

信用等级公告

联合[2015] 1259 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司

2015 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月十四日

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 2015 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 6 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 5 亿元用于偿还银行借款, 1 亿元用于补充运营资金

评级时间: 2015 年 7 月 14 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	281.71	325.89	393.71	377.17
所有者权益(亿元)	102.06	106.80	136.00	136.39
长期债务(亿元)	78.48	109.51	127.80	125.91
全部债务(亿元)	149.88	175.43	203.80	181.13
营业收入(亿元)	21.87	26.33	29.29	4.20
利润总额(亿元)	5.65	5.25	7.60	0.02
EBITDA(亿元)	5.80	5.70	7.99	--
经营性净现金流(亿元)	-10.49	20.77	-6.73	3.86
营业利润率(%)	25.44	26.70	17.46	6.16
净资产收益率(%)	4.03	3.97	4.12	--
资产负债率(%)	63.77	67.23	65.46	63.84
全部债务资本化比率(%)	59.49	62.16	59.98	57.04
流动比率(%)	226.36	246.60	225.90	242.48
全部债务/EBITDA(倍)	25.84	30.78	25.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.97	0.95	1.33	--

注: 1、2015 年一季度财务数据未经审计;

2、公司其他流动负债中的短期融资券在计算短期债务指标时已调整计入短期债务。

分析师

于芷崧 李毅婷

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为重庆市江北嘴中央商务区基础设施建设投融资主体,在区域经营环境、土地收储和政府支持等方面的突出优势。同时,联合资信也关注到房地产调控政策以及公司债务负担较重等因素有可能对公司经营发展产生的不利影响。

公司负责开发的江北嘴中央商务区属于重庆市两江新区规划中的十大功能区之一;两江新区开发建设已纳入国家发展战略,获得中央及重庆市政府的大力支持。作为江北嘴中央商务区基础设施建设的投融资主体,公司区域地位显著,外部支持明确;随着重庆市区域经济的快速发展,公司负责收储的存量土地存在一定升值空间,盈利能力有望进一步增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种,具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 近年来重庆市经济呈现快速发展趋势,地方财政实力保持较快增长,公司负责开发的江北嘴中央商务区为两江新区十大功能区之一,经营发展外部环境良好。
2. 近年来公司在土地划拨、土地出让金返还、资产划拨以及税收政策等方面获得政

府支持力度较大。

3. 公司储备的土地存量较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

关注

1. 公司承担了部分的政府公益性项目的投资建设，其经营决策受政府影响较高。
2. 近年来受土地市场行情的影响，公司土地出让面积波动较大，对公司土地储备管理业务的收入和盈利能力有一定影响。
3. 公司未来土地储备整治和基础设施建设投资规模较大，存在较大的资金需求压力。
4. 本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 2015 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司前身为经重庆市人民政府（以下简称“重庆市政府”）《关于组建重庆市江北城开发投资有限公司的批复》（渝府【2005】188号）文件批准，由重庆市城市建设投资公司（以下简称“重庆城投公司”）于2005年11月出资组建的重庆市江北城开发投资有限公司，2011年11月公司更为现名。公司初始注册资本20亿元。2006年，重庆市国资委根据《关于重庆市江北城开发投资有限公司收购储备重庆竞博集团等单位土地的通知》（渝国有资产【2006】182号）文件和第十六期《关于重庆市江北城开发投资有限公司土地出让金转增国家资本金有关问题的会议纪要》，以货币资金96112.74万元和土地使用权103887.26万元置换原重庆城投公司的全部出资。上述货币资金已于2006年全部到位，并经重庆恒基会计师事务所有限责任公司出具的验资报告审验（重恒所验【2006】第9118号）。根据重庆市政府渝府【2013】90号《关于无偿划转重庆保税港区开发管理有限公司等4户企业的批复》，重庆市政府以2013年9月30日为基准日，将公司整体建制由重庆市国资委无偿划转给重庆两江新区管理委员会管理。截至2015年3月底，公司注册资本和实收资本均为人民币20亿元。重庆两江新区管理委员会管理持有公司100%股权，重庆两江新区管理委员会为公司的实际控制人。

