

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：骆传伟 cwluo@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昊 hli@ccxi.com.cn

电话：(027) 87339288

2022 年 07 月 15 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2948号

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司：

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**，评级展望为稳定；

维持“19 万盛经开 MTN001”、“20 万盛经开 MTN001”和“20 万盛经开 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

二零二二年七月十五日

评级观点：中诚信国际维持重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“万盛开投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 万盛经开 MTN001”、“20 万盛经开 MTN001”和“20 万盛经开 MTN002”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了万盛经济技术开发区（以下简称“万盛经开区”）经济稳步增长以及公司仍维持重要的区域地位，继续获得股东有力的支持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债务规模进一步增加，货币资金仍无法覆盖短期债务，资产流动性较弱，土地出让业务的稳定性有待关注以及代建业务持续性较弱，自营项目资金平衡情况有待关注等因素对公司未来发展和整体信用状况的影响。

概况数据

万盛开投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	497.37	516.81	541.05	552.75
所有者权益合计（亿元）	235.59	235.35	227.72	228.14
总负债（亿元）	261.78	281.46	313.33	324.61
总债务（亿元）	192.12	202.66	235.61	232.69
营业总收入（亿元）	36.42	36.03	48.42	13.79
经营性业务利润（亿元）	5.14	5.36	5.08	0.60
净利润（亿元）	4.00	3.19	3.12	0.42
EBITDA（亿元）	6.64	5.10	5.02	--
经营活动净现金流（亿元）	4.37	21.06	-4.97	14.87
收现比（X）	0.75	0.71	1.03	1.05
营业毛利率（%）	20.14	20.01	12.62	10.14
应收类款项/总资产（%）	15.65	15.76	14.98	15.13
资产负债率（%）	52.63	54.46	57.91	58.73
总资本化比率（%）	44.92	46.27	50.85	50.49
总债务/EBITDA（X）	28.94	39.72	46.90	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.55	0.36	0.37	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均执行新会计准则；2、2022 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将各期末“长期应付款”中带息负债金额调整至“长期债务”计算，将各期末财务报表中“其他流动负债”和“其他应付款”中带息负债金额调整至“短期债务”计算。

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)

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司打分卡结果

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)* 收现比(X)*	5.18 0.88	8 7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X) 受限资产/总资产的比重(X)	0.21 0.04	2 10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元) 总资本化比率(X) 资产质量	227.72 0.51 6	8 7 6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	6	6
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			3
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 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正 面

■ **万盛经开区经济稳步增长。**万盛经开区由重庆市委、市政府直接管理，具有“经开区+行政区”的体制特点，2021 年 GDP 为 235.42 亿元，同比增长 8.6%，不断增强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **仍维持重要的区域地位，继续获得股东有力的支持。**公司仍是万盛经开区最重要的城市开发建设和运营主体，维持重要的区域地位，在政府补助等方面继续获得股东有力的支持。2021 年，公司获得财政补贴 1.99 亿元，对公司盈利情况形成有力支撑。

关 注

■ **债务规模进一步增加，货币资金仍无法覆盖短期债务。**2021 年以来，公司有息债务规模进一步增加，货币资金仍无法有效覆盖短期债务，截至 2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.35。

■ **资产流动性较弱。**公司资产仍以存货和应收类款项为主，存货中政府注入的土地尚未缴纳出让金，项目建造工程投入结算回款周期较长，加之应收类款项对公司资金形成一定占用，公司账面资产变现速度较慢，资产流动性仍较弱。

■ **土地出让业务的稳定性有待关注。**2021 年，经公司整治完成的土地未实现出让，公司当年未确认土地出让收入，考虑到房地产市场景气度下降等因素对当地土地出让状况的影响，公司土地出让业务的稳定性有待关注。

■ **代建业务项目储备不足，自营项目资金平衡情况有待关注。**公司基础设施代建项目后续投资规模不大，项目储备不足；自营性项目投资规模较大，资金主要来源于自筹，后续主要通过门票、餐饮住宿、给排水及污水处理、房屋租赁等形式回款，需关注未来收益和后续资金平衡情况。

评级展望

中诚信国际认为，重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团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。**区域经济实力大幅持续增强，万盛经开区战略定位大幅提升，公司资产规模及质量明显提高，各项财务指标大幅改善。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济实力出现明显持续下滑，公司区域地位大幅弱化，市场化业务规模过高带来经营风险，债务压力持续加大，再融资能力大幅下降，流动性承压等。

评级历史关键信息

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司					
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 万盛经开 MTN002 (AA)	2021/07/26	刘洁、李昊	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
	20 万盛经开 MTN001 (AA)				
	19 万盛经开 MTN001 (AA)				
AA/稳定	20 万盛经开 MTN002 (AA)	2020/06/05	魏荣、周依	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	20 万盛经开 MTN001 (AA)	2020/03/12	张逸菲、周依、李昊	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 万盛经开 MTN001 (AA)	2019/02/19	高哲理、刘洁、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

注：中诚信国际原口径

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表 (亿元、%)						
公司名称	总资产	所有者权益合计	资产负债率	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司	541.05	227.72	57.91	48.42	3.12	-4.97
重庆市万盛经开区城市开发投资集团有限公司	176.93	90.45	48.87	6.83	1.31	2.48

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 万盛经开 MTN001	AA	AA	2021/07/26	10.00	10.00	2019/08/30~2024/08/30	附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，事先约束条款
20 万盛经开 MTN001	AA	AA	2021/07/26	5.00	5.00	2020/03/24~2025/03/24	附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，财务指标承诺
20 万盛经开 MTN002	AA	AA	2021/07/26	5.00	5.00	2020/06/17~2025/06/17	附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，财务指标承诺

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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化，出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高导致的输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足，经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领

域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政

策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

万盛经开区行政地位重要，2021 年综合经济实力进一步增强，但经济总量仍偏小；受疫情冲击，税收收入有所下降，财政平衡率仍处于较低水平；同期，土地出让难度加大，政府性基金收入大幅减少

