

信用等级公告

联合[2016] 676 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司拟发行的 2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目
项目收益债券的信用等级为
AA

特此公告。



2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目

项目收益债券信用评级报告

评级结果:

本期债券信用等级: AA

评级时间: 2016 年 5 月 25 日

项目收益债概要

项目收益债名称	2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券
募集资金规模	10 亿元
发行期限	5 年
还本付息方式	每年付息一次, 分次还本, 债券存续期的第 3 至第 5 个年度分别按照本期债券发行总额的 30%、30% 和 40% 的比例偿还债券本金
信用增级	本期债券设置差额补偿机制, 差额补偿责任包括债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时, 差额补偿人按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分
项目实施主体	重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司

分析师

张峻铖 周海涵

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对“2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券” (以下简称“本期债券”) 的评级, 反映了万盛经济技术开发区城市停车场建设项目 (以下简称“募投项目”) 对提升完善当地城市配套、改善交通环境、促进万盛旅游市场发展、提升城市交通服务水平的重要性和必要性, 募投项目所在地“停车难”问题加剧, 停车设施需求规模大为项目实施主体重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司 (以下简称“万盛城建”) 业务开展提供了较好保障。但联合资信也关注到, 本期债券募投项目目前仍处于建设前期, 预期收益可能会受到项目建设或运营期风险影响; 且在项目建设阶段, 项目实施主体自身并不产生收益, 利息偿还对外部支持依赖程度较高。

本期债券募集资金封闭管理, 项目收益流入流出监管严格, 信息披露要求严格, 可有效防范本期债券的操作风险。本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益, 根据预测, 本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还具备覆盖能力。同时, 本期债券设置了差额补偿机制, 差额补偿人 (重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司, 以下简称“开投集团”) 有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足, 并承担连带责任。此外, 中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行 (以下简称“农业银行”) 为公司提供流动性贷款支持。以上措施可有效提升本期债券到期偿还的安全性。

优势

1. 本期债券募投项目所在地万盛经济技术开

发区停车设施需求规模大，项目未来预期能够实现良好收益。

2. 本期债券设置了差额补偿机制，项目实施主体及差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任；且农业银行为本期债券提供流动资金贷款支持；以上措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。
3. 本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 项目建设过程中的施工进展、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大。
2. 在项目建设阶段，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。
3. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的运营收入和补贴收入，外部环境、收费标准、实际停车量等因素若有变化，可能将影响本期债券募投项目经营阶段现金流水平，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。
4. 本期项目收益债券设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，公司和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本评级报告引用的相关的资料主要由重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、2016年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券信用等级自本债券成立之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、本期债券概况

1. 基本情况

重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司（以下简称“项目实施主体”或“万盛城建”）负责重庆市万盛经济技术开发区（以下简称“万盛经开区”或“经开区”）城市停车场建设项目投资、建设及运营服务。2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券（以下简称“本期债券”），募集资金 10 亿元，发行期限 5 年，募集资金全部用于万盛经济技术开发区城市停车场建设项目（以下简称“募投项目”）投资建设。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第 3 至第 5 个计息年度末分别按照本期债券发行总额的 30%、30%和 40%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券设置了差额补偿机制，在差额补偿协议正常履行的情况下差额补偿责任包括当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前 20 个工作日不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“开投集团”）按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分，同时万盛城建和差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

	名称	内容
1	项目收益债名称	2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券
2	项目实施主体	重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司
3	募投项目	万盛经济技术开发区城市停车场建设项目
4	募集规模	10 亿元

5	期限	5 年
6	还本付息方式	每年付息一次，分次还本
7	信用增级	重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司为本期债券的差额补偿人。万盛城建和开投集团对本期债券的偿还承担连带责任
8	流动性支持	本期债券存续期内，当偿债主体对本期债券本息偿付发生临时资金流动性不足时，在国家法律法规和内部信贷政策及规章制度允许的情形下，农业银行万盛支行根据发行人的申请，按照内部规定程序进行评审，经评审合格后，可向发行人提供期限为 1 年、金额不低于当年应付债券本息的流动资金贷款。该流动性支持贷款仅限于为本期债券偿付本息，以解决万盛城建本期债券本息偿付暂时资金流动性不足。
9	主承销商/债权人代理人	广州证券股份有限公司
10	托管人	中央国债登记结算有限责任公司
11	监管人	中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行
12	项目可行性研究报告编制单位	重庆国际投资咨询集团有限公司
13	法律顾问	重庆鉴识律师事务所
14	信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

（1）募集资金现金流

本期债券以簿记建档方式在银行间债券市场面向机构投资者非公开发行，发行后将在中央国债登记结算有限责任公司登记、托管。本期债券的募集资金将划入万盛城建设立的募集资金使用专户，该账户由中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行（以下简称“农业银行”或“监管银行”）监管，募集资金用于万盛经济技术开发区城市停车场建设项目。

（2）偿债资金现金流

本期债券还本付息的资金来源是：①本期债券募投项目的收入，主要由项目运营收入和财政补贴收入两大部分构成，其中项目营业收入包括车位出租收入、车位销售收入、配套商铺出售收入；②根据《2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“《差额补偿协议》”）的约定，差额补偿人向本期项目收益债券偿债资金专户划入的资金；③根据《2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目

收益债券账户及资金监管协议》和《2016年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券债权代理协议》的约定，在本期项目收益债券存续期间，募集资金使用专户和偿债资金专户内临时闲置的资金用于流动性较好、低风险保本投资所产生的收益。

本期债券募投项目产生的收入将全部划入万盛城建设立的项目收入归集专户，该账户同样由中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行监管。每当项目收入归集专户接收到本期债券募投项目所产生的收入时，万盛城建应以待偿付的全部债券本息为限，在每个计息年度内分两次将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。划转具体时点由万盛城建、农业银行和广州证券在本期债券募投项目建成投产后根据项目收益实现特定约定。

开投集团是本期债券的差额补偿人。在本期债券存续期每个计息年度付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，监管银行应书面通知差额补偿人和债权人广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”），差额补偿人应于在本期债券付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。

二、行业及区域环境分析

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括债贷在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布

《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

区域经济概况

万盛经开区地处重庆市西南部，距重庆市区 89 公里，全区幅员面积 565.76 平方公里，辖万盛街道、东林街道 2 个街道办事处，万东镇、南桐镇、青年镇、关坝镇、丛林镇、石林镇、金桥镇、黑山镇等 8 个镇，城区包括万盛街道、东林街道、万东镇和南桐镇，为全区的行政、商贸、经济文化中心。

近年来，万盛经开区经济总量保持快速增长态势，2015 年实现地区生产总值 111.6 亿元，同比增长 10.5%。

表 2 万盛经开区主要经济指标

(单位: 亿元)

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
地区生产总值	86.0	101.0	111.6
工业总产值	105.0	142.0	170.7
全社会固定资产投资	75.0	125.0	155.6
社会消费品零售总额	30.5	36.3	40.7

资料来源：2014-2016 年度万盛经开区管委会工作报告

地方财政实力

从万盛经开区地方可支配收入来看，万盛经开区地方财政可支配收入由一般预算收入、政府性基金收入以及转移性收入构成。2013~2015 年，根据万盛经开区财政局提供的资料，近三年万盛经开区可支配收入三年复合增长率为 14.25%，2015 年达到 40.48 亿元。

万盛经开区一般预算收入年均复合增长 18.23%，2015 年实现 10.67 亿元。其中税收收入 6.99 亿元，占 2015 年一般预算收入的 65.52%，万盛经开区税收收入中增值税所占比重最高，其次为营业税、企业所得税、城镇土地使用税和契税等。非税收入方面，万盛经开区非税收入主要是专项收入、行政事业性收费、罚没收入、国有资源有偿使用收入等。2013~2015 年，非税收入占一般财政收入的比重分别为 32.70%、32.44%和 34.48%，非税收入的比重呈波动上升趋势。

经开区转移性收入主要由一般性转移支付

收入、专项转移支付收入和返还性收入构成。

2013~2015 年，万盛经开区转移性收入总体规模分别为 14.57 亿元、14.30 亿元和 14.32 亿元，呈波动下降趋势。

万盛经开区政府性基金收入以土地出让收入为主，年均复合增长 32.64%，2015 年为 15.49 亿元。2012 年 4 月 2 日，万盛经开区管委会组织召开了关于落实万盛经开区发展规划的专题会议，会上明确了 2012~2020 年经开区将开发 16.10 平方公里土地，其中 2013~2016 年每年出让 240 万平方米、2017~2021 年总共出让土地 570.01 万平方米。万盛经开区规划的土地开发规模较大，未来经开区政府性基金收入总量较大，但是由于土地出让受宏观环境及政策影响较大，存在不确定性。

整体看，随着万盛经开区经济的持续增长，财政实力保持稳步增长。

地方政府债务

经开区地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2015 年底，万盛经开区政府债务余额为 19.60 亿元，直接债务占 93.85%，债务率为 48.42%。万盛经开区政府债务负担尚可。

三、本期债券项目情况

1. 项目实施主体

万盛城建为本期债券的项目实施主体。万盛城建前身为重庆惠盛工程建设投资有限公司，为开投集团于 2014 年 3 月出资成立的法人独资有限责任公司，初始注册资本 12000 万元，实收资本 1600 万元。2015 年 10 月 22 日，根据《重庆惠盛工程建设投资有限公司股东决定》，公司名称变更为重庆市万盛经开区城市建设集团有限公司。2015 年 12 月 24 日，根据《重庆市国有资产监督管理委员会关于协议转让重庆惠盛工程建设投资有限公司股权有关事宜的批复》（渝国资〔2015〕573 号）和《股权转让协议》，开投集团将其持有的万盛城建

100.00%股权作价 1600.00 万元协议转让给万盛经济技术开发区财政局。至此，万盛城建股东变更为万盛经开区财政局，实际控制人为万盛经开区管理委员会，公司类型变更为有限责任公司（国有独资）。2016 年 1 月 11 日，万盛经开区财政局对万盛城建再次注资 5000.00 万元，万盛城建实收资本增加至 6600.00 万元。截至 2016 年 4 月底，万盛城建注册资本为 12000.00 万元，实收资本为 6600.00 万元，占已登记注册资本总额的 55%。

万盛城建经营范围：市政工程开发；城市基础设施、公共事业、基础产业项目建设、运营；物业管理；政府公共设施特许经营；基本建设项目前期可行性研究、评议、论证（国家有专项规定除外）；工程技术咨询；物流服务；建筑材料、装饰材料、钢材销售；房地产开发与经营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

由于万盛城建成立时间短，因此其自身资产规模小，营业收入少。截至2015年底，万盛城建资产总计1.60亿元，负债合计0.39亿元，所有者权益合计1.20亿元。2015年全年万盛城建实现营业收入0.34亿元，利润总额0.02亿元。

万盛城建注册地址：重庆市万盛经开区万东北路51号；法定代表人：王航。

2. 项目概况

本期债券的募投项目为万盛经济技术开发区城市停车场建设项目，建设范围包括万盛中心组团、平山组团以及黑山谷、石林、奥陶纪等旅游度假景区。本项目用地面积约504亩（336125平方米），其中新建地上停车位占地面积约134亩（89644平方米），地下停车位占地面积约367亩（244688平方米），立体停车位占地面积约3亩（1793平方米）。项目总建筑面积348168平方米，其中停车位建筑面积307288平方米，配套商业设施40880平方米。新建停车场26个，停车位10275个。其中：地面停车位2638个，车位面积89644平方米；地下停车位7432

个，车位面积307288平方米；立体停车位205个，车位面积7170平方米。同时，项目配套建设停车服务设施、标志标线、供电、通风、绿化工程等。本项目总投资为15.15亿元，其中由万盛城建自筹5.15亿元，占比34.01%；10亿元通过发行本期债券筹集，占比65.99%。

表 3 本期债券募投项目主要技术经济指标

指标名称	单位	指标值
总用地面积	亩	504
停车位个数	个	10275
地面停车位	个	2638
地下停车位	个	7432
立体停车位	个	205
项目总建筑面积	平方米	348168
停车位建筑面积	平方米	307288
配套商业建筑面积	平方米	40880

资料来源：《万盛经济技术开发区城市停车场建设项目可行性研究报告》

3. 项目建设必要性及合规性

项目必要性

万盛经开区城市停车场建设项目是万盛经开区落实国家新型城镇化战略的必然选择。自2013年以来，国务院、重庆市政府、区管委会密集出台文件，要求把城市基础设施建设放在更加突出的位置进行安排部署。停车场是城市交通基础设施的重要组成部分，本项目建设覆盖万盛经开区城区中心组团、平山组团及景区的高水平的停车场，对促进城市可持续发展，树立城市良好形象，减少道路拥堵，增强区位优势，改善民生具有重要现实意义。

万盛经开区城市停车场建设是解决“停车难”问题的重要举措。万盛经开区由于车位严重短缺，致使部分车辆停靠在道路两侧，占道停车一方面加重了动态交通和静态交通的矛盾，造成万盛交通道路更加拥堵；另一方面对万盛城市形象造成长期不良影响，不利于万盛打造全国知名旅游城市。项目建设可以从根本上解决车辆增长与停车资源的紧缺以及万盛汽车保有量增加而引发的“停车难”问题。改善万盛城市交通现状；提升居民生活质量；有助于万盛打造“宜居宜游宜业精品城”的目标早日实现。