公司经营范围包括利用自有资金对重庆市政府授权范围内开发项目进行投资，土地储备整治，房地产开发、物业管理、从事建筑相关业务（凭资质证书执业），房地产经纪、房地产营销策划、房屋销售，销售建筑材料（不含危险化学品），销售、租赁建筑机械设备，空调用冷热源的生产、销售，空调维修、保养服务，设计、制作、代理、发布国内广告，企业管理咨询服务，商务信息咨询服务，

企业形象策划，房屋租赁，停车服务等。

截至2014年底，公司本部设办公室、财务部、发展经营部、工程管理部、人力资源部、党群（纪检）部、土地中心和法务审计部等8个职能部门；拥有纳入合并报表范围的二级子公司5家，包括：重庆市江北嘴置业有限公司（以下简称“江北嘴置业”）、重庆渝海控股（集团）有限责任公司（以下简称“渝海控股”）、重庆市广阳岛开发投资有限公司、重庆市江北嘴水源空调有限公司和重庆市江北嘴股权投资基金管理有限公司；拥有在职员工1364人。

截至2014年底，公司合并资产总额为393.71亿元，所有者权益合计为136.00亿元（其中少数股东权益-0.49亿元）。2014年，公司实现营业收入29.29亿元，利润总额7.60亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为377.17亿元，所有者权益合计为136.39亿元（其中少数股东权益-0.48亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入4.20亿元，利润总额0.02亿元。

公司注册地址：重庆市江北区江北城西大街29号；法定代表人：李毅。

二、本期中期票据概况

公司计划于2015年注册并于2015年发行金额为6亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”）。其中，5亿元用于偿还银行借款，1亿元用于补充运营资金。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在

主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率²在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向股东分红（合并范围内子公司）或者减少注册资本。公司如果向股东分红（合并范围内子公司）或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未

付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据如不赎回，从第 5 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA 企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（2）本期中期票据在除发生向股东分红（合并范围内子公司）和减少注册资本事件时，可递延利息支付。首先，公司根据《重庆市人民政府办公厅关于印发重庆市市级企业国有资本经营收益收缴管理办法（试行）的通知》（渝办发【2008】269 号）（以下简称“通知”）上缴国有资本收益，办法规定：经市政府批准设立承担并实施政府公益性、基础设施建设的投资类企业，利润及土地储备净收益由市政府根据当期收益核定上缴。具体管理办法另行制定。国有企业上缴利润以年度合并财务报表反映的“归属于母公司所有者的净利润”抵扣以前年度未弥补亏损后计算缴纳。

企业在年度终了后 4 个月内进行申报，经国有资本经营预算部门在 10 个工作日内完成审核并签署意见后，向市级财政部门申报；市级财政部门对经国有资本经营预算部门审核的申报单位文件资料进行复核，核定缴款金额、时间，并在 15 个工作日内向申报单位开具“非税收入一般缴款书”，国有资本经营预算部门根据核定缴款金额、时间向企业下达国有资本收益上交通知；申报企业应在收到“非税收入一般缴款书”后 15 个工作日内将款项缴入市级财政。故当年应缴纳的国有资本有益的时间节点为次年。其次，按照该办法公司 2013~2015 年，公司分别缴纳 2012~2014 年的国有资本收益 5780.01 万元、6115.00 万元和

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

7941.00 万元。最后，重庆市国资委对下属企业管理者均进行任期经营业绩考核，根据任期经营业绩责任书，市国资委将下属企业的利润总额纳入考核指标。总体看，根据重庆市国资委对下属企业管理者的经营业绩考核，下属企业盈利的可能性大，公司缴纳国有资本收益的可持续性强；从历史国有资本收益缴纳的角度分析，公司业绩良好，持续缴纳国有资本收益的可能性大。公司未来逐年持续缴纳国有资本收益的可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年底，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%

左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年,全国各地城建资金来源和渠道日益丰富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥,不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模,对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策,为城市基础设施建设领域注入了大量的资金,而地方政府也相应出台了许多优惠政策,积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施

建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014年全年,全国固定资产投资总额完成512761亿元,比上年名义增长15.3%,扣除价格因素,实际增长14.7%。其中,固定资产投资(不含农户)502005亿元,增长15.7%;农户投资10756亿元,增长2.0%。东部地区投资206454亿元,比上年增长15.4%;中部地区投资124112亿元,增长17.6%;西部地区投资129171亿元,增长17.2%;东北地区投资46096亿元,增长2.7%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资11983亿元,比上年增长33.9%;第二产业投资208107亿元,增长13.2%;第三产业投资281915亿元,增长16.8%。

截至2014年底,中国城镇化率为54.77%,较上年提高1.04个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投资融资功能,将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政

隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政

府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作

用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

3. 区域经济环境

目前,公司经营与投资的项目主要集中在重庆市江北嘴地区,其经营范围、投资方向及融资能力直接受重庆地区经济增长、财政状况和城市建设水平影响,并与城市规划密切相关。

(1) 重庆市经济发展概况

发展概况

重庆市地处长江上游,位于中西结合部,具有承东启西、左右传递的战略地位,是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。重庆市1997年3月设立直辖市,辖19个区、21个县,总面积8.24万平方公里,常住人口2945万,其中城镇人口1678.11万人,是全国面积最大、行政管辖最宽、人口最多的直辖市。

根据《2014年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据,2014年,全年实现地区生产总值14265.40亿元,比上年增长10.9%。其中,第一产业增加值1061.03亿元,增长4.4%;第二产业增加值6531.86亿元,增长12.7%。第三产业增加值6672.51亿元,增长10.0%。三次产业结构比为7.4:45.8:46.8。非公有制经济实现增加值8750.14亿元,增长11.1%,占全市经济的61.3%。

2014年,重庆市全年实现工业增加值5175.80亿元,比上年增长12.3%,占全市地区生产总值的36.3%。其中规模以上工业增加值增长12.6%。工业总产值21520.41亿元,增长14.0%。其中规模以上工业企业实现总产值18722.51亿元,同比增长14.6%。其中,大中型企业总产值13378.59亿元,增长11.4%;国有控股企业总产值5031.02亿元,增长10.3%。

2014年,重庆市全年完成固定资产投资总额13223.75亿元,比上年增长18.0%。其中,第一产业投资486.91亿元,增长10.3%;第二产业投资4167.87亿元,增长17.9%;第三产业投资8568.97亿元,增长18.5%。基础设施建设投资3386.23亿元,增长14.3%,占全市固定资产投资的25.6%;民间投资6558.04亿元,增长27.1%,占全市固定资产投资的比重为49.6%。

整体看,近几年重庆市经济发展迅速,经济实力不断增强,未来在国家政策和周边城市的带动下,重庆市经济有望保持持续快速发展趋势。

财政实力

从重庆市地方财政总收入构成来看,2014年重庆市年一般公共预算收入1921.88亿元,比上年增长13.9%。其中税收收入1281.70亿元,增长15.2%。一般公共预算支出3303.72亿元,比上年增长8.0%。

近年来,受两江新区建设提速、扩城战略提升土地价值以及新兴产业效益显现等因素影响,重庆市经济保持快速发展趋势,地方财政收入稳步增长。

表1 2012~2014年重庆市财政收入情况

科目	2012年	2013年	2014年
	金额(亿元)	金额(亿元)	金额(亿元)
一般公共预算收入	1703.50	1692.92	1921.88
其中:税收收入	970.20	1112.30	1281.70
非税收入	733.30	580.62	640.18

资料来源:重庆市国民经济和社会发展统计公告,联合资信整理。

总体看,在经济快速发展带动下,重庆市政府财政实力不断增强。

(2) 两江新区概况

重庆两江新区位于重庆主城区长江以北、嘉陵江以东,规划面积1200平方公里,其中可

开发建设面积550平方公里，涵盖江北区、渝北区、北碚区三个行政区部分区域及北部新区，拥有内陆唯一的保税港区——两路寸滩保税港区。两江新区于2010年6月18日挂牌成立，为国家级开发开放新区，也是继上海浦东新区、天津滨海新区后，由国务院直接批复的第三个国家级开发开放新区。