万盛经开区位于重庆南部、渝黔交界，距重庆主城 70 公里，具有“经开区+行政区”的体制特点，由市委、市政府直接管理。2021 年 7 月万盛经开区统计局发布的《2020 年第七次人口普查主要数据公报》数据显示，全区常住人口为 23.59 万，较 2010 年第六次全国人口普查数据减少 1.98 万人，人口整体呈净流出态势。

作为资源枯竭性城市，万盛经开区近年来通过大力发展新能源等新兴产业以及打造全域体育、旅游示范区来打造经济新动能，综合经济实力逐年提升。根据万盛经开区统计局披露的《重庆市万盛经开区 2021 年 12 月统计月报》，万盛经开区 2021 年 GDP 为 235.42 亿元，同比增长 8.6%，高于全市平均增速。分产业看，2021 年，万盛经开区第一、二、三产业分别增长 6.0%、9.1%和 10.5%，三次产业结构从上一年度的 5.6: 48.4: 46.0 调整为 5.5: 49.4: 45.1，第二产业占比有所上升。2021 年，全区规模以上工业总产值实现 255.52 亿元，同比增长 16.4%，固定资产投资完成 91.66 亿元，同比增长 3.4%，其中基础设施投资完成 31.89 亿元，同比下降 21.1%。

2021 年，万盛经开区实现一般公共预算收入 10.90 亿元，同比增长 2.30%，其中税收收入为 6.01 亿元，受减税降费等因素影响下降 6.97%，非税收入 4.89 亿元，同比增长 16.3%，主要系国有资源（资产）有偿使用收入增长所致。同期，全区财政平衡率为 49.95%，较往年有所上升，主要系当年全区压

缩支出规模，一般公共预算支出同比大幅下降 34% 所致，但财政收支平衡对上级补助的依赖程度仍较大。2021 年，万盛经开区实现政府性基金收入 3.04 亿元，较上年大幅减少 55.49%，主要系黑山自然保护区“红线”约束、全市集中土拍、房地产政策调控等多重因素叠加，国有土地使用权出让规模大幅减少所致。截至 2021 年末，万盛经开区政府性债务余额为 69.10 亿元，较 2020 年末大幅增长 111.96%，主要系隐性债务显性化，万盛经开区当年收到市政府转贷的政府债券 38.95 亿元，其中再融资债券 38.45 亿元；同期末，万盛经开区债务率达到 237%，区域债务负担较重，面临较大的偿债压力。

总体上看，万盛经开区具有“经开区+行政区”的体制特点，经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。但中诚信国际也关注到万盛经开区经济总量较小，产业结构有待优化，财政平衡率仍处于较低水平且债务负担较重。

已完工建设项目回款进度整体相对滞后；在建及拟建项目储备一般，工程项目建设业务的可持续性需关注

工程项目建设业务主要由公司本部运营，部分特别板块由对应子公司运营，如旅游板块由重庆黑山谷旅游投资有限公司（以下简称“旅投公司”）运营，平山园区板块由重庆市万盛经开区平山产业园区建设管理有限公司（以下简称“平山公司”）和重庆市万盛经开区煤电化产业园区建设管理有限公司（以下简称“煤电化公司”）运营，水利设施建设由重庆市万盛经开区水务开发建设集团有限公司（以下简称“水建公司”）负责。业务模式主要为委托代建，2018 年以前，公司主要与万盛经开区管委会签订委托代建协议，2018 年起，为进一步理顺基础设施项目管理体制，万盛经开区管委会将市场化基础设施建设项目统一交由重庆市万盛经开区普益基础设施建设有限公司（以下简称“普益基建公司”）作为业主单位，公司与普益基建公司签订委托代建协议。公司负责项目的投融资和建设任务，按

照工程进度，根据经审核的工程投资额加成一定比例确认代建收入；委托方根据审核确认后的投资金额和加成收入，结合协议约定结算时间（回款周期一般为竣工决算后三至五年内），与公司定期进行结算。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工的工程建设

项目主要包括重庆（万盛）煤电化基地基础设施建设项目、平山园区招商引资基础建设工程、煤电化园区招商引资基础建设工程、鱼子岗休闲旅游度假区基础设施建设工程和重庆市万盛经开区丛林镇旅游基础设施配套项目，项目总投资合计为 30.18 亿元，拟回款金额为 36.31 亿元，截至 2022 年 3 月末累计收到回款 24.81 亿元，回款较为滞后。

表 1：截至 2022 年 3 月末公司已完工项目建设情况（亿元）

运营主体	已完工项目名称	建设期间	已投资额	资金来源	完工时间	是否签署协议	拟回款金额	收到回款金额
万盛开投	重庆（万盛）煤电化基地基础设施建设项目	2009.9~2011.9	9.10	融资资金及自有资金	2011.9	是	10.74	8.54
平山公司	平山园区招商引资基础建设工程	2013.3~2015.3	2.30	融资资金及自有资金	2015.3	是	2.88	1.69
煤电化公司	煤电化园区招商引资基础建设工程	2015.3~2017.3	3.20	融资资金及自有资金	2017.3	是	4.00	3.01
重庆鱼子港旅游开发有限责任公司	鱼子岗休闲旅游度假区基础设施建设工程	2016.3~2018.9	7.60	融资及自有资金	2018.9	是	9.12	7.24
水建公司	重庆市万盛经开区丛林镇旅游基础设施配套项目	2017.8~2019.8	7.98	融资及自有资金	2019.8	是	9.58	4.33
合计	-	-	30.18	-	-	-	36.31	24.81

注：1、上述项目均为已完工项目，由于分段竣工决算原因，在财务报表存货科目中尚有部分余额列示；2、因四舍五入的原因，各分项加总与合计数略有出入；3、建设期间系可研报告时间，实际开工时间有所推迟。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目为青年工业园区基础设施建设项目、新经济产业园区（一期）项目、万盛工业园区基础设施项目（一期）和万盛旅游环线项目，项目总投资

合计为 46.92 亿元，已完成投资 35.36 亿元，拟回款金额合计为 55.78 亿元。同期末，公司无拟建工程建设项目。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司在建项目建设情况（亿元）

