

# 信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0106 号

## 重庆市永川区惠通建设发展有限公司：

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：

将贵公司的主体信用等级由AA调升为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；

将“PR永川惠/12渝惠通债”、“PR渝惠通/14渝惠通债”、“16渝惠通MTN001”和“17渝惠通MTN001”的信用等级由AA调升为AA<sup>+</sup>；

维持“17渝惠通CP001”的信用等级为A-1。

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



## 重庆市永川区惠通建设发展有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 重庆市永川区惠通建设发展有限公司  
 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** 评级展望 稳定

### 存续债券融资工具列表

债券简称	发行规模 (亿元)	债券存续期	上次债项信用等级	本次债项信用等级
PR 永川惠/12 渝惠通债	12	2012/10/16~2019/10/16	AA	AA <sup>+</sup>
PR 渝惠通/14 渝惠通债	18	2014/5/30~2021/5/30	AA	AA <sup>+</sup>
16 渝惠通 MTN001	10	2016/10/14~2021/10/14	AA	AA <sup>+</sup>
17 渝惠通 MTN001	5	2017/08/01~2022/08/01	AA	AA <sup>+</sup>
17 渝惠通 CP001	2	2017/08/21~2018/08/21	A-1	A-1

### 概况数据

惠通公司 (合并口径)	2015	2016	2017	2018.3
总资产 (亿元)	247.72	286.92	307.90	310.01
所有者权益 (合计) (亿元)	143.37	156.88	156.48	156.92
总负债 (亿元)	104.35	130.04	151.42	153.09
总债务 (亿元)	96.38	118.73	139.56	140.30
主营业务收入 (营业总收入) (亿元)	17.44	15.90	16.74	2.43
营业利润 (经营性业务利润) (亿元)	2.27	2.14	2.51	0.28
净利润 (亿元)	2.48	2.11	1.88	0.27
EBIT (亿元)	3.84	3.34	3.22	0.38
EBITDA (亿元)	4.12	3.79	3.97	--
经营活动净现金流 (亿元)	-1.09	-7.98	-1.78	3.45
收现比 (X)	1.04	0.96	0.60	1.77
总资产收益率 (%)	1.60	1.25	1.08	--
主营业务 (营业) 毛利率 (%)	19.66	22.12	22.36	23.89
应收类款项/总资产 (%)	2.15	4.37	9.47	8.09
资产负债率 (%)	42.13	45.32	49.18	49.38
总资本化比率 (%)	40.20	43.08	47.14	47.20
总债务/EBITDA (X)	23.38	31.36	35.18	--
EBITDA 利息倍数 (X)	0.64	0.70	0.59	--

注：1、2017 年财务报表执行新会计准则，2015-2016 年以及 2018 年一季度财务报表执行旧会计准则；2、2018 年一季度财务报表未经审计；3、中诚信国际将 2015-2017 年及 2018 年一季度财务报表长期应付款中有息部分调整至长期债务核算，将 2017 年及 2018 年一季度其他应付款科目中的短期融资券纳入短期债务核算；4、根据财库[2018]61 号，永川区 2018 年到期的政府置换债务由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应平台公司无需偿还本金。为保持数据的可比性，2018 年一季度总债务包括公司已置换的地方政府性债务 33.81 亿元；5、公司未提供 2018 年一季度现金流量表补充表，故相关指标失效。

### 基本观点

中诚信国际将重庆市永川区惠通建设发展有限公司 (以下简称“惠通公司”或“公司”) 主体信用等级由 **AA** 调升为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；将“PR 永川惠/12 渝惠通债”、“PR 渝惠通/14 渝惠通债”、“16 渝惠通 MTN001”和“17 渝惠通 MTN001”的信用等级由 **AA** 调升为 **AA<sup>+</sup>**；维持“17 渝惠通 CP001”的信用等级为 **A-1**。

2017 年以来，永川区和永川新城经济实力不断增强，公司区域地位进一步明确，永川新城规划面积扩大提升了公司土地整治及基础设施建设业务的发展潜力，公司收入结构有望改善及纳入地方性政府债务置换额度较大等对公司信用水平形成有力支撑；同时，中诚信国际也关注到公司资产流动性较弱、经营活动净现金流持续为负以及盈利能力较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **永川区及永川新城经济实力不断增强。**永川区是重庆市规划建设的区域性中心城市之一。2017 年，永川区实现地区生产总值 704.5 亿元，较上年增长 9.4%；永川新城实现固定资产投资 56.6 亿元。稳定增长的区域经济实力为公司业务发展创造了有利条件。
- **公司区域地位进一步明确。**公司为永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，经营业务在区域内具有垄断优势；随着区属国有平台公司清理整合工作的推进，公司定位为永川区 3 家公益性项目建设单位之一，主要负责全区城市建设发展公益性项目建设，地位进一步明确。
- **永川新城规划面积扩大，公司土地整治和基础设施建设业务发展潜力较大。**随着 4.95 平方公里的西部片区建设和 17 平方公里的城东新区规划启动，永川新城总规划面积由原来的 20.80 平方公里扩展至 42.75 平方公里；公司可开发面积进一步扩大，土地整治和基础设施建设业务发展潜力较大。
- **保障性住房和基础设施建设项目陆续进入竣工结算期，公司收入结构有望改善。**截至 2018 年 3 月末，公司保障性住房项目及大部分基础设施项目陆续进入竣工结算期，该部分完工项目将在 5 年实现回款，合同总金额为 151.84 亿元。随着代建收入的逐步回款，公司收入结构有望改善。
- **较大的地方性债务置换额度。**截至 2018 年 3 月末，公司已纳入地方政府性债务置换的债务总额为 41.21 亿元，均为一类债务，已置换 33.81 亿元，尚有 7.40 亿元未置换。较大的地方政府性债务置换额度缓解了公司偿

