

重庆万州经济技术开发（集团）有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

项目负责人：骆传伟 chwlro@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昊 hli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027) 87339288

2022 年 03 月 01 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，未受发行人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。
- 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]0616D 号

重庆万州经济技术开发（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拟发行的“重庆万州经济技术开发（集团）有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”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，本期公司债券的信用等级为 AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年三月一日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	不超过 10 亿元（含）	5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	每年支付一次利息，到期一次性偿还本金	拟用于偿还已到期的公司债券本金

评级观点：中诚信国际评定“重庆万州经济技术开发（集团）有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了良好的外部发展环境、公司地位重要，获得较大外部支持以及业务可持续性较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司财务杠杆水平较高，短期偿债压力较大、应收类款项对公司资金形成较大占用以及面临较大的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

万州经开公司（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	466.36	571.24	640.63	691.33
所有者权益合计（亿元）	150.63	175.36	203.77	210.37
总负债（亿元）	315.74	395.88	436.86	480.96
总债务（亿元）	279.64	355.05	391.14	424.79
营业总收入（亿元）	126.40	309.88	303.97	317.89
经营性业务利润（亿元）	7.04	1.81	13.18	1.72
净利润（亿元）	6.57	2.91	11.10	0.90
EBITDA（亿元）	13.28	17.10	29.27	--
经营活动净现金流（亿元）	14.33	-0.09	0.14	-9.77
收现比（X）	1.52	0.96	1.50	1.38
营业毛利率（%）	2.23	3.56	4.63	4.44
应收类款项/总资产（%）	37.32	30.38	33.32	34.60
资产负债率（%）	67.70	69.30	68.19	69.57
总资本化比率（%）	64.99	66.94	65.75	66.88
总债务/EBITDA（X）	21.05	20.77	13.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.31	2.03	1.44	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告，经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。分析数据均采用审计报告或财务报表期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将 2018~2019 年末其他应付款科目中的有息部分按到期时间分别纳入短期债务和长期债务核算，将 2019~2020 年末及 2021 年 9 月末其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算，将各期末长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；3、公司 2021 年度三季报未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正 面

■ **良好的外部发展环境。**万州区定位为重庆第二大城市和三峡库区经济中心与开放门户，整体经济实力居于重庆市各区县前列；万州经济技术开发区（以下简称“万州经开区”）作为三峡库区唯一的国家级经开区，近年来招商引资情况较好，为公司发展提供良好的外部环境。

■ **公司地位重要，外部支持力度较大。**公司是万州经开区五大园区范围内唯一的土地整治和基础设施建设主体，地位重要，业务具有区域专营性。近年来公司在资产注入和资金上获得较多外部支持，2018~2020 年，公司分别获得各类政府补助资金 11.76 亿元、12.06 亿元和 24.74 亿元。

■ **业务可持续性较强。**万州经开区剩余可供整治的土地面积较多，加之铜加工业务稳步推进，公司未来业务可持续性较强。

关 注

■ **财务杠杆水平较高，短期偿债压力较大。**随着建设投入的加大，公司债务规模持续增加，截至 2021 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别达到 69.57% 和 66.88%，财务杠杆水平较高，债务负担重。金龙精密钢管集团股份有限公司（以下简称“金龙集团”）存量债务化解尚在推动中，公司短期债务规模较大，截至 2021 年 9 月末货币资金/短期债务为 0.26，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **应收类款项对公司资金形成较大占用。**公司土地整治及基础设施业务回款周期较长，加之部分铜产品业务关联方占款尚未收回，公司应收类款项规模较大。截至 2021 年 9 月末，公司应收类款项占总资产的比重为 34.60%，对公司资金形成较大占用。

■ **面临较大的资本支出压力。**公司土地综合整治及标准化厂房建设投资力度较大，且公司每年有一定的购地及投资需求，公司面临较大的资本支出压力。

发行人概况

公司原名“重庆万州经济技术开发有限公司”，是经重庆市万州区人民政府批复，于2011年3月7日注册成立的国有独资公司，初始注册资本为35.00亿元。2017年，根据万州区人民政府《关于重庆万州经济技术开发有限公司变更公司股东和注册资本的批复》（万州府[2017]245号）及股东会决议，重庆万州经开区股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“经开股权基金”）¹分三期向公司投入20.00亿元资金，其中5.00亿元计入公司注册资本，剩余15.00亿元计入资本公积。2018年9月，万州经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）将其持有的公司51%股权无偿划转至万州区国有资产监督管理委员会（以下简称“万州区国资委”），公司于2018年11月5日完成工商登记变更工作。此外，2017年以来，公司逐步完成对金龙集团的股权收购和重庆三峡产业投资有限公司（以下简称“三峡产投”）的并入工作。2019年7月23日，公司更名为现名。截至2021年9月末，公司注册资本为15.00亿元，实收资本为10.00亿元²，万州区国资委、经开股权基金和经开区管委会分别持有公司51.00%、33.33%和15.67%股权。万州区国资委为公司的控股股东和实际控制人。同期末，纳入公司合并范围的二级子公司有11家。

公司是万州经开区唯一的土地整治、基础设施建设主体和国有资产运营主体，受经开区管委会授权，对经开区范围内的土地实施综合整治开发，同时参与产业项目投资、建设及资产经营工作。此外，随着金龙集团并入公司，公司逐步实现铜产品业务的产供销一体化。

表 1：2021 年 9 月末公司合并范围内二级子公司

全称	持股比例	简称
重庆万林投资发展有限公司	100%	万林投资
重庆万州金龙钢管销售有限公司	100%	万州金龙销售
重庆市玉罗实业有限公司	100%	玉罗实业
重庆三峡产业投资有限公司	100%	三峡产投

¹ 经开股权基金对公司的投资系明股实债，期限为8年(2016.12~2024.12)，公司按照6.5%的利率计算向经开股权基金按季支付红利，2023年和2024年分别偿还本金6亿元和14亿元。

重庆市玉罗物业管理有限公司	100%	玉罗物业
重庆高峰环境监测有限公司	100%	高峰环境
重庆万州经济技术开发区能源有限公司	51%	经开能源
重庆厚捷医药集团有限公司	34.51%	厚捷医药
重庆灵凤实业有限责任公司	100%	灵凤实业
金龙精密铜管集团股份有限公司	92.81%	金龙集团
重庆三峡保税产业发展有限公司	100%	三峡保税

注：公司为厚捷医药第一大股东，行使表决权比例为50.51%，将其纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	基本条款
债券名称	重庆万州经济技术开发（集团）有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本次债券面向专业投资者公开发行不超过 30 亿元，采取分期发行的方式，本期发行规模不超过 10 亿元（含）
债券期限	期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。在本期债券存续期的第 3 个计息年度末，公司有权选择上调本期债券的票面利率或者下调本期债券的票面利率，调整幅度以公司调整本期债券票面利率公告中约定的调整幅度为准。公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司
债券利率	票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定，并在本期债券存续期前 3 个计息年度内固定不变。在本期债券存续期的第 3 个计息年度末，公司可行使调整票面利率选择权
付息方式	按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务
募集资金用途	用于偿还已到期的公司债券本金