两江新区分为现代服务业、先进制造业、都市综合功能区三大板块；形成十大功能区，即江北嘴中央商务区、保税港区、鱼复现代制造和物流区、龙兴先进制造区、北部都市经济区、空港临港产业区、悦来会展城、蔡家高新技术产业区、水复生态产业区、木古出口加工区。在产业布局上，将形成轨道交通、电力装备（含核电、风电等）、新能源汽车、电子信息、节能材料等五大战略性新兴产业，以及国家级研发总部、重大科研成果转化基地、数据中心等三大战略性新兴产业布局，并加快培育一批高成长性新兴产业集群，形成“5+3”的战略性布局。

依据两江新区“三步走”发展战略，即“两年初见成效，五年形成框架、十年基本建成”。到2015年，实现地区生产总值超过3200亿；到2020年，两江新区将建成功能现代、产业高端、总部聚集、生态宜居，具有国际影响力和内陆开放示范效应的新区，GDP达到6400亿元，工业总产值达到10000亿元。

总体看，两江新区开发建设已纳入国家发展战略，获得中央及重庆市政府的大力支持。两江新区内外部环境总体有利，经济发展状况向好。

（3）江北嘴中央商务区概况

江北嘴中央商务区系重庆建设长江上游金融中心的核心区，属于两江新区规划中的十大功能区之一。江北嘴中央商务区占地5平方公里，东起大佛寺长江大桥，西至嘉陵江黄花园大桥，江岸线长约6公里，以朝天门大桥为界，上游为核心区——江北城，占地2.26平方公里；下游为拓展区——溉澜溪，占地2.7平方公里。从地理位置来看，江北嘴中央商务区东

临长江黄金水道，南濒嘉陵江，距寸滩保税港区、解放碑商圈、观音桥商圈各3公里，处于“一区两圈”的交汇点，地理位置优越。

江北嘴中央商务区按照“双城一轴五区”（“双城”：记忆之城、未来之城；“一轴”：中部联系两江四岸的核心景观主轴；“五区”：商务办公区、综合服务区、混合使用区、休闲娱乐区和配套居住区）的城市空间进行布局，集中建设高档办公写字楼、金融服务设施和重庆大剧院、重庆科技馆等大型公益文化设施。截止目前，江北嘴中央商务区已经完成土地拆迁整治、市政道路和综合管网、江溉路及护岸综合整治、重庆大剧院和重庆科技馆等市政基础设施和公益文化设施的建设，从市政基础设施和公建配套阶段全面转入了项目开发和城市形象功能的建设阶段。并成功引进了中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、国家开发银行、华夏银行、重庆银行、重庆农村商业银行、西南证券、保险公司等20余家重点金融机构在此设立区域总部，香港九龙仓、台湾越洋、北京金融街等知名企业开发商业地产项目。

依据规划，2018年，一个功能完善、配套齐全的长江上游金融核心区将全面建成，集聚全市80%的金融机构，30%的存贷款余额，使重庆金融业实现增加值达到750亿元。

整体看，作为两江新区十大功能区之一的江北嘴中央商务区定位明确，发展趋势向好。未来随着重庆市经济快速发展以及两江新区建设的不断深入，公司经营发展面临外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

根据重庆市人民政府渝府【2013】90号《关于无偿划转重庆保税港区开发管理有限公司等4户企业的批复》，重庆市人民政府以2013年9月30日为基准日，将公司整体建制由重庆市国资委无偿划转给重庆两江新区管理委员

会管理。公司的实际控制人为重庆两江新区管理委员会。

2. 企业规模

公司为重庆市江北嘴中央商务区基础设施建设投融资主体，主要职责是政府授权范围内的土地储备整治及配套城市基础设施建设等。

公司自成立以来，承担了江北嘴地区一系列市政基础设施项目的投融资和建设，主要包括重庆大剧院、中央公园及配套设施、溉澜溪河道整治工程等项目。同时，公司储备的土地大部分处于重庆市“两江新区”的核心功能区，具有独特的地理优势，有较大的升值空间，未来土地出让收益前景良好。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员4人，其中总经理1名，副总经理2名，财务总监1人。