万盛经开区城市停车场建设可有效促进万

盛旅游市场发展，满足外来车辆需求。万盛区旅游资源十分丰富，拥有万盛黑山谷、龙鳞石海国家 5A 级旅游景区，以及黑山国家森林公园、奥陶纪省级风景名胜区、九锅箐森林公园等景区景点，是全国唯一的国家资源型城市旅游转型发展试点区、重庆市唯一的旅游经济试验区。当前，万盛黑山谷、石林、奥陶纪景区等交通基础设施不断完善，旅游投入力度不断加大，旅游环境不断改善，旅游产业链不断完善并延伸，景区旅游车停车位的不足却制约着万盛旅游业的发展。本次新增的公共停车位能够为本地、外地游客提供旅游城市基础性的公共服务，将进一步缓解景区停车压力，同时，景区停车位增加后，部分因景区缺乏停车位而将车辆停于城区的情况也将减少。项目为外地旅游大巴及自驾游一族在万盛城区、景区等停车旅游观光提供了方便，将为万盛建设旅游城

市作出积极的贡献。

万盛经开区城市停车场建设有助于合理利用城市地下空间，节约土地资源。目前，城市地面空间及上空被高层建筑、道路等挤占，给自然环境带来很大的威胁，开发地下空间将是城市可持续发展，解决城市市政公用土地稀缺的有效途径。本项目建设主要为地下停车场，充分利用了城市地下空间，集约利用了有限的城市市政公用建设用地，拓展城市空间，将创造更美好、更有意义的生存环境。项目通过改善城市空间环境的质量来提高生活质量的建设典范，为解决土地资源稀缺与城市发展的矛盾探索了有效路径，积累了良好经验。

项目合规性

本期债券募投项目已获得相关部门批复，体批复情况如下表所示：

表 4 本期债券募投项目获得相关批复情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于万盛经济技术开发区城市停车场建设项目可行性研究报告的批复	万盛发改投〔2015〕98 号	重庆市万盛经济技术开发区发展改革局	2015 年 6 月 20 日
建设项目选址意见书	选字第建 500110201510050 号	重庆市万盛经济技术开发区规划建设局	2015 年 6 月 9 日
关于万盛经济技术开发区城市停车场建设项目用地预审的函	万盛经开区国土房管预审〔2015〕15 号	重庆市万盛经济技术开发区国土房管局	2015 年 6 月 12 日
环境影响评价文件批准书	渝（万盛经开）环准通〔2015〕096 号	重庆市万盛经济技术开发区环境保护局	2015 年 6 月 15 日
建设用地规划许可证	地字第建 500110201510092 号	重庆市万盛经济技术开发区规划建设局	2015 年 6 月 23 日
建设工程规划许可证	建字第建 500110201510059 号	重庆市万盛经济技术开发区规划建设局	2015 年 6 月 26 日
建筑工程施工许可证	编号 500110201507290101/500110201507290202	重庆市万盛经济技术开发区规划建设局	2015 年 7 月 29 日

资料来源：万盛城建提供

注：万盛城建于 2015 年 10 月 22 日将名称由“重庆惠盛工程建设投资有限公司”变更为“重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司”，上述批复文件中所列的公司全部为重庆惠盛工程建设投资有限公司。

4. 项目风险

工程建设风险

万盛经开区城市停车场建设项目投资规模较大，建设周期较长，如果在项目建设过程中出现影响工程进度以及影响工程质量、不可抗拒的自然灾害等重大问题，可能会导致工期延长，并对项目收益的实现产生一定的不利影响。万盛城建将认真执行工程建设计划，严

格控制项目建设成本和建设周期，将项目的投资、建设、监督工作分开，确保工程保时保质完成以及项目投入资金的合理使用。另外，募投项目的设计和建设均由技术过硬、经验丰富的公司承担，关键工程经过反复论证，并由专业人员跟踪项目施工进度，确保项目施工质量。万盛城建还将在本期债券存续期内进一步完善项目管理机制，对资金的使用情况进行实

时监控，以确保项目建设实际投资控制在预算范围内并如期按质竣工和及时投入运营。

募投项目的建设资金由本期债券募集资金及万盛城建自筹部分构成，万盛城建自筹建设资金部分可能因自有资金限制等因素而未能达到相应的预算额度；工程建设期间可能出现施工期延长、物价上涨等因素而使项目实际资金需求超出预算等均可能使项目面临建设资金不足风险。根据万盛城建股东万盛经开区财政局出具的相关说明，如果本次募投项目实际投资超过项目概算，万盛经开区财政局承诺根据项目超出概算情况提前作出融资安排，确保本次项目建设资金足额到位。此外，万盛经开区管委会还将在资产、业务、资金和政策等方面加大对万盛城建及募投项目的支持力度，切实保障项目如期完工。万盛城建将进一步完善项目管理机制，严格执行项目资金收付管理制度，并对资金的使用及归集情况进行实时监控，以确保项目建设实际投资控制在预算范围内，并如期按质竣工和及时投入运营。

其他风险

项目在建设期间产生的施工噪声、粉尘、废弃土石方可能会对周边环境造成一定的影响，应做好一些必要的防护工程。项目建成后作为万盛城市基础设施，在运营期间可能对环境产生的影响主要包括运营过程中产生的垃圾、废水、废气、噪声、事故风险等。

根据对项目可能诱发的风险及其评价，将采取以下风险防范措施：项目运营期间，将系统制定项目的安全、卫生管理规定，加强对项目的安全监督，项目区产生的生活垃圾、废水等都经过妥善处置，可回收物质遵守国家有关规定进行回收处理；建设期间严格要求和监督

施工单位文明施工，减少扰民，施工建设过程中所产生的垃圾，废弃土石方，粉尘等有可能污染周围环境的，采取相对应措施及时处理；项目组紧密联系和依靠街道、居委会等，采取以预防为主的治安防范措施。

总体看，本期债券募投项目符合国家政策支持导向、政府支持力度较大，主要风险因素可控。

四、本期债券收益预测

1. 项目收益预测

本项目收益债收益预测主要依据中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）于2016年5月出具的《万盛经济技术开发区城市停车场建设项目收益及现金流评估的专项意见书》。（以下简称“《专项意见书》”）。

本项目建设周期2.5年，总投资15.15亿元，项目计划投入自筹资金5.15亿元，占比34.01%；通过本期债券融资10.00亿元，占比65.99%。本期债券存续期5年，假定其于2016年发行，则将于2021年到期。本项目的财务预测基于以下条件：项目财务计算期6.5年，其中建设期2.5年（2015年6月-2017年12月），运营期4年（2018年-2021年）。

成本费用构成

建设期成本费用主要包括项目新建范围内的土地费用、建筑工程、设备及其安装工程费用、工程建设其他费用；以及项目整体的基本预备费、建设期利息和铺底流动资金等。运营期费用主要由经营成本、固定资产折旧费和财务费用构成。

表5 建设期成本费用构成表（单位：万元）

费用名称	建筑工程	设备购置及安装	其他	合计
工程费用	83163	20668		103831
工程建设其他费用			30842	30842
预备费	6653	1653	2467	10774
建设期利息			5880	5880
铺底流动资金			217	217
项目总投资合计	89816	22321	39406	151544

资料来源：《专项意见书》

表6 运营期项目投资成本分年度费用表（单位：万元）

项 目	合计	计算期			
		2018	2019	2020	2021
经营成本	6295	2185	1906	1102	1102
其他直接费用（年收入3%）	2962	1444	1042	238	238
工资及福利费	1140	285	285	285	285
维修费（折旧费20%）	1849	370	493	493	493
管理费用（工资福利30%）	344	86	86	86	86
折旧费（2.5%）	9247	1849	2466	2466	2466
财务费用（年收入5%）	10785	4900	3099	1694	1092
债务资金利息（同期基准利率）	10785	4900	3099	1694	1092
运营期成本费用	43407	16019	12476	8058	6854

资料来源：《专项意见书》

营业收入构成

本募投项目的营业收入主要由项目运营收入和财政补贴收入两大部分构成，其中项目营业收入包括车位出租收入、车位销售收入和配套商铺出售收入。

车位出租

本项目将建成26个公共停车场，共10275个停车泊位。依据《重庆市万盛经济技术开发区发展改革局关于规范公共停车服务收费管

理的通知》（万盛发改价发〔2014〕24号），本项目所建停车场停车收费需采用政府指导定价的定价模式，政府指导价为最高限价。重庆市万盛经开区公共停车服务收费政府指导价标准如下表所示：

根据万盛目前停车场收费情况，结合政府指导价标准，本项目收费标准确定为（不考虑物价上涨引起的收费价格提升）：

表7 达产年车位出租收入明细情况

内容	经营规模（个）	收入标准（元）	单位	年收入（万元）	测算基础
万盛中心、平山组团					
小车	5145			5957	
地面车位	823	12	元/日	356	1元/时，12时
地下车位	4322	36	元/日	5601	3元/时，12时
大车	700			1037	
地面车位	200	24	元/日	173	2元/时，12时
地下车位	500	48	元/日	864	4元/时，12时
小计	5845			6994	
旅游景区					
小车	2563			2214	
地面车位	1548	24	元/日	1337	6元/次，4次/天
地下车位	1015	24	元/日	877	6元/次，4次/天
大车	67			116	
地面车位	67	48	元/日	116	12元/次，4次/天
小计	2630			2330	
合计	8475			9324	

资料来源：《专项意见书》

注：因《重庆市万盛经开区公共停车服务收费政府指导价标准》中未约定旅游景区地下停车位收费指导价，谨慎考虑，募投项目景区小型车地下停车位收费标准参照地面停车位收费标准执行；大型车地面停车位12元/次（旅游景区以特大型旅游巴士为主）。

表8 车位出租业务达产率及车位出租收入情况（单位：万元）

年份	2018	2019	2020	2021
达产率	77%	85%	85%	85%

出租收入	7903	7926	7926	7926
------	------	------	------	------

资料来源：《专项意见书》

注：根据《专项意见书》预测，2018年末未出售的720个车位亦可用于出租。

车位出售

本项目共新建26个公共停车场，靠近小区的停车场车位购买需求较大。本项目涉及的26个停车场中国能天街停车场、南万高速安置房停车场、老街廉租房二期停车场、万盛花园停车场和万盛进盛中学停车场靠近居民区，车位购买需求较大，上述五个停车场共建停车位3120个地下停车位，按60%的销售比例测算，可销售车位为1849个，本项目可实现销售车位数量取1800个进行测算，销售安排如下：根据万盛区车位出售市场调研情况，选取10万元/个作为本项目车位出售价格测算标准。

表9 项目车位销售安排情况

项目	2018	2019	合计
车位销售数量（个）	1080	720	1800
销售比例（%）	60.00	40.00	100.00
车位出售收入（万元）	10800	7200	18000

资料来源：《专项意见书》

配套商铺出售业务

根据《重庆市万盛经开区管委会关于鼓励投资建设公共停车场的指导意见》，单独选址建设的公共停车场项目可配套不超过总建筑

面积15%的附属经营设施。

为弥补停车设施建设和运营资金不足，本项目拟建设配套商业设施40880平方米，本项目总建筑面积为348168平方米，配套商业设施占项目总建筑面积的比例为11.74%，销售安排如下表所示：根据万盛区同类商铺出售市场调研情况，选取1.20万元/m²作为本项目商铺销售价格测算标准。

表10 项目商铺销售安排情况

项目	2018	2019	合计
商铺销售数量（m ² ）	24528	16352	40880
销售比例	60.00%	40.00%	100.00%
商铺出售收入（万元）	29433.60	19622.40	49056

资料来源：《专项意见书》

政府补贴收入

根据重庆市万盛经开区管委会《关于下达万盛经开区城市停车场建设项目专项补贴的批复》（万盛经开〔2015〕150号），万盛经开区管委会给予本项目合计72819万元的财政补贴，其中在本期债券存续期内（2016-2021年）共计收到5.05亿元。

表11 运营期内收入情况（单位：万元）

项目	合计	运营期			
		2018	2019	2020	2021
项目营业收入	98737	48137	34748	7926	7926
车位出租收入	31681	7903	7926	7926	7926
车位出售收入	18000	10800	7200		
商铺出售收入	49056	29434	19622		
项目补贴收入	50547	13425	12374	12374	12374
项目总收入	149284	61562	47122	20300	20300

资料来源：《专项意见书》

利润和现金流预测

根据以上各项数据，募投项目运营期利润和债券存续期内现金流量预测如下。可见，在

债券存续期内当期可用于偿还本息资金能够对当期应支付本金和利息合计形成覆盖。

表12 利润预测表（单位：万元）

年份	合计	2016	2017	2018	2019	2020	2021
项目总收入	149284	--	--	61562	47122	20300	20300
营业税及附加	1328	--	--	647	467	107	107
总成本费用	26327	--	--	8934	7471	5262	4660
利润总额	121629	--	--	51981	39184	14931	15533
所得税（25%）	30407	--	--	12995	9796	3733	3883
税后利润	91222	--	--	38986	29388	11198	11650

资料来源：《专项意见书》

表13 本期债券募投项目现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	建设期		运营期			
		2015.6-2016	2017	2018	2019	2020	2021
现金流入	149284	--	--	61562	47122	20300	20300
项目总收入	149284	--	--	61562	47122	20300	20300
回收固定资产余值	--	--	--	--	--	--	--
回收流动资金	--	--	--	--	--	--	--
现金流出	153793	85324	60124	3554	2373	1209	1209
建设投资	145448	85324	60124	--	--	--	--
流动资金	722	--	--	722	--	--	--
经营成本	6295	--	--	2185	1906	1102	1102
税金及附加	1328	--	--	647	467	107	107
所得税前净现金流量	-4509	-85324	-60124	58008	44749	19091	19091
调整所得税	30407	--	--	12995	9796	3733	3883
所得税后净现金流量	-34916	-85324	-60124	45013	34953	15358	15208