项目名称	建设周期	回款期间	总投资	已投资	拟回款金额
青年工业园区基础设施建设项目	2018.06~2020.12	2021.12~2025.12	13.50	13.50	15.52
新经济产业园区（一期）项目	2020.03~2023.03	2024.03~2027.03	15.00	10.00	18.00
万盛工业园区基础设施项目（一期）	2019.02~2023.02	2020.02~2024.02	5.42	1.14	7.31
万盛旅游环线项目	2020.01~2023.02	2024.02~2029.02	13.00	10.72	14.95
合计	--		46.92	35.36	55.78

注：青年工业园区基础设施建设项目实际投资已完成，因尚未完成竣工决算和验收，暂以在建项目列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司已完工建设项目回款进度整体相对滞后，在建项目尚需回款金额较大，中诚信国际将对公司基础设施建设业务回款情况保持关注。同时，公司在建及拟建项目储备一般，该板块业务的可持续性值得关注。

公司保障性住房代建项目全部完工，收入和回款情

况相对较好；保障房配套房产销售趋于尾声，未来该业务的持续性不强

公司承担万盛经开区保障性住房建设工作，主要包括万盛经开区范围内经济适用房和棚户区改造项目。业务模式方面，万盛经开区管委会划拨保障房建设用地给公司，由公司负责保障房的手续报

建、项目建设等，建设资金由公司自筹。项目建成后，公司将通过保障房代建收入和车库、商业门面等配套设施出售收入等实现资金平衡。根据公司与万盛经开区管委会签订的委托代建协议，由公司负责项目的投融资和建设任务，并根据经审核的工程投资额加成一定比例确认代建收入，万盛经开区管委会根据项目工程进度，结合协议约定结算时间（回款周期具体以签订的协议约定为准），与公司定期进行结算。此外，公司还将部分完工安置房的剩余房产进行市场化销售。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工的保障房项目共 10 个¹，主要包括黑山八角安居房、工矿棚户区改造项目（一期）、工矿棚户区改造项目（二期）和东林片区城市棚户区改造项目等，项目总投资 84.45 亿元，结算回款总额为 111.07 亿元，同期末已回款 94.60 亿元。同期末，公司无在建和拟建保障房项目。

公司可出售的保障房配套商业销售情况良好，其中廉租房建设项目配套房产可售面积 6.31 万平方米，已全部销售完毕，收到回款 2.62 亿元；在售配套房产主要为盛世华城项目，可售面积为 4.43 万平方米，已售面积 1.97 万平方米，已售收入 0.67 亿元，全部收到回款，待销售面积为 2.46 万平方米，剩余可实现销售收入预计为 0.84 亿元，计划于 2023 年销售完成。

总体看来，公司保障性住房代建项目已全部完工，收入和回款情况相对较好；安置房销售趋于尾声，短期会给公司带来一定的现金流，但公司无其他在建和拟建保障房项目，未来业务持续性不强。

公司待出让土地较充足，可为公司土地出让业务的可持续性提供一定支撑，但土地出让收入受市场行情等因素影响较大，存在较大的不确定性

公司受万盛经开区管委会委托，负责万盛经开区范围内重点项目国有建设用地的开发整理工作，

是万盛经开区土地整治的唯一主体。业务模式方面，公司根据万盛经开区发展规划开展土地开发整治业务，取得土地后，根据项目需要对获得的土地进行开发整理。一般而言，如果为园区土地，根据企业对招商项目要求，公司对土地进行“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设，并根据需要代建厂房出租或出售给招商企业。如果为综合或商住用地，则直接通过万盛经开区国土房管局土地储备中心挂牌交易出让给二级开发商，由房地产开发商对土地进行开发。土地出让后，由万盛经开区财政局核算土地开发成本，公司按照土地开发成本加成一定比例确认土地出让收入。

截至 2022 年 3 月末，公司暂无正在开发整治的地块，未来土地整治收入主要来自存量土地转让。同期末，公司存货中土地使用权账面价值合计为 170.78 亿元，全部为出让地，待出让土地较充足，可为公司土地出让业务的可持续性提供一定支撑。近年来，公司土地出让收入受土地市场行情和万盛经开区土地出让进度影响，呈逐年大幅下滑趋势，2019~2021 年，经公司整治完成并出让的土地面积分别为 258.19 亩、125.00 亩和 0 亩，同期分别确认土地出让收入 3.42 亿元、1.39 亿元和 0 亿元，2021 年未实现土地出让，当年未确认土地出让收入，该业务的稳定性存在较大的不确定性。

总体看来，公司土地整治收入主要来自剩余存量土地的转让，待出让土地较充足，可为公司土地出让业务的可持续性提供一定支撑；但土地出让易受土地市场行情影响，土地整治收入存在一定波动性，其业务稳定性存在较大的不确定性。

疫情对公司旅游业务造成一定冲击，2021 年收入有所回升

公司旅游业务主要由下属子公司旅投公司承担，经营景区包括黑山谷景区和龙鳞石海景区，均为国家 AAAAA 级景区和“巴渝十二景”。业务模

¹ 安置房项目均已完成实际投资，因分段竣工决算原因，在财务报表存货和其他应收款科目中尚有部分余额；提前收到的款项暂记在预收账款和其他应付款科目。

式方面，各景区经营权属主要通过旅投公司与景区所在的地方政府签订开发建设、招商引资等合作协议方式取得，在协议中双方明确约定景区的开发范围、合作原则、权益分配、资产处置、投资计划、资源保护及权利义务等。各景区经营期限一般为 70 年。

公司旅游业务收入主要包括景区门票收入、酒店经营管理收入和其他收入，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现旅游收入 1.38 亿元、1.07 亿元、1.12 亿元和 0.12 亿元，2020 年受疫情冲击有所下降。随着疫情基本控制，旅游收入有所回升，但仍未恢复至疫情前水平。

表 3：近年来公司旅游收入（万元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
景区经营管理	11,280.94	8,747.89	9,143.55	947.73
酒店经营管理	2,281.57	1,846.55	1,929.10	277.61

