

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）跟踪评 级报告(2020)

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 文 wli@ccxi.com.cn

杨 成 chyang@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）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 1457 号

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 涪交 02”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

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（以下简称“涪陵交旅”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“20涪交02”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了2019年涪陵区经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好的外部环境；公司定位明确及业务具备区域垄断性；业务多元化程度较高以及收入回款情况依然较好等因素对公司发展的积极作用。但同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的投资压力，自营项目资金平衡情况有待关注；债务持续增长，财务杠杆高企以及主营业务盈利能力仍然较弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

涪陵交旅（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	135.85	163.57	164.67	177.32
所有者权益合计（亿元）	45.46	53.75	54.81	54.85
总负债（亿元）	90.39	109.82	109.86	122.46
总债务（亿元）	74.55	91.84	94.06	108.38
营业总收入（亿元）	19.31	19.45	17.86	3.50
经营性业务利润（亿元）	2.64	2.43	1.77	0.07
净利润（亿元）	1.98	1.33	1.16	0.04
EBITDA（亿元）	3.04	2.32	2.42	--
经营活动净现金流（亿元）	1.52	3.67	1.31	1.22
收现比(X)	1.00	0.94	0.93	1.11
营业毛利率(%)	10.50	8.99	9.71	9.42
应收类款项/总资产(%)	2.76	2.98	4.90	4.10
资产负债率(%)	66.54	67.14	66.71	69.06
总资本化比率(%)	62.12	63.08	63.18	66.39
总债务/EBITDA(X)	24.51	39.51	38.83	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	0.61	0.41	--

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时，将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、公司未提供2020年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

■ **良好的外部环境。**近年来涪陵区经济发展持续向好，2019年实现地区生产总值1,178.66亿元，同比增长8.1%，区域经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **定位明确及区域垄断性。**公司作为涪陵区唯一的交通旅游投资建设主体，承担了区内交通基础设施及部分安置房建设的代建任务，经营着武陵山大裂谷、816工程景区等优质景区，同时负责开发管理涪陵区所有的港口码头资源，业务具有一定的区域垄断性。

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 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
涪陵交旅	164.67	54.81	66.71	17.86	1.16	1.31
涪陵国资	1,068.48	588.78	44.90	54.37	10.51	16.37
涪陵新城	434.88	206.85	52.43	21.69	4.79	4.65

注：“涪陵国资”和“涪陵新城”分别为“重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司”和“重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司”的简称。
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
20涪交02	AA	AA	10.00	10.00	2020/03/11~2025/03/11

注：“20涪交02”附设第3个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

■ **业务多元化程度较高。**2019年以来，公司主营业务涵盖交通基础设施建设、旅游资源开发经营、港口开发经营、房地产开发、客运站经营、酒店住宿、监理服务、设计服务、试验服务等多类型业务，业务多元化程度较高。

■ **收入回款情况较好。**2019年以来，公司仍保持较高的收现比，收入回款情况依然较好。

关注

■ **面临较大的投资压力大，自营项目资金平衡情况有待关注。**公司在建及拟建工程建造、旅游开发、港口建设等各类项目数量充足，投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力，需关注旅游、港口等自营项目资金平衡情况。

■ **债务持续增长，财务杠杆高企。**2019年以来，公司总债务持续增长，资产负债率和总资本化比率整体亦有所升高，且均已处于较高水平。

■ **主营业务盈利能力较弱。**2019年，公司利润仍主要来源于政府补助，主营业务盈利能力依然较弱。

评级展望

中诚信国际认为，重庆市涪陵交通旅游建设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。**涪陵区经济实力显著增强；股东向公司注入大量的优质资产，公司资本实力显著扩充，资产质量大幅改善；盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**涪陵区经济实力出现不可逆的大幅下滑；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

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

“20 涪交 02”募集资金 10.00 亿元，用于偿还金融机构借款及补充流动资金，截至 2020 年 5 月末，募集资金已使用 7.42 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 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著、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。

区域经济环境

近年来，涪陵区借助区域资源优势，经济保持较快增长态势，第二产业是推动当地经济发展的支柱型产业，但面临一定产业结构升级的压力

财政级次和特殊地位：重庆市涪陵区地处重庆市中部、三峡库区腹地，有渝东门户之称；经济上处于长江经济带、乌江干流开发区、武陵山扶贫开发区的结合部，带动武陵山等地经济发展。涪陵区是重庆市定位的中心城市，一小时经济圈核心城市和成渝经济区东部中心城市。涪陵区幅员面积 2,942.34 平方公里，下辖 9 个街道、12 个镇和 6 个乡镇，2018 年末全区常住人口 116.80 万人。