## 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：张敏 [mzhang@ccxi.com.cn](mailto:mzhang@ccxi.com.cn)

苏琴 [qsu@ccxi.com.cn](mailto:qsu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018年6月15日

债压力，同时也体现出公司在永川区具有重要地位。

## 关注

- **资产流动性较弱。**截至2018年3月末，公司存货、在建工程和固定资产合计占总资产的比重为85.50%；账面价值为22.89亿元的土地使用权用于抵押。公司资产整体流动性较弱。
- **经营活动净现金流持续为负。**由于公司土地征用、补偿以及平整等方面的投入规模较大，加之往来款支出较多，导致近三年公司经营活动净现金流持续为负，经营活动现金净流出给公司带来一定的资金周转压力。
- **公司盈利能力较弱。**公司收入主要来自于土地整治收入，同时，土地整治及基础设施建设前期投入较大，单一的收入来源结构和较多的支出使得公司盈利能力较弱；2017年，公司实现净利润1.88亿元，其中政府补贴收入为0.95亿元。

## 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/债务融资工具存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司提供的资料，“16 渝惠通 MTN001”、“17 渝惠通 CP001”和“17 渝惠通 MTN001”募集资金分别为 10 亿元、2 亿元和 5 亿元，全部用于偿还有息债务。截至 2018 年 3 月末，以上募集资金均已使

用完毕。

“PR 永川惠/12 渝惠通债”募集资金 12.00 亿元，其中 1.60 亿元用于永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施建设项目、6.80 亿元用于永川新城片区安置房项目二期工程、2.70 亿元用于永川区新城公租房工程、0.90 亿元用于永川新城廉租住房二期工程。“PR 渝惠通/14 渝惠通债”募集资金 18.00 亿元，全部用于永川区北部拓展区一期基础设施建设项目。截至 2018 年 3 月末，以上项目进展如下：

表 1：截至 2018 年 3 月末募投项目进展情况（亿元）

债项名称	项目名称	完工时间	计划投资情况		实际投资情况		项目进展情况
			总投资	募集资金使用额度	已投资	已使用募集资金	
“PR 永川惠/12 渝惠通债”	重庆永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施建设项目	2013/12	43.46	1.60	77.01	1.60	项目建设进入收尾阶段
“PR 永川惠/12 渝惠通债”	永川新城片区安置房项目二期	2016/12	12.10	6.80	11.44	6.80	项目已竣工
“PR 永川惠/12 渝惠通债”	永川区新城公租房工程	2013/12	4.60	2.70	6.00	2.70	项目已竣工
“PR 永川惠/12 渝惠通债”	永川新城廉租住房二期工程	2013/12	1.50	0.90	3.47	0.90	项目已竣工
“PR 渝惠通/14 渝惠通债”	永川区北部拓展区一期基础设施建设项目	2017/12	42.11	18.00	29.34	18.00	该项目土地整治已完成 90%，基础设施建设完成 80%
合计			103.77	30.00	127.26	30.00	

注：公司于 2015 年对“12 永川惠/12 渝惠通债”部分募集资金用途进行变更，将孙家口公租房项目变更为永川新城安置房二期项目。

资料来源：惠通公司

## 近期关注

### 2017 年，永川区和永川新城经济实现较快发展，为公司业务发展创造了有利条件

永川区将统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，坚持新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，坚持高质量发展要求，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以打好“三大攻坚战”、实施“八项行动计划”为主抓手，坚持走生态优先、绿色发展之路，聚焦绿色化、智能化、集约化、特色化，积极打造高质量发展先行区，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，强化改革、开放、创新动力支撑，努力增强人民群众获得感、幸福感、安全感，对标对表把党的十九大精神全面落实在永川大地上，奋力开创“兴业兴城、强区富民”

新局面。2017 年，永川区实现地区生产总值 704.5 亿元，按可比价计算，同比增长 9.4%，三次产业结构由 2016 年的 8.7:56.0:35.3 调整为 8.1:56.5:35.4。

在“工业强区”的指导思想下，永川区继续贯彻落实“一区三园”的发展格局，在凤凰湖工业园重点打造电子信息、机械制造、材料工业等三大产业；在港桥工业园发展精细化工、有色金属加工、轻工建材等三大产业；三教工业园重点发展中轻型铸锻及加工产业。2017 年，全区实现工业增加值 309.4 亿元，比上年增长 10.9%。规模以上工业企业 414 家，实现增加值 297.6 亿元，比上年增长 10.9%。产值 1~5 亿元的企业 142 家，实现产值 359.4 亿元；5~10 亿元企业 71 家，实现产值 648.2 亿元；10 亿元以上企业 11 家，实现产值 212.7 亿元。产业园区规模以上工业企业产值 816.9 亿元，比上年增长

39.6%。固定资产投资方面，2017年，全区固定资产投资比上年增长13.1%。第一产业投资比上年下降19.1%，第二产业投资（全部为工业）比上年增长11.2%，第三产业投资比上年增长16.7%。其中，民间投资比上年增长19.3%。2017年，全区社会消费品零售总额351.4亿元，比上年增长14.0%。全区居民人均可支配收入28,032元，比上年增长10.3%。

永川新城是永川区城市建设“东扩南拓”的战略中心，也是永川区建设区域性中心城市的重要载体。2017年，永川新城固定资产投资实现56.6亿元，20个重点项目完成投资29.13亿元，其中市场主导类投资22.22亿元、占比76%。2017年，全区新引进项目79个，合同引资110亿元，实际利用内资126亿元，实际利用外资3000万美元；软件园实现产值121亿元、同比增长49.6%。重点商贸物流项目全年交易额实现73.38亿元，同比增长23%。