资料来源：《专项意见书》

注：现金流预测数据中未将资本金和本期债券募集资金的流入纳入计算；回收固定资产余值和回收流动资金在本期债券存续期内未体现。

敏感性分析

敏感性分析主要是考察本项目的主要因素发生变化时，对项目财务内部收益率的影响

程度。根据项目特点，将项目投资、项目成本、项目收入作为主要敏感因素进行分析，取变化率 $\pm 10\%$ 、 $\pm 20\%$ ，分析见下表。

表14 敏感性分析表（企业全部自筹投资）

变化因素	变化幅度	项目投资财务内部收益率（%）	项目投资财务净现值（万元）	息税前项目投资回收期（年）
项目投资	-20%	15.79%	38735	6.34
	-10%	12.62%	25238	7.41
	基本方案	9.97%	11741	9.01
	10%	7.73%	-1756	9.18
	20%	5.78%	-15253	9.34
经营成本	20%	9.07%	6377	9.10
	10%	9.52%	9059	9.05
	基本方案	9.97%	11741	9.01
	-10%	10.42%	14423	8.56
	-20%	10.87%	17105	8.00
经营收入	-20%	6.94%	-6396	9.29
	-10%	8.45%	2672	9.15
	基本方案	9.97%	11741	9.01
	10%	11.53%	20810	7.68
	20%	13.11%	29878	6.97

资料来源：《专项意见书》

从上表看到，各因素变化都不同程度地影响财务内部收益率。建设投资费用和收费两项因素对本项目内部收益率的影响较强，是较敏感的因素。在影响因素的测算变化范围内，本项目具有一定的抗风险能力。联合资信关注到，技术、设备、环境变化等风险等因素将影响本期债券募投项目经营阶段现金流不能达到预期水平。

2. 项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要是募投项目的运营收入和补贴收入，根据《专项意见书》，2018年募投项目将进行试运营，届时能够为万盛城建产生现金流。

假定本期债券于2016年发行，发行期限5年，2017年开始偿还利息，2019年至2021年分期偿还本金，其中2019至2021年分别偿还本金的30%、30%和40%，以票面利率8%来测算，本期债券需偿还的本息合计为13.28亿元。

表15 本期项目收益债券还本付息情况（单位：万元）

项目	合计	本期债券存续期					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
债券本金	100000	100000	100000	100000	70000	40000	--
还本金额	100000	--	--	--	30000	30000	40000
付息金额	32800	--	8000	8000	8000	5600	3200
本息支付总额	132800	--	8000	8000	38000	35600	43200
项目总收入	149284	--	--	61562	47122	20300	20300
对债券本金的覆盖倍数	1.49	--	--	0.62	0.67	0.51	--
对分期偿还额度的覆盖倍数	1.49	--	--	--	1.57	0.68	0.51
对本息支付总额的覆盖倍数	1.12	--	--	7.70	1.24	0.57	0.47
现金流入	149284	--	--	61562	47122	20300	20300
对债券本金的覆盖倍数	1.49	--	--	0.62	0.67	0.51	--
对分期偿还额度的覆盖倍数	1.49	--	--	--	1.57	0.68	0.51
对本息支付总额的覆盖倍数	1.12	--	--	7.70	1.24	0.57	0.47
所得税前净现金流量	-4509	-85324	-60124	58008	44749	19091	19091
对债券本金的覆盖倍数	-0.05	-0.85	-0.60	0.58	0.64	0.48	
对分期偿还额度的覆盖倍数	-0.05	--	--	--	1.49	0.64	0.48
对本息支付总额的覆盖倍数	-0.03	--	-7.52	7.25	1.18	0.54	0.44

资料来源：《专项意见书》，联合资信整理

注：假设本期项目收益债券于2016年发行，2017年起付息，2019年起开始分期还本，债券利率按8%估算；现金流预测数据中未将资本金和本期债券募集资金的流入纳入计算，上述部分指标可能会较实际值有所偏差。

（1）存续期内现金流总额保障分析

根据《专项意见书》测算，本期债券存续期间项目累计经营资金流入为14.93亿元，对本期债券存续期本息合计偿还倍数为1.12倍，具备一定的覆盖能力；本期债券存续期间项目累计现金净流量为-0.45亿元，不具备覆盖能力。整体看，本期债券存续期内除建设期募投项目不能产生经营收益无法覆盖当年利息、需依赖外部差额补偿之外，运营期累计经营活动现金流入量能覆盖本期债券在项目运营期间待偿还的本息金额。

（2）存续期内现金流分期保障分析

项目建设期间，项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。2017年本期债券募投项目尚在建设期，当年需偿付利息0.80亿元，根据《万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议》的约定，当偿债资金专户内的余额无法足额还本付息时本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由本期债券差额补偿人

开投集团承担差额补足义务。2014年开投集团营业收入和经营活动产生的现金流入量分别为7.78亿元和13.69亿元，分别是2017年需偿付利息的9.73倍和17.11倍。开投集团收入主要来源于建造合同及土地整治等业务，其主要负责经开区内的基础设施建设业务，未来收入有望持续增长，对2017年应付利息的偿还能力较强。

2018年本期债券募投项目开始试运营并产生现金流入，直至本期债券发行后第3年开始分期偿还本金。根据本期债券募投项目收益预测，2018年至2021年间，募投项目当期可用于偿还本息资金对各年须偿付的本息覆盖程度最低为0.51倍。本期债券发行后第三年开始分期偿还本金，根据本期债券募投项目收益率预测，2018年至2025年间，募投项目经营现金流入量对当年须偿付的本息覆盖程度最低为0.47倍。考虑到本期债券设置项目收入归集专户，募投项目经营现金流入将优先用于本期债券的偿还，经营现金流入量对存续期内本期债

券每期应偿还金额保障程度尚可。

另外，在差额补偿协议履行的情况下，开投集团对本期债券偿还承担连带责任。本期债券设置了项目收入归集专户以及偿债资金专户，并明确了本期债券募投项目运营期间产生的所有收入必须全部划入项目收入归集专户，且全部项目收入还应从项目收入归集专户向偿债资金专户划转，以作为本期债券的偿债准备金。另外，本期债券设置了资金监管银行。以上措施能第一时间保障本期债券的本息偿还。

总体看，募投项目未来现金流入量对本期债券本息偿还保障能力一般。募投项目运营期内各项因素的变化对其收益将产生影响，联合资信将对募投项目实际运营情况持续关注。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，开投集团同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。万盛城建和开投集团对本期债券的偿还承担连带责任。

1. 差额补偿协议

根据《中华人民共和国合同法》等法律、法规和规章制度的规定，万盛城建与差额补偿人开投集团、债权人以及监管银行共同签署了《2016年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“协议”），约定了万盛城建的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

协议中明确约定差额补偿人的补偿责任：在本期债券存续期内以及本期债券募投项目处于建设期未能产生经营收入时，每个计息年度付息日兑付日前第20个工作日（T-20日）当偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按约定在付息/兑付

日15个工作日（T-15日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：开投集团是本期债券的差额补偿人。在本期债券付息日或兑付日前第22个工作日（T-22日），监管银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知万盛城建和债权人代理人，若偿债资金不足以支付本期债券当年应付本息的，监管银行应提示万盛城建补足当期偿债资金，万盛城建应在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日）之前将偿债资金划入偿债资金专户；在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），监管银行应检查偿债资金专户内的资金，若偿债资金专户内资金仍不足以支付本期债券当年应付本息，监管银行应于当日书面通知差额补偿人补足资金；差额补偿人应于在本期债券付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分；在本期债券付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日），监管银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的情况书面通知万盛城建、开投集团、差额补偿人。

对于违约责任方面，①在万盛城建无法偿还本期债券时，开投集团对本期债券承担连带偿还责任。偿还责任范围包括：本期债券待偿还的本金及利息，以及可能产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金等。②万盛城建、开投集团对本期债券的偿还承担连带责任，当万盛城建、开投集团未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任及补偿责任时，债权人代理人可以要求万盛城建、开投集团中任一方或多方履行本期债券的偿还责任，并承担相应的违约责任。

2. 差额补偿人

开投集团概况

开投集团前身为原重庆市万盛建设投资

有限公司，是由原重庆市万盛区财政局于 2007 年 10 月出资组建的国有独资企业，截至 2015 年底，开投集团注册资本为 200000 万元，万盛经开区管委会为唯一出资人。

开投集团为万盛经开区唯一的投融资主体，垄断地位突出。原万盛区财政局及万盛经开区管委会多次通过土地、股权等注资方式支持公司日常经营及未来发展。

开投集团基础设施建设业务方面，作为万盛经开区基础设施建设唯一的投融资主体，开投集团按照万盛经开区管委会的总体规划，承接政府基础设施建设项目，其先后完成了文体中心项目、煤电化项目中的平山南北干道建设工程和平山东西支路建设工程等项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等项目。

开投集团旅游业务方面，由下属子公司重庆黑山谷旅游投资有限公司承担，其下辖重庆黑山酒店管理有限公司、重庆万盛旅业（集团）有限公司、重庆黑山电子商务有限公司和重庆黑山谷文化旅游发展有限公司，形成了集餐饮、旅游、度假为一体的综合旅游产业链条。2012年11月，全国旅游景区质量等级评定委员会正式批准重庆黑山谷景区为国家5A级旅游景区，成为重庆市第5个国家5A级旅游景区。5A级旅游景区是中国景区品质和管理的最高标准，重庆黑山谷景区成功创建5A级旅游景区，将生态资源优势转化为市场优势，符合国家关于资源枯竭型城市旅游转型的发展战略。

截至 2014 年底，开投集团合并资产总额为 185.26 亿元，所有者权益合计为 100.85 亿元；2014 年，开投集团实现营业收入 7.78 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2015 年底，开投集团合并资产总额为 207.80 亿元，所有者权益合计为 102.41 亿元；2015 年，开投集团实现营业收入 12.02 亿元，利润总额 3.05 亿元。

总体来看，随着重庆市经济实力的快速提升，万盛经开区财政实力和经济实力稳步增

强。作为开发区基础设施建设的唯一投融资主体，开投集团基建等业务垄断优势突出；同时政府补贴、注资及回购等支持对于公司持续发展提供了重要支撑；万盛经开办发【2012】40 号文件规定的资金返还对于公司盈利能力具有较大提升作用。开投集团外部环境有望持续向好，其积累的土地资源未来所产生的土地出让金返还将成为公司又一重要收益来源。经联合资信评估有限公司评定，开投集团主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

开投集团对本期债券的偿还能力

2013~2015 年开投集团经营活动现金流入量分别为 15.30 亿元、13.69 亿元和 25.58 亿元，分别是本期债券 10 亿元的 1.53 倍、1.37 倍和 2.56 倍，对本期债券具备覆盖能力。

开投集团作为本期债券的差额补偿人，在本期债券存续期内每个计息年度付息日或兑付日前第 20 个工作日（T-20 日），偿债账户余额仍不足以支付本期债券当期本息时，开投集团应补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。开投集团经营活动现金流入量较大，差额补偿的能力较强，有效提升了本期债券本息偿还的安全性。且本期债券设置了分期偿还本金的条款，分散了集中偿付本金的压力。

3. 流动性支持

根据《中华人民共和国合同法》等法律、法规和规章制度的规定，万盛城建和中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行签订了《流动性支持贷款协议》，本期债券存续期内，农业银行承诺为万盛城建提供人民币10亿元的流动性支持贷款授信，当万盛城建因提前还本等对本期债券付息和兑付发生临时资金流动性不足时，农业银行根据万盛城建的申请，在国家法律法规和内部信贷政策及规章制度允许的情形下，按照农业银行内部规定程序进行评审，经评审合格后，农业银行可向万盛城建提供期限为一年、金额不低于当年应付债券本息

的流动资金贷款。该流动性支持贷款仅限于为本期债券偿付本息，以解决发行人本期债券本息偿付暂时资金流动性不足。流动性支持不应被视为农业银行对万盛城建的行为提供保证或其他形式的担保。万盛城建不承担本期债券本息的偿还责任，也不为本期债券提供担保。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，万盛城建及差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任；同时农业银行为公司提供了流动性支持。以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，项目实施主体聘请农业银行作为本期债券账户及资金监管人，聘请广州证券作为本期债券债权代理人，项目实施主体在账户及资金监管人处开立募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户。同时项目实施主体万盛城建、账户及资金监管人和债权代理人三方签署了《2016年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券账户及资金监管协议》（以下简称“《账户及资金监管协议》”），委托账户及资金监管人对上述账户进行监管。

募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。

项目收入归集专户，专门用于接收本期债券募投项目运营期间所有收入，按照约定向偿债资金专户中划转本期债券当年应付本息金额和偿债准备金。每当项目收入归集专户接收到项目收入时，万盛城建应以代偿的全部债券本息为限，在每个计息年度内两次将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转。

偿债资金专户专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，除偿还债券本息外，

不得用作其他用途。

根据《账户及资金监管协议》，每当项目收入归集专户接收到本期债券募投项目所产生的收入时，万盛城建应以待偿付的全部债券本息为限，在每个计息年度内两次将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。划转具体时点由万盛城建、农业银行和广州证券在本期债券募投项目建成投产后根据项目收益实现特点约定。

上述专户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期债券的还本付息提供了制度保障。

2. 监管责任

农业银行主要负责确保募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户中资金的独立和安全以及持续、有效的使用，不得办理募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户网上银行业务和电话银行业务，依法保护债券持有人的权益。

农业银行对万盛城建按本期债券约定的用途使用募集资金进行形式审查，并对万盛城建划转、提取和使用项目收入资金和偿债资金进行监管。

在本期债券存续期第一个计息年度付息日或兑付日前第22个工作日农业银行应检查偿债资金专户内的资金，如偿债资金专户内资金不足以支付本期债券当年应付本息，农业银行应于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知差额补偿人，提示差额补偿人补足资金。

在本期债券除第一个计息年度之外每个计息年度付息日或兑付日前第22个工作日（T-22日），农业银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知万盛城建，提示万盛城建补足当期偿债资金。万盛城建应在本期债券的付息日或兑付日20个工作日（T-20日）之前，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金专

