



# 重庆国际物流枢纽园区建设有限 责任公司公司债 2023 年度跟踪 评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1111 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

**本次跟踪发行人及评级结果** 重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司 **AA<sup>+</sup>/稳定**

**本次跟踪债项及评级结果** “20 渝枢 02”、“20 渝枢 06” **AA<sup>+</sup>**

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为沙坪坝区经济实力近年来稳步提升，在重庆市位居中上游，工业基础较好，潜在的支持能力强；重庆国际物流枢纽园区（以下简称“物流园”）战略地位突出、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”）地位重要，获得有力的外部支持以及公司业务竞争力较强，稳定性及可持续性较好。同时，需关注公司财务杠杆率水平升高，面临持续的偿债压力、主营业务结算及回款情况较差以及面临较大的资本支出压力对其经营和整体信用状况造成的影响。

**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。

**调级因素**

**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等。

**可能触发评级下调因素：**沙坪坝区经济实力显著下降；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；公司债务规模大幅增长，财务指标明显恶化，偿债安排不明朗等。

**正 面**

- **沙坪坝区经济实力较强，物流园战略地位突出。**跟踪期内，2022年沙坪坝区地区生产总值(GDP)继续增长，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，物流园的不断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。**跟踪期内，公司仍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。
- **公司业务竞争力较强，稳定性和可持续性较好。**跟踪期内，公司综合毛利率保持在较高水平，2022年公司获得净利润6.73亿元，经营性业务利润8.01亿元，公司业务竞争力较强；公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模大，储备土地资产较多，且区域土地整治尚处于中前期阶段，整体看公司业务稳定性和可持续性较强。

**关 注**

- **财务杠杆水平较高，持续面临较大的偿债压力。**2022年以来，公司债务规模进一步增长，导致财务杠杆水平仍较高，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。
- **主营业务结算及回款情况较差。**公司已完工的基础设施项目结算及回款较为滞后，2022年主营业务收现情况仍表现不佳，业务回款情况较差。
- **公司面临较大的资本支出压力。**跟踪期内，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。

项目负责人：骆传伟 chwluo@ccxi.com.cn  
项目组成员：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(027)87339288

## 财务概况

| 国际物流（合并口径）        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3/2023.1~3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元）          | 656.47 | 616.95 | 667.53 | 686.41          |
| 经调整的所有者权益合计（亿元）   | 233.61 | 241.17 | 241.62 | 243.15          |
| 负债合计（亿元）          | 422.86 | 375.78 | 425.91 | 443.26          |
| 总债务（亿元）           | 326.49 | 324.40 | 360.07 | 363.17          |
| 营业总收入（亿元）         | 22.91  | 17.15  | 18.62  | 1.62            |
| 经营性业务利润（亿元）       | 8.27   | 10.44  | 8.01   | 0.84            |
| 净利润（亿元）           | 7.51   | 8.83   | 6.73   | 0.75            |
| EBITDA（亿元）        | 9.32   | 10.95  | 8.48   | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 9.93   | 50.58  | 28.79  | -4.91           |
| 总资本化比率(%)         | 58.29  | 57.36  | 59.84  | 59.90           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | 0.56   | 0.69   | 0.36   | --              |

注：1、中诚信国际根据国际物流提供的其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 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020~2021 年财务数据为下年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据为审计报告或财务报表期末数；2、中诚信国际将公司 2020 年“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 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 同行业比较（2022 年数据）

| 项目               | 国际物流            | 迈瑞城投            | 南岸城建            | 渝中国资            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 最新主体信用等级         | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 地区               | 沙坪坝区            | 沙坪坝区            | 南岸区             | 渝中区             |
| GDP（亿元）          | 1,106.70        | 1,106.70        | 922.13          | 1,560.91        |
| 一般公共预算收入（亿元）     | 40.30           | 40.30           | 56.80           | 40.76           |
| 所有者权益合计（亿元）      | 241.62          | 237.74          | 221.64          | 89.58           |
| 总资本化比率（%）        | 59.84           | 64.21           | 59.71           | 56.00           |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 0.36            | 0.18            | -0.01           | 0.48            |

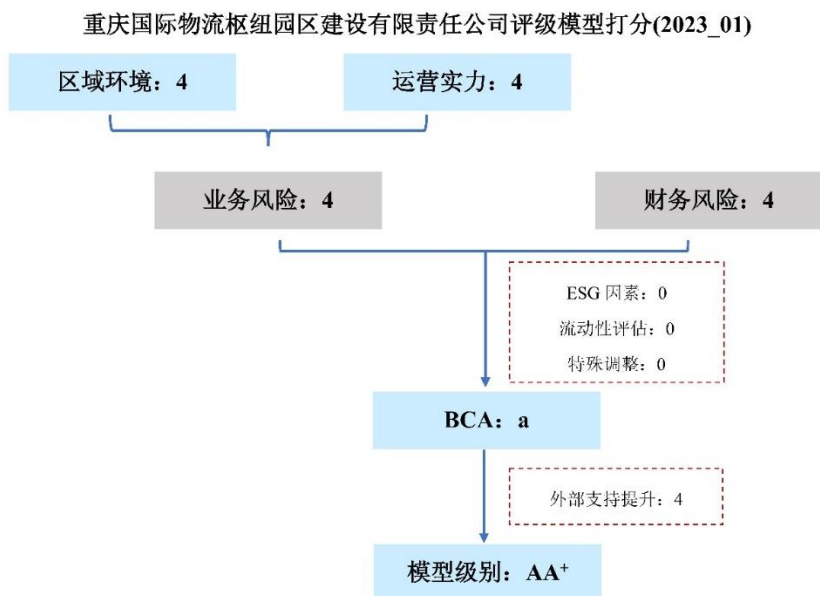
注：迈瑞城投系“重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司”的简称；南岸城建系“重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司”的简称；渝中国资系“重庆渝中国有资产经营管理有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

| 债项简称     | 本次债项<br>评级结果    | 上次债项<br>评级结果    | 上次评<br>级时间 | 发行金额<br>（亿元） | 债项余额<br>（亿元） | 存续期                            | 特殊条款                            |
|----------|-----------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------------------------|---------------------------------|
| 20 渝枢 02 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> | 2021/06/28 | 10.00        | 0.15         | 2020/03/04~2025/03/04<br>(3+2) | 附第 3 年末公司调整票面利率<br>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<br>(3+2) | 附第 3 年末公司调整票面利率<br>选择权及投资者回售选择权 |

