



信用等级通知书

信评委函字

[2019]跟踪0262

号

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；

维持“13渝西物流债/PR渝物流”、“17西部物流MTN001”、“18西部物流MTN001”和“19重庆物流MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十六日

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司

本次主体信用等级 AA⁺ 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA⁺ 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额(亿元)	发行期限	本次债项信用等级	上次债项信用等级
13渝西物流债/ PR渝物流	15.00	2013.10.18~2020.10.18	AA ⁺	AA ⁺
17西部物流 MTN001	10.00	2017.09.28~2022.09.28	AA ⁺	AA ⁺
18西部物流 MTN001	10.00	2018.09.10~2023.09.10	AA ⁺	AA ⁺
19重庆物流 MTN001	8.60	2019.06.19~2024.06.19	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

国际物流公司(合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	433.17	520.83	540.24	553.31
所有者权益合计(亿元)	181.49	201.51	217.46	219.45
总负债(亿元)	251.68	319.31	322.77	333.85
总债务(亿元)	183.70	263.20	266.51	269.60
营业总收入(亿元)	16.73	19.89	23.14	1.52
经营性业务利润(亿元)	8.85	8.71	10.14	1.26
净利润(亿元)	7.83	7.88	8.63	1.12
EBIT(亿元)	9.26	9.38	10.34	--
EBITDA(亿元)	9.43	9.55	10.50	--
经营活动净现金流(亿元)	28.62	34.08	11.99	1.95
收现比(X)	1.00	1.00	0.62	0.18
总资产收益率(%)	2.47	1.80	1.95	--
营业毛利率(%)	65.56	48.07	49.07	89.95
应收类款项/总资产(%)	20.64	23.22	23.29	24.53
资产负债率(%)	58.10	61.31	59.75	60.34
总资本化比率(%)	50.30	56.64	55.07	55.13
总债务/EBITDA(X)	19.47	27.57	25.38	--
EBITDA利息倍数(X)	0.81	0.84	0.66	--

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将各期负债科目中的有息部分纳入总债务核算；3、公司 2019 年一季度财务报表未提供现金流量补充表，故相关指标失效。

分析师

项目负责人：骆传伟 chwluo@ccxi.com.cn

项目组成员：王婧允 jywang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司（以下简称“国际物流公司”或“公司”）的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”、“17 西部物流 MTN001”、“18 西部物流 MTN001”和“19 重庆物流 MTN001”债项信用等级为 AA⁺。

2018 年以来，重庆国际物流枢纽园区（以下简称“物流园”）战略地位突出，营业总收入逐年增长。同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的偿债压力，公司面临一定的资本支出压力以及资产流动性较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优 势

- 物流园战略地位突出。物流园作为国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸，具有重要的战略地位。2018 年，物流园招商引资进一步推进，新增正式入园企业 516 家，累计签约入园企业 1,789 户，累计实现进出口贸易额 14.13 亿美元，物流园的快速发展对重庆建设内陆开放高地具有重要意义。
- 营业总收入逐年增长。2018 年，公司确认的土地整治收入和管理费收入均较上年进一步增加，净利润规模较上年同步提升，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，近年来公司营业收入和利润规模逐年增长。

关 注

- 公司面临较大的偿债压力。截至 2019 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.22 倍，2019 年 4~12 月到期债务规模为 65.99 亿元，2020 年和 2021 年到期债务规模分别为 80.57 亿元和 71.35 亿元，公司未来几年将面临较大的偿债压力。
- 公司面临一定的资本支出压力。近年来，随着物流园建设的推进，公司基建和土地整治的投资规模也呈扩大趋势，截至 2019 年 3 月末，在建的基建和土地整治项目还需投资 46.79 亿元，公司面临一定的资本支出压力。
- 资产流动性较弱。其他应收款和其他非流动资产占总资产比重较大，截至 2019 年 3 月末，公司其他应收款和其他非流动资产主要为往来款项和土地整治与工程建设投入，合计 398.72 亿元，占总资产的比重为 72.06%，资产流动性较弱。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供的资料，“13 渝西物流债/PR 渝物流”募集资金总额为 15.00 亿元，分别用于物流园土主经济适用房、物流园回龙坝经济适用房以及物流园中干线道路及管网工程项目。截至 2019 年 6 月末，公司已使用募集资金 15.00 亿元，占项目总投资的 47.23%，上述募投项目均已完工。

