

# 信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0102 号

## 重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司：

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<sup>+</sup>，评级展望为稳定；

维持“12渝江津债/PR渝江津”、“16江津华信MTN001”以及“18江津华信MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

## 重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司

本次主体信用等级 **AA<sup>+</sup>** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA<sup>+</sup>** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
12 渝江津债/PR 渝江津	13.00	2012.9.21~2019.9.21	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 江津华信 MTN001	5.00	2016.8.30~2021.8.30	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18 江津华信 MTN001	13.00	2018.3.30~2023.3.30	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

### 概况数据

江津华信（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	316.59	400.25	407.25	435.47
所有者权益合计（亿元）	161.57	195.61	199.17	199.67
总负债（亿元）	155.02	204.64	208.09	236.10
总债务（亿元）	132.30	181.64	178.87	208.74
营业总收入（亿元）	16.78	15.03	11.46	2.41
经营性业务利润（亿元）	4.88	2.63	4.65	0.42
净利润（亿元）	4.19	4.28	3.74	0.50
EBIT（亿元）	4.99	5.16	4.54	-
EBITDA（亿元）	5.40	5.56	4.93	-
经营活动净现金流（亿元）	6.21	-3.25	-10.94	0.48
收现比（X）	0.70	0.43	0.34	0.68
总资产收益率（%）	1.78	1.44	1.13	-
营业毛利率（%）	34.94	25.04	17.49	21.37
应收类款项/总资产（%）	22.26	20.66	21.76	20.25
资产负债率（%）	48.96	51.13	51.10	54.22
总资本化比率（%）	45.02	48.15	47.32	51.11
总债务/EBITDA（X）	24.48	32.65	36.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.71	0.27	-

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、为准确反映公司债务情况，中诚信国际将 2015-2017 年及 2018 年 3 月末其他应付款中带息负债金额调整至短期债务核算，长期应付款中带息负债金额调整至长期债务核算；3、由江津区财政局承担的利息支出计入其他应收款科目，由公司支付但是实际由重庆市江津区滨江新城建设开发有限公司及重庆市双福建设开发有限公司等公司承担的利息支出直接充抵公司财务费用。

### 分析师

项目负责人：李玉平 [ypli@ccxi.com.cn](mailto:ypli@ccxi.com.cn)  
项目组成员：苏琴 [qsu@ccxi.com.cn](mailto:qsu@ccxi.com.cn)  
张敏 [mzhang@ccxi.com.cn](mailto:mzhang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 15 日

### 基本观点

中诚信国际维持重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“江津华信”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“12 渝江津债/PR 渝江津”、“16 江津华信 MTN001”以及“18 江津华信 MTN001”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

2017 年以来，江津区的经济实力不断增强、公司地位重要、公司土地资产充足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土地整治业务收入逐年下降、存在一定资本支出压力以及公司债务规模持续增加等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- ▶ **江津区经济实力不断增强。**2017 年，江津区实现地区生产总值 757.1 亿元，较 2016 年增长 9.9%，快速发展的区域经济为公司的发展提供了良好的外部环境。
- ▶ **重要的地位。**作为江津区最大的基础设施和园区开发的投资建设主体，公司承担江津区内多个园区重点项目的投融资和建设任务，在江津区基础设施建设中发挥了重要作用，具有重要的战略地位。
- ▶ **土地资产充足。**截至 2018 年 3 月末，公司计入存货的土地资产共计 800.35 万平方米，账面价值 166.94 亿元，其中，出让面积为 639.46 万平方米，账面价值 129.66 亿元，其余为划拨地；计入无形资产的土地资产共计 49.67 万平方米，账面价值 2.94 亿元，全部为出让地。

### 关注

- ▶ **土地整治业务收入逐年下降。**近年来，受江津区及园区土地出让进度放缓的影响，公司逐年缩减土地整治业务的投资规模，土地整治收入呈逐年下降趋势。
- ▶ **存在一定资本支出压力。**公司承担较多开发建设项目。截至 2018 年 3 月末，公司基建在建项目计划总投资达 53.73 亿元，已累计完成投资 44.24 亿元，拟建项目计划总投资达 10.94 亿元，公司存在一定资本支出压力。
- ▶ **债务规模持续增加。**2018 年 3 月末，公司总债务规模进一步增加至 208.74 亿元；未来三年的债务偿还压力均较大，公司面临较大偿债压力。

## 声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券/债务融资工具的存续期内每年进行定期或不定期跟踪评级，本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司提供资料，“12 渝江津债/PR 渝江津”募集资金 13 亿元，全部用于重庆市江津区粉房长江大桥及引道工程，工程计划总投资 28.39 亿元，截至 2018 年 3 月末，该项目已经完工，募集资金已使用完毕。

根据公司提供资料，“16 江津华信 MTN001”募集资金 5 亿元，全部用于偿还银行贷款，截至 2018 年 3 月末，募集资金已使用完毕。

根据公司提供资料，“18 江津华信 MTN001”募集资金 13 亿元，全部用于偿还银行贷款和到期的债务融资工具，截至 2018 年 3 月末，募集资金尚未投入使用。