经济发展水平：2019 年，涪陵区实现地区生产总值（GDP）1,178.66 亿元，较上年可比增长 8.1%。按产业分，第一产业增加值 72.28 亿元，可比增长 3.6%；第二产业增加值 650.86 亿元，可比增长 8.1%；第三产业增加值 455.52 亿元，可比增长 8.7%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 6.1%，第二产业增加值比重为 55.2%，第三产业增加值比重为 38.7%。三次产业结构从 2017 年的 6.1:61.0:32.9 调整为 6.1:55.2:38.7，产业结构持续优化。按常住人口计算，人均 GDP 达到 100,814 元，比上年可比增长 7.6%。2019 年全年固定资产投资比上年同口径增长

6.0%。

财政及债务水平：2019 年，涪陵区一般公共预算收入分别为 54.44 亿元，同口径增长 1.0%，其中税收收入为 42.90 亿元，税收收入占比为达到 79%，基金预算收入为 66.85 亿元。2019 年末，涪陵区政府债务余额为 138.46 亿元，政府债务率在重庆市处于居中水平。

近期关注

公司工程建造业务模式清晰，已完工项目回款情况良好；在建及拟建项目充足，尚需较大规模的投资，业务稳定性及可持续性较好，但亦面临较大的资本支出压力

作为涪陵区交通基础设施建设的投融资主体，2011 年以来，公司承担了涪陵区范围内的交通基础设施及部分安置房建设的代建任务，主要由集团本部及子公司重庆市涪陵区恒达交通资产经营管理有限公司和重庆市涪陵区宏伟公路工程有限公司负责。公司先同委托方重庆市涪陵区交通局、涪陵国资、武陵山管委会、重庆市白涛化工园区开发（集团）有限公司、重庆市涪陵区中龙交通建设有限公司等单位签订委托代建合同。从委托方处承接到项目后，公司作为承包方负责项目的投融资职能，采用招投标的方式向社会招标确定施工单位，并根据施工合同按照工程进度先行向施工单位支付工程款；委托方则根据财政资金情况不定期向公司支付一定工程款，并于每年底对当年账务资金往来进行结算，项目完工并经审计局审核后，委托方按审计后的金额支付至总回购款（投资成本+8%~15%左右的收益加成）的 95%~97%，剩余款项作为质保金自项目竣工日起 1~2 年内支付。委托方逾期支付款项时，公司按垫付资金的融资成本另计息收费。2019 年，公司工程建造业务收入为 15.85 亿元，较上年略有增长。

已完工项目方面，截至 2019 年末，公司已完工项目主要包括武陵山安置房、交委道路安保工程、李渡水磨滩安置房工程、武陵山道路工程和大木乡

安置房工程等项目，总投资 65.60 亿元，已确认收入 70.84 亿元，已回款 66.60 亿元，项目回款情况良好。

表 1：截至 2019 年末公司工程建设已完工项目情况（亿元）

工程项目	总投资	已确认收入	已回款
武陵山安置房	3.98	4.29	4.29
交委道路安保工程	9.64	10.08	10.08
大木乡景区工程	2.83	3.01	3.01
零星工程	4.72	4.94	4.94
李渡水磨滩安置房工程	8.66	9.35	9.35
武陵山道路工程	8.90	9.61	9.61
北山新城景观大道工程	4.68	5.22	5.22
高山湾交通综合换乘枢纽工程	4.92	5.31	5.31
涪陵长江三桥至北山坪工程	2.20	2.51	2.51
涪陵区熊家沟至北山坪公路工程	3.19	3.49	3.49
页岩气示范区物流通道工程	0.95	1.03	1.03
龙头港安置房工程	3.20	3.67	3.67
大木乡安置房工程	5.28	5.70	2.67
武陵山旅游景区基础设施(迎宾大道)工程	0.59	0.67	0.03
武陵山旅游景区基础设施(武陵山至金子山公路改扩建)工程	0.52	0.60	0.03
其他零星工程	1.34	1.36	1.36
合计	65.60	70.84	66.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2019 年末，公司工程建设在建项目 6 个，规划总投资 40.77 亿元，已完成投资 31.34 亿元，尚需投资 9.43 亿元。此外，截至 2019 年末，公司拟建项目主要包括 816 工程景区提档升级、重庆枢纽港龙头作业区铁路专用线等 35 个项目，拟建项目总投资金额合计为 39.55 亿元。总体来看，公司在建及拟建项目数量较多，投资规模较大，业务稳定及可持续性较好，但未来亦面临较大的资本支出压力。

