

# 重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：骆传伟 [chwluo@ccxi.com.cn](mailto:chwluo@ccxi.com.cn)

项目组成员：张逸菲 [yfzhang@ccxi.com.cn](mailto:yfzhang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 28 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。

■ 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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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](http://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。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 1725号

## 重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“20 渝枢 02”和“20 渝枢 06”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司（以下简称“国际物流”或“公司”或“发行人”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 渝枢 02”和“20 渝枢 06”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了沙坪坝区经济实力较强，重庆国际物流枢纽园区（以下简称“物流园”）战略地位突出、公司地位重要，持续获得有力的外部支持以及公司盈利能力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，中诚信国际也关注到公司财务杠杆率水平较高，面临持续的偿债压力、主营业务回款情况较差以及面临较大的资本支出压力等对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

国际物流（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	586.68	656.43	616.95	640.46
所有者权益合计（亿元）	223.24	233.57	241.17	243.48
总负债（亿元）	363.44	422.86	375.78	396.98
总债务（亿元）	278.19	326.49	324.40	340.70
营业总收入（亿元）	23.97	22.91	17.15	1.18
经营性业务利润（亿元）	9.96	8.27	10.44	0.78
净利润（亿元）	9.10	7.51	8.83	1.04
EBITDA（亿元）	10.78	9.34	10.88	--
经营活动净现金流（亿元）	8.78	9.93	50.58	-6.35
收现比(X)	0.49	0.52	0.11	0.29
营业毛利率(%)	45.97	41.53	69.40	88.42
应收类款项/总资产(%)	25.70	25.22	12.38	12.94
资产负债率(%)	61.95	64.42	60.91	61.98
总资本化比率(%)	55.48	58.30	57.36	58.32
总债务/EBITDA(X)	25.81	34.97	29.81	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.68	0.56	0.68	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制且本评级报告数据均采用期末数；2、中诚信国际将公司 2019~2020 年财务报表中“其他应付款”科目中有息债务金额调整至短期债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

#### 正面

■ **沙坪坝区经济实力较强，物流园战略地位突出。**沙坪坝区地区生产总值(GDP)逐年增长，经济实力较强，能为公司的发展奠定良好的基础。物流园作为国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸，具有重要的战略地位。2021 年，园区完成固定资产投资 180.57 亿元，同比增长 56%，入库税金 62.42 亿元，同比大幅增加，物流园的快速发展对重庆建设内陆开放高地具有重要意义。

■ **公司地位重要，持续获得有力的外部支持。**公司作为物流园开发建设的最重要的主体，承担着区域内征地拆迁、基础设施建设、厂房建设以及国有资产运营等工作，地位突出，在税收优惠、结算政策和专项资金等方面继续获得有力的外部支持。

■ **公司盈利能力较强。**近年来公司综合毛利率保持在较高水平；2021 年，公司经营性业务利润和净利润分别为 10.44 亿元和 8.83 亿元，利润水平较高，公司盈利能力较强。

#### 关注

■ **财务杠杆水平较高，持续面临较大的偿债压力。**公司债务规模持续增长，导致财务杠杆水平较高，货币资金对短期债务的保障程度较低，未来三年内持续面临较大的偿债压力。

■ **主营业务回款情况较差。**公司已完工的基础设施项目回款较为滞后，2021 年主营业务收现情况大幅下降，业务回款情况较差。

■ **面临较大的资本支出压力。**近年来，随着物流园建设的推进，公司基建和土地整治的投资规模也呈持续扩大趋势。公司主要在建和拟建基础设施项目尚需投资规模仍较大，面临较大的资本支出压力。

#### 评级展望

中诚信国际认为，重庆国际物流枢纽园区建设有限责任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。**沙坪坝区经济实力显著增强且具有可持续性；公司资产质量明显改善，资本实力显著扩充，盈利等各项财务指标均大幅改善。

■ **可能触发评级下调因素。**沙坪坝区经济实力或公司地位明显下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿均减弱；公司的债务规模大幅增长，财务指标明显恶化等。

**同行业比较**
**同区域其他基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表**

公司名称	总资产 (亿元)	总负债 (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)
国际物流	616.95	375.78	241.17	60.91	17.15	8.83	50.58
迈瑞城建	719.27	475.48	243.78	66.11	14.08	1.22	30.63
江津华信	559.60	332.54	227.06	59.42	23.66	4.16	1.46

注：“迈瑞城建”为“重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司”简称；“江津华信”为“重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司”简称。

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 渝枢 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/04~2025/03/04 (3+2)	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
20 渝枢 06	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/28	10.00	10.00	2020/09/16~2025/09/16 (3+2)	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

## 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。

## 募集资金使用情况

“20 渝枢 02”发行规模 10.00 亿元，募集资金计划使用不少于核准总额的 70%用于投资、建设或运营“一带一路”项目、偿还“一带一路”项目形成的专项有息债务等用途；不超过核准总额的 30%的募集资金用于补充流动资金，偿还公司负债等符合法律、法规及相关规定的用途。截至 2022 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

“20 渝枢 06”发行规模 10.00 亿元，募集资金计划使用不少于核准总额的 70%用于投资、建设或运营“一带一路”项目、偿还“一带一路”项目形成的专项有息债务等用途；不超过核准总额的 30%的募集资金用于补充流动资金，偿还公司负债等符合法律、法规及相关规定的用途。截至 2022 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

**中诚信国际认为，**2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**作为重庆市主城九区之一，沙坪坝区产业结构良好，经济实力较强，2021年GDP位居重庆市各区县前列，但一般公共预算收入绝对数较上年有所下滑，且财政收支承压进一步加大；随着西部(重庆)科学城开发建设的稳步推进，将裨益于沙坪坝区后期经济及财政实力的提升**