资料来源：募集说明书，中诚信国际整理

行业及区域经济环境

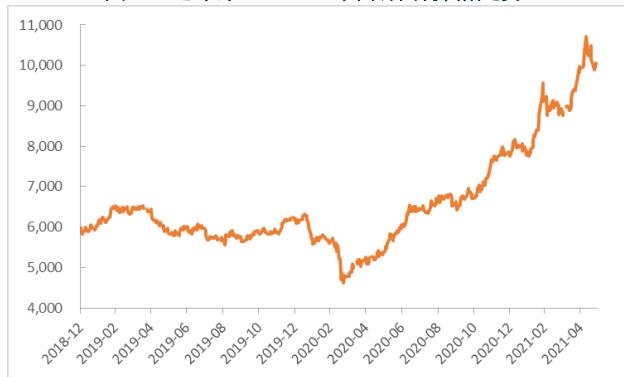
2020 年，新冠疫情冲击叠加主要产矿国罢工事件影响，全球铜矿供应依然维持偏紧格局，铜价经历“V 型”走势，2020 年二季度以来持续上涨

2020年，铜价经历“V型”走势。其中，2020年一季度，新冠疫情爆发引发全球范围内的封锁，

² 注册资本和实收资本存在差异，主要系自2018年起，原计入实收资本的5.00亿元经开股权基金调入其他非流动负债所致。

宏观经济受到巨大冲击，叠加金融市场暴跌引发的美元流动性危机，铜价持续下跌，LME3个月铜期货价格一度跌破5,000美元/吨。二季度以来，随着全球主要经济体相关针对疫情出台货币与财政刺激政策，流动性大幅改善，全球经济逐步复苏，铜需求有所回暖；加之智利铜矿罢工事件持续发酵引发市场对于铜矿供给的担忧，供需基本面共振带动铜价持续反弹，2021年5月份一度突破10,000美元/吨大关。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，中国每年需大量进口铜精矿以满足国内市场需求，铜价持续上涨或对铜加工企业产生不利影响。

图1：近年来LME三个月期铜价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

近年来我国铜消费量始终处于全球第一位。其中，电力行业对铜的需求占比最大，其余依次是空调制冷、建筑业和交通运输。

图2：近年来我国铜行业下游发展增速情况



资料来源：Wind，中诚信国际整理

根据国家统计局数据，我国2020年精炼铜和铜材产量分别为1,003万吨和2,046万吨，分别同

比增长7.4%和0.9%，受疫情冲击及需求增速放缓影响，增速较上年有所下滑。

图3：近年来我国精炼铜产量及增速情况



资料来源：Wind，中诚信国际整理

万州区定位为重庆第二大城市和三峡库区经济中心与开放门户，区域综合实力较强，2020年非税收入增长带动整体一般公共预算收入实现较大增幅，但万州区财政平衡能力较低

万州区地处重庆东北部，根据《中共重庆市委重庆市人民政府关于加快把万州建成重庆第二大城市决定》，万州区定位为重庆第二大城市、三峡库区经济中心与开放门户、成渝经济区及西三角东部综合交通枢纽以及和谐稳定新库区示范区。

2018~2020年，万州区分别实现地区生产总值(GDP)982.58亿元、920.91亿元和970.68亿元，同比分别增长0.1%、3.2%和2.4%，其中2018年增速下滑较大，主要系工业增长乏力所致，2019年经济增速有所回升，2020年受新冠疫情影响，增速有所放缓。万州区整体经济实力较强，2020年GDP在重庆38个区县中位居第10位。按产业分，2020年万州区第一、二、三产业分别同比增长5.1%、-0.3%和3.3%，第二产业增长乏力，三次产业结构由上一年的9.0:28.7:62.3调整为9.9:27.6:62.5。2020年，全区147户规模以上工业企业完成总产值332.30亿元，比上年增长5.4%。同期，全区完成固定资产投资202.94亿元，比上年增长8.5%，其中基础设施投资完成83.97亿元，比上年增长57.1%，占固定资产投资的41.4%，基建投资对区域经济的

拉动作用显著。根据万州区人民政府披露的《2021年前三季度经济运行简况》，2021年1~9月，全区实现地区生产总值779.69亿元，同比增长10.0%，全区规模以上工业完成总产值278.56亿元，同比增长15.7%，投资对经济的拉动作用进一步增强，2021年前三季度全区固定资产投资完成163.02亿元，同比增长16.2%。

图4：万州区区位图



资料来源：中诚信国际整理

2018~2020年，万州区分别实现一般公共财政预算收入55.52亿元、53.36亿元和67.13亿元，其中2019年受大规模减税降费等因素影响而有所下滑，2020年一般公共预算收入同比大幅增长25.8%，主要系万州区转让公租房、停车位、广告位使用权等资产，导致非税收入中的国有资源（资产）有偿使用收入大幅增加所致。2020年，万州区实现税收收入38.34亿元，同比增长2.6%，实现非税收入28.78亿元，同比增长80.0%。同期，万州区财政平衡率为41.60%，财政自给程度整体较低，财政平衡对上级补助的依赖性较强。2018~2020年，万区政府性基金收入分别为36.27亿元、40.95亿元和50.30亿元，随着地价的攀升、土地出让规模的增加以及规范划拨土地出让价款缴纳等因素影响而呈逐年上升趋势。截至2020年末，万州区地方政府债务余额为186.83亿元，其中一般债务68.45亿元，专项债务118.38亿元，债务压力相对可控。根据万州区财政局公布的《万州区2021年预算执行和2022

年预算草案的报告》，2021年，全区完成一般预算收入71.45亿元，同比增长6.4%，其中税收收入完成41.50亿元，同比增长9.5%，非税收入完成29.45亿元，同比增长2.3%；同期，全区财政平衡率为48.71%，随着财政支出规模的下降，收支平衡状况有所改善；2021年，万州区实现政府性基金收入63.36亿元，同比增长26.1%。

表3：2020年万州区经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	GDP增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
万州区	970.68	2.4	67.13

资料来源：万州区人民政府网站，中诚信国际整理

万州区位突出、交通便捷，新田港为重庆四大枢纽港之一，是三峡库区最大的深水良港；万州机场已开通北上广深等大中城市航线21条和国际航线2条；已建成渝万、万忠南线、万宜、万达、万利等5条高速公路；渝万高铁2016年11月通车，万州区进入高铁时代。未来，随着郑万高铁、西渝高铁、达万铁路相继建成，万州区水陆空铁多式联运的区域性综合交通枢纽地位将进一步加强。交通条件的完善，以及成渝地区双城经济圈建设将为区域发展带来新的机遇。

万州经开区为三峡库区唯一的国家级经开区，招商引资情况较好

万州经开区前身为重庆万州工业园区，于2002年12月经重庆市人民政府批准设立，于2010年6月26日经国务院批准升格为国家级开发区，为重庆东北部唯一的国家级经开区。

万州经开区按照高峰园、天子园、五桥园、九龙园、新田园“一区五园”规划布局，开发建设管理范围为73.27平方公里，其中高峰园40.37平方公里，重点发展装备制造、绿色照明、食品药品、新型材料、现代医药、总部经济，配套商住、服务业，打造产城融合示范园；天子园7.86平方公里，重点发展汽车制造、绿色照明、纺织服装产业；五桥园5.86平方公里，重点发展电子信息、临空临港加工贸易、广告产业、电子商务；九龙园10.52平

方公里，重点发展特色化工、智能装备、新型材料产业；新田园 8.66 平方公里，重点发展煤电、粮油加工及储备。

万州经开区作为三峡库区唯一的国家级经开区，招商引资情况较好，神华集团、中船重工、中国建材、三雄极光等知名企业相继入驻，初步形成能源建材、特色化工、机械电子、纺织服装、食品药品五大特色产业集群。2020 年，全年新增入园企业 30 家，达到 354 家，其中规上工业企业新增 17 家，达到 81 家。全区规上工业产值预计达到 260 亿元，增长 6%，占全区比重达到 79%，其中五大重点产业产值占比达到 78%。2020 年，万州经开区完成固定资产投资 30.7 亿元，增长 66.5%，其中工业投资 23.8 亿元，增长 72.8%。根据《万州区 2021 年前三季度经济运行简况》，2021 年 1~9 月，万州经开区完成产值 222.44 亿元，同比增长 16.2%。