表 2：截至 2019 年末公司在建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
涪陵马武至龙潭公路工程	22.23	17.03
鹅颈关至涪陵西道路工程	11.18	8.43
县道公路改建工程	1.86	1.61
涪陵江东至焦石公路升级改造工程	3.84	2.61
涪陵区乡道 Y040 线南两高速新村服务区至龙潭新建公路工程（龙潭黑塘水库复建公路）	1.00	1.00
涪陵 1898 榨菜文化小镇过境公路改扩建工程	0.66	0.66
合计	40.77	31.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司作为涪陵地区重点旅游资源的开发管理主体，项目资源丰富，所辖景区逐步投入运营，未来发展前景较好，但同时随着在建项目的推进，公司亦面临一定的资本支出压力

作为涪陵地区重点旅游资源的开发管理主体，公司负责当地相关旅游资源的招商、规划、开发、建设、经营和管理，以及交通旅游项目相关的土地整理开发等工作。目前公司已投入运营的旅游资源包括武陵山大裂谷、816 工程景区、御泉河漂流、滨江夜游、乌江画廊游等，业务收入来源主要是门票、电瓶车、中转大巴、索道及住宿餐饮收入。随着景区逐步完工运营及客流量的增长，公司该业务收入呈逐年递增趋势，已经成为公司新的收入增长点，2019 年和 2020 年 1~3 月分别为 1.10 亿元和 0.22 亿元。

武陵山旅游度假区由涪陵交旅负责投资、开发和管理，公司已取得了武陵山大裂谷景区、武陵山角邦寨景区、武陵山金山寺景区等的独家开发权。武陵山大裂谷景区由子公司重庆市涪陵武陵山旅游开发有限公司（以下简称“武陵山旅游”）进行经营管理，该景区位于长江上游地区、重庆涪陵城区东南约 45 公里的武陵山乡境内，一期项目于 2014 年 8 月开始试营业，2014 年 11 月通过市旅游局国家 4A 级景区验收，并于 2015 年 5 月正式对外开放。2016 年 10 月，武陵山大裂谷景区顺利通过了国家旅游局组织的 5A 景观质量评审，目前 5A 景区提档升级项目基本完成。2019 年，武陵山旅游度假区接待游客 102.68 万人次，实现旅游收入 0.96 亿元，以景区门票、电瓶车、中转大巴和索道收入为主，是公司旅游板块的主要收入来源。

816 工程景区是公司于 2016 年 12 月收购而来，该景区位于武陵山脉山体内部，号称“世界第一人工洞体”。为修建该工程，整座山体内部被挖空，洞厅共 9 层高达 79.6 米，总长 24 公里，共有大型洞室 18 个，道路、导洞、支洞、隧道及竖井 130 多条，主洞室共 12 层，高达 79.6 米，拱顶跨高 31.2 米，完全隐藏在山体内部。该工程包括三线建设、

国防军事、核能利用等诸多元素，具有较高的国防军事、历史文化研究价值。2002 年以前 816 地下核军工洞一直是军事保密区域，2002 年解密，2010 年首次作为旅游景区对外开放；2015 年 7 月至 2016 年 9 月，该景区完成了景区三分之一改造升级，重新对外开放。2016 年 12 月，经重庆市国有资产监督管理委员会和涪陵区国资委批复，公司以 3 亿元从重庆化医控股（集团）公司处收购该景区的永久经营权，2017 年 4 月完成资产交接，2019 年共接待游客 23.61 万人次，实现旅游收入 1,180.68 万元。由于缺乏宣传及开发度不足，该景区目前收入微薄，目前公司正在对景区进行提档升级，按 5A 级景区标准进行规划设计改造中，争取升级为国家 5A 景区。

御泉河景区由子公司重庆市涪陵区御泉河旅游开发有限公司负责运营，主要提供漂流、旅游住宿及餐饮服务。由于景区规模较小，旅游设施稀少，基础设施不完善，目前年接待游客量较少。2019 年该景区游客人数为 3.17 万人次，实现旅游收入 110.87 万元。公司计划未来将御泉河景区打造成一个以农业休闲为主的旅游休闲去处，利用巴邑湖 4 平方公里左右的湖泊资源开展水上游览。

“滨江夜游、乌江画廊游”旅游项目由子公司重庆市巴都游轮有限公司负责运营，依托乌江与长江交汇的地理优势即两岸的自然风光、历史文化开展两江游，目前已建成大型观光游轮两艘，小型游轮若干。该项目总投资 6,900 万元，于 2017 年 4 月正式投入运营，2019 年接待游客 1.52 万人，实现旅游收入 91.26 万元。