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，国际物流继续作为沙坪坝区重要的基础设施投融资企业，在国际物流枢纽园区内业务具有专营性，业务稳定性及可持续性较好业务竞争力较强；但土地整理业务及基础设施建设业务回款进程缓慢，需关注公司资金回收及平衡状况。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，国际物流所有者权益整体呈增长趋势，具备一定的资本实力。但是，国际物流债务规模增长较快，财务杠杆水平较高；短期债务占比有所升高，债务结构有待优化；非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，面临较大的集中偿债压力。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对国际物流个体基础信用等级无影响，国际物流具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等水平的业务风险和中等水平的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力强，对公司的支持意愿强，主要体现在沙坪坝区具备较好的工业基础及稳定增长的经济实力；国际物流作为重要的基础设施投融资主体，成立以来持续获得政府在税收优惠、结算政策和获得专项资金等方面的大力支持，具备强的区域重要性及高的政府关联度。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 2023 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 2023 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.cexi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

## 区域环境

沙坪坝区地处重庆市主城西部，是重庆市的科教文化中心和工业基地，西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，依托强大的科研实力，集成电路产业规模居重庆首位。按照常住人口统计，截至 2022 年末，沙坪坝区常住人口为 148.56 万人。2022 年，沙坪坝区实现地区生产总值（GDP）1,106.7 亿元，按可比价格计算较上年增长 1.9%，经济总量位居全市第九；沙坪坝区人口密集，按常住人口计算，同年人均 GDP 为 7.45 万元，在重庆市主城九区中处于末位，居全市第 22 位。此外，2022 年沙坪坝区一般公共预算收入为 40.30 亿元，在全市排名第 15。

2022 年以来，沙坪坝区经济发展水平稳中有升。受区域规划调整影响，沙坪坝区财政收支压力逐年较大，且税收收入及占比继续下降，收入质量呈弱化趋势；此外，全区各年均无政府性基金收入，主要系地方财政体制结算规定，重庆市各主城区土地出让区须先统一上缴至重庆市，再由市级财政以转移支付方式结算至区县级财政。再融资环境方面，沙坪坝区承担了“一带一路”、“长江经济带”、“成渝双城经济圈”等背景下的国家战略性建设任务，广义债务率远超过全国平均水平，整体债务负担较重。区内基础设施投融资企业的融资主要来源于银行借款和债券发行，积极争取政策性银行提供的项目贷款支持，非标融资占比较小，净融资额持续呈现净流入趋势，2021 年 8 月以来，沙坪坝区政府将化解政府债务作为核心要务，开展“十项全面清理”。近年来沙坪坝区各发债主体在资本市场上表现较为活跃，暂未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 1：近年来沙坪坝区地方经济财政概况

| 项目              | 2020     | 2021     | 2022     | 2023.1-3 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| GDP（亿元）         | 1,013.94 | 1,058.25 | 1,106.70 | 265.20   |
| GDP 增速（%）       | 3.00     | 7.50     | 1.90     | -2.20    |
| 人均 GDP（万元）      | 6.91     | 7.13     | 7.45     | --       |
| 固定资产投资（亿元）      | 471.60   | 551.30   | --       | --       |
| 一般公共预算收入（亿元）    | 41.77    | 40.16    | 40.30    | 10.40    |
| 政府性基金上级补助收入（亿元） | 56.12    | 67.20    | 47.20    | --       |
| 税收收入占比（%）       | 79.12    | 77.81    | 54.84    | 72.12    |
| 公共财政平衡率（%）      | 44.50    | 43.61    | 44.43    | 40.78    |

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2、2022 年未披露固定资产投资值，人均 GDP 按照常住人口计算。

资料来源：沙坪坝区人民政府、沙坪坝区统计局网站，中诚信国际整理

重庆国际物流枢纽园于 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。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。

2022 年，园区聚焦“汽车、医药、现代物流、国际贸易”等口岸特色产业，引进世界 500 强 3 家，中国 500 强 4 家，高新技术企业 1 家，签订招商引资协议 50 个，协议投资金额 379 亿元。完成进出口贸易额 13 亿美元，外商直接投资 1.3 亿美元，企业营收 1,280 亿元，新增社会项目投资 50 亿元。整车产业方面，落地德国大众平行进口车、零跑新能源汽车项目，中国通用汽车公园、新大成摩托车体验文化基地项目加速推进，特斯拉中心项目进入商务谈判阶段，汽车产业链进一步完善。医药产业方面，落地国药·中医药健康生态产业园、荃豆医药项目，完成阿斯利康战略合作协议签订，东得医药研发运营中心落地黄金湾·智谷，预计投资 10 亿元，投运后预计税收 1 亿元。现代物流方面，引进中通、新希望集团等鲜生冷链龙头，建成冷链设施 9.5 万方；落地中膳优链云食城智慧产业园、牧力嘉食材供应链运营总部项目；推进中国物流集团、优合集团等头部企业 20 余家落户。国际贸易方面，引进厦门国贸、国晟物资、志田大宗粮食贸易项目。大力发展跨境电商，出口报单票数 8,638 单、货值 7.68 亿美元，位列第二批试点城市首位。进口一般化学药品达 2,000 万盒、货值约 19 亿元，持续内陆领先。B 保贸易额 4 亿美元。铁路口岸进出口货物种类超过 300 种，其中整车进口 3,808 辆，累计进口 31,370 辆，位居内陆口岸第一。

2022 年，园区固定资产投资完成 43.55 亿元，入库税金约 38.19 亿元，企业营业收入累计 1,280 亿元，同比增长 3%，园区历年累计完成固定资产投资 864 亿元，历年累计税收 332 亿元，入园企业历年累计营业收入 5,335 亿元。2022 年，正式注册入园企业 630 户；累计在册企业 5324 家，其中物流仓储业 622 家、批发和零售业 2,237 家、租赁和商务服务业 614 家、房地产业 86 家、金融业 29 家、其他行业 1735 家，累计注册资本金 837 亿元。2022 年，渝州海关报关货值 97.87 亿美元，报关单数 16.31 万单，B 保贸易额 4 亿美元，园区服务贸易额 2.79 亿美元，累计完成整车进口 3,808 辆，历年累计完成整车进口 31,370 辆。2022 年，中欧班列（渝新欧）累计开行 3,106 列、运输集装箱超 26 万标箱，同比增长 39.4%和 19.7%，历年累计开行 12722 列；陆海贸易新通道累计开行 2,520 列、运输集装箱 12.65 万标箱，同比增长 22%和 23%，历年累计开行 7,456 列；渝甬班列累计开行 408 列，运输集装箱 2.95 万标箱，同比增长 39%、43%，历年累计开行 1,305 列。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。



## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司作为物流园区的开发建设主体，继续承担园区开发及城市基础设施建设、土地整治以及园区运营等任务，收入主要来源于土地整治和管理费收入，整体业务稳定性和可持续性较好；同时，公司项目结算和回款较滞后，在建及拟建基础设施项目未来面临较大的资本支出压力，且需关注自营性项目资金平衡情况。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

|        | 2020 年 |        |        | 2021 年 |        |        | 2022 年 |        |        | 2023 年 1~3 月 |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入           | 占比     | 毛利率    |
| 土地整治业务 | 13.64  | 59.52  | 4.69   | 6.82   | 39.74  | 34.55  | 9.08   | 48.78  | 3.87   | 0.29         | 18.24  | -4.34  |
| 管理费    | 8.76   | 38.24  | 100.00 | 8.60   | 50.13  | 100.00 | 8.58   | 46.07  | 100.00 | 1.04         | 64.93  | 100.00 |
| 物业相关业务 | 0.30   | 1.29   | -5.39  | 0.44   | 2.58   | 23.35  | 0.85   | 4.57   | 10.28  | 0.22         | 13.53  | -33.13 |
| 其他     | 0.21   | 0.94   | 58.97  | 1.30   | 7.55   | 65.34  | 0.11   | 0.59   | 80.42  | 0.05         | 3.30   | 92.97  |
| 合计/综合  | 22.91  | 100.00 | 41.35  | 17.15  | 100.00 | 69.40  | 18.62  | 100.00 | 48.90  | 1.62         | 100.00 | 62.72  |

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

## 基础设施建设板块

跟踪期内，公司完工项目结算和回款较为滞后；在建及拟建基础设施项目投资规模大，业务稳定性和可持续性较好，但未来面临较大的资本支出压力；自营性项目主要依靠租金收入取得收益，存在不确定性。

跟踪期内，公司继续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。

2020~2023 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 2023 年 3 月末已完成投资 87.91 亿元，已确认收入 15.90 亿元，完工项目结算进度较慢，已结算项目回款较为滞后，2023~2025 年公司预计可分别回款 6.81 亿元、1.85 亿元和 0.30 亿元，完工项目结算进度较慢。

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目的计划投资合计 196.50 亿元，已投资合计 82.59 亿元，尚需投资规模较大。同期末，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和国际物流数字经济产业园等，计划投资合计 37.58 亿元。公司在建和拟建项目投资规模较大，业务稳定性和可持续性较好，但未来面临较大的投资压力。

表 3：截至 2023 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   | 建设期间            | 计划投资          | 已投资          | 未来投资计划       |              |              |
|--|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |                 |               |              | 2023         | 2024         | 2025         |
| 重庆铁路口岸自贸区服务中心  | 2017.06~2023.12 | 24.03         | 16.63        | 2.47         | 2.47         | 2.47         |
| 重庆铁路口岸整车公共分拨中心   | 2018.12~2023.03 | 3.76          | 1.50         | 0.75         | 0.75         | 0.75         |
| 西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区市政道路工程                                    | 2018.12~2023.03 | 4.33          | 2.88         | 0.48         | 0.48         | 0.48         |
| 物流园中心商务片区横二线征地项目   | 2018.12~2023.12 | 5.62          | 3.25         | 0.79         | 0.79         | 0.79         |
| 明德轩小区（一期）  | 2020.12~2025.12 | 30.39         | 3.10         | 9.100        | 9.100        | 9.100        |
| 土主安置房一期组团 2#、5#楼   | 2020.12~2023.06 | 2.00          | 0.18         | 0.61         | 0.61         | 0.61         |
| 重庆铁路集装箱中心站与编组站连接道  | 2020.6~2022.08  | 0.88          | 0.55         | 0.11         | 0.11         | 0.10         |
| 西永组团 Ah 片区公园   | 2021.01~2022.12 | 8.99          | 2.30         | 2.23         | 2.23         | 2.23         |
| 重庆西部现代物流园回龙坝农转非安置区（3#、4#地块）  | 2020.01~2024.12 | 17.52         | 5.90         | 3.87         | 3.87         | 3.87         |
| 教育居住片区北侧配套小学   | 2020.01~2022.12 | 4.34          | 1.40         | 0.98         | 0.98         | 0.98         |
| 智荟大道（国际物流枢纽园段）   | 2020.01~2022.12 | 6.90          | 2.30         | 1.53         | 1.53         | 1.53         |
| 明德轩小区周边市政配套道路  | 2020.01~2022.12 | 1.27          | 0.04         | 0.41         | 0.41         | 0.41         |
| 回龙坝变电站 10KV 间隔扩容   | 2020.01~2022.12 | 0.08          | 0.02         | 0.02         | 0.02         | 0.02         |
| 园区雨污干管项目   | 2020.01~2021.12 | 0.05          | 0.03         | 0.01         | 0.01         | 0.01         |
| 大学城文化宣教综合服务中心项目  | 2021.8~2023.8   | 6.75          | 0.21         | 2.18         | 2.18         | 2.18         |
| 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         | 16.79        | 6.28         | 6.28         | 6.28         |
| 中干东线道路管网工程中干东线北段一期及立交项目  | 2021.12~2024.06 | 5.65          | 4.22         | 0.48         | 0.48         | 0.48         |
| 重庆铁路口岸公共物流仓储项目   | 2019.1~2024.12  | 11.00         | 5.35         | 1.88         | 1.88         | 1.88         |
| 沙区人才公寓项目装修改造工程   | 2021.8~2023.1   | 0.14          | 0.11         | 0.01         | 0.01         | 0.01         |
| 物流园中心商务片区市政工程横三路东段、纵一线北段一期、纵二线北段一期、纵二线一支路                              | 2019.1~2023.6   | 1.60          | 0.67         | 0.31         | 0.31         | 0.31         |
| 西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区道路工程横一路、横四路一期、横六路西段、纵六线一期、纵七线一期           | 2018.3~2023.6   | 6.95          | 4.62         | 0.78         | 0.78         | 0.78         |
| 西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区道路工程横四路二期、横五路、横七路、纵一线、纵二线、纵五线、纵六线二期、纵七线二期 | 2019.9~2024.12  | 18.62         | 10.54        | 2.69         | 2.69         | 2.69         |
| <b>合计</b>  | --              | <b>196.50</b> | <b>82.59</b> | <b>37.97</b> | <b>37.97</b> | <b>37.97</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、2022 年计划投资含 1-3 月已投资；3、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