永川新城位于永川区主城区东侧，原规划面积20.80平方公里，分为三个部分，一是5.80平方公里的中央片区，定位为永川区现代商务中心和区域性基地总部集中区；二是以兴龙湖为核心、兴龙大道东侧6.27平方公里的东部拓展区，定位为永川区现代商务中心和区域性基地总部集中区；三是高速公路以北、箕山东南8.73平方公里的北部拓展区，定位为城市休闲、旅游和职教聚集区。截至2018年3月末，永川新城原规划面积均已建成完毕。2015年起，永川新城将西部拓展区纳入规划建设范围，西部片区规划面积4.95平方公里，将集中布置各类综合和专业批发市场，规划重点发展方向为五金机电市场、汽摩市场、建材家居市场、农产品市场以及培育电子商务市场等，截至2017年末，城西片区已完成路网规划并启动建设。此外，17平方公里的城东新区已启动规划。截至2018年3月末，永川新城总规划面积42.75平方公里，已建成面积20.80平方公里。

总体来看，永川区和永川新城较快发展的区域经济实力为公司发展创造了良好的环境。

**随着区属国有平台公司清理整合工作的推进，公司定位为永川区3家公益性项目建设**

## **单位之一，主要负责全区城市建设发展公益性项目建设，地位进一步明确**

根据重庆市永川区人民政府《关于报送永川区区属国有平台公司清理整合的实施方案的函》[永川府函（2017）196号]，永川区对区属平台及公司地位进一步明确：一是惠通公司、重庆市永川区兴永建设发展有限公司和重庆市永川区畅恒交通投资有限公司为区内3家公益性项目建设单位，其中惠通公司作为永川区城市建设发展公益项目建设服务单位，主要负责全区城市建设发展公益性项目建设。重庆市永川区兴永建设发展有限公司作为永川区高新产业园区公益项目建设单位，统筹负责全区工业园区内建设和产业发展。重庆市永川区畅恒交通投资有限公司作为全区其他公用事业建设服务单位，负责除城市建设、工业园区以外的其余政府性公益项目的建设；二是整合兼有政府融资和公益性项目建设的“实体类”平台公司；三是将区政府改革方案中明确已纳入整合和关闭注销范围的永川区产业发展集团有限公司、重庆市泽永房地产开发有限公司等7家“空壳类”平台公司予以关闭注销，涉及的公益性项目由保留的3家公益性项目建设单位分别按照职责划分进行对接；四是被整合国有企业的债券债务、建设项目和相关遗留问题等事项由吸收合并方承接。以上平台公司的整合及关闭注销工作在2018年12月31日前全面完成。

总的来看，公司为永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，经营业务在区域内具有垄断优势；随着永川区区属国有平台公司清理整合工作的推进，惠通公司定位为区内三大公益性项目建设单位之一，公司地位进一步明确。

**土地整治业务仍为公司收入的主要来源，较为丰富的土地资源为后续收入提供了保障；同时，受相关政策及房地产市场影响，公司土地整治收入存在一定不确定性**

公司是永川新城唯一的建设项目业主，承担永川新城内土地整治任务。截至2018年3月末，公司开发建设片区由北部拓展区向城西片区转移。

2016年以前，根据永川区《关于永川新城建设

管理委员会财政扶持政策的通知》(永川府[2007]68号)的指引,土地整治完成并出让后,由永川区财政部门将土地开发成本全额以及土地增值收益的70%返还给永川新城建设管理委员会(以下简称“新城建管委”),再由新城建管委全额返还给公司,形成公司该项业务的收入。

根据2016年1月4日新城建管委与公司签订的《土地整理委托协议》,2016年度及以后发生的土地整理,公司整理完成后,由新城建管委进行验收,验收合格后,双方按照新城建管委当年计划出让的土地按期进行价款结算,结算单价为120万元/亩,后期土地整治支出如发生较大变化,结算单价将另行签订补充协议进行调整。2017年1月,考虑到国家相关税收政策发生变化,新城建管委与公司签订《土地整理委托补充协议》,土地结算单价由120万元/亩调升至125万元/亩。

2015~2017年,公司分别完成土地整治1,416.22亩、881.60亩和2,672.22亩,同期发生支出13.96亿元、12.34亿元和12.91亿元,整治支出包括土地征用、房屋拆迁安置补偿等费用。2018年1~3月,公司完成土地整治30.97亩。2017年,土地整治面积增幅较大,主要系当年完成拆迁整治的棚改土地面积较多所致。

2015~2017年,经公司整治后出让的土地面积分别为1,500.68亩、1,252.62亩和1,338.10亩,确认的土地整治收入分别为17.29亿元、15.84亿元和16.49亿元,土地出让单价分别为115.15万元/亩、125.80万元/亩和125.00万元/亩。2018年1~3月,经公司整治后出让的土地面积为198.53亩,实现土地整治收入2.38亿元。2018~2020年,经公司整治计划出让的土地面积分别为1,600亩、1,800亩和2,000亩,预计分别实现土地整治收入20.00亿元、22.50亿元和25.00亿元。

表 2: 2015~2018年3月公司土地整治业务运营情况

项目名称	2015	2016	2017	2018.1~3
土地整治面积(亩)	1,416.22	881.60	2,672.22	30.97
土地整治支出(亿元)	13.96	12.34	12.91	1.85
土地出让/交	1,500.68	1,252.62	1,338.10	198.53

付面积(亩)

土地整治收入(亿元)	17.29	15.84	16.49	2.38
土地出让单价(万元/亩)	115.15	125.80	125.00	121.36

注:报告期内土地整治收入包含以往年度结转土地出让返还收入。

资料来源:公司提供

截至2018年3月末,公司拥有已取得所有权证的土地有10,558.97亩,其中,出让地和划拨地分别为6,381.48亩和4,177.49亩。此外,公司已完成整治待出让的土地约4,645.00亩。后续公司将根据项目投资需要,并考虑宏观经济和土地市场形势,有节奏地安排土地出让,为公司发展和项目建设提供必要的资金。