在建项目方面，目前公司正加快景区项目建设，完善配套设施，截至 2019 年末，公司在建的旅游项目共 5 个，规划总投资 43.17 亿元，已投资 15.24 亿元。其中武陵山大裂谷景区工程主要是为了完善度假区的基础设施，包括按五星级酒店标准建设的涪陵职业培训中心，有助于提升景区游住玩一体的竞争力。

表 3：截至 2019 年末公司在建旅游项目（亿元）

在建项目	总投资	已投资
武陵山大裂谷景区工程	35.72	13.64
乌江画廊	1.27	1.29
大溪河小三峡景区	2.32	0.08
涪洲古城	0.06	0.06
816 核工洞体改扩建	3.80	0.17
合计	43.17	15.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司港口业务仍处于前期投入建设阶段，龙头作业区作为重庆港枢纽港区之一，未来发展前景良好，有望带来稳定的现金流入，但港口项目主要依靠经营收入平衡前期投资，后续的资本支出压力及实际运营情况仍需关注

根据涪陵区区委、区政府的规划，公司作为交通基础设施建设的投融资主体，未来将整合更多经营性资源，在港口、码头、车站站场经营等交通相关业务方面开展多元化经营，负责开发、建设及运营管理涪陵区的所有港口码头资源。目前主要负责三个码头的建设运营，计划总投资 127.10 亿元，截至 2019 年末已投资 19.43 亿元，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 4：截至 2019 年末公司在建港口项目（亿元）

项目名称	规划总投资	已投资金额
重庆港龙头作业区	115.00	17.76
大石溪码头	4.60	1.50
重庆港清溪作业区	7.50	0.17
合计	127.10	19.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

龙头港是交通运输部“十二五”规划的重点港口，是重庆市“1+3”核心枢纽港之一，定位为长江上游大型的铁、公、水多式联运枢纽港。龙头港总占地约 4,600 亩，估算投资 115.00 亿元，主要分为港区、铁路、疏港道路、办公辅助四个板块。其中港区板块规划建设 5,000 吨级泊位 20 个（其中：多用途泊位 16 个、散货泊位 4 个），设计年通过能力 3,000 万吨，其中集装箱 150 万标箱，件杂货 500 万吨，散货 1,000 万吨。港区板块计划分五期建设，估算总投资 72.00 亿元。铁路板块占地 1,445 亩，估算投资 23.00 亿元；疏港道路板块配套建设 4 条疏港公路，估算投资 19.00 亿元。办公辅助板块主要规划布置综合办公大楼、职工宿舍、职工食堂等办公

和生活辅助配套设施。估算投资 1.00 亿元。截至 2019 年末龙头港已投资 17.76 亿元。

大石溪码头规划对口服务于白涛化工园区，建设内容为 5 个 1,000 吨级（兼顾 3,000 吨级）货运泊位，设计年通过能力为 422 万吨，达产后预计年收入可达 2,300 万元。清溪作业区规划专门服务于铜铝加工园区，设计泊位 4 个，包括散货泊位 3 个、多用途泊位 1 个，物流处理能力共 280 万吨/年，目前处于前期工作阶段，由于涪陵区严格控制港口建设，加之清溪作业区选址不佳，该项目的后期开展存在一定的不确定性。

公司亦开展房地产开发、客运站经营、酒店住宿、监理服务等多类型业务，各业务经营稳步向好，对公司收入形成一定补充

公司其他业务主要包括房地产、客运站经营、酒店住宿、监理服务、设计服务、试验服务、发电业务等。公司房地产业务主要由下属子公司重庆天科房地产开发有限公司（以下简称“重庆天科”）运营。重庆天科成立于 2013 年，注册资金 2,000 万元，为房地产开发暂定二级资质单位。其开发项目包括天怡苑项目、积人小镇（上街）项目、武陵山酒店集群项目、北山新城项目及南湖雅苑项目。目前上述项目除南湖雅苑项目外仍在建设过程中，暂未产生收入。南湖雅苑项目实际为代建模式，建成后直接出售给重庆工贸技术职业学院教职工，2019 年销售结转收入 4,806.56 万元，包括少量住宅、车库及商业店面。除南湖雅苑外，其余均为商品房项目，最早能实现预售的是天怡苑项目，预售时间为 2020 年 6 月。

客运站经营业务由子公司重庆市涪陵区科顺交通站场管理有限责任公司（以下简称“涪陵科顺”）负责，涪陵科顺持有涪陵区道路运输管理处核发的道路运输经营许可证，主要通过对涪陵客运中心的运营管理，提供票务服务及客运车辆泊位待客服务，按相关国家规定提取客运票价 10% 的客运代理费，以及站务费、例保费、停车费等作为客运

站经营管理收入。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现客运站经营管理收入 1,589.63 万和 251.06 万元。

