

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：周 依 yzhou@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1844 号

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”、“17 西部物流MTN001”、“18西部物流 MTN001”、“19 重庆物流MTN001”和“19 重庆物流MTN002”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司（以下简称“国际物流”或“公司”，原“重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”、“17 西部物流 MTN001”、“18 西部物流 MTN001”、“19 重庆物流 MTN001”和“19 重庆物流 MTN002”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了沙坪坝区经济实力较强，重庆国际物流枢纽园区（以下简称“物流园”）战略地位突出以及公司营业总收入逐年增长等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的偿债压力和资本支出压力以及资产流动性较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

国际物流（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	520.83	540.24	586.68	607.04
所有者权益合计（亿元）	201.51	217.46	223.24	225.20
总负债（亿元）	319.31	322.77	363.44	381.84
总债务（亿元）	252.30	260.65	281.19	292.06
营业总收入（亿元）	19.89	23.14	23.97	1.17
经营性业务利润（亿元）	8.71	10.14	9.96	0.95
净利润（亿元）	7.88	8.63	9.10	0.91
EBITDA（亿元）	9.55	10.50	10.78	-
经营活动净现金流（亿元）	34.08	11.99	8.78	-4.08
收现比(X)	1.00	0.62	0.49	0.03
营业毛利率(%)	48.07	49.07	45.97	95.34
应收类款项/总资产(%)	23.22	23.29	25.70	26.11
资产负债率(%)	61.31	59.75	61.95	62.90
总资本化比率(%)	55.60	54.52	55.74	56.46
总债务/EBITDA(X)	26.43	24.82	26.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.84	0.66	0.68	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，本报告数据均采用期末数；
2、中诚信国际将公司各期财务报表中“其他应付款”科目中有息债务金额调整至短期债务核算，将“其他权益工具”科目中有息债务金额调整至长期债务核算；
3、公司 2020 年一季度财务报表未提供现金流量补充表，故相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	9.76	10
	收现比(X)*	0.63	6
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.17	1
	受限资产占总资产的比重(X)	0.05	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	223.24	8
	总资本化比率(X)	0.56	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用近三年数据计算得出

正面

■ **沙坪坝区经济实力较强。**沙坪坝区地区生产总值(GDP)逐年增长，产业结构良好，经济实力较强，能为公司的发展奠定良好的基础。

■ **物流园战略地位突出。**物流园作为国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸，具有重要的战略地位。2019 年，园区完成固定资产投资 85.38 亿元，同比增长 80%，入库税金 23.93 亿元，同比增长 42%，引进注册企业 946 家。物流园的快速发展对重庆建设内陆开放高地具有重要意义。

■ **公司营业总收入逐年增长。**2019 年，公司确认的土地整治收入较上年进一步增加，净利润规模较上年同步提升，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，近年来公司营业收入和利润规模逐年增长。

关注

■ **公司面临较大的偿债压力。**截至 2020 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.24，2020 年 4~12 月到期债务规模为 47.89 亿元，2021 年和 2022 年到期债务规模分别为 71.89 亿元和 67.34 亿元，公司未来几年将面临较大的偿债压力。

■ **公司面临较大的资本支出压力。**近年来，随着物流园建设的推进，公司基建和土地整治的投资规模也呈扩大趋势，截至 2020 年 3 月末，在建项目还需投资 64.46 亿元，公司面临较大的资本支出压力。

■ **资产流动性较弱。**公司其他应收款和其他非流动资产主要为往来款项和土地整治与工程建设投入，截至 2020 年 3 月末合计达到 457.65 亿元，占总资产的比重为 75.39%，占比很高，公司资产流动性较弱。

评级展望

中诚信国际认为，重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**沙坪坝区经济实力显著增强且具有可持续性；公司资产质量明显改善，资本实力显著扩充，盈利等各项财务指标均大幅改善。

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

评级历史关键信息 1

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 重庆物流 MTN002 (AA+)	2019/08/12	陈志东、张敏、王靖允、罗依文	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 重庆物流 MTN001 (AA+) 18 西部物流 MTN001 (AA+) 17 西部物流 MTN001 (AA+) 13 渝西物流债/PR 渝物流 (AA+)	2019/06/26	骆传伟、王靖允	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 重庆物流 MTN001 (AA+)	2018/11/26	骆传伟、王靖允、张敏	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	18 西部物流 MTN001 (AA+)	2018/07/02	骆传伟、王靖允、张敏	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	17 西部物流 MTN001 (AA+)	2017/08/16	赵艳艳、汪莹莹	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 140200_2014_01	阅读全文
AA+/稳定	13 渝西物流债/PR 渝物流 (AA+)	2016/06/08	付东阳、徐浩淼	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 140200_2014_01	阅读全文
AA/稳定	13 渝西物流债/PR 渝物流 (AA)	2013/09/06	赵晓曦、刘礼彬	-	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	20 渝枢 02 (AA+)	2020/02/10	江林燕、孙颖熙	地方政府融资平台评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年末主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司	586.68	223.24	61.95	281.19	23.97	9.10	8.78
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	715.76	243.12	66.03	411.73	14.30	1.91	81.10
重庆渝隆资产经营 (集团) 有限公司	507.68	175.09	65.51	288.94	23.86	1.67	-11.54
重庆市江津区华信资产经营 (集团) 有限公司	489.46	211.58	56.77	228.96	16.29	3.45	2.66

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
13 渝西物流债/PR 渝物流	AA+	AA+	15.00	3.00	2013.10.18~2020.10.18
17 西部物流 MTN001	AA+	AA+	10.00	10.00	2017.09.28~2022.09.28
18 西部物流 MTN001	AA+	AA+	10.00	10.00	2018.09.10~2023.09.10
19 重庆物流 MTN001	AA+	AA+	8.60	8.60	2019.06.19~2024.06.19 (3+2)
19 重庆物流 MTN002	AA+	AA+	9.40	9.40	2019.08.20~2024.08.20 (3+2)

