

重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 25 日

声 明

- 本次评级为公司委托评级。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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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，亦不对公司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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1420号

重庆市南川区城市建设投资(集团)有限公司:

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“20 南川债/20 南川城投项目债”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

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 南川债/20 南川城投项目债”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。中诚信国际肯定了南川区经济实力不断增强、公司地位重要，持续获得有力的外部支持、棚改项目业务量较为充足，资金筹集有一定保障、公司回款情况良好及差额补偿机制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募投项目建设进度不及预期、公司债务规模增长较快，偿债压力有所上升，期间费用率不断提高，盈利能力较弱及面临一定的资本支出压力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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	293.77	365.43	454.96	458.64
所有者权益合计（亿元）	136.47	151.01	188.21	188.79
总负债（亿元）	157.29	214.41	266.75	269.84
总债务（亿元）	136.57	178.79	226.78	236.11
营业总收入（亿元）	14.04	15.07	16.91	3.53
经营性业务利润（亿元）	2.35	2.43	2.44	0.63
净利润（亿元）	2.51	2.70	2.79	0.58
EBITDA（亿元）	4.61	6.04	6.59	--
经营活动净现金流（亿元）	3.73	8.67	10.72	1.06
收现比(X)	1.15	1.13	1.72	1.10
营业毛利率(%)	13.47	13.60	12.82	12.69
应收类款项/总资产(%)	13.81	6.43	3.47	4.65
资产负债率(%)	53.54	58.67	58.63	58.84
总资本化比率(%)	50.02	54.21	54.65	55.57
总债务/EBITDA(X)	29.64	29.62	34.40	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.12	0.88	0.72	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理，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、2021 年一季度报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故部分相关指标失效。

正面

■ **南川区经济实力不断增强。**2020 年，南川区实现地区生产总值 360.76 亿元，同比增长 4.1%，稳定增长的区域经济实力为公司发展创造了有利条件。

■ **公司地位重要，持续获得有力的外部支持。**公司作为南川区最重要的城市建设主体，承担着南川区主要的基础设施、安置房建设和棚户区改造任务，在区内具有较高的地位。2020 年以来公司继续获得股东在股权划入和资金注入方面的有力支持，资本实力进一步夯实。

■ **棚改项目业务量较为充足，资金筹集有一定保障。**截至 2021

年 3 月末，公司承接了南川区较多的棚户区改造项目，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。

■ **公司回款情况良好。**近年来公司销售商品提供劳务收到的现金逐年增加，且公司收现比均大于 1，业务回款情况良好。

■ **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

■ **募投项目建设进度不及预期。**2020 年受疫情影响，项目进度略滞后于预期，目前重庆市南川区东街花园安居工程项目还有配套部分建设尚未完成，投入运营时间将有所滞后，中诚信国际将持续关注项目建设进度及运营情况对公司偿债压力的影响。

■ **债务规模增长较快，偿债压力有所上升。**2021 年 3 月末，公司债务规模快速增加至 236.11 亿元，公司资产负债率和总资本化比率均有所增长，财务杠杆水平较高，公司面临的偿债压力有所上升。

■ **期间费用率不断提高，盈利能力较弱。**随着公司合并范围的扩大，2020 年末公司期间费用率上升至 19.94%，对利润造成一定侵蚀；此外，公司利润总额对政府补助依赖度较高，总体盈利能力较弱。

■ **面临一定的资本支出压力。**公司土地整治及基础设施建设业务尚需投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

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，股东及各方相关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。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合 计(亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
重庆市南川区城市建设投资(集团)有限公司	454.96	188.21	58.63	16.91	2.79	10.72
重庆市长寿生态旅业开发集团有限公司	123.04	49.46	59.80	7.05	0.53	-0.62
重庆市德感工业园区建设有限公司	156.40	64.74	58.61	8.86	1.73	3.56

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次 债项 信用等级	上次 债项 信用等级	上次 评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 南川债/20 南川城投项目债	AA	AA	2020/5/25	10.00	10.00	2020/09/03~2026/09/03	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。债券存续期后四个计息年度利息随本金一起支付

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

项目情况

重庆市南川区东街花园安居工程项目保障房主体基本完工，受疫情影响，项目进度略滞后于预期，后续项目进展值得关注；截至 2021 年 4 月 30 日募集资金专户余额为 66.91 万元，其余募集资金均已用于项目建设

本期项目收益债基本要素和募投项目概要如下表所示：

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	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、质押等他项权利。
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

位	
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

表 2：募投项目概要

项目名称	重庆市南川区东街花园安居工程项目
实施主体	重庆市南川区博顺置业有限公司
投资概算	14.67 亿元
项目建设周期	24 个月
偿债资金来源	重庆市南川区东街花园安居工程项目收入来源为安置房销售、停车位销售和配套商业销售

资料来源：中诚信国际整理

根据募集说明书约定，“20 南川债/20 南川城投项目债”募集资金 10.00 亿元，全部用于重庆市南川区东街花园安居工程项目。截至 2021 年 3 月末，募投项目总投资 14.67 亿元，已投资 10.13 亿元，还需投资 4.54 亿元，目前保障房主体部分基本完工，附属及配套项目预计 2021 年末完工。受 2020 年疫情影响，项目进度略滞后于预期，但 2022 年预计能进入运营期。

根据监管银行提供的募集资金使用情况说明及对账单，本期债券募集资金使用专户按照要求进行接收、储存及划转，且用于募投项目；项目收入归集专户和偿债资金专户暂无现金流入和流出

根据募集说明书交易结构设置，公司将在华夏银行股份有限公司重庆分行开立专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转的募集资金使用专户和偿债资金专户。

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2020]50 号文核准，公司于 2020 年 9 月 3 日公开发行 10.00 亿元项目收益债券，扣除承销费用后，实际募集资金净额为 99,252.00 万元。根据华夏银行股份有限公司重庆分行于 2021 年 6 月出具的《2020 年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益债券募集资金使用情况说明》（以下简称“《说明》”）称，监管期间募集资金使用正常，均用于支付重庆市南川区东街花园安居工程项目款项，截至 2021 年 4 月 30 日，募集资金专户余额为 66.91 万元。

