

# 2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目 收益债券信用评级报告

---

项目负责人：张逸菲 [yfzhang@ccxi.com.cn](mailto:yfzhang@ccxi.com.cn)

项目组成员：李 昊 [hli@ccxi.com.cn](mailto:hli@ccxi.com.cn)

电话：(027)87339288

2020 年 05 月 25 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。

■ 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 [2019]1409D 号

## 重庆市南川区城市建设投资(集团)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年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券”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,本期项目收益债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十五日

## 发行要素

| 发行主体                 | 本期规模      | 发行期限 | 偿还方式                                                            | 发行目的               | 差额补偿人                | 担保人 |
|----------------------|-----------|------|-----------------------------------------------------------------|--------------------|----------------------|-----|
| 重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司 | 人民币 10 亿元 | 6 年  | 每年付息一次，分次还本，第 3、4、5、6 个计息年度末分别按本期债券发行总额 25%、25%、25%、25% 的比例偿还本金 | 用于重庆市南川区东街花园安居工程项目 | 重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司 | --  |

**评级观点：**中诚信国际评定重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“南川城投”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券”的债项信用等级为 **AA**，该信用等级充分考虑了南川城投承担差额补偿义务对本期债券本息偿付的保障作用。中诚信国际肯定了预期可偿债净现金流对债券本息覆盖能力较强、发行人具有较好的信用资质以及差额补偿机制对本期债券还本付息有一定保障等因素对本期债券兑付起到的支持作用。同时，中诚信国际还考虑了项目建设和销售面临风险、发行人债务规模增长较快，偿债压力增加等因素对本期债券信用状况的影响。

## 概况数据

| 南川城投（合并口径）       | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）          | 174.10 | 293.77 | 365.43 | 383.45 |
| 所有者权益合计（亿元）      | 76.35  | 136.47 | 151.01 | 153.30 |
| 总负债（亿元）          | 97.75  | 157.29 | 214.41 | 230.15 |
| 总债务（亿元）          | 75.64  | 136.57 | 178.79 | 196.29 |
| 营业总收入（亿元）        | 11.32  | 14.04  | 15.07  | 2.60   |
| 经营性业务利润（亿元）      | 0.12   | 2.35   | 2.43   | 0.65   |
| 净利润（亿元）          | 2.26   | 2.51   | 2.70   | 0.54   |
| EBITDA（亿元）       | 3.97   | 4.61   | 6.04   | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）     | 2.50   | 3.73   | 8.67   | 0.99   |
| 收现比(X)           | 0.79   | 1.15   | 1.13   | 0.99   |
| 营业毛利率(%)         | 12.41  | 13.47  | 13.60  | 16.74  |
| 应收类款项/总资产(%)     | 14.33  | 13.81  | 6.43   | 6.27   |
| 资产负债率(%)         | 56.15  | 53.54  | 58.67  | 60.02  |
| 总资本化比率(%)        | 49.77  | 50.02  | 54.21  | 56.15  |
| 总债务/EBITDA(X)    | 19.04  | 29.64  | 29.62  | --     |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 2.40   | 1.12   | 0.88   | --     |

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报告均依据新会计准则编制；3、为准确计算债务，中诚信国际将公司各期其他应付款中的带息部分根据还款期限分别纳入长期债务和短期债务核算；4、2020 年一季度报表未经审计，故部分相关指标失效。

## 正 面

■ **预期现金净流入对债务本息覆盖能力较强。**基于现金流测算分析报告，在正常情况以及在压力测试下，本期债券现金净流入均能够覆盖本期债券本息。

■ **发行人具有较好的信用资质。**发行人南川城投是南川区最重要的基础设施建设主体，承担了区内大量的基础设施、安置房建设及棚户区改造项目，近年来获得较多的资产注入和外部支持，具有较好的信用资质。

■ **差额补偿机制对本期债券还本付息有一定保障。**南川城投对本期债券承担差额补偿义务，对本期债券本息的偿付起到一定保障作用。

## 关 注

■ **面临项目建设和销售风险。**募投项目投资规模较大，建设周期较长，如果在项目建设过程中出现影响工程进度以及影响工程质量的不确定性事件、不可抗拒的自然灾害等重大问题，则有可能对项目预计收益的实现产生一定的不利影响；项目配套商业及地下车库的销售进度和价格较易受到国家宏观调控、市场状况及房地产政策等变化的影响，从而对项目自身的偿债能力产生一定影响，募投项目存在一定项目建设和销售风险。

■ **发行人债务规模增长较快，偿债压力增加。**2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总债务规模分别为 75.64 亿元、136.57 亿元、178.79 亿元和 196.29 亿元，债务规模快速上升，面临的偿债压力随之增加。

## 评级展望

中诚信国际认为，重庆市南川区城市建设投资（集团）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。**南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。**公司在南川区的地位明显下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿减弱；公司债务规模持续大幅增加，财务指标明显恶化，备用流动性减少等。

## 项目概况

### 本期债券基本要素

本期债券基本要素及参与各方如下表所示：

表 1：本期债券基本要素

| 名称            | 内容                                                                                                                                                   |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 项目收益债名称       | 2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券                                                                                                                         |
| 债券发行人         | 重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司                                                                                                                                 |
| 项目实施主体        | 重庆市南川区博顺置业有限公司                                                                                                                                       |
| 差额补偿人         | 重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司                                                                                                                                 |
| 募投项目          | 重庆市南川区东街花园安居工程项目                                                                                                                                     |
| 募集规模          | 人民币 10 亿元                                                                                                                                            |
| 债券期限          | 6 年                                                                                                                                                  |
| 还本付息方式        | 本期债券每年付息一次，分次还本。本期债券从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3、4、5、6 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 25%、25%、25%、25%的比例偿还本金，本期债券存续期后四个计息年度利息随本金一起支付；年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自其兑付日起不另计利息。 |
| 项目收益权排他性      | 发行人合法享有本期债券募投项目及其收益的所有权，相关项目的所有直接和可确认的间接收益将根据有关账户协议和账户监管要求，在项目收益债券本息范围内全部用于债券偿债。在债券存续期内，发行人不得对项目及其收益设定抵押、质押等其他权利。                                    |
| 加速到期机制        | 本期债券设置加速到期机制，当出现启动加速到期条款的情形时，债权人代理人应立即召开债券持有人会议，有权要求发行人提前清偿部分或全部债券本金。                                                                                |
| 主承销商/债权人代理人   | 方正证券承销保荐有限责任公司                                                                                                                                       |
| 托管人           | 中央国债登记结算有限责任公司                                                                                                                                       |
| 监管人           | 华夏银行股份有限公司重庆分行                                                                                                                                       |
| 项目可行性研究报告编制单位 | 重庆驰久投资咨询有限公司                                                                                                                                         |
| 专项意见编制单位      | 重庆市明科建设咨询有限公司                                                                                                                                        |
| 法律顾问          | 重庆学苑律师事务所                                                                                                                                            |
| 信用评级          | 中诚信国际信用评级有限责任公司                                                                                                                                      |

资料来源：中诚信国际整理

### 募集资金投向

本期债券募集资金 10 亿元人民币，拟全部用于重庆市南川区东街花园安居工程项目。

### 项目背景

棚户区改造是重大的民生工程和发展工程。为

进一步加大棚户区改造力度，让更多困难群众的住房条件早日得到改善，国务院于 2013 年发布了《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》，提出 2013 年至 2017 年改造各类棚户区 1,000 万户的目标，使居民住房条件明显改善，基础设施和公共服务设施建设水平不断提高。2014 年 3 月 16 日，中共中央、国务院印发了《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，要求各级党委和政府要进一步提高对新型城镇化的认识，全面把握推进新型城镇化的重大意义、指导思想和目标原则，着重解决好城镇棚户区和城中村改造等问题，推进城镇化沿着正确方向发展；并对 2020 年规划在城镇化水平、基本公共服务、基础设施、资源环境等方面应达到的目标提出了明确的要求。

南川区一直加快推进新型城镇化，以人的城镇化为核心，坚持城乡统筹，推动“一轴两片、三大功能区”协调发展，建成城乡统筹发展示范区。以维护群众合法权益、保障和改善拆迁（征收）户住房条件为出发点和落脚点，进一步调整优化安置方式，缩短安置周期，切实消除超期安置现象，着力构建平安拆迁（征收）、和谐安置的良好局面，促进南川区土地和房屋征收工作健康有序发展。根据城市棚户区（危旧房）改造“优先安排连片规模大、住房条件困难、安全隐患严重、群众要求迫切的项目”的基本原则，南川区现阶段规划改造范围为东街片区、东街大土粮站片区、硫磺四组片区、书院中学片区等，主要集中在中心城区。南川中心城区在南川城镇体系中，建成区规模最大，城市棚户区（危旧房）集中度相对较高。根据有关调查资料，南川中心城区旧城需要改造的总建筑面积将近 200 万平方米，中心城区成片的棚户区（危旧房）现有面积约 157 万平方米，其中住宅 127 万平方米，非住宅 30 万平方米，是未来 5 年内旧城改造的重点区域。

### 募投项目概况

本次募集资金投资项目为重庆市南川区东街花园安居工程项目，位于重庆市南川区东城街道办

事处灌坝居委 3、4 组，占地面积 64.38 亩，即重庆市南川区棚户区改造计划之东街大土粮站片区。本项目共建设 18F 高层住宅楼 37 栋、2F 沿街配套商业，总建筑面积 270,807.36m<sup>2</sup>，其中保障性住房面积 184,813.48m<sup>2</sup>，商业配套面积 20,751.27m<sup>2</sup>，配套公建面积 5,346.10m<sup>2</sup>，其他建筑面积 2,493.17m<sup>2</sup>，