表 4：截至 2023 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         |
| 国际物流数字经济产业园              | 9.00         |
| <b>合计</b>                | <b>37.58</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为丰富业务种类，公司近年来在区政府和物流园管委会的指导下，开展了经营性物业资产的建设 and 经营业务。截至 2023 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 2023 年 3 月末已投资 15.97 亿元，该项目未来主要依靠办公楼出租收入取得收益，存在不确定性。此外，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。

## 土地整治板块

跟踪期内，公司土地整治面积和收入有所增长，储备土地资产较多，且区域土地整治尚处于前中期，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。跟踪期内，公司继续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。由于公司现已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。

2019 年及以前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。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。

2022 年，经公司整治并完成出让的土地面积为 137.48 万平方米，公司确认的土地整治收入为 9.08 亿元，2022 年整治面积和确认收入均有所上升。

截至 2023 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 47.16 亿元，加之物流园区的土地整治尚处于前中期阶段，公司土地整治的业务可持续性较强。

表 5：截至 2023 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       |             |             |
|----------------------------------|-----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                                  |                 |              | 2023         | 2024        | 2025        |
| 物流园仓储加工片区                        | 792.00          | 6.62         | 2.21         | 2.21        | 2.20        |
| 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         | 1.92         | 3.50        | -           |
| 物流园回龙坝片区市政工程及地块平整整治工程（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整治工程（三期）        | 29.00           | 3.60         | 3.60         | -           | -           |
| 土主片区道路管网及地块平整整治工程(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>13.95</b> | <b>7.15</b> | <b>2.20</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 租赁及服务业务

**跟踪期内，公司可供出租物业面积无变化，收入规模增长较快，但受招商引资优惠政策影响，租赁及服务收入规模较小。**

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。截至 2022 年末拥有可供租赁的物业面积为 112.76 万平方米，较上年末无变化，综合出租率为 55.86%。2022 年以来物业相关收入增长较快，2022 年及 2023 年一季度，公司分别实现物业相关收入 0.85 亿元和 0.22 亿元，但因招商引资优惠政策，整体仍处于较低水平。

**表 6：2022 年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          | 0.71         | 25.00       | 100.00       |
| 回龙坝兴隆苑安置房商业门面 | 0.71          | 0.55         | 10.00       | 76.75        |
| 回龙坝兴隆苑安置房车库   | 0.30          | -            | -           | -            |
| 土主团结湾安置房商业门面  | 0.58          | 0.55         | 11.50       | 94.82        |
| 土主团结湾安置房车库    | 0.84          | -            | -           | -            |
| 软件园二期项目办公楼    | 6.82          | 5.59         | 25-70       | 82.02        |
| 软件园二期项目地下车库   | 1.54          | 0.76         | 300 元/车位·月  | 49.50        |
| 企业服务中心办公楼     | 20.15         | 20.15        | 17.54       | 100.00       |
| 企业服务中心车库      | 13.22         | 7.90         | 17.54       | 59.76        |
| 公共仓库及办公用房     | 19.76         | 12.91        | 24          | 65.35        |
| 公共仓地下车库       | 1.45          | 0.04         | 200 元/车位·月  | 2.45         |
| 黄金湾智谷办公楼      | 20.56         | 3.25         | 15.00-35.00 | 15.80        |
| 黄金湾智谷车库       | 7.78          | -            | -           | -            |
| 公租房住房         | 13.07         | 9.51         | 10.00       | 72.42        |
| 公租房商业         | 1.15          | 0.07         | 49.13       | 6.17         |
| 公租房车库         | 3.83          | 0.41         | 200 元/车位·月  | 10.84        |
| 土主团结湾公园       | 0.29          | 0.29         | 8.28        | 100.00       |
| <b>合计/综合</b>  | <b>112.76</b> | <b>62.99</b> | -           | <b>55.86</b> |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

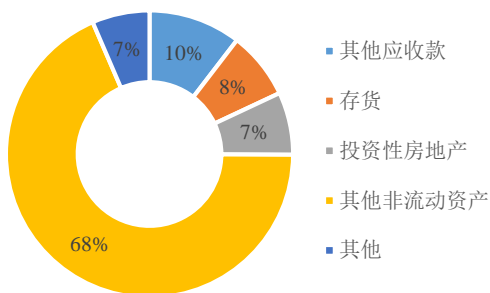
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。跟踪期内，主要系受益于利润的累积，公司所有者权益持续增长；但受业务扩张等影响，2022 年公司债务规模继续增加，财务杠杆水平仍较高，资本结构有待优化，同时经营获现能力一般，EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降。

## 资本实力与结构

*跟踪期内，随着项目的持续推进，公司资产和负债规模均有所上升；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，公司资产收益性和流动性均较弱；债务规模呈持续增长态势，短期债务占比较高，财务杠杆仍处于较高水平。*

