

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：

维持贵公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；
维持“12渝惠通债/PR永川惠”、“14渝惠通债/PR渝惠通”、“16渝惠通MTN001”、“17渝惠通MTN001”和“18渝惠通MTN001”的信用等级为AA⁺；
维持“18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

二零一九年六月二十六日

重庆市永川区惠通建设发展有限公司 2019 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+** 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
12 渝惠通债/PR 永川惠	12	2012/10/16~2019/10/16	AA+	AA+
14 渝惠通债/PR 渝惠通	18	2014/5/30~2021/5/30	AA+	AA+
16 渝惠通 MTN001	10	2016/10/14~2021/10/14	AA+	AA+
17 渝惠通 MTN001	5	2017/08/01~2022/08/01	AA+	AA+
18 渝惠通 MTN001	7	2018/08/30~2023/08/30	AA+	AA+
18 渝惠通 CP001	4	2018/08/22~2019/08/22	A-1	A-1

概况数据

惠通公司 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产 (亿元)	286.92	307.90	318.45	335.29
所有者权益合计 (亿元)	156.88	156.48	159.37	159.86
总负债 (亿元)	130.04	151.42	159.07	175.43
总债务 (亿元)	118.73	139.56	117.90	135.98
主营业务收入 (营业总收入) (亿元)	15.90	16.74	22.47	3.20
经营性业务利润 (亿元)	2.14	2.51	1.81	0.32
净利润 (亿元)	2.11	1.88	1.46	0.21
EBIT (亿元)	3.34	3.22	2.51	0.50
EBITDA (亿元)	3.79	3.97	3.25	-
经营活动净现金流 (亿元)	-7.98	-1.78	1.22	-3.48
收现比 (X)	0.96	0.60	0.49	0.33
总资产收益率 (%)	1.25	1.08	0.80	-
主营业务 (营业) 毛利率 (%)	22.12	22.36	12.70	22.41
应收类款项/总资产 (%)	4.37	9.47	6.78	9.74
资产负债率 (%)	45.32	49.18	49.95	52.32
总资本化比率 (%)	43.08	47.14	42.52	45.97
总债务/EBITDA (X)	31.36	35.18	36.26	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.70	0.59	0.52	-

注：1、2016 年财务报表执行旧会计准则，2017~2018 年财务报表执行新会计准则；2、中诚信国际将 2016~2018 年及 2019 年 3 月末长期应付款科目中的有息部分调整至长期债务核算，将 2017~2018 年及 2019 年 3 月末其他流动负债科目中的短期融资券调整至短期债务核算；3、2015~2017 年末总债务包括公司已置换的地方政府性债务。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，故 2018 年末政府性债务置换金额不再纳入债务核算。

基本观点

中诚信国际维持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”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“12 渝惠通债/PR 永川惠”、“14 渝惠通债/PR 渝惠通”、“16 渝惠通 MTN001”、“17 渝惠通 MTN001”和“18 渝惠通 MTN001”的信用等级为 **AA+**；维持“18 渝惠通 CP001”的信用等级为 **A-1**。

2018 年以来，永川区经济实力不断增强、公司地位重要、获得股东有力支持以及较为充足的土地资源及项目储备等因素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基础设施建设业务回款较为滞后，土地整治收入具有波动性以及面临一定偿债压力等对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- ▶ **永川区经济实力不断增强。**永川区是重庆市规划建设区域性中心城市之一。2018 年，永川区实现地区生产总值 845.7 亿元，较上年增长 9.9%。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。
- ▶ **公司地位重要，获得股东的有力支持。**公司为永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，且被定位为永川区 3 家公益性项目建设单位之一，在项目来源和资金等方面获得股东有力支持。
- ▶ **土地资源及项目储备较为充足。**2019 年 3 月末，公司拥有已取得所有权证的土地 10,552.13 亩，已完成整治待出让的土地为 7,937.50 亩；公司超过 100 多亿的项目尚处于建设期或待竣工结算阶段，2018 年新增基础设施建设收入 14.70 亿元。较为充足的土地资源及项目储备对公司后续收入形成较好保障。

关注

- ▶ **基础设施建设业务回款较为滞后。**公司基础设施建设代建业务竣工后方开展结算及回款工作，但较长的建设、竣工结算及回款周期使得该板块业务回款存在滞后性，给公司带来一定的资本支出压力。
- ▶ **土地整治收入具有波动性。**2016~2018 年，公司分别实现土地整治收入 15.84 亿元、16.49 亿元和 7.47 亿元，公司土地整治收入易受房地产市场及相关政策影响而有所波动。
- ▶ **面临一定偿债压力。**2019 年 4~12 月、2020 年、2021

分析师

项目负责人：骆传伟 chwluo@ccxi.com.cn
项目组成员：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn
刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn

年, 公司到期债务本金分别为 31.87 亿元、24.36 亿元、31.88 亿元, 规模较大, 公司面临一定偿债压力。

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2019 年 6 月 26 日

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 MTN001”、“18渝惠通 MTN001”及“18渝惠通 CP001”的募集资金分别为 10 亿元、5 亿元、7 亿元和 4 亿元，全部用于偿还有息债务。截至 2019 年 5 月末，以上募集资金均已使用完毕。

“12渝惠通债/PR 永川惠”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。截至 2019 年 5 月末，以上募集资金已使用完毕。

“14渝惠通债/PR 渝惠通”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 2019 年 5 月末，以上募集资金已使用完毕。

近期关注

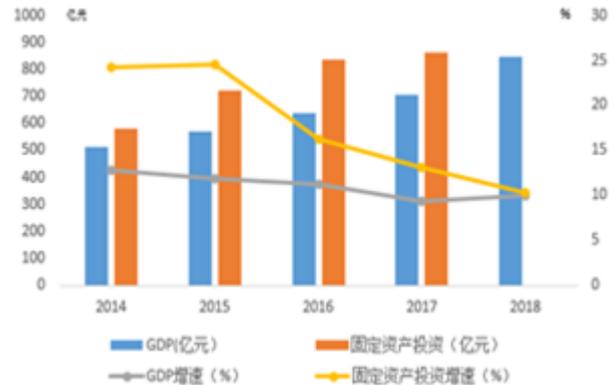
2018 年，永川区持续做大支柱工业集群，聚力发展现代服务业，产业结构持续优化，经济实现稳步增长

永川区位于长江上游北岸，重庆西部，东邻江津区，东北靠壁山区，北界铜梁区，西接荣昌区，南与四川省合江县、泸县接壤，全区幅员面积 1,576 平方公里，辖 7 个街道、16 个镇。2018 年，全区常住人口 114.2 万人，比上年增加 2.2 万人；2018 年，永川区实现地区生产总值 845.7 亿元，同比增长 9.9%，三次产业结构由 2017 年的 8.1:56.5:35.4 调整为 7.4:50.3:42.3。

固定资产投资方面，2018 年全区固定资产投资比上年增长 10.2%。其中，第一产业投资比上年增长 15.3%，第二产业投资比上年增长 10.8%，第三产业投资比上年增长 9.5%。其中：5,000 万元以上

投资比上年增长 15.0%，5,000 万元以下投资比上年增长 26.7%，民间投资比上年增长 3.5%，房地产投资比上年下降 8.3%。

图 1：2014~2018 年永川区 GDP 和固定资产投资情况



注：2018 年永川区固定资产投资数暂未公布

资料来源：根据永川区经济与社会发展统计公报整理

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。2018 年，全区规模以上工业企业 370 家，实现增加值 306.6 亿元，比上年增长 8.6%；实现产值 1,021.5 亿元，比上年增长 11.8%。产值 1~5 亿元的企业 122 家，实现产值 308.6 亿元；5~10 亿元企业 57 家，实现产值 390.2 亿元；10 亿元以上企业 17 家，实现产值 243.9 亿元。产业园区规模以上工业企业产值 809.8 亿元，比上年增长 18.3%。

永川新城位于永川区主城区东侧，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。

永川新城原规划面积 20.80 平方公里，已基本建设完成，分为三个部分：一是 5.80 平方公里的中央片区（又名人民广场片区），定位为永川区行政文化中心，重点发展商务会展、文化教育、体育健身、娱乐购物等都市消费产业；二是以兴龙湖为核心、兴龙大道东侧 6.27 平方公里的兴龙湖片区（又名东部拓展区），功能拓展已近尾声，重点发展软件与信息技术、文化创意、电子商务、现代金融等高端服务业；三是高速公路以北、箕山东南 8.73 平方公里的北部拓展区（又名神女湖片区），骨架拓

展基本完成，重点发展休闲观光、文化创意、高端居住等文化旅游产业。2015年起，永川新城将西部拓展区纳入规划建设范围，城西片区规划面积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，该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2019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。

2018年，永川新城相关经济建设稳步推进：一是软件与信息技术产业加速集聚。聚焦大数据智能化，全年引进阿里巴巴全球人工智能交付中心、腾讯云（永川）物联网小镇、达瓦大数据先进影像中心等57个项目；二是商贸物流区域辐射力不断增强。“第八届世界木材与木制品贸易大会”成功举办，签约20家知名企业，永川成为西南地区重要的木材产业项目集聚地，商贸物流产业全年实现交易额约125亿元；三是总部经济规模效应进一步显现。新引进勾正科技、中城投海外公司等2个总部项目，中铁二十一局五公司总部建成投用。13家总部项目全年实现产值约50亿元。

总体来看，近年来，永川区持续做大支柱工业集群，聚力发展现代服务业，产业结构持续优化。未来，成渝城市群加速融合或将为身处城市群腹地的永川发展提供了新的历史机遇。

土地整治业务仍为公司收入的主要来源之一，较为丰富的土地资产为后续收入提供了保障；同时，受相关政策及房地产市场的影

响，公司土地整治收入存在一定波动性

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。近年来，公司开发建设片区由北部拓展区向城西片区转移。截至2019年3月末，4.95平方公里的城西片区已完成土地整理2,608亩，尚未征地拆迁的土地约4,800亩。

根据2016年1月4日重庆市永川区新城建设管理委员会（以下简称“永川新城建管委”）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，由永川新城建管委进行验收，验收合格后，双方按照永川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，永川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。

2016~2019年3月，公司分别整治土地881.60亩、2,672.22亩、2,536.69亩和543.07亩，2017~2019年3月，公司土地整治面积较大，主要系当年涉及较多的棚户区改造业务所致。同期，公司土地出让面积分别为1,252.62亩、1,338.10亩、610.35亩和175.03亩，确认的土地整治收入分别为15.84亿元、16.49亿元、7.47亿元和2.12亿元。2019~2021年，公司拟分别出让土地1,800亩、2,000亩和2,000亩。

表 1：2016~2019 年 3 月公司土地整治业务运营情况

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
土地整治面积（亩）	881.60	2,672.22	2,536.69	543.07
其中：棚改面积(亩)	0.00	2,042.91	2,505.67	507.05
土地出让面积（亩）	1,252.62	1,338.10	610.35	175.03
土地整治收入（亿元）	15.84	16.49	7.47	2.12
土地出让单价（万元/亩）	126.46	123.23	121.35	125.00

注：土地整治面积为当年实际完成的土地整治面积，不同于财报口径。
资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司拥有已取得所有权证的土地有10,552.13亩，其中出让地和划拨地分

别为6,374.64亩和4,177.49亩。此外，公司已完成整治待出让的土地约7,937.50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，收入具有一定波动性。

公司承担较多的永川区棚户区改造项目，均已与政府相关部门签订政府购买协议，项目建设周期较长，业务具有较强的可持续性

公司全资子公司重庆市永川区惠欣建设工程有限公司（以下简称“惠欣公司”）负责永川区的棚户区改造业务，棚改服务主要为征地拆迁工作。惠欣公司就承担的相关项目与永川区政府及其授权

单位签订政府购买服务协议，约定在服务期内，惠欣公司进行项目前期资金筹集、建设及移交等工作。永川区政府及其授权单位将项目资本金、建设资金及服务费用列入当年度财政预算支出，按协议约定分年向惠欣公司拨付棚改服务资金，其中服务费按照总投资的一定比例支付。截至2019年3月末，棚户区改造项目暂未确认收入。

截至2019年3月末，公司已与永川区政府及其授权单位就永川区棚户区（城中村）改造项目（一期）、永川区城市棚户区改造项目（二期）、永川区棚户区（城中村）改造项目（三期）及老城区棚户区改造项目（一期）项目签订了政府购买服务协议，协议总金额52.86亿元。资金筹集上，公司已与国家开发银行及中国农业发展银行永川支行等签订借款合同。

表2：截至2019年3月末公司棚户区改造项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	协议总金额	项目总投资	已投资金额
永川区棚户区（城中村）改造项目（一期）	2016~2019	14.45	10.86	5.92
永川区城市棚户区改造项目（二期）	2016~2019	13.67	9.29	4.19
永川区棚户区（城中村）改造项目（三期）	2018~2020	20.71	15.77	4.72
老城区棚户区改造项目（一期）	2019~2022	4.03	1.17	0.35
合计	-	52.86	37.09	15.18

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建的棚户区改造业务投资规模较大，建设周期相对较长，且均已与政府签订购买协议，相关资金纳入财政当年预算支出，业务具有较强的可持续性。同时，中诚信国际关注到棚户区改造项目投资规模较大，未来公司或将面临一定融资压力。

2018年，公司基础设置建设工作稳步推进，未来仍将面临一定投资压力；公司代建项目部分已完工，将陆续进入竣工决算期，中诚信国际将持续关注此类业务未来回款的及时性

除土地整治外，公司还承担道路工程、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城市基础实施建设工作，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。截至2018年末，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工作，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。目前，城西片区已启动开发建设工作。

业务模式方面，公司与永川新城建管委签订了基础设施委托代建协议，双方约定，当公司代建的基础设施建设项目经永川新城建管委验收通过、符合相应标准后，永川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年末，公司已完工的项目包括兴龙湖中学、永川中学、红旗小学、西部声谷、红河小区道路工程及体育中心等项目，其中部分项目已完成竣工结算工作，2018年新增基础设施建设收入14.70亿元。2018年末，公司主要在建项目共计26个，计划总投资143.45亿元，累计已完成投资105.40亿元，尚需投资38.05亿元。其中，除重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目和重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目采用自营模式（项目用地由公司通过招拍挂获得，建设用地拆迁安置工作等相关费用由永川新城建管委支付完成，公司无需承担）外，其余项目均采用委托代建模式。

重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目位于重庆市永川区兴龙湖畔，预计总投资80,224.44万元，建设周期为2年，于2018年8月正式启动建设，2020年末全部建设完成。其中项目用地项目规划内容主要包括：研发及测试用房

33,883平方米，办公及商务用房41,412平方米，配套公寓38,504平方米，配套商业4,796平方米，地下车库及设备用房44,839平方米，建设停车位1,381个（含地面停车位80个，地下停车位1,301个）。项目收入来源主要包括物业租赁收入和物业销售收入。

重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目位于重庆市永川区兴龙湖现代商务服务区，预计总投资27,175.88万元，建设周期为2年，于2018年3月正式启动建设，预计2020年全部建设完成。该项目内规划有研发用房、技术交易服务及技术转化服务用房、人才培训基地及创意工坊、停车库等，其中：研发用房7,018平方米，技术交易服务及技术转化服务用房15,791平方米，人才培训基地及创意工坊12,282平方米，地下车库及设备用房21,780平方米，建设停车位422个（含地面停车位106个，地下停车位316个）。项目收入来源主要包括物业租赁收入和物业销售收入。

表3：截至2018年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	26,249.76	26,249.76
道路工程	2011~2019	89,000.00	22,400.30
高铁站	2013~2019	111,374.97	95,768.78
永川中学	2012~2019	73,335.88	73,335.88
昌州古城	2012~2019	98,753.46	98,753.46
观音山公园	2013~2019	77,655.76	77,655.76
廉租房二期	2014~2018	29,777.83	29,777.83
探花公园	2012~2018	11,437.68	11,437.68
博物馆	2010~2017	25,793.57	25,793.57
古城片区安置房	2014~2018	29,000.00	31,082.62
匝道口迁建	2013~2018	24,605.45	24,605.45
兰成渝搬迁	2013~2018	15,000.00	13,429.07
文昌苑	2013~2018	14,577.48	14,577.48
文博苑	2013~2018	23,458.06	3,942.00
兴龙湖项目	2013~2019	126,537.00	128,074.74
道路工程（东部拓展区完工道路）	2011~2017	136,068.99	136,068.99
河道整治	2012~2018	13,350.00	6,004.18
香山输电站	2012~2019	5,536.09	5,536.09
外包E区	2017~2020	35,002.90	27,268.97
文曲广场	2012~2018	21,274.78	21,274.78
会议中心	-	44,047.26	44,047.26
瓦子铺	2010~2018	58,839.55	58,839.55
道路工程（城西片区）	-	215,044.00	38,636.36
神女湖小学	2015~2018	21,359.33	21,359.33
重庆市软件与信息技术服务创新创业孵化园项目 ³	2018~2020	80,224.44	14,166.00
重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目 ³	2018~2020	27,175.88	3,942.00
合计	-	1,434,480.12	1,054,027.89

注：1、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；2、部分项目已基本完工但暂未办理竣工结算，暂列入存货及在建工程科目；3、两个项目采用自营模式，其中重庆（永川）国际智能产业技术创新服务中心项目在财务报告中列示为产业大厦项目。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要拟建项目有 4 个，计划总投资 9.10 亿元，2019 年计划投资 3.20 亿元，

资金来源主要为自筹资金。

表 4：截至 2018 年末公司主要拟建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	投资计划		资金筹措方式
		2019	2020	
永川区新型智慧城市建设项目	1.00	0.30	0.50	政府补贴及自筹
新红旗小学	0.90	0.40	0.00	自筹
子庄小学	1.20	0.50	0.60	自筹
城西片区路网	6.00	2.00	2.00	自筹
合计	9.10	3.20	3.10	-

注：标注“*”项目为本次募投项目，主要通过后续运营收入来平衡前期投入。

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担了较多的基础设施项目建设工作，随着城西片区及城东新区建设工作的逐步开展，公司仍将面临一定的投资压力。同时，公司代建收入投资规模较大，建设、竣工结算及回款周期较长，中诚信国际将持续关注未来回款的及时性。

公司在建安置房、公租房和廉租房项目均已基本完工，未来，公司主要采取货币化安置方式，该板块业务不具有可持续性

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：公司向重庆市发展改革委员会（以下简称“重庆发改委”）提交保障性住房的建设申请，获得重庆发改委关于保障性住房建设的批复和永川区财政局专项拨款后，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，交至永川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，其余将通过永川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代建协议，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。

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，截至 2018 年末，公司已累计投资 14.48 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。

表 5：截至 2018 年末公司主要在建保障房项目（亿元）

项目名称	建筑面积（m ² ）	总投资	已投资
兴龙苑安置房	199,400.00	3.81	3.84
新城家苑安置房	176,000.00	5.19	5.00
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	2.66
灵猴广场安置房	25,000.00	1.01	1.01
合计	538,335.50	13.93	14.48

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

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 年末，公司公租房和廉租房项目均已竣工，等待财政评审结算。

总体来看，公司在建安置房、公租房和廉租房项目均已基本完工，未来，公司主要采取货币化安置方式，该板块业务不具有可持续性。

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 2016~2017 年财务报告、亚太（集团）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 2018 年财务报告，以及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。其中 2016 年财务报告按照旧会计准则编制，2017~2018 年财务报告按照新会计准则编制。

盈利能力

2018年，公司实现营业总收入22.47亿元，较上年增长34.21%，其中土地整治收入占比由2017年末的98.48%下降至33.27%。随着基础设施和社会保障性住房项目逐步进入竣工结算期，公司规模进一步扩大且结构有所改善，2018年实现基础设施建设收入14.70亿元。公司其他业务收入主要包括物业管理费和租赁业务收入，2018年分别实现收入341.63万元和1,815.34万元。2019年1~3月，

公司营业总收入为3.20亿元，其中土地整治业务收入和基础设施建设收入分别为2.12亿元和1.04亿元。

2016~2018年，公司营业毛利率分别为22.44%、22.36%和12.70%，2018年毛利率有所下降，主要系公司新增的基础设施建设毛利率较低所致。2019年1~3月，公司基础设施建设毛利率较高，主要由于部分成本暂未结转。

表6：2016~2019年3月公司营业总收入及毛利率构成（万元、%）

项目	2016		2017		2018		2019.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整治业务	158,395.43	22.08	164,850.07	21.68	74,746.27	22.77	21,241.75	23.37
基础设施建设	-	-	-	-	146,958.51	6.36	10,377.93	18.78
其他业务	1,437.42	62.55	2,548.18	66.26	2,953.99	73.32	369.85	69.44
合计/综合	159,832.86	22.44	167,398.25	22.36	224,658.76	12.70	31,989.53	22.41

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2016~2018年，公司三费合计分别为1.39亿元、1.59亿元和1.49亿元，由管理费用和财务费用构成。近年来，公司三费收入规模仍然较小，主要系公司将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。2019年1~3月，公司三费合计金额为0.39亿元，占当期营业总收入的12.18%。

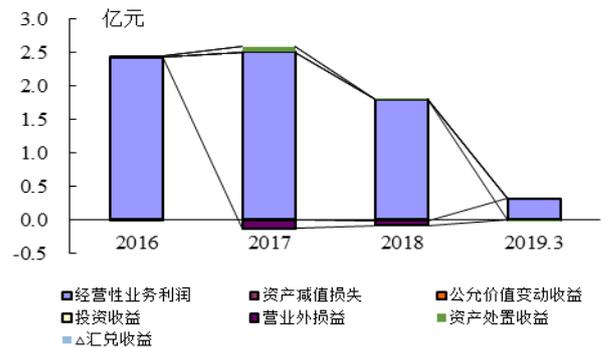
表7：2016~2019年3月公司期间费用分析（亿元、%）

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
管理费用	0.52	0.87	0.76	0.20
财务费用	0.87	0.72	0.74	0.19
三费合计	1.39	1.59	1.49	0.39
营业总收入/主营业务收入	15.90	16.74	22.47	3.20
三费收入占比	8.76	9.51	6.64	12.18

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受公司收入结构变化以及基础设施建设业务毛利率较低的影响，2018年公司经营性业务利润由上年的2.51亿元下降至1.81亿元。同期，公司利润总额为1.73亿元，同比下降29.43%。政府补助对公司利润形成重要补充，2018年，公司获得政府补助0.95亿元，与上年持平。2019年1~3月，公司利润总额为0.31亿元，其中经营性业务利润为0.32亿元。

图2：2016~2019年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

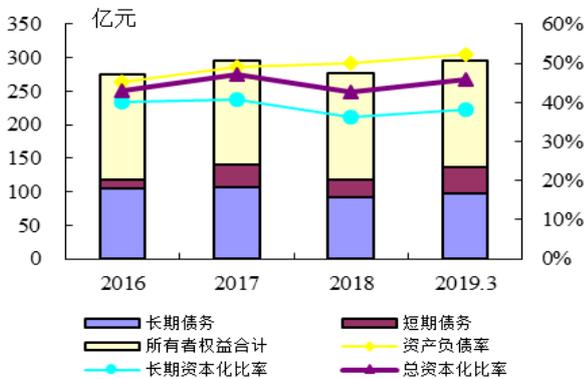
总体上看，随着基础设施代建收入的逐步回款，公司以往以土地整治收入为主的单一结构有所改善，但盈利能力因基础设施建设业务回报率较低而有所下降。中诚信国际将持续关注公司业务结构调整带来的收入规模及盈利能力变化情况。

偿债能力

随着融资规模的扩大和在建项目持续投入，公司资产规模和负债规模稳定增长。2018年末，公司总资产为318.45亿元，同比增长3.43%；总负债为159.07亿元，同比增长5.06%。公司负债的增长主要来自有息债务的增加，随着8.00亿元“18渝惠通PPN001”、7.00亿元“18渝惠通

MTN001”、4.00 亿元“18 渝惠通 CP001”发行以及信托、融资租赁等借款的增加，2018 年末，公司总债务为 117.90 亿元¹，同比增长 11.53%（不考虑纳入 2017 年末总债务中的政府债务置换资金 33.81 亿元）；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 49.95%和 42.52%。此外，2018 年末公司长期应付款结构发生一定改变，其中公司应付永川区财政局的款项同比减少 22.88%，主要系根据永财预[2018]44 号文，永川区财政局于 2018 年 10 月同意公司以长期应付款冲抵应收永川新城建管委项目结算款（应收账款）15.14 亿元所致；2018 年公司新增 5.07 亿元融资租赁款及 3.00 亿元信托借款，信托、融资租赁等借款余额在长期应付款（不含专项应付款）中的占比由上年末的 22.80%提升至 38.52%。2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别进一步增加至 335.29 亿元和 175.43 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 52.32%和 45.97%，负债中刚性债务占比较高。

图 3：2016~2019 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，虽然 2018 年末公司债务规模有所下降，但由于当期利润总额的较大下滑，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所减弱，2018 年末总债务/EBITDA 小幅上升至 36.26 倍；公司经营活动净现金流由于往来款流出减少而有所改

¹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。故 2018 年末，政府债务置换资金不再纳入总债务核算。

善，但对债务本息的覆盖能力依然很弱。

表 8：2016~2019 年 3 月公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
货币资金 (亿元)	9.14	4.18	6.82	6.93
短期债务 (亿元)	14.26	32.22	26.98	37.64
长期债务 (亿元)	104.47	107.34	90.93	98.34
总债务 (亿元)	118.73	139.56	117.90	135.98
净债务 (亿元)	109.59	135.38	111.08	129.06
经营活动净现金流 (亿元)	-7.98	-1.78	1.22	-3.48
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.07	-0.01	0.01	--
总债务/EBITDA (X)	31.36	35.18	36.26	--
EBITDA 利息保障系数 (X)	0.70	0.59	0.52	--
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-1.47	-0.27	0.20	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务方面，2019 年 4~12 月、2020 年、2021 年及 2022 年，公司需偿还的到期债务分别为 31.87 亿元、24.36 亿元、31.88 亿元，近几年债务规模较大，公司面临一定偿债压力。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司债务到期分布情况

到期时间	到期金额 (亿元)
2019	31.87
2020	24.36
2021	31.88
2022	12.26
2023 年及以后	35.61
合计	135.98

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司抵押的土地使用权账面价值总计 42.54 亿元，质押的应收账款为 16.43 亿元，受限资产合计为 58.97 亿元，占公司总资产的比重为 17.59%。

对外担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额为 28.25 亿元，担保对象包括重庆茶山竹海旅游开发有限公司、重庆市永川区兴永建设发展有限公司和重庆市新世纪路桥建设有限公司，均为国企，代偿风险较低。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司对外担保概况 (亿元)

担保对象	担保余额	期限
重庆茶山竹海旅游开发有限公司	2.00	2015.06.09~2024.06.08
重庆市新世纪路桥建设有限公司	3.00	2016.02.26~2028.02.25
重庆市永川区兴永建	15.20	2015.10.29~2028.10.27

设发展有限公司		
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	2.00	2018.11.20~2022.11.20
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	1.05	2018.11.23~2020.11.23
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	5.00	2018.11.26~2033.11.25
合计	28.25	-

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司银行授信额度为 85.20 亿元，尚未使用的额度为 21.83 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及其他资料，截至 2019 年 5 月 16 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。

此外，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

近年来，永川区经济实力不断增强，公司作为永川区 3 大公益性平台之一和永川新城唯一的建设主体，地位重要，在项目来源和资金等方面获得了股东有力支持；公司土地资源及项目储备较为充足，对公司后续收入形成较好保障。同时，中诚信国际也关注到公司基础设施建设业务因较长的建设及竣工结算周期使得回款较为滞后；土地整治业务易受房地产市场及相关政策的影响而有所波动，2018 年该板块收入出现大幅下滑；此外，公司未来几年偿债规模较大，以上均对公司未来经营和整体信用状况产生影响。

