

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1077 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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为AA，评级展望为稳定，并维持“13万盛经开债” / “13渝万盛”和“14万盛经开债01” / “14盛经01” AA的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一四年六月三十日



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）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 万盛经开债/13 渝万盛	13 亿元	2013/04/17~2020/04/17	AA	AA
14 万盛经开债 01/14 盛经 01	8 亿元	2014/04/08~2021/04/08	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	1.23	1.78	4.44
资产总额(亿元)	66.23	120.58	141.10
所有者权益(亿元)	44.25	91.11	98.38
长期债务(亿元)	11.68	13.97	25.42
全部债务(亿元)	12.50	15.90	30.30
营业收入(亿元)	2.82	8.19	6.01
利润总额(亿元)	1.62	4.75	2.00
EBITDA(亿元)	1.70	4.86	2.12
经营性净现金流(亿元)	-2.57	-2.91	-18.06
营业利润率(%)	49.38	35.71	31.02
净资产收益率(%)	3.67	5.22	2.06
资产负债率(%)	33.19	24.44	30.28
全部债务资本化比率(%)	22.02	14.86	23.55
流动比率(%)	770.41	750.64	898.03
全部债务/EBITDA(倍)	7.36	3.27	14.29
经营现金流流动负债比(%)	-32.68	-21.25	-134.02

注: 计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中, 已将有息长期应付款纳入长期债务核算。

分析师

张露雪 刘秀秀

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

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”)作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,在资产注入及财政补贴等方面持续得到地方政府的大力扶持。跟踪期内,公司资产规模快速增长,债务负担较轻。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司土地业务收入波动性较大,回款时点存在不确定性;公司资产中存货及其他应收款占比较大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来,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,土地出让金返将持续为公司带来收入。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”和“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,重庆市及万盛经开区经济发展迅速,财政实力不断增强。
2. 跟踪期内,公司在资产注入、财政补贴等方面持续得到政府的大力支持。
3. 跟踪期内,公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度较好。

关注

1. 跟踪期内,由于公司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为负。

2. 跟踪期内，公司土地出让收入波动较大，未来的土地出让收入现金流具体流入时间有一定的不确定性。
3. 跟踪期内，公司债务规模不断增大，债务负担有所加重。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于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及存续期内的“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”和“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至2013年底,公司注册资本已全部到位,万盛经开区管委会为公司的唯一出资人。

根据万盛经开区管委会的文件(万盛经开[2012]3号)及重庆市政府的批复文件(渝府[2012]18号),公司主要负责对万盛经开区范围内的基础设施建设、区域土地和房地产开发、现代产业体系构建和高科技成果转化等进行投资、建设、管理和资本运作,并在授权范围内开展国有资产多种形式经营。

截至 2013 年底,公司合并资产总额为 141.10 亿元,所有者权益合计为 98.38 亿元。2013 年,公司实现营业收入 6.01 亿元,利润总

额 2.00 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:徐世国。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013年,中国财政累计收入为129143亿元,同比增长10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数

增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能

过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极

的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。

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。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16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。

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。

2. 区域经济

（1）重庆市发展情况

2013年，重庆市实现地区生产总值12656.69亿元，比上年增长12.3%。其中，第一产业增加值1002.68亿元，增长4.7%；第二产业增加值6397.92亿元，增长13.4%；第三产业增加值5256.09亿元，增长12.0%。三次产业结构比为7.9:50.5:41.6。按常住人口计算，全年人均地区生产总值达到42795元，比上年增长11.3%。

固定资产投资方面，2013年重庆市全年固定资产投资总额11205.03亿元，比上年增长19.5%。其中，基础设施建设投资2962.10亿元，增长23.2%；城镇投资9789.00亿元，增长15.7%；农村投资1416.03亿元，增长54.3%。工业投资

3529.90亿元,增长15.2%, 占全市固定资产投资总额的31.5%; 房地产开发投资3012.78亿元, 增长20.1%, 占全市固定资产投资总额的26.9%。全市重点项目完成投资2818.97亿元, 占固定资产投资总额的25.2%。其中, 九大基础设施项目投资707.47亿元, 十大产业项目投资403.00亿元, 主城十大商务集聚区开发项目投资315.00亿元, 分别占重点项目投资的25.1%、14.3%和11.2%。

地方财政实力方面, 2013年重庆市全年完成公共财政预算收入 1692.92 亿元, 比上年增长 15.5%; 其中, 税收收入 1112.30 亿元, 增长 14.6%; 完成公共财政预算支出 3059.86 亿元, 比上年增长 12.6%。

(2) 万盛经开区经济概况

截至 2013 年底, 万盛经开区财政收入完成 18.24 亿元, 同比增长 21.1%; 一般预算收入完成 9.34 亿元, 同比增长 3.77%。

表 1 万盛经开区 2011~2013 年地方可支配收入情况 (单位: 万元)

