

2020年重庆市永川区惠通建设发展有限公司 双创孵化专项债券信用评级报告

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn 

项目组成员：李昊 hli@ccxi.com.cn 

电话：(027)87339288

2020年4月2日

声 明

- 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。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2018]2177D 号

重庆市永川区惠通建设发展有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020年重庆市永川区惠通建设发展有限公司双创孵化专项债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期专项债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月二日

发行要素

| 发行主体 | 本期规模 | 发行期限 | 偿还方式 | 发行目的 |
|------------------|-------|------|---|-------------|
| 重庆市永川区惠通建设发展有限公司 | 10 亿元 | 7 年期 | 每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别偿还 20%、20%、20%、20% 和 20% 的债券本金 | 项目建设和补充营运资金 |

评级观点：中诚信国际评定重庆市永川区惠通建设发展有限公司（以下简称“惠通公司”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2020 年重庆市永川区惠通建设发展有限公司双创孵化专项债券”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了永川区经济实力不断增强、公司地位重要、获得股东有力支持以及土地资源及项目储备较为充足等因素对公司信用水平形成有力支撑；同时，中诚信国际也关注到公司基础设施建设业务回款较为滞后，土地整治收入具有波动性以及面临一定偿债压力等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

| 惠通公司（合并口径） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 286.92 | 307.90 | 318.45 | 383.96 |
| 所有者权益合计（亿元） | 156.88 | 156.48 | 159.37 | 181.05 |
| 总负债（亿元） | 130.04 | 151.42 | 159.07 | 202.92 |
| 总债务（亿元） | 118.73 | 139.56 | 117.90 | 162.19 |
| 主营业务收入/营业总收入（亿元） | 15.90 | 16.74 | 22.47 | 10.89 |
| 经营性业务利润（亿元） | 2.14 | 2.51 | 1.81 | 1.24 |
| 净利润（亿元） | 2.11 | 1.88 | 1.46 | 1.01 |
| EBITDA（亿元） | 3.79 | 3.97 | 3.25 | - |
| 经营活动净现金流（亿元） | -7.98 | -1.78 | 1.22 | -1.12 |
| 收现比（X） | 0.96 | 0.60 | 0.49 | 0.87 |
| 主营业务毛利率/营业毛利率（%） | 22.12 | 22.36 | 12.70 | 23.90 |
| 应收类款项/总资产（%） | 4.37 | 9.47 | 6.78 | 10.54 |
| 资产负债率（%） | 45.32 | 49.18 | 49.95 | 52.85 |
| 总资本化比率（%） | 43.08 | 47.14 | 42.52 | 47.25 |
| 总债务/EBITDA（X） | 31.36 | 35.18 | 36.27 | - |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 0.70 | 0.59 | 0.52 | - |

注：1、2016 年财务报表执行旧会计准则，2017~2018 年财务报表执行新会计准则；2、中诚信国际将各期长期应付款科目中的有息部分调整至长期债务核算，将 2017~2018 年及 2019 年 9 月末其他流动负债科目中的短期融资券调整至短期债务核算；3、2015~2017 年末总债务包括公司已置换的地方政府性债务。根据“财库[2018]61 号”文，永川区 2018 年到期的政府置换债务由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应平台公司无需偿还本金，故 2018 年末政府性债务置换金额不再纳入债务核算。

正面

■ **永川区经济实力不断增强。**永川区是重庆市规划建设的区域性中心城市之一。2018 年，永川区实现地区生产总值 845.7 亿元，较上年增长 9.9%，稳定增长的区域经济实力为公司业务发展创造了有利条件。

■ **公司地位重要，获得股东的有力支持。**公司为永川新城唯一

的土地整治及基础设施建设主体，且被定位为永川区 3 家公益性项目建设单位之一，在项目来源和资金等方面获得股东有力支持。

■ **土地资产及项目储备较为充足。**截至 2019 年 9 月末，公司拥有出让地 6,374.64 亩，且超过 100 亿的项目尚处于建设期或待竣工结算阶段。较为充足的土地资产及项目储备对公司后续收入提供较好保障。

关注

■ **基础设施建设业务回款较为滞后。**公司基础设施建设代建业务竣工后方可开展结算及回款工作，较长的建设、竣工结算及回款周期使得该板块业务回款存在滞后性，给公司带来一定的资本支出压力。

■ **土地整治收入具有波动性。**2016~2018 年，公司分别实现土地整治收入 15.84 亿元、16.49 亿元和 7.47 亿元，公司土地整治收入易受房地产市场及相关政策影响而有所波动。

■ **面临一定偿债压力。**2020~2022 年，公司到期债务本金分别为 30.86 亿元、32.74 亿元和 15.79 亿元，面临一定偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，重庆市永川区惠通建设发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**永川区经济实力大幅增强且具有可持续性；公司资本实力显著扩充，资产质量明显提升；盈利等各项财务指标均大幅改善。

■ **可能触发评级下调因素。**永川区经济实力或公司地位明显下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿减弱；公司财务指标明显恶化，备用流动性减少等。

同行业比较

| 基础设施投融资企业 2018 年主要指标对比表 | | | | | | |
|-------------------------|----------|----------|-----------|-----------|---------|--|
| 公司名称 | 资产总额（亿元） | 资产负债率（%） | 总资本化比率（%） | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） | |
| 惠通公司 | 318.45 | 49.95 | 42.52 | 22.47 | 1.46 | |
| 渝中国资 | 151.69 | 46.27 | 36.62 | 3.67 | 0.75 | |
| 国际物流园 | 540.24 | 59.75 | 55.07 | 23.14 | 8.63 | |
| 江津华信 | 450.34 | 55.27 | 51.14 | 15.51 | 3.55 | |
| 南岸城投 | 636.03 | 64.13 | 48.28 | 56.48 | 1.45 | |

注：“渝中国资”为“重庆渝中国有资产经营管理有限公司”简称；“国际物流园”为“重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司”简称；“江津华信”为“重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司”简称；“南岸城投”为“重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司前身为永川市惠通建设发展有限公司，系2002年8月14日经原重庆市永川市人民政府《关于成立永川市惠通建设发展有限公司的批复》（永府函[2002]38号）批准，由原重庆市永川市经济技术开发区管理委员会出资设立的国有独资公司，初始注册资本为0.30亿元。2006年10月，根据国务院《关于同意重庆市撤销江津市合川区永川区南川区设立重庆市江津区合川区永川区南川区的批复》（国函[2006]110号）的行政区划调整要求，撤销重庆永川市，设立重庆市永川区。2007年4月，公司名称变更为现名。2008年9月，公司出资人变更为重庆市永川区国有资产管理局（以下简称“永川区国资局”）。2019年1日，根据“永川委发[2019]1号”文件，永川区国资局更名为重庆市永川区国有资产服务中心（以下简称“永川区国资中心”）。期间经过多次股东增资，截至2019年9月末，公司注册资本和实收资本均为3.20亿元，永川区国资中心持有公司100%的股权。

公司经营范围主要包括土地整治、基础设施管理（法律法规规定须取得专项许可的，在未取得专项许可之前，不得开展经营活动）、房地产开发（贰级）（按房地产开发企业资质证书核定的事项及期限从事经营）等业务。

截至2018年末，公司总资产为318.45亿元，所有者权益合计为159.37亿元；2018年，公司实现营业总收入22.47亿元，净利润1.46亿元，经营活动净现金流1.22亿元。

截至2019年9月末，公司总资产为383.96亿元，所有者权益合计为181.05亿元；2019年1~9月，公司实现营业总收入10.89亿元，净利润1.01亿元，经营活动净现金流-1.12亿元。

本期债券概况

发行条款

本期债券发行规模为10.00亿元，发行期限为

7年，采用固定利率方式，每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，自本期债券存续期第3年末起，逐年按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，提前还本年度的当期应付利息随本金的兑付一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券拟募集资金10.00亿元，其中4.40亿元用于重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目建设、1.90亿元用于重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目建设、3.70亿元用于补充公司营运资金。