公司工程监理业务主要由子公司重庆市涪陵区公路工程监理有限公司（以下简称“涪陵监理”）负责。涪陵监理持有交通运输部核发的交通建设工程监理乙级企业资质证书，业务范围为在全国范围内从事二、三类公路工程、桥梁工程、隧道工程项目的监理业务。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现监理收入 483.25 万元和 141.81 万元。

公司经营的酒店主要分布在景区附近，目前在运营的包括涪陵中山宾馆、图语酒店、积人客栈等，均为经济型酒店，旺季入住率约为 80%、淡季入住率约为 25%。目前公司正在按 5 星级标准建设武陵山云海酒店，房间有 168 间，已于 2020 年 5 月开业。未来随着武陵山景区的进一步发展，公司酒店住宿业务的前景良好。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现住宿收入 516.92 万元和 6.16 万元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度财务报告以及未经审计的 2020 年一季度报表；各期财务报表均按照新会计准则编制，以下分析基于各期财务报表期末数。

2019 年，公司收入及利润均有所下降，收入回款情况依然较好；利润仍主要来源于政府补助，主营业务盈利能力依然较弱

营业总收入：2019 年以来，公司仍保持较为多元的收入结构，且工程建造业务依然为公司主要的收入来源。2019 年，公司建造合同收入同比略有增长，除房地产销售业务外的其余板块收入整体亦有所增长；但受房地产项目开发及交付进度影响，当期房地产销售收入同比显著下降，导致公司营业总收入同比亦有所减少。

表 5：近年来公司主要业务收入及毛利率（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
建造合同收入	17.91	15.51	15.85	3.21
发电收入	0.002	0.002	-	-
客运站经营管理收入	0.12	0.15	0.16	0.03
旅游收入	0.94	1.07	1.10	0.22
实验费收入	0.06	0.03	0.05	0.01
监理收入	0.09	0.05	0.05	0.01
住宿收入	0.06	0.07	0.05	0.001
设计费收入	0.06	0.02	0.05	0.01
房地产销售收入	-	2.50	0.48	-
其他	0.08	0.06	0.07	0.002
营业总收入	19.31	19.45	17.86	3.50
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
建造合同收入	5.44%	6.03%	6.49%	6.57%
发电收入	-49.83%	-118.82%	--	--
客运站经营管理收入	1.65%	-19.03%	2.68%	2.77%
旅游收入	86.09%	60.30%	48.68%	42.24%
实验费收入	47.65%	5.77%	45.06%	59.66%
监理收入	66.84%	36.85%	34.06%	69.35%
住宿收入	79.59%	80.41%	72.73%	26.86%
设计费收入	65.09%	-2.06%	57.02%	56.90%
房地产销售收入	--	2.79%	1.85%	--
其他业务	95.68%	99.46%	78.44%	13.27%
营业毛利率	10.50%	8.99%	9.71%	9.42%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

收现比：2019 年，公司收现比同比略有下降，但仍维持较高水平；2020 年 1~3 月，收现比有所升高，整体来看公司收入回款情况依然较好。

营业毛利率：2019 年，受益于公司工程建造业务毛利率保持增长，且毛利率较低的房地产销售业务收入占比下降，当期公司营业毛利率同比小幅提高。2020 年 1~3 月，公司营业毛利率略有降低。

期间费用：近年来，由于公司利息支出资本化规模较大，且每年保持一定规模的利息收入，使得财务费用均为负。2019 年，公司期间费用仍主要由销售费用和管理费用构成，当期销售费用与上年持平、管理费用同比略有增长，使得期间费用亦略有上升；同时受当期营业总收入下降影响，公司期间费用率小幅上升，但整体仍处于较低水平，公司费用控制能力依然较好。

利润总额：2019 年，公司利润仍主要来源于政

府补助，主营业务盈利能力依然较弱；且当期受政府补助减少影响，公司利润规模同比有所下降。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
营业总收入	19.31	19.45	17.86	3.50
收现比 (X)	1.00	0.94	0.93	1.11
营业毛利率	10.50%	8.99%	9.71%	9.42%
期间费用率	6.62%	6.48%	7.55%	6.73%
经营性业务利润	2.64	2.43	1.77	0.07
其他收益	2.05	2.14	1.58	0.00
利润总额	2.61	1.92	1.70	0.07
净利润	1.98	1.33	1.16	0.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，公司总资产及总债务规模均有所扩大，资产负债率和总资本化比率整体亦有所升高，财务杠杆已处于较高水平；公司债务仍以长期债务为主，债务结构合理