编号	科目	2011 年	2012 年	2013 年	三年复合增长率 (%)
1	一般预算收入	76706	90050	93443	10.37
1.1	其中: 税收收入	45916	42927	51378	5.78
1.2	非税收入	30790	47123	42065	16.88
2	政府性基金收入	147560	71000	88913	-22.38
3	转移性收入	103963	107000	148443	19.49
3.1	其中: 返还性收入	2559	2758	2547	-0.23
3.2	财力性转移	42968	44242	70073	27.70
3.3	专项补助	58436	60000	73073	11.82
4	地方可支配收入总计	328229	268050	330799	0.39

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。2011~2013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0.39%, 受政府基金收入波动影响, 地方可支配收入波动较大, 2013年达到33.08

亿元。

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 2013 年底, 万盛经开区政府债务余额为 13.93 亿元, 大多数为直接债务, 债务率为 42.11%。万盛经开区政府债务负担适中。

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 (2013 年度)	金额	地方债务 (截至 2013 年底)	金额
(一) 地方一般预算收入	93443	(一) 直接债务余额	118665.53
1. 税收收入	51378	1. 国债转贷资金	655.62
2. 非税收入	42065	2. 农业综合开发借款	
(二) 转移支付和税收返还收入	148443	3. 国内金融机构借款	75379.75
1. 一般性转移支付收入	70073	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	
2. 专项转移支付收入	73073	4. 债券融资	4350.00
3. 税收返还收入	2547	(1) 中央代发地方政府债券	
(三) 国有土地使用权出让收入	88913	5. 其他 (村级及其他单位借款)	38280.16
1. 国有土地使用权出让金	86043	(二) 担保债务余额	41286.13
2. 国有土地收益基金	2468	1. 政府担保的外国政府贷款	1129.00
3. 农业土地开发资金	402	2. 政府担保的国内金融机构借款	40157.13
4. 新增建设用地有偿使用费		3. 政府担保的融资平台债券融资	
(四) 预算外财政专户收入		--	

地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	330799	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	139308.60
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	42.11%		

资料来源：万盛经开区财政局

总体来看，万盛经开区可控财力波动中小幅增长，财政实力有所增强，但是财政收入对于转移性收入和基金收入的依赖性较强，由于土地出让受宏观环境及政策影响较大，未来经开区政府性基金收入存在不确定性；万盛经开区政府债务负担适中。

3. 经开区政策支持

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，解决区划调整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。

五、基础素质分析

1. 企业规模

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。

自2009年以来，公司先后完成了文体商务中心项目、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子项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等子项目。

2. 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子公司土地资产注入以及股权资产划拨方面。

货币注资

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

截至2013年底，公司资本公积中土地资产注入形成的共计61.48亿元（公司本部48.15亿元，公司子公司13.33亿元），实收资本中土地资产共计13.21亿元。公司资本公积中土地资产中公路用地（公益性用地）价值3.94亿元，该部分资产无法变现，一定程度上影响公司资产和权益质量。

股权资产注入

截至2013年底，公司资本公积中有5.85亿元为拨入的股权（为重庆万盛国有资产经营有限公司4.17亿元和重庆黑山谷旅游投资有限公司1.68亿元）。

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该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。

（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。

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。

2013 年，公司获得土地返还计入主营业务收入，其他返还资金计入补贴收入，分别为

1.16 亿元和 1.23 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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2011~2013 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 28226.05 万元、81906.58 万元和 60065.29 万元。2011 年，公司营业收入的构成主要来自基础设施建设项目代建收入和旅游收入，2012 年起，公司经营板块有所变化，新增土地整治及项目建造业务，由于公司不再就基础设施建设项目与经开区财政局签署回购协议，公司无项目回购收入。

近三年，公司项目代建收入占营业收入的比重较大，分别为 74.62%、43.44%和 72.59%；旅游板块收入有所下降，2013 为 4825.49 万元，占营业收入的 8.03%；2012 年，公司新增土地整治收入，2012~2013 年，公司土地整治收入分别实现收入 40757.50 万元和 11620.00 万元，波动较大。此外，公司还有少量贸易收入。

表3 公司营业收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
项目回购	21061.38	13854.40	34.22						
项目建造				35580.63	26420.75	25.74	43600.03	32437.63	25.60
土地整治收入				40757.50	25698.48	36.95	11620.00	8515.20	26.72
旅游收入	6908.96	179.00	97.41	5381.15	248.14	95.39	4825.49	266.55	94.48
贸易收入	255.71	42.49	83.38	187.30	85.09	54.57	19.77	13.21	33.17
合 计	28226.05	14075.89	50.13	81906.58	52452.46	35.96	60065.29	41232.60	31.35

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2011~2013 年公司综合毛利率分别为 50.13%、35.96%和 31.35%，呈逐年下降趋势，主要由于 2012 年新增的项目建造及土地整治业务毛利率相对较低所致；近三年，公司旅游板块毛利率均维持在较高水平；2012~2013 年，公司土地整治业务毛利率分别为 36.95%和 26.72%。