户中划入偿债资金。

在本期债券除第一个计息年度之外每个计息年度付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），农业银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知万盛城建。如偿债资金专户内资金不足以支付本期债券当年应付本息，农业银行应于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知差额补偿人，提示差额补偿人补足资金；差额补偿人应于当年付息/兑付日15个工作日（T-15日）前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。

在T-15日，万盛城建及差额补偿人未按农业银行通知的要求，将本期债券当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户，农业银行有权将额度为本期债券当年应付利息/本息的资金直接从项目收入归集专户中划入偿债资金专户。若项目收入归集专户中的资金余额小于本期债券当年应付利息/本息，则农业银行有权将项目收入归集专户中的所有资金直接划入偿债资金专户。

当确定万盛城建不能按期偿付本期债券本息时，农业银行将严格控制募集资金使用专户，项目收入归集专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许万盛城建自行支配募集资金使用专户、项目收入归集专户及偿债资金专户中的资金。

万盛城建应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日（T-5日）向农业银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，农业银行应根据万盛城建的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期应付的利息/本息划转至本期债券中央国债登记结算有限责任公司指定的账户。

3. 资金监管人

中国农业银行股份有限公司前身最早追溯至1951年成立的农业合作银行。2009年1月，农业银行整体改制为股份有限公司。2010年7

月，农业银行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。

截至2015年底，农业银行境内分支机构共计23670个，包括总行本部、总行营业部、3个总行专营机构、37个一级（直属）分行、362个二级分行（含省区分行营业部）、3513个一级支行（含直辖市、直属分行营业部、二级分行营业部）、19698个基层营业机构以及55个其他机构。境外分支机构包括9家境外分行和3家境外代表处。农业银行拥有14家主要控股子公司，其中境内9家，境外5家。

截至2015年底，农业银行总资产177913.93亿元，贷款总额89099.18亿元，存款总额135383.60亿元；不良贷款率为2.39%，拨备覆盖率为189.43%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》计算的资本充足率为13.40%，一级资本充足率均为10.96%，核心一级资本充足率为10.24%。全年实现营业收入5361.68亿元，归属于母公司净利润1807.74亿元。

总体看，农业银行资产规模大、内控制度水平高，作为监管银行，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 债权代理人

万盛城建与广州证券签订了《2016年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目项目收益债券债权代理协议》，聘请广州证券作为本期项目收益债券债权代理人，广州证券有义务代表本期项目收益债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。债权代理人应委托具有证券从业资格的会计师事务所对债券募集资金使用情况、项目收入归集情况进行专项审计。审计中发现存在违反募集说明书披露内容和相关协议约定的行为的，将及时报告债权代理人及有关监管机构。本期债券设置加速到期条款，在本期项目收益债券存续期内，当公司、募集资金拟投资项目出现投资者保护机制中约定的重大事项情形时，由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过

后，可提前清偿部分或全部债券本金。重大事项情形包括但不限于：1、本期债券发行三个月后，募投项目仍未开工；2、本期债券募投项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；3、万盛城建破产，需对项目有关的财产和权益进行清算。

5. 信息披露机制

本期债券存续期内，万盛城建将依照国家有关规定履行以下信息披露义务：

（1）万盛城建和主承销商广州证券股份有限公司在本期债券发行后三个月，根据国家发展和改革委员会的相关规定向机构投资者通报项目实施进展情况及募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户收支情况，此后每半年通报上述情况。（2）本期债券存续期内，万盛城建应根据国家发展和改革委员会的相关规定向机构投资者通报上一年度审计报告。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险；同时本期债券设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，公司和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

七、结论

本期债券募投项目所在地万盛经济技术开发区“停车难”问题加剧，停车设施需求规模大，未来预期能够实现良好收益。同时本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会因项目建设或运营期间各项因素的变动而受影响；且在项目建设阶段，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支

持依赖程度较高。

本期债券偿债来源主要为募投项目运营收入及补贴收入，本期债券存续期内的项目收益总额对债券本息偿还具备覆盖能力。同时，本期债券设置了差额补偿机制，项目实施主体及差额补偿人（开投集团）对本期债券的偿还承担连带责任。此外，中国农业银行股份有限公司重庆万盛支行（以下简称“农业银行”）为万盛城建提供流动性贷款支持。以上措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还风险低。

附件 1 开投集团财务概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.78	4.44	11.08
资产总额(亿元)	120.58	141.10	185.26
所有者权益(亿元)	91.11	98.38	100.85
短期债务(亿元)	1.93	4.88	4.97
长期债务(亿元)	13.97	25.42	53.54
全部债务(亿元)	15.90	30.30	58.51
营业收入(亿元)	8.19	6.01	7.78
利润总额(亿元)	4.75	2.00	2.44
EBITDA(亿元)	4.86	2.12	2.62
经营性净现金流(亿元)	-2.91	-18.06	-24.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.32	5.23	28.91
存货周转次数(次)	0.08	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.05
现金收入比(%)	104.64	105.28	103.05
营业利润率(%)	35.71	31.02	32.29
总资本收益率(%)	4.45	1.57	1.54
净资产收益率(%)	5.22	2.06	2.44
长期债务资本化比率(%)	13.29	20.53	34.68
全部债务资本化比率(%)	14.86	23.55	36.72
资产负债率(%)	24.44	30.28	45.56
流动比率(%)	750.64	898.03	642.67
速动比率(%)	176.40	100.90	116.29
经营现金流动负债比(%)	-21.25	-134.02	-99.17
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	14.29	22.32

注：将 2014 年长期应付款中融资租赁款计入长期债务中。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 2016 年万盛经济技术开发区城市停车场建设项目 项目收益债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及差额补偿人的相关资料）。重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司或者差额补偿人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司和差额补偿人的经营管理状况及相关信息，如发现重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司或差额补偿人出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆市万盛经开区城市开发建设集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月二十五日



重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 7 月 2 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	120.58	141.10	185.26
所有者权益(亿元)	91.11	98.38	100.85
长期债务(亿元)	13.97	25.42	53.54
全部债务(亿元)	15.90	30.30	58.51
营业收入(亿元)	8.19	6.01	7.78
利润总额(亿元)	4.75	2.00	2.44
EBITDA(亿元)	4.86	2.12	2.62
经营性净现金流(亿元)	-2.91	-18.06	-24.62
营业利润率(%)	35.71	31.02	32.29
净资产收益率(%)	5.22	2.06	2.44
资产负债率(%)	24.44	30.28	45.56
全部债务资本化比率(%)	14.86	23.55	36.72
流动比率(%)	750.64	898.03	642.67
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	14.29	22.32

注: 将 2014 年长期应付款中融资租赁款计入长期债务中。

分析师

周 潇 周海涵

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司(以下简称“公司”)为重庆市人民政府批准成立的市级投资公司、重庆市万盛经济技术开发区(以下简称“万盛经开区”或“经开区”)唯一的投融资主体,主要业务体现为经开区内基础设施建设、土地开发及旅游等方面。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在资产注入及财政补贴等方面得到地方政府的大力扶持;万盛经开办发【2012】40 号文件规定的资金返还对于公司盈利能力具有较强提升作用;2012 年黑山谷景区升级为国家 5A 级旅游景区等变动有效增强了公司的盈利能力。联合资信同时关注到,公司土地业务回款时点存在不确定性、债务负担逐年加重、公司资产中存货及其他应收款占比较大以及经营性现金净流量持续为负且规模持续扩大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着重庆市及经开区的发展,公司外部环境有望持续向好,公司积累了丰富的土地资源,土地出让金返还将持续为公司带来收入,公司旅游业务发展良好,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 重庆市及万盛经开区近年来经济发展迅速,财政实力不断增强,经开区获得政府一系列优惠政策,为公司提供良好的外部环境。
2. 公司是万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资主体,经营垄断优势突出。
3. 公司外部支持明确,在资产注入、财政补贴及资金返还等方面得到了政府的大力支持。
4. 2012 年,黑山谷景区升级为国家 5A 级旅游景区,成为重庆市第 5 个国家 5A 级旅游景区,

旅游业务将持续为公司带来收入。

关注

1. 公司所承担的基础设施代建项目建设周期长、资金需求大，前期垫资规模大，同时公司承担了代替重庆万盛经开区融资的职能，往来流出大，经营活动现金流呈持续流出状态，加重了公司资金周转压力。
2. 公司债务规模快速扩大，债务负担不断加重。
5. 公司棚户区改造项目回购落实情况受实际项目建设进度影响，有不可确定性。2014年由于项目建设进度落后于计划，未能如期实现回购。联合资信将持续关注项目建设进度及回购款落实情况。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司主体长期信用等级自 2015 年 7 月 2 日至 2016 年 7 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为原重庆市万盛建设投资有限公司（以下简称“万盛建投”），是由原重庆市万盛区财政局于2007年10月出资组建的国有独资企业，初始注册资本10000万元，2009年12月增资至14085万元。2011年10月，经国务院批复，重庆市撤销原重庆市万盛区（以下简称“万盛区”），设立重庆市万盛经济技术开发区（以下简称“万盛经开区”或“经开区”）。2012年3月，根据《重庆市人民政府关于成立重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司的批复》（渝府【2012】8号），公司在万盛建投的基础上组建成立，注册资本增至20亿元。2012年9月，公司名称由“重庆市万盛经济技术开发区投资集团有限公司”变更为“重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司”，股东由原重庆市万盛区财政局变更为重庆市万盛经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）。截至2014年底，公司注册资本为200000万元，经开区管委会为公司的唯一出资人。

公司经营范围：旅游开发；城市、旅游及工业基础设施建设投资；城镇化建设投资；基本建设项目前期可行性研究、评议、论证；公共事业投资与管理；土地开发整治和经营管理；在授权范围内开展国有资产多种形式经营；开展对外融资业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2014年底，公司合并资产总额为185.26亿元，所有者权益合计为100.85亿元；2014年，公司实现营业收入7.78亿元，利润总额2.44亿元。

公司注册地址：重庆市万盛经济技术开发区万东北路45号；法定代表人：肖猛。

二、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性

调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业分析及区域经济

1. 行业概况

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益

丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预

【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布

《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014 年全年，全国固定资产投资总额（不含农户）完成 50.20 万亿元，比上年名义增长 15.7%，扣除价格因素，实际增长 15.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.07 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

公司为重庆市人民政府批准成立的市级投资公司，为重庆市万盛经济技术开发区基础设施项目建设唯一的投融资主体，因此公司经营范围、投资方向直接受重庆市地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

区域概况

重庆市为中央直辖市，幅员面积 8.24 万平方公里，下辖 19 个区、15 个县以及 4 个自治县，是长江上游地区经济、金融和创新中心，是国家重要的现代制造业基地，全国综合交通枢纽。重庆地处长江上游经济带核心地区，是中国西部唯一集水陆空运输方式为一体的交通枢纽，横贯中国大陆东西、南北的几条铁路干线、高速公路干线在重庆交汇，区位条件优越，是中国政府实行西部大开发的重点开发地区。

万盛经开区前身为万盛区，2011 年 10 月，根据《中共重庆市委、重庆市人民政府关于撤销双桥区大足县设立大足区和撤销万盛区綦江县设立綦江区有关工作的通知》（渝委发【2011】31 号），万盛区和綦江县合并成立綦江区，并设立重庆市万盛经济技术开发区，辖原万盛区所辖区域。2012 年 4 月，根据《中共重庆市委重庆市人民政府关于万盛经开区管理体制调整的决定》（渝委发【2012】10 号），在万盛经开区区划总体归属綦江区的前提下，万盛经开区党工委、管委会由市委、市政府直接管理，万盛经开区履行相应经济发展、社会管理及干部管理职能。

万盛经开区位于重庆市南部，是重庆市重要能源基地和唯一的旅游经济实验区，是重庆近郊面积最大的开发区，具有良好的区位优势、产业基础和独特的资源禀赋。万盛经开区处于重庆“一小时经济圈”内，通过綦万高速、南万高速与成渝高速公路互通，通过三（江）万（盛）南（川）铁路与渝湘铁路、渝黔铁路相接，快捷低成本的立体交通体系已初步形成。

区域经济实力

(1) 重庆市

2014 年，重庆市实现地区生产总值 14265.40 亿元，比上年增长 10.9%。其中，第一产业增加值 1061.03 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 6531.86 亿元，增长 12.7%；第三产业增加值 6672.51 亿元，增长 10.0%。三次产业结构比为 7.4: 45.8: 46.8。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 47859 元（7791 美元），比上年增长 10.0%。

固定资产投资方面，2014 年全年完成固定资产投资总额 13223.75 亿元，比上年增长 18.0%。其中，第一产业投资 486.91 亿元，增长 10.3%；第二产业投资 4167.87 亿元，增长 17.9%；第三产业投资 8568.97 亿元，增长 18.5%。基础设施建设投资 3386.23 亿元，增长

14.3%，占全市固定资产投资的 25.6%；民间投资 6558.04 亿元，增长 27.1%，占全市固定资产投资的比重为 49.6%。全年房地产开发投资 3630.23 亿元，比上年增长 20.5%。其中，住宅投资 2451.37 亿元，增长 19.9%；办公楼投资 176.96 亿元，增长 22.4%；商业营业用房投资 534.00 亿元，增长 41.5%。

地方财政实力方面，2014 年全年重庆市一般公共预算收入 1921.88 亿元，比上年增长 13.9%。其中税收收入 1281.70 亿元，增长 15.2%。一般公共预算支出 3303.72 亿元，比上年增长 8.0%。