表1：募集资金投资项目情况（亿元）

| 项目名称 | 投资总额 | 拟使用募集资金 | 拟募集资金占总投资的比例 |
|--------------------------------|------|---------|--------------|
| 重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目（不含公寓与商业） | 6.38 | 4.40 | 68.92% |
| 重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目 | 2.72 | 1.90 | 69.91% |
| 补充营运资金 | -- | 3.70 | -- |
| 合计 | -- | 10.00 | -- |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目建设内容包括建筑主体工程、装修安装工程、场地平整工程、给排水、道路广场等公用工程及绿化工程。该项目总占地面积72亩，总建筑面积163,434平方米，地上建筑面积118,595平方米，地下建筑面积44,839平方米。项目总投资约6.38亿元，总体建设周期为2年，计划2020年末全部建设完成，通过物业租赁和销售收入实现资金平衡。该项目用地由公司通过招拍挂获得，目前已完成建设用地拆迁安置工作，相关费用由永川新城建设管理委员会（以下简称“永川新城建管委”）支付完成，公司及其子公司无需承担。截至2019年末，该项目用地的土地出让金已经缴齐，项目累计投入资金1.42亿元，占项目投资总额的17.66%。

重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心

项目的建设内容包括建筑主体工程、装修安装工程、场地平整工程、给排水、道路、停车场等公用工程及绿化工程。该项目总占地面积 29.7 亩，总建筑面积 56,870 平方米，地上建筑面积 35,090 平方米，地下建筑面积 21,780 平方米。项目预计总投资为 2.72 亿元，已于 2018 年 3 月正式启动建设，预计 2020 年完工，通过物业租赁和销售收入实现资金平衡。该项目用地由公司通过招拍挂获得，现已经完成建设用地拆迁安置工作，相关拆迁安置费用已由永川新建管委支付完成。截至 2019 年末，该项目用地的土地出让金已经缴齐，项目累计投入资金 0.39 亿元，占项目投资总额的 14.51%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况

下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关

注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

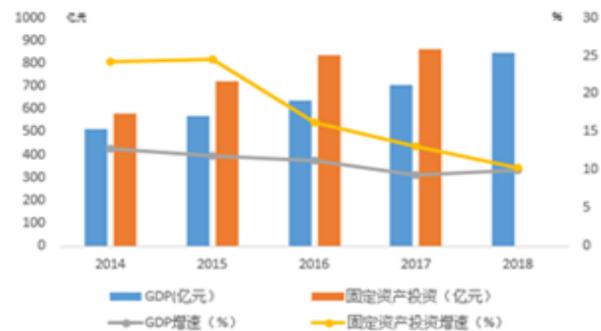
区域经济环境

永川区经济概况

永川区位于长江上游北岸，全区幅员面积 1,576 平方公里，辖 7 个街道、16 个镇。2018 年，全区常住人口 114.2 万人，比上年增加 2.2 万人；2016~2018 年，永川区分别实现地区生产总值 636.2 亿元、704.5 亿元和 845.7 亿元，其中 2018 年同比增长 9.9%，三次产业结构由 2017 年的 8.1 : 56.5 : 35.4 调整为 2018 年的 7.4 : 50.3 : 42.3。

固定资产投资方面，2016~2017 年，永川区分别完成投资 837.5 亿元和 862.0 亿元，2018 年全区固定资产投资比上年增长 10.2%。其中，第一产业投资比上年增长 15.3%，第二产业投资比上年增长 10.8%，第三产业投资比上年增长 9.5%。其中：5,000 万元以上投资比上年增长 15.0%，5,000 万元以下投资比上年增长 26.7%，民间投资比上年增长 3.5%，房地产投资比上年下降 8.3%。

图 1：2014~2018 年永川区 GDP 和固定资产投资情况



注：2018 年永川区固定资产投资数暂未公布。

资料来源：根据永川区经济与社会发展统计公报整理

在“工业强区”的指导思想下，永川区继续贯彻落实“一区三园”的发展格局，在凤凰湖工业园重点打造电子信息、机械制造、材料工业等三大产业；在港桥工业园发展精细化工、有色金属加工、轻工建材等三大产业；三教工业园重点发展中轻型铸锻及加工产业。2018 年，全区规模以上工业企业 370 家，实现增加值 306.6 亿元，比上年增长 8.6%；实现产值 1,021.5 亿元，比上年增长 11.8%。产值 1~5 亿元的企业 122 家，实现产值 308.6 亿元；5~10 亿元企业 57 家，实现产值 390.2 亿元；10 亿元以上企业 17 家，实现产值 243.9 亿元。产业园区规模以上工业企业产值 809.8 亿元，比上年增长 18.3%。

总体来看，近年来永川区经济稳步增长，产业结构有所改善。未来，成渝城市群加速融合或将为身处城市群腹地的永川发展提供了新的历史机遇。

永川新城概况

永川新城位于永川区主城区东侧，是永川区城市建设“东扩南拓”的战略中心，也是永川区建设区域性中心城市的重要载体。

永川新城原规划面积 20.80 平方公里，已基本建设完成，分为三个部分：一是 5.80 平方公里的中央片区（又名人民广场片区），定位为永川区行政文化中心，重点发展商务会展、文化教育、体育健身、娱乐购物等都市消费产业；二是以兴龙湖为核心、兴龙大道东侧 6.27 平方公里的兴龙湖片区（又名东部拓展区），功能拓展已近尾声，重点发展软

件与信息技术、文化创意、电子商务、现代金融等高端服务业；三是高速公路以北、箕山东南 8.73 平方公里的北部拓展区（又名神女湖片区），骨架拓展基本完成，重点发展休闲观光、文化创意、高端居住等文化旅游产业。2015 年起，永川新城将西部拓展区纳入规划建设范围，城西片区规划面积 4.95 平方公里，将集中布置各类综合和专业批发市场，规划重点发展方向为五金机电市场、汽摩市场、建材家居市场、农产品市场以及培育电子商务市场等，该片区已完成路网规划并启动建设。此外，17 平方公里的城东新区已启动规划。

2018 年，永川新城相关经济建设工作稳步推进：一是软件与信息技术产业加速集聚。聚焦大数据智能化，全年引进阿里巴巴全球人工智能交付中心、腾讯云（永川）物联网小镇、达瓦大数据先进影像中心等 57 个项目，实现产值 91 亿元；二是商贸物流区域辐射力不断增强。“第八届世界木材与木制品贸易大会”成功举办，签约 20 家知名企业，永川成为西南地区重要的木材产业项目集聚地，商贸物流产业全年实现交易额约 125 亿元；三是总部经济规模效应进一步显现。新引进勾正科技、中城投海外公司等 2 个总部项目，中铁二十一局五公司总部建成投用，13 家总部项目全年实现产值约 50 亿元。

总体来看，永川新城作为永川区建设区域性中心城市的重要载体，较快发展的区域经济实力为公司发展创造了良好的环境。

竞争及抗风险能力

公司是永川区国资中心出资设立的国有独资公司，也是永川新城唯一的建设主体，为保障公司持续稳定发展，永川区政府进一步明确了公司地位，并在政策、资金等方面给予有力支持。

定位方面，公司为永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，经营业务在区域内具有垄断优势；随着永川区区属国有平台公司清理整合工作的推进，惠通公司定位为区内三大公益性项目建设单

位之一，主要负责全区城市建设发展公益性项目建设工作，公司地位进一步明确。根据重庆市永川区人民政府《关于报送永川区区属国有平台公司清理整合的实施方案的函》（永川府函[2017]196 号），2019 年，重庆市永川区建设投资有限公司（以下简称“永川建投”）被吸收合并入公司，公司资本实力得到一定提升。

政策支持方面，根据永川新城建设管理委员会（以下简称“永川新城建管委”）《关于进一步明确重庆市永川区惠通建设发展有限公司城市基础设施建设资金来源的通知》（永新城[2007]33 号），由永川区人民政府（以下简称“永川区政府”）返回给永川新城建管委的土地出让金、城市建设配套费和其他收入全额返还给公司。根据《重庆市永川区新城建设管理委员会关于减免自建项目行政事业性收费的请示》（永新城文[2016]24 号），为加快新城建设发展，缓解新城资金压力，2016 年经请示区政府同意，涉及新城自建工程项目的城市建设配套费、人防费、抗雷抗震费等所有行政事业性收费，全额即征即返。此外，根据永川区国税局《关于重庆市永川区惠通建设发展有限公司申请享受西部大开发企业所得税优惠政策的通知》，公司在 2020 年以前按应纳税所得额的 15% 的税率征收企业所得税。