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。公司基础设施建设共有两种运营模式：1) 2011 年，公司主要通过回购的方式进行项目建设，即公司前期垫资进行项目建设，付出建设成本计入“存货”科目中；项目完工结算后，政府进行回购，回购款计入“营业收入”科目，相应从存货中结转营业成本；2) 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。2011~2013 年，公司项目代建收入分别为 21061.38 万元、35580.63 万元和 43600.03 万元。

截至 2013 年底，公司存货-开发成本科目中尚有小部分 2011 年底已完成决算但尚未完成回购的项目建设成本。公司目前正与经开区财政局协商解决方案。

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 2013 年底，公司在建代建项目总投资合计 29.55 亿元，已完成投资 7.50 亿元，未来尚需投入 22.05 亿元。

表4 截至2013年底公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目	工程内容	总投资	截至2013年底 已完成投资	工期
煤电化基地	实施征地拆迁、土石方挖方、填方、基地消防特勤站、基地安置房、道路及配套管网、标准路幅宽度。	6.76	2.41	一年
动漫产业园	实施征地拆迁、土石方挖方、填方、新建设福耀配件厂至新房子物流通道、羽毛球雕塑至三元桥景观道路改造、城市楼宇外立面整治人行道、绿化及管网改造。	8.29	1.95	一年
三江至南川铁路扩能改造工程*	三江至南川铁路扩能改造工程：渝黔铁路三江站（含）至南川站（不含），含赶水至关坝支线。	14.50*	3.14	--
合计		29.55*	7.50	

资料来源：公司提供

注：标“*”的三江至南川铁路扩能改造工程项目总投资 36.25 亿元，重庆市出资 40%，由万盛经开区、綦江区等多个区县共同出资，所以此处的总投资 14.50 亿元是包含重庆多个区县的共同出资额，公司所需支付的资金小于 14.50 亿元。

2012 年以前，公司代建项目根据相关回购协议的规定，回购款由各单项工程的决算总价、管理成本、融资成本、税费、其他费用和利润组成；项目建设期间，万盛区财政局按工程进度需要的项目资金、实际发生的借款利息以及除去所得税外的各种税费额支付一定比例的回购款；项目交工验收时，由万盛区财政局和公司按照合同约定的方式对回购条件逐项核查认定，核查通过后，项目进入最后阶段的回购期；原则上项目回购期为 3~5 年，回购

期最后一年支付扣除质量保证金后的剩余回购款，质量保证金质保期满一年后返还给公司。由于政府财力及拨款效率的影响，公司每年实际确认收入金额与《回购协议》规定相比存在一定差异。

2012 年以前，《回购协议》一年一签，对当年回购项目、回购比例、回购收入和回购成本等进行明确约定，但公司根据回购协议确认收入及实际回款时间存在差异，因此公司现金收入比波动很大，2011~2013 年三年分别为

257.11%、104.64%和 105.28%。

2012 年之后，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。

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，对公司现金流带来的压力。

土地开发

2012 年，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项目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。

2012~2013 年，公司实现土地收入分别为

4.08 亿元和 1.16 亿元，成交面积合计 61.65 万平方米，成交金额 7.48 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
合计		616475.00	74825.00	

资料来源：公司提供

截至 2013 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 2013 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 18.40 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 2013 年底 已完成投资额	投资计划		
			2014	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	3.49	2.43	1.02	-

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	3.89	3.77	1.32	-
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	3.35	2.75	1.13	-
重庆市万盛经开区从林镇新桥片区经济适用房建设项目	3.01	2.27	0.72	-	-
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	-	4.67	3.27	2.96
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	-	1.82	6.54	7.99
合计	53.41	13.00	16.16	13.28	10.95

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”/“13渝万盛”、“14万盛经开债01”/“14盛经01”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小坡脚片区城市棚户区改造项目投资回购协议》（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》约定的2012年及2013年代建费已拨付至公司。

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2013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13.00亿元，未来尚需投资40.39亿元。截至目前，公司该板块尚未实现收入。

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村旅游投资有限公司，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。2011~2013 年，公司旅游收入分别为 6908.96 万元、5381.15 万元和 4825.49 万元。2012 年，公司旅游收入较 2011 年减少 22.11%，主要由于 2011 年黑山谷旅投对以前年度的政府委托接待收入 2194 万元进行了结算，导致当年旅游收入较高所致。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，导致 2013 年公司旅游收入有所下降。

公司旅游板块主要拟建项目为：丛林至八角互通道路，项目总投资 5.61 亿元。项目资金来源主要为银行贷款及归属公司所有的景区周围旅游地产出让收入。

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 2013 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	12749.00	12749.00
龙磷石海景区工程	石林景区四大板块工程	20287.00	20287.00
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	4688.82	4688.82
丛林至八角互通道路	旅游环线公路	56149.00	-
合计		93873.82	37724.82