整体看，近几年重庆市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，经济将呈现持续快速增长态势。

(2) 万盛经开区财力状况

表 1 万盛经开区 2012~2014 年地方可支配收入情况（单位：万元，%）

编号	科目	2012 年	2013 年	2014 年	复合增长率
1	一般预算收入	90050	93443	101144	5.98
1.1	其中：税收收入	42927	51378	64673	22.74
1.2	非税收入	47123	42065	36471	-12.03
2	政府性基金收入	71000	88913	118859	29.39
3	转移性收入	107000	148443	147724	17.50
4	地方可支配收入总计	268050	330799	367727	17.13

资料来源：万盛经开区财政局

从万盛经开区地方可支配收入来看，万盛经开区地方财政可支配收入由一般预算收入、政府性基金收入以及转移性收入构成。2012~2014 年，根据万盛经开区财政局提供的资料，近三年万盛经开区可支配收入三年复合增长率为 17.13%，2014 年达到 36.77 亿元。

经开区一般预算收入年均复合增长 5.98%，2014 年实现 10.11 亿元。其中税收收入 6.47 亿元，占 2014 年一般预算收入的 63.94%，万盛经开区税收收入中营业税所占比重最高，其次为增值税、企业所得税、耕地占用税和契税等。非税收入方面，万盛经开区非税收入主要是排污费、水资源使用费等专项收入，以及

行政事业性收费、罚没收入、国有资源有偿使用收入等。2012~2014 年，非税收入占一般财政收入的比重分别为 52.33%、45.02% 和 36.06%，非税收入的比重逐年下降。

经开区转移性收入主要由返还性收入、财力性转移和专项补助构成。随着近年来万盛经开区经济的不断发展，转移性收入也随之增长。2012~2014 年，万盛经开区转移性收入总体规模分别为 10.70 亿元、14.84 亿元和 14.77 亿元，年均复合增长率达 17.50%。

万盛经开区政府性基金收入以土地出让收入为主；2012 年 4 月 2 日，万盛经开区管委会组织召开了关于落实万盛经开区发展规划的专题

会议，会上明确了2012~2020年经开区将开发16.10平方公里土地，其中2013~2016每年出让240万平方米、2017~2021年总共出让土地570.01万平方米。万盛经开区规划的土地开发规模较大，未来经开区政府性基金收入总量较大。

整体看，受政府性基金收入增长的影响，万盛经开区可控财力近年来逐年增长。财政收

入对于转移性收入和基金收入的依赖性较强，财政收入稳定性有待提高。

地方政府债务

经开区地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，万盛经开区政府债务余额为10.67亿元，大多数为直接债务，债务率为29.02%。万盛经开区政府债务负担较轻。

表2 重庆市万盛经开区政府债务构成情况（单位：万元）

政府财力（2014年度）	金额	地方债务（截至2014年底）	金额
（一）地方一般预算收入	101144	（一）直接债务余额	92550.79
1. 税收收入	64673	1. 国债转贷资金	655.62
2. 非税收入	36471	2. 解决地方金融风险专项借款	2406.94
（二）转移支付和税收返还收入	147724	3. 国内金融机构借款	53421.13
1. 一般性转移支付收入	70689	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	136.68
2. 专项转移支付收入	69768	4. 债券融资	7550
3. 税收返还收入	2467	（1）中央代发地方政府债券	
4. 转贷地方政府债券收入	4800	5. 国际金融组织贷款	217.31
（三）政府性基金收入	118859	6. 其他（粮食企业亏损挂账等）	28299.79
1. 国有土地使用权出让金	114845	（二）担保债务余额	28346.95
2. 国有土地收益基金	2056	1. 政府担保的外国政府贷款	27217
3. 农业土地开发资金	395	2. 政府担保的融资平台债券融资	
4. 新增建设用地有偿使用费		3. 其他	1129.95
5. 其他基金收入	1563		
（四）预算外财政专户收入			
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	367727	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	106724.27
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		29.02%	

资料来源：万盛经开区财政局

经开区政策支持

根据《国务院关于促进资源型城市可持续发展的若干意见》精神，财政部、重庆市财政局每年向万盛区下达资源枯竭城市转移支付资金，用于当地社会保障、环境保护与生态治理、公共基础设施建设和棚户区改造等。2008~2010年，财政部、重庆市财政局累计向原万盛区下达该项转移支付资金2.53亿元。

2010年6月，重庆市人民政府发布《关于促进万盛区资源型城市转型发展的意见》，规定

了助推万盛区转型发展在产业发展、社会发展和财税金融方面的三大扶持政策。该文件明确将参照区域中心城市相关规定赋予万盛区行政审批权限，赋予万盛区国有企业市属国企破产改革政策，并给予资金支持；转型期间，按照国家及重庆市的有关规定，万盛区行政区域内企业上缴的市级排污费优先安排万盛区污染防治等环境保护工作，新增建设用地有偿使用费优先用于万盛区；2009~2012年万盛区特色工业园区内每年产生的市级税收增量、2010~2019

年煤电化基地规划范围内煤电化项目产生的所有市级税费和项目建设用地市级规费，除中央和市政府有关政策规定必须计提的外，由市财政全额补助万盛区，用于园区基础设施建设。区划调整后，万盛经开区继续享受这些优惠政策。这些政策将有助于万盛经开区更好地建设新兴产业链，促进自身发展。

2012年3月，万盛经开区党工委、管委会出台了《重庆市万盛经济技术开发区管委会关于印发重庆市万盛经济技术开发区鼓励投资若干优惠政策的通知》，以“繁荣城市、做大工业、拓展旅游、服务民生”四大战略任务为出发点，在工业鼓励政策、旅游及配套产业发展政策、金融服务业鼓励政策、商贸物流鼓励政策等各个方面做了规定。目前该政策效果初现，中国国电集团公司、中国建筑材料集团有限公司等42家大型企业相继入驻万盛经开区。

2012年4月，为了促进万盛经开区经济社会平稳发展，解决撤区后经济社会发展运行中亟待解决的相关问题，重庆市委市政府出台了《关于促进万盛经开区当前经济社会平稳发展的政策意见》。该文件规定凡在万盛经开区内从事餐饮业、交通运输业、旅游业经营的企业，其经营中产生的营业税三年内先征后返；万盛经开区内二手房交易环节的契税，两年内给予免征；对国家给予原万盛区的资源枯竭型城市转移支付、矿山地质环境综合治理专项资金和重庆市政府制定的优惠政策，万盛经开区继续享受；重庆市政府将万盛经开区列入旅游精品区发展规划，享受市政府确定的旅游精品区优惠政策。

未来发展规划

根据重庆市发布的“十二五”规划纲要，重庆市将加快发展以信息产业为主要支柱的战略性新兴产业，实施“2+10”建设方案，即基本建成国内最大笔记本电脑生产基地，形成1亿台整机生产规模、80%零部件及原材料本地配套；基本建成国内最大离岸数据开发和处理中心；集中打造通信设备、高性能集成电路、

节能与新能源汽车、轨道交通装备、环保装备、风电装备及系统、光源设备、新材料、仪器仪表、生物医药等十大重点产业集群；基本建成西部地区的重要增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市。

根据万盛经开区“十二五”发展规划，至2016年，万盛经开区将力争实现地区生产总值240亿元、工业总产值500亿元，将重点围绕“煤电化冶、新材料、现代装备制造、生物医药、电子信息”等5大产业集群和14条完整产业链，推动经开区工业转型升级；至“十二五”末，万盛经开区将基本建成国家级循环经济示范园区和重要的煤化工基地，并围绕镁、铜、玻璃、环保建材等产业链初步建成新材料加工基地，打造汽摩、矿机整机制造、特种阀门等装备制造业产业链，以及生物医药和电子信息产业的多条产业链。力争到2017年，把万盛建设成为科技创新驱动资源型城市转型发展示范区，高新技术企业产值达到工业总产值的20%以上。

四、基础素质

1. 产权状况

公司为国有独资企业，万盛经开区管委会持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司为万盛经开区唯一的投融资主体，垄断地位突出。原万盛区财政局及万盛经开区管委会多次通过土地、股权等注资方式支持公司日常经营及未来发展。

公司先后完成了文体中心项目、煤电化项目中的平山南北干道建设工程和平山东西支路建设工程等项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等项目。

3. 人员素质

公司现有员工91人，具有本科及以上学历

的 27 人，具有大专学历的 39 人，其余为高中或中专及以下学历，公司人员学历水平一般；从年龄分布来看，50 岁以上 9 人，30 至 50 岁 71 人，30 岁以下 11 人，员工年龄偏中年。

公司董事长肖猛，1967 年 11 月生，研究生学历，1987 年 7 月参加工作，1992 年 3 月加入中国共产党；历任重庆市万盛区政府办副主任，重庆市万盛区委政法委副书记，重庆市万盛区委常委、统战部部长兼区发改委主任、党组书记，重庆市綦江区委常委，区政府副区长等职务；现任公司党委书记兼董事长职位。

公司总经理李川，1966 年 3 月生，研究生学历，中共党员；1987 年 9 月任重庆市万盛区计经委计划科副科长、科长、计经委副主任等职；1998 年 3 月任重庆市万盛区科委主任、党组书记；2003 年 3 月任重庆市万盛区计划委员会主任、党组书记；2007 年 3 月任重庆市万盛区政府副区长、党组成员；2011 年 11 月任重庆市万盛经开区党工委委员、管委会副主任；2012 年 9 月至今任公司董事、总经理。

整体看，公司高层管理人员文化素质较高，长期从事领导管理工作，相关管理经验丰富，并在市政府部门同时兼有任职，有利于公司与政府进行协调，获得政府资源及相关支持，能够满足日常工作需要。

4. 政府支持

公司作为万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资实体，经开区管委会先后多次通过注入土地、股权等方式扩充公司资本金，并通过签署回购协议及补贴等方式支持公司的日常经营。

(1) 资产注入

政府对公司的资产注入主要体现在土地资产以及股权资产划拨方面。

货币注资

原重庆万盛区财政局于 2007 年和 2009 年分两次对公司货币注资，共计 0.43 亿元，计入实收资本。2013 年 7 月，万盛经开区管委会对

公司货币注资 6.36 亿元，计入实收资本。

土地资产注入

2007 年公司设立时股东投入土地使用权价值 1.00 亿元，其中 0.98 亿元计入实收资本，0.02 亿元计入资本公积。2009 年，根据《重庆市万盛区财政局关于同意将万盛工业园区平山组团部分国有土地使用权划转重庆市万盛建设投资有限公司的批复》（万盛财资发【2008】20 号），原万盛区财政局以土地注入资产价值 3.20 亿元，计入资本公积。2010 年，根据《重庆市万盛区财政局关于同意将晋林厂及关青组团部分国有土地使用权划转重庆市万盛建设投资有限公司的批复》（万盛财资发）【2009】38 号），原万盛区财政局以土地注入资产价值 2.85 亿元，计入资本公积。2011 年，根据《重庆市万盛区财政局关于同意将娄黄社、黑塘社等部分国有土地使用权划转重庆市万盛建设投资有限公司的批复》（万盛财资发【2011】42 号），原万盛区财政局以土地注入资产价值 12.23 亿元，计入资本公积。2012 年，根据《重庆市万盛经济技术开发区管委会关于同意划转部分国有资产的批复》（万盛经开【2012】68 号），万盛区管委会将经开区已征收未使用的 318.12 万平方米国有土地所有权（评估价值 40.11 亿元）、娄黄观景路 1 号房产 0.97 万平方米（评估价值 5878.47 万元）划转给公司，作为国家资本金计入资本公积。此外，根据万盛财资发【2009】41 号、万盛财资发【2010】37 号、万盛财资发【2010】40 号和万盛财资发【2011】33 号等文件，划入公司子公司的土地合计 13.33 亿元。近年来万盛区管委会通过土地划拨形式注入公司土地账面价值合计 74.69 亿元。

股权资产注入

万盛经开区政府还通过股权划拨等方式为公司注入资产。2009 年，原万盛区财政通过划拨重庆万盛国有资产经营管理有限公司股权增加公司资本公积 4.17 亿元，2010 年通过划拨重庆黑山谷旅游投资有限公司股权增加公司资本公积 1.68 亿元。截至 2014 年底，公司资本公积

中划入股权5.85亿元。

另外，根据《重庆市万盛经济技术开发区管委会办公室关于印发支持重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司发展相关事项的通知》（万盛经开办发【2012】40号），计划将万盛经开区规划范围内的所有国有资产作为政府投入，逐步注入公司，并纳入公司管理。虽然万盛经开区管委会目前还未对拟注入公司的国有资产类别、具体注入时间和方式等进行明确规定，但这一文件的出台反映出当地政府对公司的支持力度和意愿很强。随着未来国有资产的注入，公司融资能力将得到提升。

货币注资、土地资产的注入和万盛经开区国有企业股权的划拨转入，使公司资本实力得到快速增强。

（2）政府补贴及资金返还

万盛经开区政府每年给予公司一定数额的财政补贴以支持公司实施城市市政基础设施项目的建设。2012~2014年，万盛经开区财政给予公司的补贴收入分别为2.46亿元、1.23亿元（全部为财政拨款）和0.92亿元（含0.86亿元税费返还），计入营业外收入。

为快速增强公司融资能力，根据2012年2月22日《重庆市万盛经济技术开发区管委会办公室关于印发支持重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司发展相关事项的通知》（万盛经开办发【2012】40号），经开区管委会在相关资金返还、建立贷款本息偿还机制等方面对公司给予极大的支持。

在资金返还方面，（1）经开区规划范围内土地征收、出让环节所涉及的新增建设用地有偿使用费区级留成部分和耕地占用税、土地出让金、土地出让金管理费等区级税费，采用先收（征）后返的方式，全额返还给公司。（2）经开区规划范围内项目建设所涉及的城市配套费、散装水泥专项资金、城市房屋拆迁管理费、房地产开发税费等区级税收，全部采用即收即支的方式全额划转公司，用于经开区基础设施建设和偿还银行贷款。（3）经开区范围内入驻