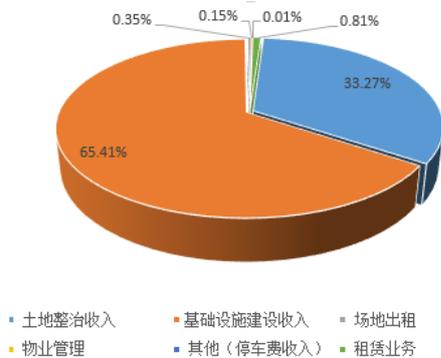
资产注入及资金补贴方面，截至 2019 年 9 月末，政府累积注入土地 6,821,287.08 平方米；房屋建筑物注资 61,334.82 万元。此外，2016~2018 年，公司分别获得政府补贴 0.29 亿元、0.95 亿元和 0.95 亿元。

总的来看，公司为永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，经营业务在区域内具有垄断优势；随着永川区区属国有平台公司清理整合工作的推进，公司定位为区内三大公益性项目建设单位之一，地位进一步明确。同时，公司持续得到永川区政府在政策和资金等方面的有力支持。总的来看，公司具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司作为永川新城建设的项目业主，承担永川新城内土地整治、基础设施建设等任务。2016~2018年，公司营业总收入（主营业务收入）分别为15.90亿元、16.74亿元和22.47亿元。2018年，公司实现土地整治收入7.47亿元，项目代建收入14.70亿元，场地出租、物业管理及租赁收入等其他业务收入0.30亿元，占营业总收入的比例分别为33.27%、65.41%和1.31%。

图 2：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

土地整治业务

公司是永川新城唯一的建设项目业主，承担永川新城内土地整治任务。近年来，公司开发建设片区由北部拓展区向城西片区转移。截至2019年12月末，尚未完成征地拆迁的土地约4,700亩。

根据2016年1月4日永川新城建管委与公司签订的《土地整理委托协议》，2016年度及以后发生的土地整理，公司整理完成后，由永川新城建管委进行验收，验收合格后，双方按照永川新城建管委当年计划出让的土地按期进行价款结算，结算单价为120万元/亩，后期土地整治支出如发生较大变化，结算单价将另行签订补充协议进行调整。2017年1月，考虑到国家相关税收政策发生变化，永川新城建管委与公司签订《土地整理委托补充协议》，土地结算单价由120万元/亩调升至125万元/亩。

表 2：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司土地整治业务运营情况

| 项目名称 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~9 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 土地整治面积（亩） | 881.60 | 2,672.22 | 2,536.69 | 3,011.31 |
| 其中：棚改面积（亩） | 0.00 | 2,042.91 | 2,505.67 | 2,711.00 |
| 土地出让面积（亩） | 1,252.62 | 1,338.10 | 610.35 | 794.12 |
| 土地整治收入（亿元） | 15.84 | 16.49 | 7.47 | 9.64 |
| 平均结算单价（万元/亩） | 126.46 | 123.23 | 121.35 | 121.36 |

注：土地整治面积为当年实际完成的土地整治面积，不同于财报口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2016~2018年及2019年1~9月，公司分别整治土地881.60亩、2,672.22亩、2,536.69亩和3,011.31亩，2017年以来，公司土地整治面积较大，主要系当年涉及较多的棚户区改造业务所致。同期，公司土地出让面积分别为1,252.62亩、1,338.10亩、610.35亩和794.12亩，确认的土地整治收入分别为15.84亿元、16.49亿元、7.47亿元和9.64亿元。2020~2021年，公司拟分别整治土地1,200亩和1,200亩。

截至2019年9月末，公司拥有已取得所有权证的土地51,878.13亩，其中出让地和划拨地分别

为6,374.64亩和4,177.49亩，林权41,326.00亩，公司已完成整治待出让的土地约7,886.70亩，后续公司将根据项目投资需要，并考虑宏观经济和土地市场形势，有节奏地安排土地出让，为公司发展和项目建设提供必要的资金。

总体来看，公司拥有较为充足的土地资源，且随着永川新城建设的推进，土地具备一定的增值潜力。同时，中诚信国际也关注到，公司土地业务受相关政策及房地产市场影响较大，收入具有一定波动性。

棚户区改造业务

公司全资子公司重庆市永川区惠欣建设工程有限公司（以下简称“惠欣公司”）负责永川区的棚户区改造业务，棚改业务主要为征地拆迁工作。惠欣公司就承担的相关项目与永川区政府及其授权单位签订政府购买服务协议，约定在服务期内，惠欣公司进行项目前期资金筹集、建设及移交等工作。永川区政府及其授权单位将项目资本金、建设资金及服务费用列入当年度财政预算支出，按协议约定分年向惠欣公司拨付棚改服务资金，其中服务费

按照总投资的一定比例支付。截至 2019 年 9 月末，棚户区改造项目暂未确认收入。

截至 2019 年 9 月末，公司已与永川区政府及其授权单位就永川区棚户区（城中村）改造项目（一期）、永川区城市棚户区改造项目（二期）、永川区棚户区（城中村）改造项目（三期）及老城区棚户区改造项目（一期）项目签订了政府购买服务协议，协议总金额 52.86 亿元。资金筹集上，公司已与国家开发银行及中国农业发展银行永川支行等签订借款合同。

表 3：截至 2019 年 9 月末公司棚户区改造项目情况（亿元）

| 项目名称 | 建设周期 | 协议总金额 | 项目总投资 | 已投资金额 |
|---------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 永川区棚户区（城中村）改造项目（一期） | 2016~2019 | 14.45 | 10.86 | 6.54 |
| 永川区城市棚户区改造项目（二期） | 2016~2019 | 13.67 | 9.29 | 4.73 |
| 永川区棚户区（城中村）改造项目（三期） | 2018~2020 | 20.71 | 15.77 | 5.46 |
| 老城区棚户区改造项目（一期） | 2019~2022 | 4.03 | 1.17 | 0.56 |
| 合计 | - | 52.86 | 37.09 | 17.29 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司在建的棚户区改造业务投资规模较大，建设周期相对较长，且均已与政府签订购买协议，相关资金纳入财政当年预算支出，业务具有较强的可持续性。但棚户区改造项目投资规模较大，未来公司面临一定融资压力。

合相应标准后，永川新城建管委应及时支付项目的回款。项目实际回款金额将以项目竣工并通过永川新城建管委验收通过后，以实际验收确认的项目总投资为基础，再加成一定代建工程利润的方式确认。当前代建工程利润率为 10%，后续如有变化，双方将另行签订补充协议进行调整。在回款方式上，永川新城建管委应当在项目验收通过后到下一年度末支付代建款项的 40%；第 2 年支付代建款项的 30%；第 3 年支付代建款项的 30%。

基础设施建设业务

除土地整治外，公司还承担道路工程、河道改造、市政基础设施工程、公园、安置房、廉租房、公租房以及少量的公共建筑等城市基础实施建设工作，项目资金来源主要包括公司自有资金、对外融资及政府补助资金。截至 2018 年末，公司已完成 5.8 平方公里中央片区的基础设施建设和 6.27 平方公里东部拓展区区域开发建设，8.73 平方公里北部拓展区建设也已接近尾声，项目包括道路工程建设、城市河道整治、兴龙湖商务区基础设施工程和市政基础设施建设等。目前，城西片区已启动开发建设。

截至 2019 年 9 月末，公司已完工的项目包括兴龙湖小学、红旗小学、红河小区道路工程及体育中心等项目，其中部分项目已完成竣工结算工作，2018 年新增基础设施建设收入 14.70 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司主要在建项目共计 24 个，计划总投资 121.35 亿元，尚需投资 14.74 亿元。