资料来源：公司提供

注：黑山谷一期景区工程、龙磷石海景区工程和创 5A 景区项目已基本完工并逐渐转固；由于尚未完成结算，仍有部分在在建工程科目反映。

未来随着黑山谷旅投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，公司各版块在建拟建项目投资规模较大，公司面临一定筹资压力。

八、财务分析

公司提供了 2011~2013 年经北京兴华会计师事务所有限责任公司三年连审的财务报表，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2012 年公司合并范围新增一家全资子公司重庆盛欣资产管理有限公司，截至 2013 年底，公司纳入合并范围的二级子公司五家。

总体来看，合并范围变化对公司财务数据影响不大。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 141.10 亿元，所有者权益合计为 98.38 亿元。2013 年，公司实现营业收入 6.01 亿元，利润总额 2.00 亿元。

1. 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呈波动增长趋势，年复合增长 45.88%，2013 年为 6.01 亿元，其中，2012 年营业收入比 2011 年大幅增长 190.18%，主要源于新增土地整治收入 4.08 亿元；2013 年营业收入同比下降 26.67%，主要系公司土地整治收入大幅下降所致。公司近三年营业利润率不断下降，分别为 49.38%、35.71% 和 31.02%，主要由于项目代建毛利率的下降以及新增土地整治业务相对公司原有业务毛利率较低所致。

2011~2013 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拨款，近三年呈波动增长态势，2011~2013 年公司营业外收入分别为 0.75 亿元、2.46 亿元和 1.23 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。

随着公司营业收入和政府补贴收入的波动增长，2011~2013 年，公司利润总额波动增长，年均复合增长率为 10.99%，分别为 1.62 亿元、4.75 亿元和 2.00 亿元。

从盈利指标来看，近三年，公司总资产收益率和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 2.69%和 3.33%；受公司净利润大幅下降影响，2013 年，公司两项指标分别下降为 1.57%和 2.06%。

总体看，跟踪期内，公司土地出让收入波动较大；公司不断获得政府支持，政府补贴收入对利润总额支持较大。

2. 现金流及保障

2011~2013 年，公司经营活动现金流入快速增长，三年分别为 12.46 亿元、13.75 亿元和 15.30 亿元；其中，2013 年销售商品、提供劳务收到的现金较 2012 年大幅下降 26.22%，主要由于本年公司营业收入下降所致。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 5.21 亿元、5.09 亿元和 8.95 亿元，主要是政府给予公司的财政补贴资金以及往来款资金流入等。从现金收入比来看，由于公司根据回购协议确认收入及实际回款时间存在差异，公司现金收入比波动很大，2011~2013 年分别为 257.11%、104.64%和 105.28%。

同期，经营活动现金流出呈逐年递增趋势，2013 年，公司经营活动现金流出 33.36 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 32.76 亿元，较 2012 年大幅增长 26.26 亿元，主要系公司购买土地支出及代建项目开发成本增加所致；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 9.24 亿元、9.84 亿元和 0.23 亿元，2011~2013

年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -2.57 亿元、-2.91 亿元和 -18.06 亿元，主要由于公司承担为政府其他基建主体融资职能，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负值。

2011~2013 年，公司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 -0.50 亿元、-0.09 亿元和 -1.04 亿元，2013 年，公司投资活动流出主要为购建固定资产、无形资产支付的现金。

2011~2013 年，公司筹资活动现金流入分别为 3.20 亿元、6.11 亿元和 24.70 亿元，其中 2011 年和 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。

由于偿还债务支付的现金增加，2011~2013 年，公司筹资活动现金流出呈不断上升趋势。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.65 亿元、3.56 亿元和 21.75 亿元。

总体来看，跟踪期内，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余缺。

3. 资本及债务结构

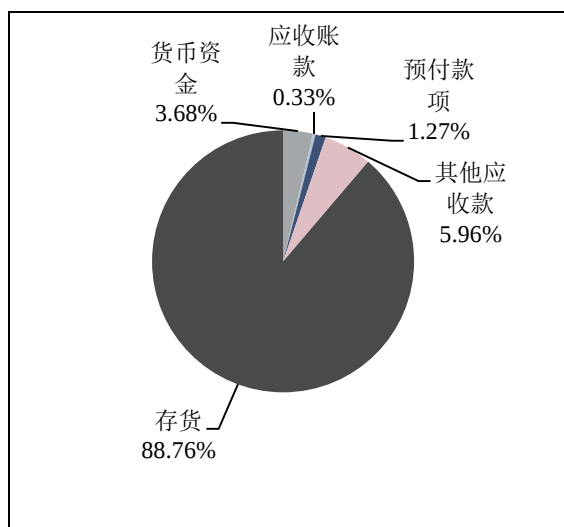
资产

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率达 45.96%。截至 2013 年底，公司资产总额为 141.10 亿元，其中流动资产为 121.01 亿元，非流动资产为 20.08 亿元，公司资产结构以流动资产为主。2011~2013 年公司流动资产占总资产的比例分别为 91.65%、85.22%和 85.77%，受存货快速增长影响，占