注：1、“13 渝西物流债/PR 渝物流”设置本金提前偿还条款，在存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金；2、“19 重庆物流 MTN001”和“19 重庆物流 MTN002”均附票据存续的第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供的资料，“13 渝西物流债/PR 渝物流”募集资金总额为 15.00 亿元，分别用于物流园土主经济适用房、物流园回龙坝经济适用房以及物流园中干线道路及管网工程项目，截至 2020 年 3 月末，公司已使用募集资金 15.00 亿元，上述募投项目均已完工。“17 西部物流 MTN001”募集资金总额为 10.00 亿元，用于偿还存量金融机构借款，截至 2020 年 3 月末，公司已使用募集资金 10.00 亿元。“18 西部物流 MTN001”募集资金总额为 10.00 亿元，用于偿还存量金融机构借款，截至 2020 年 3 月末，公司已使用募集资金 10.00 亿元。“19 重庆物流 MTN001”募集资金总额为 8.60 亿元，用于偿还到期债务融资工具，截至 2020 年 3 月末，公司已使用募集资金 8.60 亿元。“19 重庆物流 MTN002”募集资金总额为 9.40 亿元，用于偿还到期债务融资工具，截至 2020 年 3 月末，公司已使用募集资金 9.40 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月

宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构

性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、

稳投资方面或发挥更大作用。此外，受疫情短期冲击经济，后续专项债或将进一步扩容提效，从而拉动基建投资。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：2019 年 5 月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019 年上半年，监管发布多项举措，遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区 IPO。

展望：一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

作为重庆市主城九区之一，沙坪坝区产业结构良好，经济实力较强，预计随着开放型经济体系构建逐步完善，沙坪坝区经济实力仍将保持较高水平

沙坪坝区位于重庆市主城区西部，东滨嘉陵江，西抵缙云山，幅员面积 396.2 平方公里。区域境内中部歌乐山纵贯南北，东部地区位于重庆中心城区，是重庆市的科教文化中心和工业基地；西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，未来增长潜力良好。

2019 年，沙坪坝区分别实现地区生产总值 (GDP) 976.8 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，总量依然维持在较高水平且位于重庆各区县前列，在重庆 38 个区县中，沙坪坝区 GDP 位列第 7，仅次于渝北区、九龙坡区、渝中区、江北区、涪陵区和江津区。其中，第一产业增加值 4.1 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 314.1 亿元，同比增长 4.6%，其中，工业增加值 231.6 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值 658.6 亿元，同比增长 6.8%。三次

产业结构由 2018 年的 0.4:37.9:61.7 为 2019 年的 0.4:32.2:67.4，第三产业比重进一步提高。2019 年，全区固定资产投资同比增长 8.3%。

2019 年，沙坪坝区一般公共预算收入为 57.9 亿元，同比增长 4.9%。其中，实现税收收入 49.2 亿元，同比增长 10.5%；全区一般公共预算支出为 109.0 亿元，同比增长 22.8%，同期，财政平衡率为 53.12%；截止 2019 年末，政府地方债务余额为 119.72 亿元。

表 1：2019 年沙坪坝区经济及财政概况（亿元、%）

地区	GDP	一般公共预算收入	财政平衡率
沙坪坝区	976.8	57.9	53.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

沙坪坝区交通通讯畅达，是西南地区人流、物流、信息流要道。区内有西永微电园、西永综合保税区、台资信息产业园配套园、西部现代物流园、沙坪坝区工业园、重大科技园等工业发展平台。现已形成电子信息制造业、交通运输设备制造业、通用设备制造业三大支柱产业。凭借沙坪坝区明显的区位优势，辖区范围内交通便利，基础设施建设不断完善，在重庆市战略规划的政策推动下，产业布局不断优化升级，这些都为沙坪坝区的进一步发展提供了坚实的基础。

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

物流园于 2007 年 9 月设立，是依托团结村铁路集装箱中心站和兴隆场特大型铁路编组站设立的内陆保税物流园区。园区规划面积为 35.5 平方公里，园区按照“资源整合、产业融合、运作创新、典型示范”的理念，依托“一江两翼”的物流腹地产业支撑，立足物流、贸易、金融协同发展要求，从空间上形成六大功能板块。其中：铁路功能板块约 7.2 平方公里，包含团结村集装箱中心站与兴隆场编组站；物流联运板块约 2.5 平方公里，重点发

展基础物流、多式联运与专业仓储；商务商贸板块约 7 平方公里，是自贸区的重要组成部分，重点发展金融、商贸、总部基地与商务中心等产业；口岸保税板块约 2.7 平方公里，重点建设指定口岸、保税物流中心等相关设施；产业拓展板块约 9.9 平方公里，重点发展创新科研、产业配套与拓展等功能；配套服务板块约 6.2 平方公里，重点发展为园区配套的居住、教育培训、医疗健康等服务业。

重庆市政府赋予物流园四大功能定位：国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸。并且，重庆市将物流园全部纳入重庆市 2020 年城市规划和土地规划。目前，已通过控规审批 35.50 平方公里，累计征地拆迁面积约 26.46 平方公里，建成道路 47.10 公里。

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

图 1：“渝新欧”路线图



资料来源：公司提供

截至 2019 年末，园区累计引进新加坡丰树、意大利维龙、美国安博、中外运、民生等物流企业 335 家，建成仓储面积达 169 万平方米，其中保税仓 15 万平方米。基于多式联运的物流分拨体系初步建

成，红星美凯龙、居然之家、永辉等企业的西南分拨中心相继落户。目前，园区已入驻企业 2,723 家，2019 年度实现进出口贸易额约 11.47 亿美元，累计实现 40.23 亿美元。