地下建筑面积 57,403.34m<sup>2</sup>，同时还将配套建设周边道路、广场、室外综合管网、景观绿化等。

本项目用地已取得不动产权利证书，权利性质为出让，土地用途为城镇住宅用地，用地面积为 42,918.00 平方米。

表 2：重庆市南川区东街花园安居工程项目主要经济技术参数

| 序号    | 项目名称       | 单位             | 工程量        |
|-------|------------|----------------|------------|
| 1     | 总规划净用地面积   | m <sup>2</sup> | 42,917.73  |
| 2     | 规划总建筑面积    | m <sup>2</sup> | 270,807.36 |
| 2.1   | 地上建筑面积     | m <sup>2</sup> | 213,404.02 |
| 2.1.1 | 保障性住房建筑面积  | m <sup>2</sup> | 184,813.48 |
| 2.1.2 | 商业配套用房建筑面积 | m <sup>2</sup> | 20,751.27  |
| 2.1.3 | 配套公建建筑面积   | m <sup>2</sup> | 5,346.10   |
| 2.1.4 | 其他建筑面积     | m <sup>2</sup> | 2,493.17   |
| 2.2   | 地下建筑面积     | m <sup>2</sup> | 57,403.34  |
| 3     | 住宅户数       | 户              | 1,920      |
| 4     | 停车位        | 个              | 1,765      |
| 5     | 容积率        | -              | 4.91       |
| 5.1   | 计容建筑面积     | m <sup>2</sup> | 214,590.00 |
| 6     | 绿地率        | %              | 15.14      |

资料来源：公司提供及《可研报告》，中诚信国际整理

## 项目审批情况

项目已取得重庆市南川区发展和改革委员会下发的《重庆市南川区东街花园安居工程项目备案证》（2018-500119-47-03-044296）和《重庆市南川区发展和改革委员会关于区东街花园安居工程项目节能审查意见的批复》（南川发改发〔2019〕92 号），重庆市南川区生态环境局下发的《建设重庆市南川区东街花园安居工程项目环境影响登记表》（备案

号：201950011900000046），重庆市南川区规划和自然资源局下发的《中华人民共和国建设用地规划许可证》（地字第 500119201900505），重庆市南川区国土资源和房屋管理局下发的《中华人民共和国不动产权证书》（编号 50004320847）以及重庆市南川区信访办公室下发的《重庆市社会稳定风险评估备案申请表》。

表 3：项目已获相关部门批复

| 批复文件名称                               | 文号                       | 发文机关             | 印发日期       |
|--------------------------------------|--------------------------|------------------|------------|
| 重庆市南川区东街花园安居工程项目备案证                  | 2018-500119-47-03-044296 | 重庆市南川区发展和改革委员会   | 2018.09.07 |
| 中华人民共和国建设用地规划许可证                     | 地字第 500119201900505      | 重庆市南川区规划和自然资源局   | 2019.03.20 |
| 中华人民共和国不动产权证书                        | 编号 50004320847           | 重庆市南川区国土资源和房屋管理局 | 2019.04.04 |
| 建设重庆市南川区东街花园安居工程项目环境影响登记表            | 备案号：201950011900000046   | 重庆市南川区生态环境局      | 2019.04.08 |
| 重庆市南川区发展和改革委员会关于区东街花园安居工程项目节能审查意见的批复 | 南川发改发〔2019〕92 号          | 重庆市南川区发展和改革委员会   | 2019.04.09 |
| 重庆市社会稳定风险评估备案申请表                     | -                        | 重庆市南川区信访办公室      | 2019.04.12 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 工程简介

根据《可研报告》的设计，该项目建设工期为

24 个月，完成位于重庆市南川区东城街道办事处灌坝居委 3、4 组的东街大土粮站片区棚户区改造项

目，共建设 37 栋 18F 高层住宅楼，并建设 2F 沿街配套商业。

## 投资估算

根据《可研报告》，项目总投资为 146,711.72 万元，其中：工程费用 94,355.52 万元，占总投资的 64.31%，工程建设其它费用 28,525.70 万元（其中包含土地费用 22,531.81 万元），占总投资的 19.45%，基本预备费 9,830.5 万元，占总投资的 6.70%，建设期贷款利息 14,000.0 万元，占总投资的 9.54%。

## 资金平衡方案

本项目的总投资为 146,711.72 万元，项目的资金来源为公司自筹资金 46,711.72 万元，占总投资的 31.84%，外部融资拟通过发行 100,000.00 万元项目收益债券筹措，占总投资的 68.16%；

项目偿还贷款本息资金来源于募投项目产生的收入，具体包括住宅、商业和停车位等收入，当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由南川城投（即差额补偿人）承担补足义务。截至 2019 年 9 月末，已完成项目可研、前期手续办理、土地购置等工作，正在进行土石方施工，累计投资金额 2.66 亿元，投资完成率为 18.13%。

## 项目运作

公司全资子公司博顺置业作为项目法人，目前主要负责该项目的项目申报、资金筹措、施工协调及竣工验收等工作，并负责招标及合同管理。组织专业监理队伍负责工程进度、质量控制、计量和支付等，以确保工程质量。

## 项目预期收益分析

### 主要估计假设

以下分析基于重庆市明科建设咨询有限公司编制的《专项意见》。

### 现金流入测算

项目现金流入为项目营业收入，来源分为保障

房销售收入、配套商业用房和车位销售收入。

#### 一、保障房销售收入

项目建成后可用于销售的安置房总建筑面积为 184,813.48 平方米，目前项目建设周边区域住宅的销售均价约为 6,600 元/平方米，考虑住宅的品质及周边商品住宅价格水平，以及未来南川区房地产市场发展空间，结合本项目的棚户区改造项目特点，本项目住宅销售定价按项目周边商品房市场价格下浮一定比例计取，估算该商圈住宅销售均价为 5,800 元/平方米，不预测增长；按照销售计划，第 3~6 年，预计出售安置房的面积分别为 64,685 平方米、64,685 平方米、27,722 平方米和 27,722 平方米，预计实现总收入 107,191.82 万元。

#### 二、商业配套用房销售收入

项目建成后可用于销售的配套商业与配套用房的总建筑面积为 20,751.27 平方米。目前该商圈商业销售均价约为 7,900.00 元/平方米，考虑商圈的吸引力、成熟性和商业的业态，结合周边商业发展趋势，商业销售按 30,000.00 元/平方米考虑，不预测增长；按照销售计划，第 3~6 年，预计销售面积分别为 3,113 平方米、3,113 平方米、7,263 平方米和 7,263 平方米，预计实现总收入 62,253.81 万元。

#### 三、车位销售收入

项目建成后可用于销售的地下车位为 1,943 个，结合南川区车位市场的价格定位，车位销售价格按 130,000.00 元/个考虑，不预测增长；按照销售计划，第 3~6 年，预计各年车位的销售数量分别为 442 个、265 个、618 个和 618 个，预计实现总收入 25,249.25 万元。

根据以上测算，现金流入合计 194,694.88 万元。

表 4：公司预计经营期营业收入计划表

| 项目名称                    | 合计         | 经营期       |           |           |           |
|-------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                         |            | 第 3 年     | 第 4 年     | 第 5 年     | 第 6 年     |
| 保障房销售收入（万元）             | 107,191.82 | 37,517.14 | 37,517.14 | 16,078.77 | 16,078.77 |
| 销售面积（m <sup>2</sup> ）   | 184,813.48 | 64,685.00 | 64,685.00 | 27,722.00 | 27,722.00 |
| 销售价格（元/m <sup>2</sup> ） | --         | 5,800.00  | 5,800.00  | 5,800.00  | 5,800.00  |
| 商业用房销售收入（万元）            | 62,253.81  | 9,338.07  | 9,338.07  | 21,788.83 | 21,788.83 |
| 销售面积（m <sup>2</sup> ）   | 20,751.27  | 3,113.00  | 3,113.00  | 7,263.00  | 7,263.00  |
| 销售价格（元/m <sup>2</sup> ） | --         | 30,000.00 | 30,000.00 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 车位销售收入（万元）              | 25,249.25  | 5,746.00  | 3,441.75  | 8,030.75  | 8,030.75  |
| 销售数量（个）                 | 1,943      | 442.00    | 265.00    | 618.00    | 618.00    |
| 销售价格（万元/个）              | --         | 13.00     | 13.00     | 13.00     | 13.00     |
| 销售收入合计（万元）              | 194,694.88 | 52,601.21 | 50,296.96 | 45,898.36 | 45,898.36 |

资料来源：《专项意见》，中诚信国际整理

## 现金流预测假设

### 一、税金及附加估算

#### （1）增值税

根据《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36 号）的相关规定，该项目所涉及的增值税项目中，房地产和车位销售的销项税增值税税率为 10%，增值税进项税以工程费用的 10% 计算。

#### （2）城市维护建设税

根据《中华人民共和国城市维护建设税暂行条例》（国发〔1985〕19 号）和《国务院关于废止和修改部分行政法规的决定》（国务院令 第 588 号），以实际缴纳的增值税税额乘以城建税率 7% 计算缴纳。

#### （3）教育费附加和地方教育附加费

根据《征收教育费附加的暂行规定》和《国务院关于修改〈征收教育费附加的暂行规定〉的决定》（国务院令 第 448 号）和重庆市相关规定，以实际缴纳的增值税税额乘以 3% 计算缴纳教育费附加，乘以 2% 计算缴纳地方教育费附加。

#### （4）所得税

根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（国务院令 第 512 号），按 25% 的比例计算征收所得税。

### 二、成本估算

#### （1）建设成本

主要为扣除建设期进项税后的建设投资。

#### （2）财务费用

主要为建设筹措资金的利息支出。

#### （3）销售费用

考虑到本项目安置房建成后将以优惠的价格向被拆迁居民定向销售，本次项目销售费用按照 1.5% 计算。

#### （4）管理费用

暂按营业收入的 1% 估算。

#### （三）其他假设

（1）假设公司遵循的国家及地方现行的法律法规，监管、财政、经济状况或国家宏观调控政策无重大变化；

（2）假设国家现行的利率、汇率及通货膨胀水平等无重大变化；

（3）假设对公司生产经营有影响的法律法规、行业规定和行业质量标准等无重大变化；

（4）假设公司制定的各项经营计划、资金计划及投资计划等能够顺利执行；

（5）假设公司经营活动、预计产品结构及产品市场需求状况、价格在正常范围内变动；

（6）假设无其他人力不可抗拒及不可预见因素对本公司造成的重大不利影响。

根据上述假设，项目现金流量预测如下表：

表 5：根据假设情况，项目营业支出计划（万元）

| 年份    | 管理费用（1）  | 营销费用（2）  | 经营成本（3）  |
|-------|----------|----------|----------|
| 第 3 年 | 526.01   | 789.02   | 1,315.03 |
| 第 4 年 | 502.97   | 754.45   | 1,257.42 |
| 第 5 年 | 458.98   | 688.48   | 1,147.46 |
| 第 6 年 | 458.98   | 688.48   | 1,147.46 |
| 合计    | 1,946.94 | 2,920.43 | 4,867.37 |