总体来看,公司拥有较为充足的土地资源,且随着永川新城建设的推进,土地具备一定的增值潜力。同时,中诚信国际也关注到,公司营业收入绝大部分来自土地整治,土地业务受相关政策及房地产市场影响较大,收入具有一定不确定性。

### 公司在建社会保障性住房项目及大部分基础设施项目建设工作已接近尾声,并将于2018年陆续进入竣工结算期;随着代建收入的逐步回款,公司收入结构有望改善

除土地整治外,公司还承担城市基础设施建设和社会保障性住房建设的代建,包括道路工程、河道改造、市政基础设施工程、公园、安置房、廉租房、公租房以及少量的公共建筑等,项目资金来源主要包括公司自有资金、对外融资及政府补助资金。

城市基础设施建设方面,2016年以前,公司主要通过土地整治收入以及城市建设配套费和其他收入平衡基础设施、保障房建设的资金投入。2016年后,公司与新城建管委签订了《重庆市永川区新城建设管理委员会与重庆市永川区惠通建设发展有限公司关于代建基础设施项目之回购协议》,双方约定,当公司代建的基础设施建设项目经新城建管委验收通过、符合相应标准后,新城建管委应及时支付项目的回款。项目实际回款金额将以项目竣工并通过永川新城建管委验收通过后,以实际验收确认的项目总投资为基础,再加成一定代建工程利

润的方式确认。当前代建工程利润率为 10%，后续如有变化，双方将另行签订补充协议进行调整。在回款方式上，永川新城建管委应当在项目验收通过后到下一年度末支付代建款项的 40%；第 2 年支付代建款项的 30%；第 3 年支付代建款项的 30%。

截至 2018 年 3 月末，公司已完成 5.8 平方公里中央片区的基础设施建设和 6.27 平方公里东部拓展区

区域开发建设，8.73 平方公里北部拓展区建设也已接近尾声，项目包括道路工程建设、城市河道整治、兴龙湖商务区基础设施工程和市政基础设施建设等。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目 32 个，累计已完成投资总额 140.97 亿元，尚需投资 29.18 亿元。

**表 3：截至 2018 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（万元）**

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资
兴龙湖中学	2016~2018	25,290.09	25,290.09
道路工程（东部拓展区在建道路）	2011~2019	124,192.29	10,912.50
新城体育馆	2012~2018	262.35	262.35
高铁站	2013~2018	122,319.91	122,319.91
电力调度大厦	2015~2018	10,000.00	6,765.48
瓦子铺	2010~2018	58,797.30	58,797.33
公租房	2016~2018	58,832.56	59,589.75
永川中学	2012~2019	113,478.53	72,277.00
昌州古城	2012~2019	105,300.00	98,762.00
观音山公园	2013~2019	81,532.00	75,633.00
司法大楼	2014~2018	50,000.00	43,779.99
廉租房二期	2014~2018	35,700.00	29,738.00
探花公园	2012~2018	32,000.00	30,021.00
博物馆	2010~2017	30,000.00	25,720.00
古城片区安置房	2014~2018	29,000.00	27,426.00
匝道口迁建	2013~2018	28,000.00	23,680.00
神女湖基础设施	2010~2018	58,066.39	24,535.00
兴龙湖小学	2014~2018	15,000.00	13,035.00
兰成渝搬迁	2013~2018	15,000.00	11,028.00
文昌苑	2013~2018	16,000.00	15,015.00
汇龙大道片区道路白改黑工程	2012~2017	8,000.00	7,173.00
西部声谷	2014~2017	4,200.00	3,776.11
中山家苑二期	2015~2017	4,000.00	0.00
检疫检验大楼	2013~2017	5,000.00	4,884.00
产业大厦	2012~2019	15,224.00	15,224.00
兴龙湖项目	2013~2018	126,537.00	126,537.00
道路工程（东部拓展区完工道路）	2011~2017	133,204.50	133,204.50
河道整治	2012~2018	13,350.00	5,379.78
香山输电站	2012~2019	7,709.85	5,441.75
万达桥梁	2017~2019	5,737.00	5,662.38
外包 E 区	2017~2020	35,002.90	14,840.00
文曲广场	2012~2018	43,000.00	21,268.00
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1,409,736.67</b>	<b>1,117,977.92</b>

注：部分项目实际投资额超出项目批复的立项投资概算，总投资是立项时的主体概算，未包含项目的土地费用、项目融资的资本化利息以及项目周边配套基础设施建设。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司主要拟建项目共 5 亿元，资金来源主要为自筹资金。个，总投资计划为 9.73 亿元，2018 年拟投资 2.20

**表 4：截至 2018 年 3 月末公司主要拟建基础设施建设项目情况（亿元）**

项目名称	投资金额 (亿元)	投资计划 (亿元)			资金筹措方式
		2018	2019	2020	
永川区新型智慧城市建设项目	1.00	0.20	0.30	0.50	政府补贴及企业自筹
新红旗小学	0.90	0.50	0.40	0.00	企业自筹



子庄小学	1.20	0.10	0.50	0.60	企业自筹
加油站	0.63	0.50	0.13	0.00	企业自筹
城西片区路网	6.00	0.90	2.00	2.00	银行贷款及企业自筹
<b>合计</b>	<b>9.73</b>	<b>2.20</b>	<b>3.33</b>	<b>3.10</b>	--