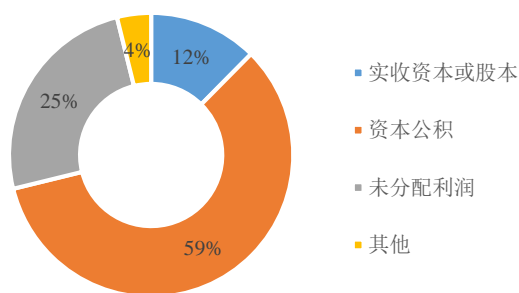
跟踪期内，作为物流园开发建设主体，公司地位仍重要。2022 年主要受基础设施等项目推进，年末资产和负债规模均有所上升。公司业务板块仍主要包括土地整治、基础设施建设和物业相关业务，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货、其他非流动资产和投资性房地产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占资产总额的比重在 70~80%左右。2022 年末公司其他非流动资产较期初增加 46.44 亿元，主要系当期基础设施建设成本上升及新增部分项目投入所致。跟踪期内，公司存货中整治土地资产和其他非流动资产在资产中占比仍较高，公司土地整治、基建业务投资形成的未结算资产以及与当地政府单位及关联方往来款规模较大，对资金形成较大占用。2022 年以来应收类款项规模有所增加，但随着资产规模增加，应收类款项占比小幅下降。另外，公司持有的房屋、建筑物能贡献一定的收益，但规模较小。总体来看，公司资产收益性和流动性均较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司负债主要系刚性债务，其中债务占负债总额的比例在 80%以上。近年来公司债务规模整体呈增长趋势，主要系基础设施建设和土地整治投入以及存量债务到期导致的融资需求增加，近年来保持较大力度的对外融资，债务负担较重。公司融资渠道以银行借款、发行债券为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相对匹配。受益于未分配利润的累积，2022 年末所有者权益合计小幅增加。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，近年来未发生变化。2023 年 3 月末，受益于未分配利润的增加，公司所有者权益继续小幅提升。财务杠杆方面，2022 年由于债务规模的持续扩大，公司财务杠杆水平有所上升。总体来看，近年来公司资产负债率和总资本化比率整体呈上升趋势，杠杆水平相对较高。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

| 项目          | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 资产总计        | 656.47 | 616.95 | 667.53 | 686.41 |
| 非流动资产占比     | 63.43  | 76.58  | 78.16  | 77.35  |
| 经调整的所有者权益合计 | 233.61 | 241.17 | 241.62 | 243.15 |
| 资产负债率       | 64.41  | 60.91  | 63.80  | 64.58  |
| 总资本化比率      | 58.29  | 57.36  | 59.84  | 59.90  |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**跟踪期内，公司经营净现金流有所下降，经营获现能力较为一般，投资活动缺口仍较大，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。**

受益于项目的不断推进，跟踪期内公司收入继续增长，但主要收入板块中基础设施及土地整治项目回款较为缓慢，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，2022 年以来收现比虽然呈现上升趋势但比率始终小于 1。

公司经营活动净现金流主要受往来款现金收支影响较大。2022 年公司经营活动净现金流仍呈现净流入状态，但降幅较大，主要是由于当年收到往来款减少。2023 年一季度经营活动现金呈现净流出状态，公司经营活动获现能力总体表现一般。

2022 年公司基础设施建设项目支出保持较大规模致使其投资活动现金流出规模进一步加大，且投资收益收到的现金仍较少，投资活动现金流入规模依然较小，投资活动现金流资金缺口仍较大。

跟踪期内，如前所述，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资活动产生的资金缺口，其中银行借款呈现增长态势，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过外部债务融资及获得往来款资金等方式，基本可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 8：近年来公司现金流情况（亿元、X）

| 项目            | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.1~3 |
|---------------|--------|--------|--------|----------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 9.93   | 50.58  | 28.79  | -4.91    |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -38.22 | -32.63 | -32.80 | 4.58     |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 32.20  | -26.08 | 4.93   | 3.37     |
| 现金及现金等价物净增加额  | 3.91   | -8.14  | 0.92   | 3.03     |
| 收现比           | 0.52   | 0.11   | 0.14   | 0.25     |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**跟踪期内，公司债务规模增幅较大，债务负担相对较重，且短期债务占比有所上升；跟踪期内公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平有所下降，整体保障能力依然有限。**

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模增长较快，2023 年 3 月末总债务达到 363.17 亿元。公司债务以银行借款、债券发行为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；但短期债务占比有所上升。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 类型                     | 金额     | 2023.4~12 月 | 2024   | 2025  | 2026 | 2027 年及以后 |
|------------------------|--------|-------------|--------|-------|------|-----------|
| 银行借款<br>抵押、保证、信用借款等    | 118.17 | 38.74       | 25.61  | 7.54  | 6.64 | 39.63     |
| 债券融资<br>公司债券、PPN、中期票据等 | 220.61 | 65.80       | 98.92  | 44.84 | 2.24 | 8.80      |
| 非标融资<br>融资租赁、信托等       | 17.90  | 5.88        | 6.85   | 4.82  | 0.35 | --        |
| 其他<br>基金、保险等           | 6.50   | 2.00        | 4.50   | --    | --   | --        |
| 合计                     | 363.17 | 112.42      | 135.88 | 57.20 | 9.24 | 48.43     |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 EBITDA 仍主要由利润总额构成，其中 2022 年利润总额下降主要系当期土地收入确认方式调整导致毛利率下降所致，加之公司总债务规模进一步上升，当期 EBITDA 对利息的覆盖能力有所下降，且覆盖能力仍较弱。此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力有所下降，但仍可形成有效覆盖。

表 10：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

|                     | 2020   | 2021   | 2022   | 2023.3 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总债务                 | 326.49 | 324.40 | 360.07 | 363.17 |
| 短期债务占比              | 22.83  | 33.22  | 37.10  | 33.43  |
| EBITDA              | 9.32   | 10.95  | 8.48   | --     |
| EBITDA 利息保障倍数       | 0.56   | 0.69   | 0.36   | --     |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 0.59   | 3.18   | 1.22   | --     |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

资产受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 71.34 亿元，占当期末资产总额的 10.39%，包括货币资金 3.98 亿元、其他应收款 41.00 亿元以及投资性房地产 26.37 亿元。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 70.75 亿元，占同期末净资产的 29.10%，被

担保单位主要系当地国有企业但规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 11: 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况 (万元)

| 序号 | 被担保对象                 | 企业性质 | 担保余额       |
|----|-----------------------|------|------------|
| 1  | 重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司      | 国企   | 263,300.00 |
| 2  | 重庆铁路口岸物流开发有限责任公司      | 国企   | 212,406.57 |
| 3  | 重庆共享工业投资有限公司          | 国企   | 107,900.00 |
| 4  | 重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司    | 国企   | 80,400.00  |
| 5  | 西部(重庆)科学城沙兴实业发展集团有限公司 | 国企   | 37,100.00  |
| 6  | 重庆龙润科技有限公司            | 国企   | 6,371.71   |
| 合计 |                       | -    | 707,478.28 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2023 年 5 月，公司不存在未结清或已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券逾期未偿付本息的情形。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为物流园区开发建设主体，职能定位不发生重大变化，没有显著规模的资产划入和划出，各业务板块经营稳定。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前年份基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 50~60 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 15~30 亿元。