具体资金划转方面，根据华夏银行股份有限公司重庆分行出具的银行对账单（账号为：1111256000000658129），该项募集资金于2020年09月03日已全部划入本期债券募集资金使用专户。截至2021年4月30日，募集资金合计99,252.00万元已按要求用于重庆市南川区东街花园安居工程项目，募集资金专户余额为66.91万元。

偿债资金专户方面，本期债券付息日为2021年至2026年每年的9月3日（如遇法定及政府指定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日），本金兑付日为2023年至2026年每年的9月3日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日），截至2021年4月30日，公司无需向偿债资金账户划转偿债准备金，本期债券偿债资金专户无余额。

总体看来，截至2021年4月30日，本期债券募集资金使用专户资金按照要求进行接收、储存及划转。中诚信国际将继续关注募投项目的资金使用情况。

截至2021年3月末，现金流评估报告编制单位未对本项目发布新的现金流评估意见。受疫情影响，项目实际现金流出少于原预测流出值；此外，本期债券实际发行利率与原预测利率基本一致，中诚信国际将对项目未来收益及现金流入流出情况持续关注

由于募投项目处于建设期，现金流评估报告编制单位未对本项目发布新的现金流评估意见。根据重庆市明科建设咨询有限公司编制《关于2019年重庆市南川区东街花园安居工程项目项目收益和现金流覆盖债券还本付息专项意见》（以下简称“《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。

根据《专项意见》，项目建设期第1年和第2年的现金流出预测分别为73,992.22万元和60,654.79万元。2021年3月末，募投项目总投资14.67亿元，已投资10.13亿元，由于建设进度较缓，实际项目现金流出总额相应低于《专项意见》中预测的现金流出。根据《专项意见》，募投项目现金流测算时假设的债券发行利率为7.00%，“20南川债/20南川城投项目债”的实际发行利率为6.90%，略低于预测的发行利率。

总体看来，受疫情影响，公司募投项目建设进度不及预期，期间实际现金流出总额低于《专项意见》预测值，中诚信国际将对后续募投项目的有效推进和项目投入运营后的现金流覆盖情况保持持续关注。

跟踪期内交易结构未发生变化

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。

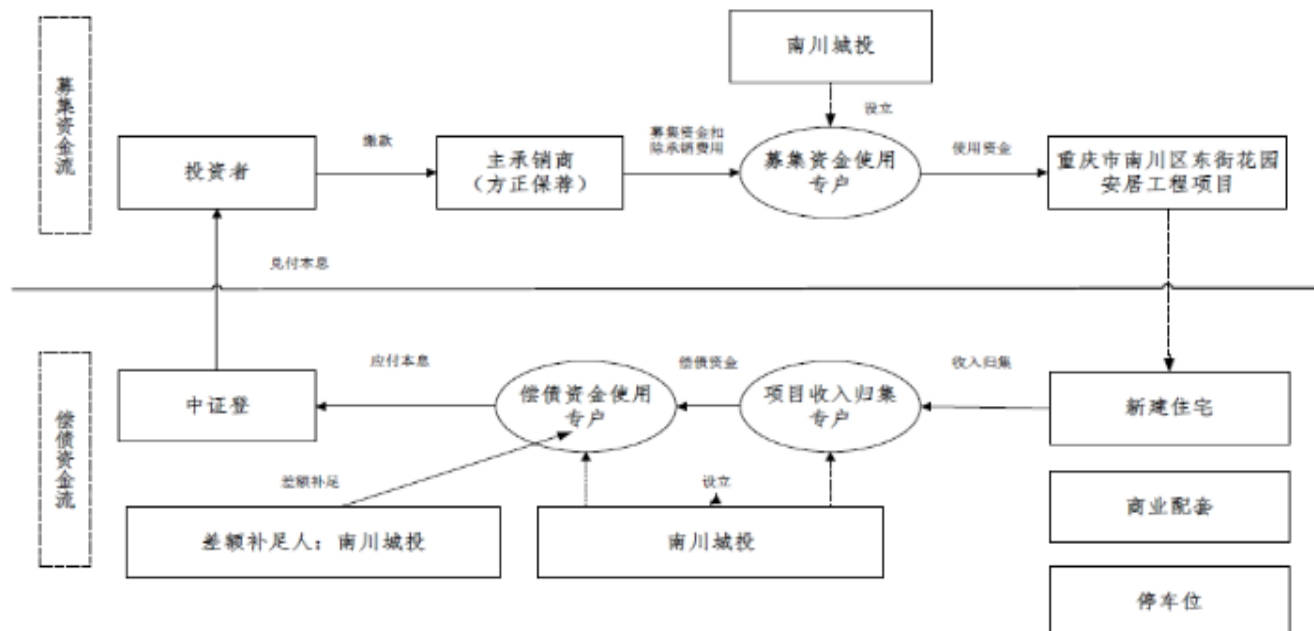
项目运营期间所有收入全部进入项目收入归集专户。债券发行主体将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限，划转次数和具体时点可由债券发行主体、债权代理人 and 监管银行根据项目收益实现特点约定，原则上每个计息年度不少于两次。

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 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。

跟踪期内，本期项目收益债的交易结构未发生变化。

图 1：交易结构图



资料来源：募集说明书

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占

比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

南川区经济总量较小，但矿产资源和旅游资源较为丰富，2020 年 GDP 稳步增长，随着成渝双城经济圈的建设和交通的拓展，公司未来面临良好的发展机遇

南川区地处重庆南部，与贵州接壤，是渝南黔北区域中心，处于重庆主城都市区与渝东南武陵山区城镇群、黔北地区的连接带，是东、南向出渝大通道的重要节点。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 级景区金佛山，旅游资源丰富。此外，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。

图 2：南川区地理位置图



资料来源：中诚信国际整理

2020 年，南川区实现地区生产总值 360.76 亿元，同比增长 4.1%。分产业看，第一产业实现增加值 62.72 亿元，增长 4.7%；第二产业实现增加值 128.41 亿元，增长 5.6%；第三产业实现增加值 169.64 亿元，增长 2.8%。三次产业结构为 17.4:35.6:47.0，南川区产业结构有待进一步优化。主导产业主要包括铝材料、精细化工、机械制造、中医药、新型建材和页岩气六大产业。2020 年完成固定资产投资 164.41 亿元，比上年增长 10.5%。

2020 年，南川区一般公共预算收入为 23.56 亿元，同比增长 1.3%。其中税收收入为 14.19 亿元，非税收入为 9.37 亿元，税收收入占比为 60.23%，财政质量有待提升。同期，南川区一般公共预算支出 66.96 亿元，同比增长 1.7%，财政平衡率为 35.19%，财政平衡能力较弱。2020 年，南川区政府性基金预算收入为 34.65 亿元，国有资本经营预算收入 2.04 亿元。截至 2020 年末，政府债务余额 87.6 亿元，其中一般债务 59.8 亿元，专项债务 27.8 亿元。

表 3：2020 年南川区主要经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
南川区	360.76	4.1	23.56

资料来源：南川区人民政府网站，中诚信国际整理

随着成渝地区双城经济圈建设的推动，南川区加快同城化发展步伐，强化与四川地区沟通对接，推动前期签约项目落地落实，不断拓展合作深度和广度，加快通道建设，提速渝湘高铁、渝湘高速复线建设，开工西环高速、万正高速，实施渝湘高速东胜互通改造，加快推进市域铁路、城市快线规划建设前期工作，提升对外畅通水平。并积极推动中心城区更多经济、教育、医疗、旅游、康养等功能向南川转移，逐步补齐南川同城化发展短板，未来面临良好的发展机遇。

发行主体及差补人情况

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。

公司工程代建项目稳步推进，已完工项目回款情况较好，在建和拟建项目投资规模较大，业务可持续性较强，但公司也面临一定的资本支出压力

公司是重庆市南川区最重要的城市基础设施建设主体，承担着南川区基础设施建设、市政道路和保障房建设等项目的投资建设。公司成立工程部，承揽并实施区内重点建设项目，基础设施建设主要采取委托代建模式，具体为：公司按照南川区整体的规划部署，与南川区人民政府签订《工程项目代建合同》，以及与南川区新城开发建设管理委员会签订《工程建设项目代建合作协议书》，来组织实施管理城市基础设施建设项目，从而获取建造合同收入。公司根据工程项目的实际造价，确认工程项目的建设成本，并按照建设成本加成一定比例的收益确认建造合同收入。

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 2021 年 3 月末，公司已完工代建项目主要为市民广场、商务中心、体育场及渝南大道延伸路工程等，已完工项目总投资为 71.44 亿元，政府拟回款金额为 85.34 亿元，已回款金额为 69.58 亿元，已完工项目回款情况较好。

截至 2021 年 3 月末，公司在建基础设施及安置房项目总投资为 76.87 亿元，已投资规模为 48.83 亿元，尚需投资 28.04 亿元，未来三年分别计划投资 11.45 亿元、7.55 亿元和 4.23 亿元，前期建设资金由公司垫付，未来仍面临一定资本支出压力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况表（亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资	未来三年投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
城西片区安居工程建设项目	2014-2020	6.20	6.20	--	--	--
浙商五金市场项目	2017-2020	3.00	7.13	--	--	--
东街花园安居工程建设项目	2019-2021	14.67	10.13	4.54	--	--

半溪河综合整治工程	2010-2020	6.80	4.48	--	--	--
城投天元建设项目	2018-2021	7.00	4.69	2.00	1.02	--
凤嘴江综合整治工程	2015-2022	6.20	2.27	1.20	1.00	0.23
东城花园安居工程建设项目	2020-2022	18.20	2.79	2.00	4.00	3.00
凤嘴江滨江地区（高架桥北侧部分地块）	2019-2023	5.00	2.27	1.00	1.00	1.00
商贸物流园区环境整治提升项目	2019-2020	1.50	0.22	--	--	--
气象局片区安置小区	2019-2022	1.40	2.17	0.07	--	--
上江雅筑项目	2017-2020	1.50	1.99	--	0.26	--
山王坪项目	2018-2022	2.00	1.36	0.50	0.27	--
硫磺安置还房	2017-2020	1.20	0.95	0.06	--	--
花山土地整治项目	2017-2020	1.10	1.11	0.00	--	--
金华苑项目	2016-2020	1.10	1.07	0.08	--	--
合计	-	76.87	48.83	11.45	7.55	4.23

注：由于项目建设期间较长，土地平整和项目施工过程中受人工成本、建设成本等上涨因素影响，部分项目的实际投资超过了预计总投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目主要为凤嘴河流域农村产业融合发展项目、文管所地块安居工程拆迁项目、南川区龚家塘地块安居工程及城投

南锦园安居工程，项目计划总投资为 32.69 亿元，未来三年分别计划投资 10.00 亿元、8.50 亿元和 7.18 亿元。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	拟建设期限	预计总投资	投资计划		
			2021 年	2022 年	2023 年
凤嘴河流域农村产业融合发展项目	2021-2023	10.18	4.00	4.00	2.18
文管所地块安居工程拆迁项目	2021-2023	5.90	1.00	1.00	1.50
硫磺四社安居工程拆迁项目	2021-2023	5.44	1.00	1.00	1.00
南川区龚家塘地块安居工程	2021-2023	6.32	1.50	1.50	1.50
城投南锦园安居工程	2021-2023	4.85	2.50	1.00	1.00
合计	-	32.69	10.00	8.50	7.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司承担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，但尚需投资规模仍较大，需关注项目资金匹配情况

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多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“禹光公司”），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。截至 2021 年 3 月末，公司尚未实现棚户区改造业务相关收入。

截至 2021 年 3 月末，公司主要棚户区改造项目计划投资额为 151.90 亿元，已完成投资 125.84 亿元，尚需投资 26.06 亿元。购买服务协议总金额为 237.13 亿元，期限为 15~25 年不等。作为南川区最重要的棚户区改造主体，公司在城市更新和旧城改造方面地位突出，棚改项目有资金保障，后续的回款情况值得关注。

表 6：截至 2021 年 3 月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
东街大土粮站片区	2017~2021	12.74	21%	16.35	23.63	25 年
东街北街农贸市场片区棚户区	2017~2021	14.32	21%	11.24	26.66	25 年
渝南大道及北环路片区棚改项目	2018~2020	13.28	21%	14.17	18.81	20 年
龚家塘及劳技校棚改项目	2018~2020	15.18	21%	12.61	21.21	20 年
六角楼及广坝巷棚改项目	2018~2020	18.65	21%	18.88	26.09	20 年
土产公司片区棚改项目	2018~2021	9.07	21%	8.85	12.79	20 年
长远来游金佛片区棚改项目	2018~2021	10.08	21%	5.52	14.22	20 年
黄泥堡片区棚改项目 A 区（看守所）	2017~2020	10.80	28%	4.56	14.88	15 年
黄泥堡片区棚改项目 B 区（矿机厂）	2017~2020	5.88	27%	4.85	7.96	20 年
硫磺大院棚户区改造项目	2018~2019	2.73	21%	1.86	3.86	20 年
东街百货公司片区棚改项目	2019~2021	12.94	21%	11.62	24.89	25 年
公路养护队等三个片区棚户区改造项目	2020~2023	7.30	22%	2.56	13.20	25 年
中心农贸市场片区棚户区改造项目	2019~2022	6.21	23%	7.53	11.40	25 年
氮肥厂棚户区改造项目	2016~2021	12.72	23%	5.24	17.53	20 年
合计	--	151.90	--	125.84	237.13	--

注：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司征地包干业务与政府结算关系明确，2020 年收入大幅增加；充足的土地储备为土地出让业务的可持续性提供有力支撑，但出让进度受政府土地出让计划和市场行情影响而存在波动性

为推进旧城改造，加大南川区土地市场建设开发力度，南川区人民政府与公司签署《征地包干协议》，委托公司及其子公司对街道集体土地组织实施征地拆迁安置补偿工作，按每亩固定费用支付征收及土地附着物清理等费用。土地整治发生的征地成本由公司支付，涉及到的相关税费由南川区政府代扣代缴。公司向南川区人民政府交回土地时应完成约定范围内的征地拆迁、安置补偿及地面上的所有建、构附作物及青苗等拆除的全部工作，确保交地范围无乱搭乱建、无纠纷、无新增弃土，在约定时间内完成交地，根据审计认定的最终面积和协议约定的价格确定收入。征地包干业务实质为代理业务，依靠赚取差价获取盈利，这类业务于 2018 年开始发生。

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现征地包干收入为 2.31 亿元、4.94 亿元、7.65 亿元和 1.49 亿元。其中 2018 年，公司除征地包干收入外，还实现土地出让收入 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。2020 年受协议约定的征收费用及实际整治成本增加的综合影响，公司征地包干收入大幅上升。

此外，公司作为南川区最重要的土地整治开发主体，承接了南川主城区较多土地征拆任务。截至 2021 年 3 月末，公司存货中土地使用权面积为 621.47 万平方米，账面价值合计为 33.43 亿元，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。公司充足的存量土地为后续土地整治业务的可持续性提供有力支撑，但土地出让进度受政府规划和市场行情影响而存在一定的不稳定性。

表 7：2021 年 3 月末公司土地整治情况（亿元）

项目名称	建设期间	回款期间	投资金额	拟回款金额	已回款金额
2019	东胜片区组团地块	2019~2020	2019-2020	0.87	0.90
	南川区 NC2014 地块	2019~2020	2019-2020	0.06	0.11

	黄家湾加油站土地	2019~2020	2019-2020	0.05	0.07	0.07
	新城区西城街道凤嘴江 A-11-1/O1 地块	2019~2020	2019-2020	1.87	1.93	1.93
	隆化 LH 组团 G 分区 14-1/O1 地块	2019~2020	2019-2020	1.55	1.94	1.94
	合计	--	--	4.38	4.94	4.94
2020	东街片区 LH 组团 G11 分区 14-1 地块	2019~2020	2019-2020	2.70	2.92	2.92
	收东街片区 LH 组团 G-3 分区 2 地块	2019~2020	2019-2020	1.92	2.12	2.12
	重庆市南川区南大街延伸路土地	2019~2020	2019-2020	1.85	2.00	2.00
	南川区冉家坝加油站土地整治项目 (HS 组团 C-6 分区 4 地块)	2019~2020	2019-2020	0.02	0.09	0.09
	南川区东胜组团 DS-G-1-1 地块整治项目	2019~2020	2019-2020	0.49	0.52	0.52
	合计	--	--	6.98	7.65	7.65
2021.1~3	东街百货公司片区地块改造	2019~2021	2021	0.60	0.66	0.66
	东胜组团 DS-E-4-2/02、DS-E-6-1/02 (金佛山中药配送中心地块整治)	2019~2021	2021	0.73	0.82	0.82
	合计	--	--	1.33	1.49	1.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司销售商品和服务业务收入均大幅增长，公司经营性业务的逐步发展，对公司营业收入形成一定补充

公司销售商品业务主要是销售汽油、天然气、润滑油、钢筋水泥等建筑材料以及电费、水费等。销售汽油、天然气、润滑油主要由子公司重庆中油金晟能源有限责任公司负责；钢筋水泥等建筑材料销售收入主要由重庆市南川区裕维商贸有限公司实现，电费收入主要由重庆水源水电开发有限公司实现；水费收入主要由重庆市南川区自来水有限公司和重庆市南川区泽禹供水有限责任公司实现。2018~2020 年及 2021 年 3 月，公司分别实现销售商品收入 0.34 亿元、0.76 亿元、1.39 亿元和 0.38 亿元，收入稳步增长但毛利润有所波动。其中 2019 年毛利润为负主要系由于当年对管网维护成本较高，导致成本支出较大所致。2020 年毛利润较上年末大幅增长。

公司服务业务收入主要由物业收入、检测收入、安装维修收入和安保服务收入等构成，其中物业管理由子公司重庆市南川区博旺物业管理有限公司负责，建筑工程质量检测由子公司重庆市诚建工程质量检测有限公司开展，安装维修由子公司重庆市南川区丰源自来水建设工程有限公司实施，安保服务则由子公司重庆市南川区保安服务有限责

任公司提供安保服务。2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，公司服务业务收入分别为 0.20 亿元、0.57 亿元、1.82 亿元和 0.61 亿元，2020 年服务收入占营业总收入的比重为 10.76%。2020 年，服务业务毛利润较 2019 年增加 3,815.09 万元，主要系新增安保服务收入及新纳入合并范围的重庆市南山区蓝天环保工程有限公司产生的环保类收入所致。公司服务业务板块的收入增长较快。

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 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 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。本报告中均使用财务报表期末数。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并报表范围内的子公司合计 34 家，2020 年新纳入合并范围的子公司有 4 家，分别为重庆国际赛车场旅游综合开发有限公司、重庆市景丰旅游有限公司、重庆崑桦旅游开发有限公司、重庆市南山区蓝天环保工程有限公司。

2020 年，公司收入规模有所增加，建造合同业务和征地包干业务仍是收入的主要构成，商品销售及业务业务收入占比进一步提高；公司营业毛利率较为稳定，但期间费用率持续增加且利润对政府补助的

依赖度较高

2020 年，公司营业总收入为 16.91 亿元，同比有所增长 12.21%。主要来源于建造合同业务和征地包干业务。同期，征地包干业务实现收入 7.65 亿元，同比增长 54.86%，主要系公司新增土地整理项目收入所致。2020 年，公司建造合同业务收入大幅下滑，系公司进行市场化转型，逐步减少工程建设任务以及当期受疫情影响所致。同期，公司销售商品收入同比小幅增加，主要系子公司加油站正式运营，收入大幅增长及建材销售量上升所致；此外，公司服务业务收入大幅增加，系当期安保服务收入大幅增长及重庆市南山区蓝天环保工程有限公司纳入合并范围，新增环保类收入所致。2021 年 1~3 月，公司营业总收入为 3.53 亿元，其中征地包干收入为 1.49 亿元，建造合同收入为 0.77 亿元、服务业务收入为 0.61 亿元。

2020 年，公司综合毛利率为 12.82%，较上年小幅下降，其中建造合同业务按照投入总成本加成 12%~14.5%确定结算金额，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下滑，销售商品业务毛利率由负转正，主要系当期建材收入及汽油销售增长所致；服务业务毛利率小幅上升系保安业务稳步增长及新增环保业务所致。2021 年 1~3 月，公司综合毛利率为 12.69%。

表 8：公司主要板块业务收入及毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
建造合同业务	11.14	8.35	5.48	0.77
征地包干业务	2.31	4.94	7.65	1.49
销售商品业务	0.34	0.76	1.39	0.38
服务业务	0.20	0.57	1.82	0.61
其他业务	0.06	0.45	0.57	0.28
合计	14.04	15.07	16.91	3.53
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
建造合同业务	12.60	12.94	13.04	13.04
征地包干业务	14.06	11.33	8.82	10.31
销售商品业务	19.26	-2.31	3.93	4.32
服务业务	35.98	28.66	29.91	22.46
其他业务	46.87	58.77	31.78	14.4

综合	13.47	13.60	12.82	12.69
----	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用构成。管理费用主要系工资福利费及折旧，2020 年，受公司合并范围扩大影响，工资福利费相应增加使得管理费用增加至 2.58 亿元。同期，财务费用较 2019 年末增加 0.19 亿元，主要系公司债务规模增长导致利息支出增加所致。公司销售费用主要是广告宣传费及折旧和摊销，规模相对较小。由于财三费支出增加，公司期间费用率进一步提高至 19.94%。2021 年 1~3 月，由于当期营业总收入较少，公司期间费用率进一步上升，期间费用对利润形成一定侵蚀，公司费用管控能力有待加强。

2020 年，公司利润总额为 3.36 亿元，同比增长 2.14%，主要由经营性业务利润和其他收益构成。同期，公司取得资产处置收益 0.54 亿元，主要系固定资产处置所致；公司投资收益主要为持有的长期股权投资产生的收益。2021 年 1~3 月，公司利润总额为 0.76 亿元，其中经营性业务利润为 0.63 亿元。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司获得财政补贴分别为 3.81 亿元和 1.06 亿元，公司利润对政府补助的依赖度较高。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	0.02	0.08	0.15	0.05
管理费用	1.09	2.24	2.58	0.59
财务费用	0.41	0.45	0.64	0.24
期间费用合计	1.51	2.77	3.37	0.87
期间费用率	10.77	18.37	19.94	24.68
经营性业务利润	2.35	2.43	2.44	0.63
资产减值损失	0.01	-0.02	0.06	--
投资收益	0.66	0.20	0.34	--
营业外损益	0.12	0.27	-0.01	0.01
其他收益	2.13	3.33	3.81	1.06
资产处置收益	--	0.41	0.54	0.12
利润总额	3.15	3.29	3.36	0.76

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

受益于股权划转及资金注入，公司资本实力进一步增强；由于业务回款增加，公司应收类款项占比显著下降；公司对外保持较大规模的融资力度，债务

规模增长较快，财务杠杆水平有所提高且债务结构有待优化

截至 2020 年末，公司总资产为 454.96 亿元，同比大幅增加 24.50%，主要系公司 2020 年期间合并范围新增重庆市景丰旅游有限公司和重庆市南川区蓝天环保工程有限公司所致。公司资产以流动资产为主，截至 2021 年 3 月末，流动资产占总资产的比重为 72.87%，主要由存货、货币资金、预付款项和其他应收款构成。存货主要由开发成本、建造合同形成的已完工未结算资产、地票和土地使用权构成。2020 年末，公司存货较 2019 年末大幅增长 28.58%，主要系征拆项目及代建项目投入增加导致开发成本增长所致。随着土地整治及棚改项目的推进，公司存货进一步增长至 259.86 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司存货中土地使用权面积为 621.47 万平方米，账面价值合计为 33.43 亿元，均已办理土地使用权证，土地用途主要为城镇混合住宅用地和其他商服用地，同期末，地票账面价值为 3.75 亿元。2020 年末，公司其他应收款为 14.36 亿元，同比大幅下降 31.40%，主要系公司的往来款逐步回款所致。公司其他应收款对象主要为重庆市南川区永隆建设开发有限公司、重庆博创林业开发有限公司及重庆市南川区师大融尚置业有限公司的未结算款项。2020 年末，公司货币资金为 45.81 亿元，全部系银行存款。公司预付款项主要为预付房款，截至 2021 年 3 月末，公司预付款项对象主要为重庆长实房地产开发有限公司和重庆渝富兴南城市建设发展有限公司等。非流动资产以固定资产、无形资产、在建工程及投资性房地产构成。固定资产主要由房屋和建筑物构成，2020 年末小幅增长主要系在建工程完工转入及政府划拨房屋资产所致。公司无形资产主要系土地使用权、注册商标及经营权，2020 年末较上年末大幅增加 11.91 亿元，主要系公司新增土地使用权及南山区山王坪喀斯特国家生态公园景区经营权所致。2020 年末，在建工程较上年末增加 2.33 亿元，主要系公司对严塘水库及南川区环保工程建设投入增加所致。同期末，投资

性房地产较上年末大幅增加 22.81 亿元，主要系东街文旅项目完工转入投资性房地产所致。截至 2021 年 3 月末，公司总资产进一步增加至 458.64 亿元，主要系其他应收款和存货增加所致。

南川区政府持续的股权划转和资金注入推动公司所有者权益规模不断增长。截至 2020 年末，公司所有者权益合计为 188.21 亿元，同比增加 37.20 亿元，主要系当期政府注资及拨入股权所致。2020 年末，公司实收资本增加至 8.33 亿元，主要系南川区政府于当年出资 1.01 亿元补足实收资本所致。同期末，资本公积较上年末增加 34.58 亿元，主要系政府将南川区蓝天环保工程有限公司、重庆崑桦旅游开发有限公司等股权划转至公司增加资本公积 3.26 亿元；划入子公司房产、水库、土地及附属物资产合计 7.36 亿元；子公司合计收到工程项目拨入款 9.46 亿元；南山区山王坪喀斯特国家生态公园景区经营权划拨至公司，评估价值 2.46 亿元；将东街文旅项目完工部分，自在建工程转作投资性房地产并采用公允价值计量，转换日其公允价值超过其原账面价值之间的差额 17.72 亿元计入资本公积。公司所有者权益以资本公积为主，主要系政府注入的土地、房屋建筑物、股权及货币资金构成。截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益规模合计为 188.79 亿元。

2020 年，公司对外保持较大的融资需求，有息债务的增长带动期末公司总负债规模进一步增加至 266.75 亿元，同比增长 24.41%，其中流动负债占比 30.90%，非流动负债占比 69.10%。流动负债主要由预收款项、短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。2020 年末，公司预收款项同比上升，主要系预售房屋销售时的定金增加所致。由于到期债务增加，公司一年内到期的非流动负债进一步增长。公司短期借款主要系保证借款和抵押借款，2020 年末较上年末小幅上升。同期末，公司其他应付款较 2019 年末减少 22.11 亿元，主要系企业间往来款大幅减少所致。非流动负债由长期借款和应付债券构成。2020 年末长期借款为 136.99 亿

元，主要系质押借款；同期末，应付债券较 2019 年末增加 13.95 亿元，主要系公司当年发行“20 南川 01”和“20 南川债/20 南川城投项目债”所致。截至 2021 年 3 月末，公司总负债为 269.84 亿元，较 2020 年末增加 3.09 亿元，系公司当年发行 6.00 亿元“21 南川城投 PPN001”和长期借款增加所致。

截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.84%和 55.57%，公司债务规模持续增加，财务杠杆维持在较高水平，且刚性债务占比很高。债务结构方面，2020 年末公司短期债务占总债务的比重小幅上升，债务结构有待优化。

表 10：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	293.77	365.43	454.96	458.64
存货	118.06	195.87	251.84	259.86
货币资金	46.37	49.72	45.81	34.78
预付款项	18.33	15.73	15.70	15.38
其他应收款	37.37	20.93	14.36	19.98
固定资产	65.33	69.82	75.90	76.16
在建工程	2.70	6.87	9.20	9.94
投资性房地产	0.00	0.00	22.81	22.81
长期股权投资	2.15	2.15	2.55	2.55
无形资产	0.04	0.04	11.95	11.91
所有者权益合计	136.47	151.01	188.21	188.79
实收资本	5.31	7.32	8.33	8.33
资本公积	108.11	117.70	152.28	152.28
总负债	157.29	214.41	266.75	269.84
长期借款	102.27	116.78	136.99	151.73
应付债券	17.72	33.33	47.28	53.28
其他应付款	20.67	32.69	10.57	4.20
总债务	136.57	178.79	226.78	236.11
资产负债率	53.54	58.67	58.63	58.84
总资本化比率	50.02	54.21	54.65	55.57
短期债务/总债务	0.11	0.16	0.19	0.13
应收类款项/总资产	13.81	6.43	3.47	4.65

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2020 年，由于完工结算及部分应收款项的逐步回款公司经营活动现金净流入规模增加，经营获现能力进一步转好。EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱；货币资金可完全覆盖短期债务

2020 年，公司经营活动现金流入和流出规模均较上年有所增加，现金流入主要为城市基础设施建设

设、土地开发整理、房屋销售等收入以及收回的往来款等，现金流出主要为征地拆迁安置、基础设施建设投资、物业管理和运营支出及支付的往来款项等。同期，公司经营活动净现金流增加至 10.72 亿元，主要系已完工项目的逐步结算和部分应收款项逐步回款所致。2020 年公司收现比上升至 1.72 倍，回款情况良好。由于棚户区改造项目和其他在建基础设施建设项目支付的现金增加，当期公司投资活动现金流呈净流出状态，但是投资活动净现金流缺口有所收窄。2020 年，由于项目建设需要增加了融资需求，公司筹资活动的现金流入和流出也大幅增加。

2020 年，公司 EBITDA 为 6.59 亿元，较上年小幅增长，但受债务规模快速增长的影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化。同期，公司经营活动净现金流利息覆盖倍数下降至 1.17 倍，仍可有效覆盖债务利息，但对债务本金的覆盖能力仍偏弱。截至 2021 年 3 月末，公司货币资金为 34.78 亿元，货币资金/短期债务为 1.12 倍，货币资金可覆盖短期债务。

表 11：近年来公司现金流和偿债相关指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	15.06	28.48	42.51	31.11
长期债务	121.51	150.31	184.27	205.01
总债务	136.57	178.79	226.78	236.11
经营活动净现金流	3.73	8.67	10.72	1.06
投资活动净现金流	-49.89	-65.90	-59.82	-9.02
筹资活动净现金流	56.46	59.58	46.19	-3.07
收现比	1.15	1.13	1.72	1.10
EBITDA	4.61	6.04	6.59	--
总债务/EBITDA	29.64	29.62	34.40	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.12	0.88	0.72	--
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.05	0.05	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.91	1.26	1.17	--
货币资金/短期债务	3.08	1.75	1.08	1.12

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

公司备用流动性较少，对外担保主要为国有企业，代偿风险可控，受限资产占比较低

到期债务方面，截至 2021 年 3 月末，公司总

债务为 236.11 亿元，其中 2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年到期债务规模分别为 31.11 亿元、10.24 亿元和 30.58 亿元，公司 2021 年 4~12 月及 2023 年到期债务规模较大，面临一定的偿债压力。

表 12：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

到期年份	2021.4~12	2022	2023	2024	2025 年及以后
到期金额	31.11	10.24	30.58	10.41	153.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产合计为 20.74 亿元，占当期末总资产的比重为 4.56%，主要包括因抵押受限的固定资产 13.28 亿元、抵押的土地使用权 7.46 亿元及冻结的货币资金 0.005 亿元。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 34.20 亿元，占当期末公司净资产的 18.17%，对外担保对象主要为当地国有企业，代偿风险较小。

表 13：截至 2020 年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	13.13
重庆市联航投资开发有限公司	11.63
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	1.85
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	0.88
合计	34.20

注：分项数加总不等于合计数系四舍五入所致。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得的银行授信总额 178.97 亿元，其中未使用授信余额 18.25 亿元，公司备用流动性较少。

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 2021 年 4 月 22 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

公司是南川区最重要的基础设施建设和土地整治开发主体，地位突出。2020 年，公司在股权划转、资产注入和政府补助等方面得到股东的有力支持，抗风险能力进一步增强

公司主要负责南川区主城区的基础设施、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，在股权划转、资本金注入、资产注入和政府补助等方面得到当地政府的大力支持。

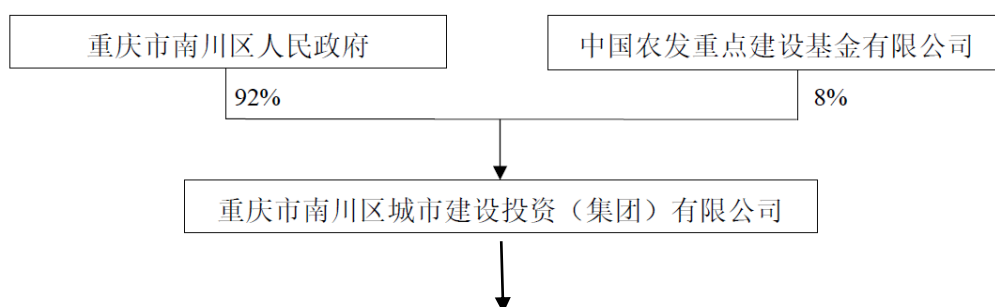
资产注入及股权划转方面，2020 年，根据南川国资金融发[2020]59 号、52 号文件，将重庆市南川区蓝天环保工程有限公司、重庆崑桦旅游开发有限公司无偿划转给本公司的子公司重庆市南鸿建筑工程有限公司及重庆悦景文化旅游发展有限公司，公司按照净资产的金额增加资本公积 3.26 亿元；根据重庆市南川区国有资产管理和金融工作办公室的文件，拨入子公司坤唯实业、禹光公司等工程项目款合计 9.46 亿元；子公司重庆博润资产管理有限公司收到划拨的房产拆迁净值总计 0.16 亿元、新城公司收到划拨的房产拆迁净值总计 1.15 亿元；根据重庆市南川区人民政府的批复文件指示，划拨至子公司禹光公司水库、土地及附属建筑物资产，同时按照评估价值增加资本公积 6.04 亿元；根据公司签订的景区委托开发经营管理协议书，本公司取得南川区山王坪喀斯特国家生态公园景区经营权，同时按照经营权评估价值 2.46 亿元增加资本公积。