2021年，沙坪坝区实现地区生产总值(GDP)1,058.3亿元，按可比价格计算，2021年同比增长7.5%，总量依然维持在较高水平且位于重庆各区县前列，在重庆38个区县中，沙坪坝区GDP位列第9，仅次于渝北区、九龙坡区、渝中区、江北区、涪陵区、江津区、永川区和万州区。其中，第一产业增加值5.2亿元，同比增长6.6%；第二产业增加值329.3亿元，同比增长6.3%；第三产业增加

值723.8亿元，同比增长8.1%。三次产业结构比由2020年的0.4:31.8:67.8转变为2021年的0.5:31.1:68.4，第三产业占比进一步提高。2021年，全区年固定资产投资总额551.3亿元，比上年增长16.9%。

2021年，沙坪坝区一般公共预算收入为40.2亿元，按可比口径计算，同比下降3.8%。2021年，沙坪坝区实现税收收入31.2亿元，同比下降5.5%；非税收入8.9亿元，同比增长2.3%。从绝对值来看，主要受区域规划调整及疫情的影响，沙坪坝区一般公共预算收入近年来持续下降；2021年全区一般公共预算支出为92.1亿元，同比下降1.9%，同期，财政平衡率为43.65%，较上年下降0.85个百分点，财政收支承压进一步加大；截至2021年末，地方政府债务余额为258.62亿元。

根据重庆市沙坪坝区统计局官网披露的数据，2022年一季度，沙坪坝区实现地区生产总值257.5亿元，同比增长4.2%，增速居重庆市中心城区的第5位。分产业看，第一产业增加值0.7亿元，同比增长5.0%；第二产业增加值69.9亿元，同比增长6.9%，其中：工业增加值55.3亿元，同比增长7.8%；第三产业增加值186.9亿元，同比增长3.2%。同期，三次产业结构比调整为0.3:27.2:72.5，第三产业占比较上年进一步提升。根据重庆市沙坪坝区人民政府管网披露的数据，2022年一季度，沙坪坝区规上工业总产值完成691.8亿元，同比增加9.5%。

表1：2021年沙坪坝区经济及财政概况（亿元、%）

地区	GDP	一般公共预算收入	财政平衡率
沙坪坝区	1,058.3	40.2	43.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

重庆国际物流枢纽园（以下简称“物流园”）于2007年9月设立，是依托团结村铁路集装箱中心站

和兴隆场特大型铁路编组站设立的内陆保税物流园区。园区规划面积为 35.5 平方公里，园区按照“资源整合、产业融合、运作创新、典型示范”的理念，依托“一江两翼”的物流腹地产业支撑，立足物流、贸易、金融协同发展要求，从空间上形成六大功能板块。其中：铁路功能板块约 7.2 平方公里，包含团结村集装箱中心站与兴隆场编组站；物流联运板块约 2.5 平方公里，重点发展基础物流、多式联运与专业仓储；商务商贸板块约 7.0 平方公里，是自贸区的重要组成部分，重点发展金融、商贸、总部基地与商务中心等产业；口岸保税板块约 2.7 平方公里，重点建设指定口岸、保税物流中心等相关设施；产业拓展板块约 9.9 平方公里，重点发展创新科研、产业配套与拓展等功能；配套服务板块约 6.2 平方公里，重点发展为园区配套的居住、教育培训、医疗健康等服务业。

重庆市政府赋予物流园四大功能定位：国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸。截至 2021 年末，已通过控规审批 35.50 平方公里，2021 年，取得土地指标 613 亩，完成征地拆迁 1,155 亩；土地出让 1,050 亩，实现土地出让收入 71.66 亿元。

经国家口岸管理办公室（以下简称“国家口岸办”）批准，2013 年 12 月重庆铁路口岸临时对外开放，这是重庆市继寸滩水港、江北国际机场之后，第三个获批的对外开放的一类口岸，重庆铁路口岸是为承接“渝新欧”国际铁路联运大通道打造的内陆地区标志性口岸，未来或将成为新“丝绸之路”经济带的起点和枢纽，对重庆建设内陆开放高地起到重要推动作用。

2021 年，园区引进中国连锁十强美宜佳、世界 500 强招商蛇口，与城市新零售 500 强 Costco 达成合作，投资建设重庆旗舰店，助力国际消费中心城市打造，扎实推进国际物流城产城融合发展战略；落地国通智慧冷链产业园等冷链进口贸易项目 2 个，建设西南高端智能冷链产业群及配送中心，进

口全球鲜活及冷冻食品，满足人民高品质生活需求；与世界 500 强中国通用技术达成战略合作，打造“中国进出口药品及医疗器械交易服务中心”，引进广州卓丰、海南卓悦等医药企业，探索无人售药终端及 O2O 快药等现代医药新零售发展模式；落地宁波中慷供应链金融服务平台，开展大宗商品进口及供应链金融服务，口岸医药、冷链、贸易等临铁特色产业进一步聚集。以平台扩大以商招商成果。引进中特物流华贸多式联运运营中心，陆海新通道重庆无水港等多式联运总部物流项目 3 个，打造陆海新通道运贸一体化服务平台，助推园区建设陆港型国家物流枢纽；落地新希望鲜生活、鲜易鲜冷链、中通冷链等物流仓储项目，打造西南地区集生鲜、奶制品供应，仓储配送、销售结算于一体的城市配送分拨中心。

2021 年，陆海贸易新通道累计开行 2,059 列、运输集装箱 10.28 万标箱，同比增长 59% 和 58%，历年累计开行 4,936 列。中欧班列（渝新欧）开行 2,728 列、同比增长 2%；陆海贸易新通道开行 2059 列、同比增长 59%。多条对外通道的开通运营，进一步强化了重庆作为“一带一路”和长江经济带联结点的战略功能。