### 预测

表 12: 公司重点财务指标预测情况

|                   | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测    |
|-------------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率 (%)        | 57.36    | 59.84    | 54.32~66.40 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 0.69     | 0.36     | 0.42~0.52   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。**

近年来公司经营活动净现金流均保持净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 8.44 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 198.35 亿元，尚未使用授信额度为 77.16 亿元，备用流动性较为充足。此外，近年来沙坪

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

坝区各国有企业之间的临时资金往来较为频繁，可为公司提供一定的外部流动性支持；作为沙坪坝区重要的园区开发建设主体，公司每年可获得政府一定的资金支持；近年来公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，在债券市场表现较为活跃，目前已获批未使用的直接融资额度有 37.63 亿元左右。总体来看，公司在金融市场上的认可度较好，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境变化对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于园区基础设施建设和土地整治，资金需求规模较大。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务 121.39 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 23.65 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司环境和社会方面表现一般，目前不存在监管处罚事项；在治理方面的表现优于行业平均水平。整体来看，公司 ESG 表现未对公司信用实力产生不利影响。**

环境方面，公司表现一般，公司的土地整治及基础设施建设业务可能会面临一定环境风险，但公司对项目建设环境风险监测及控制较好，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故，无劳动诉讼事项。

治理方面，公司展业范围、职能定位明确，战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制与治理结构有待进一步优化。

## 外部支持

**中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

沙坪坝区是重庆市主城九区之一，近年来工业转型升级加快，以青凤高科产业园、国际物流枢纽园为核心，以“重庆市智能网联汽车核心零部件特色产业建设基地”为契机，着力打造智能网联新能源汽车产业集群，形成以小康汽车为代表的汽车整车制造龙头企业，旺成科技为代表的零部件重点配套供应商，同时全面发挥通道、口岸、保税等优势资源创新发展，是重庆重要的物资集散地和商贸区。此外，沙坪坝区拥有大型国有股份制银行及政策性银行地方支行等金融资源，2022 年 4 月，沙坪坝区财政局出台支持金融业高质量发展十条政策措施（沙财政发[2022]55 号），积极促进区内金融机构积聚。沙坪坝区经济发展水平和财政实力居重庆市中上游水平，但受区域规划调整及疫情影响，近年来沙坪坝区的财力持续弱化。同时，近年来沙坪坝区的投资建设需求不断推升政府债务规模，居全市首位，政府债务率高于国际 100%警戒标准。此外，区域内基础设施投融资企业数量较多，债务规模较大，需关注政府债务叠加企业债务后可能带来的系统性风险。整体来看，沙坪坝区的资源投入能力和协调能力强。

<sup>2</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



同时，沙坪坝区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为物流园的开发建设主体，职能定位明确，在沙坪坝区国资体系内占据较为重要的战略地位。
- 2) 与政府的关联度高：公司由沙坪坝区国资委直接控股，根据区政府规划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，股权结构和业务开展均与市政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在税收优惠、结算政策和获得专项资金等方面获得较大的支持，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2022 年，公司获得财政拨款土地成本 6.88 亿元，获得政府专项资金 1.83 亿元，主要用于项目建设。

表 13：2022 年沙坪坝区基础设施投融资企业比较情况（亿元、%）

| 名称                    | 大股东及持股比例     | 职能定位与分工                        | 资产总计   | 所有者权益合计 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润  | 债券余额   |
|-----------------------|--------------|--------------------------------|--------|---------|-------|-------|------|--------|
| 西部（重庆）科学城沙兴实业发展集团有限公司 | 沙坪坝区国资委 100% | 沙坪坝区最重要的国有资本投资运营和城市建设更新管理综合运营商 | --     | --      | ---   | --    | --   | 8.00   |
| 重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司    | 沙坪坝区国资委 100% | 重庆国际物流枢纽园的开发建设主体               | 667.53 | 241.62  | 63.80 | 18.62 | 6.73 | 163.20 |
| 重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司      | 沙兴实业 94.41%  | 负责沙坪坝区除园区以外的土地整治、基础设施建设        | 725.04 | 237.74  | 67.21 | 10.67 | 1.07 | 174.02 |
| 重庆共享工业投资有限公司          | 沙兴实业 100%    | 沙坪坝区重要的园区开发主体，负责青凤高科产业园的开发建设   | 262.18 | 99.20   | 62.16 | 6.58  | 0.75 | 77.00  |

注：债券余额系截至 2023 年 5 月 31 日数据，其余均为 2022 年末数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力，对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，国际物流与迈瑞城投、南岸城建、渝中国资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均极强，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，沙坪坝区与渝中区、南岸区均属于重庆市主城区，三者行政地位、经济发展和财政实力及区域债务压力等均差异不大，对当地基础设施投融资企业的支持能力基本上处于同一档次。迈瑞城投与上述基础设施投融资企业均系受当地政府委托，承担重要城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有较强的支持意愿。

其次，国际物流的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的战略定位，公司与可比对象均具有一定的业务竞争优势，业务竞争力均较强；但债务规模偏高，普遍存在自我造血能力不足，部分业务资金回收周期较长，面临一定流动性压力等问题。