表 4：近年来公司景区门票收入情况（万人次、亿元）

项目名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	游客量	收费总额	游客量	收费总额	游客量	收费总额	游客量	收费总额
黑山谷	107.37	0.72	83.49	0.59	84.62	0.63	18.07	0.07
龙鳞石海	63.25	0.40	48.80	0.28	49.13	0.29	10.08	0.03
合计	170.62	1.13	132.29	0.88	133.75	0.91	28.15	0.10

注：1、因旅游门票淡旺季收费有差异，故此数据非精确统计数据；2、各项相加与合计数不相等系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营的酒店主要包括黑山谷度假酒店以及响水村国际度假酒店，近年来整体入住率在 50% 左右，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司酒店业务分别确认收入 0.23 亿元、0.18 亿元和 0.19 亿元和 0.03 亿元，其中黑山谷度假酒店是最主要的酒店收入来源。

表 5：近年来公司酒店收入（万元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
黑山谷度假酒店	1,287.26	1,108.76	1,706.70	277.61
响水村国际度假酒店	994.31	739.79	222.40	--
合计	2,281.57	1,848.55	1,929.10	277.61

注：响水村国际度假酒店于 2021 年底开始进行升级改建，2022 年 1~3 月无收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，

旅游商品销售	224.85	108.64	116.37	10.22
其他	6.89	6.01	1.23	0.99
合计	13,794.25	10,709.08	11,190.25	1,236.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

门票收入是旅游业务收入的最主要构成，其中黑山谷景区可年接待游客 600 万人次，龙鳞石海景区可年接待游客 1,000 万人次，黑山谷景区和龙鳞石海景区旺季门票价格分别为 100 元/人次和 70 元/人次，淡季门票价格分别为 80 元/人次和 50 元/人次。旅投公司前期对黑山谷景区投入了大量的宣传及广告，打造黑山谷旅游度假胜地，黑山谷游客数量相对较高。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，两个景区合计接待游客量分别为 170.62 万人次、132.29 万人次、133.75 万人次和 28.15 万人次，受新冠肺炎疫情影响，2020 年以来游客量有所下降。

景区游客量及相关收入有所下滑；但长远来看，随着疫情基本控制，加之黑山谷及龙鳞石海的知名度的提升，景区旅游人数及收入有望逐步恢复。

煤炭销售业务可为公司带来较大的现金流，但业务稳定性受煤炭市场状况影响较大

公司煤炭贸易业务的经营主体为子公司重庆盛荣控股有限公司（以下简称“盛荣控股”）实际控制的陕煤重庆储运有限公司（以下简称“陕煤储运公司”²）。陕煤储运公司经营优质煤，混煤、块煤、洗精煤、高炉喷吹煤、焦炭等多种煤炭产品，采用以销定采模式，上游供应商为陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）全资子公司陕

² 截至 2021 年末，盛荣控股持股比例为 16%，并与其它参股方签署一致行动协议，获得陕煤储运公司实际控制权，其他参股方为陕西陕煤澄合矿业有限公司和重庆众汇能源发展有限公司，均为民营企业。

西陕煤澄合矿业有限公司，下游客户主要为煤炭直接消费企业，部分销售给采购商，少部分售给代理商，公司与主要客户的结算方式是以银行承兑汇票及现金的方式进行结算，结算周期为每季度结算一次。

表 6：2021 年公司煤炭销售业务前五大销售对象（万元）

单位名称	金额
国家电投集团重庆合川发电有限公司	44,440.40
华能重庆珞璜发电有限责任公司	56,726.47
重庆大唐国际石柱发电有限责任公司	35,962.57
重庆盛通选煤有限公司	31,976.07
重庆松藻电力有限公司	28,887.39
合计	197,992.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019~2021 年，公司商品煤销量分别为 315.28 万吨、324.27 万吨和 504.32 万吨，平均销售价格为 553.72 元/吨、600.84 元/吨和 635.59 元/吨，随着煤炭价格上涨以及销售量提高，煤炭销售收入呈逐年增加趋势，同期分别确认收入 17.46 亿元、19.48 亿元和 32.05 亿元。

表 7：近年来公司煤炭销售情况

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
煤炭购入量（万吨）	336.72	379.32	566.60	140.03
采购单价（元/吨）	503.92	446.21	569.82	684.70
商品煤销量（万吨）	315.28	324.27	504.32	148.21
商品煤平均销售价格（元/吨）	553.72	600.84	635.59	713.41
销售收入（亿元）	17.46	19.48	32.05	10.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看来，煤炭销售业务为公司带来较大的现金流，大幅增加了公司的经营性业务收入规模。同时，该业务稳定性受煤炭市场状况影响较大，中诚信国际将持续关注公司煤炭销售业务的开展情况。

公司自营性项目投资规模较大，未来收益和资金平衡情况需要关注

除代建工程项目外，公司还有部分自营项目，项目资金主要系公司自筹，建成后通过门票、餐饮住宿、供排水及污水处理、房屋租赁、厂房租售等自主运营模式来平衡资金。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营性项

目包括万盛经开区东南片区给水工程项目、高新技术产业园一期工程、万盛三湖旅游休闲度假区等 7 个，计划投资合计为 67.49 亿元，已完成投资 63.83 亿元。公司自营性项目投资规模较大，上述项目的收益及资金平衡情况值得关注。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司主要在建自营性项目（亿元）

运营主体	在建项目名称	计划投资	已投资
旅投公司	黑山谷景区工程	11.20	11.70
旅投公司	龙鳞石海景区工程	3.10	3.10
水建公司	万盛三湖旅游休闲度假区	16.01	13.51
水建公司	煤电化园区沿线及石林片区供水工程	5.81	3.50
水建公司	青山湖生态治理工程	2.97	2.95
水务公司	万盛经开区东南片区给水工程项目	11.80	15.47
工建公司	高新技术产业园一期工程	16.60	13.60
合计	--	67.49	63.83

注：1、黑山谷景区工程和龙鳞石海景区工程部分标段已转固；2、部分项目涉及后续修缮等零星扫尾支出，因此实际投资或大于计划投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁业务和自来水销售、安装及污水处理业务对公司营业收入形成一定补充

公司其他业务主要包括租赁业务和自来水销售、安装及污水处理。

租赁业务主要由重庆盛欣贸易经营管理有限公司（以下简称“盛欣公司”）运营，租赁资产主要包括老街项目、801 商业门面、国能天街商业写字楼、平山厂房及安置房等。其中，厂房租赁价格约 20~30 元/平方米/月，出租率水平尚可，2021 年末为 78.72%，2021 年确认收入 1.11 亿元；房屋、车库、景区门店等其他租赁资产的租金水平差异较大，整体出租率为 21.28%，2021 年确认租金收入 0.30 亿元。

公司主要负责黑山谷景区和工业园区的自来水销售、安装及污水处理业务，运营主体为水务公司和水建公司。前期公司水务收入主要来自安装收入，随着水利项目的完工运营，公司自来水销售收入有所增加，2021 年，公司实现自来水销售及污水处理收入 0.74 亿元。

总体看来，公司租赁业务和自来水销售、安装

及污水处理业务对营业收入形成一定补充，随着水利基础设施的完善，预计未来水务板块有望为公司带来较为稳定的现金流。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（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 2019~2021 年财务报告，以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务数据均为审计报告期末数，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。2021 年，公司合并范围无变化；2022 年 1~3 月，公司合并范围内一级子公司减少 1 家。

2021 年，煤炭销售收入增加带动公司营业总收入同比大幅增长，但营业毛利率有所下降，利润总额较上年小幅下降

2021 年，公司实现营业总收入 48.42 亿元，较上年增长 34.38%，其中煤炭销售业务仍为公司最主要的收入来源，当年确认收入 32.05 亿元，随着供销规模增加和煤炭价格上涨而较上年大幅增加；2021 年，公司工程项目建设业务确认收入 11.80 亿元，较上年小幅下降；旅游业务 2021 年确认收入 1.12 亿元，随着疫情基本控制，较上年有所回暖，但仍低于疫情前水平；随着盛世华城项目配套房产基本销售进入尾声，安置房销售业务收入规模进一步下降至 0.04 亿元，该业务未来可持续性偏弱；租金及贸易收入 2021 年大幅增加，主要系免租期结束导致租金收入增加以及公司当年新增苗木出售收入所致；自来水销售及污水处理业务 2021 年确认收入 0.74 亿元，呈稳定增长态势。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 13.79 亿元，较上年同期有所增加，其中工程项目建设业务和煤炭销售业务分别确认收入 2.66 亿元和 10.57 亿元。

2021 年，公司综合毛利率为 12.62%，较上年大幅下降，主要原因包括：其一，当年煤炭采购成本上升幅度大于销售价格上涨幅度，导致收入占比较高的煤炭贸易业务毛利率有所下降；其二，当年新增的苗木出售收入毛利水平较低，导致租金及贸

易业务毛利率有所下降；其三，当年未确认毛利率水平较高的土地出让收入。工程项目建设业务按照项目成本加成一定比率进行结算，毛利率变动不大。旅游业务、安置房销售业务及自来水销售及污水处理业务的毛利率亦较为稳定，整体处于较高水平。2022 年 1~3 月，公司综合毛利率为 10.14%。

表 9：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
工程项目建设	12.19	12.40	11.80	2.66
土地出让	3.42	1.39	--	--
旅游业务	1.38	1.07	1.12	0.12
煤炭销售	17.46	19.48	32.05	10.57
安置房销售	0.50	0.17	0.04	--
租金及贸易	0.68	0.59	2.27	0.43
自来水销售及污水处理	0.63	0.67	0.74	
其他	0.16	0.25	0.40	
合计	36.42	36.03	48.42	13.79
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
工程项目建设	24.34	23.63	22.61	23.06
土地出让	38.39	61.69	--	--
旅游业务	61.87	64.78	65.10	55.78
煤炭销售	6.04	8.63	4.42	4.57
安置房销售	38.63	30.73	30.11	--
租金及贸易	37.84	39.92	13.62	53.90
自来水销售及污水处理	94.36	91.39	87.46	
其他	62.95	57.59	82.73	
综合	20.14	20.01	12.62	10.14

注：1、2022 年 1~3 月其他业务收入包含租金及贸易、自来水销售及污水处理业务收入；2、加总数与合计数不等，主要系尾差所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用合计为 2.62 亿元，较上年小幅下降，主要系销售费用减少所致；由于公司借款主要用于项目投资，借款利息大部分进行了资本化处理，财务费用规模仍相对较小。2021 年，公司期间费用率为 5.41%，随着收入规模上升而有所降低，公司对期间费用的管控能力尚可。

2021 年，公司实现利润总额 3.86 亿元，仍主要由经营性业务利润构成，较上年小幅下降，主要系营业毛利率下降以及当年确认较大规模的报废损失所致。2021 年，公司其他收益为 1.98 亿元，主要系政府补助，较上年有所增加，利润总额对政府补贴的依赖度有所增加。2022 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.62 亿元。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	2.90	2.82	2.62	0.78
销售费用	1.38	1.85	1.55	0.46
管理费用	0.83	0.85	0.95	0.28
财务费用	0.68	0.13	0.12	0.04
营业总收入	36.42	36.03	48.42	13.79
期间费用率（%）	7.95	7.83	5.41	5.62
利润总额	5.01	4.05	3.86	0.62
经营性业务利润	5.14	5.36	5.08	0.60
其他收益	0.90	1.17	1.98	0.001
资产减值损失	-0.04	-1.25	-	-
信用减值损失	-	-	-0.35	-
营业外损益	-0.02	0.03	-0.74	0.003

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021 年以来，公司资产和负债规模持续增长，所有者权益规模有所减少，财务杠杆水平持续小幅上升，短期债务规模仍较大

2021 年以来，随着各项业务持续推进，公司总资产规模进一步增长，截至 2022 年 3 月末为 552.75 亿元，主要系建设项目投入导致存货和在建工程增加所致。