2021 年，园区完成固定资产投资 180.57 亿元，同比增长 56%，入库税金 62.42 亿元，其中海关税费总额 29.98 亿元、同比增长 24%，中央与地方共享税 32.44 亿元、同比增长 22%。入园企业历年累计营业收入 4,055 亿元。2021 年 1~12 月，正式注册入园企业 1,240 户，同比增长 17%；注册资本金 90.61 亿元，累计在册企业 4,689 家，其中物流仓储业 578 家、批发和零售业 1,870 家、租赁和商务服务业 484 家、房地产业 79 家、金融业 25 家、其他行业 1,653 家。2021 年，园区实现进出口贸易额 13.5 亿美元、同比增长 17%，其中 B 保贸易额 6.19 亿美元、同比增长 54%。整车口岸进口 7,564 辆，同比增长 50%，累计进口整车 27,348 辆，居内陆口岸第一。

**公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模大，且**

## 回款较为滞后，面临较大的资本支出压力；自营性项目主要依靠租金收入平衡前期投入，平衡情况值得关注

根据“发改办经贸[2009]1422号”文件，国家发改委同意《重庆市三基地四港区物流枢纽布局规划》，物流园区从此开始进入了快速发展的时期，公司本部作为重庆市政府指定进行物流园开发建设的最重要的主体，承担着园区基础设施建设的重要任务。

公司作为物流园的开发建设主体，承担着园区内基础设施建设职能，对代建项目建设全过程进行统筹管理；公司按照项目建设支出的一定比例（18%）计提管理费收入。重庆国际物流枢纽园区管理委员会（以下简称“物流园管委会”）根据项目建设进度拨付建设资金，自项目建设之日起，至项目竣工决算日后三年内，视资金情况逐步回款。此外，公司增加确认融资经费（按当年融资余额0.5%）、税费经费（当年税费完成额的2%）、招商引资综合经费（按当年入园企业实际投资额的0.2%），

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

2019~2022年3月，公司已完工的基础设施项目包括物流园仓储加工片区市政项目、重庆铁路口岸公共物流仓储(公共物流仓储一期工程)、重庆铁路口岸公共物流仓储(公共物流仓储二期工程)、物流园“中国西部生产资料市场”片区市政工程等项目，截至2022年3月末已完成投资88.76亿元，已确认收入15.97亿元，2022~2024年公司预计可分别回款7.45亿元、7.08亿元和1.49亿元，中诚信国际将持续关注公司后续回款情况。

截至2022年3月末，公司主要在建基础设施项目的计划投资合计156.52亿元，已投资合计57.26亿元，还需投资99.26亿元，公司面临较大的投资压力。

**表 2：截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施代建项目情况（亿元）**

项目名称	建设内容	建设期间	计划投资	已投资	未来投资计划		
					2022	2023	2024
重庆铁路口岸自贸区服务中心		2017.06~2023.12	24.03	16.63	2.62	4.78	--
重庆铁路口岸整车公共分拨中心		2019.12~2024.03	3.76	1.50	0.50	0.76	0.50
西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区市政道路工程		2018.12~2023.03	4.33	2.15	0.85	1.33	--
物流园中心商务片区横二线征地项目		2019.12~2022.12	5.62	3.25	2.37	--	--
AH24 公立小学		2021.06~2023.06	3.60	1.69	0.31	1.60	--
明德轩小区（一期）		2021.06~2023.06	30.39	3.10	16.90	10.39	--
土主安置房一期组团 2#、5#楼		2021.06~2023.06	2.00	0.18	1.32	0.50	--
重庆铁路集装箱中心站与编组站连接道		2020.12~2022.09	0.88	0.55	0.33	--	--
土主横一路西延线、纵四线		2020.12~2022.09	0.32	0.21	0.11	--	--
西永组团 Ah 片区公园		2021.01~2022.12	8.99	2.30	4.00	2.69	--
重庆西部现代物流园回龙坝农转非安置区（3#、4#地块）		2021.01~2023.12	17.52	5.90	5.00	6.62	--
教育居住片区北侧配套小学		2021.01~2023.12	4.34	1.40	2.00	0.94	--
智荟大道（国际物流枢纽园段）		2021.01~2023.12	6.90	2.30	3.00	1.60	--
明德轩小区周边市政配套道路		2021.01~2023.12	1.27	0.04	1.00	0.23	--
回龙坝变电站 10KV 间隔扩容		2021.01~2023.12	0.08	0.02	0.03	0.03	--
园区雨污主干项目		2021.01~2022.12	0.05	0.03	0.02	--	--
中国（重庆）自由贸易试验区沙坪坝企业服务中心		2020.01~2022.09	35.63	15.77	19.86	--	--
企业创新服务中心外线电力管网及周边平场工程		2021.01~2022.12	0.06	0.03	0.03	--	--
大学城文化宣教综合服务中心项目		2021.12~2024.06	6.75	0.21	1.31	2.62	2.61
<b>合计</b>		--	<b>156.52</b>	<b>57.26</b>	<b>61.56</b>	<b>34.09</b>	<b>3.11</b>

注：1、因公司项目量较大，该表仅列示公司主要在建基础设施项目情况，部分项目建设期根据实际情况进行调整；2、各项加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从拟建项目来看，截至 2022 年 3 月末，公司主要的拟建项目有 Ag 片区道路管网、教育居住片区配套中学和物流园国际物流社区与生产资料片区上跨铁路连接通道等，计划投资合计 28.58 亿元。

**表 3：截至 2022 年 3 月末公司拟建基础设施项目（亿元）**

项目名称	计划投资
Ag 片区道路管网	16.79
物流园国际物流社区与生产资料片区上跨铁路连接通道	3.12
物流园回龙坝片区市政工程及地块平整工程（二期）	2.48
教育居住片区配套中学	6.19
<b>合计</b>	<b>28.58</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营性项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营项目为企业创新服务中心，项目总建筑面积约 35.62 万平方米，计划投资 37.00 亿元，资金来源为公司自筹和银行借款，截至 2022 年 3 月末，已投资 15.97 亿元，该项目后续主要依靠办公楼出租出售收入平衡前期投入。公司自营性项目尚需投资规模较大，存在一定资本支出压力。