然后，国际物流的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，

总体资本实力较强；财务杠杆较高，但仍处于行业适中水平；收现比低于平均水平，但债务结构合理，EBITDA 对利息覆盖能力处于中上水平；近 3 年融资额高于平均水平，债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 14：2022 年同行业对比表

|                  | 国际物流   | 迈瑞城投                              | 南岸城建                            | 渝中国资  |
|------------------|--|-----------------------------------|---------------------------------|---|
| 最新主体信用等级         | AA <sup>+</sup>                                    | AA <sup>+</sup>                   | AA <sup>+</sup>                 | AA <sup>+</sup>                                 |
| 地区               | 沙坪坝区   | 沙坪坝区                              | 南岸区                             | 渝中区   |
| GDP（亿元）          | 1,106.70   | 1,106.70                          | 922.13                          | 1,560.91  |
| GDP 增速（%）        | 1.90   | 1.90                              | 0.10                            | 1.90  |
| 人均 GDP（万元）       | 7.45   | 7.45                              | 7.63                            | 27.01   |
| 一般公共预算收入（亿元）     | 40.30  | 40.30                             | 56.80                           | 40.76   |
| 公共财政平衡率（%）       | 44.43  | 44.43                             | 62.41                           | 53.02   |
| 政府债务余额（亿元）       | 274.82   | 274.82                            | 253.14                          | 140.00  |
| 控股股东及持股比例        | 重庆市沙坪坝区国有资产监督管理委员会 100.00%                         | 西部（重庆）科学城沙兴实业发展集团有限公司 94.41%      | 重庆市南岸区财政局 89.33%                | 重庆市渝中区人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%                   |
| 职能及地位            | 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 | 负责沙坪坝区除园区以外的土地整治、基础设施建设           | 南岸区最重要且规模最大的基础设施建设主体和国有资产经营管理主体 | 渝中区最重要的国有资产经营主体                                 |
| 核心业务及收入占比        | 土地整治 48.78%、管理费收入 46.07%、物业费收入 0.85%               | 土地整治 80.24%、租赁业务 9.25%、工程管理 8.85% | 基础设施建设 80.74%、土地出让 12.79%       | 土地整治 14.60%、租赁业务 24.40%、保安服务 32.73%、安置房业务 9.59% |
| 资产总计（亿元）         | 667.53   | 725.04                            | 706.87                          | 225.83  |
| 所有者权益合计（亿元）      | 241.62   | 237.74                            | 221.64                          | 89.58   |
| 总债务（亿元）          | 360.07   | 401.61                            | 328.54                          | 114.02  |
| 总资本化比率（%）        | 59.84  | 64.21                             | 59.71                           | 56.00   |
| 营业总收入（亿元）        | 18.62  | 10.67                             | 44.90                           | 5.14  |
| 净利润（亿元）          | 6.73   | 1.07                              | -7.80                           | 0.71  |
| EBITDA（亿元）       | 8.48   | 3.88                              | -0.21                           | 2.39  |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 0.36   | 0.18                              | -0.01                           | 0.48  |
| 经营活动产生的现金流量净额    | 28.79  | 6.16                              | 26.70                           | 3.26  |
| 利息保障倍数（亿元）       | 28.79  | 6.16                              | 26.70                           | 3.26  |
| 可用银行授信余额（亿元）     | 73.15  | 138.78                            | 74.38                           | 269.35  |
| 债券融资余额（亿元）       | 163.20   | 174.02                            | 90.00                           | 31.00   |

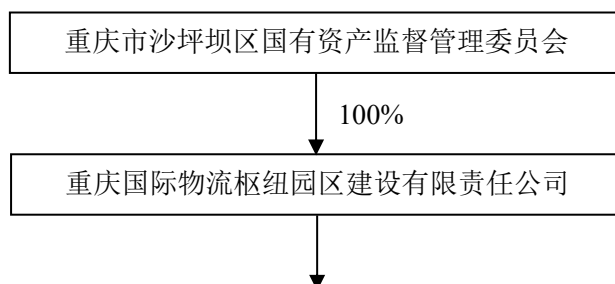
注：1、迈瑞城投和南岸城建可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据，其余为截至 2022 年数据；2、债券融资余额为截至 2023 年 5 月 31 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

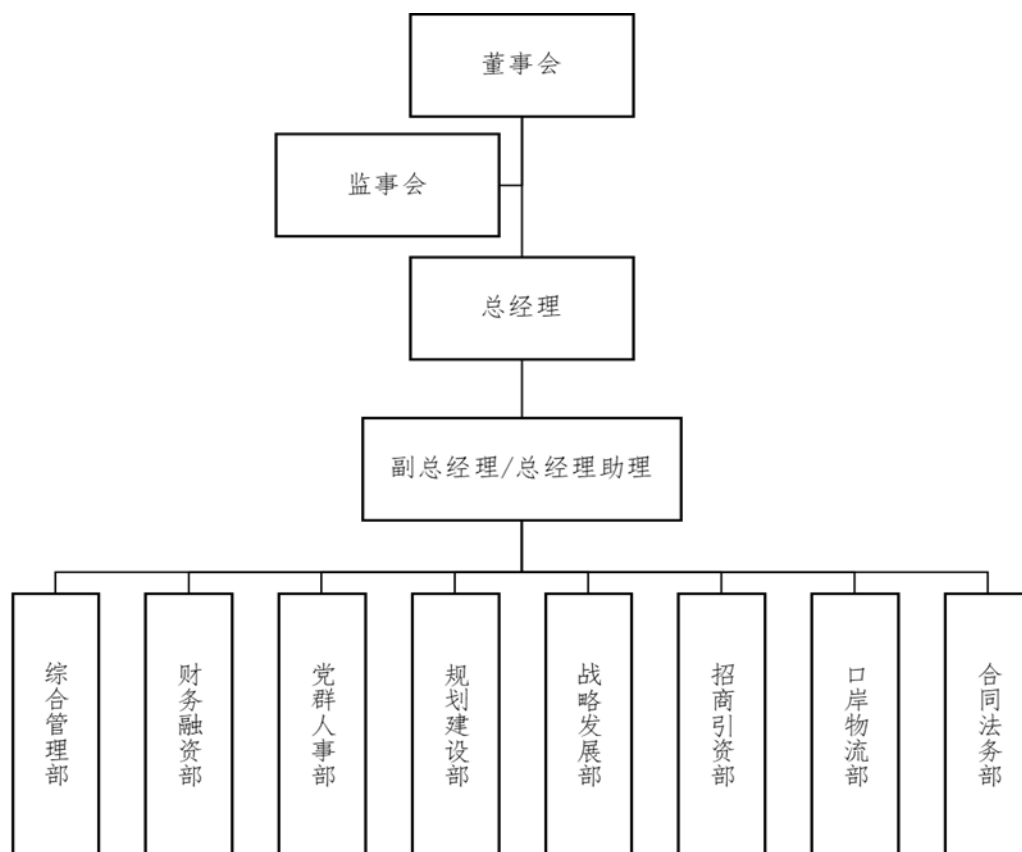
## 评级结论

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”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 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及组织结构图（截至 2023 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  | 100.00  |
| 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 | 78.16   |
| 重庆兴晟达建设项目管理有限公司        | 11,000.00  | 90.07   |
| 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  |
| 重庆丝路长嘉置业有限公司           | 2,000.00   | 100.00  |