“17 西部物流 MTN001”募集资金总额为 10.00 亿元，用于偿还公司贷款，截至 2019 年 6 月末，公司已使用募集资金 10.00 亿元。

“18 西部物流 MTN001”募集资金总额为 10.00 亿元，用于偿还公司贷款，截至 2019 年 6 月末，公司已使用募集资金 9.71 亿元。

“19 重庆物流 MTN001”募集资金总额为 8.60 亿元，用于偿还公司贷款，截至 2019 年 6 月末，募资集资尚未使用。

基本分析

沙坪坝区是重庆市主城区之一，产业结构良好，经济实力较强，为公司发展提供了良好外部环境，但 2018 年经济增速下滑，固定资产投资有所下降

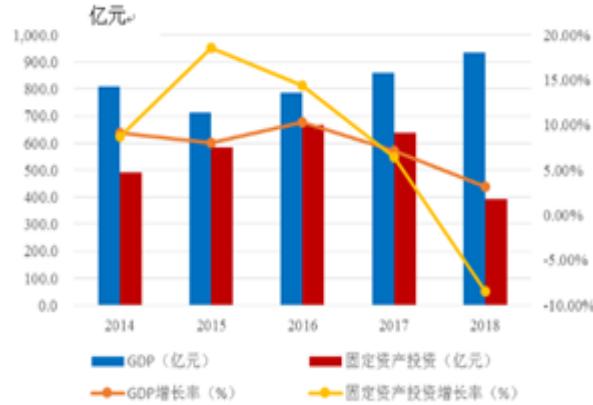
沙坪坝区位于重庆市主城区西部，东滨嘉陵江，西抵缙云山，幅员面积 396.2 平方公里。区域境内中部歌乐山纵贯南北，东部地区位于重庆中心城区，是重庆市的科教文化中心和工业基地；西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，未来增长潜力良好。

2018 年，沙坪坝区实现地区生产总值（GDP）936.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.2%。分产业看，第一产业增加值 3.8 亿元，下降 0.5%；第二产业增加值 355.3 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 577.3 亿元，增长 0.4%。三次产业结构比为 0.4:37.9:61.7。从三次产业对经济增长的贡献程度看，第一产业的贡献率为 -0.1%；第二产业贡献率为

91.5%，拉动经济增长 2.9 个百分点，其中工业拉动经济增长 2.2 个百分点；第三产业贡献率为 8.6%，拉动经济增长 0.3 个百分点。

沙坪坝区是重庆现代产业强区，产业门类涉及电子信息、汽车、通用设备、生物医药等 26 个行业。2018 年，全区固定资产投资总额比上年下降 8.5%。建设与改造投资项目数（500 万元以上）147 个，完成投资额比上年下降 25.9%。分产业看，第一产业完成投资额比上年增长 60.0%；第二产业完成投资额比上年增长 32.4%，其中，工业完成投资额比上年增长 32.4%；第三产业完成投资额比上年下降 9.9%。2018 年，全区实现房地产业增加值 40.9 亿元，比上年增长 0.6%；房地产开发投资项目数 91 个，完成投资额比上年增长 2.0%；商品房施工面积 1514.6 万平方米，比上年下降 4.1%；商品房销售面积 312.2 万平方米，比上年增长 1.5%；商品房销售额 289.2 亿元，比上年增长 19.9%；商品房竣工面积 173.0 万平方米，比上年下降 62.9%。

图 1：2014~2018 年沙坪坝区 GDP、固定资产投资增长



资料来源：重庆市沙坪坝区统计公报

2018 年，全区实现工业增加值 284.1 亿元，比上年增长 7.0%。全区规模以上工业企业共 209 家，规模以上工业企业完成总产值 2,019.9 亿元，比上年增长 9.3%。其中，电子信息制造业完成产值 1,709.6 亿元，比上年增长 12.1%；传统业完成产值 310.3 亿元，比上年下降 4.3%。

总体来看，沙坪坝区经济产业结构良好，经济实力较强，预计随着开放型经济体系构建逐步完善，沙坪坝区经济实力仍将保持较高水平，为公司发展提供良好的外部环境。同时，中诚信国际也关

注到 2018 年沙坪坝区经济增速下滑，固定资产投资有所下降。

铁路集装箱吞吐量继续提升，国际贸易进出口额持续增长，物流园招商引资进展顺利，对区域经济发展和产业提升具有较强的拉动能力

物流园于 2007 年 9 月设立，是依托团结村铁路集装箱中心站和兴隆场特大型铁路编组站设立的内陆保税物流园区。园区规划面积为 35.5 平方公里，园区按照“资源整合、产业融合、运作创新、典型示范”的理念，依托“一江两翼”的物流腹地产业支撑，立足物流、贸易、金融协同发展要求，从空间上形成六大功能板块。其中：铁路功能板块约 7.2 平方公里，包含团结村集装箱中心站与兴隆场编组站；物流联运板块约 2.5 平方公里，重点发展基础物流、多式联运与专业仓储；商务商贸板块约 7 平方公里，是自贸区的重要组成部分，重点发展金融、商贸、总部基地与商务中心等产业；口岸保税板块约 2.7 平方公里，重点建设指定口岸、保税物流中心等相关设施；产业拓展板块约 9.9 平方公里，重点发展创新科研、产业配套与拓展等功能；配套服务板块约 6.2 平方公里，重点发展为园区配套的居住、教育培训、医疗健康等服务业。

重庆市政府赋予物流园四大功能定位：国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸。并且，重庆市将物流园全部纳入重庆市 2020 年城市规划和土地规划。目前，已通过控规审批 35.50 平方公里，累计征地拆迁面积约 26.46 平方公里，建成道路 47.10 公里。