公司董事长兼党委书记李毅先生，50岁，硕士学历，高级工程师。历任重庆市规划设计研究院院长，重庆市江北区人民政府副区长，重庆市城市建设投资公司副总经理，重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司董事、总经理。2005年8月起，任公司总经理、董事兼党委委员。2013年任公司董事长、党委书记。

公司总经理、董事兼党委副书记陈刚先生，54岁，硕士学历，经济师。历任重庆巴南区国土资源局副局长、局长、党组书记，重庆市国地资产经营管理有限公司总经理，重庆渝富资产经营管理集团有限公司副总经理、党委委员，兼任重庆渝富地产有限公司董事长，兼任重庆钢铁集团矿业有限公司董事，兼任重庆金融后援服务有限公司董事。2013年任公司总经理、董事兼党委副书记。

截至2015年3月底，公司拥有在职员工1364人。按学历构成划分，公司拥有研究生及以上学历职员为44人，占总人数的比例为3.22%，拥有大学本科学历职员422人，占比为

30.94%，拥有大专以上学历职员302人，占比为22.14%，拥有大专以下学历职员为596人，占比为43.70%；按年龄构成划分，45岁以上员工占比为14.88%，35~45岁的员工占比为54.69%，35岁以下的员工占比为30.43%；按所取得的技术职称划分，拥有中级及以上职称的员工占比为32.55%，拥有初级职称的员工占比为12.76%。

总体来看，公司高管人员具有政府工作背景和较强的专业素质，相关管理经验丰富，管理水平较高。公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

4. 政府支持

作为江北嘴地区最主要的开发建设主体，公司在土地划拨、土地出让金返还、资产划拨以及税收政策等方面得到重庆市政府的有力支持，为公司持续发展提供了可靠的保障。

土地划拨

经重庆市人民政府《关于组建重庆市江北城开发投资有限公司的批复》（渝府【2005】188号）和《关于调整国有土地储备的批复》（渝府地【2007】827号）文件批准，公司负责对江北区江北城、溉澜溪、大佛寺和民生物流园等共计约7610亩土地进行储备整治。

根据重庆市人民政府《关于重庆市江北城开发投资有限公司收购储备长安汽车（集团）有限责任公司部分国有土地的批复》（渝府地【2006】576号）文件，原长安汽车（集团）有限责任公司的约1552.8亩的国有土地使用权作为公司商业、居住等城市建设综合用地储备。

经重庆市人民政府《关于重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司储备土地的批复》（渝府地【2010】638号、渝府【2012】50号和渝府【2012】135号）和《关于重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司储备整治江洲立交节余土地的批复》（渝府【2010】197号）文件批准，广阳岛（约8895.10亩）、北碚施加

梁自动化仪表研究所周边地块（约603.7亩）、峡口镇茶园新城E标准分区（约1121.56亩）和江洲立交旁观音桥组团0标准分区003、004地块（约36.46亩）的土地作为公司土地储备，由公司负责进行土地储备整治。其中广阳岛位于重庆市南岸区，为长江流域内河第二大岛，也是距重庆主城区内最近、面积最大的滨河岛屿，未来将规划建成为主城区大型户外郊野公园和高品质生活区。

截至2015年3月底，公司拥有经重庆市政府批准的可用于储备整治的土地合计19969.96亩，已出让的土地3901.14亩，主要集中在江溉片区和长安厂片区，剩余尚未出让的土地合计16068.82亩。

土地出让金返还

为平衡公司土地储备整治成本和基础设施建设投入，根据《重庆市人民政府办公厅关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》（渝办发【2007】74号）文件规定，公司负责整治的土地出让收入中的土地储备整治成本，由市财政部门直接拨付给公司。