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）            | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3/2023.1~3 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金                   | 149,939.99   | 83,343.52    | 93,908.61    | 124,219.98      |
| 非受限货币资金                | 135,178.09   | 53,769.53    | 63,008.32    | 84,439.91       |
| 应收账款                   | 3,008.13     | 73,535.96    | 111,797.74   | 114,024.36      |
| 其他应收款                  | 1,624,127.08 | 690,067.41   | 695,804.28   | 731,459.55      |
| 存货                     | 562,878.77   | 535,135.62   | 507,441.76   | 496,237.17      |
| 长期投资                   | 108,260.24   | 126,273.86   | 106,889.62   | 103,212.96      |
| 在建工程                   | 59,134.77    | 108,100.33   | 37,603.64    | 54,574.92       |
| 无形资产                   | 42.71        | 48.50        | 111.79       | 175.87          |
| 资产总计                   | 6,564,746.51 | 6,169,530.90 | 6,675,308.48 | 6,864,095.30    |
| 其他应付款                  | 269,160.36   | 256,204.89   | 327,427.18   | 400,734.34      |
| 短期债务                   | 745,309.21   | 1,077,571.51 | 1,335,715.49 | 1,213,920.22    |
| 长期债务                   | 2,519,594.28 | 2,166,426.22 | 2,265,027.30 | 2,417,823.23    |
| 总债务                    | 3,264,903.48 | 3,243,997.74 | 3,600,742.79 | 3,631,743.45    |
| 负债合计                   | 4,228,644.46 | 3,757,787.22 | 4,259,118.62 | 4,432,555.67    |
| 利息支出                   | 167,901.92   | 159,210.03   | 236,530.04   | --              |
| 经调整的所有者权益合计            | 2,336,102.05 | 2,411,743.69 | 2,416,189.85 | 2,431,539.63    |
| 营业总收入                  | 229,083.70   | 171,517.36   | 186,165.56   | 16,165.20       |
| 经营性业务利润                | 82,682.09    | 104,434.14   | 80,122.24    | 8,391.35        |
| 其他收益                   | 315.22       | 0.00         | 0.05         | 0.05            |
| 投资收益                   | 6,030.64     | 2,617.00     | 1,109.70     | 200.54          |
| 营业外收入                  | 157.70       | 64.57        | 7.90         | 0.00            |
| 净利润                    | 75,103.75    | 88,255.17    | 67,333.65    | 7,540.09        |
| EBIT                   | 92,122.11    | 108,955.27   | 83,267.92    | --              |
| EBITDA                 | 93,206.77    | 109,521.57   | 84,814.76    | --              |
| 销售商品、提供劳务收到的现金         | 118,283.06   | 19,514.26    | 25,415.04    | 4,119.62        |
| 收到其他与经营活动有关的现金         | 596,667.74   | 1,309,522.42 | 1,007,735.29 | 357,444.35      |
| 购买商品、接受劳务支付的现金         | 4,162.02     | 6,080.21     | 11,456.46    | 3,781.82        |
| 支付其他与经营活动有关的现金         | 579,193.27   | 788,417.24   | 707,737.73   | 398,200.72      |
| 吸收投资收到的现金              | 7,515.00     | 11,177.80    | 0.00         | 0.00            |
| 资本支出                   | 371,426.84   | 225,293.98   | 330,041.23   | 39,004.78       |
| 经营活动产生的现金流量净额          | 99,283.14    | 505,835.45   | 287,913.30   | -49,129.40      |
| 投资活动产生的现金流量净额          | -382,168.99  | -326,299.04  | -327,971.33  | 45,763.54       |
| 筹资活动产生的现金流量净额          | 322,036.95   | -260,771.41  | 49,308.80    | 33,677.22       |
| 现金及现金等价物净增加额           | 39,142.88    | -81,408.56   | 9,238.78     | 30,311.37       |
| 财务指标                   | 2020         | 2021         | 2022         | 2023.3/2023.1~3 |
| 营业毛利率(%)               | 41.53        | 69.40        | 48.90        | 62.72           |
| 期间费用率(%)               | 4.56         | 6.87         | 4.12         | 9.98            |
| 应收类款项占比(%)             | 25.22        | 12.38        | 12.10        | 12.32           |
| 收现比(X)                 | 0.52         | 0.11         | 0.14         | 0.25            |
| 资产负债率(%)               | 64.41        | 60.91        | 63.80        | 64.58           |
| 总资本化比率(%)              | 58.29        | 57.36        | 59.84        | 59.90           |
| 短期债务/总债务(%)            | 22.83        | 33.22        | 37.10        | 33.43           |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 0.59         | 3.18         | 1.22         | --              |
| 总债务/EBITDA(X)          | 35.03        | 29.62        | 42.45        | --              |
| EBITDA/短期债务(X)         | 0.13         | 0.10         | 0.06         | --              |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)       | 0.56         | 0.69         | 0.36         | --              |

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020~2021 年财务数据为下年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据为审计报告或财务报表期末数；2、中诚信国际将公司 2020 年“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 2023 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   |
|---------------------|--|
| 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  |
| 经调整的所有者权益           | 所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整  |
| 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+经调整的所有者权益)  |
| 非受限货币资金             | 货币资金-受限货币资金  |
| 利息支出                | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出  |
| 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  |
| 应收类款项占比             | (应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额  |
| 营业毛利率               | (营业收入-营业成本)/营业收入   |
| 期间费用合计              | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用  |
| 期间费用率               | 期间费用合计/营业总收入   |
| 经营性业务利润             | 营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益) |
| EBIT(息税前盈余)         | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益  |
| 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  |
| 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  |
| EBITDA 利息保障倍数       | EBITDA/利息支出  |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估<br>(BCA) 等级符号 | 含义  |
|----------------------|---|
| aaa                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。  |
| a                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，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                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| c                    | 在无外部特殊支持下，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。

| 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     | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。     |
| 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。

| 短期债项等级符号 | 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      | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。       |
| C        | 还本付息能力极低，违约风险极高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn