

# 重庆市渝南资产经营有限公司

## 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：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 24 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](http://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 1642 号

## 重庆市渝南资产经营有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“14 渝南债/PR 渝南债”的债项信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持重庆市渝南资产经营有限公司（以下简称“渝南资产”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“14渝南债/PR渝南债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了綦江区经济稳步发展，公司继续获得股东强有力的支持及拥有大量优质的土地资源等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司所有者权益有所减少、现金回流情况仍较差以及收入结构波动导致盈利能力减弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

渝南资产（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	336.43	329.90	322.83	342.52
所有者权益合计（亿元）	185.44	179.60	169.02	168.85
总负债（亿元）	150.99	150.30	153.82	173.67
总债务（亿元）	85.01	99.40	107.65	127.41
营业总收入（亿元）	11.12	11.26	12.41	1.01
经营性业务利润（亿元）	2.19	3.82	2.59	-0.05
净利润（亿元）	2.76	2.99	3.00	0.10
EBITDA（亿元）	7.57	8.26	6.53	--
经营活动净现金流（亿元）	4.76	-7.70	-1.80	1.03
收现比(X)	0.51	0.50	0.56	0.95
营业毛利率(%)	49.99	63.39	28.03	69.94
应收类款项/总资产(%)	28.48	30.41	38.80	36.72
资产负债率(%)	44.88	45.56	47.65	50.70
总资本化比率(%)	31.43	35.63	38.91	43.01
总债务/EBITDA(X)	11.23	12.04	16.49	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.94	2.03	2.37	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制且评级报告均采用期末数；2、中诚信国际将各期财务报表中“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、2020 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

#### 正面

■ **区域经济稳定增长。**2019 年，綦江区实现地区生产总值 682.73 亿元，同比增长 6.9%。得益于较好的区位优势、能源禀赋和城市战略规划，綦江区经济稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **继续获得股东的有力支持。**公司是綦江区基础设施建设及土地开发的重要主体，获得了綦江区政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。其中，2019 年，公司获得政府补助 1.32 亿元。

■ **拥有大量优质的土地资源。**公司在业务发展过程中积累了大量优质土地资源，截至 2020 年 3 月末，公司拥有土地使用权约为 13,397 亩，评估价值为 152.34 亿元，全部为出让性质土地且均已办理土地使用权证。

#### 关注

■ **所有者权益有所减少。**2019 年，綦江区国有资产监督管理委员会（以下简称“綦江区国资委”）将原公司所属的土地整治、天河集团电解铜项目和西部齿轮城及拓展区等资产合计 11.88 亿元无偿划转至重庆南州投资有限责任公司（以下简称“南州投资”），公司所有者权益规模有所减少。

■ **现金回流情况仍较差。**公司业务收入的回款情况较差，形成大规模的应收类款项，截至 2020 年 3 月末，公司应收账款和其他应收款占总资产的比例合计为 36.72%；2019 年，公司收现比仅为 0.56 倍，现金回流情况较差，应收类款项能否按时收回对公司业务运营造成一定影响。

■ **收入结构波动导致盈利能力减弱。**近年来，公司收入结构波动较大，2019 年，毛利率相对较低的基础设施代建业务占比上升，使得公司营业毛利率和经营性业务利润大幅下滑，盈利能力有所减弱。

#### 评级展望

中诚信国际认为，重庆市渝南资产经营有限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。**綦江区经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充且公司地位进一步提升，盈利能力显著提升且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**綦江区经济大幅下滑且短期难以恢复，公司地位下降，致使股东及各方支持能力和意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，债务压力大幅增加，再融资环境恶化等。

#### 同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
渝南资产	322.83	169.02	47.65	12.41	3.00	-1.80
新城开发	199.36	117.53	41.05	4.98	1.15	4.97
南州水务	199.67	114.50	42.65	8.51	2.23	-1.28

注：“新城开发”为“重庆市綦江区东部新城开发建设有限公司”简称；“南州水务”为“重庆市南州水务（集团）有限公司”简称。

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
14 渝南债/PR 渝南债	AA	AA	15.00	3.00	2014/06/17~2021/06/17

注：“14 渝南债/PR 渝南债”设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。

## 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

“14 渝南债/PR 渝南债”募集资金 15.00 亿元，拟全部用于綦江区城市环线及骨架道路建设项目。根据公司提供资料，截至 2020 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 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现、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的。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的冲击的背景下，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。

**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。

### 得益于较好的区位优势、能源禀赋和城市战略规划，綦江区积极建设交通基础设施，推动以工业为主导的产业布局，2019 年经济增长态势良好，未来几年仍将是綦江区主导产业培育和城市大开发的时期，城市及工业园区的配套设施建设仍面临良好发展机遇

**财政级次及特殊地位：**綦江区地处重庆市南部，距离重庆市区 110 公里，位于重庆市“1 小时经济圈”内，是渝南地区唯一具备货运铁路、高速铁路、高速公路、水运与贵州相连的区域，渝南交通枢纽地位突出。此外，綦江区是重庆市能源基地，区内矿产资源十分丰富。綦江区内有煤、硫铁矿、石灰岩、白云岩、铜、硫磺、天然气、页岩等数十种矿产，尤其是煤炭等矿种储量大、品位高、易开采，开发价值极大，其中煤矿地质储量 20 亿吨以上，可开采量约 14 亿吨，是重庆市主要的煤炭能源基地。

**经济发展水平：**受益于便捷的交通网络和丰富的能源禀赋，近年来綦江区经济总量保持增长态势。2019 年，綦江区实现地区生产总值 682.73 亿元，同比增长 6.9%。其中，第一产业 68.63 亿元，增长 3.1%；第二产业 315.47 亿元，增长 7.6%，其中工业 244.78 亿元，增长 8.9%，建筑业 70.70 亿元，增长 2.8%；第三产业 298.63 亿元，增长 7.0%。一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 4.5%、51%和 44.5%，三次产业结构比为 10.1: 46.2: 43.7。从三大支柱产业看，铝铜材料比上年增长 7.9%，建筑产业同比增长 60.6%，汽摩整车及零部件增长 3.9%，支柱产业产值占全区规上工业总产值的 56.8%。全年固定资产投资（不含跨区和农户投资）比上年增长 10.6%。按常住人口计算，2019 年，全区人均地区生产总值 61,941 元，比上年增长 10.7%。

**财政及债务水平：**2019 年，綦江区一般公共预算收

入为 20.16 亿元，受减税降费的影响，一般公共预算收入规模有所下降；同期，税收收入为 14.37 亿元，占一般公共预算收入的比重为 71.29%，收入质量有所提高。2019 年，綦江区一般公共预算平衡率为 27.74%，财政自给能力弱，财政缺口主要依赖于政府性基金收入和上级补助收入平衡。同期，綦江区政府性基金收入为 18.20 亿元，同比增长 42.75%。截至 2019 年末，綦江区政府债务余额为 65.72 亿元。

**未来发展机遇：**随着重庆市大力推动区域协调发展，加快打造主城区都市圈重要支点，统筹推进“一点三区一地”建设，綦江区积极建设交通基础设施，推动以工业为主导的产业布局，2019 年经济增长态势良好。未来几年仍将是綦江区主导产业培育和城市大开发的时期，城市及工业园区的配套设施建设仍面临良好发展机遇。

中诚信国际认为，得益于较好的区位优势、能源禀赋和城市战略规划，2019 年，綦江区经济实力持续增强。同时，綦江区积极建设交通基础设施，未来几年仍将是綦江区主导产业培育和城市大开发的时期，城市及工业园区的配套设施建设仍面临良好发展机遇。

**2019 年，工程结算有所加快，代建收入大幅增加，但公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，未来面临一定资本支出压力-**

公司主要负责桥河工业园和北渡铝产业园区区域的基础设施建设项目，具体实施主体为公司本部和全资子公司重庆綦江工业园区建设开发有限公司（以下简称“工业园公司”）。2019 年，公司实现代建基础设施收入 7.18 亿元，同比增长 6.72 亿元，主要系农发行整体城镇化项目、工业园区建设项目等相继进行结算所致。

公司实施的政府性投资工程建设采用成本加成模式，根据《綦江县财政局关于回购代建的政府性基础设施建设项目的通知》（綦财发[2007]225 号），綦江区政府对公司所承建的基础设施及公益性项目按建设总成本加上 10% 的管理费进行回购。2012 年，綦江区财政局发布《重庆市綦江区财政局关于回购代建的政府性基础设施建设项目的通知》（綦财发[2012]18 号），将项目回购管理费上调为建设总成本的 15%。

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目总投资 102.61 亿元，已投资 38.03 亿元；拟建项目总投资 29.80 亿元。其中，重庆市綦江区绿色产业园建设项目总投资为 17.73 亿元，项目建设工期为 2 年，后期主要通过标准厂房、科创研发中心及总部基地等出租或出售收回投资。整体来看，公司基础设施代建项目尚需投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

表 1：截至 2020 年 3 月末公司主要基础设施项目情况（亿元）

在建					
项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金来源	2020 年计划投资
綦江区城市环线及骨架道路建设项目	2012~待定	34.39	19.39	自筹+融资	0.80
重庆綦江科创中心钢结构示范项目	2017~2020	3.60	2.35	自筹+融资	1.25
北渡片区整体城镇化建设项目	2015~2022	27.65	6.16	自筹+融资	0.50
綦河流域综合整治工程桥河及北渡段项目	2015~2022	36.97	10.13	自筹+融资	0.50
合计	-	102.61	38.03	-	3.05
拟建					
项目名称	计划建设周期	总投资			
重庆綦江工业园区土地整治项目	2017.12~2020.12	6.06			
綦江工业园区半岛基础设施项目	2017.05~2022.12	6.01			
重庆市綦江区绿色产业园建设项目	2019.12~2021.12	17.73			
合计	-	29.80			

注：綦江区城市环线及骨架道路建设项目原计划 3 年完工，但由于国家宏观调控原因施工进度慢于原计划；重庆綦江科创中心钢结构示范项目为自营项目。

资料来源：公司提供

### 公司土地储备充足，土地资源较为优质，但土地出让易受政策影响，土地业务收入存在一定不稳定性

公司主要负责桥河工业园和北渡铝产业园区范围内土地的整治和熟化工作，具体模式分为两种：一种为代建模式，公司自 2013 年起接受綦江区政

府委托，对一定范围内土地进行整治并按照整治成本加成 15% 确认土地整治收入，整治完成后移交綦江区土储中心；第二种模式为政府因城市建设需要对公司存量土地进行有偿收回，政府收回土地综合毛利率较高。

**表 2：截至 2019 年末各园区土地整治情况（平方公里、亿元）**

项目名称	规划面积	已整理面积	总投资	已投资
桥河工业园	14.51	10.40	50.00	25.17
北渡铝产业园区	10.00	6.00	40.00	16.22
<b>合计</b>	<b>24.51</b>	<b>16.40</b>	<b>90.00</b>	<b>41.39</b>

资料来源：公司提供

近年来，公司按照綦江区政府发展规划有序开展土地整治业务。2019 年，公司完成土地一级开发 500.00 亩，较 2018 年有所增加；政府有偿收回土地 319.12 亩，收回土地主要位于綦江县古南街道枣园的地块和工业园区土地，土地用途均为综合用地，总投资额为 2.60 亿元，确认收入 4.96 亿元，已收到回款 1.83 亿元。近年来，公司土地平均收回价格

较为稳定，均为 155.50 万元/亩。

**表 3：2017~2019 年公司土地业务情况**

项目名称	2017	2018	2019
完成土地开发面积（亩）	980.00	400.00	500.00
政府收回土地面积（亩）	400.02	676.64	319.12
土地平均拆迁成本（万元/亩）	26.51	23.00	23.00
土地平均收回价格（万元/亩）	155.50	155.50	155.50

资料来源：公司提供

**表 4：2018~2019 年政府有偿收回土地情况（万元、亩）**

年份	土地使用权证号	位置	总投资	土地面积	确认收入	已收回金额
2018 年	207 房地证 2011 字第 7405 号	綦江县古南镇沙溪村	35,118.40	110.01	105,217.52	66,650.00
	207 房地证 2005 字第 7992 号	綦江县古南镇新城区沙溪园区		70.24		
	207 房地证 2005 字第 7994 号			70.23		
	207 房地证 2008 字第 3537 号			75.52		
	207 房地证 2009 字第 1178 号			81.48		
	207 房地证 2009 字第 1179 号			91.59		
	207 房地证 2009 字第 1181 号			86.99		
	207 房地证 2009 字第 1182 号			90.58		
2019 年	207 房地证 2009 字第 1183 号	綦江县古南街道枣园	6,776.50	97.73	15,197.02	18,300.00
	207 房地证 2009 字第 1180 号	綦江县古南街道枣园	7,445.90	107.37	16,696.04	
	207 房地证 2011 字第 4517 号	工业园区	11,706.37	114.02	17,730.11	
<b>合计</b>	-	-	<b>61,047.17</b>	<b>995.76</b>	<b>154,840.69</b>	<b>84,950.00</b>

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司拥有使用权属的土地面积约为 13,397 亩，评估价值为 153.71 亿元，全部为出让性质土地，计入投资性房地产科目，均为已办理土地使用权证的土地，土地资源较为丰富。根据规划，2020~2021 年，公司预计每年整治土地面积为 500 亩，预计每年实现土地整治收入为 7.50 亿元。

## 财务分析

**2019 年，公司营业收入有所增长，但收入结构波动较大，毛利率相对较低的基础设施代建业务占比上升，使得公司营业毛利率大幅下滑，导致利润水平有所下降，获现能力仍较弱**

公司收入主要来自于代建基础设施和土地整

治收入。2019年，受政府控制土地出让进度的影响，公司土地整治收入同比大幅下滑，但受益于政府对之前年度完工工程竣工验收进度的加快，代建基础设施收入大幅增长，因此公司营业收入仍有所增长。此外，经过区政府及相关部门的协调，公司利用闲置资金进行对外拆借，并收取利息和拆借资金1%的管理费，2019年，管理费收入规模依然较小。毛利率方面，公司营业毛利率受收入结构影响较大。2019年，受毛利率较高的土地整治业务收入占比大幅下滑的影响，公司营业毛利率下滑明显。

表5：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
土地整治	6.22	10.52	4.96	1.01
代建基础设施	4.16	0.46	7.18	-
管理费	0.08	0.08	0.08	-
其他	0.66	0.21	0.19	-
<b>合计</b>	<b>11.12</b>	<b>11.26</b>	<b>12.41</b>	<b>1.01</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
土地整治	71.94	66.62	47.75	69.94
代建基础设施	13.63	13.55	14.00	-
管理费	100.00	100.00	100.00	-
其他	66.67	-5.92	13.62	-
<b>营业毛利率</b>	<b>49.99</b>	<b>63.39</b>	<b>28.03</b>	<b>69.94</b>

资料来源：公司提供

公司期间费用主要为财务费用。2019年，受益于政府承担部分利息支出，公司财务费用出现较大幅度下降，期间费用占比有所下降，对利润的侵蚀缩小。

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成，2019年整体有所下降。具体来看，2019年，营业毛利率下滑明显，致使公司经营性业务利润减少；其中，2019年，公司获得计入其他收益的政府补助1.32亿元，当期利润水平对政府补助依赖较大。同时，受投资性房地产公允价值变动的影响，公司公允价值变动收益保持较大规模，为利润总额提供了较大的补充。

近年来，由于公司基础设施代建业务及土地整理业务回款相对滞后，公司收现比整体较弱，2019年，公司收现比仅为0.56。

表6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
财务费用	2.94	3.22	1.91	0.70
期间费用合计	3.28	3.48	2.19	0.76
期间费用率(%)	29.52	30.93	17.64	75.36
经营性业务利润	2.19	3.82	2.59	-0.05
其他收益	0.48	0.17	1.32	-
公允价值变动收益	1.37	0.90	1.29	0.16
利润总额	3.62	4.17	3.84	0.10
收现比	0.51	0.50	0.56	0.95

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 2019年，由于资产划出，公司所有者权益有所减少，应收类款项规模较大，对资金形成较大占用，但公司账面土地资产较为优质，总体债务结构处于较合理水平

2019年，公司资产规模整体有所下降，但资产结构仍较为稳定，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和投资性房地产构成。具体来看，2019年，随着业务及偿还债务本息的支出，公司货币资金继续下降；截至2019年末，公司受限货币资金1.79亿元。2020年一季度，受对外融资规模较大的影响，公司货币资金大幅上升。公司应收账款主要为应收綦江区财政局的工程施工项目回款和土地整治等款项，2019年，随着业务的推进而小幅增加。随着公司对国有单位及公司提供的往来款和借款增多以及原在预付账款列报的大部分实际已形成应收款项的部分调整到其他应收款核算，公司其他应收款快速上升至2019年末的79.85亿元，预付账款规模大幅降至0.18亿元。截至2019年末，公司应收类款项合计为125.26亿元，占总资产的比重上升至38.80%，其中应收重庆市綦江区财政局的款项为53.03亿元，占应收类款项的比重为42.34%，对公司资金形成较大占用，中诚信国际将密切关注公司应收类款项的回收情况。

公司存货由土地整治项目和基础设施建设的开发成本构成，2019年，随着土地整治、天河集团电解铜项目和西部齿轮城及拓展区等项目的划出，公司存货规模减少。公司投资性房地产全部为土地使用权，受政府回购部分土地的影响，2019年末较上

年末减少了 1.85 亿元。截至 2019 年末，公司拥有土地使用权约为 13,397 亩，土地均为出让地，且已办理土地土地使用权证，土地资源丰富且较为优质。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.03
货币资金	20.41	17.95	14.02	32.88
应收账款	39.51	44.01	45.41	46.11
预付账款	15.93	14.10	0.18	0.18
其他应收款	56.30	56.30	79.85	79.67
存货	34.71	38.44	25.15	25.99
<b>流动资产</b>	<b>167.16</b>	<b>170.84</b>	<b>164.66</b>	<b>184.84</b>
投资性房地产	164.95	155.56	153.71	153.21
<b>非流动资产</b>	<b>169.27</b>	<b>159.06</b>	<b>158.18</b>	<b>157.69</b>
<b>总资产</b>	<b>336.43</b>	<b>329.90</b>	<b>322.83</b>	<b>342.52</b>
应收类款项/总资产	28.48	30.41	38.80	36.72

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司负债规模整体变化不大，负债结构主要以非流动负债为主。截至 2019 年末，公司长期借款和长期应付款分别为 22.74 亿元和 11.49 亿元，长期借款主要系保证借款和信用借款，长期应付款主要为綦江区财政局拨付的偿债准备金，整体变动不大；2019 年，公司新发行两期公司债券，应付债券规模有所增长。此外，2019 年，由于与綦江区财政局、重庆綦嵘实业有限公司的往来款减少，公司其他应付款规模有所下降。

债务方面，2019 年，公司总债务有所增长，资产负债率和总资本化比率呈上升趋势，但仍处于合理水平。债务结构方面，公司债务以长期债务为主，短期债务压力不大，债务结构较为合理。