为促进重庆及中西部地区发展，经国家口岸管理办公室（以下简称“国家口岸办”）批准，2013 年 12 月重庆铁路口岸临时对外开放，这是重庆市继寸滩水港、江北国际机场之后，第三个获批的对外开放的一类口岸，重庆铁路口岸是为承接“渝新欧”国际铁路联运大通道¹打造的内陆地区标志性口岸，未

来或将成为新“丝绸之路”经济带的起点和枢纽，对重庆建设内陆开放高地起到重要推动作用。

图 2：“渝新欧”路线图



资料来源：公司提供

截至 2018 年末，园区整车口岸累计进口整车 7,417 辆，终极汽车、力帆进出口等平行进口车企业相继入园，成功构建起整车进口、展示展销、维修保养等功能齐备的进口整车全产业链；同期，园区已入驻企业 1,789 家，累计实现进出口贸易总额 26.95 亿美元。

2018 年，园区完成固定资产投资 47.32 亿元、入库税金 16.39 亿元、引进注册企业 516 家；实现国际贸易进出口额 14.13 亿美、进口整车 1,710 台、实际利用外资 3.56 亿美元；预拨渝新欧补贴 3.56 亿元，中心站集装箱办理量 55.41 万标箱，同比增长 29%，编组站调车数 9.32 万列，同比增长 15%。

2018 年，园区中欧（重庆）班列实现市场化运营，2018 年全年开行 1475 列，同比增长 120%，累计开行 3069 列，货值占经阿拉山口出境的中欧班列的 85%；国际陆海贸易新通道目前实现每天 1 班，2018 年共开行 609 列；“渝满俄”通道 2018 年共开行 230 列，首批工业原材料测试班列顺利抵达重庆铁路口岸。多条对外通道的开通运营，进一步强化了重庆作为“一带一路”和长江经济带联结点的战略功能。

总体来看，在深度融入“一带一路”国家战略的机遇下，物流园逐步汇集开放型经济核心要素，同时，2018 年以来，铁路集装箱吞吐量继续提升，国际贸易进出口额持续增长，随着物流园配套功能的不断完善以及招商引资的不断引进，园区未来具有较强的经济拉动能力。

¹从重庆团结村铁路集装箱站出发，通过横跨欧亚大陆的铁路联运，到达德国杜伊斯堡，全程 11,179 公里，途经 6 个国家，即重庆至兰州至新疆边境口岸阿拉山口，进入哈萨克斯坦、再经俄罗斯、白俄罗斯、波兰至德国。

项目建设仍有较大的资金需求，未来公司建设资金及收益的到位情况与园区招商引资和建设发展密切相关

基础设施建设方面，公司所承做园内的基建工程主要以代建模式进行，根据渝物流司文[2015]106号文，土地整治及基础设施代建管理费计提标准为当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费、当期房屋拆迁安置补偿成本支出以及当期土地整治工程费支出合计额的18%，同时，确认相关经费，包括融资经费（按当年融资余额0.5%）、税费经费

（当年税费完成额的2%）、招商引资综合经费（按当年入园企业实际投资额的0.2%），并按上述各项费用之和确认管理费收入。

公司依照每年的投资额核算管理费，同时按工程建设进度支付施工单位工程款，由于管理费的收入到款情况一般滞后于工程建设进度，需要由公司先行垫付部分工程建设款项。

截至2019年3月末，公司主要在建项目的总投资额为106.83亿元，已完成投资60.04亿元，还需投资46.79亿元，仍面临一定投资压力。

表1：截至2019年3月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

	项目名称	预计完工时间	总投资额	已投资额
物流园中心商务片区市政工程及地块平场整治	横三路东段、纵一线	2019.06	2.50	1.85
	横五路、纵一线南段二期、纵二线、纵三线北段	2019.06	2.05	1.81
	剩余地块平场	2019.06	17.69	13.78
	横六路、纵一线北段二期、纵二线北段、纵三线北段二期、纵四线北段	2019.12	2.08	0.75
	X09-X12 地块平场	2019.12	3.46	-
	环湖路、环湖一支路、环湖二支路	2019.09	1.49	1.16
物流园“中国西部生产资料市场”片区市政及地块平场整治工程	I50-I59 地块平场	2019.12	7.68	-
	纵二线、纵三线二期	2019.12	1.16	0.47
	横一路、横二路、横三路、横四路、横五路、纵一线南段、纵二线、纵三线	2019.12	6.23	4.92
	中干东线北段一期及立交	2019.12	4.95	4.10
	横六路、横七路、横八路、纵一线北段、中干东线北段二期	2019.12	2.62	1.06
	地块平场	2019.06	7.73	5.86
西永组团 J12-J15 标准分区道路工程	横一路、横二路、纵一线、地块平场	2019.12	4.85	4.85
	横一路、横四路一期、横六路西段、纵六线一期、纵七线一期	2019.11	6.95	3.45
	横四路二期、横五路、横七路、纵一线、纵二线、纵五线、纵六线二期、纵七线二期	2020.11	18.62	6.50
	横一路、横二路东段、纵一线南段一期、纵二线南段一期、纵三线南段一期、纵四线南段一期	2019.12	2.67	1.25
物流园回龙坝片区市政工程及地块平场整治	X03-X08 地块平场	2019.12	4.75	-
	重庆铁路口岸公共物流仓储一期工程	2020.12	9.35	8.23
合计	--	--	106.83	60.04