资产结构方面，公司资产仍以流动资产为主，占总资产的比重仍在 70% 以上。具体来看，随着融资规模扩大，公司货币资金 2021 年以来呈不断增加趋势，截至 2022 年 3 月末达到 18.98 亿元，资金储备有所增加。存货主要包括土地使用权、项目建造工程款、征地拆迁费和资本化利息等，截至 2022 年 3 月末，存货中土地使用权账面价值合计为 170.78 亿元，全部为出让地，其中政府注入取得的土地共 90 宗，账面价值为 144.94 亿元，用途包括综合用地、商住用地及旅游用地，但均未缴纳出让金；外部购入土地为 46 宗，账面价值为 25.84 亿元，主要为商住用地，已全部缴纳出让金。上述土地后续出让或将为公司带来一定收益和偿债资金保障，但其变现能力受房地产政策调控、当地招商引资状况及政府出让规划的影响较大，若公司储备的土地资产发生较大的跌价或难以出让变现，或将对公司的经营产生不利影响。同期末，存货中的工程款和征地拆迁费分别为 65.02 亿元和 48.26 亿元，结算及回款周期较长。预付款项 2021 年末有所减少，主要系工程代建业务中的部分预付工程建设款项结

转所致。在建工程主要系高新技术产业园项目一期工程、万盛经开区东南片区给水工程项目、黑山谷景区工程等自营性项目投入，2021 年以来投资力度有所放缓。截至 2022 年 3 月末，投资性房地产和固定资产的账面价值分别为 13.13 亿元和 9.31 亿元，其中厂房、商业房产、车库、景区门店等对外出租每年可为公司带来稳定的现金流入，2021 年租金收入约 1.41 亿元。可供出售金融资产、其他权益工具投资和其他债权投资 2021 年以来变化较大，主要系执行新金融工具准则导致会计科目调整所致。其他非流动资产较上年末无变化，账面价值仍为 14.42 亿元，其中林木资产 8.96 亿元，公路/土地资产 5.08 亿元，公路养护由子公司重庆万盛国有资产经营管理有限公司（以下简称“万盛国资”）承建，万盛经开区财政局每年给予万盛国资 300 万元公路维护费。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	497.37	516.81	541.05	552.75
流动资产/总资产	72.27	71.46	72.88	73.26
货币资金	7.70	8.78	12.16	18.98
其他应收款	36.52	38.48	36.65	36.70
应收账款	5.14	8.55	8.86	11.43
预付账款	17.80	11.82	6.88	6.78
存货	291.47	300.97	328.58	329.76
长期应收款	36.15	34.45	35.52	35.52
在建工程	53.52	64.03	64.78	66.08
固定资产	10.65	11.11	9.58	9.31
投资性房地产	12.90	12.05	13.13	13.13
其他非流动资产	14.42	14.42	14.42	14.42
可供出售金融资产	9.27	9.08	-	7.58
其他权益工具投资	-	-	1.87	-
其他债权投资	-	-	5.64	-
应收类款项/总资产	15.65	15.76	14.98	15.13

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

应收类款项方面，截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项占总资产的比重为 15.13%，其中其他应收款为 36.70 亿元，主要系应收当地政府部门和国有企业的工程代垫款和往来款，账龄以 1 年以内为主；应收账款为 11.43 亿元，主要系应收普益基建公司等委托方的工程款和贸易货款，账龄以 1 年以内和 1~2 年为主；长期应收款为 35.52 亿元，主要系应收重庆市万盛经开区城市开发投资集团有限

公司（以下简称“万盛城投”）、重庆万盛实业发展有限公司、重庆市万盛经济技术开发区保障房管理中心等当地国有企业或事业单位的往来款，以及应收重庆普瑞达企业管理有限公司（以下简称“普瑞达公司”）1.30 亿元的借款，账龄较长，其中对普瑞达公司的借款主要系配合当地政府招商引资所致。总体来看，公司应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用，其收回情况值得关注。

表 12：截至 2022 年 3 月末其他应收款前五名情况（亿元）

单位名称	余额
重庆市万盛经开区普益基础设施建设有限公司	8.58
重庆万盛实业发展有限公司	8.29
重庆市万盛采煤沉陷区综合治理有限公司	3.24
重庆市万盛经济技术开发区规划和自然资源局	1.41
关坝镇人民政府	1.23
合计	22.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司所有者权益为 227.72 亿元，较上年末有所减少，其中实收资本保持 20.00 亿元不变；资本公积较上年末小幅减少 1.24 亿元，主要系子公司万盛国资持有的土地被无偿收回所致；少数股东权益较上年末大幅减少 9.22 亿元，主要系公司购买子公司重庆市万盛经开区建平基础设施项目管理有限公司的少数股东股权所致。截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益为 228.14 亿元，较上年末基本持平。

表 13：近年来公司资本和债务结构情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
所有者权益	235.59	235.35	227.72	228.14
实收资本	20.00	20.00	20.00	20.00
资本公积	165.22	164.72	163.48	163.48
未分配利润	25.34	26.74	30.05	29.87
少数股东权益	23.06	21.77	12.55	12.55
总负债	261.78	281.46	313.33	324.61
其他应付款	26.46	29.02	31.18	39.81
应付账款	9.30	12.40	14.36	17.14
预收账款	17.65	17.72	0.07	0.10
合同负债	--	--	16.04	19.00
短期借款	21.79	14.97	13.59	16.83
一年内到期的非流动负债	19.63	28.67	24.65	20.54
其他流动负债	5.00	3.00	15.40	15.40
长期借款	25.55	36.28	31.84	35.48
应付债券	100.21	97.73	131.38	126.44
长期应付款	30.47	33.12	24.33	23.06