表 8：近年来公司主要负债情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.03
其他应付款	41.49	25.30	16.16	19.30
长期借款	8.31	22.16	22.74	33.40
应付债券	67.39	62.51	67.58	72.53
长期应付款	5.61	9.92	11.49	11.49
短期债务	9.30	12.67	13.81	17.97
长期债务	75.70	86.73	93.84	109.44
<b>总债务</b>	<b>85.01</b>	<b>99.40</b>	<b>107.65</b>	<b>127.41</b>
短期债务/总债务	0.11	0.13	0.13	0.14
资产负债率	44.88	45.56	47.65	50.70

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2019 年，公司权益规模继续下降。具体来看，2019 年，公司实收资本保持不变，

但根据“綦国资发[2019]138 号”文件，綦江区国资委将土地整治、天河集团电解铜项目和西部齿轮城及拓展区等资产无偿划转至南州投资，公司资本公积减少 11.88 亿元。同时，2019 年，政府对工业园区、枣园片区部分土地进行有偿收回，其他综合收益减少 0.40 亿元。2019 年，受益于自身的积累，公司未分配利润呈增长趋势，但仍无法弥补资本公积的下滑。

表 9：近年来公司所有者权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.03
实收资本	4.87	4.87	4.87	4.87
资本公积	119.04	112.83	100.95	100.95
其他综合收益	40.39	38.60	38.20	37.93
未分配利润	19.08	20.88	22.32	22.42
<b>所有者权益</b>	<b>185.44</b>	<b>179.60</b>	<b>169.02</b>	<b>168.85</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 2019 年，公司各项活动现金流均呈现净流出状态，期末货币资金仍可覆盖短期债务

2019 年，受营业收入的回款情况较差的影响，公司经营活动现金流仍呈净流出状态，但由于往来回款有所增加，流出缺口有所缩小。投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入规模很小，2019 年，受公司对科创中心投资增加的影响，公司投资活动现金保持一定的流出规模。筹资活动现金流方面，2019 年，由于对外融资规模缩减较大，公司筹资活动现金流呈现净流出状态。

偿债能力方面，2019 年，由于 EBITDA 有所下降且债务规模扩大，EBITDA 对债务本金的覆盖能力继续减弱，但对利息支出的覆盖能力仍较强。2019 年，公司经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息。2019 年，货币资金规模减少，导致货币资金对短期债务的覆盖能力下降，但仍可以覆盖短期债务。

表 10：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	4.76	-7.70	-1.80	1.03
投资活动净现金流	6.61	-1.23	-0.66	-0.04
筹资活动净现金流	-2.55	7.49	-3.26	17.88
总债务/EBITDA	11.23	12.04	16.49	--
经营活动净现金流/总债务	0.06	-0.08	-0.02	0.03*

EBITDA 利息覆盖倍数	1.94	2.03	2.37	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.22	-1.89	-0.66	--
货币资金/短期债务	2.19	1.42	1.02	1.83

注：带“\*”号表示已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司债务到期较为集中，未来几年面临较大的偿债压力；未使用授信额度较小，受限资产规模及占比整体较小

到期债务分布方面，截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 127.41 亿元，其中 2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年分别需要偿还 13.88 亿元、40.09 亿元和 32.48 亿元。2021 年与 2022 年为公司偿债高峰期，中诚信国际将对其偿债安排保持密切关注。

**表 11：截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）**

到期时间	2020.4~12	2021	2022	2023 及以后
到期债务	13.88	40.09	32.48	40.95

资料来源：公司提供

银行授信方面，多年来，公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司获得授信总额 25.37 亿元，其中未使用授信额度为 3.39 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 12.26 亿元，占总资产的比例为 3.80%，主要系受限的货币资金及土地使用权。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 20.96 亿元，占净资产的比例为 12.41%，担保对象主要为重庆綦嵘实业有限公司、重庆南州投资有限责任公司和重庆市綦江区东部新城开发建设有限公司，为綦江区内国有企业。