注：（3）=（1）+（2）。

资料来源：《专项意见》，中诚信国际整理

表 6：根据假设情况，债券存续期内公司项目现金流预测表（不含财务费用）（万元）

| 项目名称    | 第 1 年 | 第 2 年 | 第 3 年     | 第 4 年     | 第 5 年     | 第 6 年     | 合计         |
|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 现金流入    | -     | -     | 52,601.21 | 50,296.96 | 45,898.36 | 45,898.36 | 194,694.89 |
| 销售收入    | -     | -     | 52,601.21 | 50,296.96 | 45,898.36 | 45,898.36 | 194,694.89 |
| 现金流出    | -     | -     | 1,616.71  | 1,513.02  | 5,269.20  | 16,224.85 | 24,623.78  |
| 经营成本    | -     | -     | 1,315.03  | 1,257.42  | 1,147.46  | 1,147.46  | 4,867.37   |
| 销售税金及附加 | -     | -     | 301.68    | 255.60    | 2,204.87  | 5,186.23  | 7,948.38   |
| 所得税     | -     | -     | -         | -         | 1,916.86  | 9,891.17  | 11,808.03  |
| 税后净现金流量 | -     | -     | 50,984.50 | 48,783.94 | 40,629.16 | 29,673.51 | 170,071.11 |

注：上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准。

资料来源：《专项意见》，中诚信国际整理

## 现金流测算和分析

中诚信国际采用覆盖比率来衡量本期债券信用风险大小，该比率反映了在各偿还时点上，项目现金流对预期还本付息资金的最低覆盖水平。如果该数值小于 1.00，表示项目现金流不能完全覆盖当期预期还本付息资金。

根据《专项意见》，本期债券计划发行 10.00 亿元，债券存续期 6 年期，票面利息按照 7.00% 计算。从第三年开始还本，至第六年末本金偿付完毕，即每年偿付本金 2.50 亿元。债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次。根据《账户及资金监管协议》，项目运营期间所有收入必须全部划转到项

目收入归集专户，公司应将全部项目收入由归集专户向偿债专户划转，作为偿债准备金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。以下在现金流对债券本息的覆盖情况测算过程中，需考虑资金沉淀情况。

建设期内无现金流入，根据《差额补偿协议》，项目建设期间，当偿债资金专户余额不足以支付本期债券当年应付利息时，差额补偿人将补足差额部分。中诚信国际不对建设期进行现金流测算和分析；经测算，第 3 年至第 6 年，各期覆盖比率最低值为 1.59 倍，债券偿付有保障。根据项目未来现金流情况，公司经营净现金流对债券本息的覆盖情况如下：

表 7：测算现金流对债券本息的覆盖情况（万元）

| 债券存续期 | 息前税后净现金流<br>(1) | 可用偿债资金<br>(2) | 债券本息<br>(3) | 沉淀资金<br>(4) | 覆盖倍数<br>(5) |
|-------|-----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 第 1 年 | --              | --            | 7,000.00    | --          | --          |
| 第 2 年 | --              | --            | 7,000.00    | --          | --          |
| 第 3 年 | 50,984.50       | 50,984.50     | 32,000.00   | 18,984.50   | 1.59        |
| 第 4 年 | 48,783.94       | 67,768.44     | 30,250.00   | 37,518.44   | 2.24        |
| 第 5 年 | 40,629.16       | 78,147.60     | 28,500.00   | 49,647.60   | 2.74        |
| 第 6 年 | 29,673.51       | 79,321.11     | 26,750.00   | 52,571.11   | 2.97        |

注：1、(4)=(2)-(3)、(5)=(2)/(3)；2、经营期第 1 年，(2)=(1)，第 1 年以后，(2)=(1)+(4)<sub>t-1</sub>；3、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目跟踪报告为准；2、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准。

资料来源：《专项意见》，中诚信国际整理

在上述结论基础上，中诚信国际根据项目基础资产情况对主要债务偿还来源相关指标进行压力测试。模拟中假定：公司所遵循的国家现行的方针政策无重大改变；公司在预测期间，国家现行的利率、汇率等无重大改变；公司所在地区社会、政治、经济环境无重大改变；公司目前执行的税赋、税率政策不变；公司在预测期间的经营环境、经营条件和市场情况无重大变化；公司在预测期间无其他人力不可抗拒因素造成的重大不利影响等。

考虑到房地产行业受宏观经济环境、国家调控政策、土地市场等因素影响明显；此外，商业及停

车位的销售较为依赖周边商业环境的发展，销售率或将有所波动。基于以上诸多因素，假定（1）车库销售个数以及车库平均销售单价按照《专项意见》中预测水平的 70%进行加压；（2）经营成本为刚性支出，在目前水平上保持不变；（3）销售税金及附加及所得税根据收入的下降相应变化；（4）债券存续期内票面利率上调至 8.5%。

综合以上假设，在加压情况下，公司现金流预测情况以及现金流预测对债券本息的覆盖情况如下：

表 8：根据假设情况公司项目现金流预测表（不含财务费用）（万元）

| 项目名称    | 第 1 年 | 第 2 年 | 第 3 年     | 第 4 年     | 第 5 年     | 第 6 年     |
|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金流入    | -     | -     | 36,820.85 | 35,207.87 | 32,128.85 | 32,128.85 |
| 销售收入    | -     | -     | 36,820.85 | 35,207.87 | 32,128.85 | 32,128.85 |
| 现金流出    | -     | -     | 1,222.20  | 1,135.80  | 1,399.61  | 1,757.08  |
| 经营成本    | -     | -     | 1,117.78  | 1,068.81  | 975.34    | 975.34    |
| 销售税金及附加 | -     | -     | 301.68    | 255.60    | 596.39    | 953.86    |
| 所得税     | -     | -     | -         | -         | -         | -         |
| 税后净现金流量 | -     | -     | 35,598.65 | 34,072.08 | 30,729.24 | 30,371.77 |

注：上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准。

资料来源：《专项意见》，中诚信国际整理

表 9：加压情况下测算现金流对债券本息的覆盖情况（万元）

| 债券存续期 | 息前税后净现金流<br>(1) | 可用偿债资金<br>(2) | 债券本息<br>(3) | 沉淀资金<br>(4) | 覆盖倍数<br>(5) |
|-------|-----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 第 1 年 | --              | --            | 8,500.00    | --          | --          |
| 第 2 年 | --              | --            | 8,500.00    | --          | --          |
| 第 3 年 | 35,598.65       | 35,598.65     | 33,500.00   | 2,098.65    | 1.06        |
| 第 4 年 | 34,072.08       | 36,170.72     | 31,375.00   | 4,795.72    | 1.15        |
| 第 5 年 | 30,729.24       | 35,524.96     | 29,250.00   | 6,274.96    | 1.21        |
| 第 6 年 | 30,371.77       | 36,646.73     | 27,125.00   | 9,521.73    | 1.35        |

注：1、(4)=(2)-(3)、(5)=(2)/(3)；2、经营期第 1 年，(2)=(1)，第 1 年以后，(2)=(1)+(4)<sub>t-1</sub>；3、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准；2、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准。

资料来源：专项意见，中诚信国际整理。

可以看出，在正常条件下，项目现金流入能完全覆盖预期还本付息的资金，项目现金流对本期债券具有一定的保障作用；在加压情况下，项目自身产生的现金流亦能覆盖预期还本付息资金，项目现金流可对本期债券形成一定的保障作用。

此外，在项目实施以后，可能因某些原因而出现一定不确定性情况，中诚信国际不排除加压情况下现金流对债券本息覆盖测算与实际情况产生偏差，后续将持续关注项目实际进展情况。

## 交易结构

### 基础交易框架

本期债券的募集资金将划入公司开立的募集资金使用专户，该账户由监管银行监管，资金划出必须依照约定用途，即用于重庆市南川区东街花园安居工程项目。

本期债券还本付息的首要资金来源是重庆市南川区东街花园安居工程项目的项目收入，主要包

括新建安置房、配套商业附属建筑以及地下停车位销售收入。

项目运营期间所有收入全部进入项目收入归集专户。债券发行主体将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限，划转次数和具体时点可由债券发行主体、债权代理人 and 监管银行根据项目收益实现特点约定，原则上每个计息年度不少于两次。

南川城投是本期债券的发行人及差额补偿人。根据差额补偿协议，南川城投负责支付项目建设期间的债券利息。本期债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时，南川城投按约定在付息日或兑付日 15 个工作日前补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。

## 基本账户设置

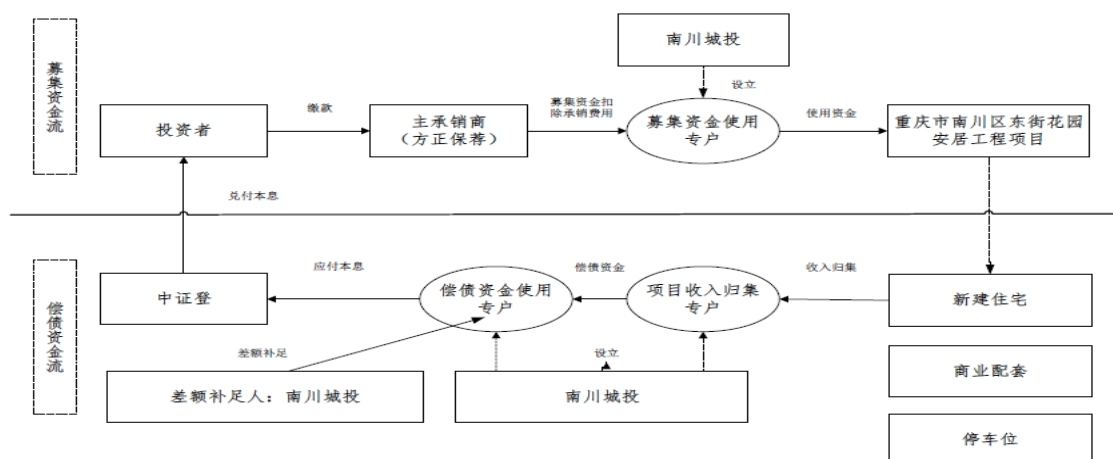
**募集资金使用专户：**债券发行主体应在本期债券发行首日前 5 个工作日于监管人处开立唯一的募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途，募集资金必须全部进入募集资金专户，不得进入其他账户。公司不在募集资金使用专户上设定任何权利限制。临时闲置的募集资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并按约定定期将投资情况告知债