根据重庆市财政局《关于对市江北嘴中央商务区开发投资有限公司提取管理费用使用问题的批复》（渝财建【2009】678号），公司按当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费的8%或当期城市房屋拆迁安置补偿成本支出总额的4%，以及当期整治工程的前期工程费和整治工程费支出总额的8%确认土地储备管理收入；经重庆市财政局《关于对市江北嘴中央商务区开发投资有限公司储备整治资金使用问题的批复》（渝财建【2010】694号）批准，公司将土地出让金收益部分的10%确认为土地储备管理收入。上述资金用于公司江溉片区等建设项目中的江北城道路与市政管网、中央公园等基础设施，以及公共配套设施发生的建设、绿化工作支出。

资产划拨

根据重庆市国资委《关于重庆市城市建设投资公司、重庆市江北嘴中央商务区开发投资

有限公司资产债务划转的通知》（渝国资【2007】83号），重庆市城市建设投资公司以2007年11月30日为划转基准日将江溉片区土地整治所形成的资产、负债和国有权益划转给公司。划转后，公司的资本公积增加56.85亿元。

根据重庆市国资委《关于将渝海集团无偿划转给江北嘴公司的通知》（渝国资【2009】796号），重庆市国资委以2009年12月31日为基准日，将渝海控股成建制整体无偿划转给公司作为全资子公司进行管理。

税收政策

根据重庆市国家税务局直属税务分局出具的《减、免税批准通知书》（渝国税直减【2009】2号），公司符合西部大开发税收优惠政策条件，享受企业所得税减免政策，减按15%的税率征收企业所得税。根据财政部、海关总署、国家税务总局联合下发了的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税【2011】58号），自2011年1月1日至2020年12月31日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按15%的税率征收企业所得税。经重庆市国家税务局直属分局批准，公司继续享受西部大开发减免，2011年度至2020年度企业所得税减按15%的税率征收。

经重庆市渝中区地方税务局直属分局中地税发【2004】23号文批准，公司子公司重庆华兴工程监理公司享受西部大开发减免，减按15%的税率征收企业所得税。

根据《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税【2008】156号）的规定，公司子公司重庆渝恒建筑材料有限公司属于资源综合利用企业，符合减免税条件，免征增值税。

根据重庆市人民政府《关于组建重庆市江北城开发投资有限公司的批复》（渝府【2005】188号），公司江溉片区各建设项目的营业税及附加税费由重庆市地税局负责集中征收，由重庆市财政统一返还，专项用于基础设施建设；江溉片区土地使用权出让，由重庆市国土行政

管理部门实行“招拍挂”，并按规定免收土地交易有关税费。

总体来看，重庆市政府在土地划拨、土地出让金返还、资产划拨、税收政策等方面给予公司支持力度较大，且具备一定的持续性，为公司经营发展形成有力保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是根据重庆市人民政府批准，按照《中华人民共和国公司法》组建，根据公司章程，公司出资人为重庆两江新区管委会（以下简称“两江新区管委会”），公司不设股东会，由重庆两江新区管委会行使股东会职权。职工代表担任的董事依法由职工代表大会民主选举产生或更换，报两江新区管委会备案；非由职工代表担任的董事由两江新区管委会委派或更换。董事会设董事长1人，由两江新区管委会在公司董事会成员中指定。董事每届任期三年。董事会对两江新区管委会负责，向两江新区管委会报告工作。

公司设监事会。监事会成员5人，由职工代表监事2人和非由职工代表担任的监事3人组成。职工代表担任的监事依法由职工代表大会民主选举产生，报两江新区管委会备案；非由职工代表担任的监事由两江新区管委会委派或更换。监事会设监事会主席1人，由两江新区管委会在公司监事会成员中指定。监事每届任期三年。任期届满，经两江新区管委会委派或经职工代表大会民主选举可连任。

公司设总经理1人、副总经理、财务总监及其他高级管理人员5-7名，由董事会聘任或解聘。经两江新区管委会同意，董事可以兼任总经理聘期3年，连聘可以连任。总经理向董事会报告工作。