资料来源：公司提供

保障房建设方面，公司主要负责筹措资金和项目建设，具体操作模式为：公司向重庆市发改委提交保障性住房的建设申请，获得发改委关于保障性住房建设的批复和财政局专项拨款后，办理项目建设的相关许可文件并进行建设。待社会保障性住房建设完成及建设施工公司提交竣工报告后，交至新城建管委和永川区公租房局进行验收；公司将部分计入其固定资产的社会保障性住房进行招商引资收取租金收入，其余将通过新城建管委验收后回款的方式确认收入。根据公司与永川新城建管委签订的《重庆市永川区新城建设管理委员会与重庆市永川区惠通建设发展有限公司关于代建基础设施项目之回购协议》，社会保障性住房同属于公司代建基础设施项目的一种类型，公司不参与社会保障性住房后续的销售和安置等工作。

截至 2018 年 3 月末，公司在建的社会保障性住房项目为兴龙苑安置房、新城家苑安置房及高铁片区安置房等，项目总投资为 13.57 亿元，截至 2018 年 3 月末，公司已累计投资 13.41 亿元，安置房建设总体已基本完工，因暂未完成安置，尚未进行完工结算。未来，公司将通过货币安置的方式安置居民，不再新建安置房。

**表 5：截至 2018 年 3 月末公司主要在建保障房项目（亿元）**

项目名称	建筑面积 (m <sup>2</sup> )	总投资额	已投资额
兴龙苑安置房	199,400.00	3.81	3.80
新城家苑安置房	176,000.00	5.19	5.18
学府苑安置房	65,641.00	1.97	1.97
高铁片区安置房	72,294.50	1.95	1.95
灵猴广场安置房	25,000.00	0.65	0.51
<b>合计</b>	<b>538,335.50</b>	<b>13.57</b>	<b>13.41</b>

资料来源：公司提供

此外，公司还承担永川区公租房、廉租房的建设任务。公租房及廉租房的建设规模相对较小，前期建设资金基本靠土地出让收入进行平衡，建

成后 30%移交至永川区公租房局，70%计入公司固定资产并对外租赁。截至 2018 年 3 月末，公司公租房和廉租房项目均已竣工，等待财政评审结算中。

由于公司承担的基础设施建设和社会保障性住房项目涉及项目数量较多且建设周期较长，2018 年 2 月，公司与新城建管委签署《重庆市永川区新城建设管委会与重庆市永川区惠通建设发展有限公司关于代建基础设施项目回购协议之补充协议》，永川新城建管委明确将对兴龙湖中学、道路工程、廉租房二期、古城片区安置房等进入竣工结算期的项目分 5 年进行回款。完工的代建项目和保障性住房项目合同总回款为 151.84 亿元，其中 2018~2020 合同约定的回款金额分别为 23.75 亿元、30.33 亿元和 30.33 亿元。

总体来看，公司在建安置房、公租房和廉租房项目以及大部分基础设施项目建设工作已基本完工，并将于 2018 年陆续进入竣工结算期；随着代建收入的逐步回款，公司收入结构有望改善。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。2017 年财务报表按照新会计准则编制，2015~2016 年及 2018 年一季度财务报表按照旧会计准则编制。

**表 6：截至 2018 年 3 月末公司合并范围**

公司名称	合并原因
重庆市永川区城市建设投资有限公司	非同一控制下的企业合并
重庆市永川区惠贤旺物业有限公司	投资设立
重庆市永川区兴湖房地产开发有限公司	投资设立
重庆市永川区惠欣建设工程有限公司	投资设立
重庆市永川软件园开发管理有限公司	投资设立

资料来源：公司提供

## 盈利能力

公司主营业务包括土地整治业务、基础设施建设和保障性住房建设。由于近三年及一期公司无已完工结算的基础设施和社会保障性住房项目，公司营业总收入（主营业务收入）主要体现在土地整治收入。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 17.44 亿元、15.90 亿元、16.74 亿元和 2.43 亿元，其中土地整治收入占比分别为 99.71%、99.62%、98.48% 和 97.83%。随着基础设施和社会保障性住房项目在 2018 年逐步进入竣工结算期，公司收入结构有望改善。公司其他业务收入包括物业管理费、场地出租等，2017 年分别实现收入 210.84 万元和 421.67 万元。

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司营业总收入（主营业务收入）毛利率分别为 19.66%、22.12%、22.36% 和 23.89%，整体盈利能力较为稳定。

期间费用方面，公司期间费用由财务费用和管理费用构成，2017 年分别占期间费用合计的 54.67% 和 45.33%。2017 年，公司期间费用合计为 1.59 亿元，规模仍然较小，主要系公司有较大部分利息进行了资本化处理，财务费用总体保持较低水平所致。由于公司 2017 年管理费用增加，因此三费收入占比较 2016 年有所提高。2018 年 1~3 月，公司三费合计 0.31 亿元，三费收入占比 12.83%。

表 7：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用分析

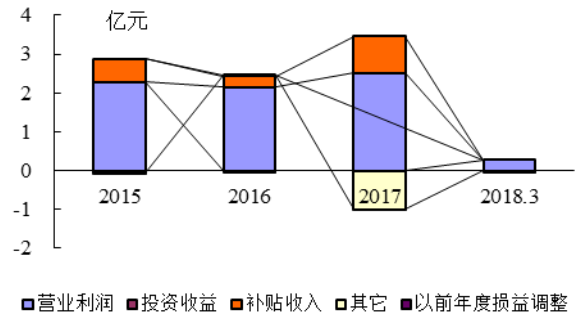
项目名称	2015	2016	2017	2018.1-3
销售费用（营业费用）（亿元）	-	-	-	-
管理费用（亿元）	0.39	0.52	0.87	0.21
财务费用（亿元）	0.75	0.87	0.72	0.10
三费合计（亿元）	1.15	1.39	1.59	0.31
营业总收入（主营业务收入）（亿元）	17.44	15.90	16.74	2.43
三费收入占比（%）	6.58	8.76	9.51	12.83