权代理人，并在付息日或兑付日前 5 个工作日全部转化为活期存款。本账户专项资金用于重庆市南川区东街花园安居工程项目，不得改变资金用途。

**项目收入归集专户：**债券发行主体应在本期债券发行前 5 个工作日在监管银行开立唯一的项目收入归集专户，专门用于接收本期债券募投项目所产生的所有收入，并按照约定向偿债资金专户中划转本期债券当年应付本息金额，项目运营期间所有收入必须全部进入项目收入归集专户，债券发行主体将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金，偿债准备金的金额上限为本期债券待偿付本息金额之和，在偿债准备金未突破上限时，收入归集账户内的项目形成的收入只能用于向偿债资金专户划转形成偿债准备金。

**偿债资金专户：**债券发行主体应在本期债券发行前 5 个工作日在监管银行开立唯一的偿债资金专户，专门用于项目收益债券偿债准备资金的接收、存储及划转，包括但不限于从项目收入归集专户中划转的资金、偿债准备金以及项目实施主体或差额补偿人划入的其他资金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。临时闲置的资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并在付息日或兑付日前 5 个工作日全部转化为活期存款，并按约定定期将投资情况告知债权代理人。

图 1：交易结构图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 项目风险分析

投资项目的风险来源于法律、法规及政策变化，市场供需变化、技术的可靠性、工程方案、融资方案等一个方面或几个方面的共同影响。项目风险贯穿于项目建设、生产和运营的全过程，参考同类项目的实施和运营状况，其风险主要有以下几种。

### 市场风险

市场风险是项目遇到的重要风险，主要表现在价格的波动。

### 技术风险

本项目工程较为简单，工程施工技术基本为成熟技术，因此不存在特别技术风险。但在工程施工中存在一些不定因素，设计技术方案是否能按预期设计实现，存在一般程度的技术风险和安全风险。要设计和施工单位仍要充分认识技术风险可能出现的每个环节，加强安全风险防范和防控措施。

### 工程风险

工程地质条件、水文地质条件与预测发生重大变化，导致工程量增加、投资增加、工期拖长等。

### 融资风险

项目投资规模较大，资金来源的可靠性、充足性和及时性不能完全保证，将导致项目工期拖延甚至被迫终止。

### 外部协作条件风险

交通运输、供水、供电等主要外部协作配套条件发生重大变化，给项目建设和运营带来工程延期困难。

### 政策风险

由于政府在税收、金融、环保、产业政策等

的政策调整，使税率、税种、利率、汇率、通货膨胀率发生变化，导致项目原定目标难以实现甚至无法实现。

### 社会风险

预测的社会条件、社会环境发生变化，给项目建设和运营带来损失。

## 差额补偿措施

### 本息差额补偿制度

本期债券采用本息差额补偿机制保障债券本息按时足额兑付。本期债券由南川城投作为差额补偿人。当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由南川城投承担差额补足的义务。

具体本息差额补偿制度为：在每期付息/兑付日前 20 个工作日（T-20 日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期应付本息时，债权代理人应以通讯、传真、公告或其他有效方式通知差额补偿人，差额补偿人应在收到通知后按约定在付息/兑付日前 15 个工作日（T-15 日）补足偿债资金专户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

### 本息差额补偿制度相关法律手续

为明确本期债券的发行人、差额补偿人、债权人以及监管银行之间的权利和义务，根据《中华人民共和国合同法》、《国家发展改革委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》（发改办财金[2011]1765 号）等法律、法规和规章制度的规定，发行人、差额补偿人、债权代理人 and 监管银行共同签署了《差额补偿协议》，约定了发行人的本息偿还责任、差额补偿人的差额补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

## 债券发行主体的本息偿还责任

南川城投对本期债券承担各期及全部的本息偿还责任，须按照国家发改委关于本期债券的核准批复文件规定的用途合理使用募集资金，并根据《账户及资金监管协议》的约定将项目收入所产生的资金项目收入归集专户，并按照约定向偿债资金专户划转偿债准备金，保证债券偿还期内，每个付息日或兑付日前第 20 个工作日时，偿债资金账户余额不低于本期债券本息偿还额。当发行人预计不能按时、足额划转偿债资金时，应当立即或不得迟于知悉相关事件之日起 2 个工作日内以通讯、传真、公告或其他有效方式通知监管银行及债权人代理人。

南川城投的差额补偿责任包括：（1）项目建设期间，若偿债资金专户余额不足以支付本期债券当年应付利息，差额补偿人应按约定在付息日 15 个工作日前补足本期债券当年应付利息与偿债资金专户余额的差额部分；（2）债券存续期内每期偿债资金账户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按《差额补偿协议》约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分。

## 南川城投的违约责任

差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，即当发行人未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任及补偿责任时，监管银行、债权人代理人可以要求差额补偿人履行本期债券的偿还责任。

## 投资者保护机制

### 项目收益权的排他性

发行人合法享有本期债券募投项目及其收益的所有权，相关项目的所有直接和可确认的间接收益将根据有关账户协议和账户监管要求，在项目收益债券本息范围内全部用于债券偿债。在债券存续期内，发行人不得对项目及其收益设定抵

押、质押等他项权利。

## 加速到期机制

当出现启动加速到期条款的情形时，债权人代理人应立即召开债券持有人会议，有权要求发行人提前清偿部分或全部债券本金。启动加速到期条款的情形包括但不限于：1）本期债券发行三个月后，项目仍未开工；2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；3）项目实施主体破产，需对项目有关的财产和权益进行清算；4）未按照本《募集说明书》的规定按时、足额支付本期债券的利息及/或本金或所延期限已到仍未能按时足额支付本期债券的利息及/或本金；5）发行人明确表示或债券持有人有充足的理由相信发行人无法履行到期债务；6）发行人被宣告解散、破产或被撤销，且本期债券项下之权利义务无人承继；7）发行人的主体评级或本期债券评级发生严重不利变化；8）本期债券的担保人（如有担保人）或抵/质押资产（如有抵/质押资产）发生足以影响债券持有人利益的重大事项情形，发行人拒绝变更担保方式；9）根据本期债券《债权代理协议》或其他相关约定发行人需加速到期的其他情形。

## 交易的法律情况

重庆学苑律师事务所经办律师根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）、《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）及其它相关法律、法规、规章、规范性文件规定，通过对公司提供的材料以及有关事实进行核查，经办律师认为：公司为依法设立并有效存续的企业法人，截至目前不存在重大违法违规或违约情形；公司已履行本期债券发行的内部授权和批准程序，该等已经取得的授权和批准合法、有效；公司本期债券发行募集资金用途符合国家产业政策和行业发展方向；本期债券发行涉及的中介机构均具备从事本期债券发行相关业务的法定资格；

本期债券发行的主要交易文件符合法律、法规的规定；本期债券增信安排的义务人可以按照相关交易文件的约定履行相关义务。

综上，重庆学苑律师事务所经办律师认为公司发行本期债券已经具备了《公司法》、《证券法》等相关法律、法规及规范性文件要求的资格和条件，且已取得了现阶段必要的授权和批准。

## 项目实施主体-博顺置业（本节或称“公司”）

博顺置业原名为重庆市南川区博顺房地产开发有限公司，注册成立于 2018 年 6 月，原为南川城投公司的二级子公司，2018 年 8 月更为现名，2018 年 11 月股权下划至南川城投另一家二级子公司重庆博润资产经营管理有限公司名下，上述工商变更均已完成。

截至 2019 年末，公司注册资本为 3,000 万元，控股股东为重庆博润资产经营管理有限公司，公司的实际控制人是南川城投，持股比例为 100.00%。公司经营范围主要为房地产开发，房屋租赁，物业管理等。

## 发行主体及差额补偿人-南川城投（本节或称“公司”）

公司原名为“重庆市南川区城市建设投资有限责任公司”，系依据重庆市南川市人民政府《南川市人民政府关于成立南川市城市建设投资有限责任公司的通知》（南川府函[2003]158 号），由重庆市南川区人民政府（以下简称“区政府”）于 2002 年 8 月出资设立的国有独资公司，2018 年 5 月公司名称变更为现名。

公司初始注册资本为 2,000.00 万元，期间区政府多次增资，并于 2017 年引入新股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 10.00 亿元，实收资本为 7.77 亿元，区政府和农发基金分别持有公司 92.00% 和 8.0% 股权，区政府为公司实际

控制人。

## 行业及区域经济环境

### 基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

**基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：**监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。此外，受疫情短期冲击经济，后续专项债或将进一步扩容提效，从而拉动基建投资。

**规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：**2019 年 5 月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019 年，监管发布多项举措，遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区 IPO。

**展望：**一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

### 南川区为渝南黔北区域中心，区位优势、自然资源丰厚，经济实力稳步增强，但 2019 年受减税降费影响，财政平衡率有所下降

**财政级次及特殊地位：**2006 年 10 月，经国务院国函【2006】110 号文批准，重庆市撤销南川市，设立南川区。南川区地处重庆南部，与贵州接壤，是渝南黔北区域中心。南川区下辖的南川工业园是重

庆市级特色工业园区，规划面积 36 平方公里，形成龙岩、水江、南平、大观“一园四组团”布局。

表 2：南川区地理位置图



资料来源：中诚信国际整理

**经济发展水平：**2019 年南川区实现地区生产总值 333.95 亿元，同口径增长 7.5%，高于全市 GDP 平均增速，按常住人口计算，南川区 2019 年人均 GDP 为 55,948 元。三次产业结构为 16.3:35.5:48.2，第一产业比重较高，经济结构有待进一步优化。南川区工业体量较小，2019 年工业增加值占全区 GDP 的比重为 25.1%，列主城都市区第 17 位，但发展后劲较强，2019 年实现工业增加值 83.79 亿元，比上年增长 9.9%，增速为全市第 9 位，较上年提升 2 位。主导产业拉动明显，铝材料、精细化工、机械制造、中医药、新型建材和页岩气 6 大主导产业 2019 年规上工业总产值占全区的比重为 61.9%，较上年提升 3.5 个百分点。南川区固定资产投资增速维持在较高水平，全年同比增长 13.2%，但基础设施建设投资增长速度有所下滑，同比增长 4.6%，较上年增速大幅下滑 24.4 个百分点。