### 公司储备土地资产较多，且土地整治尚处于中前期阶段，土地整治板块未来业务可持续性较强

土地整治业务的运营主体主要为公司本部。根据《重庆市人民政府办公厅关于加快建设重庆西部现代物流产业基地的意见》（渝办[2007]77 号），公司获得重庆市政府的授权，并受沙坪坝区政府委托，对物流园区土地进行一级开发工作，整治范围主要集中在土主镇和回龙坝镇。

公司土地一级开发过程中的主要职责为筹集资金支付土地征收补偿、组织拆迁安置工作以及招标完成配套基础设施建设，公司参与土地一级开发业务的具体流程为：公司获政府授权后对物流园区内的国有土地进行统一的征地补偿、拆迁安置，然后对征收的土地进行整治及建设相应的市政配套设施。由于公司不具备土地储备资格，土地一级开

发完成后由物流园管委会验收审核后交由重庆市沙坪坝区征地办公室完成收储并纳入市土地储备库。

收入确认方面，对于代政府整治用于公益性项目建设的土地，约定按投资规模的 18% 计提管理费收入，收到财政拨款的资金计入专项应付款，在得到政府相应的文件批复后，公司将专项应付款与计入其他非流动资产的整治成本对冲抵减；对于整治后用于挂牌的土地（包含前期注入公司的储备地），政府按照一定比例向公司返还土地成本和土地出让金，公司据此确认土地整治收入。2019 年公司土地整治成本按不同的土地性质分类进行成本结转，仓储及工业用地 9.5 万元/亩、二类居住及综合用地 28.52 万元/亩、商业用地 47.53 万元/亩。2020 年以来由于土地整治成本结转需与出让地块的宗地成本相对应，公司重新对土地增值收益权进行评估，并调整了土地成本确认方式。

2019~2021 年，经公司整治并完成出让的土地面积分别为 120.56 万平方米、105.96 万平方米、70.01 万平方米，公司确认的土地整治收入分别为 16.08 亿元、13.64 亿元和 6.82 亿元，2021 年整治面积和确认收入均大幅下降，主要是由于当年未确认土地收储收入。

**表 4：近年来公司土地整治出让情况（万平方米、亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
出让面积	120.56	105.96	70.01	--
确认收入	16.08	13.64	6.82	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司计划整治土地 1,940.57 亩，计划投资合计 23.30 亿元。同期末，公司拥有的储备土地价值合计 50.75 亿元，加之物流园区的土地整治尚处于中前期阶段，公司土地整治的业务可持续性较强。

**表 5：截至 2022 年 3 月末公司拟整治土地情况（亩、亿元）**

地块名称	面积	计划投资	未来投资计划		
			2022	2023	2024

物流园仓储加工片区	792.00	6.62	1.27	--	--
回龙坝片区 H17、H18、H21-H23 地块	301.00	2.80	2.00	0.80	--
西永组团 Ag37-Ag46 标准分区	663.90	5.42	1.91	3.50	--
物流园回龙坝片区市政工程及地块平整工程（二期）	71.00	2.48	2.48	--	--
物流园回龙坝片区市政工程及地块平整工程（三期）	29.00	3.60	3.60	--	--
土主片区道路管网及地块平整工程(横九路、纵八线北段、纵九线)	83.67	2.38	1.74	0.64	--
<b>合计</b>	<b>1,940.57</b>	<b>23.30</b>	<b>13.00</b>	<b>4.94</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 随着园区基础设施的不断开发和建成及园区成熟度的提升，公司租赁及服务收入 2021 年小幅增长，但整体规模仍较小

园区租赁服务业务主要由下属子公司重庆园投实业有限责任公司（以下简称“园投实业”）负责运营。园投实业于 2010 年成立，注册资本 6.00

亿元，用于租赁的资产主要包括口岸贸易服务大厦、自贸大厦 1#楼塔楼、回龙坝安置房门面、土主安置房门面等，截至 2022 年 3 月末拥有可供租赁的物业面积为 112.76 万平方米，出租率为 46.73%。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现物业相关收入 0.79 亿元、0.30 亿元、0.44 亿元和 0.13 亿元，因招商引资优惠政策，整体处于较低水平。

表 6：2022 年 3 月末公司租赁资产情况（万平方米、元/平方米·月、%）

租赁资产名称	可供出租总面积	已出租面积	出租单价	出租率
口岸贸易服务大厦	0.71	0.59	25	83.08
回龙坝兴隆苑安置房商业门面	0.71	0.42	6.3	59.18
回龙坝兴隆苑安置房车库	0.30	0.30	-	100.00
土主团结湾安置房商业门面	0.58	0.45	8.6	78.00
土主团结湾安置房车库	0.84	0.84	-	100.00
软件园二期项目办公楼	6.82	6.40	25	93.96
软件园二期项目地下车库	1.54	1.54	300 元/车位·月	100.00
企业服务中心办公楼	20.15	0.00	-	-
企业服务中心车库	13.22	13.22	-	100
公共仓库及办公用房	19.76	11.22	18	56.75
公共仓地下车库	1.45	0.00	-	-
黄金湾智谷办公楼	20.56	1.62	34	7.9
黄金湾智谷车库	7.78	7.78	-	100
公租房住房	13.07	4.19	10	32
公租房商业	1.15	0.00	-	-
公租房车库	3.83	3.83	-	100
土主团结湾公园	0.29	0.29	-	100
<b>合计</b>	<b>112.76</b>	<b>52.70</b>	<b>-</b>	<b>46.73</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表，公司各期财务报表均按照新会计准则编制且本评级报告数据均采用期末数。

**2021 年，受土地出让面积下降的影响，公司营业总收入有所减少；受益于综合毛利率上升，公司利润有所增加，盈利能力较强；公司期间费用率处于较低水平，期间费用管控能力尚可**

2021 年，公司实现营业总收入 17.15 亿元，较上年有所减少，主要系当年实现的土地整治收入较上年大幅下降所致。土地整治收入仍为公司营业总收入的主要来源。2021 年，受土地出让面积下降的