总债务	192.12	202.66	235.61	232.69
资产负债率	52.63	54.46	57.91	58.73
总资本化比率	44.92	46.27	50.85	50.49
短期债务/总债务	0.24	0.24	0.24	0.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021 年以来，随着开发建设项目的推进以及融资规模的加大，公司负债规模进一步增加，且刚性债务仍处于较高水平。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.73% 和 50.49%，呈进一步上升趋势。债务结构方面，直接融资仍为公司最主要的融资渠道，2021 年市场表现较为活跃，先后发行“21 万盛经开 MTN001”等 9 支国内债券，发行品种涵盖中期票据、超短融、PPN、私募债等，规模合计为 65.20 亿元，票面利率在 6.00%~7.50% 之间。此外，公司 2021 年 7 月还发行一笔海外债，发行金额为 0.89 亿美元，票面利率 1.93%。公司还通过融资租赁等其他形式对外融资，主要计入长期应付款科目，2021 年以来借款余额呈下降趋势。总体来看，公司债券融资占比较高，宏观环境、金融政策变动等因素对公司再融资的影响有待关注。此外，合同负债 2021 年末大幅增加，主要系会计政策变更，导致预收账款转入合同负债科目所致。期限结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 0.23，短期债务规模仍较大。

2021 年，公司经营活动净现金流由正转负，筹资活动净流入规模大幅增加；货币资金对短期债务的覆盖能力仍较弱

2021 年，公司经营活动净现金流为 -4.97 亿元，由正转负，主要系当年往来款净流入规模下降，以及永桐新城前期开发支付较多征地拆迁款及场平费所致。同期，公司收现比为 1.03，较上年有所增加，主营业务经营获现情况有所改善。公司 2021 年投资活动净现金流仍为负，其中在建项目投入力度较上年有所放缓，但投资支付的现金大幅增加至 9.41 亿元，主要系赎回子公司少数股东股权所致。2021 年，随着公司加强对外融资力度以及收到财政拨付的再融资债券置换资金，公司筹资活动净现金流由负转正。

2021 年，公司 EBITDA 较上年小幅下降，加之债务规模的增加，EBITDA 对债务本金的覆盖能力有所减弱，且仍无法覆盖当期利息支出。同期，公司经营活动净现金流由正转负，无法有效覆盖当期债务本息。2021 年以来，公司货币资金储备不断增加，但随着短期债务的增长，货币资金对短期债务的保障能力仍较弱，截至 2022 年 3 月末，货币资金/短期债务为 0.35。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	4.37	21.06	-4.97	14.87
销售商品、提供劳务收到的现金	27.14	25.67	49.71	14.49
购买商品、接受劳务支付的现金	22.31	17.77	52.74	7.32
收到其他与经营活动有关的现金	5.64	17.97	13.78	9.65
支付其他与经营活动有关的现金	3.85	2.12	13.50	1.50
投资活动净现金流	-50.86	-12.98	-13.55	-1.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	23.69	10.27	2.60	1.13
投资支付的现金	3.61	3.85	9.41	--
筹资活动净现金流	43.32	-10.22	18.96	-6.94
取得借款收到的现金	81.05	64.88	93.27	12.15
收到其他与筹资活动有关的现金	8.65	14.06	10.73	1.29
偿还债务支付的现金	28.97	58.91	58.84	--
收现比	0.75	0.71	1.03	1.05
EBITDA	6.64	5.10	5.02	--
EBITDA 利息覆盖系数	0.55	0.36	0.37	--
总债务/EBITDA	28.94	39.72	46.90	--
经营活动净现金流利息覆盖系数	0.36	1.47	-0.36	--
总债务/经营活动净现金流	43.99	9.62	-47.43	--
货币资金/短期债务	0.17	0.18	0.21	0.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司未来几年到期债务规模较大，面临较大的集中偿付压力；资产受限比重不高，加之尚未使用的银行授信可为公司提供一定的备用流动性支持

到期债务分布方面，截至 2021 年末，公司总债务为 235.61 亿元，其中 2022~2024 年的到期债务分别为 89.32 亿元³、45.57 亿元和 74.38 亿元，持续面临较大的集中偿付压力。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 18.99 亿元，占总资产的比重为 3.44%，其中存货受限 12.64 亿元，主要系土

地使用权，货币资金受限 6.35 亿元。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 26.24 亿元，占同期末净资产的 11.50%。担保对象为重庆市万盛采煤沉陷区综合治理有限公司、万盛城投和重庆市万盛经开区交通开发建设集团有限公司等区域内国有企业，代偿风险较小。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司取得各金融机构的授信额度合计为 155.56 亿元，其中尚未使用的授信额度为 33.42 亿元，可为公司提供一定的备用流动性支持。

过往债务履约情况：根据公司提供的母公司《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 6 月 2 日，母公司不存在未结清和已结清的不良信贷记录，无欠息信息，未出现过已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

2021 年以来，公司业务范围未发生变化，仍维持重要的区域地位，在政府补贴方面获得较大力度的支持

跟踪期内，万盛经开区综合经济实力进一步增强，仍具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

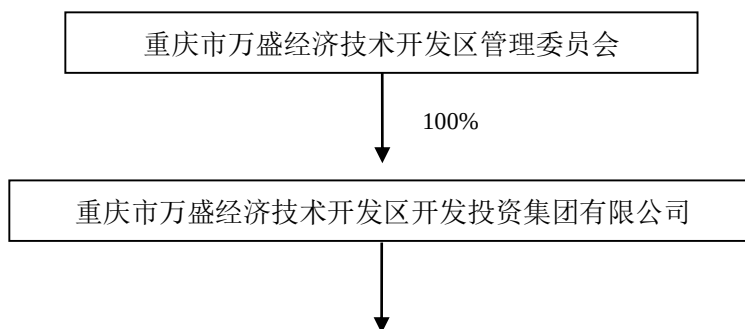
跟踪期内，公司业务范围未发生变化，仍是万盛经开区最重要的城市开发建设投资和运营主体，主要负责区域内土地整治开发、工程项目建设及旅游业务，在政府补贴等方面获得了当地政府的有力支持。2021 年，公司获得财政补贴 1.99 亿元，对公司盈利情况形成强有力支撑。总体来看，鉴于公司在万盛经开区的重要地位及公司获得历史支持的情况，使得公司具有一定的抗风险能力，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