2021 年，国务院批复设立万州综合保税区，系渝东北首个综合保税区，落户于万州经开区高峰园，其规划建设用地面积 1.85 平方公里，占地约 3,000 亩，规划建筑面积约 108 万平方米。综合保税区的设立使得万州经开区成为内陆对外开放的新高地，为区域经济发展带来新的机遇。

发行人信用质量分析概述

公司业务具有区域专营优势，收入结构不断丰富

万州经开区按照“一区五园”布局，公司原主要负责九龙园和高峰园片区的开发建设和招商引资等工作，天子园、五桥园和新田园三大园区由三峡产投负责。近年来随着区域公司整合，三峡产投成为公司全资子公司，公司业务范围拓展至万州经开区全域。

此外，为助推万州经开区产业发展，公司完成对铜加工领域龙头企业金龙集团的并购工作。金龙集团成立于 2000 年 7 月，主营空调与制冷用钢管、内螺纹钢管等铜及铜合金管材产品的生产与贸易，下游客户主要为格力、美的、海尔、奥克斯、志高、GOODMAN、格兰仕、TCL、富士通等国内外知名

空调制造企业。金龙集团拥有较强的技术研发实力，且规模优势明显，随着金龙集团的并入，公司经营性业务范围扩大，收入和现金流规模实现较大增长，自身造血能力有所提升。

从收入构成上看，铜产品业务和土地整治业务为公司最主要的营收来源。2018~2020 年，铜产品收入分别为 95.54 亿元、292.85 亿元和 273.56 亿元，占营业总收入的比重始终在 75% 以上，2019 年大幅增长，主要系金龙集团自 2018 年 9 月起才纳入公司合并范围所致；2020 年，受新冠疫情影响，铜产品业务收入同比有所下降。2018~2020 年，公司分别实现土地整治收入 28.59 亿元、14.13 亿元和 18.99 亿元，受区域内招商引资及土地出让状况影响而存在一定的波动。租赁业务收入逐年增长，2020 年增幅较大，主要系公司可供租赁的门面、厂房面积有所增加，同时上调租金水平所致。2020 年，重庆厚捷医药集团有限公司（以下简称“厚捷医药”）纳入公司合并范围，公司新增药品销售业务，当年确认收入 7.73 亿元，公司收入结构进一步丰富。工程施工和物业管理主要由子公司玉罗实业负责运营，玉罗实业具有建筑工程施工总承包二级、建筑装修装饰工程专业承包二级、环保工程专业承包三级、市政公用工程施工总承包三级等资质，其中工程施工收入 2020 年以来显著增加，主要系玉罗公司新增综合保税区等施工项目所致。其他收入主要包括委托贷款利息、灯光展收入、金龙集团其他业务收入等，2019 年同比大幅增加，主要系公司当年确认 1.06 亿元的房地产销售收入以及金龙集团其他业务收入规模增加所致。2021 年 1~9 月，公司实现收入 317.89 亿元，其中铜产品业务收入 282.07 亿元，较上年同期大幅增加，主要系铜价上涨以及产量增加所致；土地整治业务和药品销售业务分别确认收入 11.74 亿元和 12.90 亿元；其他业务收入为 8.30 亿元，增幅较大，主要系子公司厚捷医药出售资产获得资产处置收入所致。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
土地整治收入	28.59	14.13	18.99	11.74

工程施工	1.04	0.08	1.85	2.29
物业管理	0.18	0.10	0.17	0.18
铜产品	95.54	292.85	273.56	282.07
租赁	0.15	0.16	0.35	0.43
委托贷款利息	0.18	--	0.03	--
药品销售业务	--	--	7.73	12.90
其他	0.72	2.56	1.29	8.30
合计	126.40	309.88	303.97	317.89
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
土地整治收入	22.62	4.56	6.25	3.69
工程施工	0.82	0.03	0.61	0.72
物业管理	0.14	0.03	0.06	0.06
铜产品	75.59	94.50	90.00	88.73
租赁	0.12	0.05	0.12	0.13
委托贷款利息	0.14	--	0.01	--
商品（产品）销售业务	--	--	2.54	4.06
其他	0.57	0.83	0.42	2.61
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：公司 2018 年合并损益表包括金龙集团 9~12 月数据，以及三峡产投全年数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是万州经开区唯一的土地整治和配套基础设施建设主体，业务具有区域专营性；园区剩余可开发面积较多，业务可持续性较强；每年土地整治面积和投资规模受招商引资等因素影响而存在一定的波动性，且回款周期较长，需关注回款的及时性

公司土地整治业务的主体为子公司万林投资和三峡产投，其中万林投资负责九龙园和高峰园，三峡产投负责五桥园、天子园和新田园，二者对各自片区的土地进行征收、整治和移交，获取土地整治收益。

业务模式方面，公司与万州经济技术开发区经济发展服务中心（原万州经济技术开发区土地储备中心，以下简称“经开区经服中心”）签署土地储备及整治协议，根据万州经开区用地规划开展土地整治业务。实际操作过程中，公司只负责土地整理项目相关的筹资和项目完工后的结算，公司通过土地证抵押或信用借款等方式获取项目建设资金，将筹集的资金支付给经开区经服中心，具体的土地征收、拆迁、场平及移交等工作均由经开区经服中心负责。公司根据土地整治进度每半年与经开区经服中心进行土地整治收入确认，万州经济技术开发区财务局（以下简称“经开区财务局”）收到万州区

财政局土地出让款后，将土地开发成本的 110% 分期支付公司，分期回款年限为 5~6 年，期间公司收取一定的资金占用费。

除土地整治外，公司还承担园区内配套基础设施建设任务，项目涉及园区内的道路、桥梁、市政、还房、绿化等，具体亦由子公司万林投资和三峡产投实施，区域分工与土地整治业务相同。项目建设所需资金由公司先行筹集，建设完工并通过验收后由政府审计决算，并以此为依据确定回款金额。公司将项目建设发生的成本与确认的收入均计入土地整治相关科目核算。

2018~2020 年，公司分别完成土地整治面积 7,950 亩、3,900 亩和 4,200 亩，土地整治投入分别为 29.78 亿元、14.82 亿元和 17.51 亿元，受招商引资情况及土地性质不同的影响，近年来土地整治面积和投资规模存在一定的波动。同期，公司分别确认土地整治收入 32.35 亿元、18.14 亿元和 18.99 亿元，分别收到回款 13.05 亿元、9.27 亿元和 9.70 亿元。2021 年 1~9 月，公司完成土地整治面积 2,200 亩，确认土地整治收入 11.74 亿元。

表 5：2018~2020 年及 2021 年 1~9 月公司土地整治业务情况

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~9
土地整治面积（亩）	7,950	3,900	4,200	2,200
土地整治投资（亿元）	29.78	14.82	17.51	10.21
平均整治成本（万元/亩）	37.46	38.00	41.69	46.41
土地整治收入（亿元）	32.35	18.14	18.99	11.74
已收到回款（亿元）	13.05	9.27	9.70	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司累计发生土地整治成本 253.95 亿元，累计确认收入 287.22 亿元，累计已收到结算款 131.04 亿元。公司土地整治业务回款周期较长，且前期垫付资金较多，对资金形成较大占用，中诚信国际将及时关注土地整治业务的回款情况。