比维持在较高水平。

2011~2013 年，在存货的推动下公司流动资产快速增长，年均增长 41.20%，截至 2013 年底，流动资产为 121.01 亿元，主要由货币资金（占 3.68%）、应收账款（占 0.33%）、预付款项（占 1.27%）、其他应收款（占 5.96%）和存货（占 88.76%）构成。

图 1 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年复合增长 90.22%，截至 2013 年底，公司货币资金 4.44 亿元，主要为银行存款（占 90.52%）及其他货币资金（占 9.48%，为银行本票）。

2011~2013 年，公司应收账款呈波动下降趋势，三年复合年均下降 53.79%。截至 2013 年底，公司应收账款净额 0.40 亿元，主要为应收万盛经开区财政局项目款（占 99.28%）。从账龄来看，1 年以内的占 0.45%，2~3 年的占 69.02%，3 年以上的占 30.53%。总体来看，公司账龄较长，但由于主要为应收政府部门回购款，回收风险较小。公司未计提坏账准备。

2011~2013 年，公司预付账款波动增长，年均增长 857.81%，截至 2013 年底，公司预付账款 1.54 亿元，主要为预付万盛经开区财政局、黑山镇财政局的拆迁款项以及预付建筑安装公司的工程款项等。从账龄看，以 1 年以内

的和 1~2 年的为主，占比分别为 2.31%和 97.47%。

2011~2013 年，公司其他应收款波动下降，年均下降 23.94%，截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 7.34 亿元，主要是与万盛经开区财政局的往来款项以及与政府性项目建设主体的资金往来。从账龄来看，1 年以内的占 59.32%，1~2 年的占 6.69%，2~3 年的占 7.65%，3~4 年的占 16.24%，4~5 年的占 7.51%，5 年以上的占 2.59%。公司计提坏账准备 1236.68 万元，计提比例为 1.68%。其他应收款金额前 5 名合计占比 75.40%。总体来看，其他应收款账龄较长，公司存在一定资金周转压力。

表10 公司其他应收款前五名（单位：万元，%）

欠款单位	金额	占比
重庆市万盛经济技术开发区财政局	20905.35	28.48
重庆市万盛大道二期综合开发工程指挥部	15911.02	21.68
棚户区指挥部	11496.66	15.66
重庆万盛实业发展有限公司	5028.10	6.85
万盛营销中心	2006.79	2.73
合 计	55347.92	75.40

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司存货逐年快速增长，年均复合增长率 54.35%，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 2013 年底，公司存货账面余额 107.42 亿元，2013 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 107.38 亿元构成；开发成本中，约 80.45 亿元为土地，其余为项目建造成本（包含 2010 年~2011 年未完成回购项目的建设成本和 2012 年~2013 年未完成结算的代建项目建设成本）和土地整理成本。公司土地资产中，有 18.40 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。

2011~2013 年，公司非流动资产增长较快，

年均增长 90.52%，主要因固定资产大幅增长所致。截至 2013 年底，公司非流动资产 20.08 亿元，主要由固定资产（占 30.11%）、在建工程（占 19.42%）和其他非流动资产（占 48.76%）构成。

2011~2013 年，公司固定资产快速增长，年均增长 170.10%。截至 2013 年底，公司固定资产原值 6.66 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 0.61 亿元，固定资产账面价值 6.05 亿元，同比增长 336.93%，主要由于公司部分在建工程完工转固所致。

2011~2013 年，公司无形资产保持相对稳定，年均变动率为-1.79%。截至 2013 年底，公司无形资产为 0.11 亿元，主要为公司自用土地使用权、四道拐—江流坝、田坡公路使用权和铜鼓滩公路使用权等。

2011~2013 年，公司在建工程快速增长，截至 2013 年底，公司在建工程 3.90 亿元，较 2012 年底下降 4.07 亿元，主要由于黑山谷一期景区工程、腰子口—八角公路改造等项目陆续完工转固所致。

表11 公司主要在建工程概况（单位：万元，%）

项目名称	截至 2013 年底	
	金额	占比
黑山谷一期景区工程	12749.15	32.68
龙鳞石海景区工程	20287.13	52.00
创 5A 景区	4688.82	12.02
鱼子岗	213.44	0.55
其他	1074.54	2.75
合 计	39013.08	100.00

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长率为 50.53%，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 2013 年底，公司其他非流动资产为 9.79 亿元，其中公路/土地等不可转让的公益设施用地 4.53 亿元，林木价值 3.29 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，且以流动资产为主。流动资产中存货及其他应收款占比较大，流动性一般；非流动资产中固定资产和其他非流动资产（主要为不可转让的公益设施用地）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。

