

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 971 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”、“14万盛经开债01/14盛经01”和“14万盛经开债02/14盛经02”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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

企业债券跟踪评级报告

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
14 万盛经开债 02/14 盛经 02	7 亿元	2014/08/25~2021/08/25	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
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
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
经营现金流流动负债比(%)	-21.25	-134.02	-99.17

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

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,在财政补贴等方面持续得到地方政府的大力支持。跟踪期内,公司资产规模快速增长,收入规模扩大。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司债务负担加重、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有所扩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,土地出让金返还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”、“14 万盛经开债 01/14 盛经 01”和“14 万盛经开债 02/14 盛经 02”AA 的信用等级。

优势

1. 重庆市及万盛经开区经济持续稳定发展,财政实力不断增强。
2. 跟踪期内,公司在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. 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持续为负;

2014年公司经营活动现金净流出规模同比大幅增长。

2. 公司债务规模持续增加，债务负担有所加重。
3. 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、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企业债券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2014年底，公司注册资本为200000万元，万盛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。

三、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。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出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，

比上年增加 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。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。

2. 区域经济

（1）重庆市发展情况

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%。

（2）万盛经开区经济概况

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
1	一般公共预算收入	90050	93443	101144
1.1	其中：税收收入	42927	51378	64673
1.2	非税收入	47123	42065	36471
2	政府性基金收入	71000	88913	118859

3	转移性收入	107000	148443	147724
4	地方可支配收入总计	268050	330799	367727

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

总体来看，万盛经开区可控财力持续增长，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较轻。

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。

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。

2. 政府支持

2014 年政府对公司的支持体现在对公司的土地出让金返还、税费返还以及拨付基础设施建设资金三方面。其中土地出让金返还方面，2014 年公司获得土地返还计入主营业务收入；税费返还方面，返还资金计入补贴收入，2014 年为 0.86 亿元（2014 年无财政拨款），相对 2013 年公司收到 1.23 亿元财政拨款，而未收到税费返还资金；拨付基础设施建设款项方面，2014 年公司收到 2.41 亿元项目资本金，在“专项应付款”科目中反应。

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，公司在发展过程中持续得到政府多方面的支持；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。

跟踪期内，公司董事长有所变动，2014 年 9 月起由肖猛同志任公司董事长、法定代表人。

肖猛，男，汉族，1967 年 11 月生，市委党校在职研究生，高级中学教师任职资格，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；现任重庆市万盛经开区开发投资集团有限公司党委书记兼董事长职位。

七、经营分析

1. 经营现状

2014 年，受土地整治收入同比增加的影响，公司营业收入较 2013 年有所增长，同比增加 17773.05 万元，为 77838.34 万元。

从收入结构上看，2014 年，公司项目代建收入仍为占营业收入比重较大的科目，占比为 63.75%；而旅游板块收入有所波动，2014 年为 6054.92 万元，为营业收入的 7.78%；2014 年，公司土地整治业务实现收入 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，受到公司土地整治收入毛利率波动的影响，近三年公司整体毛利率处于波动状态，2014 年公司综合毛利率为 32.80%，较 2013 年略有上升；2014 年公司旅游板块毛利率持续维持在较高水平；公司土地整治业务毛利率为 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	1052.35	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年底公司在建代建项目情况（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	0.00	0.00
动漫产业园	8.29	6.07	73.22	2.22	0.00
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，并至少支付成本 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	53.42	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24.31亿元。

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。

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。

八、财务分析

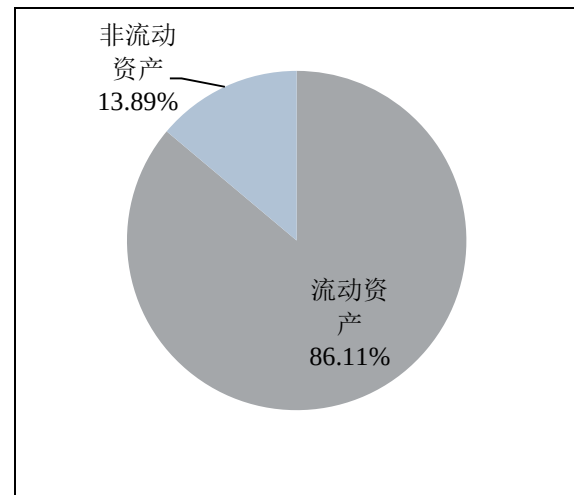
公司提供了已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2012~2014 年财务数据，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年公司合并范围新增 3 家全资子公司，分别为重庆惠盛工程建设投资有限公司、重庆市万盛经开区水务资产经营管理有限公司及重庆盛基土地资产运营有限责任公司。截至 2014 年底，公司合并范围内子公司合计 6 家（有 2 家子公司因无实际控制权不纳入合并范围）。总体来看，由于合并范围内新增子公司规模小，因此其合并范围变化对公司财务数据连续性和可比性的影响较小。

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。

1. 资产质量

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

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。

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%）。

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。

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
棚湖区指挥部	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

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 年~2011 年未完成回购项目的建设成本和 2012 年~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

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。

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。

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

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，跟踪期公司资产规模快速增长，结构仍以流动资产为主。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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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

截至 2014 年底公司负债为 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，流动负债占比 29.41%，非流动负债占比 70.59%。

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）。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 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。

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。

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。

截至 2014 年底，专项应付款为 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，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%。

整体看，随着跟踪期内公司项目建设的不断推进，其负债总额快速增长，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。

3. 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。2014年公司营业收入为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。2014年公司营业利润率为32.29%。