结合市场需求，不断丰富口岸、保税、通道三大功能，截至 2019 年末，园区整车口岸累计进口整车 14,733 辆，终极汽车、力帆进出口等平行进口车企业相继入园，成功构建起整车进口、展示展销、维修保养等功能齐备的进口整车全产业链；内陆首个国检综合实验区成功落户；海关 H986 光机、保税冻库等口岸配套设施陆续投用。

截至 2019 年末，园区保税区建成投运。规划面积约 1.25 平方公里的铁路保税物流中心（B 型）2015 年 11 月正式通过国家验收，一期 A 地块 5.79 万平方米已投用，B 地块 4.6 万平方米普通仓及 3.7 万平方米保税冻库已经建成，于 2019 年 6 月投运，前海海淘、智汇优联等平台型企业入驻，累计引进跨境电商企业 20 余家。

2019 年，园区中欧（重庆）班列实现市场化运营，2019 年全年开行 1,524 列，同比增长 3%，累计开行 4,593 列；国际陆海贸易新通道 2019 年共开行 923 列，同比增长 52%；渝甬班列 2019 年共开行 125 列，累计开行 268 列。多条对外通道的开通运营，进一步强化了重庆作为“一带一路”和长江经济带联结点战略功能。

2019 年，园区完成固定资产投资 85.38 亿元，同比增长 80%，入库税金 23.93 亿元，同比增长 42%，引进注册企业 946 家。园区企业进出口贸易额 11.47 亿美元、进口整车 7,316 辆、实际利用外资 2.49 亿

美元。中心站集装箱办理量 92.94 万标箱、增长 14%，编组站调车数 9.89 万列、增长 6%。

工程项目建设仍有较大的资金需求，公司存在一定资本支出压力，未来公司建设资金及收益的到位情况与园区招商引资和建设发展密切相关

2019 年以来，公司本部继续作为重庆市政府指定进行物流园开发建设的最重要的主体，承担着园区基础设施建设的重要任务。

公司作为重庆国际物流枢纽园的开发建设主体，承担重庆国际物流枢纽园园区内基础设施建设职能，对代建项目建设全过程进行统筹管理；公司按照项目建设支出的一定比例（18%）计提管理费收入。重庆国际物流枢纽园管理委员会（以下简称“物流园管委会”）根据项目建设进度拨付建设资金，自项目建设之日起，至项目竣工决算日后三年内，视资金情况逐步回购。此外，公司增加确认融资经费（按当年融资余额 0.5%）、税费经费（当年税费完成额的 2%）、招商引资综合经费（按当年入园企业实际投资额的 0.2%），上述经费全部计入管理费收入中。公司依照每年的投资额核算管理费，同时按工程建设进度支付施工单位工程款，由于管理费的收入到款情况一般滞后于工程建设进度，需要由公司先行垫付部分工程建设款项。

截至 2020 年 3 月末，公司主要已完工项目已完成投资 15.79 亿元，已回款 10.42 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目的总投资额为 150.93 亿元，已完成投资 86.47 亿元，还需投资 64.46 亿元，仍面临较大的投资压力。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

在建项目名称		预计完工时间	总投资额	已投资额
物流园保障性住房土主安置房二期工程（首期）	-	2020.12	2.56	1.04
中央公园	-	2020.12	3.88	1.70
五云广场	-	2020.12	2.39	0.44
物流园中心商务片区市政工程及地块平整整治	公园广场周边商业地块	2020.12	3.86	3.70
	横三路东段、纵一线	2020.12	2.50	1.11
	横五路、纵一线南段二期、纵二线、纵三线北段	2020.12	2.76	1.14

	剩余地块平场	2020.12	21.40	9.14
	横六路、纵一线北段二期、纵二线北段、纵三线北段二期、纵四线北段	2020.12	2.08	0.15
	X09-X12 地块平场	2020.12	4.61	-
	环湖路、环湖一支路、环湖二支路	2020.9	1.56	1.96
土主片区支线道路	土主横九路、纵八线北段、纵九线	2021.12	1.06	0.17
	横二路西段、纵七线南段一期、纵八线南段一期	2021.12	0.59	-
	横一路西延线、横二路、横三路、纵四线南段、纵七线南段、纵八线南段	2021.12	1.59	0.50
物流园“中国西部生产资料市场”片区市政及地块平场整治工程	I50-I59 地块平场	2021.2	9.00	20.13
	纵二线、纵三线二期	2021.12	1.37	0.59
物流园仓储加工片区市政及地块平场整治工程	横一路、横二路、横三路、横四路、横五路、纵一线南段、纵二线、纵三线	2021.12	6.93	4.77
	横六路、横七路、横八路、纵一线北段、中干东线北段二期	2021.12	3.35	1.79
	地块平场	2021.6	13.70	10.97
西永组团 J12-J15 标准分区道路工程	横一路、横二路、纵一线、地块平场	2021.12	6.45	4.23
西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区道路工程	横一路、横四路一期、横六路西段、纵六线一期、纵七线一期	2021.11	7.37	2.58
	横四路二期、横七路、纵一线、纵二线南段、纵五线、纵六线二期、纵七线二期	2021.11	22.13	1.77
物流园回龙坝片区市政工程及地块平场整治	横一路、横二路东段、纵一线南段一期、纵二线南段一期、纵三线南段一期、纵四线南段一期	2021.12	2.70	0.75
	X03-X08 地块平场	2021.12	6.04	7.90
重庆铁路口岸公共物流仓储	重庆铁路口岸公共物流仓储一期工程	2021.12	9.05	7.71
南开中学分校	-	2022.12	12.00	2.23
合计	-	-	150.93	86.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从拟建项目来看，截至 2020 年 3 月末，公司主要的拟建项目有二横线征地项目、土主派出所业务技术用房、国际邮件互换局、口岸机动车综合检测基地和中干线北段项目，计划总投资 8.81 亿元。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资额
二横线征地项目	1.42
土主派出所业务技术用房	0.15
国际邮件互换局	2.00
口岸机动车综合检测基地	1.20
中干线北段	4.04
合计	8.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受 2019 年出让土地规模增长的影响，当期实现的土地整治收入较往年有所增加；公司账面的储备地资产较多，可为公司的土地整治业务带来一定的持续性保障

土地整治业务的运营主体主要为公司本部。根

据《重庆市人民政府办公厅关于加快建设重庆西部现代物流产业基地的意见》（渝办[2007]77 号），公司获得重庆市政府的授权，并受沙坪坝区政府委托，对物流园区土地进行一级开发工作，主要集中在土主镇及回龙坝镇两个镇范围内。

公司土地一级开发过程中的主要职责为筹集资金支付土地征收补偿、组织拆迁安置工作以及招标完成配套基础设施建设，公司参与土地一级开发业务的具体流程为：公司获政府授权后对物流园区内的国有土地进行统一的征地补偿、拆迁安置，然后对征收的土地进行整治及建设相应的市政配套设施。由于公司不具备土地储备资格，土地一级开发完成后由物流园管委会验收审核后交由重庆市沙坪坝区征地办公室完成收储并纳入市土地储备库。

公司对土地整治的投入分为两部分，一部分是

征地费、规费和资本化利息，全部计入其他非流动资产科目；另外一部分是公司物流园指定范围内的土地（包含前期注入公司的储备地）进行场地平整，这部分投入根据土地用途不同，在记账时存在区别。对于代政府整治用于公益性用途的土地，成本计入其他非流动资产科目；对于整治后用于出让的土地，成本计入存货科目。

收入确认上，对于代政府整治用于公益性用途的土地，按规定比例 18% 计提管理费收入，收到财政拨付的资金计入专项应付款，在得到政府相应的文件批复后，公司将非流动资产与专项应付款对冲抵减；对于整治后用于挂牌的土地（包含前期注入公司的储备地），将政府返还的土地出让金直接按比例计入土地整治收入，同时结转相应的土地整治成本。

2019 年，经公司整治并完成出让的土地面积为 120.56 万平方米，较上年增长较多，使得当年实现土地整治收入较上年增至 16.08 亿元，出让的土地大部分为物流仓储用地及二类居住用地，另有部分商业商务用地。受“新冠疫情”影响，2020 年一季度未实现土地整治出让收入。

表 4：近年来公司土地整治出让情况（万平方米、亿元）

	2017	2018	2019
出让面积	193.74	78.05	120.56
确认收入金额	12.25	14.74	16.08
地块性质	加油加气站用地、商业商务用地、物流仓储用地、中小学用地	加气站用地、科研教育用地、商业用地、物流仓储用地	二类居住用地、商业商务用地、物流仓储用地

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 2020~2023 年计划出让土地共计 11,052.20 亩，预计总投资为 65.45 亿元，截至 2020 年 3 月末，已投资 50.13 亿元。截至 2020 年 3 月末，政府前期划入的储备地账面余额为 61.15 亿元，可为公司的土地整治业务带来一定的持续性保障。

随着园区基础设施的不断开发和建成及园区成熟度的提升，公司市场化运作程度将不断提高，租赁

及服务费收入有望进一步提高

园区租赁服务业务主要由下属子公司重庆西部现代物流园资产经营管理有限责任公司（以下简称“物流园资管”）负责运营。物流园资管于 2010 年成立，注册资本 1.00 亿元，用于租赁的资产主要包括口岸贸易服务大厦、自贸大厦 1# 楼塔楼、回龙坝安置房门面、土主安置房门面等，截至 2019 年末拥有可供租赁的物业面积为 31.66 万平方米，出租率为 54.52%。2019 年，公司实现物业相关收入 0.79 亿元，呈逐年增长态势，预计随着公司建设项目的陆续竣工，公司持有的物业将获得丰厚的租售收入和增值收益。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，公司各期财务报表均按照新会计准则编制，本报告数据均采用期末数。

2019 年，受益于当期土地整治收入增加，公司营业总收入有所增长，综合毛利率小幅下降，但仍处于较高水平；公司期间费用管控能力较好；利润总额亦持续增加

2019 年，公司实现营业总收入为 23.97 亿元，较 2018 年有所增长，主要系当年实现的土地整治收入较上年增加所致。土地整治收入和管理费收入仍是公司收入的主要来源。公司当期实现土地整治收入 16.08 亿元，占营业总收入的比重增至 67.11%，主要系受出让土地的规模增长所致；实现管理费收入 6.45 亿，较上年有所下降，主要受当期结算建设资金进度影响；物业相关收入小幅增长；其他业务收入当期增加较多，主要系新增销售地票收入 0.63 亿元所致。物业相关收入和其他业务收入对公司营业收入起到了一定补充作用。2020 年 1~3 月，公司营业总收入为 1.17 亿元，当期未实现土地整治收入。

表 5：公司主要板块收入结构及占比

收入（亿元）	2017	2018	2019	2020.1~3
土地整治收入	12.25	14.74	16.08	-
管理费收入	7.22	7.64	6.45	1.04
物业相关收入	0.42	0.74	0.79	0.13
其他	-	0.02	0.65	-
合 计	19.89	23.14	23.97	1.17
占比（%）	2017	2018	2019	2020.1~3
土地整治收入	61.59	63.68	67.11	-
管理费收入	36.28	33.02	26.89	88.80
物业相关收入	2.13	3.20	3.28	11.20
其他	-	0.10	2.72	-
合 计	100.00	100.00	100.00	100.00