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 49.10%。截至 2013 年底，公司所有者权益 98.38 亿元，较 2012 年底增长 7.97%，主要是由于实收资本增加所致。从构成来看，截至 2013 年底，公司所有者权益中股本占 20.33%、资本公积占 68.51%、盈余公积占 0.62%、未分配利润占 10.54%。

截至 2013 年底，公司实收资本合计 20.00 亿元。其中，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 2013 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（13.33 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。2013 年公司资本公积的变化主要系根据万盛经开发[2013]76 号文，万盛经开区管委会将 108 房地证 D2009 字第 00406 号与 108 房地证 D2009 字第 00374 号地块共计 151.28 亩收回另作他用，减少其他资本公积 1.06 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益快速增长，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

2011~2013 年，公司负债年均复合增长 39.40%，截至 2013 年底为 42.72 亿元，主要由于一年内到期的非流动负债、应付债券和专项应付款的快速增长所致。从构成来看，截至

2013 年底，流动负债占比 31.54%，非流动负债占比 68.46%。

2011~2013 年，公司流动负债波动增长，三年年均复合增长率为 30.78%。截至 2013 年底，公司流动负债 13.48 亿元，主要由应付账款（占 34.12%）、其他应付款（占 19.14%）和一年内到期的非流动负债（占 28.76%）构成。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为 186.35%，截至 2013 年底，公司应付账款 4.60 亿元，主要是应付重庆市万盛经济技术开发区国土房管局拆迁款（3.42 亿元）及工程款。1 年以内的应付账款占比达 41.35%，1~2 年的占 56.88%。

表 12 截至 2013 年底公司应付账款金额前五名
(单位: 万元, %)

单位名称	金额	账龄	款项性质	占比
重庆市万盛经济技术开发区国土房管局	34213.68	1 年以内、1-2 年	工程款、拆迁款	74.40
重庆佳升实业发展有限公司	1731.54	1 年以内	工程款	3.77
重庆市顺达公路开发有限公司	1455.41	1-2 年	工程款	3.17
第十一建筑工程公司	985.69	1 年以内、1-2 年	工程款	2.14
重庆市万盛区景盛建筑安装工程有限责任公司	881.82	1 年以内、1-2 年	工程款	1.92
合计	39268.14			85.40

资料来源: 公司提供

2011~2013 年，公司其他应付款波动中有所下降，年复合下降 40.09%，截至 2013 年底为 2.58 亿元，主要是应付万盛经开区财政局、当地企事业单位的往来款和保证金等。其中，应付前 5 名金额占比为 98.33%。从账龄来看，1 年以内的占比 47.73%，1~2 年的占比 20.19%，2~3 年的占比 21.26%，3 年以上的占比 10.82%。

表 13 截至 2013 年底公司其他应付款金额前五名
(单位: 万元, %)

	金额	款项性质	欠款年限	占比
--	----	------	------	----

重庆市万盛经济技术开发区财政局	16634.45	往来款	1 年以内、1-2 年、2-3 年	64.50
万盛区国土资源局	5561.20	往来款	1 年以内、3 年以上	21.56
中咀坝安置房款	1543.18	往来款	3 年以上	5.98
重庆禧德置业公司	1000.00	保证金	3 年以上	3.88
万盛区经济和信息化委员会	622.00	往来款	2-3 年	2.41
合计	25360.83			98.33

资料来源: 公司提供

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率达 44.00%，截至 2013 年底，公司非流动负债 29.25 亿元，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 39.66%）、应付债券（占 43.84%）和专项应付款（占 13.08%）构成。

2011~2013 年，公司长期借款波动中有所增长，年均增长 4.00%。截至 2013 年底，公司长期借款为 11.60 亿元，其中抵押借款占 84.91%，保证借款占 13.79%，质押借款占 1.29%。

截至 2013 年底，公司应付债券 12.82 亿元，主要系公司于 2013 年发行的 13 亿元“13 万盛经开债” / “13 渝万盛”。

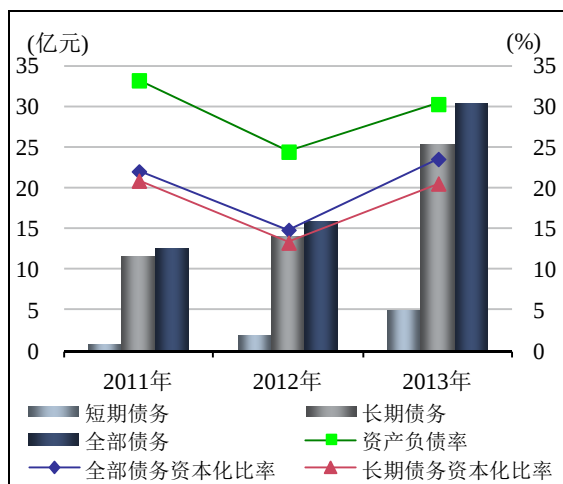
2011~2013 年，公司专项应付款波动增长，年复合增长 25.70%，截至 2013 年底为 3.83 亿元，主要为大道二期项目、景区开发项目、新区开发项目和西区规划展览馆等项目的建设资金（未完工项目政府资本金）。