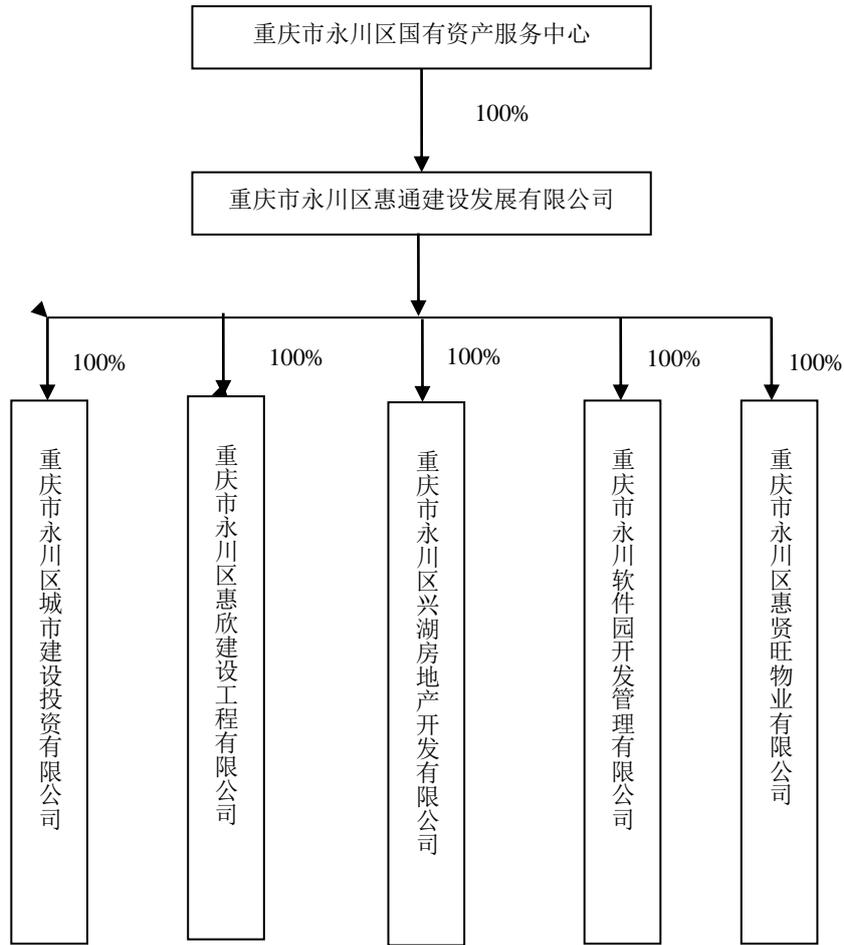
综上，中诚信国际认为公司信用水平在未来一段时期内将保持相对稳定。

结 论

中诚信国际维持重庆市永川区惠通建设发展

有限公司的信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“12 渝惠通债/PR 永川惠”、“14 渝惠通债/PR 渝惠通”、“16 渝惠通 MTN001”、“17 渝惠通 MTN001”和“18 渝惠通 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**；维持“18 渝惠通 CP001”的信用等级为 **A-1**。

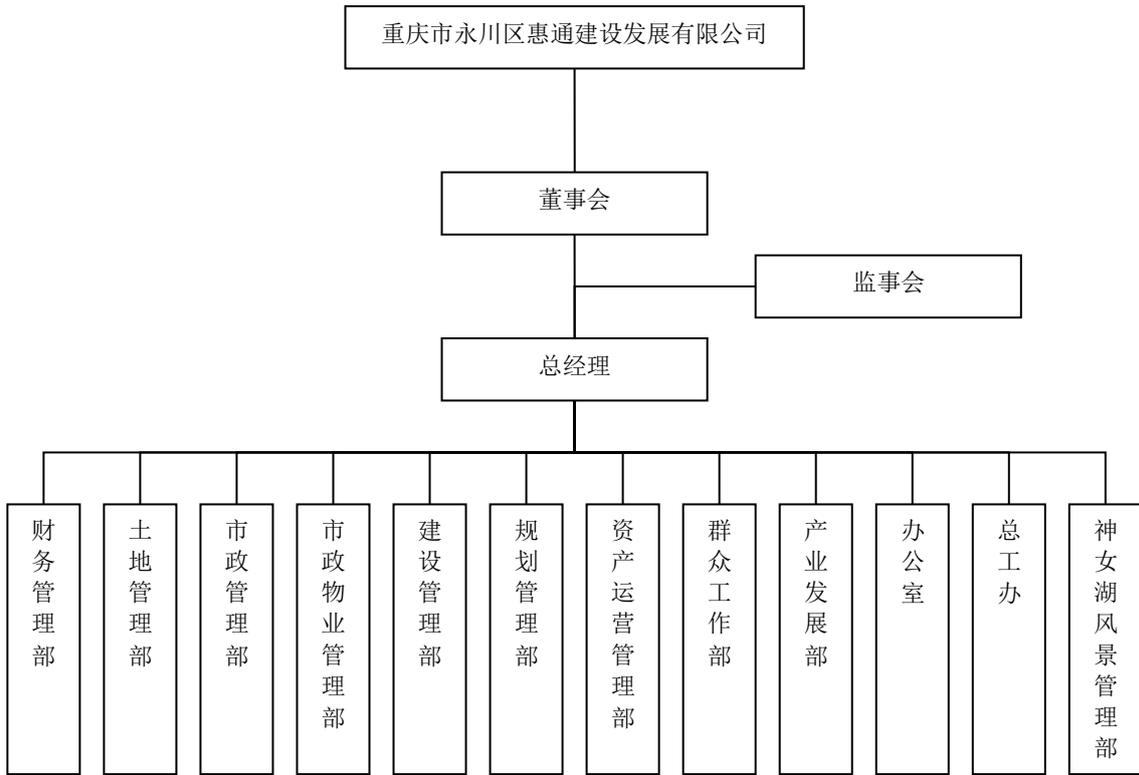
附一：重庆市永川区惠通建设发展有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