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司综合毛利率为 45.97%，较上年小幅下降。分板块来看，土地整治业务毛利率增至 24.35%，主要系当年实现出让的商业用地溢价较高所致；管理费毛利率方面由于公司将基础设施建设及土地代建管理费净收益计入管理费收入，该业务收入毛利率持续为 100.00%；同期，物业费毛利率增至 39.05%，较上年大幅上升，主要系当年租赁及物业收入增长但成本下降所致；此外，由于销售地票成本较高，公司当期其他业务毛利率降至 53.60%。2020 年 1~3 月，公司主要收入来自于管理费收入，故毛利率较高。总体看来，公司综合毛利率处于较高水平。

表 6：近年来公司主要板块毛利率（%）

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
土地整治收入	19.20	23.67	24.35	-
管理费收入	100.00	100.00	100.00	100.00
物业相关收入	-1.58	25.91	39.05	58.42
其他	-	152.67	53.60	-
综 合	48.07	49.07	45.97	95.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司的期间费用为 0.81 亿元，较上年有所下降，主要系财务费用减少所致，加之公司营业总收入增长，期间费用率降至 3.39%。公司管理费用主要为职工薪酬、劳务费和中介服务等，2019 年新增基金管理费 0.15 亿元。由于公司大部分借款费用均进行了资本化处理，故财务费用规模较小，2019 年较上年减少，主要系当期减少了融资

机构费所致。2020 年 1~3 月，公司期间费用和期间费用率分别为 0.17 亿元和 14.37%。整体来看，公司期间费用率一直保持在相对较低的水平，期间费用控制能力较好。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润。2019 年，公司实现利润总额 10.53 亿元，较上年增加 0.27 亿元。其中，经营性业务利润为 9.96 亿元，较上年有所下降主要由于当期营业成本有所增长，此外，投资收益较上年增长 0.27 亿元至 0.39 亿元。2020 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.01 亿元，经营性业务利润 0.95 亿元。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	0.74	0.99	0.81	0.17
营业总收入	19.89	23.14	23.97	1.17
期间费用率	3.72	4.28	3.39	14.37
经营性业务利润	8.71	10.14	9.96	0.95
资产减值损失	-	-0.01	0.01	-
投资收益	-0.00	0.12	0.39	0.06
营业外损益	0.00	0.003	0.01	0.003
利润总额	9.34	10.25	10.53	1.01
净利润	7.88	8.63	9.10	0.91

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年，随着公司的业务规模不断扩大，总资产和总负债规模均有所增长；公司总债务规模逐年增长，资产负债率和总资本化比率上升；其他应收款和其他非流动资产比重较大，资产流动性较弱，房屋建筑物和出让地规模较大，资产收益性尚可

作为重庆国际物流枢纽园区最重要的开发、建设和运营商，公司的业务规模不断扩大，公司的总资产和总负债规模均有所增长。截至 2019 年末，公司总资产为 586.68 亿元，主要由其他应收款、存货、其他非流动资产和投资性房地产构成，公司资产仍以非流动资产为主。公司存货主要由储备土地构成，逐年减少主要系储备地整治出让所致，截至 2019 年末，储备地账面余额为 61.15 亿元。同期末，公司其他应收款为 148.63 亿元，较上年末增加 25.03 亿元，主要为政府单位之间往来款，账龄主要集中在 1~3 年，回收风险可控，但对资金造成一定占用。

截至 2019 年末，公司货币资金余额为 9.61 亿元，较 2018 年末下降较多，主要系 2019 年以来园区内建设投入及债务偿还较多所致。公司其他应收款和其他非流动资产主要为往来款项和土地整治与工程建设投入，截至 2020 年 3 月末合计 457.65 亿元，占总资产的比重为 75.39%，占比很高。综合来看，公司资产流动性较弱。

表 8: 截至 2019 年末公司其他应收款前五名情况(亿元、%)

应收对象	款项性质	账面余额	比重
重庆铁路口岸物流开发有限责任公司	政府担保的公司应收款项	49.74	33.47
重庆市沙坪坝区财政局	政府单位往来款	36.87	24.81
重庆联集信息产业发展有限公司	政府担保的公司应收款项	30.01	20.19
重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司	政府担保的公司应收款项	20.00	13.46
重庆迈瑞城市建设投资有限公司	单位往来款	8.95	6.02
合计	-	145.58	97.95

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他非流动资产主要由公司土地整治投入及部分园区内配套建设的基础设施、安置房等构成，截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 309.97 亿元，近年来逐年增长迅速，主要由于园区整体发展较快，配套项目建设投入及土地征迁补偿费支出增多所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产余额为 38.42 亿元，较上年末增加 9.74 亿元，主要系当期新购置的房屋建筑物和由存货补缴出让金转入的土地使用权所致，公司投资性房地产中的土地均为已缴纳土地出让金的出让地，土地用途主要为商业、商务用地，另有部分批发零售、金融商务用地。此外，2019 年，公司新增对联营企业投资使得当期长期股权投资增加至 3.10 亿元。整体而言，公司资产收益性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司总资产为 607.04 亿元，较 2019 年末增加 20.37 亿元，主要系当期货币资金增加 4.63 亿元，项目预付工程款增加 10.77 亿元，长期应收款增加 3.76 亿元，主要系投入的基金，应收项目股权回款以及在建工程增加 6.64 亿元，主

要系支付青凤连接道以及回龙坝横二路东段等项目的工程款。

表 9: 近年来公司主要资产情况(亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
其他应收款	120.28	123.60	148.63	152.33
存货	87.20	74.27	62.15	62.15
货币资金	65.23	23.10	9.61	14.24
预付款项	5.48	0.61	1.40	12.16
可供出售金融资产	1.21	9.46	9.77	9.46
长期应收款	0.55	1.16	1.84	5.61
长期股权投资	1.50	2.19	3.10	3.08
投资性房地产	21.89	28.69	38.42	32.47
在建工程	-	-	-	6.64
其他非流动资产	216.32	273.51	309.97	305.32