公司债务规模随项目投入的增加快速增长，2011~2013 年，公司全部债务年均复合增长 55.69%，截至 2013 年底，公司全部债务为 30.30 亿元（已将长期应付款中需付息的信托产品调至长期债务中），其中长期债务占比 83.91%，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 2012 年底公司所有者权益较 2011 年底大幅增长，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

化比率均呈下降趋势,2013 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,三年平均值分别为 29.11%、20.63%和 18.43%,2013 年底三项指标分别为 30.28%、23.55%和 20.53%,总体看,公司债务规模有所波动,公司债务负担尚处于较轻水平。

图 2 2011~2013 年公司债务负担情况



资料来源：公司提供

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,公司债务负担有所加重,但仍处于较轻水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看,2011~2013 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 828.29%和 143.00%,2013 年底两项指标分别为 898.03%和 100.90%。公司存货中土地规模很大,变现较慢,公司实际短期偿付能力弱于上述指标值。2011~2013 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。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,2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 1.70 亿元、4.86 亿元和 2.12 亿元。同期,全部债务/EBITDA 倍数呈波动上升趋势,三年分别为 7.36 倍、3.27 倍和 14.29 倍。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 2013 年底,公司无对外担保。

截至 2013 年底,公司获得银行授信额度 250 亿元,其中已使用额度 12.96 亿元,未使用额度 237.04 亿元,公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2014 年 6 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 2014 年 6 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。

6. 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。

九、募集资金使用和债权保护情况分析

1. 存续期内债券该快及募集资金使用情况

“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”

公司于 2013 年 4 月发行人民币债券 13 亿元,债券简称“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”,发行期限为 7 年。公司将在债券发行第 3、4、5、6、7 年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金,即每年偿还 2.60 亿元。

“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”募集资金规模为 13.00 亿元,分别用于重庆市万盛经开区万东镇榜上片区经济适用房建设项目、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、重庆市万盛经开区南桐镇中心片区经济适用房建设项目和重庆市万盛经开区

从林镇新桥片区经济适用房建设项目四个经济适用房及配套工程建设。截至 2013 年底,“13

万盛经开债”/“13 渝万盛”投资项目及投资额度,以及募投项目建设情况详见表 14。

表 14 截至 2013 年底“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”募投项目建设情况(单位:亿元)

项目名称	项目总投资	截至 2013 年底 已完成投资额	13 万盛经开债 /13 渝万盛拟 投资额	截至 2013 年底 募投资金已使用金额	项目进度
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	3.49	3.49	3.49	已完成主体工程 的 50.36%
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	3.89	3.89	3.89	已完成主体工程 的 43.27%
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	3.35	3.35	3.35	已完成工程的 46.27%
重庆市万盛经开区从林镇新桥 片区经济适用房建设项目	3.01	2.27	2.27	2.27	已完成工程量 的 75.41%
合计	26.17	13.00	13.00	13.00	-

资料来源:公司提供

“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”概况及 募集资金投向情况

公司于 2014 年 4 月发行人民币债券 8 亿元,债券简称“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”,发行期限为 7 年。公司将在债券发行第 3、4、5、6、7 年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金,即每年偿还 1.60 亿元。

“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”募集资金规模为 8.00 亿元,分别用于重庆市万盛经开区小坡脚片区城市棚户区改造项目和重庆市万盛经开区东林片区城市棚户区改造项目。截至 2014 年 6 月 24 日,小坡脚片区城市棚户区改造项目和东林片区城市棚户区改造项目已投资金额分别为 2.50 亿元和 0.13 亿元。

2. 存续期内债券偿债能力分析

“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”及“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”均设立了分期偿付条款,当年最高分期偿还金额为 4.20 亿元(2017~2020 年)。截至 2013 年底,公司现金类资产 4.44 亿元,现金类资产是当年最高分期偿还金额的 1.06 倍,公司现金类资产对存续期内债券当年最高分期偿还金额(4.20 亿元)的覆盖程度尚可。