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

经营性业务利润对公司税前利润形成有力支撑，2017 年，公司实现利润总额 2.46 亿元，其中经营性业务利润为 2.51 亿元，营业外损益为 -0.13 亿元。受 2017 年政府补贴收入从营业外收入调整

至其他收益科目的影响，2017 年经营性业务利润较 2016 年有所增加。2017 年，公司获得政府补贴收入 0.95 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.27 亿元，其中营业利润为 0.28 亿元。

图 1：2015~2017 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

总体上看，近年来公司收入以土地整治收入为主，来源较为单一。随着基础设施代建收入的逐步回款，未来，公司收入结构将会有所改善。

## 偿债能力

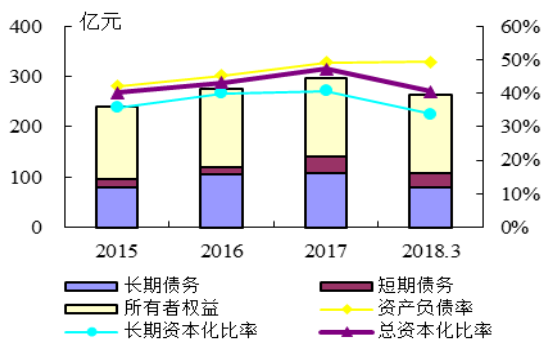
公司资产规模和负债规模稳定增长。2017 年末，公司总资产为 307.90 亿元，较 2016 年末增长 7.31%；总负债分别为 151.42 亿元，较 2016 年末增长 16.43%。2018 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 310.01 亿元和 153.09 亿元。公司资产构成主要以存货、在建工程和固定资产等为主，截至 2018 年 3 月末，公司存货、在建工程和固定资产合计占总资产的比重为 85.50%，资产流动性整体较弱。公司负债的增长主要来自有息债务的增加，随着 2.00 亿元短期融资券的发行以及银行借款的增加，2017 年末，公司总债务为 139.56 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.30 倍；同期，资产负债率分别为 49.18%，总资本化比率为 47.14%。2018 年 3 月末，公司总债务与 2017 年末基本持平。整体上看，公司负债水平保持在可控范围之内。

根据《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号文），重庆市财政局向永川区财政局明确，永川区 2018 年到期的政府置换债券由发行新的政府置换债券偿还，区财政

局及对应的平台公司无需偿还本金。若政府债务置换资金不纳入总债务核算,截至2018年3月末,公司总债务规模为106.49亿元,长短期债务比(短期债务/长期债务)为0.33倍,总资本化比率为40.43%。

2017年末,公司所有者权益合计为156.48亿元,较2016年末有小幅下降,主要系以前年度政府转入的土地补偿在未签协议前计入资本公积,现根据协议调整资本公积,并对应冲减土地成本,导致资本公积减少所致。2018年3月末,公司所有者权益为156.92亿元。

图2: 2015~2017年及2018年3月末公司资本结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

从偿债指标来看,随着债务规模的增长,EBITDA对债务本息的覆盖能力有所减弱,2017年总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为35.18倍和0.59倍。近年来,由于公司土地征用、补偿以及平整等方面的投入规模较大,加之往来款支出较多,导致近三年公司经营活动净现金流持续为负,经营活动现金净流出给公司带来一定的资金周转压力。2017年,公司经营活动净现金流入有所增加,经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力得到改善,2017年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别为-0.01倍和-0.27倍。总的来看,2017年,公司债务规模有所增长,EBITDA和经营活动净现金流难以覆盖本息。

表8: 2015~2018年3月公司偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
货币资金(亿元)	8.74	9.14	4.18	3.71
短期债务(亿元)	16.50	14.26	32.22	26.69
长期债务(亿元)	79.88	104.47	107.34	113.61
总债务(亿元)	96.38	118.73	139.56	140.30
净债务(亿元)	87.65	109.59	135.38	136.58
经营活动净现金流(亿元)	-1.09	-7.98	-1.78	3.45
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.07	-0.01	--
总债务/EBITDA(X)	23.38	31.36	35.18	--
EBITDA利息保障系数(X)	0.64	0.70	0.59	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-0.17	-1.47	-0.27	--

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

截至2018年3月末,公司已纳入地方政府性债务置换的债务总额为41.21亿元,全部为一类债务,已置换33.81亿元,尚有7.40亿元未置换。

受限资产方面,截至2018年3月末,公司受限资产均为抵押的土地使用权,账面价值总计22.89亿元,占公司总资产的比重为7.38%。

对外担保方面,截至2018年3月末,公司对对外担保余额为21.20亿元,占公司净资产的比重为13.51%。

表9: 截至2018年3月末公司对外担保概况

担保对象	担保余额(亿元)	期限
重庆茶山竹海旅游开发有限公司	2.20	2015.06.09~2024.06.08
重庆市新世纪路桥建设有限公司	3.00	2016.2.26~2028.02.25
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	16.00	2015.11.18~2028.11.17
<b>合计</b>	<b>21.20</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

银行授信方面,截至2018年3月末,公司授信额度为196.16亿元,尚未使用的授信额度为39.40亿元。

到期债务方面,2018年后三季度、2019年、2020年、2021年、2022年及以后,公司到期债务本金分别为25.62亿元、24.38亿元、23.55亿元、32.97亿元和33.78亿元,债务分布较为平均。

表10: 截至2018年3月末公司未来债务本金到期分布

到期时间	到期金额(亿元)
2018.4~12	25.62
2019	24.38

2020	23.55
2021	32.97
2022 年及以后	33.78
合计	140.30

注：表中总债务包括公司已置换的地方政府性债务 33.81 亿元

资料来源：公司提供

## 过往债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业征信报告》，截至 2018 年 3 月 15 日，公司存在 1 笔已结清关注类贷款，根据 2015 年 8 月 11 日中国光大银行股份有限公司重庆南坪支行出具的《关于重庆市永川区惠通建设发展有限公司在我行一笔关注类贷款的情况说明》，由于公司具体经办人将按季结息误记为按月结息，只存入一个月利息，导致扣息不足，造成欠息，该笔贷款在人行系统被记入关注类贷款。