2014年，公司期间费用占营业收入的比重有所下降，为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，2014年公司营业外收入为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。2014年，公司利润总额略有增加，为2.44亿元。

从盈利指标来看，2014年公司总资本收益率持续下降，而净资产收益率略有上升，2014年公司总资本收益率下降0.03个百分点至1.54%，净资产收益率上升0.38个百分点至2.44%。

总体看，跟踪期内公司收入规模受土地出让波动性影响大。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。

4. 现金流

2014年，公司经营活动现金流入量为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。2014年公司收到其他与经营活动有关的现金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，2014年为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，2014年为5.40亿元，同期公司经营活动产生的现金流量净额为-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。

2014年公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出量为1.96亿元，2014年，公司投资活动流出主要为投资支付的现金。

2014年，公司筹资活动现金流入量大幅增长，为39.50亿元。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2014年公司筹资活动现金流出规模维持在相对低的水平，为6.28亿元。2014年公司筹资活动产生的现金流量净额为33.22亿元。

总体来看，跟踪期内公司代建项目较多，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014年底，公司流动比率和速动比率保持较高水平，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。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，2014年公司EBITDA为2.62亿元。同期，全部债务/EBITDA倍数呈上升趋势，2014年

底为 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、货币资金注入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。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 3 月 18 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 18 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。

7. 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. 存续期内债券概况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丛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 2014 年底，“13 万盛经开债/13 渝万盛”投资项目及投资额度见下表。

表 12 截至 2014 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 2014 年底 已完成投资额	13 万盛经开债 /13 渝万盛拟 投资额	截至 2014 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	5.54	3.49	3.49	主体完工
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	3.89	3.89	主体完工
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	3.35	3.35	主体完工
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	2.27	2.27	主体完工
合计	26.17	20.93	13.00	13.00	-

资料来源：公司提供

“14万盛经开债01/14盛经01”及“14万盛经开债02/14盛经02”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。于同年8月发行人民币债券7亿元，债券简称“14万盛经开债02/14盛经02”，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1.40亿元。

上述两期债券募集资金规模合计15.00亿元，募投项目均为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年底，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3.27亿元和4.90亿元，项目已投资资金均来自上述两期债券所募集的资金。

2. 存续期内债券偿债能力分析

“13 万盛经开债/13 渝万盛”、“14 万盛经开债 01/14 盛经 01”及“14 万盛经开债 02/14 盛经 02”均设立了分期偿付条款，当年最高分期偿还金额为 5.60 亿元（2017~2020 年）。截至 2014 年底，公司现金类资产 11.08 亿元，现金类资产是当年最高分期偿还金额的 1.98 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（5.60 亿元）的覆盖程度尚可。

2014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13.69亿元和2.61亿元，分别为存续期内债券当年最高分期偿还金额的2.44倍和0.47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。

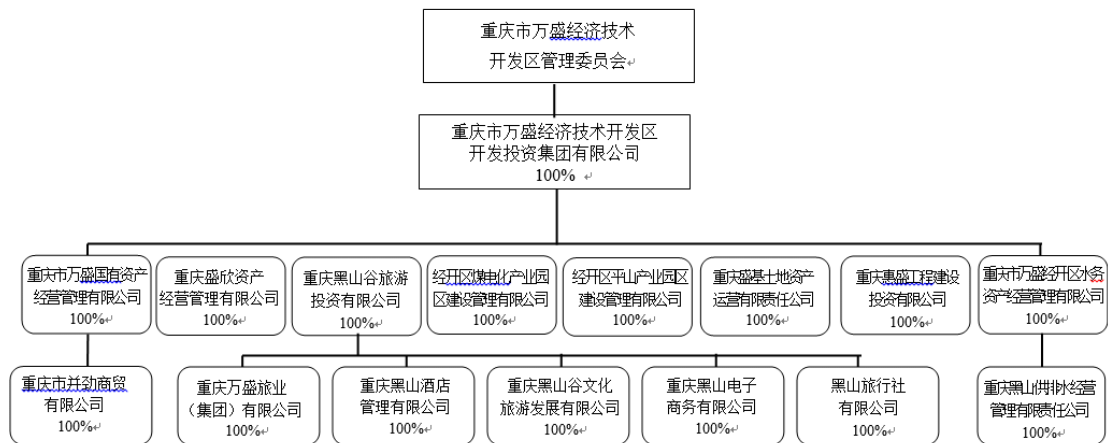
总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金

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。

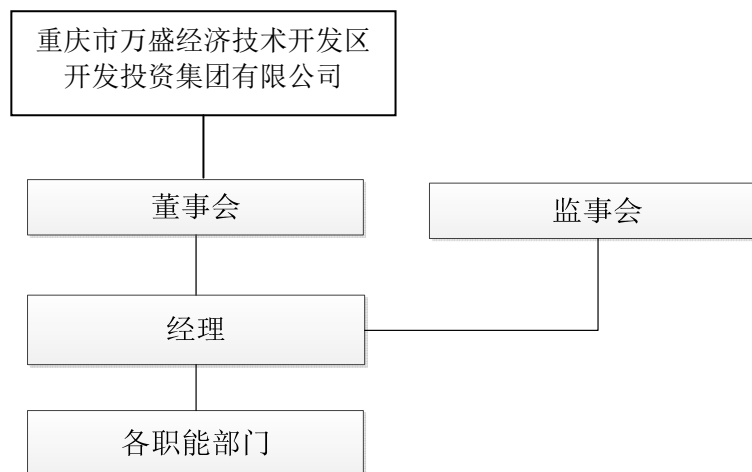
十、结论

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”、“14万盛经开债01/14盛经01”和“14万盛经开债02/14盛经02”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



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	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

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。