影响,公司土地整治收入较上年减少 50%至 6.82 亿元;当年公司实现管理费收入 8.60 亿元,较上年小幅减少,主要受当期结算建设资金进度影响;物业相关收入较上年增加 0.14 亿元;其他业务收入当期增长较多,主要来源于代建、弃土和平场费收入。2022 年 1~3 月,公司营业总收入为 1.18 亿元,主要系管理费收入 1.04 亿元、物业相关收入 0.13 亿元和其他业务收入 0.02 亿元。

2021 年,公司综合毛利率为 69.40%,较上年上升 28.05 个百分点。分业务来看,公司将基础设施建设及土地整治代建管理费净收益计入管理费收入,该业务毛利率稳定在 100.00%。2021 年,土地整治业务毛利率较上年上升较多,主要是由于 2021 年整治土地成本较低以及出让地价高。公司物业相关业务毛利率波动较大,主要由于物流园区租赁资产出租率仍然较低,且大多入园企业享受一定租金优惠减免;随着疫情好转,2021 年物业相关业务毛利率回升。2022 年 1~3 月,公司综合毛利率大幅上升至 88.42%,主要系当期毛利率较高的管理费收入占比较大所致。此外,受出租率上升的影响,当期物业相关业务毛利率有所提升。

**表 7: 近年来公司主要板块营业收入和毛利率构成(亿元、%)**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
土地整治收入	16.08	13.64	6.82	--
管理费收入	6.45	8.76	8.60	1.04
物业相关收入	0.79	0.30	0.44	0.13
其他	0.65	0.21	1.30	0.02
<b>合计</b>	<b>23.97</b>	<b>22.91</b>	<b>17.15</b>	<b>1.18</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
土地整治收入	24.35	4.69	34.55	--
管理费收入	100.00	100.00	100.00	100.00
物业相关收入	39.05	-5.39	23.35	82.78
其他	53.60	58.97	65.34	-658.53
<b>综合</b>	<b>45.97</b>	<b>41.35</b>	<b>69.40</b>	<b>88.42</b>

注: 1、加总数与合计数有尾数差异系四舍五入所致; 2、公司其他业务收入主要来源于销售商品收入、销售地票收入、服务费、利息收入和固定资产出租收入。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

期间费用方面, 2021 年公司期间费用合计为 1.18 亿元, 较上年增加 0.13 亿元, 管理费用和财务费用均有所增长。公司管理费用主要为职工薪酬、

劳务费和中介服务等; 2021 年, 因职工薪酬、物业管理费等均呈不同程度上升, 当期管理费用有所增加。由于公司大部分借款费用均进行了资本化处理, 故财务费用规模较小; 2021 年, 受总债务规模增长较多的影响, 当期利息支出有所增加且利息收入减少, 财务费用上升至 0.25 亿元。2021 年, 公司期间费用的上涨加之营业收入的下滑使得公司期间费用率上升至 6.87%, 但仍处于较低水平。2022 年 1~3 月, 由于当期确认收入较少, 公司期间费用率上升至 21.66%。整体来看, 公司期间费用率在相对较低的水平, 期间费用管控能力尚可。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润。2021 年, 公司利润总额较上年增加 1.60 亿元至 10.54 元, 主要由于综合毛利率的上升, 当期经营性业务利润有所增加。此外, 2021 年公司投资收益较上年大幅减少, 主要是子公司重庆渝物兴物流产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)获得投资收益减少所致。2022 年 1~3 月, 公司实现利润总额 1.16 亿元, 主要是经营性业务利润 0.78 亿元。

**表 8: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)**

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	0.74	0.83	0.91	0.18
财务费用	0.05	0.20	0.25	0.07
期间费用合计	0.81	1.04	1.18	0.25
营业总收入	23.97	22.91	17.15	1.18
期间费用率	3.39	4.56	6.87	21.66
经营性业务利润	9.96	8.67	10.44	0.78
利润总额	10.53	8.95	10.55	1.16
投资收益	0.39	0.60	0.26	0.38

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

**受清理往来款影响, 公司 2021 年末资产和负债规模均有较大幅度下降; 资产中基础设施建设、土地整治投入成本及应收类款项规模较大, 资产质量一般; 债务规模呈增长趋势, 规模较大, 短期债务占比较高, 财务杠杆率仍处于较高水平**

2021 年末, 公司总资产规模为 616.95 亿元, 较上年末减少 39.48 亿元, 主要是应收类款项的下降, 仍主要由应收类款项、存货、其他非流动资产和投资性房地产构成, 公司资产仍以非流动资产为主。

流动资产方面，公司存货主要系储备划拨形成的土地资产，截至 2021 年末，土地账面价值为 53.21 亿元，较上年末减少 2.01 亿元，主要系当期结转土地成本所致。同期末，公司应收类款项余额为 76.36 亿元，占当期末总资产的比重为 12.38%，占比较上年末大幅下降但规模仍较大，对公司资金形成较大占用。其中，应收账款主要为应收沙坪坝区财政局的款项；其他应收款大幅下降系公司与财政部门进行了往来款清理，2021 年末的余额主要包括应收重庆联集信息产业发展有限公司 30.01 亿元、重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司 19.50 亿元、重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司 11.55 亿元、重庆铁路口岸物流开发有限责任公司 3.00 亿元和重庆渝欧公租房投资建设有限责任公司 1.53 亿元的往来款，应收方主要为政府单位和区内国有企业，款项的回收有一定保障，其他应收款前五名占比合计达到 95.06%，集中度较高。非流动资产方面，公司其他非流动资产主要为公司土地征用及拆迁补偿费及园区内部分配套建设的基础设施等；2021 年末公司其他非流动资产资产较上年末增加 53.51 亿元，主要系当期土地征用及拆迁补偿费大幅上升所致。截至 2021 年末，公司在建工程为 10.81 亿元，主要系企业服务中心项目。公司投资性房地产主要系用于出租的房屋建筑物、安置房配套建设的商业物业和土地使用权等，截至 2021 年末，公司房屋、车库和建筑物共计 13.84 亿元，主要用于出租；土地使用权账面价值共计 22.79 亿元，均为已缴纳出让金的出让地，用途主要为商业、商务用地，另有部分批发零售、金融商务用地。其中公司土地资产收益性取决于当地土地市场行情，受相关土地政策影响较大；持有的房屋、建筑物每年能获得一定的租金收入，但租赁收入规模较小。同期末，长期股权投资为 2.45 亿元，主要为公司对联营企业的股权投资，当期有所减少，获得投资收益规模较小。整体而言，公司资产质量一般。2022 年 3 月末，公司资产构成整体变化不大。