资料来源：公司提供

从拟建项目来看，截至2019年3月末，公司主要的拟建项目有二横线征地项目、土主派出所业务技术用房、国际邮件互换局、口岸机动车综合检测基地和中干线北段项目，计划总投资8.81亿元。

表2：截至2019年3月末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资额
二横线征地项目	1.42
土主派出所业务技术用房	0.15
国际邮件互换局	2.00
口岸机动车综合检测基地	1.20
中干线北段	4.04
合计	8.81

资料来源：公司提供

总体来看，园区在建的基础设施建设规模较大，项目建设仍有较大的资金需求，未来公司建设资金及收益的到位情况与园区招商引资、建设发展也有着密切关系，中诚信国际将对此保持关注。

2018 年物流园土地出让面积较上年有所下降，受当期出让商业用地价值较高的影响，当期实现的土地整治收入较上年有所增加

公司在沙坪坝区政府的授权下对物流园土地开展整治。目前，公司开展的土地整治工作主要包括征地拆迁、场地平整和七通一平工程。从征地范围来看，公司土地一级开发工作主要集中在土主镇及回龙坝镇两个镇的物流园区域。目前，土地整治的开发建设主体为公司本部。

公司对土地整治的全部投入分为两部分，一部分是征地费、规费和资本化利息，全部计入其他非流动资产科目；另外一部分是公司将对物流园指定范围内的土地（包含前期注入公司的储备地）进行场地平整以及七通一平的投资，这部分投入根据土地用途不同，在记账时存在区别。对于代政府整治用于公益性用途的土地，上述成本计入其他非流动资产科目，对于整治后用于出让的土地，上述成本计入存货科目。

收入确认上，对于代政府整治用于公益性用途的土地，按规定计提管理费收入，收到财政拨付的资金计入专项应付款，在得到政府相应的文件批复后，公司将非流动资产与专项应付款对冲抵减；对于整治后用于挂牌的土地（包含前期注入公司的储备地），将政府返还的土地出让金直接按比例计入土地整治收入，同时结转相应的土地整治成本。

表 3：公司 2018 年土地出让情况

用地企业	用地性质	出让面积(万平方米)	实现收入(亿元)
LEADING WISE COMPANY 2 Limited(意大利商贸城)	零售商业用地	16.11	0.67
重庆普沙仓储有限公司	物流仓储用地	16.62	0.41
安博供应链管理（上海）有限公司	物流仓储用地	17.86	0.33
重庆巴欧工程项目管理有限公司	科研教育用地	25.98	0.35
尚未确定入园企业	商业用地/商务用地	13.45	12.98
合计	--	90.02	14.74

资料来源：公司提供

总体来看，2018 年物流园土地出让面积较上年有所下降，受当期出让商业用地价值较高的影响，

针对整治后用于挂牌的土地，在土地出让时，区财政收取入园企业土地出让金，公司同时结算土地开发成本和土地开发整治管理费，并获得部分土地增值收益，根据《重庆市财政局关于重庆西部现代物流产业基地享受有关政策执行的通知》（渝财税[2008]137 号），土地出让后的收入扣除征地拆迁费后，标准出让金重庆市和沙坪坝区财政按 55%：45% 的比例分配；土地出让增值收益重庆市和沙坪坝区财政按 20%：80% 的比例分配。资金入库后，市级部分直接拨付公司，专项用于物流园区配套的市级基础设施建设工程，区级部分及时拨付给沙坪坝财政局，沙坪坝区财政局在收到市局拨款后拨付给公司。截至 2019 年 3 月末，渝财税[2008]137 号文件已过有效期，相关土地增值收益的实现或不能有效保障，公司正积极与市区有关部门协商报批新的政策优惠文件，中诚信国际对此将持续关注。

2018 年，经公司整治并完成出让的土地面积为 90.02 万平方米，较上年有所下降，出让的土地大部分为物流仓储用地及工业用地，另有部分商业用地，当年实现土地整治收入 14.74 亿元，较上年有所增加，主要系当年出让的商业用地单价较高所致。公司 2019 年计划出让土地 2,500.00 亩，其中仓储工业用地 2,000.00 亩，商业用地 500 亩。截至 2018 年末，公司账面的储备土地面积为 9,938.37 亩，价值合计 73.32 亿元，公司储备地系历史原因形成的资产，在未来年度中，公司计划逐步将名下的储备用地通过补缴出让金的方式置换为可直接上市交易的出让用地。

当期实现的土地整治收入较上年有所增加。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制。

盈利分析

2018 年，公司实现营业总收入 23.14 亿元，较 2017 年有所增加，主要系当年实现的土地整治收入较上年增加所致。公司当年实现管理费收入 7.64 亿元，占营业总收入的 33.02%；实现土地整治收入 14.74 亿元，占营业总收入的 63.68%，较上年增长