企业建成投产后10年内，在企业所缴纳的增值税、营业税、企业所得税等地方税收和共享税中，以2011年经开区企业地方税收和共享税为基数，对超基数部分区级留成采用先收后返的方式全额返还给公司，用于经开区基础设施建设和偿还银行贷款。（4）公司当年所缴纳的税费予以全额返还。

此外，近年来公司陆续收到政府拨付基础设施建设项目（大道二期项目、景区开发项目、新区开发项目和西区规划展览馆等）项目资本金，在“专项应付款”科目中反应，截至2014年底合计收到4.62亿元（2014年收到2.41亿元）。

整体而言，作为承担万盛经开区基础设施项目建设的国有独资公司，公司在发展过程中得到政府多方面的大力支持，且具备一定的持续性；对公司的融资和债务偿还能力形成了有力保障。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由重庆市万盛经济技术开发区管理委员会投资组建的国有独资有限公司，万盛经开区管委会行使《公司章程》中规定的股东权利并履行相关义务。公司严格按照《公司法》、《中华人民共和国公司登记管理条例》及相关法律法规、法规、规章的要求，制定并完善了《公司章程》。

公司设立了董事会和监事会。公司董事会是公司法定代表机构和决策机构，由9人组成，董事由股东委派7人，由公司职工民主选举职工代表2人，每届任期3年。董事会设董事长1人，由出资人从董事会成员中指定。

公司监事会由5人组成，其中股东委派监事3名和职工代表2名。监事会主席由出资人在监事中指定。公司设总经理1人，由董事会聘任或者解聘。经出资人批准，董事可以兼任经理。经理对董事会负责。公司内设办公室、

资产管理部、财务部、投融资部、项目部、党群部、规划发展部、土地储备部、人力资源部等八部一室。

总体来看，公司治理结构清晰明确，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

公司根据自身定位、业务特点及业务需要设置了办公室、资产管理部、财务部、投融资部、项目部、党群部、规划发展部、土地储备部、人力资源部等。公司重视管理制度的建设与实施，建立健全了包括：董事会议事规则、监事会议事规则、资产管理办法（试行）、车辆管理制度（试行）、外宣工作奖励办法（试行）、值班制度（试行）、保密工作规定及印章使用管理制度等。

项目管理方面，公司建立了项目管理办法，本着“统一规划、突出重点、科学合理、分层实施”的原则，公司各部门及子公司按公司的战略发展规划和年度项目管理计划开展工作，公司履行对子公司全部项目的管理权。

财务管理方面，公司根据相关规定制定了《财务管理规定（试行）》、《全面预算管理制度（试行）》、《财务支付审批制度（试行）》、《现金管理办法》、《票据管理办法》等一系列财务管理制度，分别对会计基础工作、预算管理、支付审批和现金及票据管理作了具体规定。公司对资金严格实行预算管理，年度资金预算计划报董事会批准；公司的对外投资、融资、借

贷款须经总经理审查批准后，呈报万盛经开区管委会审批，经批准后方可实施。

人事管理方面，公司实行聘用制管理。管理、专业技术人员的身份随着岗位的变动而变动，实行动态管理，同时建立了激励与约束机制，基本上在企业内部形成了“能上能下、能进能出、优胜劣汰”的运行机制。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度。

六、经营分析

1. 经营现状

2012~2014 年，受土地整治收入波动影响，公司营业收入波动较大，三年分别为 81906.58 万元、60065.29 万元和 77838.34 万元。

从收入结构上看，近三年，公司项目代建收入占营业收入的比重较大，分别为 43.44%、72.59%和 63.75%；旅游板块收入有所波动，2014 为 6054.92 万元，占营业收入的 7.78%；2012~2014 年，公司土地整治业务分别实现收入 40757.50 万元、11620.00 万元和 21110.84 万元，波动较大。此外，公司还有少量租金及贸易收入。

从毛利率来看，2012~2014 年公司综合毛利率分别为 35.96%、31.35%和 32.80%，呈波动下降趋势，系土地整治业务毛利率波动下滑所致；近三年，公司旅游板块毛利率均维持在较高水平；2012~2014 年，公司土地整治业务毛利率分别为 36.95%、26.72%和 29.04%。

表3 公司营业收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
项目建造	35580.63	25.74	43600.03	25.60	49620.22	25.34
土地整治收入	40757.50	36.95	11620.00	26.72	21110.84	29.04
旅游收入	5381.15	95.39	4825.49	94.48	6054.92	97.37
租金及贸易收入	187.30	54.57	19.77	33.17	1052.36	11.18
合 计	81906.58	35.96	60065.29	31.35	77838.34	32.80

资料来源：公司提供

2. 业务运营

基础设施项目代建

公司是万盛经开区基础设施建设唯一的投融资主体,按照万盛经开区管委会的总体规划,承接政府基础设施建设项目。2012 年以前,公司基础设施建设采用回购的运营模式。自 2012 年起,公司与财政局终止回购协议,重新签署了建筑合同。公司目前主要采用项目建造方式进行基建项目建设,即公司将项目建设成本计入“存货”科目中,每年根据项目完工进度相

应确认营业收入及营业成本,项目完工后移交。2012~2014 年,公司项目代建收入分别为 35580.63 万元、43600.03 万元和 49620.22 万元。

近年来,公司先后完成了文体中心项目、煤电化项目中的平山南北干道建设工程和平山东西支路建设工程等项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等项目。截至 2014 年底,公司在建代建项目总投资合计 40.56 亿元,已完成投资 20.57 亿元。

表4 截至2014年底公司在建项目情况(单位:亿元,%)

项目	总投资	截至 2014 年底 已投金额	建设进度	2015 年计划投资	2016 年计划投资
煤电化基地项目(一期)	6.76	6.76	100.00		
动漫产业园	8.29	6.07	73.22	2.22	
三江至南川铁路扩能改造工程	14.50	3.21	22.14	9.03	2.26
煤电化基地项目(二期)	5.48	0.49	8.95	2.45	2.54
耀皮工程项目	5.53	4.04	73.07	1.49	0.00
合计	40.56	20.57		15.19	4.80

资料来源:公司提供

注:煤电化基地一期项目已完工并正在办理完工手续,煤电化基地二期项目于 2014 年 7 月启动。

2012 年起,公司与开发区财政局签署《基础设施建设、安置房建设项目合作协议书》,开发区财政局应支付公司基础设施建设项目所发生的实际支出成本,并支付成本至少 3%作为管理服务费,其中项目竣工后第 1 至 5 每年至少支付项目成本及服务费的 20%给公司,直至全部回款为止。截至目前,公司尚未收到的工程款体现在其他应收款科目中,剩余未收到的款项主要为应收经开区平山产业园区建设管理有限公司的 3.21 亿元(账龄分布在 1 以内、1~2 年和 2~3 年)、应收万盛大道二期综合开发工程指挥部 1.64 亿元(账龄分别在 1 以内、1~2 年、3~4 年和 4~5 年)。

总体来看,公司作为万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资主体,在万盛经开区的基础设施建设领域发挥了重要作用,具有很强的区域垄断优势,同时也在资金、业务等方面得到了政府的大力支持。联合资信也关注到,基础设施代建项目确认收入与实际获得现金流

存在时间差等因素,对公司现金流带来一定的压力。

土地开发

2012 年起,公司受万盛经开区管委会委托,负责万盛经开区范围内重点工程投资建设国有城市建设土地的整治工作,是万盛经开区土地整治的唯一主体。公司对万盛经开区范围内的土地进行一级开发,由公司筹集资金进行土地整治,达到净地条件后,由万盛经开区土地储备中心通过招、拍、挂的方式出让。根据公司与万盛经开区管委会于 2012 年 2 月 8 日签订的《土地一级开发框架协议》,土地交易收入扣除规费(20%~30%)后全部返还,计“营业收入”科目,相应成本由“存货”科目结转至“营业成本”。公司出让的土地主要来自政府划拨(土地性质主要为出让地),同时,公司通过摘牌方式购买了一定规模的土地,再通过开发或者出让等方式实现土地的增值。近年来万盛区管委会通过土地划拨形式注入公司土地

账面价值为 74.69 亿元。

2012~2014 年，公司分别实现土地整理收入 4.08 亿元、1.16 亿元和 2.11 亿元，成交面积合计 87.67 万平方米，成交金额 10.40 亿元。

表5 公司近年土地成交情况

项目名称	地块编号	面积 (平方米)	成交金额 (万元)	成交时间
黑山镇八角小城	ww-1205	2800.00	625.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1206	47493.00	5700.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1207	80600.00	8500.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1208	87533.00	9200.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1209	132900.00	16000.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1210	49620.00	5200.00	2012 年
黑山镇八角小城	ww-1211	123435.00	13000.00	2012 年
黄泥堡	-	92094.00	16600.00	2013 年
黑山镇北门村	ww-1331	90260.00	12185.10	2014 年
黑山镇北门村	ww-1331	95036.00	12829.50	2014 年
青年镇堡堂村桐梓街社	ww-1333	8624.00	711.70	2014 年
万东镇榜上村	ww-1344	66277.00	3479.00	2014 年
合计		876672	104030.3	

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司共有土地总面积 12783.51 亩，范围涉及万盛经开区城市西区 259.74 亩，其他各乡镇 12523.77 亩。截至 2014 年底，公司计入存货的土地账面余额为 80.45 亿元。其中已用于融资抵押的土地账面价值约 14.33 亿元。

未来随着土地可出让规模逐年增加，公司可以获得可观的现金流入。同时，土地出让的价格受宏观环境、政策及城市规划影响波动性较大等因素对公司资产流动性将造成一定影响。

保障性住房

公司承担万盛经开区保障性住房的开发和建设，主要包括万盛经开区范围内经济适用房和棚户区改造项目。公司保障房业务模式主要是：政府划拨保障房建设用地给公司，由公司负责保障房的手续报建、项目建设等，建设资金由公司自筹。项目建成后，公司将通过政府回购收入及配套工程建设项目出售收入实现资金平衡。公司将付出项目建设成本计入“存货-开发成本”科目。

表 6 公司主要保障性住房在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2014 年底 已完成投资额	投资计划	
			2015	2016
重庆市万盛经开区万东镇榜上片区经济适用房建设项目	6.93	5.54	1.39	0.00
重庆市万盛经开区青年镇后河坝片区经济适用房建设项目	8.99	7.20	1.80	0.00
重庆市万盛经开区南桐镇中心片区经济适用房建设项目	7.24	5.79	1.45	0.00
重庆市万盛经开区丛林镇新桥片区经济适用房建设项目	3.01	2.40	0.60	0.00
重庆市万盛经济技术开发区小坡脚片区城市棚户区改造项目	10.90	3.27	4.36	3.27
重庆市万盛经济技术开发区东林片区城市棚户区改造项目	16.35	4.90	6.04	5.39
合计	53.41	29.10	15.64	8.66

资料来源：公司提供

公司在建保障性住房项目分别为公司“13 万盛经开债”、“14 万盛经开债 01”和“14 万盛经开债 02”募投项目。公司已与万盛经开区管委会分别签署了《重庆市万盛经济技术开发区

区万东镇榜上片区等 4 项经济适用房建设项目投资回购协议》（以下简称“《经适房回购协议》”）和《重庆市万盛经济技术开发区东林片区城市棚户区和

目投资回购协议》(以下简称《棚改回购协议》),两个协议项下的回购金额分别为 362766.09 万元和 375971.34 万元,具体安排如表 7 和表 8。根据《关于<重庆市万盛经济技术开发区万东镇榜上片区等 4 项经济适用房建设项目投资回购协议>2012 年及 2013 年代建费回款的说明》,《经适房回购协议》约定下 2012 年及 2013 年代建费已拨付至公司。2014 年经适房回款安排 5.03 亿元,截至 2014 年底回款到位 4.15 亿元(体现在“收到与其他经营活动有关现金”和“其他应付款”科目中);保障房回购方面,由于截至 2014 年底公司棚户区改造工程只完成了约 30%,工程进度未达到预定目标,所以财政在 2014 年未安排回购资金。公司棚户区改造工程的相关回购落实情况受到实际项目建设进度影响,有不可确定性。联合资信将持续关注经适房回款到位的情况、保障房建设进度以及其相应的回购落实情况。

表 7 《经适房回购协议》回款安排(单位:万元)

支付时间	每年金额
2012 年	40182.14
2013 年	42985.54
2014 年	50312.87
2015 年	53116.28
2016 年	55919.68
2017 年	58723.09
2018 年	61526.49
合计	362766.09

资料来源:公司提供

表 8 《棚改回购协议》回款安排(单位:万元)

支付时间	每年金额
2014 年	41839.46
2015 年	44758.49
2016 年	52036.62
2017 年	54955.65
2018 年	57874.68
2019 年	60793.71
2020 年	63712.75

合计	375971.34
----	-----------

资料来源:公司提供

截至 2014 年底,公司保障性住房项目总投资额合计 53.41 亿元,已完成投资 29.10 亿元,未来尚需投资 14.31 亿元。

旅游业务

万盛经开旅游开发业务主要由下属子公司重庆黑山谷旅游投资有限公司承担(以下简称“黑山谷旅投”)。黑山谷旅投前身为重庆秘境山乡旅游投资有限公司,最初成立于 2008 年 11 月。2010 年 5 月,万盛区政府整合了黑山谷、万盛石林两个国家级 AAAA 旅游景区和铜鼓滩漂流核心景区,组建了黑山谷旅投,下辖重庆黑山酒店管理有限公司、重庆万盛旅业(集团)有限公司、重庆黑山电子商务有限公司和重庆黑山谷文化旅游发展有限公司,形成了集餐饮、旅游、度假为一体的综合旅游产业链条。2010 年 10 月,万盛经开与原万盛区财政局签订国有股权无偿划转协议,将原万盛区财政局持有的黑山谷旅投股权划拨给公司。