**表 9：截至 2021 年末公司其他应收账款前五名（亿元、%）**

单位名称	余额	性质	账龄	占比
------	----	----	----	----

重庆联集信息产业发展有限公司	30.01	往来款	3~4 年、4~5 年	43.49
重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司	19.50	往来款	1 年以内、1~2 年、2~3 年、3~4 年	28.26
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	11.55	往来款	1 年以内、2~3 年	16.74
重庆铁路口岸物流开发有限责任公司	3.00	往来款	1 年以内、1~2 年	4.35
重庆渝欧公租房投资建设有限责任公司	1.53	往来款	1~2 年、2~3 年、3~4 年	2.22
<b>合计</b>	<b>65.60</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>95.06</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021 年末及 2022 年 3 月末，公司总负债分别为 375.78 亿元和 396.98 亿元，以非流动负债为主。截至 2022 年 3 月末，公司长期借款和应付债券分别为 83.99 亿元和 124.76 亿元。其中，长期借款主要系保证借款和信用借款；应付债券降幅较大，主要系前期发行债券将于一年内到期所致。另外，2021 年末长期应付款大幅减少主要系财政划拨土地成本及联检大楼项目应付款下降所致。债务结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 340.70 亿元，短期债务/总债务为 0.39，短期债务占比较高。此外，由于公司总债务规模的增加，资本化比率有所上升，资产负债率有所波动，截至 2021 年 3 月末资产负债率及总资本化比率分别为 61.98% 和 58.32%，财务杠杆处于较高水平。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积及未分配利润构成；受益于未分配利润的累积和资本公积的增加，2021 年末所有者权益合计增长至 241.17 亿元。公司资本公积主要系政府历次注入的土地和拨付的资金等，2021 年末未发生变化。2022 年 3 月末，受益于未分配利润的增加，公司所有者权益合计上升至 243.48 亿元。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	9.61	14.99	8.33	12.86
预付款项	1.40	1.32	1.14	5.53
应收账款	2.79	3.01	7.35	8.28
其他应收款	148.63	162.41	69.01	74.61
存货	62.15	56.29	53.51	51.04
可供出售金融资产	9.77	11.76	--	2.45
投资性房地产	38.42	38.72	36.63	36.63
在建工程	0.00	5.91	10.81	12.42

长期股权投资	3.10	3.32	2.45	3.48
其他非流动资产	309.97	356.84	410.35	399.61
<b>总资产</b>	<b>586.68</b>	<b>656.43</b>	<b>616.95</b>	<b>640.46</b>
长期借款	57.84	88.70	79.67	83.99
应付债券	162.30	163.26	136.97	124.76
长期应付款	61.83	68.00	15.63	0.002
专项应付款	--	--	--	14.50
<b>总负债</b>	<b>363.44</b>	<b>422.86</b>	<b>375.78</b>	<b>396.98</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>223.24</b>	<b>233.57</b>	<b>241.17</b>	<b>243.48</b>
资本公积	139.84	141.98	141.98	139.84
未分配利润	40.03	46.61	54.72	61.16
<b>总债务</b>	<b>278.19</b>	<b>326.49</b>	<b>324.40</b>	<b>340.70</b>
总资本化比率	55.48	58.30	57.36	58.32
资产负债率	61.95	64.42	60.91	61.98
短期债务/总债务	0.21	0.23	0.33	0.39
应收类款项/总资产	25.70	25.22	12.38	12.94

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**2021年，得益于往来款流入增加，公司经营活动净现金流大幅上升；公司对项目投资建设的投资力度有所减弱，投资活动净现金流缺口有所下降但仍保持较大规模；融资力度下降且偿还较多债务，筹资活动净现金流由正转负；总债务规模的增长使得公司各项偿债指标均较弱，且面临较大的短期偿债压力**

由于公司往来款流入增加，2021年公司经营活动净现金流大幅上升。2021年，公司收现比仅为0.11，主营业务回款情况仍较弱。公司投资活动净现金流呈持续净流出状态，主要系近年来物流园持续建设开发，支付征地拆迁款和配套基础设施建设投入较大所致，2021年投资力度有所减弱，故投资活动净现金流缺口有所下降但仍保持较大规模。2021年，由于公司当期融资力度下降且偿还较多当期债务，当期筹资活动净现金流由正转负。

2021年以来，由于公司总债务规模较进一步上升，但EBITDA增加幅度更大，当期EBITDA对债务本息的覆盖能力有所提升，但覆盖能力仍较弱。同期，经营活动净现金流可覆盖债务利息，但对债务本金的覆盖能力很弱。2022年3月末，公司货币资金/短期债务为0.10，货币资金无法覆盖当期短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	8.78	9.93	50.58	-6.35

投资活动净现金流	-23.68	-38.22	-32.63	-1.56
筹资活动净现金流	1.43	32.20	-26.08	12.44
<b>总债务</b>	<b>278.19</b>	<b>326.49</b>	<b>324.40</b>	<b>340.70</b>
EBITDA	10.78	9.34	10.88	--
总债务/EBITDA	25.81	34.97	29.81	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.68	0.56	0.68	--
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.03	0.16	-0.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.55	0.59	3.18	--
货币资金/短期债务	0.17	0.20	0.08	0.10
收现比	0.49	0.52	0.11	0.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司未来三年内到期债务规模均较大，且备用流动性相对较少，面临较大的偿债压力，中诚信国际将对公司债务偿还情况保持关注；公司对外担保单位主要为当地国有企业，代偿风险相对可控**