20.33%，主要系当期出让一宗商业用地，对应实现收入增加所致。

毛利率方面，2018 年，土地整治业务毛利率较上年有所提升，主要系当年实现出让的商业用地溢价较高所致；同期的物业服务业务毛利率为 25.91%，较上年大幅上升，主要系当年物业收入实现较大幅度增长所致。

2019 年 1~3 月，公司实现的营业总收入为 1.52 亿元，主要为当期实现的管理费收入，当期综合毛利率为 89.95%。

表 4：2016~2018 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目	2016		2017		2018	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
土地整治收入	8.56	37.44	12.25	19.20	14.74	23.67
管理费收入	7.79	100.00	7.22	100.00	7.64	100.00
物业相关收入	0.38	-7.22	0.42	-1.58	0.74	25.91
其他	--	--	--	--	0.02	152.67
合计	16.73	65.56	19.89	48.07	23.14	49.07

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司 2018 年的三费支出为 0.99 亿元，较上年有一定幅度增加，增长主要来源于财务费用，主要系 2018 年公司各类中介机构费用大幅增加所致；同期，三费占收入比例较上年小幅增加，公司近年来的三费占收入比例一直保持在相对较低的水平。

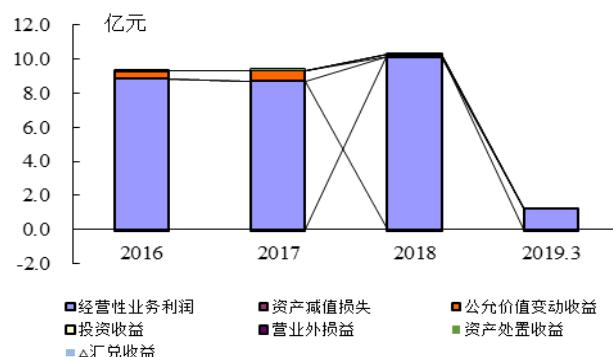
表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

项目	2016	2017	2018	2019.3
销售费用(亿元)	0.01	0.05	0.01	0.002
管理费用(亿元)	0.54	0.65	0.75	0.19
财务费用(亿元)	-0.01	0.03	0.24	-0.10
三费合计(亿元)	0.55	0.74	0.99	0.09
营业收入(亿元)	16.73	19.89	23.14	1.52
三费收入占比(%)	3.26	3.72	4.28	6.09

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从利润总额构成来看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2018 年，公司实现利润总额 10.25 亿元，较上年增加 0.91 亿元。其中，实现经营性业务利润为 10.14 亿元，较上年增加 1.42 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.26 亿元，实现经营性业务利润 1.26 亿元

图 3：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司利润总额构成情况



数据来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司 2018 年确认的土地整治收入较上年有所增加，利润总额较上年亦有所增长。但土地整治业务受物流园招商引资和土地出让情况影响较大，公司盈利水平或存在一定波动。

偿债能力

截至 2018 年末，公司总资产为 540.24 亿元，较上年末增加 19.41 亿元，其中：其他非流动资产余额为 273.51 亿元，较上年末增加 57.19 亿元，主要系当期土地征拆平整和配套项目建设等投入较大所致；可供出售金融资产余额为 9.46 亿元，较上

年末增加 8.25 亿元，主要系子公司重庆渝物兴物流产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）对外股权投资和购买理财所致；投资性房地产余额为 28.69 亿元，较上年末增加 6.79 亿元，主要系当期新购置的办公大楼等建筑和由存货补缴出让金转入的土地；存货余额为 74.27 亿元，较上年末减少 12.92 亿元，主要系当期土地整治完成后挂牌结转以及补交出让金转入存货所致；货币资金余额为 23.10 亿元，较上年末大幅减少 42.12 亿元，主要用于当年的土地征拆整治和园区内项目建设投入。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 553.31 亿元，较 2018 年末增加 13.07 亿元，主要系当期项目预付工程款增加所致，当期末的预付款项余额为 11.37 亿元。

所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益合计为 217.46 亿元，较上年增加 15.95 亿元，其中资本公积余额为 139.84 亿元，较上年末增加 6.57 亿元，主要系当年沙坪坝区财政局根据《关于重庆西部现代物流园产业园区开发建设有限责任公司财政拨付资金账务处理的复函》（沙财企[2017]809 号），将 6.57 亿元税返资金计入资本公积所致。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计为 219.45 亿元，较 2018 年末增加 1.99 亿元。

负债方面，截至 2018 年末，公司总负债为 322.77 亿元，较上年末增加 3.46 亿元。其中，长期借款余额为 98.01 亿元，较上年末减少 19.50 亿元，主要系将于一年内到期的债务转入一年内到期非流动负债所致；应付债券余额为 94.41 亿元，较上年末增加 13.67 亿元，主要系公司当年发行 10.00 亿元“18 西部物流 PPN001”、10.00 亿元“18 西部物流 PPN002”、和 10.00 亿元“18 西部物流 MTN001”所致；其他应付款余额为 20.48 亿元，较上年末减少 8.17 亿元，主要系偿还对外借款所致。截至 2019 年 3 月末，公司总负债为 333.85 亿元，较上年末增加 11.08 亿元，主要为当期新增的借款。