根据《关于批准重庆市万盛经济技术开发区为国家资源枯竭型城市旅游转型发展试点单位的批复》(旅发【2012】77 号),国家旅游局同意批准万盛经济技术开发区为“国家资源枯竭型城市旅游转型发展试点单位”,并安排 200 万元补助经费。

2012 年 11 月,全国旅游景区质量等级评定委员会正式批准重庆黑山谷景区为国家 5A 级旅游景区,成为重庆市第 5 个国家 5A 级旅游景区。5A 级旅游景区是中国景区品质和管理最高标准,重庆黑山谷景区成功创建 5A 级旅游景区,将生态资源优势转化为市场优势,符合国家关于资源枯竭型城市旅游转型的发展战略。

万盛经开旅游业务收入主要由门票收入、餐饮住宿收入等构成。2012~2014 年,公司旅游收入分别为 5381.15 万元、4825.49 万元和 6054.92 万元。2013 年,由于万盛黑山谷景区

经历了百年不遇的洪灾，冲毁了桥梁、路面，黑山谷闭园修缮 2 个月（相关修缮工作计入新增的黑山谷一期景区工程），导致 2013 年公司旅游收入有所下降。2014 年景区正常营业，公

司旅游板块全年收入为 6054.92 万元。

3. 未来发展

表 9 公司主要旅游在建/拟建项目（单位：万元）

项目	工程内容	总投资	截至 2014 年底已完成投资金额
黑山谷一期景区工程	服务区建设、景点建设、景区配套交通建设、旅游配套项目及附属设施、生态环境治保护项目、景区灾后重建、安置房工程拆迁安置及工程建设	52660	52564.17
龙磷石海景区工程	石林景区四大板块工程、博物馆建设	25530	24879.14
创 5A 景区	黑山谷 4A 升 5A 道路改造、黑山谷道路改造、污水干管工程、轮子坡石林改造、万盛东林火车站出口——腰子口公路改建工程	7000	5728.43
其他	世界地质公园、轮子坡石林改造工程、	920	905.39
丛林至八角互通道路	旅游环线公路	56149	
合计		86110	84077.13

资料来源：公司提供

注：黑山谷一期景区工程中较 2013 年新增黑山谷灾后重建工程、黑山八角安置房和污水处理工程内容，其中景区工程已完工，竣工手续还未完成。

未来随着黑山谷旅游积极与各地旅行社开展合作，以及利用报刊杂志、旅游频道、电子商务平台等加强产品推介，公司旅游板块收入有望实现平稳增长。

总体来看，公司旅游收入虽然逐年增加，但是相比其资产及债务规模仍然很小，公司经营业务长期仍然难以成为公司还款的主要来源。公司目前主要收入来自于政府代建项目，收入的实现对财政的资金调配依赖程度较高。自 2012 年起，公司土地出让收益的实现增强了公司盈利规模，但公司土地整理出让受宏观因素影响较大。此外，公司保障房板块在建拟建项目投资规模较大，公司面临一定筹资压力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2012~2014 年财务数

据，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至 2014 年公司合并范围新增 3 家全资子公司，分别为重庆惠盛工程建设投资有限公司、重庆市万盛经开区水务资产经营管理有限公司及重庆盛基土地资产运营有限责任公司。截至 2014 年底，公司合并范围内子公司合计 6 家（有 2 家子公司因无实际控制权不纳入合并范围）。总体来看，由于合并范围内新增子公司规模小，因此其合并范围变化对公司财务数据连续性和可比性的影响较小。

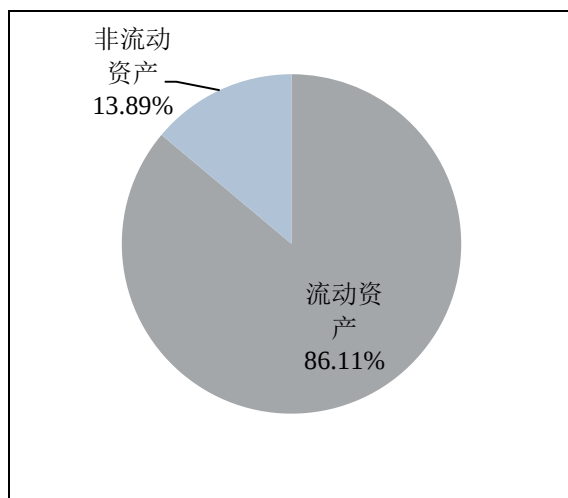
截至 2014 年底，公司合并资产总额为 185.26 亿元，所有者权益合计为 100.85 亿元；2014 年，公司实现营业收入 7.78 亿元，利润总额 2.44 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率达 23.95%。截至 2014 年底，公司资产总额为 185.26 亿元，其中流动资产为

159.53 亿元，非流动资产为 25.73 亿元，公司资产结构以流动资产为主。2012~2014 年公司流动资产占总资产的比例分别为 85.22%、85.77%和 86.11%，受存货快速增长影响，占比维持在较高水平。

图 1 截至 2014 年底公司资产构成

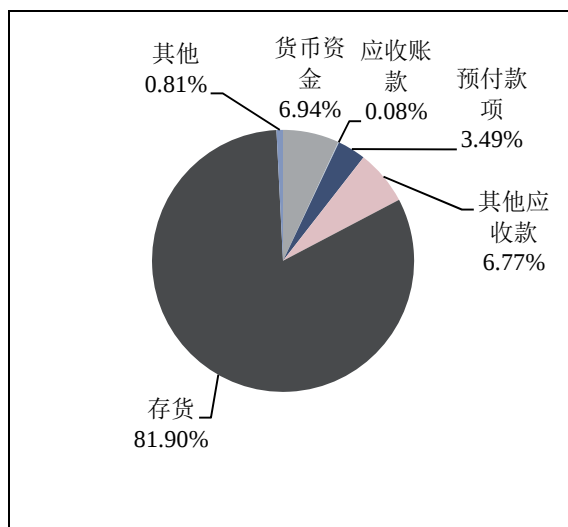


资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产受存货科目推动年复合增长 24.60%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 159.53 亿元，主要由货币资金（占 6.94%）、应收账款（占 0.08%）、预付款项（占 3.49%）、其他应收款（占 6.77%）和存货（占 81.90%）构成。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年复合增长 149.22%，截至 2014 年底，公司货币资金 11.08 亿元，主要为银行存款（占 95.48%）及其他货币资金（占 4.51%）。

2012~2014 年，公司预付账款波动增长，年均增长 75.63%，截至 2014 年底，公司预付账款 5.57 亿元，较 2013 年增加 4.03 亿元。主要为预付万盛经开区财政局、黑山镇财政所的拆迁款项以及预付重庆市万盛经开区国土房管局的工程款项等。

2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，年均下降 23.94%，截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 10.80 亿元，其中 1.65 亿元为应收外部款项（计提 1859.72 万元坏账准备），9.33 亿元为应收关联方公司、政府及相关部门、押金、保证金及内部职工代垫款（主要为应收经开区平山产业园区建设管理有限公司、万盛大道二期综合开发工程指挥部和经开区煤电化园区建设管理有限公司的工程款项，未计提坏账准备）。其他应收款金额前 5 名合计占比 67.93%。总体来看，由于应收工程款项是在未来几年内逐步回流，相关款项的账龄较长，对公司资金形成一定程度的占用。

表10 公司其他应收款前五名（单位：万元，%）

欠款单位	金额	账龄	占比
经开区平山产业园区建设管理有限公司	32103.97	1年以内、1~2年、2~3年	29.23
万盛大道二期综合开发工程指挥部	16416.65	1年以内、1~2年、3~4年、4~5年	14.95
经开区煤电化园区建设管理有限公司	12184.71	1年以内	11.09
棚户区指挥部	10096.75	1年以内	9.19
重庆万盛实业发展有限公司	3811.65	1~2年、3~4年	3.47
合计	74613.73	--	67.93

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货逐年快速增长，年均复合增长率 28.93%，主要来自公司代建项目、土地整理成本不断增加以及公司于 2013 年招拍挂买入土地（价值合计约 10.21 亿元）

所致。截至 2014 年底，公司存货账面余额 130.66 亿元；公司期末存货项目的可变现价值不低于其账面成本，2014 年公司未计提存货跌价准备。从构成来看，存货主要由开发成本 130.66 亿元构成；开发成本中，约 80.45 亿元为土地（其中 10.20 亿元为公司 2013 年自购），其余为项目建造成本（包含 2010~2011 年未完成回购项目的建设成本和 2012~2014 年未完成结算的代建项目建设成本）。公司土地资产中有 14.31 亿元土地资产已抵押银行作为担保。公司计入存货的土地资产大部分位于万盛区主城区及旅游区域，总体质量较好，具有较大的增值空间，但变现能力受宏观环境、城市规划及政策影响大，流动性较差。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产增长较快，年均增长 20.15%，主要因固定资产和在建工程大幅增长所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 25.73 亿元，主要由固定资产（占 25.66%）、在建工程（占 34.36%）和其他非流动资产（占 34.04%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年均增长 118.41%。截至 2014 年底，公司固定资产原值 7.49 亿元，由房屋、建筑物、构筑物、运输工具和办公设备构成。公司累计计提折旧 0.89 亿元，固定资产账面价值 6.60 亿元，同比增长 9.18%，主要由于公司部分在建工程完工转固所致。

2012~2014 年，公司在建工程波动中有所增长，年均增长 5.34%。截至 2014 年底，公司在建工程 8.84 亿元，较 2013 年底增加 4.94 亿元，主要由于黑山谷一期景区工程、龙鳞石海景区工程等项目陆续建设和鲤鱼河引水等项目的开始投入建设。

表11 公司主要在建工程概况（单位：万元，%）

项目名称	2014 年	
	金额	占比
黑山谷一期景区工程	52564.18	59.46
龙鳞石海景区工程	24879.15	28.14

创 5A 景区	5728.43	6.48
鲤鱼河引水项目	3684.26	4.17
其他	1549.93	1.75
合 计	88405.75	100.00

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他非流动资产波动中有所增长，年均复合增长率为 4.24%，主要由于 2012 年公司将林木和黑山石林（价值总计 3.48 亿元）由存货科目调整至其他非流动资产科目所致。截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 8.76 亿元，其中公路及土地合计价值 5.23 亿元，林木价值 3.29 亿元。

总体来看，公司资产规模快速增长，且以流动资产为主。流动资产中存货占比大，流动性较差，其他应收款对公司资金有所占用；非流动资产中固定资产和其他非流动资产占比较大，资产流动性受到一定限制。公司总体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长率为 5.21%。截至 2014 年底，公司所有者权益 100.85 亿元，较 2013 年底增长 2.51%，主要是由于未分配利润增加所致。从构成来看，截至 2014 年底，公司所有者权益中股本占 19.83%、资本公积占 66.84%、盈余公积占 0.85%、未分配利润占 12.48%。

截至 2014 年底，公司实收资本合计 20.00 亿元。其中，2012 年根据重庆市人民政府渝府【2012】18 号文以及公司股东会议决定和章程修正案的规定批准，将重庆市万盛区财政局划入公司的土地使用权由资本公积转增实收资本。该部分土地使用权经由重庆鑫凯源资产评估房地产土地估价有限公司出具（渝）鑫土评【2012】（估）字第 006 号报告评估，并由重庆鑫凯源会计师事务所有限公司出具重鑫验字【2012】第 0681 号验资报告完成验资；2013 年 7 月，万盛经开区管委会货币出资 63603.00

万元，并由重庆鑫凯源会计师事务所有限公司出具了重鑫验字“2013”第 0721 号验资报告。

截至 2014 年底，公司资本公积为 67.40 亿元，主要为政府划拨的土地（48.15 亿元）、其他资本公积（13.34 亿元，主要为根据万盛财资发【2009】41 号、万盛财资发【2010】37 号、万盛财资发【2010】40 号和万盛财资发【2011】33 号等文件划入公司子公司的土地）和拨入的股权资产（5.85 亿元）等。2014 年底公司资本公积较 2013 年底仅增加 71.10 万元，系管委会无偿划拨转入的车辆资产。

总体来看，公司所有者权益略有增长，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益质量及稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债年均复合增长 69.24%，截至 2014 年底为 84.41 亿元，主要由于短期借款、应付税息和应付债券等的快速增长所致。从构成来看，截至 2014 年底，流动负债占比 29.41%，非流动负债占比 70.59%。

2012~2014 年，公司流动负债波动增长，三年年均复合增长率为 34.66%。截至 2014 年底，公司流动负债 24.82 亿元，主要由短期借款（占 4.83%）、应付账款（占 21.17%）、其他应付款（占 48.21%）、应付税息（占 6.51%）和一年内到期的非流动负债（占 15.18%）构成。

2014 年公司新增短期借款 1.20 亿元，全部为短期保证借款。2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为 18.22%，截至 2014 年底，公司应付账款 5.26 亿元，主要是应付重庆市万盛经济技术开发区国土房管局购地款及工程款（4.86 亿元）。

2012~2014 年，公司其他应付款波动增长，年复合增长 66.74%，同比增长 364.05%。截至 2014 年底为 11.97 亿元（主要为资金往来款 11.77 亿元），以应付万盛经开区财政局（9.76 亿元）、万盛经开区国土房管局（0.56 亿元）为主，应付前 5 名金额合计占比为 98.33%，较为集中。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率达 94.33%，截至 2014 年底，公司非流动负债 59.59 亿元，同比增长 103.74%。主要来源于应付债券和专项应付款的增长。公司非流动负债主要由长期借款（占 19.17%）、应付债券（占 66.25%）、长期应付款（占 4.18%）和专项应付款（占 10.40%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款保持相对稳定，年均下降 1.11%。截至 2014 年底，公司长期借款为 11.42 亿元，其中抵押借款占 91.94%（以土地使用权抵押），保证借款占 7.01%，质押借款占 2.05%（以应收账款收益权质押）。