表 6：截至 2021 年 9 月末公司土地整治情况（亿元、亩）

地块名称	面 积	总投 资	已投 资	累 计确 认收 入	累 计 回 款	投资计划	
						2022	2023
九龙园、高峰园	56,370	310.00	130.75	154.39	79.17	10.00	10.00

五桥园、 天子园、 新田园	31,470	188.82	112.54	132.83	51.87	8.00	8.00
合计	87,840	498.82	253.95	287.22	131.04	18.00	18.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据《万州经济技术开发区总体规划》，公司负责实施开发建设的经开区九龙园、高峰园的规划面积 37.58 平方公里，其中：九龙园 8.32 平方公里、高峰园 29.26 平方公里，天子园、五桥园和新田园的规划面积合计为 20.98 平方公里。截至 2021 年 9 月末，公司剩余开发面积约 20 平方公里。总体来看，万州经开区未来可供整治面积仍然较多，为公司土地整治业务的可持续性提供一定支撑。

总体来看，公司是万州经开区唯一的土地整治和配套基础设施建设主体，业务具有区域专营性；园区剩余可开发面积较多，为公司土地整治业务的可持续性提供一定支撑，业务可持续性较强；公司每年土地整治面积和投资规模受招商引资等因素影响而存在一定的波动性，且回款周期较长，中诚信国际将及时关注土地整治业务的回款情况。

公司已完工保障房项目尚未进行结算，部分项目已通过出租实现少量收入，暂无在建及拟建项目

除进行土地整治和配套基础设施建设外，公司还承担了部分保障房建设任务。保障房原系公司为配合万州经开区经济发展的需要，根据万州区政府下达的建设任务进行的“公租房、廉租房、还房”等保障性住房代建业务，可获得 750 元/平方米的政府补助作为保障房建设的投入，其余资金由公司自筹并先行垫付；完工后，公司与万州区政府就补助资金外的全部建设成本进行结算，无额外加成收益，回款进度根据地方财力及预算安排情况而定。目前公司已完工保障房主要为公租房和廉租房，万州区政府计划调整保障房业务模式，暂不对完工保障房项目进行回购，公司已将其转入固定资产或投资性房地产，后期进行对外出租或销售。

截至 2021 年 9 月末，公司已完工保障房项目共有 7 个，总投资共 6.93 亿元，累计已获得保障房建设补助资金 4.63 亿元，部分保障房尚未完成产权

证书的办理。同期末，公司暂无在建及拟建保障房项目，该板块业务未来可持续性较弱。

公司部分已建成保障房实现对外出租并实现少量相关业务收入，截至 2021 年 9 月末，已建成的保障房可供租赁面积为 42.43 平方米，已出租面积为 20.88 平方米，其中 18.28 万平方米保障性住房管理已移交区住房管理中心。

表 7：截至 2021 年 9 月末公司已完工保障房情况（亿元）

项目名称	资金来源	总投资
2010 年龙都廉租房建设项目	自筹及财政资金	0.25
2011 年龙腾园廉租房项目	自筹及财政资金	1.66
2011 年万利公租房及配建廉租房	自筹及财政资金	0.96
2010 年天子园公租房	自筹及财政资金	1.39
2011 年天子园廉租房	自筹及财政资金	0.67
2011 年长石板公配廉租房	自筹及财政资金	1.36
2010 年长石板廉租房	自筹及财政资金	0.64
合计	--	6.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司承担的保障房项目已全部完工，但尚未进行结算，部分项目已通过出租实现少量收入；公司暂无在建及拟建保障房项目，该板块未来业务可持续性较弱。

公司拥有较大规模的可供租赁标准厂房，出租率尚可，2020 年租金水平上调使得租赁收入大幅增加；在建标准厂房项目后续投资金额较大，公司仍面临一定资本支出压力

标准厂房是公司在园区内自建的经营性物业，主要出租给入驻企业，租期一般为 1~3 年。从经营情况来看，随着厂房陆续建成使用，公司可供租赁面积不断增加，截至 2021 年 9 月末为 126.38 万平方米。2018~2020 年，公司标准厂房综合出租率分别为 80.00%、85.05% 和 88.76%，整体处于较高水平；2021 年 1~9 月，出租率下降至 69.45%，主要系当期可供租赁面积大幅增加所致。早期，为配合经开区招商引资工作，标准厂房租金水平偏低，约 4~6 元/平方米·月，2020 年进行了价格调整，目前租金水平约 8~16 元/平方米·月。受益于租金价格上调，公司 2020 年租赁收入同比实现较大幅度增长。2021 年 1~9 月，随着公司实际出租面积有所增加，

标准化厂房租金收入进一步提高。

表 8：2018~2020 年及 2021 年 1~9 月公司标准厂房出租情况

	2018	2019	2020	2021.1~9
可供租赁面积（万平方米）	63.61	69.22	73.31	126.38
实际出租面积（万平方米）	50.89	58.87	65.07	87.76
出租率（%）	80.00	85.05	88.76	69.45
租金收入（万元）	1,496.88	1,462.06	3,542.64	4,268.63

注：租金收入包括商业门面、厂房的租金收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司主要在建标准化厂房项目有 5 个，资金来源主要为自筹，计划投资合计 19.48 亿元，已投资合计 10.90 亿元，后续仍存在一定投资压力。其中，万州经开区综合保税区（一期）项目主要建设内容除厂房外，还包括联合办公大楼、进出口商品展示中心等，后期主要通过租金收入实现资金平衡。

表 9：截至 2021 年 9 月末公司主要在建厂房情况（亿元）

项目名称	建设期	计划投资	已投资
渝东表面处理中心（一期）万州经开区电镀中心	2019~2021	3.30	2.40
万州经开区综合保税区（一期）	2019~2022	9.85	5.00
万州经开区高峰雷家片区标准厂房建设项目二期	2020~2021	1.13	0.70
万州经开区长江水岸融合提升项目之环保合规产业园一期	2020~2022	4.60	2.40
万州经开区玉城寨标准厂房	2020~2021	0.60	0.40
合计	--	19.48	10.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司主要拟建标准化厂房项目主要有万州经开区长江水岸融合提升项目之战略新兴产业园等 6 个，计划投资合计 9.96 亿元。

表 10：截至 2021 年 9 月末公司拟建标准厂房情况（亿元）

项目名称	计划投资
万州经开区长江水岸融合提升项目之战略新兴产业园	1.80
万州经开区长江水岸融合提升项目之环保合规产业园二期	0.85
万州经开区长江水岸融合提升项目之环保合规产业园三期	1.56
万州经开区高峰园檬子片区标准厂房建设项目三期一标段	0.75
万州经开区装备制造配套产业园	4.00
万州经开区玉城寨标准厂房建设项目二期	1.00
合计	9.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司拥有较大规模的可供租赁标准厂房，出租率尚可，随着 2020 年租金水平上调，公司租赁收入大幅增加。公司在建及拟建标准化厂房较多，建成后可进一步增加公司可供租赁面积，但尚需投资规模较大，公司未来一段时间仍将面临一定的资本支出压力。

铜产品加工业务上下游客户较为稳定，产销率处于较高水平；金龙集团混改计划尚在进行中，后续开展情况有待持续关注

公司铜产品业务主要为铜板生产加工与贸易，经营主体为控股子公司金龙集团和万州金龙销售。

表 11：2020 年公司铜产品主要经营主体概况数据

主要指标	金龙集团（合并）	万州金龙销售
总资产（亿元）	136.41	12.00
所有者权益合计（亿元）	15.60	2.72
总负债（亿元）	120.81	9.28
营业总收入（亿元）	278.84	46.16
净利润（亿元）	8.06	0.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