截至 2018 年末，公司总债务为 266.51 亿元，截至 2019 年 3 月末，总债务为 269.60 亿元，其中短期债务为 82.71 亿元，长期债务为 186.89 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.44 倍；2018 年末和 2019 年 3 月末的资产负债率分别为

59.75% 和 60.34%，同期的总资本化比率分别为 55.07% 和 55.13%，近年来保持稳定水平。

现金流方面，公司 2018 年的经营活动净现金流为 11.99 亿元，较上年下降 22.09 亿元，当期经营活动现金流入和流出均较上年大幅增加，主要系与沙坪坝区财政局的资金往来由投资活动现金流重分类至经营活动现金流所致；同期的投资活动净现金流为 -42.78 亿元，近年来投资活动的净现金流持续呈净流出状态，主要系近年来物流园持续建设开发，支付征地拆迁款和配套基础设施建设投入较大所致；公司 2018 年的筹资活动净现金流为 -11.28 亿元，较上年下降 53.78 亿元，呈净流出状态，主要系当年公司对外筹资规模大幅下降所致。2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 1.95 亿元，投资活动净现金流为 -4.83 亿元，筹资活动净现金流为 -1.98 亿元，现金活动整体呈净流出状态。

截至 2018 年末，受当期经营活动净现金流下降的影响，公司经营活动净现金流/总债务由上年末的 0.13 倍降至 0.04 倍，经营活动净现金流利息保障系数由上年的 2.98 倍降至 0.75 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力都有所减弱；同期，受当年公司收入和利润规模增加的影响，公司总债务/EBITDA 由上年末的 27.57 倍降至 25.38 倍，EBITDA 对债务本金的覆盖能力增强，EBITDA 利息保障系数由上年的 0.84 倍降至 0.66 倍，主要系上年总债务规模上升，当年利息支出增加所致。

表 6：2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	221.73	263.20	266.51	269.60
EBITDA（亿元）	9.43	9.55	10.50	--
经营活动净现金流（亿元）	28.62	34.08	11.99	1.95
资本化比率（%）	54.99	56.64	55.07	55.13
总债务/EBITDA(X)	23.50	27.57	25.38	--
EBITDA 利息保障系数(X)	0.81	0.84	0.66	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.13	0.04	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	2.46	2.98	0.75	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从公司债务的到期分布来看，公司债务本金到期分布较为均匀，2019 年 4~12 月及 2020~2023 年

各期分别需要偿还 65.99 亿元、80.57 亿元、71.35 亿元、20.01 亿元和 14.77 亿元，近三年都面临较大的偿债压力，中诚信国际将持续关注公司的偿债资金安排。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司未来债务本金到期情况（亿元）

到期时间	2019.4~12	2020	2021	2022	2023
到期金额	65.99	80.57	71.35	20.01	14.77

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额共计 54.44 亿元，占同期末净资产比重为 24.81%。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	公司性质	担保余额
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	国有	34.34
重庆铁路口岸物流开发有限责任公司	国有	14.82
重庆共享工业投资有限公司	国有	3.70
重庆市沙坪坝区土地整治储备中心	国有	0.88
重庆力帆实业（集团）进出口有限公司	民营	0.58
重庆迈兴汽车销售有限公司	民营	0.12
合计	--	54.44

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司所有有权受限制的资产价值为 20.90 亿元，主要是为银行借款抵押的土地及房屋建筑，受限资产账面价值占同期总资产比重为 3.78%。

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各类金融机构的授信总额为 151.60 亿元，已使用额度为 118.64 亿元，未使用额度为 32.96 亿元，尚有一定的备用流动性。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 6 月 3 日，公司未出现逾期未偿还银行贷款本息的情况，未出现已发行债券未按时还本付息的情形。