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司所有者权益合计为 223.24 亿元，较上年末增加 5.77 亿元，公司所有者权益的变动主要来源于未分配利润的变动。截至 2019 年末，公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 30.00 亿元、139.84 亿元和 40.03 亿元。2020 年 3 月末，公司所有者权益较 2019 年末增加 1.97 亿元，主要系 2020 年一季度，公司将三级子公司重庆园投仓储服务有限公司评估价值合计为 3.26 亿元的投资性房地产划拨至二级子公司重庆园投实业有限责任公司增加了资本公积。

公司总债务规模呈逐年增长趋势，以长期债务为主。截至 2019 年末，公司总债务为 281.19 亿元。2019 年末较上年末增加 20.54 亿元，主要系随着到期债务偿还及当期新发行多期债务融资工具，公司短期债务减少，长期债务增加所致，当期短期债务/总债务比重亦有所下降。截至 2019 年末，公司长期借款和应付债券分别为 57.84 亿元和 162.30 亿元。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.95% 和 55.74%，均较上年末有所上升。2020 年 3 月末，公司总债务规模进一步增至 292.06 亿元，主要系当期新发行公司债券和新增短期借款所致。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.90% 和 56.46%，均处于较高水平。

表 10: 近年来公司资本结构及资产质量相关指标(亿元、X、%)

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	520.83	540.24	586.68	607.04
总负债	319.31	322.77	363.44	381.84
所有者权益合计	201.51	217.46	223.24	225.20
资产负债率	61.31	59.75	61.95	62.90
总债务	252.30	260.65	281.19	292.06
短期债务/总债务	0.20	0.25	0.21	0.21
总资本化比率	55.60	54.52	55.74	56.46
应收类款项/总资产	23.22	23.29	25.70	26.11

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

2019 年, 受收到同其他公司往来款减少影响, 经营活动现金流有所下降; 对其他公司的投资减少使得投资活动现金流缺口有所缩减; 融资力度加大使得筹资活动现金流呈净流入状态。公司总债务规模增长, 整体偿债能力偏弱

2019 年, 受收到同其他公司往来款减少影响, 公司当期经营活动现金流入较上年大幅下降, 使得当期经营活动净现金流降至 8.78 亿元。近年来投资活动的净现金流持续呈净流出状态, 主要系近年来物流园持续建设开发, 支付征地拆迁款和配套基础设施建设投入较大所致, 2019 年, 由于减少对其他公司的投资, 公司投资活动现金流出较去年减少, 使得当期投资活动现金流缺口有所缩减。筹资活动方面, 2019 年, 公司筹资活动净现金流转为正, 呈小幅净流入状态, 主要系当年公司融资力度加大所致。

2019 年末, 公司总债务规模较上年末增长, 加之经营活动现金流下降, 故当期经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均进一步变弱; 同期, EBITDA 对总债务的保障能力也有所下降, EBITDA 利息覆盖倍数增长但仍无法对其完全覆盖。此外, 公司当期货币资金下降较多, 货币资金/短期债务仅为 0.17。总体来看, 公司偿债指标较弱, 债务压力加大。

表 11: 近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元、X)

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	34.08	11.99	8.78	-4.08
投资活动净现金流	-62.18	-42.78	-23.68	-2.34
筹资活动净现金流	42.50	-11.28	1.43	11.05
短期债务	51.05	65.23	58.05	60.03

总债务	252.30	260.65	281.19	292.06
经营净现金流/总债务	0.14	0.05	0.03	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	2.98	0.75	0.55	-
总债务/EBITDA	26.43	24.82	26.09	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.84	0.66	0.68	-
货币资金/短期债务	1.28	0.35	0.17	0.24
收现比	1.00	0.62	0.49	0.03

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

公司到期债务规模较大, 存在较大的偿债压力; 公司受限资产规模较小; 对外担保规模较大, 对相应的或有负债风险应保持关注

2020 年 4~12 月和 2021~2022 年, 公司到期债务分别为 47.89 亿元、71.89 亿元和 67.34 亿元, 各期到期债务规模均较大, 公司存在较大的债务偿付压力, 中诚信国际对公司债务偿还情况保持关注。

表 12: 截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况(亿元)

到期时间	2020.4~12	2021	2022
到期金额	47.89	71.89	67.34

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末, 公司共获得授信额度 217.62 亿元, 其中已使用授信额度为 172.83 亿元, 剩余授信额度为 44.79 亿元, 尚具备一定的备用流动性。

截至 2020 年 3 月末, 公司受限资产账面价值合计为 22.70 亿元, 占总资产的比重为 3.74%, 包括 0.03 亿元受限货币资金、2.90 亿元应收账款以及 19.76 亿元被抵押土地资产。

截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保余额为 62.05 亿元, 占公司净资产的比例为 27.55%。虽然被担保单位主要为国有企业, 但考虑到对外担保规模较大, 对相应的或有负债风险仍应保持关注。

表 13: 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况(亿元)

担保对象	担保余额
重庆共享工业投资有限公司	18.70
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	31.44
重庆铁路口岸物流开发有限责任公司	11.91
合计	62.05

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业信

用报告》，截至 2020 年 5 月 6 日，公司不存在未结清和已结清不良信贷信息，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

公司作为重庆市政府指定进行物流园开发建设的最重要的主体，具有较为突出的地位和区域专营优势，在税收优惠、结算政策和资本注入等方面得到区财政较多的支持

税收优惠方面，为支持物流园的基础建设开发，重庆市财政局发布《关于支持重庆西部现代物流产业基地享受有关政策执行的通知》（渝财税[2008]137 号），规定“从 2008 年起，该园区内的地方税收及附加（不含房地产税收）全额返还用于园区建设；同时，园区内土地出让金扣除征地拆迁费后的 55%、土地出让增值收益的 20%专项用于园区内配套基础设施建设工程。园区内税收扶持政策从 2008 年起执行到 2017 年”，上述渝财税[2008]137 号文件已到期，公司正在积极向政府部门申请新的税收返还优惠政策。截至目前，原有政策继续执行。