**财政及债务率：**受大规模减税降费影响，南川区 2019 年一般公共预算收入为 23.24 亿元，增速下滑至 2.5%，但高于重庆市平均增速 8.3 个百分点。税

收收入占比进一步提高至 60.08%，收入结构不断优化。同期，南川区一般公共预算支出仍保持较快增长，财政平衡率较 2018 年下降 4.35 个百分点至 35.29%，财政平衡对上级补助的依赖程度较高。近年来，随着地价的攀升及土地出让规模的增加，南川区政府性基金收入规模呈上升趋势。截至 2019 年末，南川区债务余额为 67.70 亿元，债务率<sup>1</sup>为 78.76%，区域债务水平处于全市平均水平。

表 10：2017~2019 年南川区主要经济及财政概况(亿元、%)

|               | 2017           | 2018           | 2019           |
|---------------|----------------|----------------|----------------|
| GDP           | 233.39         | 280.37         | 333.95         |
| GDP 增速        | 9.50           | 7.20           | 7.50           |
| 三次产业结构        | 19.2:35.6:45.2 | 17.2:32.9:49.9 | 16.3:35.5:48.2 |
| 工业增加值增速       | 10.20          | 12.10          | 9.90           |
| 全社会固定资产投资总额增速 | 15.40          | 11.00          | 13.20          |
| 一般公共预算收入      | 23.31          | 23.45          | 23.24          |
| 一般公共预算收入增速    | 4.00           | 4.60           | 2.50           |
| 税收收入占比        | 50.28          | 55.35          | 60.08          |
| 一般公共预算支出      | 60.09          | 59.16          | 65.86          |
| 财政平衡率         | 38.79          | 39.64          | 35.29          |
| 政府性基金收入       | 16.63          | 19.94          | 24.61          |
| 债务余额          | 58.00          | 60.20          | 67.70          |
| 债务率           | 81.37          | 77.24          | 78.76          |

资料来源：南川区统计公报，南川区财政局，中诚信国际整理

**未来发展机遇：**南川区位优势优越、生态环境良好、旅游资源丰厚。区位优势方面，南川地处重庆二环与三环之间，属于重庆“一小时经济圈”，距重庆 CBD、空港、长江深水港、保税港、铁路枢纽港仅 1 小时车程，目前正规划建设“六高、三铁”，构建“渝湘、渝道、南万、南涪”4 大对外通道，正在成为重庆南部交通枢纽、重庆连接中东部的重要关节点和桥头堡。南川区煤炭和铝土矿等矿藏资源丰富，下辖世界自然遗产和国家级 5A

<sup>1</sup> 债务率=地方政府债务余额/(公共财政预算收入+政府性基金收入+公共财政预算中上级补助收入+国有资本经营收入)。

级景区金佛山，自然资源丰富。2020年5月9日，重庆主城都市区工作座谈会召开，将南川等12区纳入主城都市区范围，其中南川区和长寿区、江津区和璧山区被定位为同城化发展先行区，随着重庆主城区扩容工作的推进，南川区将迎来更多发展机遇。

## 业务运营

公司作为南川区重要的基础设施建设投融资主体，主要负责南川区范围内基础设施建设、安置房建设和土地开发整理等工作，同时是南川区重要的棚户区改造项目承接主体。

建造合同收入是公司最主要的收入来源，但收入规模及其占总收入的比重呈下降趋势。2018年以来，公司新增征地包干业务，并进行土地出让，土地业务板块收入规模有所增加。随着公司合并范围不断扩大，自来水、安装维修、资产租赁等其他业务收入规模稳定增长。

表 11：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元）

| 项目      | 2017    | 2018    | 2019    | 2020.3  |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 建造合同收入  | 11.26   | 11.14   | 8.35    | 1.95    |
| 土地收入    | --      | 2.31    | 4.94    | --      |
| 其中：征地包干 | --      | 1.15    | 4.94    | 0.09    |
| 土地出让    | --      | 1.16    | --      | --      |
| 其他业务收入  | 0.06    | 0.59    | 1.78    | 0.56    |
| 营业总收入   | 11.32   | 14.04   | 15.07   | 2.60    |
| 项目      | 2017    | 2018    | 2019    | 2020.3  |
| 建造合同收入  | 99.47%  | 79.34%  | 55.43%  | 75.02%  |
| 土地收入    | --      | 16.45%  | 32.78%  | 3.55%   |
| 其中：征地包干 | --      | 8.19%   | 32.78%  | 3.55%   |
| 土地出让    | --      | 8.26%   | --      | --      |
| 其他业务收入  | 0.53%   | 4.20%   | 11.79%  | 21.43%  |
| 营业毛利率   | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2019 年末公司主要在建的代建基础设施和保障房项目情况（亿元）

| 项目名称      | 建设期间      | 总投资额  | 已投资额 | 未来三年计划投资额 |      |      |
|-----------|-----------|-------|------|-----------|------|------|
|           |           |       |      | 2020      | 2021 | 2022 |
| 硫磺安置房项目   | 2017~2020 | 0.99  | 1.07 | 0.05      | --   | --   |
| 氮肥厂（牌坊路）  | 2016~2020 | 0.40  | 0.25 | 0.15      | --   | --   |
| 城西片区改造工程  | 2016~2020 | 10.21 | 7.53 | 2.70      | --   | --   |
| 隆化大道延伸路   | 2016~2019 | 3.89  | 5.49 | 0.10      | --   | --   |
| 公租房项目     | 2012~2019 | 0.25  | 0.16 | 0.09      | --   | --   |
| 凤嘴江综合整治工程 | 2011~2020 | 6.20  | 3.36 | 2.00      | 0.50 | 0.30 |
| 半溪河综合整治工程 | 2010~2019 | 6.80  | 4.32 | 1.50      | 0.80 | 0.50 |

**基础设施及安置房建设业务具有较强的区域专营性，已完工项目回款情况较好，在建和拟建项目投资规模较大，业务可持续性强，但面临一定的资本支出压力**

公司基础设施建设业务的运营主体为公司本部和子公司重庆市南川区新城开发建设有限公司（以下简称“新城公司”），采取委托代建的业务模式，公司就不同项目与区政府签订《工程项目代建合同》，对区内的基础设施项目实施代建，根据项目情况按投入总成本加成 12%~14.5%确定结算金额，根据合同每年末进行结算，由区政府按照工程结算金额分期支付款项。

公司安置房建设业务的结算方式与基础设施建设业务相同，在进行安置时，一般对住宅被拆迁户按面积的 1:1 的比例进行产权调换，剩余房源通过重庆联合产权交易所组织销售，销售收入由南川区财政局返还公司。

截至 2019 年末，公司已完工的基础设施及安置房建设项目包括市民广场、渝南大道延伸路、商务中心和体育场等 38 个项目，累计完成投资 52.78 亿元，累计确认收入 60.29 亿元，累计实现回款 59.19 亿元，已完工项目回款状况较好。

截至 2019 年末，公司主要在建基础设施及安置房项目包括城西片区改造工程、半溪河综合整治工程和凤嘴江综合整治工程等 12 个项目，计划总投资 34.12 亿元，已投资 23.79 亿元。

|               |           |       |       |      |      |      |
|---------------|-----------|-------|-------|------|------|------|
| 蒲河重点河段综合治理工程  | 2014~2019 | 0.21  | 0.16  | 0.50 | --   | --   |
| 海绵城市项目        | 2018~2021 | 2.10  | 0.03  | 0.80 | 0.60 | 0.60 |
| 商贸物流园环境整治提升项目 | 2019~2020 | 1.50  | 1.26  | 0.25 | --   | --   |
| 乾锋水厂巩固提升工程    | 2019~2020 | 0.17  | 0.02  | 0.15 | --   | --   |
| 中医院工程         | 2019~2022 | 1.40  | 0.14  | 0.60 | 0.40 | 0.26 |
| 合计            | --        | 34.12 | 23.79 | 8.89 | 2.30 | 1.66 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司主要拟建项目包括南川区海绵城市建设、金川大道、东街花园安置工程和南川区农村产业融合发展 4 个项目，计划总投资 42.63 亿元。

表13：截至2019年末公司主要拟建基础设施和安置房项目

| 项目名称          | 总投资<br>(亿元) | 投资计划 (亿元) |       |       |
|---------------|-------------|-----------|-------|-------|
|               |             | 2020      | 2021  | 2022  |
| 金川大道          | 1.85        | 1.00      | 0.80  | 0.50  |
| 南川区海绵城市建设项目   | 12.11       | 4.00      | 2.70  | 2.00  |
| 东街花园安置工程      | 14.67       | 7.00      | 5.00  | 2.60  |
| 南川区农村产业融合发展项目 | 14.00       | 0.00      | 7.00  | 5.00  |
| 合计            | 42.63       | 12.00     | 15.50 | 10.10 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司在建和拟建项目投资规模较大，项目量充足，业务可持续性较好，但也面临一定的资本支出压力。

**公司的棚改项目均签订了政府购买服务协议，并取得对应的银行授信，建设资金来源有一定保障，但需关注债务规模持续上升风险**

公司是南川区棚户区改造项目最重要的承接主体，自 2017 年以来，公司就六角楼及广坝巷棚改项目、龚家塘及劳技校棚改项目和东街北街农

贸市场片区棚户区等 14 个棚户区改造项目和政府相关部门签订了政府购买服务协议，其中：黄泥堡片区棚改项目 A 区（看守所）和黄泥堡片区棚改项目 B 区（矿机厂）的实施主体为子公司重庆坤唯实业有限公司（以下简称“坤唯实业”），硫磺大院棚户区改造项目的实施主体为子公司重庆市南川区禹光水务投资有限公司（以下简称“禹光水务”），其余项目实施主体均为公司本部。公司按购买服务协议约定投入资金对项目进行开发建设，项目建设资金来源于资本金和外部融资两部分，资本金比例约为 21%~28%，由公司自筹，外部融资部分由公司和国家开发银行、中国农业发展银行等金融机构签订专项贷款协议，取得专项授信，南川区财政局按协议分年度支付购买服务价款。截止 2019 年末，公司尚未实现棚户区改造业务相关收入。