业务模式方面，公司与永川新城建管委签订了基础设施委托代建协议，双方约定，当公司代建的基础设施建设项目经永川新城建管委验收通过、符

表 4：截至 2019 年 9 月末公司主要在建基础设施项目情况（万元）

| 项目名称 | 建设期间 | 计划总投资 | 已投资 |
|---------------------|-----------|---------------------|---------------------|
| 兴龙湖中学 | 2016~2018 | 26,249.76 | 29,920.12 |
| 道路工程 | 2011~2019 | 89,000.00 | 85,017.74 |
| 高铁站 | 2013~2019 | 111,374.97 | 97,569.03 |
| 昌州古城 | 2012~2019 | 98,753.46 | 98,748.21 |
| 观音山片区 | 2013~2019 | 36,657.59 | 36,811.62 |
| 廉租房二期 | 2014~2018 | 29,777.83 | 29,782.78 |
| 探花公园 | 2012~2018 | 11,437.68 | 11,444.07 |
| 博物馆 | 2010~2017 | 25,793.57 | 26,027.56 |
| 古城片区安置房 | 2014~2018 | 29,000.00 | 28,659.35 |
| 匝道口迁建 | 2013~2018 | 24,605.45 | 24,631.78 |
| 文昌苑 | 2013~2018 | 14,577.48 | 14,577.48 |
| 文博苑 | 2013~2018 | 23,458.06 | 23,458.06 |
| 兴龙湖项目 | 2013~2019 | 126,537.00 | 129,482.92 |
| 道路工程（东部拓展区完工道路） | 2011~2017 | 136,068.99 | 182,473.13 |
| 河道整治 | 2012~2018 | 13,350.00 | 6,501.72 |
| 香山输电站 | 2012~2019 | 5,536.09 | 5,543.43 |
| 外包 E 区 | 2017~2020 | 35,002.90 | 27,326.90 |
| 文曲广场 | 2012~2018 | 21,274.78 | 23,915.66 |
| 会议中心 | - | 44,047.26 | 44,008.91 |
| 瓦子铺 | 2010~2018 | 58,839.55 | 58,839.55 |
| 道路工程（城西片区） | - | 215,044.00 | 46,476.02 |
| 神女湖小学 | 2015~2018 | 21,359.33 | 21,356.02 |
| 体育馆 | 2019~2022 | 11,889.49 | 7,816.43 |
| 三星路扩建、万达桥梁、红旗河（万达段） | 2019 | 3,854.00 | 5,658.66 |
| 合计 | - | 1,213,489.24 | 1,066,047.15 |

注：1、部分项目实际投资额超出项目批复的立项投资概算，总投资是立项时的主体概算，未包含项目的土地费用、项目融资的资本化利息以及项目周边配套基础设施建设；2、部分项目已基本完成但暂未办理竣工结算，故暂列入存货及在建工程科目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年 9 月末，公司主要拟建项目有 5 亿元，资金来源主要为自筹资金。个，计划总投资 12.40 亿元，2020 年计划投资 4.54

表 5：截至 2019 年 9 月末公司主要拟建基础设施建设项目情况（亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 投资计划 | | | 资金筹措方式 |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | |
| 新红旗小学 | 1.50 | 0.66 | 0.42 | 0.42 | 自筹 |
| 人民广场片区市政道路改造工程 | 1.80 | 1.80 | - | - | 自筹 |
| 文昌小学 | 1.20 | 0.30 | 0.45 | 0.45 | 自筹 |
| 大数据产业园 D 区 | 1.40 | 0.28 | 0.56 | 0.56 | 自筹 |
| 会展中心及广场 | 6.50 | 1.50 | 5.00 | - | 自筹 |
| 合计 | 12.40 | 4.54 | 6.43 | 1.43 | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司承担了较多的基础设施项目建设工作，前期建设的大部分项目已完工，未来会陆续收到项目回款，可为公司带来稳定的现金流，同时，需持续关注此类业务未来回款的及时性。

保障房建设业务

保障房建设方面，公司主要负责筹措资金和项目建设，具体操作模式为：公司向重庆市发展改革

委员会（以下简称“重庆发改委”）提交保障性住房的建设申请，获得重庆发改委关于保障性住房建设的批复和财政局专项拨款后，办理项目建设的相关许可文件并进行建设。待社会保障性住房建设完成及建设施工公司提交竣工报告后，交至永川新城建管委和永川区公租房局进行验收；公司将部分计入其固定资产的社会保障性住房进行招商引资收取

租金收入，其余将通过永川新城建管委验收后回款的方式确认收入。根据公司与永川新城建管委签订的代建协议，社会保障性住房同属于公司代建基础设施项目的一种类型，公司不参与社会保障性住房后续的销售和安置等工作。

公司在建的社会保障性住房项目为兴龙苑安置房、新城家苑安置房及高铁片区安置房等，项目总投资为 13.93 亿元，截至 2019 年 9 月末，公司已累计投资 14.59 亿元，安置房建设总体已基本完工，因暂未完成安置，尚未进行完工结算。

表 6: 截至 2019 年 9 月末公司主要在建保障房项目(亿元)

| 项目名称 | 建筑面积 (m ²) | 总投资 | 已投资 |
|-----------|------------------------|--------------|--------------|
| 兴龙苑安置房 | 199,400.00 | 3.81 | 3.83 |
| 新城家苑安置房 | 176,000.00 | 5.19 | 5.08 |
| 学府苑安置房 | 65,641.00 | 1.97 | 1.98 |
| 高铁片区安置房 | 72,294.50 | 1.95 | 2.66 |
| 灵猴广场安置房 | 25,000.00 | 1.01 | 1.04 |
| 合计 | 538,335.50 | 13.93 | 14.59 |

注：部分项目实际投资额超出项目批复的立项投资概算，总投资是立项时的主体概算，未包含项目的土地费用、项目融资的资本化利息以及项目周边配套基础设施建设。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还承担永川区公租房、廉租房的建设任务。公租房及廉租房的建设规模相对较小，前期建设资金基本靠土地出让收入进行平衡，建成后 30%移交至永川区公租房局，70%计入公司固定资产并对外租赁。

总体来看，公司在建安置房、公租房和廉租房项目均已基本完工，未来，政府主要采取货币化安置方式，该板块业务不具有可持续性。

管 理

产权结构

公司是永川区国资中心直属的国有企业，截至 2019 年 9 月末，永川区国资中心持有公司 100% 的股权，纳入公司合并范围内的二级子公司有 5 家。

法人治理结构

公司按照现代企业制度的要求，建立公司法人治理结构。公司设董事会，董事会成员三人，由永

川区国资中心委派人员担任董事，董事每届任期三年。董事会设董事长一名，为公司法定代表人；公司设监事会，由五人组成，由永川区国资中心委派，监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举或更换，每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的三分之一，监事的任期每届为三年，董事、高级管理人员不得兼任监事。公司采取董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理一名，经理对董事会负责。

管理水平

公司设财务管理部、土地管理部、市政管理部、市政物业管理部、建设管理部、规划管理部、资产运营管理部、群众工作部、产业发展部、办公室、总工办以及神女湖风景管理部等职能部门。公司制定了内部管理和控制制度《重庆市永川区惠通建设发展有限公司内设部门职能职责》。

财务管理方面，公司下设财务管理部，负责财务管理和会计核算，制定资金管理办法；建立资金核算体系，办理资金结算、收付工作；编制年度融资计划和资金的组织衔接工作；制定投融资管理制度及相关办法，多渠道筹集资金，确保工程建设资金需要。公司财务制度比较完善，制定了涉及财务管理各个环节和细节的《财务管理制度》、《会计档案制度》、《财务分析报告制度》、《会计稽核制度》等 17 项财务制度，规范内部资金运作。

资金管理方面，公司有完整的运作程序，依照“业务部门报资金需求计划—财务部汇总—公司董事会研究决定—资金调度”的程序进行办理。

投融资管理方面，公司制定了《惠通建设发展有限公司债务管理办法》，规定为规范公司的对外投资管理，公司的债务规模应当与公司的发展和可支配收入相适应。公司要根据项目建设任务、偿债能力和发展趋势，严格控制债务规模。公司债务举借和偿还应当每年制定收支平衡方案。公司要根据当年项目建设资金需求及应偿付到期债务额等，每年年初提出债务预算平衡方案，送公司董事会初审

汇总后，报区财政审定。贷款资金设立专用账户进行管理，建立健全本单位的财务管理制度和资金使用管理办法，加强融资资金管理，确保资金安全；此外，每笔新增贷款向区财政上缴直接债务余额的5%作为偿债准备金。