铜产品业务分为委托加工和自主产销两个阶段，即在控股金龙集团之前，公司的业务模式是委托金龙集团加工后再由全资子公司新乡金龙钢管销售有限公司（以下简称“新乡金龙销售”）或万州金龙销售对外出售；对金龙集团控股之后，原先的委托加工逐步过渡为自主生产，公司于 2018 年 8 月向金龙集团派驻了新的高级管理人员，金龙集团的总部、技术研发中心等核心资源已转移至万州经开区。目前，除了其自采自产之外，公司仍会根据自身资金情况采购部分原材料，交由金龙集团进行委托加工；未来，随着金龙集团融资能力逐步恢复，采购、加工、销售等业务将统一由其负责。

金龙集团产品的原材料主要为电解铜，金龙集团为了优化供给结构，采用四种方式进行采购：

国内长单，是金龙集团最主要的采购模式，每年年初金龙集团与国内大型铜冶炼厂和贸易公司签订年度长期供货合同。金龙集团根据生产计划以及对市场的预期，确定年度采购数量区间，并按月下单发货。价格通常为上海期货交易所公布的作价

周期内电解铜现货月加权(或算术)平均价+升水，升水一般在年度长期供货合同中约定，一年一定。结算方式采取现汇方式，钱货两讫。

国内临单，即国内临时采购，作为国内长单采购的补充，大部分在上海，通常采取点价的方式，双方根据当日公布的现货即时价格协商确定成交价，钱货两讫。

境外长单，是金龙集团国外采购电解铜的主要方式。每年年初，金龙集团与境外企业或铜贸易公司签订年度供货合同，其价格为“伦敦金属交易所的电解铜现货价格+贸易升水”，大部分采用信用证结算。

境外临单，与境外长单的电解铜定价方式基本一致，只是一批一个合同，运保费一批一定。结算方面，电解铜采购均为现款结算，对金龙集团的资金实力有一定要求。

公司境外主要采购区域包括日本、智利、非洲、墨西哥、韩国等，境外采购占其总采购量的10%左右，70%的境外采购量直接用于其境外生产基地。

2020年，公司主要供应商为珠海格力物资供应有限公司、上海智立金属材料有限公司、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司等，前五名供应商采购量占比为56%。

表 12：2020 年公司铜产品业务前五大供应商（亿元）

供应商	采购金额	占比
珠海格力物资供应有限公司	84.28	34%
上海智立金属材料有限公司	23.45	9%
河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	17.16	7%
GERALD METALS SARL	8.74	3%
日本（PPC）泛太平洋铜业	8.32	3%
前五名供应商合计	141.95	56%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着金龙集团将持有的曹县爱伦金属加工有限公司股权转让，截至2021年9月末，公司共拥有工厂数量11个，其中国内9个，国外2个，共有29条生产线。随着对亏损企业进行处置以及海外工厂经营状况改善，2020年公司11家工厂全部处于盈利状态。

表 13：截至 2020 年末已投入运营的工厂及生产线情况

地区	工厂数量 (个)	生产线 (条)	设计年产能 (万吨)
新乡	2	7	14
上海	2	3	5.5
珠海	1	5	12
太仓	1	3	6.5
重庆	2	5	13
龙口	1	2	4
墨西哥	1	2	4
美国	1	2	4
合计	11	29	63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金龙集团采用“以销定产”的订单式经营方式，定期与客户签订供货及采购协议，销售价格为“采购成本+委托加工费”，盈利水平较为稳定，委托加工费根据产品的规格、工艺复杂性、加工时间等因素确定，其中光面铜管和内螺纹铜管的加工费一般为4,000~7,000元/吨，外翅片和毛细铜管的加工费一般为11,000~13,000元/吨。

表 14：近年来公司铜产品销售价格情况（万元/吨）

销售价格	2018	2019	2020	2021.1~9
内螺纹铜管	4.95	4.77	4.77	6.50
光面铜管	4.76	4.58	4.69	6.06
外翅片铜管	5.68	5.39	5.46	7.00
毛细铜管	5.64	5.34	5.43	6.83
铜管组件	6.76	7.12	6.43	8.47
铝管	2.58	2.60	2.58	3.14
白铜管	6.00	6.00	5.99	6.66
大口径铜管	4.76	4.63	4.63	6.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金龙集团主要销售客户包括格力、美的、海尔等，为下游行业中的龙头优质企业。目前，公司销售市场主要集中于国内。结算以电汇、承兑汇票等方式为主，账期一般不超过3个月。

表 15：2020 年公司铜产品前五大客户销售情况（亿元）

客户	销售金额	占比
格力集团	49.77	12.13%
美的集团	20.86	5.09%
海尔集团	8.79	2.14%
GOODMAN MFG.CO.	6.06	1.48%
海信	5.42	1.32%
前五名销售客户合计	90.91	22.16%

注：前五大客户销售金额加总与合计数不同，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018~2020 年，金龙集团铜产品业务产量分别为 52.69 万吨、51.06 万吨和 48.49 万吨，呈逐年小幅下降趋势；同期，铜产品业务产能利用率为 92.28%、78.55% 和 74.60%，2019 年有所下降，主要系当期新增的生产线于年底投入运营所致；2020

年受疫情冲击，产能利用率进一步下降；同期，铜产品产销率分别为 97.67%、101.14% 和 101.63%，处于较高水平。2021 年 1~9 月，公司铜产品业务产量为 44.42 万吨，产销率为 99.80%。

表 16：2018~2020 年及 2021 年 1~9 月金龙集团铜产品产销情况

产品	指标	2018	2019	2020	2021.1~9
内螺纹铜管	产能（万吨）	28.00	31.00	31.00	31.00
	产量（万吨）	25.38	25.16	22.67	20.39
	销量（万吨）	24.89	25.14	22.40	20.32
	产能利用率（%）	90.64	81.16	73.13	65.77
	产销率（%）	98.07	99.92	98.81	99.66
光管	产能（万吨）	26.00	30.80	30.80	30.80
	产量（万吨）	25.06	23.48	23.43	20.70
	销量（万吨）	24.38	24.13	24.40	20.99
	产能利用率（%）	96.38	76.23	76.07	67.21
	产销率（%）	97.29	102.77	104.14	101.40
管件	产能（万吨）	1.50	1.50	1.50	1.50
	产量（万吨）	0.86	0.93	0.95	0.91
	销量（万吨）	0.86	0.92	1.00	0.97
	产能利用率（%）	57.33	62.00	63.33	60.67
	产销率（%）	100.00	98.92	105.26	106.59
外翅片	产能（万吨）	1.00	1.00	1.00	1.00
	产量（万吨）	0.85	0.92	0.96	0.82
	销量（万吨）	0.81	0.89	0.99	0.87
	产能利用率（%）	85.00	92.00	96.00	82.00
	产销率（%）	95.29	96.74	103.13	106.10
毛细铜管	产能（万吨）	0.60	0.70	0.70	0.70
	产量（万吨）	0.54	0.57	0.48	0.44
	销量（万吨）	0.52	0.56	0.49	0.43
	产能利用率（%）	90.00	81.43	68.57	82.00
	产销率（%）	96.30	98.25	102.08	97.73
合计/综合	产能（万吨）	57.10	65.00	65.00	65.00
	产量（万吨）	52.69	51.06	48.49	44.42
	销量（万吨）	51.46	51.64	49.28	44.33
	产能利用率（%）	92.28	78.55	74.60	68.34
	产销率（%）	97.67	101.14	101.63	99.80