债务到期分布方面，截至2022年3月末，公司总债务规模为340.70亿元，2022年4~12月及2023~2025年，公司到期的债务本金分别为114.96亿元、111.27亿元、96.65亿元和8.95亿元，未来三年内到期债务规模均较大，面临较大的偿债压力，中诚信国际将对公司债务偿还情况保持关注。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产账面价值合计为46.86亿元，占总资产的比重为7.60%，包括受限的货币资金2.96亿元，质押受限的其他应收款18.50亿元和抵押受限的投资性房地产25.40亿元。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担保余额为66.70亿元，占净资产的27.40%，考虑到被担保单位主要为当地国有企业，代偿风险相对可控。

**表 12：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）**

担保对象	担保余额
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	27.31
重庆共享工业投资有限公司	12.47
重庆铁路口岸物流开发有限责任公司	11.27
重庆兴农融资担保集团有限公司	11.00
重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司	4.00
重庆龙润科技有限公司	0.66
<b>合计</b>	<b>66.70</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

授信方面，截至2021年末，公司共获得金融机

构授信额度 186.05 亿元，其中已使用授信额度为 138.89 亿元，剩余授信额度为 47.16 亿元，备用流动性相对较少。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 10 日，公司本部近三年不存在未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 外部支持

**公司作为重庆市政府指定进行物流园开发建设的最重要的主体，区域地位重要，在税收优惠、结算政策和专项资金等方面获得政府的有力支持**

沙坪坝区作为重庆市主城九区之一，近年来经济保持稳步增长，区内有西永微电园、西永综合保税区、台资信息产业园配套园、重庆国际物流枢纽园、沙坪坝区工业园、重大科技园等工业发展平台。现已形成电子信息制造业、交通运输设备制造业、通用设备制造业三大支柱产业，区域经济实力在重庆各区县中位于前列，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源能力。物流园作为国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸，具有重要的战略地位。公司作为重庆市政府指定进行物流园开发建设的最重要的主体，承担着区域内征地拆迁、基础设施建设、厂房建设以及国有资产运营等工作，具有重要的区域地位。

从历史获得支持情况来看，股东主要从税收优惠、结算政策和专项资金等方面对公司进行支持。

税收优惠方面，为支持物流园的基础建设开发，重庆市财政局发布《关于支持重庆西部现代物流产业基地享受有关政策执行的通知》（渝财税[2008]137 号），规定“从 2008 年起，该园区内的地方税收及附加（不含房地产税收）全额返还用于园区建设；同时，园区内土地出让金扣除征地拆迁费后的 55%、土地出让增值收益的 20%专项用于园区内配套基础设施建设工程。园区内税收扶持政策从

2008 年起执行到 2017 年”，上述渝财税[2008]137 号文件已到期，最新政策调整为“以 2018 年为基期，地方税收增量全额补助物流园；同时，对控制性详细规划已明确的区域，土地出让金扣除 33% 规费后，全额补助物流园，其他区域待控制性详细规划后，再根据园区资金平衡情况进行研究”。

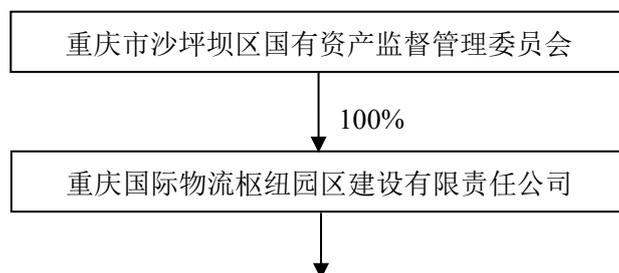
结算政策方面，自 2015 年起，根据渝物流司文[2015]106 号文件，土地整治及基础设施代建管理费计提标准有较大提升，自 2015 年起，土地整治及基础设施建设项目的加成比例由原来的当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费的 8%、当期房屋拆迁补偿成本支出总额的 4% 以及当期土地整治工程费支出总额的 8%，全部提高至 18%；此外，自 2015 年起，公司将融资经费（按当年融资余额 0.5%）、税费经费（当年税费完成额的 2%）、招商引资综合经费（按当年入园企业实际投资额的 0.2%）等经费计入管理费收入，增加了公司的收入规模。