截至 2019 年末，公司主要在建棚户区改造项目计划投资额为 151.90 亿元，已完成投资 102.54 亿元，尚需投资 49.37 亿元，其中 2020 年预计投资 25.30 亿元。购买服务协议总金额为 237.13 亿元，期限为 15~25 年不等。

表14：截至2019年末公司主要棚户区改造项目情况（亿元）

| 项目名称               | 建设期间      | 总投资额  | 资本金比例 | 已投资额  | 购买服务金额 | 购买服务期限 | 未来计划投资额 |      |      |
|--------------------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|------|------|
|                    |           |       |       |       |        |        | 2020    | 2021 | 2022 |
| 东街大士粮站片区           | 2017~2021 | 12.74 | 21%   | 15.09 | 23.63  | 25 年   | 0.30    | --   | --   |
| 东街北街农贸市场片区棚户区      | 2017~2021 | 14.32 | 21%   | 13.11 | 26.66  | 25 年   | 0.10    | --   | --   |
| 渝南大道及北环路片区棚改项目     | 2018~2020 | 13.28 | 21%   | 13.40 | 18.81  | 20 年   | 0.50    | --   | --   |
| 龚家塘及劳技校棚改项目        | 2018~2020 | 15.18 | 21%   | 8.98  | 21.21  | 20 年   | 3.00    | 2.00 | 1.50 |
| 六角楼及广坝巷棚改项目        | 2018~2020 | 18.65 | 21%   | 9.23  | 26.09  | 20 年   | 4.00    | 3.00 | 2.00 |
| 土产公司片区棚改项目         | 2018~2021 | 9.07  | 21%   | 9.28  | 12.79  | 20 年   | 0.10    | 0.00 | 0.00 |
| 长远来游金佛片区棚改项目       | 2018~2021 | 10.08 | 21%   | 5.28  | 14.22  | 20 年   | 2.50    | 1.50 | 1.00 |
| 黄泥堡片区棚改项目 A 区（看守所） | 2017~2020 | 10.80 | 28%   | 3.57  | 14.88  | 15 年   | 3.00    | 2.00 | 1.00 |
| 黄泥堡片区棚改项目 B 区（矿机厂） | 2017~2020 | 5.88  | 27%   | 3.47  | 7.96   | 20 年   | 1.50    | 1.00 | 0.50 |
| 硫磺大院棚户区改造项目        | 2018~2019 | 2.73  | 21%   | 2.80  | 3.86   | 20 年   | 0.30    | --   | --   |
| 东街百货公司片区棚改项目       | 3 年       | 12.94 | 21%   | 7.65  | 24.89  | 25 年   | 2.50    | 1.50 | 1.10 |
| 公路养护队等三个片区棚户区改造项目  | 3 年       | 7.30  | 22%   | 2.10  | 13.20  | 25 年   | 2.00    | 2.00 | 1.00 |

|                 |     |        |     |        |        |      |       |       |      |
|-----------------|-----|--------|-----|--------|--------|------|-------|-------|------|
| 中心农贸市场片区棚户区改造项目 | 3 年 | 6.21   | 23% | 7.53   | 11.40  | 25 年 | 2.50  | 1.50  | 1.00 |
| 氮肥厂棚户区改造项目      | 3 年 | 12.72  | 23% | 1.05   | 17.53  | 20 年 | 3.00  | 1.50  | 0.70 |
| 合计              | --  | 151.90 | --  | 102.54 | 237.13 | --   | 25.30 | 16.00 | 9.80 |

注：1、部分项目已投资额超过总投资额系实际项目建设过程中支出无法准确估计，超出协议预算所致；2、东街百货公司片区棚改项目等 4 个项目目前已放款，但实际处于未开工状态。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司及其子公司针对上述棚户区改造项目已与国家开发银行、中国农业发展银行和中国工商银行等金融机构签订专项借款协议，共取得专项授信 118.55 亿元，建设资金来源有一定保障，已取得放款 98.83 亿元，贷款利率区间为 4.15%~4.90%。

**表15：截至2019年末公司棚户区改造项目授信情况（亿元）**

| 授信银行     | 授信额    | 已放款   |
|----------|--------|-------|
| 国家开发银行   | 42.00  | 33.25 |
| 中国农业发展银行 | 53.55  | 42.58 |
| 中国工商银行   | 8.00   | 8.00  |
| 中国农业银行   | 7.80   | 7.80  |
| 重庆农村商业银行 | 7.20   | 7.20  |
| 合计       | 118.55 | 98.83 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 征地包干业务与政府结算关系明确，土地出让业务受政府土地出让计划和市场行情影响而存在较大的不确定性

2015 年以前，公司受区政府委托对南川区规划出让的土地进行开发整理（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施），并完成了南川区河滨片区危旧房改造项目涉及土地的整治。2015~2017 年，公司本部未开展土地整治业务。2018 年以来，公司承接了征地包干业务，并对账面土地进行挂牌出让，实现相应的土地业务收入。

公司征地包干业务由子公司新城公司运营，公司与区政府签订征地包干协议，按照约定的征收费用组织实施征地拆迁安置补偿工作，征收费用根据征收位置、建筑物密集度等原因决定。

2018 年以来，公司先后完成 4 块土地拆迁安置补偿工作，累计征收面积 460.83 亩，2018~2019 年分别确认征地包干收入 1.15 亿元和 4.94 亿元。

**表16：2018~2019年公司征地包干业务情况（亿元）**

| 时间   | 项目名称  | 合同金额 | 征收费用（万/亩） | 征收面积（亩） | 确认收入金额 |
|------|-------|------|-----------|---------|--------|
| 2018 | 西城街道  | 1.26 | 60.00     | 210.76  | 1.15   |
| 2019 | 凤嘴江地块 | 1.93 | 372.59    | 51.75   | 1.93   |
|      | 隆化组团  | 1.94 | 301.72    | 64.38   | 1.94   |
|      | 东胜组团  | 1.10 | 82.0      | 133.94  | 1.07   |
|      | 合计    | 6.23 | --        | 460.83  | 6.09   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018 年，公司实现土地出让收入 1.16 亿元，主要系子公司坤唯实业通过重庆市南川区公共资源综合交易中心挂牌出让一块土地，出让价款为 1.47 亿元，扣除税费后实现相关收入所致。该地块为坤唯实业于 2017 年取得，坤唯实业在取得土地后，对地上房屋进行了拆迁、对青苗等地上附着物进行了补偿、并对地块进行了三通一平达到了可出让状态。

截至 2020 年 3 月末，公司已入账的土地面积为 9,272.88 亩，主要位于南川区城区，全部为出让性质的土地，用途以城镇混合住宅用地和其他商服用地为主，尚未缴纳出让金。

总体来看，公司账面存在一定的存量土地，为土地出让业务形成支撑，但出让情况受政府土地出让计划和市场行情影响而存在较大的不确定性，中诚信国际将持续关注公司账面土地及未来土地相关业务的进展情况。

### 随着合并范围的扩大，公司经营性业务领域不断扩张，其他业务收入规模稳定增长，多元化的业务结构丰富了公司的收入来源

公司其他业务主要包括销售商品、服务业务以及资产出租等，近年来随着合并范围扩大，公司经营性业务范围不断扩张，其他业务收入规模持续增加，对公司的收入来源形成一定的补充作用。

公司销售商品业务主要系水、电销售，供水业

务主要由重庆市南川区自来水公司（以下简称“自来水公司”）和重庆市南川区泽禹供水有限责任公司（以下简称“泽禹供水”）负责，2019 年水费收入大幅增加至 0.62 亿元。公司服务业务主要系安装维修收入和安保业务，2019 年，重庆市南川区保安服务有限公司纳入合并范围，公司新增安保服务收入，当年实现收入 0.20 亿元，带动公司服务业务收入大幅增加。

## 治理与管控

**公司拥有较为完善的法人治理结构和管理体系，纳入合并范围的子公司数量较多，管控难度较大；未来，公司在立足于基础设施投融资职能的基础上，将不断整合全区资源，扩大经营性业务范围，提高自身盈利能力**

**管理水平与管控能力：**公司已建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围内一级子公司共 10 家，二级子公司共 18 家，三级子公司共 2 家，随着合并范围的不断扩大，公司对子公司的管控难度加大。

**战略规划：**作为南川区最重要的城市基础设施建设主体，公司仍将立足于基础设施建设及安置房建设、棚户区改造和土地开发整理等工作，并不断扩大业务领域，整合城市资源，丰富公司收入来源，提高自身盈利能力。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（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 2017~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。上述报告和报表均按照新会计准则编制。分析时，2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数，2020 年一季度财务数据为财务报表期末数。

## 盈利能力

**公司营业毛利率较稳定，利润总额稳定增长，但公司利润对政府补助具有较大的依赖性，且随着合并范围的扩大，期间费用对公司利润的侵蚀程度有所上升**

**营业毛利率：**近年来，公司营业毛利率整体呈上升趋势，其中基础设施代建业务按照投入总成本加成 12%~14.5%确定结算金额，近年来毛利率较为稳定；征地包干业务受协议签订的征收费用及实际整治成本的影响而有所波动；安装维修、自来水等其他业务收入毛利率水平整体较高。

表 17：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目      | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.3 |
|---------|-------|-------|-------|--------|
| 建造合同收入  | 12.34 | 12.60 | 12.94 | 13.04  |
| 土地收入    | --    | 14.06 | 11.33 | 79.89  |
| 其中：征地包干 | --    | 17.73 | 11.33 | 79.89  |
| 土地出让    | --    | 10.41 | --    | --     |
| 其他业务收入  | 26.32 | 27.57 | 23.03 | 19.24  |
| 营业毛利率   | 12.41 | 13.47 | 13.60 | 16.74  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**期间费用：**受合并范围不断扩大的影响，公司期间费用规模逐年增加。从构成来看，公司销售费用规模相对较小，财务费用受大部分利息支出进行资本化处理影响而维持在较低水平，管理费用是公司期间费用的主要构成，主要为职工薪资、折旧以及咨询费等，2019 年管理费用大幅增加主要系合并范围扩大导致折旧及工资福利费大幅增加所致。公司期间费用率不断增加，公司对期间费用的管控能力有待加强。