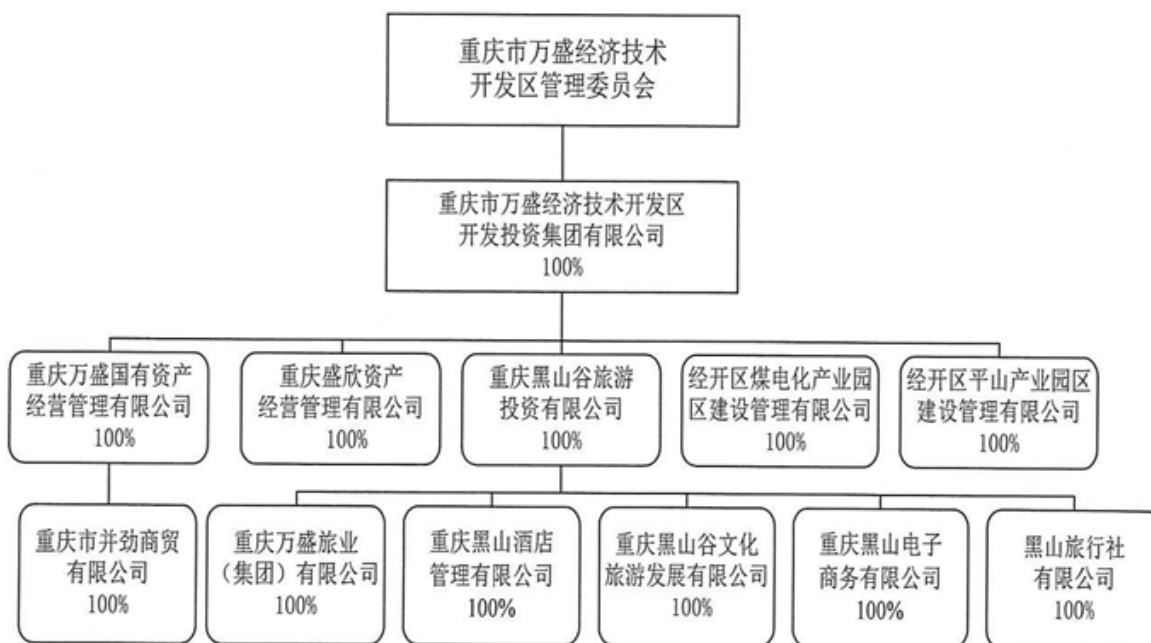
2013 年,公司经营活动现金流入量规模较大,但公司基建项目前期支付成本较多,公司经营活动产生的现金流量净额为负。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 15.30 亿元和 2.12 亿元,分别为存续期内债券当年最高分期偿还金额的 3.64 倍和 0.50 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度较好。

总体来看,跟踪期内,公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度较好。

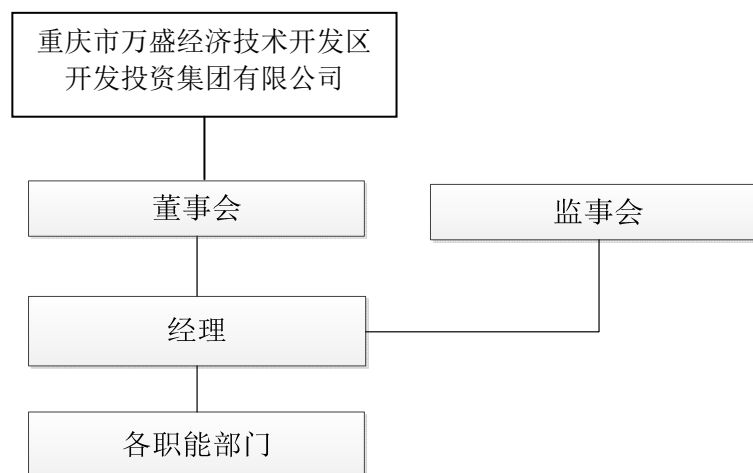
十、结论

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 万盛经开债”/“13 渝万盛”和“14 万盛经开债 01”/“14 盛经 01”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司产权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.23	1.78	4.44
资产总额(亿元)	66.23	120.58	141.10
所有者权益(亿元)	44.25	91.11	98.38
短期债务(亿元)	0.82	1.93	4.88
长期债务(亿元)	11.68	13.97	25.42
全部债务(亿元)	12.50	15.90	30.30
营业收入(亿元)	2.82	8.19	6.01
利润总额(亿元)	1.62	4.75	2.00
EBITDA(亿元)	1.70	4.86	2.12
经营性净现金流(亿元)	-2.57	-2.91	-18.06
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.98	4.32	5.23
存货周转次数(次)	0.06	0.08	0.04
总资产周转次数(次)	0.09	0.09	0.05
现金收入比(%)	257.11	104.64	105.28
营业利润率(%)	49.38	35.71	31.02
总资本收益率(%)	2.86	4.45	1.57
净资产收益率(%)	3.67	5.22	2.06
长期债务资本化比率(%)	20.89	13.29	20.53
全部债务资本化比率(%)	22.02	14.86	23.55
资产负债率(%)	33.19	24.44	30.28
流动比率(%)	770.41	750.64	898.03
速动比率(%)	198.14	176.40	100.90
经营现金流动负债比(%)	-32.68	-21.25	-134.02
EBITDA 利息倍数(倍)	2.29	7.19	1.66
全部债务/EBITDA(倍)	7.36	3.27	14.29

注：计算长期债务、全部债务以及相关指标过程中，已将有关长期应付款纳入长期债务核算。

附件 3 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/主营业务收入×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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。