**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 4 月 10 日，公司有 5 笔欠息记录，分别发生在 2011 年 11 月、2012 年 11 月、2014 年 12 月、2015 年 2 月和 2016 年 8 月，以上欠息均在发生后 5 日内结清，发生欠息的浦发银行、农业银行、交通银行、重庆银行、重庆农村商业银行均出具相关说明，表明欠息系系统故障或银行操作失误所致，非公司刻意拖延所致；关注类贷款主

要系按国开行贷款分类标准评定所致。

## 外部支持

### 作为綦江区城市基础设施建设的主体，公司在资产注入和财政补贴方面获得政府有力的支持

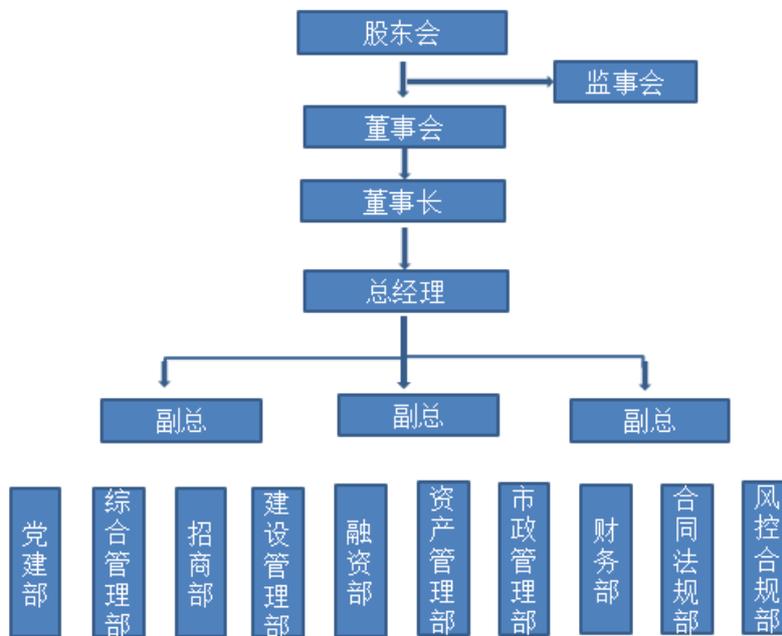
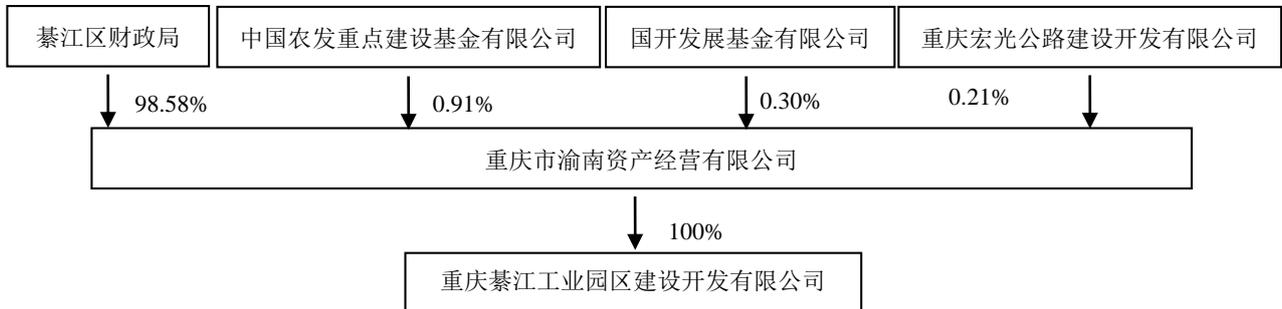
公司是綦江区城市基础设施建设的主体，其主要业务包括城市重大基础设施建设、城市国有土地整治和开发以及依法经营管理政府授权范围内的国有资产。在綦江区平台公司中，公司的资产规模最大且资产质量较好，在资产注入和财政补贴方面获得政府有力的支持。

公司成立以来，綦江区政府多次无偿划拨国有资产以及土地使用权至公司。2011 年，綦江区政府共向公司注入合计 909.01 亩土地使用权；2013 年，根据“綦江财发[2013]192 号”文件，綦江区财政局将北渡片区 1,106.41 亩工业用地和 2,008.82 亩综合用地土地使用权划入公司，土地性质为出让地，评估价值 47.14 亿元，同年，綦江区财政局将工业园区 502.83 亩综合用地土地使用权注入公司；2019 年，公司获得的政府财政补贴收入 1.32 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆市渝南资产经营有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 渝南债/PR 渝南债”的债项信用等级为 **AA**。

### 附一：重庆市渝南资产经营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：重庆市渝南资产经营有限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	204,121.71	179,493.30	140,150.89	328,837.66
应收账款	395,051.16	440,122.33	454,138.20	461,140.74
其他应收款	562,997.55	562,999.87	798,469.04	796,673.99
存货	347,084.61	384,407.55	251,495.12	259,880.10
长期投资	13,600.00	13,600.00	16,600.00	16,600.00
在建工程	7,999.10	16,724.05	23,414.84	23,495.56
无形资产	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
总资产	3,364,263.11	3,298,965.84	3,228,341.10	3,425,242.94
其他应付款	414,894.96	252,996.95	188,145.00	193,037.20
短期债务	93,030.85	126,670.66	138,060.34	179,655.34
长期债务	757,028.29	867,296.65	938,429.30	1,094,439.30
总债务	850,059.14	993,967.31	1,076,489.64	1,274,094.64
总负债	1,509,909.04	1,502,978.37	1,538,182.51	1,736,740.48
费用化利息支出	39,101.55	40,767.56	26,748.80	--
资本化利息支出	0.00	0.00	753.97	--
实收资本	48,692.00	48,692.00	48,692.00	48,692.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,854,354.07	1,795,987.47	1,690,158.59	1,688,502.46
营业总收入	111,181.30	112,619.74	124,119.12	10,099.72
经营性业务利润	21,923.38	38,233.74	25,935.36	-546.69
投资收益	972.38	-5,021.16	91.50	0.00
净利润	27,592.69	29,875.89	29,969.36	1,003.49
EBIT	75,272.23	82,427.47	65,170.09	--
EBITDA	75,721.88	82,560.07	65,293.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金	56,355.12	56,229.84	69,704.77	9,577.18
收到其他与经营活动有关的现金	298,484.39	123,609.51	232,671.49	47,199.94
购买商品、接受劳务支付的现金	85,206.62	36,538.34	55,867.25	65.95
支付其他与经营活动有关的现金	189,847.97	218,738.07	259,462.07	40,385.46
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	220,010.00
资本支出	2,413.06	9,991.39	6,750.93	400.00
经营活动产生现金净流量	47,644.41	-76,953.81	-18,039.06	10,326.11
投资活动产生现金净流量	66,131.41	-12,347.23	-6,609.43	-398.64
筹资活动产生现金净流量	-25,464.34	74,898.48	-32,559.26	178,759.29
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	49.99	63.39	28.03	69.94
期间费用率(%)	29.52	30.93	17.64	75.36
应收类款项/总资产(%)	28.48	30.41	38.80	36.72
收现比(X)	0.51	0.50	0.56	0.95
总资产收益率(%)	4.47	2.47	2.00	--
资产负债率(%)	44.88	45.56	47.65	50.70
总资本化比率(%)	31.43	35.63	38.91	43.01
短期债务/总债务(X)	0.11	0.13	0.13	0.14
FFO/总债务(X)	0.06	0.06	0.06	--
FFO 利息倍数(X)	1.29	1.48	2.39	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.22	-1.89	-0.66	--
总债务/EBITDA(X)	11.23	12.04	16.49	--
EBITDA/短期债务(X)	0.81	0.65	0.47	--
货币资金/短期债务(X)	2.19	1.42	1.02	1.83
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.94	2.03	2.37	--

注：1、中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制且评级报告均采用期末数；2、中诚信国际将各期财务报表中“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、2020 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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)
	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。