**利润总额：**近年来，公司利润总额稳定增长，主要由经营性业务利润构成。2018 年公司将往期计入营业外损益的政府补助计入其他收益科目，导致当期经营性业务利润大幅增加至 2.35 亿元。公司利润总额对政府补助具有较大的依赖性，其中 2019 年受期间费用增加影响，公司盈利能力对政府补助的依赖程度大幅提高。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

|        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.3 |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入  | 11.32 | 14.04 | 15.07 | 2.60   |
| 管理费用   | 0.42  | 1.09  | 2.24  | 0.64   |
| 期间费用合计 | 1.19  | 1.51  | 2.77  | 0.84   |

|           |       |       |        |       |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 期间费用率     | 10.55 | 10.77 | 18.37  | 32.32 |
| 经营性业务利润   | 0.12  | 2.35  | 2.43   | 0.65  |
| 政府补助/利润总额 | 78.47 | 67.62 | 101.82 | --    |
| 投资收益      | 0.11  | 0.66  | 0.20   | --    |
| 资产处置收益    | --    | --    | 0.41   | --    |
| 利润总额      | 2.74  | 3.15  | 3.29   | 0.74  |
| 总资产收益率    | 2.74  | 1.68  | 1.33   | --    |

资料来源：中诚信国际整理

## 资产质量

**区政府持续的股权划转和资产注入推动公司资本实力不断增强；公司资产以开发成本和固定资产为主，账面土地和经营性资产占比较小，资产流动性及收益性一般；应收类账款对公司资金形成一定占用，但比重不断下降**

**总资产：**随着各项业务持续发展，公司总资产规模逐年增长；公司资产以流动资产为主，占总资产的比重始终在 75% 以上。2018 年末，受重庆市南川区自来水公司等 4 家公司纳入合并范围，建设项目大幅增加以及政府资金和资产划转力度加强的影响，公司资产规模同比大幅增加 68.73%；2019 年末，公司合并范围继续扩大以及项目投入的增加，公司资产规模同比增加 24.39%；2020 年 3 月末，公司总资产规模较年初增加 18.03 亿元，主要系基础设施及安置房项目建设成本和货币资金增加所致。

**所有者权益：**区政府持续的股权划转和资产注入推动公司所有者权益规模不断增长。2018 年，公司所有者权益大幅增加 60.12 亿元，主要系南川区国有资产和金融工作办公室加大对公司的资产、股权划转和资金注入，导致资本公积增加 57.60 亿元所致。2019 年末，公司所有者权益同比增长 9.63%，主要系股权划入和项目资本金注入导致公司资本公积增加 9.59 亿元，以及区政府缴纳注册资本导致实收资本增加 2.01 亿元所致。

**资本结构：**近年来，公司债务规模持续增加，资产负债率和总资本化比率不断提高；债务结构方面，短期债务/总债务比值有所波动，但总体处于较低水平，以长期债务为主的结构与公司基础设施代建业务回款期较长的特点较为匹配。

**资产质量：**公司资产以存货和固定资产为主，截至 2020 年 3 月末，合计占总资产的 72.63%，其中固定资产主要为房屋建筑物和水库，存货以开发成本为主，土地资产账面价值较小。总体而言，公司资产流动性较弱。2017 年以来，随着公司合并范围扩大，公司获得水、电等可产生稳定现金流的资产，但规模相对较小，加之公司长期股权投资每年产生的投资收益偏低，公司资产收益性整体一般。

**应收类款项/总资产：**近年来，公司应收类款项占总资产的比重不断下降，截至 2020 年 3 月末，公司应收类款项余额 23.76 亿元，其中其他应收款 21.23 亿元，主要系往来款项及借款，欠款单位主要为当地政府和国有企业公司，坏账风险较小，但对公司资金形成一定的占用。

表 19：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%）

|           | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产       | 174.10 | 293.77 | 365.43 | 383.45 |
| 存货        | 74.93  | 118.06 | 195.87 | 208.92 |
| 固定资产      | 24.35  | 65.33  | 69.82  | 69.57  |
| 所有者权益合计   | 76.35  | 136.47 | 151.01 | 153.30 |
| 资本公积      | 50.51  | 108.11 | 117.70 | 119.00 |
| 总债务       | 75.64  | 136.57 | 178.79 | 196.29 |
| 总资本化比率    | 49.77  | 50.02  | 54.21  | 56.15  |
| 短期债务/总债务  | 7.18   | 11.02  | 15.93  | 14.72  |
| 应收类款项/总资产 | 14.34  | 13.81  | 6.43   | 6.27   |

资料来源：中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**EBITDA 稳定增长，但对债务本息的覆盖能力受债务规模快速增长影响而逐年减弱，货币资金可有效覆盖短期债务**

**现金流：**随着前期承担的基础设施代建项目陆续完工结算，以及往来款净流入规模的增加，公司经营活动净现金流规模不断提高；收现比维持在较高水平，公司经营回款状况较好。2018 年以来，随着棚户区改造项目大范围启动，公司投资支出规模大幅增加，投资活动现金流缺口不断扩大。投资活动产生的资金缺口主要依赖外部融资弥补，近两年公司维持较大规模的对外融资力度。

**偿债指标：**公司 EBITDA 稳定增长，但对债务本息

的覆盖能力受债务规模快速增加影响逐年减弱。公司经营活动净现金流规模不断增加，2019 年经营活动净现金流利息覆盖倍数达到 1.26 倍，可有效覆盖债务利息，但对公司债务本金的覆盖能力仍整体偏弱。

**货币资金/短期债务：**近年来，公司货币资金规模维持在较高水平，可有效覆盖短期债务。

**表 20：近年来公司现金流和偿债相关指标情况（亿元、X）**

|                | 2017  | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流       | 2.50  | 3.73   | 8.67   | 0.99   |
| 投资活动净现金流       | 2.19  | -49.89 | -65.90 | -11.78 |
| 筹资活动净现金流       | 15.93 | 56.46  | 59.58  | 16.44  |
| 收现比            | 0.79  | 1.15   | 1.13   | 0.99   |
| EBITDA         | 3.97  | 4.61   | 6.04   | --     |
| 总债务/EBITDA     | 19.04 | 29.64  | 29.62  | --     |
| EBITDA 利息覆盖倍数  | 2.40  | 1.12   | 0.88   | --     |
| 经营活动净现金流/总债务   | 0.03  | 0.03   | 0.05   | --     |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 1.51  | 0.91   | 1.26   | --     |
| 货币资金/短期债务      | 7.05  | 3.08   | 1.75   | 1.90   |

资料来源：中诚信国际整理

**到期债务分布：**公司 2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年到期债务规模分别为 25.58 亿元、37.46 亿元和 18.40 亿元，2021 年到期债务规模较大。

**受限资产/总资产：**截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 21.39 亿元，占总资产的比重为 5.58%，其中固定资产受限 19.66 亿元，存货中土地使用权受限 1.23 亿元，货币资金受限 0.50 亿元。

**对外担保/净资产：**截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 32.95 亿元，占同期末公司净资产的 21.49%，公司面临一定或有负债风险。

**表 21：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）**

| 被担保单位            | 担保余额  |
|------------------|-------|
| 重庆园业实业有限公司       | 10.94 |
| 重庆市联航投资开发有限公司    | 8.57  |
| 重庆金瀚投资开发有限公司     | 6.00  |
| 重庆长实房地产开发有限公司    | 2.48  |
| 重庆博鼎投资有限公司       | 2.10  |
| 重庆博创林业开发有限公司     | 0.80  |
| 重庆市南川区人民医院       | 0.77  |
| 重庆市南川区永隆建设开发有限公司 | 0.72  |
| 重庆市南川区惠农投资有限公司   | 0.48  |
| 重庆市益昌交通发展有限公司    | 0.10  |
| 合计               | 32.95 |

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

**银行授信：**截至 2019 年末，公司获得的银行授信总额 157.30 亿元，其中未使用授信余额 23.18 亿元，备用流动性一般。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 3 月 25 日，公司有 23 笔已结清关注类贷款记录，其中：国家开发银行 18 笔，2017 年 8 月 24 日前已全部结清；中国农业银行 3 笔，2016 年 3 月 9 日之后已全部结清；重庆农村商业银行和重庆银行各 1 笔，分别于 2014 年 7 月 10 日和 2012 年 7 月 1 日结清。根据上述 4 家银行提供的关注类贷款说明，国家开发银行与重庆银行的关注类贷款主要系行内贷款分类标准要求所致；中国农业银行的关注类贷款主要系按审计机构德勤会计师事务所的风险提示，将南川区的贷款项目全部列为关注类所致；重庆农村商业银行的关注类贷款主要系参照中国农业银行的关注类贷款，行内贷款分类要求分类级别不高于同业所致。除此之外，公司其他无未结清和已结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款和债务融资工具本息的情况。

## 外部支持

### 支持能力

**资源投入及协调能力：**南川区是渝南黔北区域中心，区位条件优越，自然资源丰富，近年来经济实力不断增强，工业产业稳步增长，区内各支柱产业总体发展情况良好，具有一定的资源投入及协调能力。但同时，受减税降费影响，南川区 2019 年财政平衡率有所降低。

### 支持意愿

**区域垄断性及地位重要性：**南川区主要有三家基础设施投融资平台，除公司外，另外两家分别为重庆园业实业有限公司（以下简称“园业实业”）和重庆市南川区惠农投资有限公司（以下简称“惠农投资”），园业实业主要负责南川工业园区中龙岩组团、水江组团和南平组团范围内的基础设施建设和土地开发整理；惠农投资主要负责南川区城乡基础

设施建设、农业和旅游基础设施建设等业务，较多地参与南川区金山湖开发区的基础设施建设，主要为金佛山水利工程及相关配套工程；公司主要负责南川区主城区的基础设施建设、安置房建设和南川区棚户区改造工程等，在区内具有较高的地位，业务具有区域专营性。

**历史支持记录：**从历史支持情况来看，上级股东主要从资产注入和政府补助两个维度对公司进行支持。1) 资产注入方面，2017 年，根据相关政府文件，将新城公司、坤唯实业和禹光水务整体划入公司，同时划入土地和房产，增加资本公积 24.55 亿元。2018 年，根据相关政府文件，将自来水公司、重庆市南川区水江供水厂、泽禹供水无偿划转给子公司重庆博润资产经营管理有限公司（以下简称“博润公司”），增加资本公积 5.69 亿元；将重庆市南川区弘禹水利建设有限责任公司（以下简称“弘禹水利”）无偿划转给子公司禹光水务，增加资本公积 0.99 亿元；将拨入子公司坤唯实业的工程项目款 3.08 亿元计入资本公积；将子公司坤唯实业对区财政局的应付款项 0.88 亿元计入资本公积，将禹光水务和弘禹水利对区财政局的专项应付款 2.21 亿元和 5.17 亿元计入资本公积；将水库资产划入禹光水务，增加资本公积 29.60 亿元；将房屋建筑物资产划入博润公司，增加资本公积 9.79 亿元。2) 区政府每年给予公司一定金额的财政补贴以支持公司实施基础设施项目建设，2017~2019 年，公司分别获得政府补助 2.15 亿元、2.13 亿元和 3.35 亿元。