永川区国资中心作为公司出资人，决定公司的经营方针和投资计划，决定公司合并、分离、变更公司形式、解散、清算增加或者减少注册资本、发行公司债券等重大事项。

总体来看，公司在财务、融资、工程项目管理、对外投资、招投标、会计核算等方面建立了较为健全的内部控制体系。

战略规划

随着永川区区属国有平台公司清理整合工作的推进，公司定位为区内三大公益性项目建设单位之一。公司将统筹做好新城开发建设工作，以市场化运营为导向，着力发挥投融资功能，加大对市政公用事业相关的基础设施、配套设施、生态环保治理、高新技术产业等领域的投资，致力于产业转型升级、战略性新兴产业引导培育，着力提升土地整治、资产运营、市政管理和产业培育效益，将公司打造成资产雄厚、债务结构合理、经营效益良好的现代投融资平台。

一是发展方式转型，由以规模扩张为主向以产城融合为主转变，服务于产业发展，以产业发展带动规模持续扩张，税收占新城财政收入比重由现有的30%提升到40%；二是发展动力转换，由政府投资拉动向社会投资带动转换，由以房地产投资为主力向以现代服务业投资为主力转换，产业类项目投资占比由现有的60%提升到70%；三是建设重心转移，坚持当期可承受、未来可持续、满足发展需要的原则，推进基础设施和配套设施建设，主战场由东部和北部片区逐步向城西片区、城东片区转移，城西片区和城东片区（正在规划）基础设施投资占比达到新城公用事业类投资的60%；四是工作方式转轨，产业上抓平台化、集群化招商，建设上抓功

能配套，为产业发展拓展空间，资产经营上走向实体化、市场化，力争经营收入提升20%。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年财务报告、经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年财务报告、经亚太（集团）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2018年财务报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表。2016~2018年及2019年三季度财务数据均为审计报告或财务报表期末数。2016年财务报告按照旧会计准则编制，2017~2018年财务报告按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着永川新城的持续发展和股东的有力支持，公司资产规模不断壮大。2016~2018年及2019年9月末，公司总资产分别为286.92亿元、307.90亿元、318.45亿元和383.96亿元，以流动资产为主，流动资产占总资产比重均达60%以上。

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，截至2019年9月末，上述科目占流动资产的比重分别为82.56%、10.55%和4.15%。2016~2018年及2019年9月末，公司存货分别为163.81亿元、213.58亿元、223.66亿元和252.22亿元，主要包括开发产品和开发成本，其中开发产品为土地整治业务形成的尚未移交出让的款项及土地资产，开发成本为基础设施建设业务形成的尚未完工和结算的工程成本。2017年末，公司存货同比增长30.38%，主要系财务科目调整，将在建工程中的部分代建项目调整至存货所致；2019年1~9月，随着工程施工投入的增加以及吸收合并有永川建投，公司存货规模进一步增长。截至2018年末，公司计入存货中的土地使用权评估价值共计61.88亿元，全部为出让土地，土地用途以混合住宅用地为主，全部未缴纳出让金。2016~2018年及2019年

9月末，公司其他应收款分别为10.82亿元、21.17亿元、16.66亿元和32.25亿元；2017年末，公司其他应收款增幅较大，主要由于与永川新城建管委、永川区财政局及区属平台的往来款增加所致；2018年末，公司其他应收款有所减少，主要系收回永川新城建管委往来款3.61亿元所致；2019年9月末，公司其他应收款大幅增加15.58亿元，主要系吸收合并永川建投以及与兴永建设的往来款增加所致。截至2019年9月末，公司其他应收款中主要是与政府和当地国有企业的往来款，前5名占比合计为87.71%，集中度高；从账龄来看，1年以内的占比57.17%，1~2年占比27.21%，账龄以1年以内为主。货币资金主要为银行存款，2016~2018年及2019年9月末分别为9.14亿元、4.18亿元、6.82亿元和12.68亿元，2017年末大幅减少主要系偿还较多债务所致；2019年9月末，公司货币资金较年初增加85.95%，主要系PPN、超短期融资券等债券发行和新增长期借款所致。

表 7：截至 2019 年 9 月末公司其他应收款前 5 名情况 (亿元)

| 单位名称 | 金额 | 账龄 | 占比 |
|------------------|--------------|---|---------------|
| 重庆市永川区新城建设管理委员会 | 11.53 | 1年以内 | 35.75% |
| 重庆市永川区兴永建设发展有限公司 | 10.10 | 1年以内 3.65 亿元 1~2年 7.25 亿元 2~3年 0.63 亿元 | 31.32% |
| 重庆市永川区财政局 | 3.16 | 1年以内 1.20 亿元 1~2年 0.45 亿元 2~3年 1.51 亿元 | 9.80% |
| 重庆茶山竹海旅游开发有限公司 | 2.35 | 1年以内 0.10 亿元 1~2年 0.84 亿元 2~3年 0.30 亿元 3年以上 1.10 亿元 | 7.29% |
| 重庆市永川商务集团有限公司 | 1.18 | 1年以内 0.12 亿元 1~2年 0.005 亿元 2~3年 0.18 亿元 3年以上 0.87 亿元 | 3.66% |
| 合计 | 28.32 | - | 87.81% |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司非流动资产以在建工程、固定资产和无形资产为主，2016~2018年及2019年9月末，公司在建工程分别为73.23亿元、31.05亿元、35.92亿元和32.97亿元，主要为永川站项目、瓦子铺新农村建设项目以及棚户区改造项目等的开发建设成本。

同期末，公司固定资产分别14.40亿元、14.77亿元、14.10亿元和14.61亿元，主要以房屋和建筑物为主。同期末，公司无形资产分别为8.67亿元、8.80亿元、9.85亿元和23.75亿元，2019年9月末较年初大幅增加13.91亿元，增加的无形资产主要为林地，系吸收合并永川建投所致。截至2019年9月末，公司存货、在建工程和固定资产合计占总资产的比重为78.08%；账面价值为38.95亿元的土地使用权用于抵押，公司资产流动性整体偏弱。

负债方面，2016~2018年及2019年9月末，公司总负债分别为130.04亿元、151.42亿元、159.07亿元和202.92亿元，有息债务的增长是总负债增长的主要原因。除有息债务外，公司负债主要以其他应付款、应付账款和应交税费为主，截至2019年9月末，公司应付账款为2.11亿元，主要为未结算工程款项，其他应付款3.59亿元，主要系往来款和工程保证金。2016~2018年及2019年9月末，公司总债务分别为118.73亿元、139.56亿元、117.90亿元和162.19亿元。根据《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），重庆市财政局向永川区财政局明确，永川区2018年到期的政府置换债券由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应的平台公司无需偿还本金，受此影响，2018年末，公司总债务有所下降。2019年9月末，公司总债务规模较年初增加37.51%，主要系公司对外融资力度加强所致。

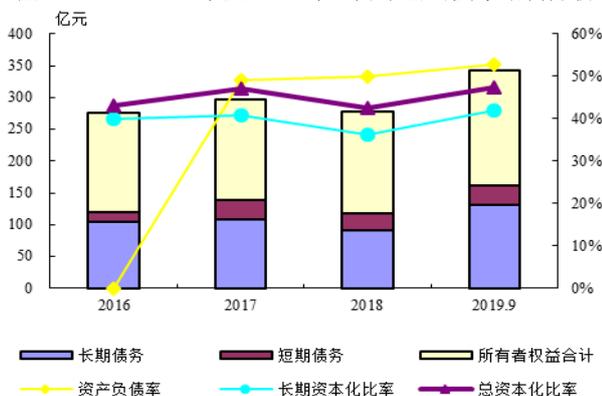
公司有息债务主要以长期借款、应付债券以及长期应付款中的信托、融资租赁借款为主。2016~2018年及2019年9月末，公司长期借款分别为26.95亿元、32.71亿元、34.77亿元和47.86亿元，以抵押和质押借款为主。同期末，公司应付债券分别为42.84亿元、27.92亿元、36.97亿元和58.26亿元，2017年应付债券减少主要系“11永川惠通债”和“15惠通建设PPN001”转入一年内到期的非流动负债科目所致；2019年9月末，公司应付债券规模较年初大幅增加21.29亿元，主要系公司当年债券发行规模较大所致。同期末，公司长期应付款（不