注：1、2020 年数据仍包含山东曹县生产线，总产能为 65 万吨，剔除掉山东曹县生产线后，总产能为 63 万吨；2、2021 年 1~9 月的产能利用率为 1~9 月的产量除以全年预计产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年 12 月 8 日，金龙集团召开第一次临时股东大会决议，拟通过增资扩股方式向战略投资者配股约 5.3~6.5 亿股，配股完成后将形成混合所有制多元化股权结构。截至本报告出具日，该混改计划正在进行中。

中诚信国际认为，随着金龙集团融资能力的逐步恢复，以及对亏损工厂的剥离，公司铜产品业务逐渐步入正轨；但金龙集团日常业务仍面临一定资

金周转压力，加之铜产品下游行业较为集中，公司产品面临行业政策、技术升级、潜在替代品等带来的市场风险，以及资金管控、市场评估等管理和技术风险。随着金龙集团开展混改计划，资金压力或将有所缓解，但上述事项尚在进行中，中诚信国际将对混改计划的后续开展情况保持持续关注。

公司 2020 年新增药物销售业务，收入结构进一步丰富，但该板块毛利率水平较低

药物销售板块主要由子公司厚捷医药负责。厚捷医药成立于 2017 年 8 月，是在重庆市万州区医药（集团）有限责任公司基础上组建成立的大型医药产业企业。2020 年 8 月，公司对厚捷医药增资 8,840 万元，增资完成后，公司对厚捷医药的持股比例从 20.01% 上升至 34.51%，成为公司第一大股东，根据厚捷医药公司章程，公司行使表决权比例为 50.51%，将其纳入合并范围。截至 2020 年末，厚捷医药总资产为 16.15 亿元，所有者权益合计为 8.99 亿元，资产负债率为 44.30%，2020 年实现营业总收入 12.29 亿元，营业毛利率为 4.59%，基于行业特性毛利率水平较低，净利润为 0.43 亿元，收益性整体一般。

医药贸易业务是厚捷医药最主要的营收来源。业务模式方面，厚捷医药具备药品销售及第三方物流资质，与全国约 400 余家医药供应商建立了总经销总代理关系，经营的药品品类约 12,000 种，主要采取赊购的结算方式进行采购；下游销售端覆盖万州区及周边川、陕、渝、鄂、湘五省近 60 个县（市、区），主要采取现销的结算模式。医药贸易业务上下游客户较为分散，单一客户集中度较低。此外，厚捷医药还致力于打造大健康全产业链，目前积极布局中医药饮片、三级肿瘤专科医院、连锁药店等领域，但上述业务尚处于前期阶段，收入规模整体有限。

厚捷医药旗下的三峡国际健康产业园项目是渝东北地区最先进的大健康产业运营基地，占地面积约 30 万平方米，规划总建筑面积 38 万平方米，涵盖医药生产、中药材处理中心、药品（器械）三方物流、三级肿瘤医院、科研中心等，总投资约 30 亿元，目前物流中心已投入使用，三级肿瘤专科医院预计 2022 年投入运营，后续主要通过运营收入实现资金平衡，中诚信国际将会对其资金平衡情况保持关注。

总体而言，随着厚捷医药纳入公司合并范围，公司收入结构进一步丰富，但医药贸易板块毛利率较低，业务收益性整体一般。随着三级肿瘤专科医

院等逐步投入使用，其运营及资金平衡状况有待关注。

市场化运作的模式带动企业实现多样化经营，同时也对公司的管控水平提出更高的要求

近年来，公司在履行经开区开发运营职能的同时，积极探索公司业务战略转型发展，包括按照“委托加工-产能转移-资本合作”三步走的合作方式，强化与金龙集团合作，以及控股厚捷医药，打造大健康产业运营基地。以市场化运作的模式有助于带动企业实现多样化经营，提高自身造血能力，但同时，随着金龙集团的并入，公司短期债务显著增加，加之铜产品业务下游客户较为集中、市场变动较快、盈利水平较低、海外市场存在不确定性以及肿瘤医院资金平衡有待观察等问题，亦对公司的资金管理、市场评估等提出更高挑战。

公司资产规模稳步发展，但资产质量整体一般；财务杠杆水平较高，且短期债务占比较大；毛利率水平偏低，主营业务盈利能力较弱，利润总额对政府补助的依赖性高；受益于铜产品业务良好的销售回款，公司收现比保持在较高水平；较大的投资支出加大公司对外部融资的依赖性

近年来，得益于公司合并范围、业务规模的不断扩大以及股东资产注入，公司总资产规模持续增加，以园区基础设施资产、土地使用权、铜加工相关资产和应收类款项为主，资产质量整体一般。流动性方面，公司账面有一定规模的土地资产，但储备地和国有农用地占比较高，截至 2021 年 9 月末账面价值分别为 60.63 亿元和 35.65 亿元，大部分土地暂未缴纳土地出让金，上述土地变现难度较大；此外，公司无形资产中土地使用权的账面价值为 25.84 亿元，主要为计划用于标准化厂房建设的工业用地和少量商住地，其变现能力受房地产政策调控、当地招商引资状况及政府出让规划的影响较大。公司应收类款项占总资产的比重始终在 30% 以上，其中应收经开区经服中心的土地整治结算款超百亿，回收周期较长，对公司资金形成较大程度的

占用；金龙集团对众生实业及其关联企业存在部分非经营往来款，该笔债权目前已转让给灵凤实业，其后续清收进展仍有待关注。在建工程、固定资产等其他资产的变现周期亦较长，公司资产流动性整体偏弱。从资产收益性来看，公司账面有一定规模的投资性房地产，主要为标准厂房、商业门面及车库，对外出租可为公司带来稳定的现金流入，但收入规模整体偏小。此外，铜产品业务可为公司带来较大的收入和现金流，但目前盈利能力偏低。总体来看，公司资产收益性一般。

表 17：近年来公司主要财务状况（亿元、%、X）

项目	2018	2019	2020	2021.9
营业收入	126.40	309.88	303.97	317.89
营业毛利率	2.23	3.60	4.63	5.37
经营性业务利润	7.04	1.81	13.18	1.72
净利润	6.57	1.08	11.10	0.90
总资产	466.36	571.24	640.63	691.33
总负债	315.74	395.88	436.86	480.96
总债务	279.64	355.05	391.14	424.79
资产负债率	67.70	69.30	68.19	69.57
资本化比率	64.99	66.94	65.75	66.88
经营活动净现金流	14.33	-0.09	0.14	-9.77
投资活动净现金流	-10.43	-28.85	-29.50	-13.59
筹资活动净现金流	2.70	43.20	37.77	5.13
收现比	1.52	0.96	1.50	1.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

基于行业特性，公司土地整治及基础设施建设业务资金收支长期处于不匹配状态，公司主要依靠举债支持业务运营，总负债规模持续增加，且有息债务占比较高。债务结构方面，银行借款是公司最主要的融资渠道，以保证借款和抵、质押借款为主；直接融资力度近年来有所加强，债券余额占总债务的比重不断上升，债券类型多样；融资租赁借款规模整体不大，但 2020 年以来增长较快，借款对象包括华夏金融租赁有限公司，渝农商金融租赁有限责任公司等；截至 2021 年 9 月末，公司对经开股权基金和中国农发重点建设基金有限公司分别为 16.00 亿元和 0.97 亿元，公司定期支付利息并按约定回购股权。期限结构方面，2018 年以来，短期债务成为公司总债务的主要构成部分，主要系公司合并金龙集团，铜产品业务需要维持较大规模的日