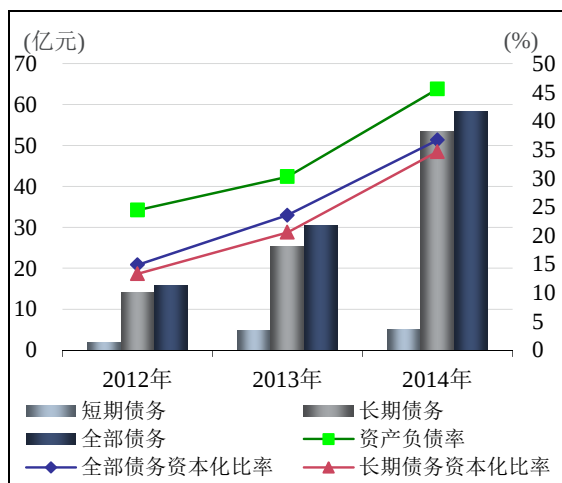
截至 2014 年底，公司应付债券 39.47 亿元，同比增长 207.87%，系公司于 2013 年发行的一支额度为 13 亿元的债券和公司于 2014 年发行的四支额度总共为 27 亿元的债券。

2012~2014 年底，公司专项应付款快速增长，年复合增长 85.06%，截至 2014 年底为 6.20 亿元，主要为大道二期项目、景区开发项目、新区开发项目和西区规划展览馆等项目的建设资金（未完工项目政府资本金）。

有息债务方面，公司债务规模随项目投入的增加快速增长，2012~2014 年，公司全部债务年均复合增长 91.60%，截至 2014 年底，公司全部债务为 58.51 亿元（已将长期应付款中的融资租赁款调至长期债务中），其中长期债务占比 91.51%，公司债务构成以长期债务为主。考虑到公司经营特性，公司债务结构合理。

债务指标方面，由于近三年来公司债务规模快速增长，导致公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈增长趋势，2014 年随着公司有息债务的迅速增长，上述三项指标均不断上升，2014 年底三项指标分别为 45.56%、36.72%和 34.68%。

图3 2012~2014年公司债务负担情况



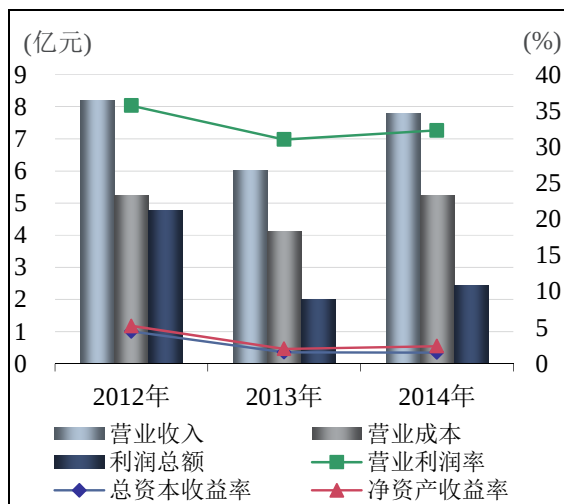
资料来源：公司审计报告

整体看，随着公司项目建设的不断推进，负债总额快速增长，负债结构以非流动负债为主，有息债务不断增长，公司债务负担尚可。

4. 盈利能力

公司的营业收入主要来源为项目代建收入、土地整治收入和旅游业务收入。近三年公司营业收入波动幅度较大，年复合下降2.52%，2014年为7.78亿元，同比增长29.59%，主要由于土地整治收入大幅增长导致。公司近三年营业利润率波动下降，分别为35.71%、31.02%和32.29%，主要是受土地整治毛利率波动的影响。

图4 2012~2014年公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司期间费用占营业收入的比重呈波动下降趋势，分别为18.44%、7.26%和11.00%，公司销售费用和管理费用占期间费用的比重较高。

公司营业外收入主要为政府补助，近三年快速下降，2012~2014年公司营业外收入分别为2.46亿元、1.23亿元和0.92亿元。从构成来看，主要为资源枯竭城市转移支付补助、旅游发展补贴和税收返还等补贴收入。

随着公司营业外收入的大幅下降，2012~2014年，公司利润总额波动下降，年均复合下降率为28.32%，分别为4.75亿元、2.00亿元和2.44亿元。

从盈利指标来看，近三年，公司总资产收益率大幅下降，净资产收益率呈波动下降趋势，两项指标三年的平均值分别为2.13%和2.88%；受公司净利润波动下降影响，2014年公司总资产收益率下降0.03个百分点，净资产收益率上升0.38个百分点。

总体看，公司收入规模受土地出让波动性影响大，近三年处于波动状态。公司整体盈利能力较弱，政府补贴收入对利润总额支持较大。

5. 现金流

2012~2014年，公司经营活动现金流入量有所波动，三年分别为13.75亿元、15.30亿元和13.69亿元；其中，2014年销售商品、提供劳务收到的现金较2013年大幅增长26.85%，主要由于本年公司营业收入增加所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为5.09亿元和、8.95亿元和4.97亿元，系政府给予公司的财政补贴资金以及往来款资金流入等。现金收入比保持稳定，2012~2014年分别为104.64%、105.28%和103.05%，收入实现质量尚可。

同期，经营活动现金流出呈逐年递增趋势，2014年，公司经营活动现金流出38.06亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金32.56亿元，较2013年下降0.20亿元；公司支付其

他与经营活动有关的现金主要包括往来款的资金流出，近三年分别为 9.84 亿元、0.23 亿元和 5.40 亿元，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.91 亿元、-18.06 亿元和-24.62 亿元，主要由于公司为政府基建项目投融资主体，历年往来流出规模较大且公司基建项目回收期长，前期支付成本较多，导致近年来公司经营活动现金均为流出状态。

公司 2012 年没有投资活动现金流入发生，2013~2014 年投资活动现金流入规模较小；公司投资活动现金流出量分别为 0.09 亿元、1.04 亿元和 1.96 亿元，2014 年，公司投资活动流出主要为投资支付的现金。

2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量大幅增长，年均增长 154.20%，分别为 6.11 亿元、24.70 亿元和 39.50 亿元。其中，2012 年现金流入主要以取得借款收到的现金为主；2013 年公司筹资活动现金流入规模大幅增长，主要系公司实收资本增加 6.36 亿元导致吸收投资收到的现金增加及公司发行债券收到的现金增加所致；2014 年公司筹资活动现金流入规模大幅增长，主要系公司发行债券受到的现金增加所致。

由于公司债务结构以长期债务为主，因此近三年内公司筹资活动现金流出规模维持在相对低的水平，分别为 2.56 亿元、2.95 亿元和 6.28 亿元。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.56 亿元、21.75 亿元和 33.22 亿元。

总体来看，由于公司近年来代建项目较多，且往来流出较多，导致公司经营活动现金净流量持续为负；公司近年来投资活动的资金需求不大，投资及经营活动资金缺口主要靠银行借款及发行债券解决；公司筹资规模迅速增长以平衡公司资金缺口。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014 年底，公司流动比率和速动比率一直保持较高水平，三年的平均值分别为 740.87%和 116.29%，2014

年底两项指标分别为 642.67%和 116.29%。公司存货中土地规模很大，流动性较差，公司实际短期偿付能力弱于上述指标值。2012~2014 年，由于公司经营性净现金表现为净流出，经营现金流动负债比为负，公司经营性净现金流对流动负债不具有保障能力。总体来看，公司短期债务规模较小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，EBITDA 规模波动增长，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 4.86 亿元、2.12 亿元和 2.62 亿元。同期，全部债务/EBITDA 倍数呈上升趋势，三年分别为 3.27 倍、14.29 倍和 22.32 倍。公司自身对现有有息债务的保障能力弱，对外部支持有较强依赖。考虑到公司作为万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资主体，在土地资产注入、货币资金注资和代建项目政府回购等方面持续获得万盛经开区政府的大力支持。综合来看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司对外担保 2.50 亿元，系对万盛经开区土地开发整理和储备中心贷款的担保，担保比率低，被担保单位经营情况正常。

截至 2014 年底，公司获得银行授信额度 62.50 亿元，其中已使用额度 14.01 亿元，未使用额度 48.49 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 3 月 11 日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1050011001528680G），截至 2015 年 3 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及万盛经开区区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到重庆市政府及万盛经开区管委会对于公司在资产注入、资金划拨等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

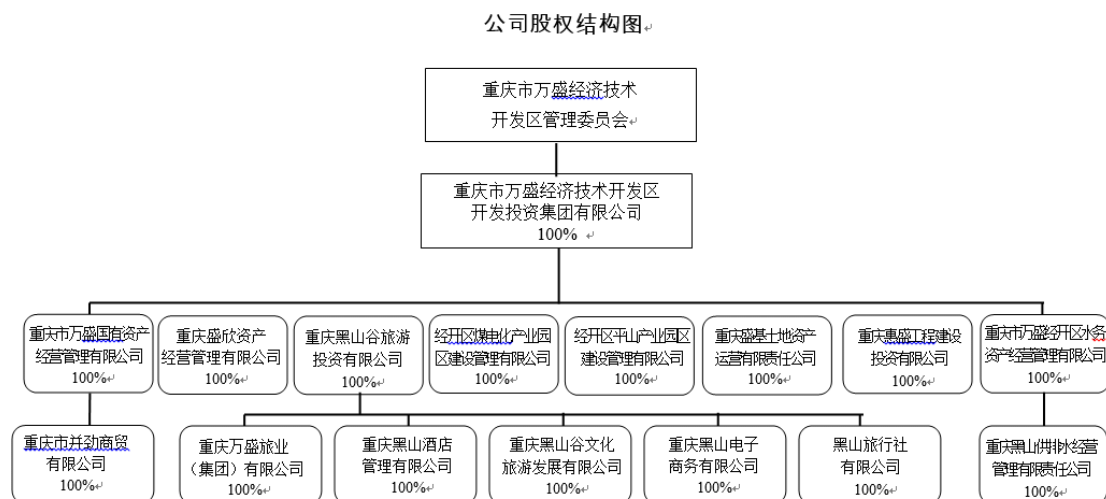
八、结论

随着重庆市经济实力的快速提升，万盛经开区财政实力和经济实力稳步增强。作为开发区基础设施建设的唯一投融资主体，公司基建及土地开发业务垄断优势突出；同时政府补贴、注资及回购等支持对于公司持续发展提供了重要支撑；万盛经开办发【2012】40号文件规定的资金返还对于公司盈利能力具有较大提升作用。近年来，公司资产规模快速增长，债务负担较轻；受土地出让收入影响，公司营业收入有所波动。联合资信同时关注到，公司流动资产中存货和其他应收款规模较大，影响公司资产质量及其流动性。公司土地出让收入的实现受区域规划及宏观环境影响较大，存在一定的不确定性。

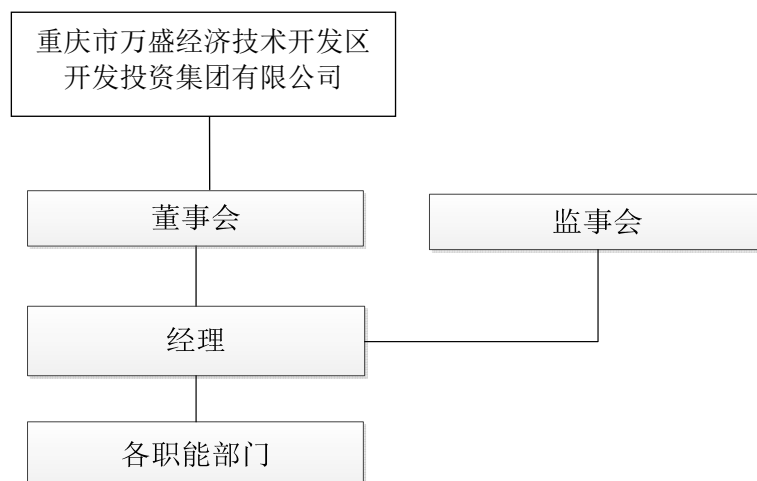
随着重庆市及开发区的发展，公司外部环境有望持续向好，公司积累了丰富的土地资源，土地出让金返还将成为公司又一重要收益来源。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，公司主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.78	4.44	11.08
资产总额(亿元)	120.58	141.10	185.26
所有者权益(亿元)	91.11	98.38	100.85
短期债务(亿元)	1.93	4.88	4.97
长期债务(亿元)	13.97	25.42	53.54
全部债务(亿元)	15.90	30.30	58.51
营业收入(亿元)	8.19	6.01	7.78
利润总额(亿元)	4.75	2.00	2.44
EBITDA(亿元)	4.86	2.12	2.62
经营性净现金流(亿元)	-2.91	-18.06	-24.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.32	5.23	28.91
存货周转次数(次)	0.08	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.05
现金收入比(%)	104.64	105.28	103.05
营业利润率(%)	35.71	31.02	32.29
总资本收益率(%)	4.45	1.57	1.54
净资产收益率(%)	5.22	2.06	2.44
长期债务资本化比率(%)	13.29	20.53	34.68
全部债务资本化比率(%)	14.86	23.55	36.72
资产负债率(%)	24.44	30.28	45.56
流动比率(%)	750.64	898.03	642.67
速动比率(%)	176.40	100.90	116.29
经营现金流动负债比(%)	-21.25	-134.02	-99.17
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	14.29	22.32

注：将 2014 年长期应付款中融资租赁款计入长期债务中。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务