含专项应付款)分别为 34.68 亿元、46.71 亿元 45.26 亿元和 51.61 亿元,主要系政府置换债券和信托、融资租赁借款。2017 年,公司长期应付款同比增长 34.70%,主要系当期新增较大规模的政府置换债券所致。2018 年末,公司长期应付款结构发生一定改变,其中公司应付永川区财政局的款项同比减少 22.88%,主要系根据“永财预[2018]44 号”文件,永川区财政局于 2018 年 10 月同意公司以长期应付款冲抵应收永川新城建管委项目结算款(应收账款)15.14 亿元所致;另外,公司当年新增 5.07 亿元融资租赁款及 3.00 亿元信托借款,信托、融资租赁等借款余额在长期应付款中的占比提升至 38.52%。2019 年 9 月末,信托和融资租赁借款占长期应付款的比重进一步提升至 44.71%,主要系当年新增 7.50 亿元的信托借款和 2.09 亿元的融资租赁借款所致。

2016~2018 年及 2019 年 9 月末,公司所有者权益合计分别为 156.88 亿元、156.48 亿元、159.37 亿元和 181.05 亿元,以资本公积和未分配利润为主。同期末,公司资本公积分别为 125.88 亿元、123.60 亿元、125.03 亿元和 145.69 亿元,主要由政府注入的土地、房屋建筑物及货币资金构成;2019 年 9 月末,公司资本公积较年初大幅增加 20.66 亿元,主要系吸收合并永川建投所致。

2016~2018 年及 2019 年 9 月末,公司资产负债率分别为 45.32%、49.18%、49.95%和 52.85%;同期末,公司总资本化比率分别为 43.08%、47.14%、42.53%和 47.25%。

图 3: 2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

从债务结构来看,2016~2018 年及 2019 年 9 月末,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.14 倍、0.30 倍、0.30 倍和 0.24 倍,以长期债务为主的债务结构符合公司土地整治、基础设施建设等业务前期投入较大、回收周期较长的特点。

总体上看,随着业务的稳步推进,公司资本实力持续增强,负债规模也不断增长且租赁、信托等非传统性借款占比有所上升,但公司债务率尚处于可控水平。同时,中诚信国际也关注到,公司存货、在建工程、固定资产和无形资产合计占总资产的比重较大,且无形资产中包括 9.98 亿元的林地资产,资产流动性整体较弱。

盈利能力

公司业务主要包括土地整治业务、基础设施建设和保障性住房建设等。2016~2018 年,公司营业总收入(主营业务收入)分别为 15.90 亿元、16.74 亿元和 22.47 亿元,其中土地整治收入占比分别为 99.10%、98.48%和 33.27%。随着基础设施和保障性住房项目逐步进入竣工结算期,公司收入规模进一步扩大且结构有所改善,2018 年实现基础设施建设收入 14.70 亿元。公司其他业务收入主要包括物业管理、场地出租和租赁业务等,2018 年分别实现收入 341.63 万元、780.80 万元和 1,815.34 万元。2019 年 1~9 月,公司实现营业收入 10.89 亿元,其中土地整治业务和基础设施建设业务分别实现收入 9.64 亿元和 1.04 亿元。

2016~2018 年,公司营业毛利率分别为 22.44%、22.36%和 12.70%,2018 年毛利率有所下降,主要系当年确认的基础设施建设收入回报率较低所致。2019 年 1~9 月,公司营业毛利率 23.90%。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入构成及毛利率情况（万元）

| 项目 | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019.1-9 | |
|--------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 土地整治业务 | 158,395.43 | 22.08% | 164,850.07 | 21.68% | 74,746.27 | 22.77% | 96,372.82 | 23.37% |
| 基础设施建设 | - | - | - | - | 146,958.51 | 6.36% | 10,377.93 | 18.78% |
| 其他业务 | 1,437.42 | 62.55% | 2,548.18 | 66.26% | 2,953.99 | 73.32% | 2,111.63 | 73.51% |
| 合计/综合 | 159,832.86 | 22.44% | 167,398.25 | 22.36% | 224,658.76 | 12.70% | 108,862.38 | 23.90% |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

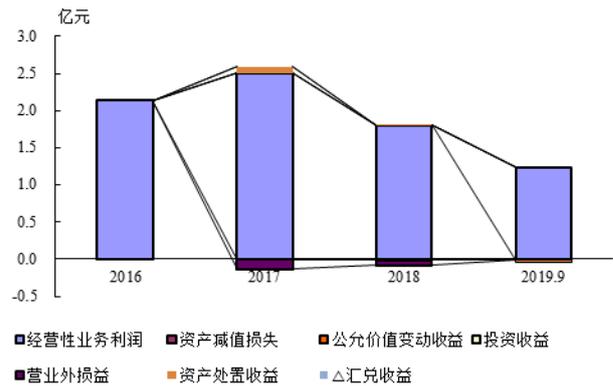
期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用合计分别为 1.39 亿元、1.59 亿元和 1.49 亿元，由管理费用和财务费用构成。近年来，公司三费收入规模仍然较小，主要系公司将较大部分利息进行了资本化处理，财务费用整体保持较低水平所致。同期，公司期间费用率分别为 8.76%、9.51%和 6.64%。2019 年 1~9 月，公司期间费用合计为 1.29 亿元，占当期营业总收入的 11.84%。

表 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用（亿元）

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1-9 |
|------------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | - | - | - | - |
| 管理费用 | 0.52 | 0.87 | 0.76 | 0.69 |
| 财务费用 | 0.87 | 0.72 | 0.74 | 0.60 |
| 期间费用合计 | 1.39 | 1.59 | 1.49 | 1.29 |
| 营业总收入/ 主营业务收入 | 15.90 | 16.74 | 22.47 | 10.89 |
| 期间费用率 | 8.76% | 9.51% | 6.64% | 11.84% |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2016~2018 年，公司经营性业务利润分别为 2.14 亿元、2.51 亿元和 1.81 亿元。2017 年经营性业务利润较 2016 年有所增加，主要系 2017 年政府补贴收入从营业外收入调整至其他收益科目所致。受公司收入结构变化以及基础设施建设业务毛利率较低的影响，2018 年公司经营性业务利润由上年的 2.51 亿元下降至 1.81 亿元；同期，公司利润总额为 1.73 亿元，同比下降 29.43%。政府补助对公司利润形成重要补充，2016~2018 年，公司分别获得政府补助 0.29 亿元、0.95 亿元和 0.95 亿元，主要系永川新城建管委对公司投资建设的基础设施、保障房项目提供的财政补贴。2019 年 1~9 月，公司利润总额 1.22 亿元，其中经营性业务利润为 1.24 亿元。

图 4：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司利润总额分析


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体上看，随着 2018 年新增基础设施代建收入，公司以往以土地整治收入为主的单一结构有所改善，但盈利能力因基础设施建设业务回报率较低而有所下降。中诚信国际将持续关注公司业务结构调整带来的收入规模及盈利能力的变化情况。

现金流

经营活动方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司经营活动净现金流分别为 -7.98 亿元、-1.78 亿元、1.22 亿元和 -1.12 亿元。其中，经营活动现金流入分别为 23.85 亿元、30.08 亿元、25.78 亿元和 22.72 亿元。2016~2017 年，由于公司土地征用、补偿以及平整等方面的投入规模较大，往来款支出较多，导致公司经营活动净现金流持续表现为净流出，给公司带来资金周转压力。2018 年，公司经营活动净现金流由负转正，主要系往来款净流出减少所致。

投资活动方面，公司投资活动现金流出主要是部分基础设施建设以及棚户区改造业务等方面的投入，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司投资活动净现金流分别为 -8.05 亿元、-13.48 亿元、-13.57

亿元和-23.82 亿元，受项目投入较大的影响，呈现持续净流出状态。

筹资活动方面，公司经营以及投资活动现金缺口通过融资解决。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司筹资活动净现金流分别为 16.85 亿元、10.55 亿元、14.98 亿元和 30.80 亿元。2019 年 1~9 月，公司发行 4.72 亿元“19 惠通债”，5.00 亿元“19 渝惠通 PPN001”、10.28 亿元“19 惠通 02”和 5.00 亿元“19 渝惠通 PPN002”以及银行借款增加，使得当年筹资活动现金流入规模较大。