资本金注入方面，2020 年，南川区人民政府实缴注册资本 1.01 亿元，公司实收资本增加至 8.33 亿元。财政补助方面，2020 年公司获得政府补助 3.81 亿元，同比增加 0.48 亿元。

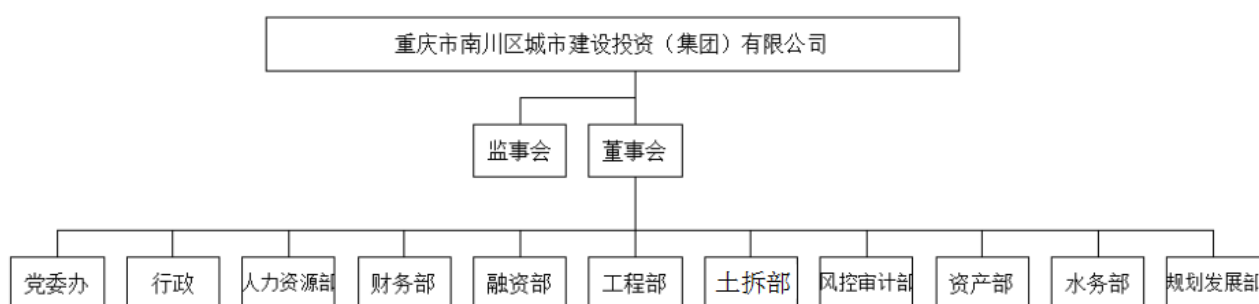
评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“20 南川债/20 南川城投项目债”的债项信用等级为 **AA**。

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 2021 年 3 月末）



子公司名称	级次	持股比例
重庆博润资产经营管理有限公司	一级	100.00
重庆市南鸿建筑有限公司	一级	95.67
重庆市南川区新城开发建设有限公司	一级	90.91
重庆市南川区禹光水务投资有限公司	一级	100.00
重庆坤唯实业有限公司	一级	100.00
重庆市南川区博旺物业管理有限公司	一级	100.00
重庆市诚建工程质量检测有限公司	一级	100.00
重庆悦景文化旅游发展有限公司	一级	100.00
重庆市南川区保安服务有限责任公司	一级	100.00
重庆市南川区恒川商务服务有限责任公司	一级	100.00
重庆崑桦旅游开发有限公司	一级	100.00
重庆市南川区蓝天环保工程有限公司	一级	100.00
重庆市景丰旅游有限公司	一级	100.00
重庆国际赛车场旅游综合开发有限公司	一级	100.00



资料来源：公司提供

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	463,658.59	497,161.04	458,088.33	347,784.98
应收账款	31,890.62	22,858.43	14,366.99	13,490.97
其他应收款	373,699.01	211,970.78	143,559.38	199,776.77
存货	1,180,600.81	1,958,681.90	2,518,379.09	2,598,599.72
长期投资	21,543.80	27,664.14	31,845.14	31,845.14
在建工程	27,034.81	68,703.69	92,047.92	99,427.68
无形资产	412.85	409.41	119,539.14	119,060.14
总资产	2,937,662.70	3,654,258.86	4,549,599.90	4,586,371.38
其他应付款	206,679.89	326,861.40	105,740.93	41,960.78
短期债务	150,564.00	284,780.89	425,106.99	311,058.34
长期债务	1,215,110.55	1,503,075.27	1,842,686.17	2,050,076.17
总债务	1,365,674.55	1,787,856.16	2,267,793.16	2,361,134.51
总负债	1,572,939.31	2,144,130.01	2,667,472.60	2,698,422.87
费用化利息支出	7,744.14	10,880.95	12,689.72	--
资本化利息支出	33,250.94	57,903.58	79,224.56	--
实收资本	53,093.54	73,178.54	83,252.54	83,252.54
少数股东权益	51,300.00	53,689.33	53,745.96	53,745.96
所有者权益合计	1,364,723.39	1,510,128.86	1,882,127.30	1,887,948.51
营业总收入	140,416.78	150,697.44	169,092.08	35,321.42
经营性业务利润	23,524.70	24,284.97	24,357.63	6,263.67
投资收益	6,648.74	1,960.67	3,381.34	--
净利润	25,117.28	27,020.17	27,890.03	5,821.80
EBIT	39,209.76	43,738.23	46,251.40	--
EBITDA	46,076.20	60,365.62	65,916.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	161,886.36	170,560.98	291,648.19	38,806.80
收到其他与经营活动有关的现金	33,873.52	46,256.66	47,153.05	14,482.43
购买商品、接受劳务支付的现金	139,929.94	103,213.84	195,085.29	30,741.94
支付其他与经营活动有关的现金	8,976.62	9,176.26	10,116.19	2,831.23
吸收投资收到的现金	--	22,486.00	94,828.10	--
资本支出	500,514.11	670,767.44	611,011.72	87,596.67
经营活动产生现金净流量	37,281.42	86,708.85	107,160.89	10,593.01
投资活动产生现金净流量	-498,857.09	-659,012.63	-598,180.38	-90,163.79
筹资活动产生现金净流量	564,648.99	595,806.22	461,894.19	-30,732.57
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	13.47	13.60	12.82	12.69
期间费用率(%)	10.77	18.37	19.94	24.68
应收类款项/总资产(%)	13.81	6.43	3.47	4.65
收现比(X)	1.15	1.13	1.72	1.10
总资产收益率(%)	1.68	1.33	1.13	--
资产负债率(%)	53.54	58.67	58.63	58.84
总资本化比率(%)	50.02	54.21	54.65	55.57
短期债务/总债务(X)	0.11	0.16	0.19	0.13
FFO/总债务(X)	0.02	0.03	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.80	0.77	0.62	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.91	1.26	1.17	--
总债务/EBITDA(X)	29.64	29.62	34.40	--
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.21	0.16	--
货币资金/短期债务(X)	3.08	1.75	1.08	1.12
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.12	0.88	0.72	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。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、2021 年一季度报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，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+租赁负债+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。