常营运资金及关联方资金占用尚未收回所致。随着金龙集团短期债务偿还，以及公司加强债券发行力度，短期债务占比近年来有所下降，但仍处于较高水平，与公司土地整治和配套基础设施建设等业务前期投入较大、回收周期较长的特点不相匹配，债务期限结构仍有待进一步优化。

公司所有者权益随着陆续收到股权和资产划入以及利润积累而逐年增长，资本实力不断夯实，构成以资本公积和未分配利润为主，其中资本公积主要系当地政府注入的储备用地和国有农用地使用权、管网资产以及部分货币资金；未分配利润金额较大，主要系公司各年度收到的政府补助资金较多所致。截至 2021 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.57% 和 66.88%，较高的财务杠杆水平降低了公司的再融资能力，增加了公司的财务风险。

园区开发仍是万州区政府对公司当前的主要业务定位，但土地整治收入受区域内招商引资及土地出让状况影响逐年有所波动；随着金龙集团、厚捷医药先后纳入公司合并范围，公司新增铜加工、医药销售等经营性业务板块，营收来源不断丰富，收入和现金流规模实现较大增长，自身造血能力有所提升；但公司营业毛利率整体偏低，主营业务盈利能力较弱，利润总额对政府补助的依赖性高，2018~2020 年，公司其他收益分别为 11.76 亿元、12.06 亿元和 24.72 亿元，主要系与公司日常活动有关的政府补助，包括三峡后续专项补助、新增债券资金、财政拨款、政府债券置换资金等。

公司土地整治及配套基础设施建设业务回款周期较长，但受益于铜产品业务良好的销售回款情况，公司收现比整体保持在较高水平。近年来随着公司开展对金龙集团、江苏仓环铜业股份有限公司等公司的股权收购，以及土地资产购买等活动，公司投资活动净现金流持续为负且缺口不断扩大。筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障，2018 年以来公司保持较大筹资规模，融资渠道包括银行贷款、公司债券、定向融资工具、中期票据等，

融资方式多样。

公司短期债务规模较大，货币资金无法有效覆盖短期债务，但公司银行授信余额充足，资产受限比例小，有一定的备用流动性

截至 2021 年 9 月末，公司有息债务余额为 424.79 亿元，主要由银行借款、债券和非标融资构成，以银行借款为主；借款主体主要集中于公司本部，占比约 51.56%，除公司本部外，金龙集团债务余额占比最高，占比达到 17.90%；三峡产投和万林投资主要系园区开发产生的债务，占总债务的比重分别为 15.19% 和 12.38%，金龙钢管销售、玉罗实业和厚捷医药债务规模相对较小；一年内到期的债务规模较大，公司面临较大的短期偿债压力。

表 18：截至 2021 年 9 月末公司主要债务构成（亿元、%）

项目	成本	余额	1年内 到期金额	1-3年 到期	3年以上 到期
银行借款	3.8~6.5	235.66	155.39	40.91	39.36
债券融资	4.3~7.8	159.49	26.79	39.26	93.44
非标融资	5.2~6.7	29.64	1.77	21.8	6.07
合计	3.8~7.8	424.79	183.95	101.97	138.87

注：银行借款包括信用借款、抵押借款和保证借款；非标融资包括融资租赁、基金。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月末，公司货币资金为 47.17 亿元，受债务到期偿付和对外融资力度放缓等因素影响而较上年末有所减少，且受限规模较大，扣除受限资金后剩余 28.06 亿元，加之公司短期债务规模较大，货币资金无法有效覆盖短期债务，同期末货币资金/短期债务为 0.26。公司经营稳健，EBITDA 逐年增加，可有效覆盖当期利息支出，但对总债务的覆盖能力较弱。经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所波动，且整体处于较低水平，无法有效覆盖债务本息。预期公司 2022 年经营稳健，获现水平仍将维持，但公司到期债务规模较大，且在建项目仍面临一定的资本支出压力，预计公司仍面临较大的资金周转压力及短期偿债压力。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目	2018	2019	2020	2021.9
EBITDA	13.28	17.10	29.27	--
总债务/EBITDA	21.05	20.77	13.36	--

EBITDA 利息覆盖倍数	1.31	2.03	1.44	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.41	-0.01	0.01	--
货币资金	54.86	83.19	71.16	47.17
短期债务	153.49	187.97	173.93	183.96
货币资金/短期债务	0.36	0.44	0.41	0.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司共获得综合授信额度 676.87 亿元，其中未使用额度为 223.87 亿元，保持较充足的备用流动性；同期末公司受限资产账面价值为 66.19 亿元，占同期末总资产的 9.57%，考虑到公司银行授信余额充足，资产受限比例较小，备用流动性较充足。

整体来看，公司运营情况一般，回款周期较长，且未来仍面临一定资本支出压力；加之公司债务规模不断提高，自有资金无法有效覆盖短期债务，经营流入对当期利息支出的保障程度有限，预计公司仍面临较大的资金周转压力及短期偿债压力。但公司融资渠道较为畅通，且银行授信充足，受限资产比例低，融资空间较大，对公司资金滚动和偿付能力形成一定支撑。

本期债券附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权，若在第 3 年末，投资者全部行使回售选择权，公司将面临提前兑付压力。

其他事项

截至 2021 年 9 月末，公司无对外担保。

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，2018~2022 年 1 月 18 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为万州经开区唯一的基础设施投资建设主体，公司区域地位突出，在资产划入和政府补贴等方面得到股东的大力支持

万州区定位为重庆第二大城市和三峡库区经济中心与开放门户，综合经济实力位于重庆各区县

前列；万州经开区为国家级开发区，近年来招商引资情况较好。整体来看，万州区及万州经开区具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

万州区主要有3家基础设施投资建设主体，其中公司主要负责万州经开区范围内的开发建设工作，重庆市万州三峡平湖有限公司负责万州区主城区的开发建设，重庆市万州江南新区开发建设有限公司负责江南新区的开发建设，各公司业务区域划分明确。除了负责万州经开区范围内的土地整治和基础设施建设工作外，公司2018年完成对铜加工领域龙头企业金龙集团的并购工作，帮助万州经开区奠定了产业引进的基础，也使公司收入和现金流实现较大幅度的增长。

从历史获得支持情况来看，上级股东主要从资产划入和资金支持等方面进行支持。2018年以来，万州经开区管委会将三峡产投纳入公司合并范围，同时将公司51%的股权无偿划转至万州区国资委，使公司区域地位有所提升。经开区分为“一区五园”，其中天子园、五桥园、新田园由三峡产投开发，而公司原负责其他两个园区。三峡产投并入后，公司成为经开区最大的园区开发建设主体，业务区域拓展至经开区全域；2019年，万州经开区管委会以79宗国有农用地作为资本性注入，增加公司资本公积31.16亿元；2021年，万州经开区管委会划拨地下管网及高压电力线路给公司。资金支持方面，万州经开区作为三峡库区唯一的国家级经开区，在三峡后续工作专项补助、财政拨款、政府债券资金等方面享受一系列特殊的政策性资金扶持。2018~2020年，公司分别获得各类政府补助11.76亿元、12.06亿元和24.74亿元。

中诚信国际认为，2018年以来，公司股东背景及合并范围均发生较大变化，地位有所提升，业务范围随之扩大，竞争优势较为明显，同时持续获得较多的股东支持，未来发展前景良好。鉴于公司在万州区重要的主体地位，以及公司获得的历史支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“重庆万州经济技术开发（集团）有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为AA⁺。