表 10: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司现金流分析(亿元)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~9 |
|-------------|-------|--------|--------|----------|
| 经营活动现金流入 | 23.85 | 30.08 | 25.78 | 22.72 |
| 经营活动现金流出 | 31.83 | 31.86 | 24.56 | 23.84 |
| 经营活动净现金流 | -7.98 | -1.78 | 1.22 | -1.12 |
| 投资活动现金流入 | 0.00 | 0.00 | 0.02 | 0.00 |
| 投资活动现金流出 | 8.05 | 13.48 | 13.59 | 23.82 |
| 投资活动净现金流 | -8.05 | -13.48 | -13.57 | -23.82 |
| 筹资活动现金流入 | 40.42 | 40.28 | 53.65 | 64.50 |
| 其中：吸收投资 | 0.35 | 1.96 | 1.88 | 0.61 |
| 借款 | 29.79 | 24.35 | 34.24 | 52.24 |
| 筹资活动现金流出 | 23.57 | 29.73 | 38.67 | 33.70 |
| 其中：偿还债务 | 16.40 | 13.93 | 30.59 | 20.17 |
| 筹资活动净现金流 | 16.85 | 10.55 | 14.98 | 30.80 |
| 现金及现金等价物净增加 | 0.82 | -4.71 | 2.63 | 5.86 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司作为永川区三大公益性建设单位之一，承担较多的土地整治及基础设施建设任务，近几年经营性和投资性活动现金流支出较多且保持较大的融资规模，中诚信国际将持续关注公司现金流平衡情况。

偿债能力

从偿债指标来看，随着债务规模的增长，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱。2016~2018 年，总债务/EBITDA 分别为 31.36 倍、35.18 倍和 36.27 倍，EBITDA 利息覆盖倍数分别为 0.70 倍、0.59 倍和 0.52 倍。2016~2017 年，公司经营净现金流为负，对债务本息无覆盖能力；2018 年公司经营活动净现金流有所改善，但经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息覆盖倍数分别为 0.01 倍和 0.20 倍，对债务本息的覆盖

能力仍较弱。

表 11: 2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司偿债能力分析

| 项目名称 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金(亿元) | 9.14 | 4.18 | 6.82 | 12.68 |
| 短期债务(亿元) | 14.26 | 32.22 | 27.02 | 31.25 |
| 长期债务(亿元) | 104.47 | 107.34 | 90.93 | 130.94 |
| 总债务(亿元) | 118.73 | 139.56 | 117.90 | 162.19 |
| EBITDA(亿元) | 3.79 | 3.97 | 3.25 | - |
| 经营活动净现金流(亿元) | -7.98 | -1.78 | 1.22 | -1.12 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.07 | -0.01 | 0.01 | -0.01 |
| 总债务/EBITDA(X) | 31.36 | 35.18 | 36.27 | - |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 0.70 | 0.59 | 0.52 | - |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | -1.47 | -0.27 | 0.20 | - |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务方面，2019 年 10~12 月、2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年，公司需偿还的到期债务本金分别为 12.60 亿元、30.86 亿元、32.74 亿元、15.79 亿元和 23.40 亿元，2020 年及 2021 年公司偿债压力较大。公司债务的如期偿还主要依赖于外部融资、园区土地出让以及政府资金到位，中诚信国际将持续关注公司债务偿还情况。

表 12: 截至 2019 年 9 月末公司到期债务本金情况(亿元)

| 时间 | 2019.10~12 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----|------------|-------|-------|-------|-------|
| 金额 | 12.60 | 30.86 | 32.74 | 15.79 | 23.40 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司抵押的土地使用权账面价值总计 38.95 亿元，质押的应收账款为 16.43 亿元，受限资产合计为 55.38 亿元，占公司总资产的比重为 14.42%。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 28.40 亿元，占同期末净资产的 15.69%，担保对象包括重庆茶山竹海旅游开发有限公司、重庆市永川区兴永建设发展有限公司和重庆豪江建设开发有限公司，均为当地国企，代偿风险较低。

表 13: 截至 2019 年 9 月末公司对外担保概况(亿元)

| 担保对象 | 余额 | 期限 |
|------------------|-------|-----------------------|
| 重庆市永川区兴永建设发展有限公司 | 3.00 | 2018.11.23~2020.11.23 |
| 重庆市永川区兴永建设发展有限公司 | 7.60 | 2018.11.26~2033.11.25 |
| 重庆市永川区兴永建设发展有限公司 | 14.40 | 2015.10.29~2028.10.27 |
| 重庆豪江建设开发有限公司 | 0.40 | 2019.05.14~2022.05.13 |
| 重庆茶山竹海旅游开发有限公司 | 1.00 | 2019.05.28~2022.05.28 |

| | | |
|--------------|-------|-----------------------|
| 重庆豪江建设开发有限公司 | 2.00 | 2019.08.02~2021.02.01 |
| 合计 | 28.40 | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年9月末，公司银行授信额度为91.23亿元，尚未使用的额度为21.18亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年1月9日，公司存在1笔已结清关注类贷款。根据2015年8月11日中国光大银行股份有限公司重庆南坪支行出具的《关于重庆市永川区惠通建设发展有限公司在我行一笔关注类贷款的情况说明》，由于公司具体经办人将按季结息误记为按月结息，只存入一个月利息，导致扣息不足，造成欠息，该笔贷款在人行系统被记入关注类贷款。此外，该征信报告上未显示公司其他不良贷款和违约记录。

评级展望

近年来，永川区经济实力不断增强，公司作为永川区3大公益性平台之一和永川新城唯一的建设主体，地位重要，在项目来源和资金等方面获得了股东有力支持；公司土地资源及项目储备较为充足，对公司后续收入形成较好保障。同时，中诚信国际也关注到公司基础设施建设业务因较长的建设及竣工结算周期使得回款较为滞后；土地整治业务易受房地产市场及相关政策的影响而有所波动；此外，公司未来几年偿债规模较大，以上均对公司未来经营和整体信用状况产生影响。

综上，中诚信国际认为公司信用水平在未来一段时期内将保持相对稳定。

结论

中诚信国际评定重庆市永川区惠通建设发展有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2020年重庆市永川区惠通建设发展有限公司双创孵化专项债券”的信用等级为 **AA+**。