³ 2022 年到期债务 89.32 亿元考虑债券行权等情形，与财务报表口径计算的短期债务有所差异。

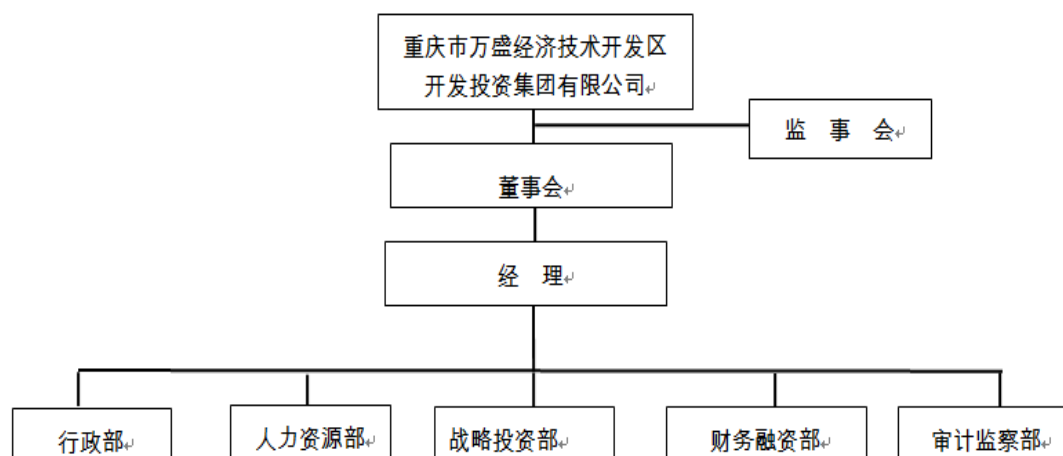
评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 万盛经开 MTN001”、“20 万盛经开 MTN001”和“20 万盛经开 MTN002”的债项信用等级为 **AA**。

附一：重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要一级子公司	注册资本（万元）	直接持股比例（%）
重庆市万盛经开区水务资产经营管理有限公司	25,900.00	77.22
重庆黑山谷旅游投资有限公司	21,420.00	78.52
重庆万盛国有资产经营管理有限公司	41,700.00	100.00
重庆黑山谷旅游股份有限公司	4,300.00	83.14
重庆万盛体育产业发展有限公司	1,500.00	80.00
重庆市万盛经开区水务开发建设集团有限公司	54,400.00	82.72
重庆市万盛工业园区开发建设有限公司	50,000.00	100.00
重庆江南机场有限公司	25,000.00	100.00
重庆万盛产业发展股权投资基金有限公司	50,000.00	100.00
重庆盛荣控股有限公司	30,000.00	100.00
重庆江南机场管理有限责任公司	20,000.00	70.00



资料来源：公司提供

附二：重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	77,013.37	87,781.94	121,628.83	189,764.26
应收账款	51,385.62	85,451.86	88,598.56	114,289.55
其他应收款	365,226.11	384,772.25	366,469.72	366,987.78
存货	2,914,706.01	3,009,698.12	3,285,753.42	3,297,634.37
长期投资	98,070.47	98,235.86	83,828.04	83,828.04
在建工程	535,212.10	640,274.85	647,760.60	660,788.29
无形资产	1,496.02	1,455.59	1,408.27	1,398.09
总资产	4,973,710.90	5,168,102.00	5,410,484.53	5,527,482.38
其他应付款	264,601.54	290,230.13	311,786.96	398,086.45
短期债务	464,637.73	476,365.04	575,897.49	546,794.99
长期债务	1,456,609.81	1,550,194.62	1,780,182.17	1,780,102.34
总债务	1,921,247.54	2,026,559.66	2,356,079.66	2,326,897.34
总负债	2,617,806.49	2,814,621.17	3,133,257.23	3,246,051.13
费用化利息支出	7,690.98	2,478.51	2,927.01	--
资本化利息支出	113,591.30	140,466.96	134,300.14	--
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	230,616.92	217,703.13	125,536.99	125,536.99
所有者权益合计	2,355,904.41	2,353,480.83	2,277,227.30	2,281,431.25
营业总收入	364,166.67	360,285.19	484,162.27	137,878.69
经营性业务利润	51,439.51	53,591.46	50,798.45	5,992.85
投资收益	-769.23	-963.33	-1,315.50	0.00
净利润	39,956.02	31,936.62	31,194.28	4,201.70
EBIT	57,747.40	43,017.61	41,516.46	--
EBITDA	66,383.33	51,024.79	50,231.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金	271,362.92	256,714.22	497,127.68	144,926.29
收到其他与经营活动有关的现金	56,367.35	179,714.43	137,845.86	96,532.94
购买商品、接受劳务支付的现金	223,135.15	177,666.67	527,439.38	73,222.93
支付其他与经营活动有关的现金	38,479.68	21,163.69	135,017.14	15,002.41
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	236,930.56	102,662.51	25,980.19	11,301.48
经营活动产生现金净流量	43,674.94	210,633.66	-49,672.08	148,740.73
投资活动产生现金净流量	-508,560.21	-129,777.34	-135,491.25	-11,231.48
筹资活动产生现金净流量	433,235.52	-102,228.08	189,594.44	-69,373.81
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	20.14	20.01	12.62	10.14
期间费用率(%)	7.95	7.83	5.41	5.62
应收类款项/总资产(%)	15.65	15.76	14.98	15.13
收现比(X)	0.75	0.71	1.03	1.05
总资产收益率(%)	1.24	0.85	0.78	--
资产负债率(%)	52.63	54.46	57.91	58.73
总资本化比率(%)	44.92	46.27	50.85	50.49
短期债务/总债务(X)	0.24	0.24	0.24	0.23
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.47	0.37	0.34	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.36	1.47	-0.36	--
总债务/EBITDA(X)	28.94	39.72	46.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.11	0.09	--
货币资金/短期债务(X)	0.17	0.18	0.21	0.35
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.55	0.36	0.37	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均执行新会计准则；2、2022 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将各期末“长期应付款”中带息负债金额调整至“长期债务”计算，将各期末财务报表中“其他流动负债”和“其他应付款”中带息负债金额调整至“短期债务”计算。

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。