评级展望

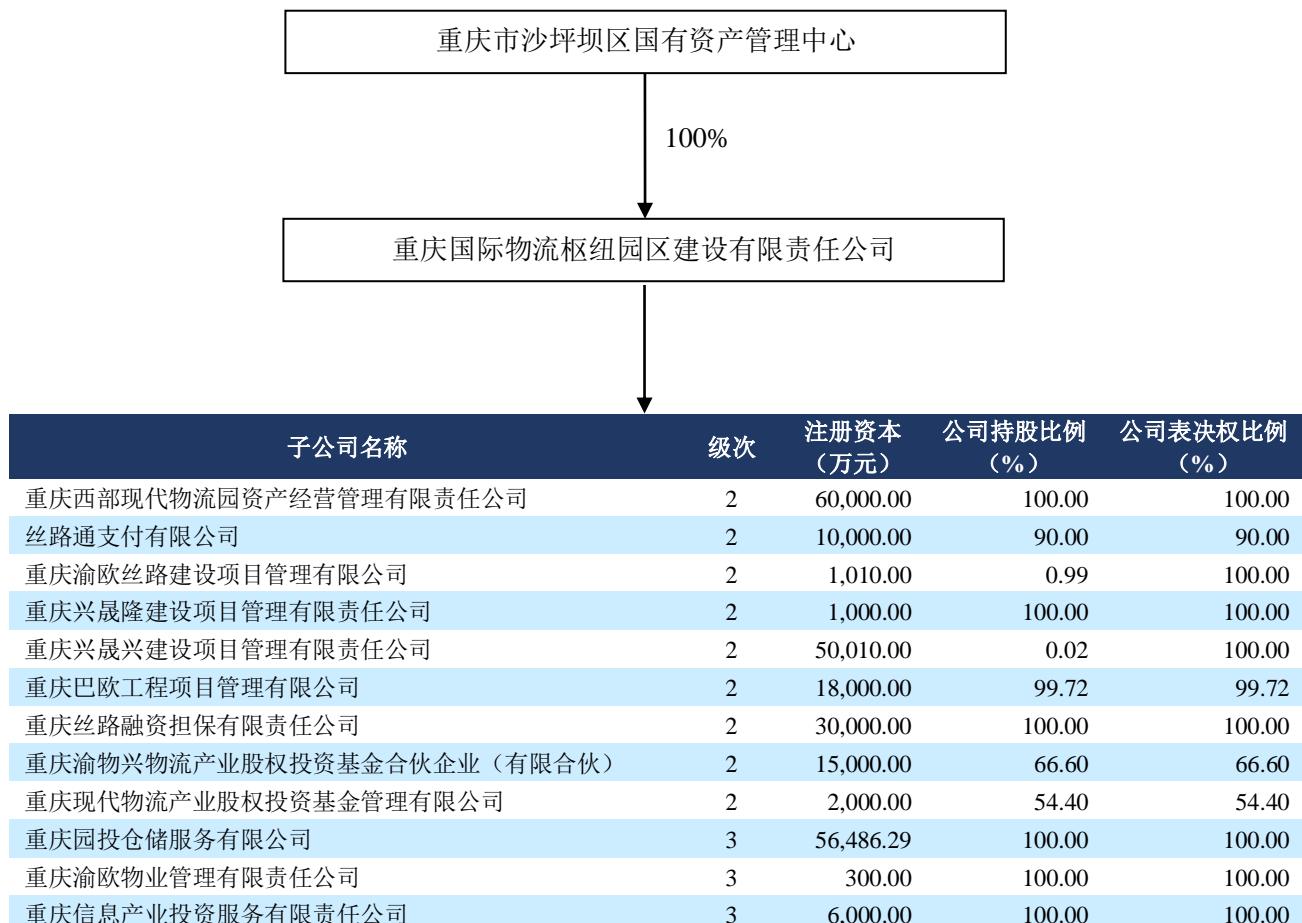
2018 年以来，物流园战略地位突出，营业收入逐年增长等因素对公司发展起到了良好的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的偿债压力，公司面临的资本支出压力以及资产流动性较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”、“17 西部物流 MTN001”、“18 西部物流 MTN001”和“19 重庆物流 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。

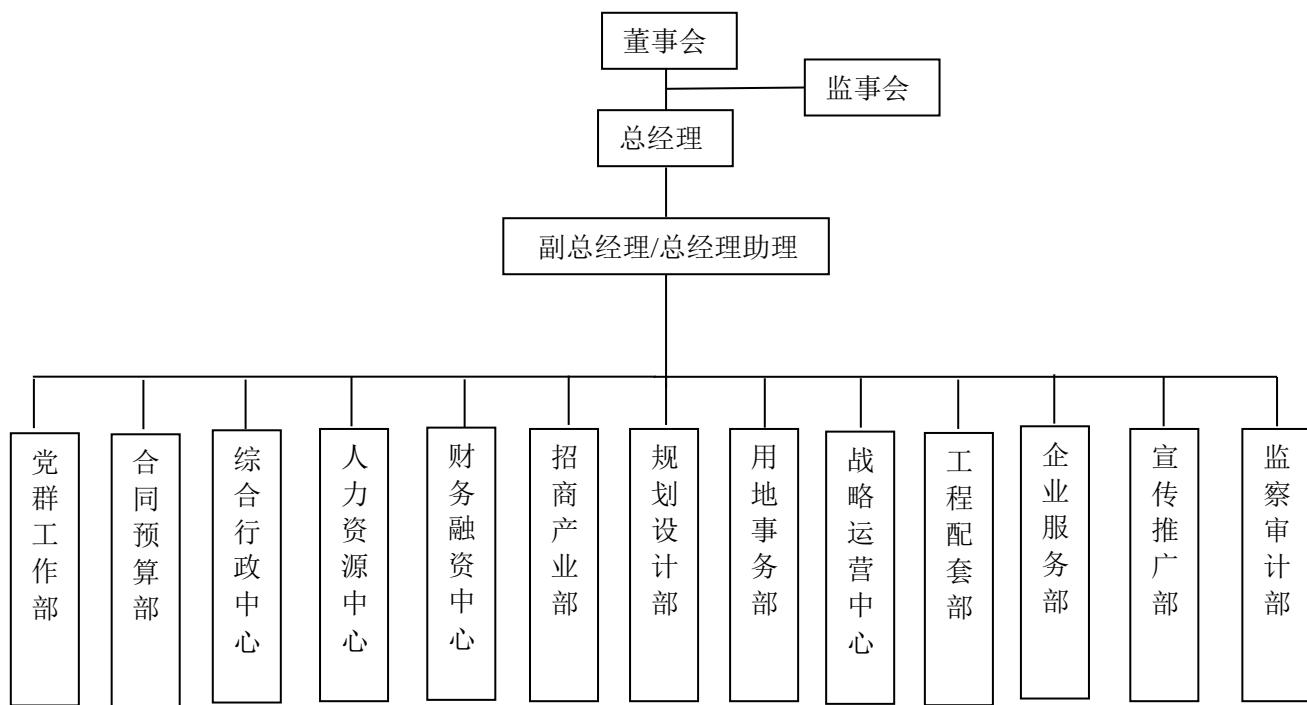
附一：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