中诚信国际关于 2020 年重庆市永川区惠通建设发展有限公司 双创孵化专项债券的跟踪评级安排

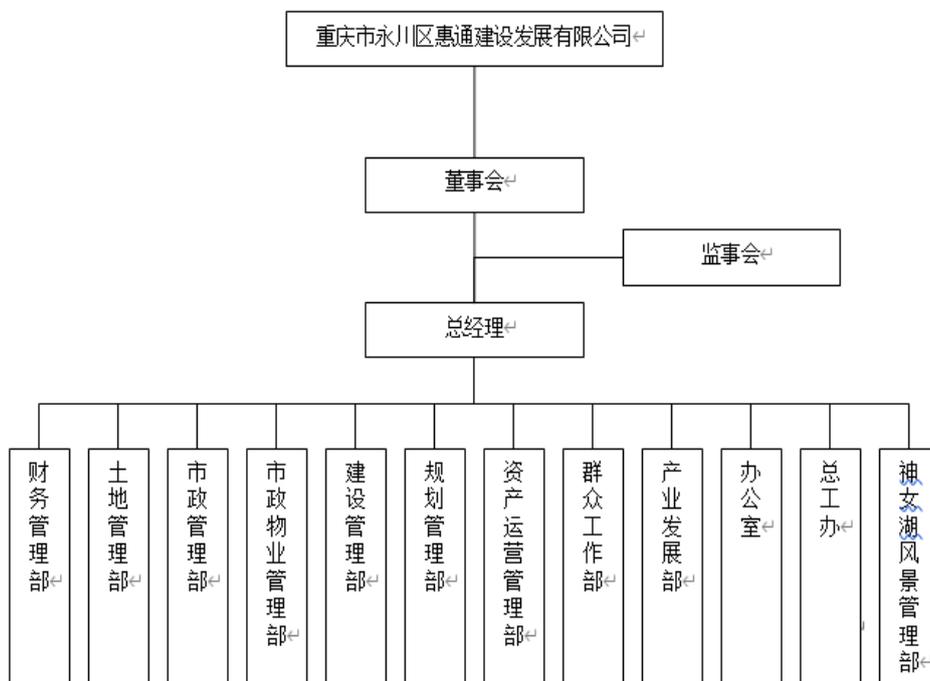
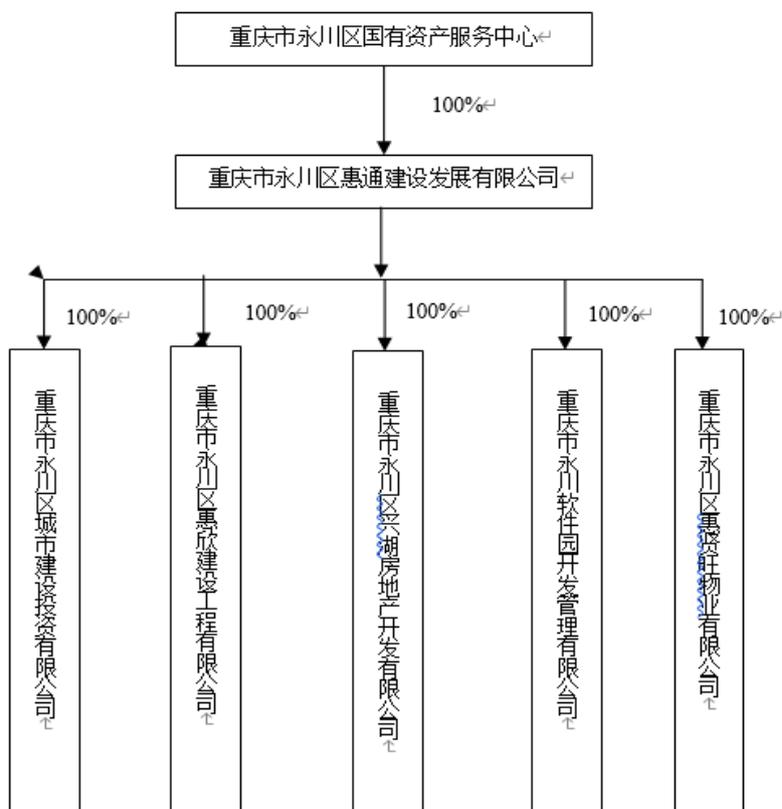
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对本期债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 04 月 02 日

附一：重庆市永川区惠通建设发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



注：根据“永川委发[2019]1 号”文，永川区国有资产管理局更名为重庆市永川区国有资产服务中心，公司已于 2019 年 2 月 28 日完成工商变更登记。
资料来源：公司提供

附二：重庆市永川区惠通建设发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 91,377.88 | 41,845.75 | 68,190.08 | 126,799.13 |
| 应收账款 | 17,258.48 | 79,771.04 | 49,125.13 | 82,147.14 |
| 其他应收款 | 108,225.76 | 211,707.38 | 166,635.49 | 322,450.10 |
| 存货 | 1,638,122.34 | 2,135,750.37 | 2,236,639.80 | 2,522,202.93 |
| 长期投资 | 261.07 | 3,769.97 | 3,623.36 | 3,468.32 |
| 在建工程 | 732,305.01 | 310,505.56 | 359,158.41 | 329,679.21 |
| 无形资产 | 86,713.96 | 87,981.34 | 98,455.50 | 237,532.65 |
| 总资产 | 2,869,226.58 | 3,078,982.63 | 3,184,454.53 | 3,839,620.67 |
| 其他应付款 | 14,258.52 | 15,713.71 | 42,203.67 | 35,872.40 |
| 短期债务 | 142,550.00 | 322,194.63 | 269,753.75 | 312,531.81 |
| 长期债务 | 1,044,717.67 | 1,073,409.13 | 909,286.14 | 1,309,375.01 |
| 总债务 | 1,187,267.67 | 1,395,603.76 | 1,179,039.89 | 1,621,906.82 |
| 总负债 | 1,300,448.44 | 1,514,150.30 | 1,590,735.86 | 2,029,159.84 |
| 费用化利息支出 | 8,952.03 | 7,599.14 | 7,750.09 | - |
| 资本化利息支出 | 45,334.99 | 59,513.40 | 54,486.02 | - |
| 实收资本 | 32,000.00 | 32,000.00 | 32,000.00 | 32,000.00 |
| 所有者权益合计 | 1,568,778.13 | 1,564,832.32 | 1,593,718.67 | 1,810,460.83 |
| 主营业务收入（营业总收入） | 158,962.48 | 167,398.25 | 224,658.76 | 108,862.38 |
| 经营性业务利润 | 21,408.17 | 25,066.39 | 18,059.98 | 12,407.20 |
| 投资收益 | -37.66 | -22.66 | -141.46 | -155.04 |
| 净利润 | 21,123.33 | 18,802.69 | 14,613.35 | 10,111.57 |
| EBIT | 33,420.72 | 32,150.07 | 25,075.96 | - |
| EBITDA | 37,860.96 | 39,670.35 | 32,516.68 | - |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 153,195.01 | 101,042.34 | 110,696.35 | 94,465.95 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 85,272.54 | 199,710.77 | 147,060.20 | 132,773.85 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 139,749.00 | 110,030.61 | 142,809.13 | 99,473.81 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 176,548.83 | 201,630.22 | 97,315.31 | 135,641.48 |
| 吸收投资收到的现金 | 3,472.31 | 19,571.04 | 18,804.86 | 6,062.58 |
| 资本支出 | 80,199.53 | 131,608.00 | 135,879.78 | 238,214.64 |
| 经营活动产生现金净流量 | -79,789.33 | -17,815.60 | 12,200.26 | -11,208.06 |
| 投资活动产生现金净流量 | -80,491.38 | -134,837.08 | -135,679.03 | -238,214.63 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 168,494.69 | 105,520.55 | 149,823.10 | 308,031.74 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.9 |
| 主营业务毛利率（营业毛利率）（%） | 22.12 | 22.36 | 12.70 | 23.90 |
| 期间费用率（%） | 8.76 | 9.51 | 6.64 | 11.84 |
| 应收类款项/总资产（%） | 4.37 | 9.47 | 6.78 | 10.54 |
| 收现比（X） | 0.96 | 0.60 | 0.49 | 0.87 |
| 总资产收益率（%） | 1.25 | 1.08 | 0.80 | - |
| 资产负债率（%） | 45.32 | 49.18 | 49.95 | 52.85 |
| 总资本化比率（%） | 43.08 | 47.14 | 42.52 | 47.25 |
| 短期债务/总债务（%） | 12.01 | 23.09 | 22.91 | 19.27 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数（X） | -1.47 | -0.27 | 0.20 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 31.36 | 35.18 | 36.27 | - |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.27 | 0.12 | 0.12 | - |
| 货币资金/短期债务（X） | 0.64 | 0.13 | 0.25 | 0.41 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 0.70 | 0.59 | 0.52 | - |

注：1、2016年财务报表执行旧会计准则，2017~2018年财务报表执行新会计准则；2、中诚信国际将各期长期应付款科目中的有息部分调整至长期债务核算，将2017~2018年及2019年9月末其他流动负债科目中的短期融资券调整至短期债务核算；3、2015~2017年末总债务包括公司已置换的地方政府性债务。根据“财库[2018]61号”文，永川区2018年到期的政府置换债务由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应平台公司无需偿还本金，故2018年末政府性债务置换金额不再纳入债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------------|--------------------|---|
| 资本结构 | 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/交易性金融负债+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 |
| | 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) |
| | 长期投资 | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资 |
| | 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 |
| 盈利能力 | 营业成本合计 | =营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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+分保费用 |
| | 营业毛利率 | =(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入 |
| | 期间费用合计 | =财务费用+管理费用+销售费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | =(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 | |
| 现金流 | FFO (营运现金流) | =经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| | 收现比 | =销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 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 |
| 偿债能力 | EBITDA 利息覆盖倍数 | =EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| | FFO 利息覆盖倍数 | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| | 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出) |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 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。

| 中长期债券等级符号 | 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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。