除此之外，该征信报告上未显示公司其他不良贷款和违约记录。

## 评级展望

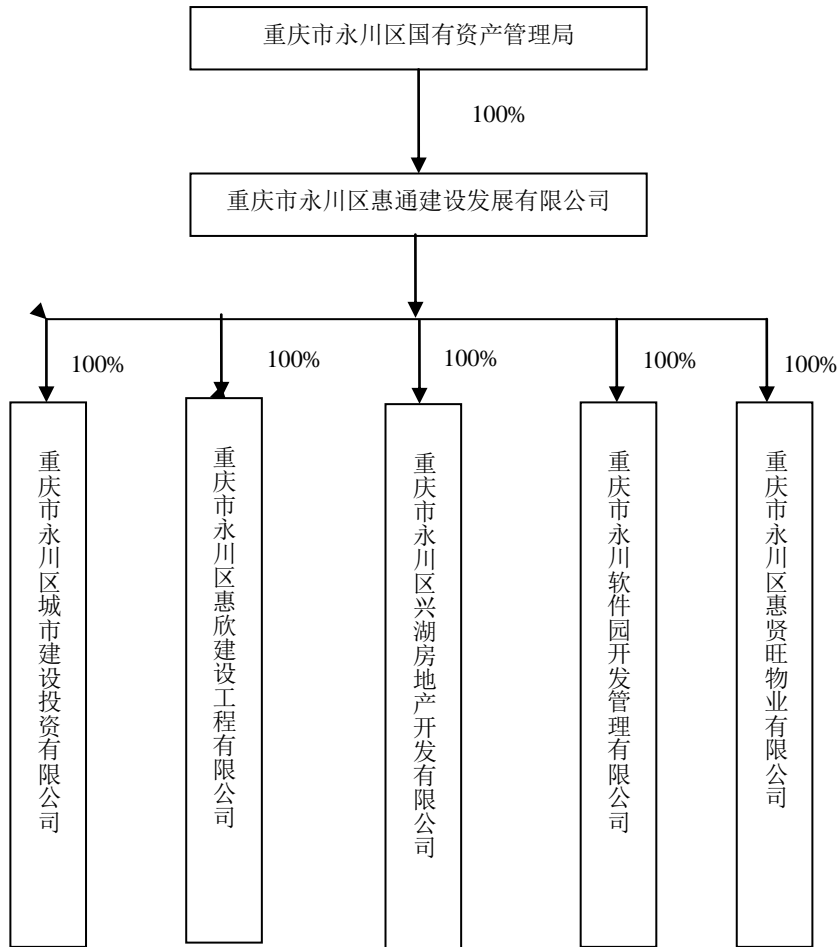
2017 年以来，永川区和永川新城经济实力不断增强，公司区域地位进一步明确，永川新城规划面积扩大提升了公司土地整治及基础设施建设业务的发展潜力，公司收入结构有望改善及纳入地方性政府债务置换额度较大等对公司信用水平形成有力支撑；同时，中诚信国际也关注到公司资产流动性较弱、经营活动净现金流持续为负以及盈利能力较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司信用水平在未来一段时期内将保持相对稳定。

## 结论

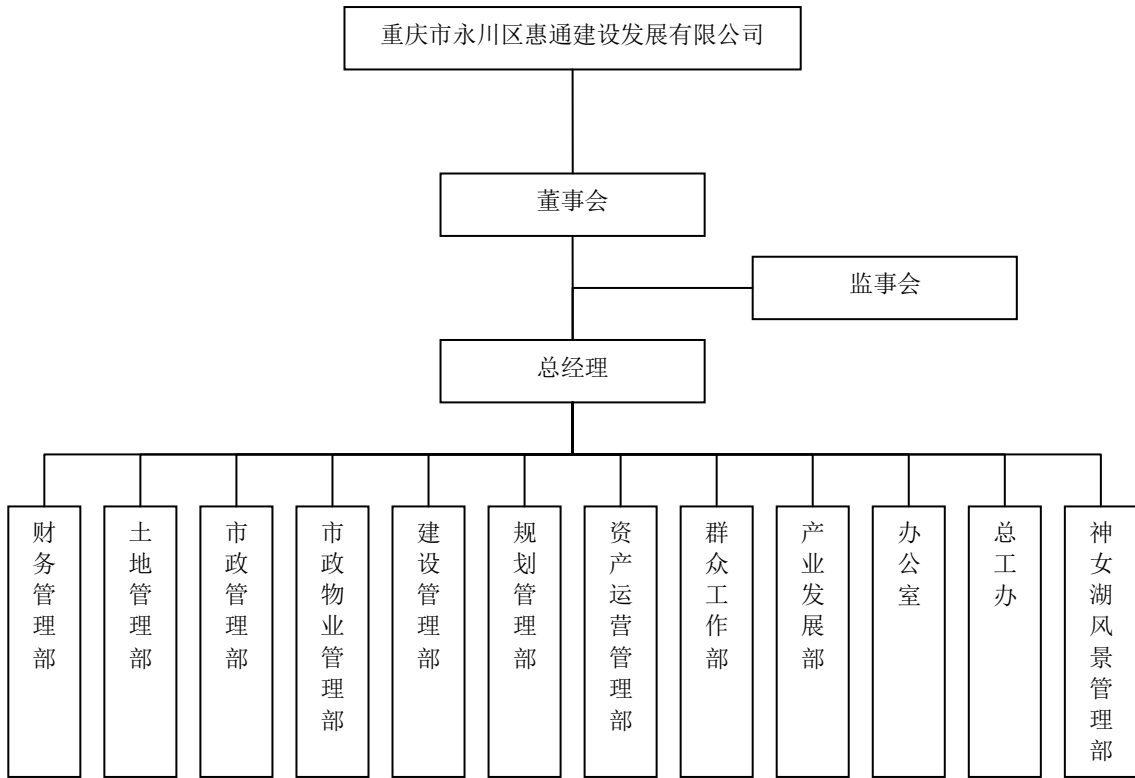
中诚信国际将重庆市永川区惠通建设发展有限公司的主体信用等级由 **AA** 调升为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；将“PR 永川惠/12 渝惠通债”、“PR 渝惠通/14 渝惠通债”、“16 渝惠通 MTN001”和“17 渝惠通 MTN001”的信用等级由 **AA** 调升为 **AA<sup>+</sup>**；维持“17 渝惠通 CP001”的信用等级为 **A-1**。