注：1、对重庆渝欧丝路建设项目管理有限公司出资1,000.00 万元，持股99.01%的深圳平安大华汇通财富管理有限公司不参与公司经营管理；2、对重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司出资50,000.00 万元，持股99.98%的宁波兴晟兴盈陆号股权投资合伙企业（有限合伙）不参与公司经营管理。

资料来源：公司提供

附二：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	509,772.46	652,288.20	231,039.47	182,425.24
应收账款	67.07	778.73	10,591.12	18,169.44
其他应收款	893,821.22	1,202,825.93	1,235,989.28	1,291,016.95
存货	951,456.64	871,976.95	742,738.53	742,738.08
可供出售金融资产	6,100.00	12,100.00	94,601.15	94,488.00
长期股权投资	14,887.58	15,007.15	21,937.54	21,908.98
在建工程	9.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	148.73	180.27	111.56	90.46
总资产	4,331,706.05	5,208,269.35	5,402,351.15	5,533,074.68
其他应付款	453,034.65	286,551.52	204,820.93	201,778.76
短期债务	262,749.02	649,443.46	740,903.73	827,104.63
长期债务	1,574,216.82	1,982,506.79	1,924,176.70	1,868,877.67
总债务	1,836,965.84	2,631,950.25	2,665,080.44	2,695,982.30
总负债	2,516,819.03	3,193,137.31	3,227,735.48	3,338,527.02
费用化利息支出	0.00	339.39	897.00	--
资本化利息支出	116,336.29	113,869.43	158,834.16	--
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	52,452.75	57,227.37	78,012.07	78,201.97
所有者权益合计	1,814,887.02	2,015,132.04	2,174,615.67	2,194,547.66
营业收入	167,270.53	198,853.92	231,431.60	15,162.89
经营性业务利润	88,461.46	87,135.84	101,367.20	12,636.16
投资收益	-149.55	-0.10	1,178.01	0.00
营业外收入	5.90	3.04	34.31	0.00
净利润	78,316.77	78,801.09	86,289.77	11,245.39
EBIT	92,640.72	93,770.07	103,442.00	--
EBITDA	94,348.40	95,454.64	105,003.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金	166,466.47	198,390.36	142,672.16	2,734.75
收到其他与经营活动有关的现金	418,526.44	213,758.52	950,572.43	116,975.04
购买商品、接受劳务支付的现金	71,280.55	120,775.00	3,781.15	1,618.56
支付其他与经营活动有关的现金	288,244.87	78,350.88	938,933.74	79,523.34
吸收投资收到的现金	50,000.00	4,500.00	20,540.00	0.00
资本支出	288,944.68	262,059.82	265,630.00	48,600.81
经营活动产生现金净流量	286,241.10	340,770.57	119,912.70	19,499.37
投资活动产生现金净流量	-309,545.68	-621,796.65	-427,832.40	-48,333.64
筹资活动产生现金净流量	288,596.64	425,023.11	-112,778.02	-19,779.97
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	65.56	48.07	49.07	89.95
三费收入比 (%)	3.26	3.72	4.28	6.09
应收类款项/总资产 (%)	20.64	23.22	23.29	24.53
收现比 (X)	1.00	1.00	0.62	0.18
总资产收益率 (%)	2.47	1.80	1.95	--
流动比率 (X)	3.50	3.72	2.65	2.49
速动比率 (X)	2.09	2.55	1.76	1.70
资产负债率 (%)	58.10	61.31	59.75	60.34
总资本化比率 (%)	50.30	56.64	55.07	55.13
长短期债务比 (X)	0.17	0.33	0.39	0.44
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.16	0.13	0.04	--
经营活动净现金流/短期债务 (X)	1.09	0.52	0.16	--
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.46	2.98	0.75	--
总债务/EBITDA (X)	19.47	27.57	25.38	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.36	0.15	0.14	--
货币资金/短期债务 (X)	1.94	1.00	0.31	0.22
EBITDA 利息倍数 (X)	0.81	0.84	0.66	--

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将各期负债科目中的有息部分纳入总债务核算；3、公司 2018 年度一季报未提供现金流量补充表，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费收入

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	等级含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级