注：根据永川委发[2019]1 号文，永川区国有资产管理局更名为重庆市永川区国有资产服务中心，公司已于 2019 年 2 月 28 日完成工商变更登记。

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 2019 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）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	91,377.88	41,845.75	68,190.08	69,263.06
应收账款	17,258.48	79,771.04	49,125.13	73,644.30
其他应收款	108,225.76	211,707.38	166,635.49	253,030.80
存货净额	1,638,122.34	2,135,750.37	2,236,639.80	2,241,381.77
长期股权投资	261.07	3,769.97	3,623.36	3,623.36
在建工程	732,305.01	310,505.56	359,158.41	412,349.20
无形资产	86,713.96	87,981.34	98,455.50	97,982.01
总资产	2,869,226.58	3,078,982.63	3,184,454.53	3,352,892.77
其他应付款	14,258.52	15,713.71	42,203.67	29,904.35
短期债务	142,550.00	322,194.63	269,753.75	376,408.34
长期债务	1,044,717.67	1,073,409.13	909,286.14	983,428.70
总债务	1,187,267.67	1,395,603.76	1,179,039.89	1,359,837.04
总负债	1,300,448.44	1,514,150.30	1,590,735.86	1,754,319.34
费用化利息支出	8,952.03	7,599.14	7,750.09	1,896.94
资本化利息支出	45,334.99	59,513.40	54,486.02	12,617.86
实收资本	32,000.00	32,000.00	32,000.00	32,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,568,778.13	1,564,832.32	1,593,718.67	1,598,573.42
主营业务收入（营业总收入）	158,962.48	167,398.25	224,658.76	31,989.53
经营性业务利润	21,408.17	25,066.39	18,059.98	3,209.67
投资收益	-37.66	-22.65	-141.46	0.00
营业外收入	3,282.85	56.42	36.37	5.94
净利润	21,123.33	18,802.69	14,613.35	2,113.85
EBIT	33,420.72	32,150.07	25,075.96	5,029.76
EBITDA	37,860.96	39,670.35	32,516.68	-
销售商品、提供劳务收到的现金	153,195.01	101,042.34	110,696.35	10,603.52
收到其他与经营活动有关的现金	85,272.54	199,710.77	147,060.20	23,518.76
购买商品、接受劳务支付的现金	139,749.00	110,030.61	142,809.13	33,082.02
支付其他与经营活动有关的现金	176,548.83	201,630.22	97,315.31	34,758.34
吸收投资收到的现金	3,472.31	19,571.04	18,804.86	2,740.90
资本支出	80,199.53	131,608.00	135,879.78	52,938.89
经营活动产生现金净流量	-79,789.33	-17,815.60	12,200.26	-34,821.11
投资活动产生现金净流量	-80,491.38	-134,837.08	-135,679.03	-52,938.88
筹资活动产生现金净流量	168,494.69	105,520.55	149,823.10	88,832.97
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
主营业务毛利率（营业毛利率）（%）	22.12	22.36	12.70	22.41
三费收入比（%）	8.76	9.51	6.64	12.18
应收类款项/总资产（%）	4.37	9.47	6.78	9.74
收现比（X）	0.96	0.60	0.49	0.33
总资产收益率（%）	1.25	1.08	0.80	-
流动比率（X）	7.41	5.67	6.07	5.23
速动比率（X）	0.87	0.77	0.69	0.79
资产负债率（%）	45.32	49.18	49.95	52.32
总资本化比率（%）	43.08	47.14	42.52	45.97
长短期债务比（X）	0.14	0.30	0.30	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	-0.01	0.01	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.56	-0.06	0.05	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.47	-0.27	0.20	-
总债务/EBITDA（X）	31.36	35.18	36.26	-
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.12	0.12	-
货币资金/短期债务（X）	0.64	0.13	0.25	0.18
EBITDA 利息倍数（X）	0.70	0.59	0.52	-

注：1、2016年财务报表执行旧会计准则，2017~2018年财务报表执行新会计准则；2、中诚信国际将2016~2018年及2019年3月末长期应付款科目中的有息部分调整至长期债务核算，将2017~2018年及2019年3月末其他流动负债科目中的短期融资券调整至短期债务核算；3、2015~2017年末总债务包括公司已置换的地方政府性债务。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，区财政局及对平台公司无需偿还本金，故2018年末政府性债务置换金额不再纳入债务核算。

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	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

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。