总资产：2019 年以来，公司总资产延续逐年增长态势，资产主要由货币资金、存货、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产组成。2019 年以来，公司货币资金规模有所波动，2020 年 3 月末为 18.50 亿元，均未受限。公司存货主要为工程建造业务所对应的开发成本和已完工未结算资产，2019 年以来规模较为稳定。公司固定资产主要为武陵山游客接待中心、高山湾交通综合枢纽中心以及索道等资产，2019 年来受资产折旧影响而略有下降。公司在建工程主要为龙头港码头、武陵山大裂谷景区工程等景区、港口项目建设投入，2019 年以来随着项目建设的推进而不断增长。公司无形资产主要为通过政府注入和购买方式取得的土地使用权和特许使用权，2019 年以来受资产摊销影响而略有下降。公司其他非流动资产主要为政府无偿划拨的储备用地，2019 年以来规模保持不变。

表 7：近年来公司资产主要构成（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	135.85	163.57	164.67	177.32
货币资金	16.89	18.73	7.41	18.50
存货	52.55	62.97	63.19	62.69
固定资产	2.95	16.31	15.73	15.58
在建工程	27.27	25.09	34.67	37.35
无形资产	16.39	19.86	19.71	19.71

其他非流动资产	12.82	12.88	12.88	12.88
应收类款项/总资产	2.76%	2.98%	4.90%	4.10%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益：2019年以来，公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润组成，其中实收资本保持不变、资本公积受重庆市涪陵中龙交通建设有限公司股权被无偿划出影响而略有下降；但受益于利润积累，未分配利润小幅增长，公司所有者权益较2018年末仍实现小幅增长。

资本结构和债务结构：公司总负债主要由应付账款和总债务组成，应付账款主要为应付工程款，2019年以来呈小幅波动态势；总债务随业务规模扩大而逐年增长，促使公司总负债亦有所增长。2019年以来，资产负债率和总资本化比率整体亦有所提高，财务杠杆已处于较高水平。从债务结构来看，2019年以来，公司债务仍以长期债务为主，债务依然较为合理。

表 8：近年来公司资本结构和债务结构（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
总负债	90.39	109.82	109.86	122.46
应付账款	8.30	7.70	7.89	6.41
总债务	74.55	91.84	94.06	108.38
短期债务	31.36	12.93	19.01	12.43
短期债务/总债务	0.42	0.14	0.20	0.11
所有者权益	45.46	53.75	54.81	54.85
资产负债率	66.54%	67.14%	66.71%	69.06%
总资本化比率	62.12%	63.08%	63.18%	66.39%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年，公司经营获现能力有所下降，投融资活动现金流均呈净流出状态；经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的覆盖能力均有所弱化，公司长期偿债能力较弱；2020年3月末，货币资金对短期债务的保障能力较强，短期偿债压力较小

现金流：2019年，受公司营业总收入下降且当期收现比略有降低以及往来款净流出规模小幅扩大影响，经营活动净现金流同比有所下降，经营获现能力有所降低。同期，随着武陵山大裂谷景区工程等在建自营项目建设的推进，公司投资活动现金流仍呈净流出状态，但净流出规模同比有所缩小。

同期，公司新增融资及债务偿还规模均有所减少，但债务偿还规模相对较大，使得当期筹资活动现金流呈净流出状态。

偿债能力：2019年，公司利润水平小幅下降，但由于利息支出及资产折旧、摊销规模扩大，当期EBITDA同比仍小幅增长。但由于公司债务本息相对较高，EBITDA对债务本息的覆盖能力仍均较弱。2019年，由于公司经营活动净现金流有所下降，其对债务本息的保障能力进一步减弱。此外，2019年以来货币资金和短期债务均有所波动，2019年末和2020年3月末货币资金/短期债务先降后升，2020年3月末为1.49倍，短期偿债压力较小。

表 9：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	1.52	3.67	1.31	1.22
投资活动净现金流	-9.07	-15.31	-9.71	-2.67
筹资活动净现金流	20.32	13.48	-2.92	12.55
EBITDA	3.04	2.32	2.42	--
经营活动净现金流/总债务	0.02	0.04	0.01	--
经营活动净现金流/利息支出	0.39	0.96	0.22	--
总债务/EBITDA	24.51	39.51	38.83	--
EBITDA利息保障倍数	0.78	0.61	0.41	--
货币资金/短期债务	0.54	1.45	0.39	1.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产受限规模较小，对外担保代偿风险较低，未来几年面临一定的债务到期压力