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

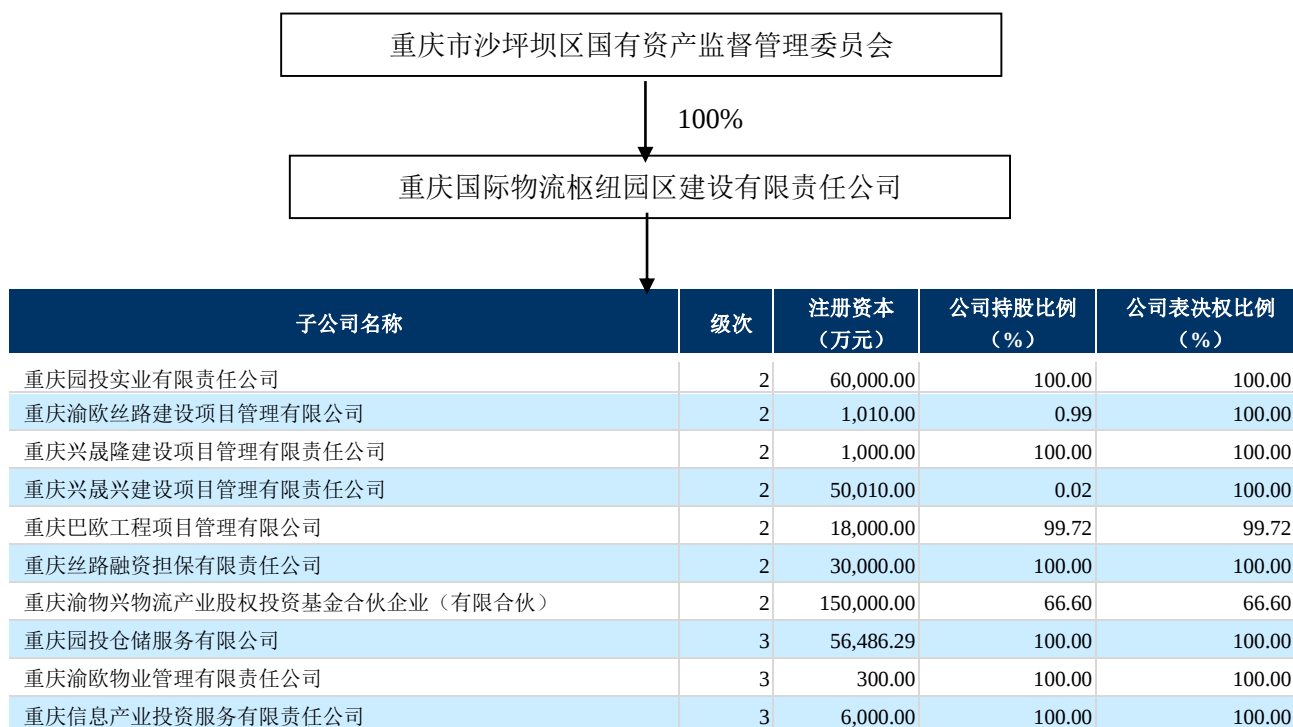
资本注入方面，公司自成立以来，沙坪坝国资中心多次货币增资，注册资本由 2007 年 11 月的 3,000 万元增加至 2019 年 3 月末的 30 亿元。此外，2016 年 12 月 13 日，根据《关于重庆西部现代物流园产业园区开发建设有限责任公司财政拨付资金

账务处理的复函》（沙财企[2016]965 号），重庆市沙坪坝区财政局（以下简称“区财政局”）同意将财政返还的 10.61 亿元资金用于园区基础设施建设，计入资本公积；2017 年 12 月 27 日，根据《关于重庆西部现代物流园产业园区开发建设有限责任公司财政拨付资金账务处理的复函》（沙财企[2017]809 号），区财政局同意将财政税返资金 12.37 亿元作为资本金注入公司，计入资本公积；2018 年 12 月 27 日，根据《关于重庆西部现代物流园产业园区开发建设有限责任公司财政拨付资金账务处理的复函》（沙财企[2017]809 号文件），区财政局同意将财政税返资金 6.57 亿元计入资本公积。