中诚信国际认为，鉴于公司在南川区的重要地位及公司获得历史支持的情况，使得公司具有一定的抗风险能力，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

## 评级结论

基于上述对项目概况、交易结构、项目预期收益、项目风险等因素的分析，以及律师出具的法律意见，参照中诚信国际的评级标准，中诚信国际评定重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司的

主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券”的信用等级为 **AA**。

## 中诚信国际关于 2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券的跟踪评级安排

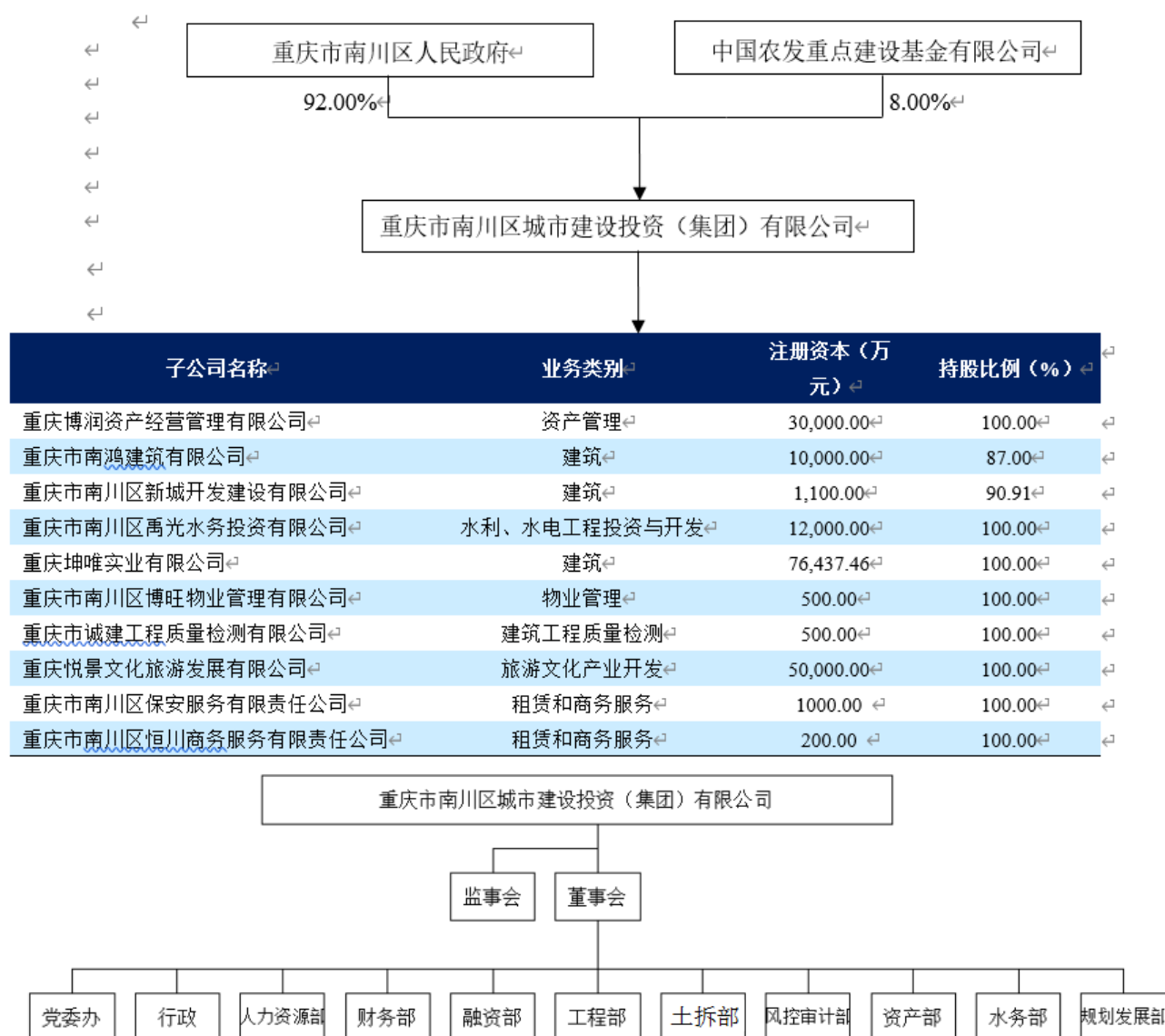
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在 2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券的存续期内对本期项目收益债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期项目收益债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注项目运营进展和差补主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如项目本身或差补主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，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 05 月 25 日

## 附一：重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：根据《中国农发重点建设基金投资协议》，中国农发重点建设基金有限公司不向重庆市南鸿建筑工程有限公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与其日常正常经营，公司为重庆市南鸿建筑工程有限公司的实际控制人。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：重庆市南川区城市建设投资（集团）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）       | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 382,585.26   | 463,658.59   | 497,161.04   | 548,736.51   |
| 应收账款              | 12,145.66    | 31,890.62    | 22,858.43    | 25,335.11    |
| 其他应收款             | 224,630.71   | 373,699.01   | 211,970.78   | 215,001.27   |
| 存货                | 749,258.72   | 1,180,600.81 | 1,958,681.90 | 2,089,210.86 |
| 长期投资              | 19,463.37    | 21,543.80    | 27,664.14    | 28,124.77    |
| 在建工程              | 3,820.54     | 27,034.81    | 68,703.69    | 95,425.58    |
| 无形资产              | 10.46        | 412.85       | 409.41       | 411.48       |
| 总资产               | 1,741,039.84 | 2,937,662.70 | 3,654,258.86 | 3,834,533.59 |
| 其他应付款             | 337,334.67   | 206,679.89   | 326,861.40   | 301,981.97   |
| 短期债务              | 54,300.00    | 150,564.00   | 284,780.89   | 289,015.89   |
| 长期债务              | 702,136.60   | 1,215,110.55 | 1,503,075.27 | 1,673,932.94 |
| 总债务               | 756,436.60   | 1,365,674.55 | 1,787,856.16 | 1,962,948.84 |
| 总负债               | 977,507.36   | 1,572,939.31 | 2,144,130.01 | 2,301,484.57 |
| 费用化利息支出           | 9,131.02     | 7,744.14     | 10,880.95    | --           |
| 资本化利息支出           | 7,390.84     | 33,250.94    | 57,903.58    | --           |
| 实收资本              | 53,093.54    | 53,093.54    | 73,178.54    | 77,678.54    |
| 少数股东权益            | 51,300.00    | 51,300.00    | 53,689.33    | 53,689.33    |
| 所有者权益合计           | 763,532.48   | 1,364,723.39 | 1,510,128.86 | 1,533,049.02 |
| 营业总收入             | 113,218.96   | 140,416.78   | 150,697.44   | 26,026.97    |
| 经营性业务利润           | 1,160.19     | 23,524.70    | 24,284.97    | 6,495.93     |
| 投资收益              | 1,128.72     | 6,648.74     | 1,960.67     | --           |
| 净利润               | 22,626.62    | 25,117.28    | 27,020.17    | 5,420.16     |
| EBIT              | 36,496.35    | 39,209.76    | 43,738.23    | --           |
| EBITDA            | 39,722.85    | 46,076.20    | 60,365.62    | --           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 89,232.68    | 161,886.36   | 170,560.98   | 25,666.17    |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 24,592.67    | 33,873.52    | 46,256.66    | 13,420.65    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 82,849.09    | 139,929.94   | 103,213.84   | 20,448.62    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 1,465.49     | 8,976.62     | 9,176.26     | 3,250.02     |
| 吸收投资收到的现金         | 40,093.54    | --           | 22,486.00    | 4,500.00     |
| 资本支出              | 72,178.44    | 500,514.11   | 670,767.44   | 116,779.90   |
| 经营活动产生现金净流量       | 24,983.00    | 37,281.42    | 86,708.85    | 9,937.18     |
| 投资活动产生现金净流量       | 21,870.74    | -498,857.09  | -659,012.63  | -117,770.53  |
| 筹资活动产生现金净流量       | 159,332.23   | 564,648.99   | 595,806.22   | 164,408.83   |
| 财务指标              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
| 营业毛利率(%)          | 12.41        | 13.47        | 13.60        | 16.74        |
| 期间费用率(%)          | 10.55        | 10.77        | 18.37        | 32.32        |
| 应收类款项/总资产(%)      | 14.33        | 13.81        | 6.43         | 6.27         |
| 收现比(%)            | 0.79         | 1.15         | 1.13         | 0.99         |
| 总资产收益率(%)         | 2.74         | 1.68         | 1.33         | --           |
| 资产负债率(%)          | 56.15        | 53.54        | 58.67        | 60.02        |
| 总资本化比率(%)         | 49.77        | 50.02        | 54.21        | 56.15        |
| 短期债务/总债务(%)       | 7.18         | 11.02        | 15.93        | 14.72        |
| FFO/总债务(X)        | 0.04         | 0.02         | 0.03         | --           |
| FFO 利息倍数(X)       | 1.86         | 0.80         | 0.77         | --           |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 1.51         | 0.91         | 1.26         | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | 19.04        | 29.64        | 29.62        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.73         | 0.31         | 0.21         | --           |
| 货币资金/短期债务(X)      | 7.05         | 3.08         | 1.75         | 1.90         |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 2.40         | 1.12         | 0.88         | --           |

注：1、公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将公司各期其他应付款中的带息部分根据还款期限分别纳入长期债务和短期债务核算；3、2020 年一季度报表未经审计，故部分相关指标失效。

### 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                                                 |
| 现金流  | EBITDA 利润率         | =EBITDA/当年营业总收入                                               |
|      | 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                                          |
| 偿债能力 | 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                                      |
|      | 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)                                        |
| 偿债能力 | 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。