受限资产：公司受限资产主要包括土地使用权、房屋及建筑物以及子公司股权，截至2020年3月末，受限资产评估值为3.77亿元。

对外担保：公司仅对重庆市涪陵区新城区开发（集团）有限公司（以下简称“新区集团”）的借款进行担保，截至2020年3月末担保余额为9.60亿元，占净资产规模的比例为17.50%。新区集团亦为涪陵区国有资产监督管理委员会（以下简称“涪陵国资委”）全资控股企业，主要负责涪陵新城区内的基础设施和保障房建设，公司对其担保的代偿风险较小。

银行授信：公司与中国农业发展银行、浦发银

行、中国银行和广发银行等多家银行机构保持着良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司累计获得银行授信 46.50 亿元，其中已使用额度为 39.10 亿元。

到期债务分布：截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 108.38 亿元，其中 2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年分别到期 7.25 亿元、26.85 亿元和 11.17 亿元，面临一定的债务到期压力。

表 10：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
到期金额	7.25	26.85	11.17	64.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 9 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息等信贷违约记录，未出现过已发行债务融资工具到期未支付利息或未偿还本金情形。

外部支持

作为涪陵区交通基础设施建设和旅游资源开发的重要投融资主体，2019 年公司继续获得一定的外部支持

公司作为涪陵区国资委全资控股企业，2019 年以来仍定位于涪陵区交通基础设施建设和旅游资源开发的重要投融资主体，在资金及政府补助等方面继续获得涪陵区政府的一定支持。

2019 年，公司收到涪陵区政府拨付的港口建设资金 779.00 万元、龙头港一期工程土地交易服务费 1,167.43 万元，对公司项目建设提供了一定的资金支持。

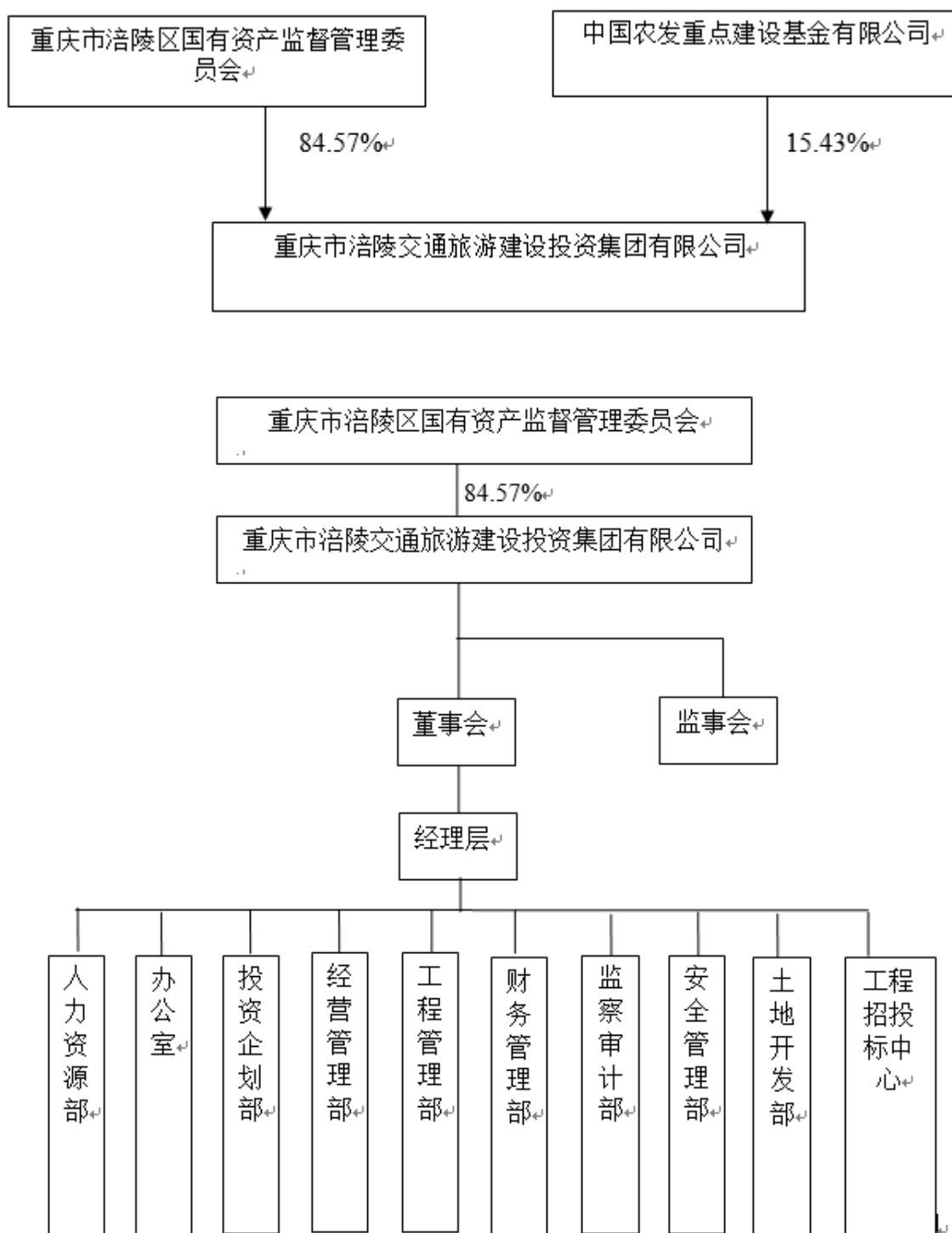
根据涪财政发[2014]21 号《重庆市涪陵区财政局关于落实区政府决议给予重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司财政补贴的通知》，2014~2020 年涪陵区财政局将分批次给予公司财政补贴，专项用于武陵山旅游度假区的基础设施建设；其中，2014~2016 年财政补贴标准为 6,500 万