## 基本分析

### 江津区经济快速发展，园区建设不断完善进一步带动区内招商引资，快速发展的区域经济发展为公司的良好发展提供了良好的外部环境

江津区位于重庆市西南部，是重庆市重点规划建设的六大区域性中心城市之一，是长江上游重要的航运枢纽和物资集散地，为重庆市建设的“一小时经济圈”内幅员面积最大的区县，总面积 3,200.44 平方公里。

江津区交通优势明显，距重庆主城 42 公里、江北国际机场 70 公里，重庆市规划的“三环十射”公路网涵盖江津区，江津区紧临渝黔、成渝高速公路；180 公里的重庆绕城高速公路在江津境内有 28.60 公里、渝滇高速公路在江津境内有 47 公里；铁路总里程达 135 公里，拟建的城市铁路南北贯穿全境，规划的城市轻轨 5 号线直达江津区，把江津区主城区与重庆市主城区紧密连接。此外，江津区有国家级深水良港 5 个，常年可停泊 5,000 吨以下的船舶和万吨级船队，全区水域通航里程超过 350

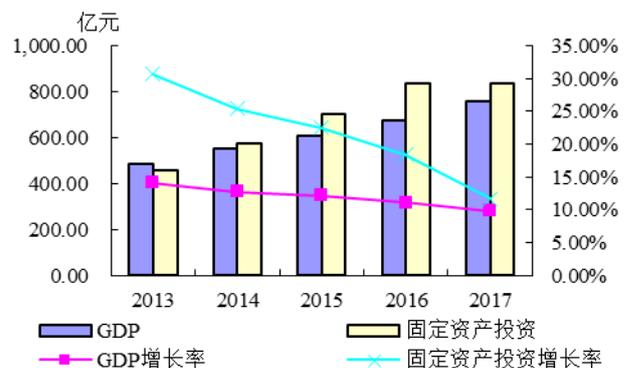
公里。

2017 年，江津区实现地区生产总值 757.1 亿元，较 2016 年增长 9.9%，分产业看，第一、二、三产业实现增加值分别为 85.8 亿元、457.1 亿元和 214.2 亿元，同比增速分别为 4.0%、11.1%和 9.6%。三次产业比重由 2016 年的 12.4:59.0:28.6 调整至 2017 年的 11.3:60.4:28.3，第一产业比重较上年下降，第二产业比重有所增加。2017 年末，江津区常住人口 149.66 万人，按常驻人口测算，2017 年，江津区人均 GDP 为 50,588 元。2017 年，江津区全社会固定资产投资 834.5 亿元，比上年增长 11.7%。

江津区一直具有较强的工业基础，2017 年，江津区实现工业增加值 374.5 亿元，较 2016 年增长 11.0%。2017 年，江津区实现规模以上工业总产值 1,395.0 亿元，调整口径后增长 17.4%，年末全区共有规模以上工业企业 434 家，比上年末净增 19 家。

江津区区内共有德感、珞璜、双福、白沙四大工业园区，2016 年，上述四大工业园区规模以上工业企业实现产值 1,556.0 亿元，较 2015 年增长 20.0%，占江津区规模以上工业总产值的 96.5%。其中，德感工业园实现产值 498.4 亿元，较 2015 年增长 20.4%；双福工业园实现产值 503.4 亿元，较 2015 年增长 18.4%；珞璜工业园实现产值 530.2 亿元，较 2015 年增长 18.8%；白沙工业园实现产值 24.0 亿元，较 2015 年增长 111.1%，较强的工业实力为江津区经济发展提供有效支撑。其中，2017 年，白沙工业园规模以上工业企业实现产值 38.5 亿元，较 2016 年增长 60.4%。

图 1：2013~2017 年江津区 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：江津区统计公报，中诚信国际整理

总体来看，江津区经济快速发展，园区建设不断完善进一步带动区内招商引资，快速发展的经济水平为公司的发展提供了良好的外部环境。

### **2017 年，公司各项基础设施建设业务稳步推进，但由于代建项目前期投入大部分由公司垫付且未来尚需投资金额较大，面临较大的资金支出压力**

作为重庆市江津区最大的基础设施建设主体，近年来，公司及其子公司承担江津区内多个重点项目的投融资和建设任务。

截至 2018 年 3 月末，公司主要的子公司有 5 家，分别为重庆市德感工业园区建设有限公司（以下简称“重庆德感”）、重庆市江津区几江防洪堤工程建设有限公司（以下简称“防洪堤公司”）、重庆白沙建设有限公司（以下简称“白沙公司”）、重庆市江津区渝庆现代农业投资有限公司（以下简称“渝庆农业”）和重庆市江津区骏达建设有限责任公司（以下简称“骏达公司”）。目前园区开发和基础设施建设是以各个子公司为项目业主来进行的，根据园区定位和开发程度不同，每个园区项目建设任务量有所不同。

白沙公司主要负责白沙工业园的土地一级开发和基础设施建设。白沙工业园总规划面积约 30 平方公里，重点发展产业机械加工、农副产品深加工、新型材料及医药四大产业。白沙公司主要负责白沙工业园内的基础设施建设和土地整治工作，截至 2018 年 3 月，白沙公司的总资产为 49.61 亿元，所有者权益合计 22.22 亿元。开发模式方面，白沙公司承担基础设施建设项目的投融资和建设职能，按照当年工程项目投资结算金额加成一定比例代建管理费确认项目代建收入。

防洪堤公司负责的江津区支坪防洪护岸综合整治工程（几江）是江津区重大基础设施建设工程项目之一，项目总投资 22.00 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 21.76 亿元。业务模式为防洪堤公司与江津区政府签订委托代建合同，江津区政府按照工程进度和投资额度支付防洪堤公司建设资金，同时，每年按照项目总概算的 10% 确认代建管理费收

入；工程竣工后，江津区人民政府根据审计结果结算支付代建管理费。公司在科目上将其计入营业收入中的代建收入。

骏达公司主要负责第三军医大学拆迁安置房项目，该项目是江津区重点工程项目。截至 2018 年 3 月末，骏达公司的总资产为 21.49 亿元，所有者权益合计 5.45 亿元；2018 年 1~3 月末实现主营业务收入。骏达公司作为项目代建公司，是三军医大搬迁项目的业主单位。截至 2018 年 3 月末，三军医大处于向陆军军医大学转变的过程中，三军医大搬迁项目的相关手续（框架协议，合作协议等）暂未办理齐全，且骏达公司尚未签署项目代建协议，故骏达公司在报告期内暂未确认收入。待陆军军医大学转制完成并与江津区政府签署完整的相关协议后，江津区财政将与骏达公司签署项目代建协议，并一次性确认之前若干年的项目代建收入。

渝庆农业主要负责扶持渝庆现代农业园区的农业发展，收入水平较低，主要依靠政府补贴来实现资金平衡。渝庆现代农业园区总面积 200 平方公里，是市级现代农业示范区。截至 2018 年 3 月，渝庆农业的总资产为 3.02 亿元，所有者权益合计 1.28 亿元；2018 年 1~3 月暂未实现主营业务收入。截至 2018 年 3 月末，渝庆农业启动三峡库区柑橘产业发展项目和渝庆蔬菜园等项目，由于项目前期支出由渝庆农业先行垫资，政府补贴暂未到位，渝庆农业财务开支较大而尚未盈利。

重庆德感主要负责德感工业园的土地一级开发与基础设施建设等业务。德感工业园位于江津老城区西部，作为江津区塑造的千亿工业园区来进行建设，目前重点发展装备制造及食品加工两大主导产业，着力发展汽摩产业。截至 2018 年 3 月末，重庆德感的总资产为 145.80 亿元，所有者权益合计为 63.41 亿元。德感工业园的基础设施建设业务包括两种模式，一是在 2016 年以前，基础设施建设主要作为土地整治开发的配套建设业务。在此模式下，公司通过自有资金和外部融资进行项目建设，所有成本由公司先行垫付，待安置工作及道路、管网等基础设施项目完成且项目所属地块达到可出让条件后，公司将完工的基础设施连同相关地块移

交至重庆市江津区德感工业园管理委员会（以下简称“德感工业园管委会”），其按照每年确定的结算金额进行分期支付。公司基础设施建设业务不单独确认收入，道路、管网等基础设施及安置房建设成本费用全部计入相关地块的开发整理成本中，业务收入也体现在土地整治收入中。二是在 2016 年及以后，随着公司基础设施建设项目数量和投入的增加，公司基础设施建设不再作为土地整治开发业务的附属工程，公司基础设施建设业务模式调整为：公司与德感工业园管委会签订城市建设基础设施项目代建合同，承担德感工业园区内的基础设施项目建设工作，公司通过自有资金和外部融资进行项目建设，所有成本由公司先行垫付，待项目建设完成后，公司每年向德感工业园管委会报送代建项目成本，由德感工业园管委会进行审核并出具成本确

认函，公司按成本加成 25% 确认当年代建项目工程收入。

随着德感工业园业务模式的转变，截至 2018 年 3 月末，公司完工南华廉租房建设项目、污水处理厂项目、三五三九厂搬迁、嘉川汽车整车项目、平南片区等多个项目，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现项目代建收入 7.58 亿元和 2.36 亿元；代建管理费收入主要来自于防洪堤公司，2015~2017 年，公司分别实现代建管理费收入 0.44 亿元、0.42 亿元和 0.39 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目包括第三军医大学拆迁安置房项目、港城大道 E 段和缙云大道 C 段项目等，预计投资合计 53.73 亿元，截至 2018 年 3 月末，已完成投资合计 44.24 亿元。

表 1：截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	未来投资		
				2018.4~12	2019	2020
江津区支坪防洪护岸综合整治工程（几江）	2013~2018	21.80	21.75	0.05	-	-
龙燕公路	2014~2018	0.25	0.17	0.08	-	-
第三军医大学拆迁安置房项目	2014~2020	29.30	20.36	2.46	3.48	3.00
三峡库区柑橘产业发展项目	2016~2018	0.20	0.20	0.00	-	-
港城大道 E 段	2017-2018	1.05	0.91	0.14	-	-
缙云大道 C 段	2017-2018	0.75	0.50	0.25	-	-
缙云大道 D 段二期	2017-2018	0.38	0.35	0.03	-	-
<b>合计</b>	-	<b>53.73</b>	<b>44.24</b>	<b>3.01</b>	<b>3.48</b>	<b>3.00</b>

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2018 年 3 月末，公司拟建项目包括实施支坪(染房片区)城市建设用地征收整治储备项目、实施支坪(马家堡片区)城市建设用

地征收整治储备项目以及白沙工业园 C 区安置房建设项目等项目，拟投资总额 10.94 亿元。

表 2：截至 2018 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	未来投资		
			2018.4~12	2019	2020
实施支坪(染房片区)城市建设用地征收整治储备项目	2018-2020	3.39	0.66	1.04	1.70
实施支坪(马家堡片区)城市建设用地征收整治储备项目	2019-2020	2.10	0.00	1.05	1.05
白沙工业园 C 区安置房建设项目	2019-2020	2.65	0.00	1.32	1.32
鼎山大桥美食夜市	2019-2020	0.50	0.00	0.30	0.20
物流园片区路网工程一期	2019-2020	0.60	0.00	0.30	0.30
物流园片区路网工程（二期）	2018-2020	1.70	0.05	1.00	0.65
<b>合计</b>	-	<b>10.94</b>	<b>0.71</b>	<b>5.01</b>	<b>5.22</b>

资料来源：公司提供

总体来看，公司在重庆市江津区基础设施建设中发挥了重要作用，各项基础设施建设业务稳步推

进，但由于代建项目前期投入大部分由公司垫付且未来尚需投资金额较大，公司面临一定的资金支出

压力。

### 2017年，受江津区及园区土地出让进度放缓的影响，公司逐年缩减土地整治业务的投资规模，土地整治收入呈逐年下降趋势

公司土地整治业务主要由公司本部及子公司重庆德感和白沙公司负责，业务范围包括德感工业园和白沙工业园的土地一级开发业务。其中，公司需在德感工业园征地面积为23平方公里（合计34.5万亩），截至2018年3月末，公司已完成拆迁2.9万亩，累计完成征地手续1.68万亩，累计投入征地资金16.54亿元；公司需在白沙工业园征地面积为24平方公里（合3.6万亩），截至2018年3月末，公司完成拆迁0.93万亩，累计完成征地手续0.68万亩，累计投入征地资金14.15亿元。

业务模式方面，公司受江津区政府及各工业园区管委会委托开展土地整治业务。在完成土地拆迁、征地等整治工作后，由区政府、管委会通过与公司本部及各子公司签订土地整治结算函的形式收回，公司本身不承担土地储备职能。公司土地整治业务收入依据土地整治函确认，2015~2017年，本板块业务收入水平分别为62.6万元/亩左右、62.5万元/亩左右和60.69万元/亩左右。整治完成的土地通过土地交易中心进行招拍挂，出让给工业园区企业，整治完成的土地中20%~30%为商住用地，70%~80%为工业用地。

公司的土地整治收入主要取决于重庆市整体以及江津区的土地出让规划安排，年度间波动较大。2015~2017年，公司分别完成土地一级开发2,599.26亩、784.34亩和559.39亩，整理成本分别为10.92亿元、3.33亿元和2.37亿元；同期，公司分别实现土地整治收入16.27亿元、4.90亿元和3.40亿元，土地整治收入逐年下降，主要系园区土地出让进度有所放缓，公司缩减了土地整治业务的投资规模，加之基础设施建设收入单独核算所致。2017年土地整治收入中，重庆德感确认土地整治收入1.14亿元，白沙公司确认土地整治收入2.26亿元。2018年1~3月，公司未确认土地整治收入。

表3：2015~2017年公司土地整治情况

项目	2015	2016	2017
土地整治收入（亿元）	16.27	4.90	3.40
土地整治成本（亿元）	10.92	3.33	2.37
整治土地面积（亩）	2,599.26	784.34	559.39

资料来源：公司提供

2018年4~12月、2019年~2021年，公司计划分别出让工业用地3,720亩、3,850亩、3,910亩和4,250亩，预计实现出让收入14.51亿元、15.40亿元、15.64亿元和17.00亿元；同期，公司计划分别出让商住用地760亩、810亩、850亩和890亩，预计实现出让收入8.51亿元、9.72亿元、11.05亿元和12.46亿元。

总体而言，受江津区及园区土地出让进度放缓的影响，公司逐年缩减土地整治业务的投资规模，土地整治收入呈逐年下降趋势。中诚信国际将持续关注公司土地相关业务的收入情况。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年财务报告以及公司提供的未经审计的2018年一季度财务报告。公司各期财务报告均依据新会计准则编制。

2017年合并范围新增投资设立的全资子公司重庆市江津区人力资源管理有限责任公司和重庆白沙文化旅游发展有限公司。

## 盈利能力

公司的收入主要来自下属子公司重庆德感，收入构成主要为土地整治收入和项目代建收入。公司土地整治业务毛利率相对稳定且处于较高水平，但受江津区及园区土地出让进度放缓的影响，公司逐年缩减土地整治业务的投资规模，土地整治收入逐年下降；项目代建业务收入占比较大，但毛利率相对较低，且存在一定波动，2017年受到期资本化利息支出增幅较大影响，代建业务成本增幅较大，毛利率出现较大幅度下滑。此外，代建业务管理费主要来自防洪提公司，收入规模较小，主要系防洪提公司按照总投资10%的净值确认代建管理费收入，

因而对应毛利率为 100%。

表 4：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2015		2016		2017		2018.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
项目代建	-	-	9.63	17.60	7.58	6.94	2.36	20.00
土地整治	16.27	34.64	4.90	32.03	3.40	30.11	-	-
代建管理费	0.44	100.00	0.42	100.00	0.39	100.00	-	-
其他业务	0.07	-	0.08	96.95	0.10	71.90	0.05	80.91
<b>合计/综合</b>	<b>16.78</b>	<b>34.94</b>	<b>15.03</b>	<b>25.04</b>	<b>11.46</b>	<b>17.49</b>	<b>2.41</b>	<b>21.37</b>

注：表中部分合计数小于加总数，是由于四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司三费支出金额不大，主要为管理费用支出，由于公司利息支出大多资本化处理；同时，由江津区财政局承担的利息支出计入“其他应收款”科目，由公司支付但是实际由重庆市江津区滨江新城建设开发有限公司及重庆市双福建设开发有限公司等公司承担的利息支出直接充抵公司财务费用，因而公司财务费用金额很小。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司三费收入占比分别为 8.46% 和 3.86%，三费占比不大。

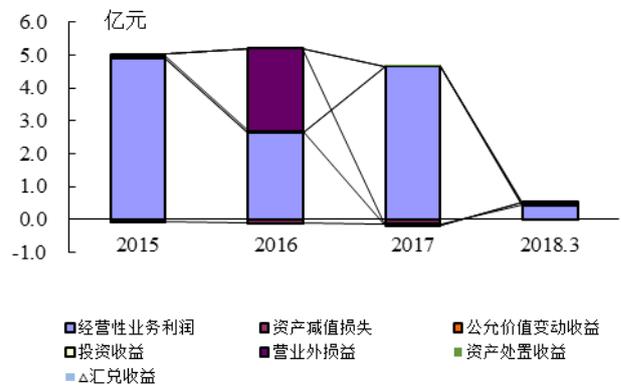
表 5：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况

项目	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用（亿元）	-	-	0.01	-
管理费用（亿元）	0.97	1.00	0.92	0.10
财务费用（亿元）	-0.04	0.04	0.04	-0.00
三费合计（亿元）	0.93	1.04	0.97	0.09
营业总收入（亿元）	16.78	15.03	11.46	2.41
三费收入占比（%）	5.52	6.92	8.46	3.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2017 年，公司利润总额为 4.45 亿元，其中，经营性利润为 4.65 亿元。2017 年公司经营性利润较上年有所增加，主要是由于公司将政府补助进行财务科目调整至其他收益科目所致；受营业成本上升和三费收入增加影响，公司利润总额较上年有所减少。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 0.51 亿元，其中，经营性利润为 0.42 亿元。

图 2：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体而言，土地整治收入和项目代建收入是公司收入的重要来源，收入的稳定性主要取决于德感工业园和白沙工业园项目建设进度和土地市场情况。

## 偿债能力

近年公司资产规模逐年增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 407.25 亿元，较 2016 年末的 400.25 亿元有所增长，其中流动资产为 348.29 亿元，占总资产比重为 85.52%；非流动资产为 58.96 亿元，占总资产比重为 14.48%。截至 2017 年末，公司流动资产中存货、其他应收款、应收账款和货币资金分别为 229.59 亿元、46.60 亿元、42.03 亿元和 23.61 亿元，占流动资产比重分别为 65.92%、13.38%、12.07% 和 6.78%。公司存货主要由开发成本 62.65 亿元和面积为 800.35 万平方米的开发产品-拟开发土地 166.94 亿元构成，其中，出让地面积为 639.46 万平方米，账面价值 129.66 亿元，其余为划拨地。公司其他应收款主要包括对重庆市江津区滨江新

城开发建设有限公司借款 9.65 亿元、重庆市江津区珞璜开发建设有限公司借款 7.62 亿元、重庆市江津区龙华巴渝新居建设指挥部借款 5.48 亿元和重庆市江津区财政局往来款 3.19 亿元等。公司应收账款主要包括应收重庆市江津区德感工业园管理委员会 39.87 亿元和重庆市江津区财政局 2.15 亿元。中诚信对公司其他应收款和应收账款后续回收问题将持续关注。公司货币资金主要为银行存款 23.60 亿元，其中受限的货币资金系广发银行定期存单质押 0.89 亿元和广发银行定期存单 0.11 亿元。此外，2017 年公司新增其他流动资产 5.61 亿元，主要为公司向银行购买的结构性理财产品。此外，公司无形资产 2.94 亿元，为面积为 49.67 万平方米的土地使用权，全部为出让地。截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 435.47 亿元，其中流动资产和非流动资产分别为 375.58 亿元和 59.89 亿元，占总资产比重分别为 86.25% 和 13.75%。

权益方面，截至 2017 年末，公司所有者权益为 199.17 亿元，同比增加 1.82%。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 199.67 亿元。

负债方面，截至 2017 年末，公司负债总额为 208.09 亿元，同比增加 1.69%。截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 236.10 亿元，较 2017 年末增加 28.01 亿元，主要是由于公司于 2018 年 2 月 9 日发行了非公开定向债务融资工具“18 江津华信 PPN001” 3.00 亿元、于 2018 年 3 月 29 日发行了中期票据“18 江津华信 MTN001” 13.00 亿元、新增长期借款 9.47 亿元以及子公司重庆德感发行的债权融资计划 5.00 亿元所致。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 48.96%、51.13%、51.10% 和 54.22%，总体呈波动上升趋势。

截至 2017 年末，公司总债务为 178.87 亿元，其中短期债务为 29.59 亿元，长期债务为 149.28 亿元，长短期债务比为 0.20。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 208.74 亿元，系长期债务增加 29.87 亿元所致。

现金流方面，2017 年收现能力弱化导致销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，但 2017 年收到的政府补助和往来款金额有较大幅度增长，使得

经营活动现金流入有所上升；同时，近年来工业园区投资支出较大以及支付其他单位往来款的增多使得经营活动现金流出也大幅增加，2017 年，公司经营活动现金流呈净流出状态。投资活动现金流方面，2017 年，公司投资支付的现金较多，使得公司投资活动现金流出大幅增加，投资活动现金流呈净流出状态。经营和投资活动现金流的缺口主要由筹资活动来补足，公司主要通过借款以及发行债券方式筹集资金。

**表 6：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流结构分析**  
(亿元)

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	31.53	37.63	38.71	21.13
经营活动产生现金流出	25.32	40.89	49.65	20.66
经营活动净现金流	6.21	-3.25	-10.94	0.48
投资活动产生现金流入	1.03	0.10	15.10	9.08
投资活动产生现金流出	8.62	28.80	38.99	13.32
投资活动净现金流	-7.59	-28.70	-23.90	-4.24
筹资活动产生现金流入	66.18	100.87	88.22	35.95
其中：吸收投资所收到的现金	0.62	0.13	0.00	-
借款所收到的现金	57.02	87.78	64.96	35.27
筹资活动产生现金流出	53.14	53.81	65.73	5.50
其中：偿还债务所支付的现金	33.51	25.62	45.44	2.37
筹资活动净现金流	13.04	47.07	22.49	30.45
现金及现金等价物净增加额	11.66	15.11	-12.35	26.69

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债指标方面，2017 年，由于 EBITDA 规模下降比总债务下降幅度较快，总债务/EBITDA 指标有所弱化，EBITDA 对利息的覆盖能力也有所下降，EBITDA 利息倍数由 2016 年末的 0.71 下降至 0.27，公司偿债能力有所下降。2017 年，公司经营活动净现金流持续为负，经营活动净现金流不能覆盖债务本息。

**表 7：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司偿债能力分析**

项目	2015	2016	2017	2018.3
长期债务(亿元)	93.48	129.13	149.28	179.31
总债务(亿元)	132.30	181.64	178.87	208.74
EBITDA (亿元)	5.40	5.56	4.93	-
总资本化比率 (%)	45.02	48.15	47.32	51.11
资产负债率 (%)	48.96	51.13	51.10	54.22
总债务/EBITDA(X)	24.48	32.65	36.32	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	-0.02	-0.06	-

EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.99	0.71	0.27	-
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	1.13	-0.42	-0.61	0.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务期限分布方面，公司未来三年的债务偿还压力均较大，公司债务的如期偿还主要依赖于外部融资、园区土地出让情况以及政府资金到位的及时性，中诚信国际将持续关注公司偿还到期债务的资金充足性。

表 8：公司未来到期债务分布情况（亿元）

到期时间	2018.4-12	2019	2020	2021	2022 及以后
到期债务	34.18	57.02	41.59	40.00	35.95

资料来源：公司提供

公司与金融机构合作良好，截至 2018 年 3 月末，公司共计获得授信总额为 99.41 亿元，未使用的授信额度为 15.10 亿元。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 26.56 亿元，占净资产的比例为 13.30%，主要系对江津区其他平台公司的担保。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 53.74 亿元，主要系房产和土地资产，占总资产的比重为 12.34%。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的征信报告，截至 2018 年 6 月 11 日，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也未出现已发行债权到期未偿付本息的情形。

## 评级展望

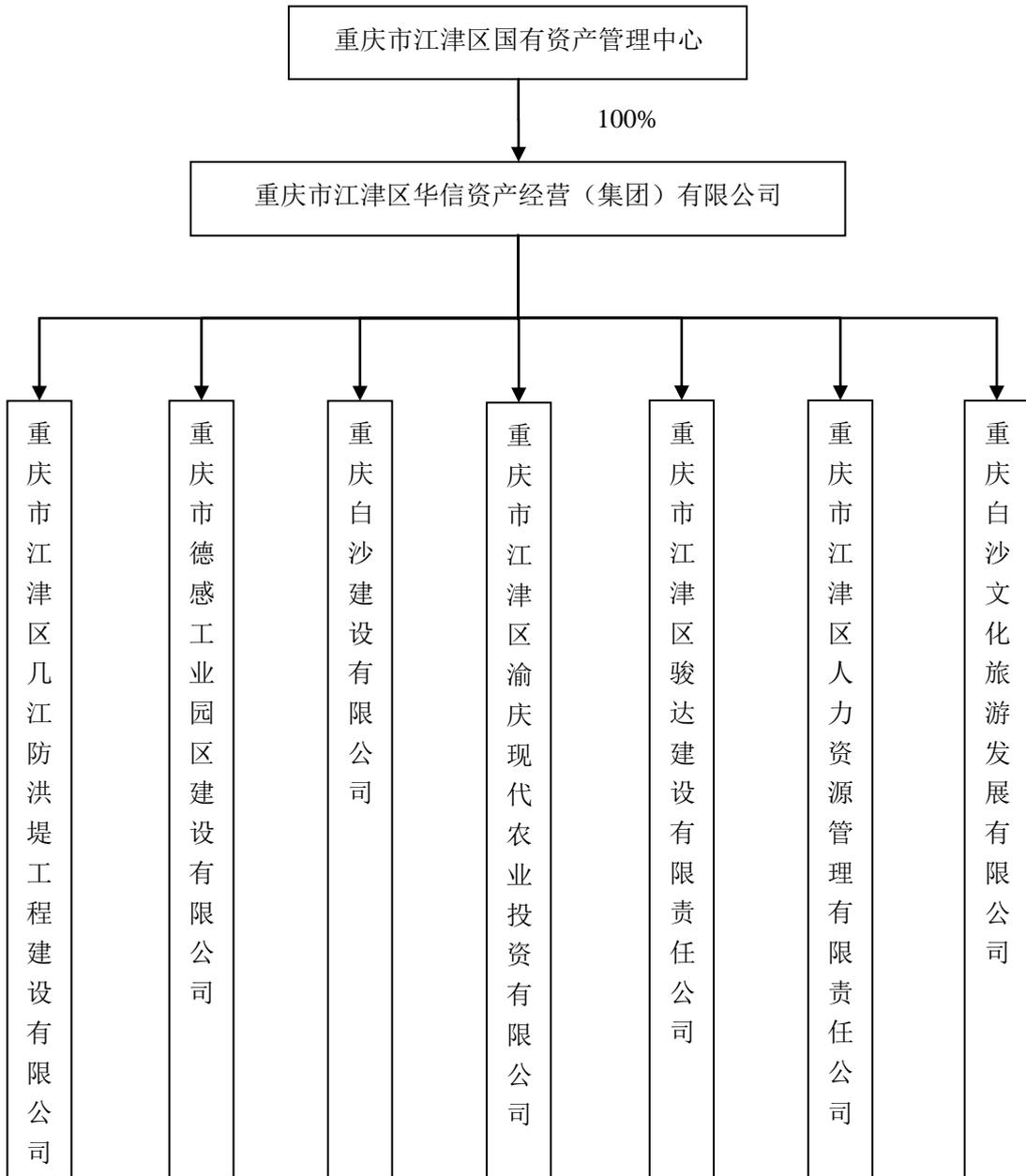
2017 年以来，江津区的经济实力不断增强、公司地位重要、公司土地资产充足等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司土地整治业务收入逐年下降、存在一定资本支出压力以及公司债务规模持续增加等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期的信用水平将保持稳定。

## 结论

中诚信国际维持重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“12 渝江津债/PR 渝江津”、“16 江津华信 MTN001”以及“18 江津华信 MTN001”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

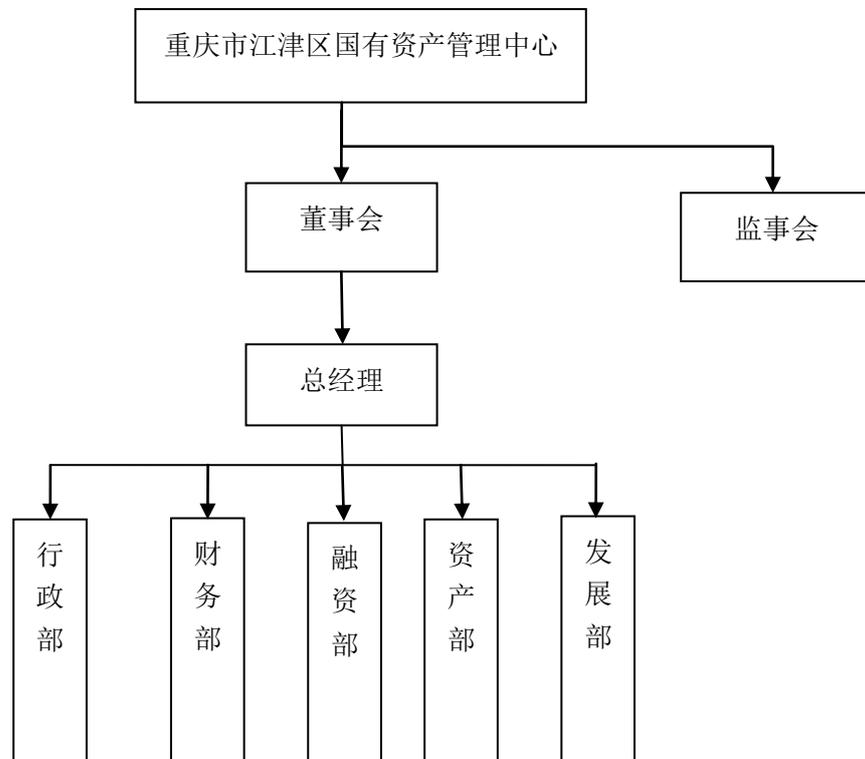
附一：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



注：2018 年 3 月 19 日根据《重庆市江津区人民政府关于同意重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司等 4 家区属国有企业出资人变更有关事项的批复》（江津府【2018】59 号），将公司原出资人重庆市江津区财政局变更为重庆市江津区国有资产管理中心。

资料来源：公司提供

附二：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	373,693.91	568,227.89	236,078.18	458,891.49
应收账款	256,383.22	345,608.60	420,253.63	437,353.84
其他应收款	448,489.41	481,343.57	465,983.65	444,450.98
存货	1,689,470.55	2,131,260.36	2,295,888.12	2,337,025.65
可供出售金融资产	502.73	502.73	502.73	502.73
长期股权投资	7,160.14	7,255.80	29,175.08	29,341.74
在建工程	243,185.18	333,372.89	419,620.17	426,328.46
无形资产	25,553.35	19,908.76	29,394.12	29,394.12
总资产	3,165,938.71	4,002,483.21	4,072,533.36	4,354,702.30
其他应付款	228,831.66	184,982.23	152,117.95	137,928.73
短期债务	388,290.34	525,189.77	295,881.77	294,315.28
长期债务	934,759.56	1,291,255.97	1,492,826.34	1,793,070.97
总债务	1,323,049.90	1,816,445.74	1,788,708.11	2,087,386.25
总负债	1,550,192.28	2,046,389.99	2,080,874.26	2,360,998.78
费用化利息支出	456.07	952.83	942.01	179.40
资本化利息支出	54,326.53	77,176.62	178,964.52	41,481.69
实收资本	103,400.00	103,400.00	103,400.00	103,400.00
少数股东权益	4,000.00	4,667.49	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,615,746.43	1,956,093.22	1,991,659.10	1,996,701.34
营业总收入	167,831.90	150,343.32	114,550.05	24,141.76
经营性业务利润	48,849.05	26,285.06	46,479.23	4,222.68
投资收益	523.42	520.98	-362.60	837.29
营业外收入	1,400.26	25,994.60	17.42	1.54
净利润	41,935.10	42,800.76	37,398.28	5,042.25
EBIT	49,936.73	51,649.25	45,430.35	-
EBITDA	54,041.39	55,625.58	49,253.97	-
销售商品、提供劳务收到的现金	116,986.40	64,311.48	38,755.90	16,500.00
收到其他与经营活动有关的现金	198,266.14	312,031.23	348,325.97	183,763.25
购买商品、接受劳务支付的现金	188,445.01	224,206.83	292,885.31	46,138.48
支付其他与经营活动有关的现金	63,190.21	182,841.33	201,311.12	151,079.61
吸收投资收到的现金	6,241.49	1,335.41	42.00	0.00
资本支出	86,162.32	66,027.58	71,779.24	5,523.11
经营活动产生现金净流量	62,058.08	-32,537.50	-109,438.13	4,794.99
投资活动产生现金净流量	-75,858.54	-287,005.89	-238,981.48	-42,352.49
筹资活动产生现金净流量	130,422.16	470,654.35	224,885.60	304,493.81
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	34.94	25.04	17.49	21.37
三费收入比（%）	5.52	6.92	8.46	3.86
应收类款项/总资产（%）	22.26	20.66	21.76	20.25
收现比（X）	0.70	0.43	0.34	0.68
总资产收益率（%）	1.78	1.44	1.13	-
流动比率（X）	4.86	5.21	6.89	7.74
速动比率（X）	1.91	2.07	2.35	2.92
资产负债率（%）	48.96	51.13	51.10	54.22
总资本化比率（%）	45.02	48.15	47.32	51.11
长短期债务比（X）	0.42	0.41	0.20	0.16
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	-0.02	-0.06	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.16	-0.06	-0.37	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.13	-0.42	-0.61	-
总债务/EBITDA（X）	24.48	32.65	36.32	-
EBITDA/短期债务（X）	0.14	0.11	0.17	-
货币资金/短期债务（X）	0.96	1.08	0.80	1.56
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.71	0.27	-

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、为准确反映公司债务情况，中诚信国际将2015~2017年及2018年3月末其他应付款中带息负债金额调整至短期债务核算，长期应付款中带息负债金额调整至长期债务核算；3、由江津区财政局承担的利息支出计入其他应收款科目，由公司支付但是实际由重庆市江津区滨江新城建设开发有限公司及重庆市双福建设开发有限公司等公司承担的利息支出直接充抵公司财务费用。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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

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

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

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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。

## 附七：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。