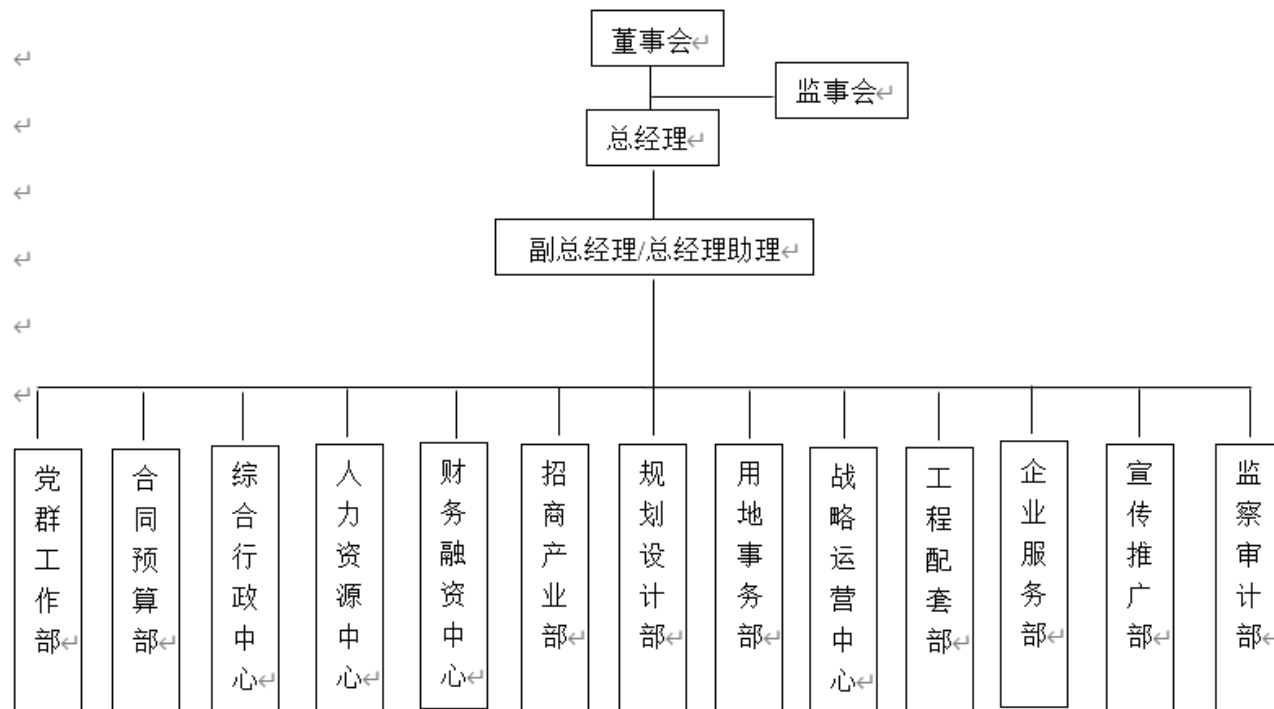
评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”、“17 西部物流 MTN001”、“18 西部物流 MTN001”、“19 重庆物流 MTN001”和“19 重庆物流 MTN002”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司股权结构图与组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：1、对重庆渝欧丝路建设项目管理有限公司出资1,000.00 万元，持股99.01%的深圳平安大华汇通财富管理有限公司不参与公司经营管理；2、对重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司出资50,000.00 万元，持股99.98%的宁波兴晟盈陆号股权投资合伙企业（有限合伙）不参与公司经营管理。



资料来源：公司提供

附二：重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司财务数据及主要指标(合并口径)

财务数据(单位:万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	652,288.20	231,039.47	96,135.21	142,391.59
应收账款	778.73	10,591.12	2,786.14	5,917.46
其他应收款	1,202,825.93	1,236,164.43	1,486,257.51	1,523,268.94
存货	871,976.95	742,738.53	621,490.28	621,486.49
长期投资	27,107.15	116,538.70	128,720.72	125,378.84
在建工程	0.00	0.00	0.00	66,404.48
无形资产	180.27	111.56	40.85	32.92
总资产	5,208,269.35	5,402,351.15	5,866,754.75	6,070,444.49
其他应付款	304,053.92	219,206.72	233,781.95	249,828.18
短期债务	510,470.04	652,322.83	580,519.21	600,341.81
长期债务	2,012,506.79	1,954,176.70	2,231,338.18	2,320,266.11
总债务	2,522,976.83	2,606,499.53	2,811,857.39	2,920,607.92
总负债	3,193,137.31	3,227,735.48	3,634,396.60	3,818,409.48
费用化利息支出	339.39	897.00	910.10	125.05
资本化利息支出	113,869.43	158,834.16	157,735.71	41,213.92
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	57,227.37	78,012.07	77,150.37	77,337.83
所有者权益合计	2,015,132.04	2,174,615.67	2,232,358.15	2,252,035.01
营业总收入	198,853.92	231,431.60	239,671.55	11,695.28
经营性业务利润	87,135.84	101,367.20	99,593.82	9,451.08
投资收益	-0.10	1,178.01	3,927.87	622.02
净利润	78,801.09	86,289.77	91,011.04	9,104.52
EBIT	93,770.07	103,442.00	106,163.92	10,201.14
EBITDA	95,454.64	105,003.17	107,761.29	-
销售商品、提供劳务收到的现金	198,390.36	142,672.16	116,454.30	337.47
收到其他与经营活动有关的现金	213,758.52	950,572.43	576,658.62	28,025.86
购买商品、接受劳务支付的现金	120,775.00	3,781.15	5,790.03	305.34
支付其他与经营活动有关的现金	78,350.88	938,933.74	560,119.03	50,779.95
吸收投资收到的现金	4,500.00	20,540.00	0.00	0.00
资本支出	262,059.82	265,630.00	226,238.67	26,157.41
经营活动产生现金净流量	340,770.57	119,912.70	87,756.28	-40,831.90
投资活动产生现金净流量	-621,796.65	-427,832.40	-236,753.75	-23,415.66
筹资活动产生现金净流量	425,023.11	-112,778.02	14,324.54	110,503.94
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	48.07	49.07	45.97	95.34
期间费用率(%)	3.72	4.28	3.39	14.37
应收类款项/总资产(%)	23.22	23.29	25.70	26.11
收现比(X)	1.00	0.62	0.49	0.03
总资产收益率(%)	1.80	1.95	1.88	--
资产负债率(%)	61.31	59.75	61.95	62.90
总资本化比率(%)	55.60	54.52	55.74	56.46
短期债务/总债务(X)	0.20	0.25	0.21	0.21
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.03	--
FFO 利息倍数(X)	0.66	0.56	0.56	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.98	0.75	0.55	-0.99
总债务/EBITDA(X)	26.43	24.82	26.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.16	0.19	--
货币资金/短期债务(X)	1.28	0.35	0.17	0.24
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.84	0.66	0.68	--

注 1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，本报告数据均采用期末数；2、中诚信国际将公司各期财务报表中“其他应付款”科目中有息债务金额调整至短期债务核算，将“其他权益工具”科目中有息债务金额调整至长期债务核算；3、公司 2020 年一季度财务报表未提供现金流量补充表，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。