元/年，2017~2020 年在原有每年补贴金额基础上，根据当年区财政情况及项目实际投资需求酌情予以增加。2019 年公司收到日常经营补贴、高山湾日常经营补贴等政府补助合计为 1.58 亿元，对公司营运资金形成一定补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆市涪陵交通旅游建设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“20 涪交 02”的债项信用等级为 **AA**。

附一：重庆市涪陵交通旅游建设投资集团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：重庆市涪陵交通旅游建设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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	168,863.75	187,307.55	74,055.37	185,034.16
应收账款	24,160.70	24,161.75	51,466.71	49,686.71
其他应收款	13,276.67	24,516.21	29,229.89	22,945.77
存货	525,548.91	629,673.07	631,942.22	626,902.41
长期投资	12,379.83	8,363.69	8,362.38	8,362.38
在建工程	272,720.83	250,866.27	346,748.18	373,450.82
无形资产	163,888.65	198,559.61	197,146.34	197,146.34
总资产	1,358,502.10	1,635,747.50	1,646,679.40	1,773,192.19
其他应付款	54,064.95	41,510.44	15,327.24	13,920.71
短期债务	313,633.04	129,279.76	190,139.54	124,343.00
长期债务	431,872.22	789,132.29	750,485.20	959,422.80
总债务	745,505.26	918,412.06	940,624.74	1,083,765.80
总负债	903,926.12	1,098,214.08	1,098,573.59	1,224,643.27
费用化利息支出	193.53	212.88	1,913.09	--
资本化利息支出	38,597.58	38,013.52	56,697.05	--
实收资本	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
少数股东权益	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
所有者权益合计	454,575.98	537,533.42	548,105.80	548,548.91
营业总收入	193,089.80	194,537.91	178,593.59	34,954.38
经营性业务利润	26,413.48	24,345.78	17,697.97	725.88
投资收益	1.39	93.13	53.99	0.00
净利润	19,760.57	13,267.34	11,572.38	443.11
EBIT	26,289.03	19,373.53	18,927.75	--
EBITDA	30,418.68	23,247.49	24,227.03	--
销售商品、提供劳务收到的现金	192,787.14	183,300.33	165,949.82	38,831.64
收到其他与经营活动有关的现金	41,783.82	28,370.60	20,278.35	11,592.34
购买商品、接受劳务支付的现金	180,824.79	126,637.45	124,676.52	26,511.33
支付其他与经营活动有关的现金	13,159.29	29,810.23	26,222.23	6,954.36
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	88,739.64	151,734.88	97,130.86	26,702.64
经营活动产生现金净流量	15,171.23	36,694.53	13,086.38	12,225.66
投资活动产生现金净流量	-90,739.64	-153,096.06	-97,130.86	-26,702.64
筹资活动产生现金净流量	203,157.35	134,845.32	-29,207.69	125,455.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	10.50	8.99	9.71	9.42
期间费用率(%)	6.62	6.48	7.55	6.73
应收类款项/总资产(%)	2.76	2.98	4.90	4.10
收现比(X)	1.00	0.94	0.93	1.11
总资产收益率(%)	2.11	1.29	1.15	--
资产负债率(%)	66.54	67.14	66.71	69.06
总资本化比率(%)	62.12	63.08	63.18	66.39
短期债务/总债务(X)	0.42	0.14	0.20	0.11
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.63	0.60	0.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.39	0.96	0.22	--
总债务/EBITDA(X)	24.51	39.51	38.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.18	0.13	--
货币资金/短期债务(X)	0.54	1.45	0.39	1.49
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.78	0.61	0.41	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时，将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、公司未提供2020年一季报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。