附一：重庆市永川区惠通建设发展有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：重庆市永川区惠通建设发展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：重庆市永川区惠通建设发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	87,363.90	91,377.88	41,845.75	37,132.36
应收账款净额	8,189.02	17,258.48	79,771.04	72,352.61
其他应收款	45,093.47	108,225.76	211,707.38	178,575.31
存货净额	1,586,143.17	1,638,122.34	2,135,750.37	2,152,444.65
长期股权投资	14.72	261.07	3,769.97	3,769.97
在建工程	620,769.38	732,305.01	310,505.56	351,825.13
无形资产	-	86,713.96	87,981.34	87,441.58
总资产	2,477,229.85	2,869,226.58	3,078,982.63	3,100,149.69
其他应付款	16,132.05	14,258.52	15,713.71	19,621.47
短期债务	165,005.00	142,550.00	322,194.63	266,912.53
长期债务	798,840.78	1,044,717.67	1,073,409.13	1,136,064.50
总债务	963,845.78	1,187,267.67	1,395,603.76	1,402,977.03
总负债	1,043,542.55	1,300,448.44	1,514,150.30	1,530,904.78
费用化利息支出	10,310.74	8,952.03	7,599.14	1,122.70
资本化利息支出	53,834.89	45,334.99	59,513.40	9,428.89
实收资本	32,000.00	32,000.00	32,000.00	32,000.00
少数股东权益	-	-	-	-
所有者权益合计	1,433,687.29	1,568,778.13	1,564,832.32	1,569,244.91
主营业务收入（营业总收入）	174,380.78	158,962.48	167,398.25	24,331.82
营业利润（经营性业务利润）	22,746.26	21,408.17	25,066.39	2,790.29
投资收益	9.53	-37.66	-22.65	-
营业外收入(含补贴收入)	6,034.27	3,282.85	56.42	27.95
净利润	24,771.50	21,123.33	18,802.69	2,652.59
EBIT	38,409.01	33,420.72	32,150.07	3,775.33
EBITDA	41,233.65	37,860.96	39,670.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金	181,679.54	153,195.01	101,042.34	42,967.83
收到其他与经营活动有关的现金	19,628.12	85,272.54	199,710.77	75,071.33
购买商品、接受劳务支付的现金	180,615.48	139,749.00	110,030.61	31,730.32
支付其他与经营活动有关的现金	30,237.93	176,548.83	201,630.22	51,224.07
吸收投资收到的现金	20,376.99	3,472.31	19,571.04	1,760.00
资本支出	134,871.83	80,199.53	131,608.00	33,207.85
经营活动产生现金净流量	-10,921.48	-79,789.33	-17,815.60	34,456.93
投资活动产生现金净流量	-134,878.77	-80,491.38	-134,837.08	-33,202.41
筹资活动产生现金净流量	110,120.75	168,494.69	105,520.55	-5,967.91
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
主营业务毛利率（营业毛利率）(%)	19.66	22.12	22.36	23.89
三费收入比(%)	6.58	8.76	9.51	12.83
应收类款项/总资产(%)	2.15	4.37	9.47	8.09
收现比(X)	1.04	0.96	0.60	1.77
总资产收益率(%)	1.60	1.25	1.08	--
流动比率(X)	7.06	7.41	5.67	6.29
速动比率(X)	0.58	0.87	0.77	0.77
资产负债率(%)	42.13	45.32	49.18	49.38
总资本化比率(%)	40.20	43.08	47.14	47.20
长短期债务比(X)	0.21	0.14	0.30	0.23
经营活动净现金/总债务(X)	-0.01	-0.07	-0.01	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.07	-0.56	-0.06	0.52
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.17	-1.47	-0.27	3.27
总债务/EBITDA(X)	23.38	31.36	35.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.27	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.53	0.64	0.13	0.14
EBITDA 利息倍数(X)	0.64	0.70	0.59	--

注：1、2017年财务报表执行新会计准则，2015~2016年以及2018年一季度财务报表执行旧会计准则；2、2018年一季度财务报表未经审计；3、中诚信国际将2015-2017年及2018年一季度财务报表长期应付款中有息部分调整至长期债务核算，将2017年及2018年一季度其他应付款科目中的短期融资券纳入短期债务核算；4、根据财库[2018]61号，永川区2018年到期的政府置换债务由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应平台公司无需偿还本金。为保持数据的可比性，2018年一季度总债务包括公司已置换的地方政府性债务33.81亿元；5、公司未提供2018年一季度现金流量表补充表，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

#### 附四：基本财务指标的计算公式

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

短期债务(旧) = 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款+债务调整

长期债务 = 长期借款+应付债券+债务调整

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

营业毛利率（新）=（营业收入~营业成本）/营业收入

主营业务毛利率（旧） =（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

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

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

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

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

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 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。



## 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级。

## 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	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。

## 附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，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：每个信用等级均不进行微调。