中诚信国际关于重庆万州经济技术开发（集团）有限公司 2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

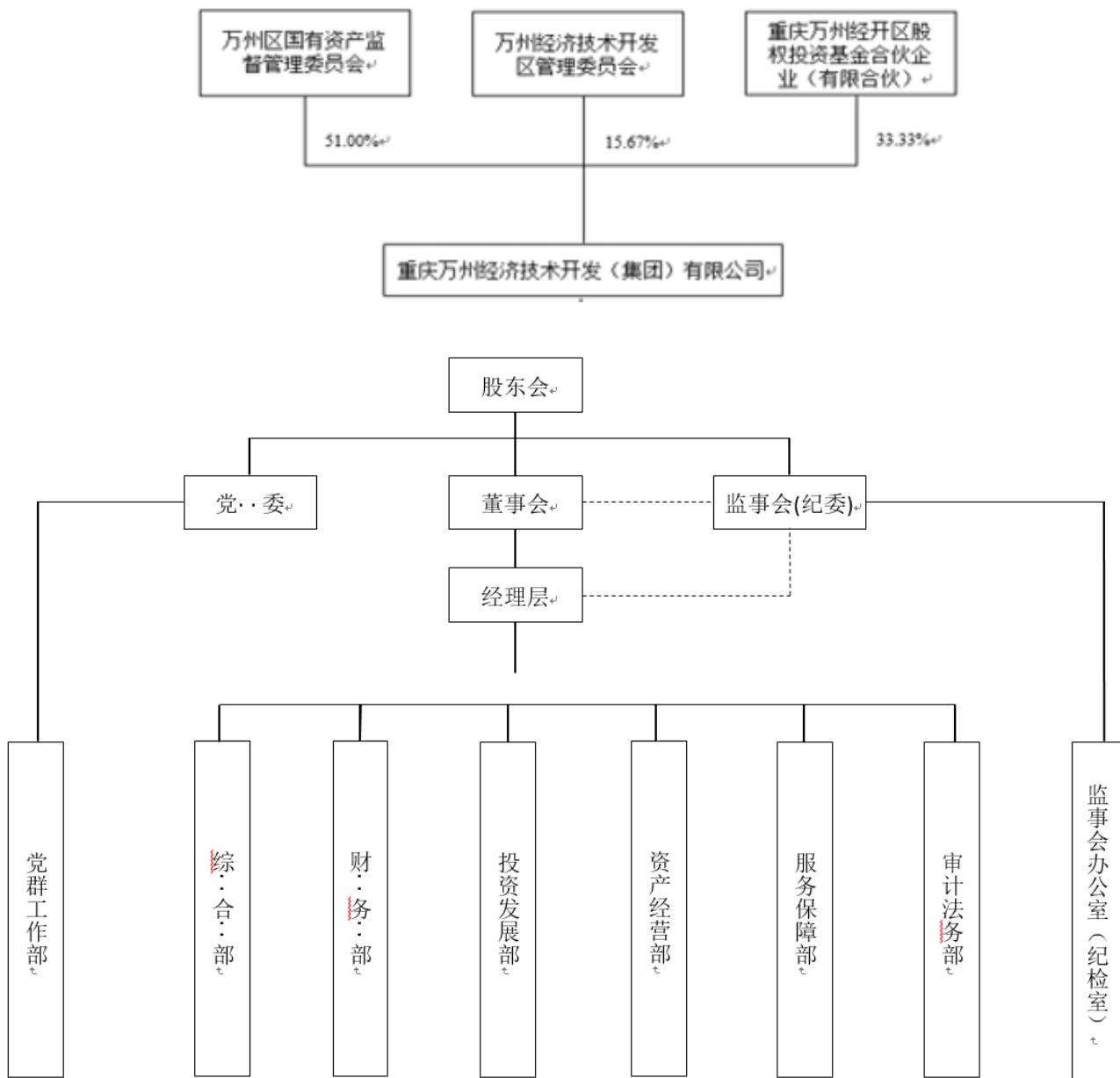
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：重庆万州经济技术开发（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：重庆万州经济技术开发（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	2021.9
货币资金	548,630.32	831,885.25	711,564.76	471,707.36
应收账款	1,103,522.98	1,043,283.54	1,640,205.46	1,930,295.85
其他应收款	351,002.03	252,490.21	494,195.53	461,404.47
存货	232,936.64	230,694.78	360,929.91	513,658.30
长期投资	142,447.63	134,553.15	105,044.66	125,889.55
在建工程	38,050.34	11,775.15	205,799.30	269,663.12
无形资产	266,475.55	510,057.37	446,276.56	454,525.55
总资产	4,663,635.05	5,712,424.82	6,406,306.70	6,913,283.80
其他应付款	149,308.99	159,005.48	180,618.83	140,242.65
短期债务	1,534,856.08	1,879,698.32	1,739,295.31	1,839,585.65
长期债务	1,261,586.34	1,670,820.80	2,172,059.23	2,408,293.82
总债务	2,796,442.42	3,550,519.12	3,911,354.55	4,247,879.46
总负债	3,157,366.56	3,958,793.72	4,368,558.84	4,809,571.88
费用化利息支出	38,004.15	84,299.35	113,627.99	--
资本化利息支出	63,400.80	0.00	90,115.87	--
实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
少数股东权益	70,162.45	53,988.95	82,141.04	83,505.82
所有者权益合计	1,506,268.49	1,753,631.09	2,037,747.86	2,103,711.93
营业总收入	1,264,042.56	3,098,849.98	3,039,673.69	3,178,944.21
经营性业务利润	70,397.71	18,084.43	131,756.52	17,246.37
投资收益	5,473.49	-4,285.48	-6,262.92	2,015.87
净利润	65,683.58	29,064.77	110,963.29	9,011.98
EBIT	126,743.12	116,177.70	230,429.60	--
EBITDA	132,841.90	170,957.66	292,684.59	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,926,319.56	2,986,966.64	4,560,728.14	4,401,175.03
收到其他与经营活动有关的现金	323,729.05	482,541.39	1,049,319.60	613,309.12
购买商品、接受劳务支付的现金	1,679,713.88	2,992,109.64	4,557,936.88	4,394,560.10
支付其他与经营活动有关的现金	370,227.57	351,932.71	917,830.23	587,319.02
吸收投资收到的现金	0.00	2,401.00	4,530.00	0.00
资本支出	57,007.52	251,353.39	308,168.31	158,643.80
经营活动产生现金净流量	143,348.41	-909.33	1,442.11	-97,699.90
投资活动产生现金净流量	-104,255.32	-288,533.22	-294,955.66	-135,907.12
筹资活动产生现金净流量	26,958.67	432,043.23	377,674.92	51,308.38
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率（%）	2.23	3.56	4.63	4.44
期间费用率（%）	5.25	6.37	7.73	4.41
应收款项/总资产（%）	37.32	30.38	33.32	34.60
收现比（X）	1.52	0.96	1.50	1.38
总资产收益率（%）	4.07	2.24	3.76	--
资产负债率（%）	67.70	69.30	68.19	69.57
总资本化比率（%）	64.99	66.94	65.75	66.88
短期债务/总债务（X）	0.55	0.53	0.44	0.43
FFO/总债务（X）	0.03	0.04	0.08	--
FFO 利息倍数（X）	0.85	1.83	1.50	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.41	-0.01	0.01	--
总债务/EBITDA（X）	21.05	20.77	13.36	--
EBITDA/短期债务（X）	0.09	0.09	0.17	--
货币资金/短期债务（X）	0.36	0.44	0.41	0.26
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.31	2.03	1.44	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表按照新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将各期末其他应付款科目中付息部分按到期时间分别纳入短期债务和长期债务核算，将其他非流动负债和长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；3、公司 2021 年度一季报未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

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
盈利能力	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
	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 + 分保费费用
	营业毛利率 = (营业收入 - 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。