另外，2021 年公司获得财政拨款土地成本 12.01 亿元，获得政府专项资金 46.82 亿元，主要用于项目建设。

## 评级结论

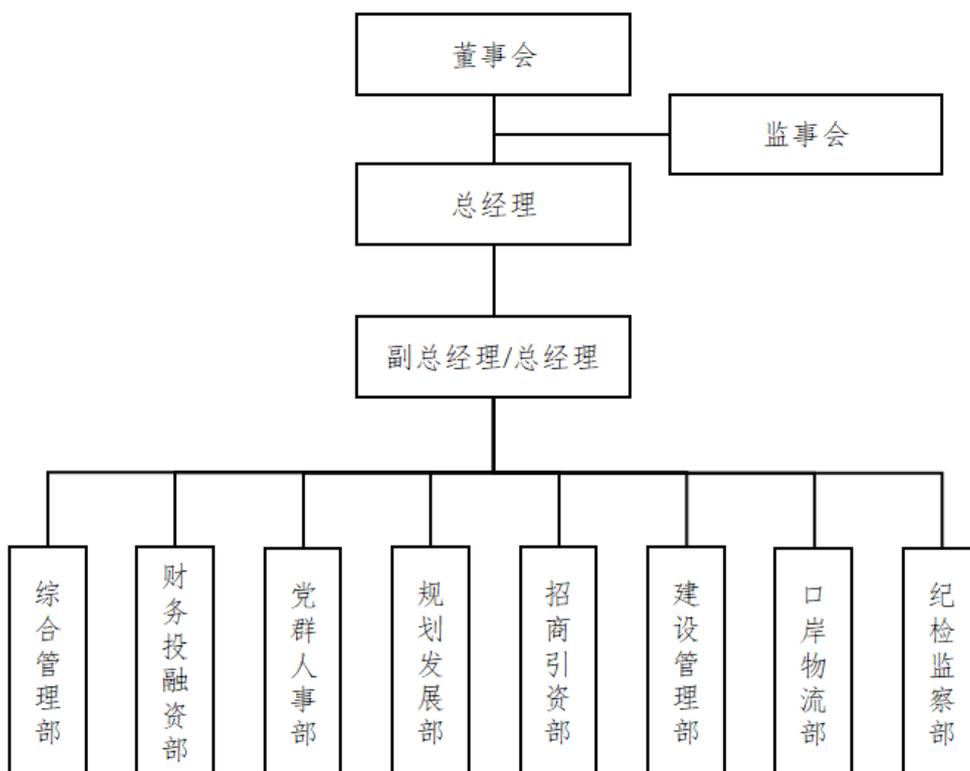
综上所述，中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 渝枢 02”和“20 渝枢 06”的债项信用等级为 **AA+**。

## 附一：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司股权结构图与组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



二级子公司	注册资本（万元）	持股比例（%）
重庆园投实业有限责任公司	60,000.00	100.00
重庆渝欧丝路建设项目管理有限公司	1,010.00	100.00
重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司	50,010.00	0.02
重庆丝路融资担保有限责任公司	30,000.00	100.00
重庆顺源通达股权投资基金合伙企业（有限合伙）	250,000.00	79.89
重庆兴晟达建设项目管理有限公司	11,000.00	90.86
重庆贝蒙工程项目管理有限责任公司	10,000.00	100.00
重庆兴晟通建设项目管理有限公司	6,000.00	100.00

注：公司持有重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司股权 0.02%，宁波兴晟盈陆号股权投资合伙企业(有限合伙)持有 99.98%股权，但重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司的日常经营和财务主要由公司决定，公司对其形成实际控制，故纳入合并范围。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	96,135.21	149,939.99	83,343.52	128,594.57
应收账款	2,786.14	3,008.13	73,535.96	82,807.41
其他应收款	1,486,257.51	1,624,127.08	690,067.41	746,171.21
存货	621,490.28	562,878.77	535,135.62	510,432.96
长期投资	128,720.72	150,748.26	126,273.86	125,418.96
在建工程	0.00	59,134.77	108,100.33	124,196.28
无形资产	40.85	42.71	48.50	65.84
总资产	5,866,754.75	6,564,319.04	6,169,530.90	6,404,628.43
其他应付款	233,781.95	269,160.36	256,204.89	313,634.58
短期债务	580,519.21	745,309.21	1,077,571.51	1,319,476.89
长期债务	2,201,338.18	2,519,594.28	2,166,426.22	2,087,505.25
总债务	2,781,857.39	3,264,903.48	3,243,997.74	3,406,982.14
总负债	3,634,396.60	4,228,644.46	3,757,787.22	3,969,829.97
费用化利息支出	910.10	2,803.22	2,814.24	--
资本化利息支出	157,735.71	165,098.70	156,395.80	--
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	77,150.37	84,351.89	59,463.16	41,803.94
所有者权益合计	2,232,358.15	2,335,674.58	2,411,743.69	2,434,798.46
营业总收入	239,671.55	229,083.70	171,517.36	11,771.27
经营性业务利润	99,593.82	82,682.09	104,434.14	7,815.51
投资收益	3,927.87	6,030.64	2,617.00	3,806.31
净利润	91,011.04	75,103.75	88,255.17	10,441.50
EBIT	106,163.92	92,281.48	108,271.09	--
EBITDA	107,761.29	93,366.14	108,837.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金	116,454.30	118,283.06	19,514.26	3,428.30
收到其他与经营活动有关的现金	576,658.62	596,667.74	1,309,522.42	272,785.09
购买商品、接受劳务支付的现金	5,790.03	4,162.02	6,080.21	1,295.02
支付其他与经营活动有关的现金	560,119.03	579,193.27	788,417.24	325,235.44
吸收投资收到的现金	0.00	7,515.00	11,177.80	0.00
资本支出	226,238.67	371,426.84	225,293.98	26,383.20
经营活动产生现金净流量	87,756.28	99,283.14	505,835.45	-63,539.19
投资活动产生现金净流量	-236,753.75	-382,168.99	-326,299.04	-15,609.38
筹资活动产生现金净流量	14,324.54	322,036.95	-260,771.41	124,399.61
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	45.97	41.53	69.40	88.42
期间费用率(%)	3.39	4.56	6.87	21.66
应收类款项/总资产(%)	25.70	25.22	12.38	12.94
收现比(X)	0.49	0.52	0.11	0.29
总资产收益率(%)	1.88	1.48	1.70	--
资产负债率(%)	61.95	64.42	60.91	61.98
总资本化比率(%)	55.48	58.30	57.36	58.32
短期债务/总债务(X)	0.21	0.23	0.33	0.39
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.03	--
FFO利息倍数(X)	0.56	0.43	0.57	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.55	0.59	3.18	--
总债务/EBITDA(X)	25.81	34.97	29.81	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.13	0.10	--
货币资金/短期债务(X)	0.17	0.20	0.08	0.10
EBITDA利息覆盖倍数(X)	0.68	0.56	0.68	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制且本评级报告数据均采用期末数；2、中诚信国际将公司 2019~2020 年财务报表中“其他应付款”科目中有息债务金额调整至短期债务核算；3、公司未提供 2022 年一季度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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

## 附四：信用等级符号及定义

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。