2. 管理水平

从内部管理来看，公司本部设办公室、财

务部、发展经营部、工程管理部、人力资源部、党群（纪检）部、土地中心和法务审计部、监事办等8个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《资金管理办法》、《财务预算管理办法》，集团公司实行统一领导、分级管理的财务管理体系；集团公司设置财务部，负责财务管理工作；集团公司根据业务发展需要配置相应的岗位和人员。该制度和管理办法规定了各方在公司财务管理中的职责，规范了包括资金、有价证券及票据、应收及预付款、存货、固定资产、无形资产、其他资产、或有负债及担保、收入、成本费用、收益分配和财务预算等事项在内的管理方法。资金管理方面，公司实行内部资金集中统一管理制度。建立内部资金调度控制制度，明确资金调度的条件、权限和程序，统一筹集、使用和管理资金。

在投资管理方面，公司制定了详细的投资管理制度，包括投资原则、投资范畴、投资管理组织形式、投资决策程序、投资项目、投资的转让与回收等，集团公司董事会是集团公司最高的投资决策机构。

在对工程质量控制方面，公司制定了《建设工程质量管理办法》，明确各部门职责，规范了对工程施工阶段工程质量管理流程，包括施工阶段工程质量管理、质保期质量管理，及质量问题与事故的处理等方法。

在合同管理方面，公司制定了《合同管理办法》，规定合同事项的范围，明确各部门职责，规范了合同管理流程，包括合同谈判、合同审查、合同审签、合同签章，合同风险管理及合同变更等事项，同时，规定了子公司的合同管理，子公司合同管理纳入集团公司监督管理，集团公司相关部门对子公司合同管理工作进行监督。

总体看，公司已建立起较为完善的法人治理结构，管理较为规范，但由于公司承担政府性项目的投资建设较多，目前公司市场化运作

程度偏低，对政府依赖程度较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为重庆市政府直属的基础设施投资开发主体，主要职责是政府授权范围内的土地储备整治及配套城市基础设施建设等。

2012~2014年，公司营业收入年均复合增长15.72%，其中2014年实现主营业务收入29.11亿元，同比增长12.22%，主要是由于公司工程建设收入增长所致。

从收入构成来看，土地储备整治管理、工程建设和房屋销售是公司的主要收入来源，其

他业务还包括房屋租赁、物业管理、监理等，占营业收入的比重相对较小。

2012~2014年，公司主营业务毛利率呈现波动下降，2014年公司主营业务毛利率为24.50%，同比下降9.00个百分点，主要由于毛利率较高的土地储备管理业务收入占比及毛利率均有所下降所致。

2015年1~3月，公司实现营业收入4.20亿元，实现综合毛利率10.45%，较2014年下降14.16个百分点，主要由于一季度土地整治投入减少，导致计提的土地管理费收入减少，此外土地出让收益10.00%的计提在每年年底确认收入，成本计入当期，导致综合毛利率降低。

表2 2012~2014年及2015年1~3月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~3月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地储备管理	24811.91	93.96	31657.99	95.13	8070.03	80.34	557.53	-26.74
工程建设	88139.47	5.13	122062.72	4.30	161458.95	4.05	32796.81	4.87
房屋租赁和物业管理	7159.02	21.74	9271.26	23.29	13213.45	31.98	2654.67	15.10
监理费	6168.93	18.91	6860.06	22.00	7296.18	24.03	2011.86	17.04
房屋销售	88828.97	45.18	87556.85	53.06	99154.47	51.82	3282.53	62.24
其他	2160.31	74.27	1969.00	71.66	1932.10	48.20	608.42	73.89
主营业务收入	217268.61	33.27	259377.89	33.50	291125.18	24.50	41911.82	11.18
其他业务收入	1435.84	66.98	3934.49	82.41	1728.28	43.51	130.04	-190.35
合计	218704.45	33.50	263312.38	34.23	292853.46	24.61	42041.86	10.45

资料来源：公司提供

2. 业务运营

（1）土地储备管理

公司经重庆市人民政府授权，负责对江北嘴、溉澜溪、大佛寺、民生物流园、长安汽车（集团）有限责任公司原有部分工业用地以及广阳岛等共计约19969.96亩土地进行储备整治。2012~2014年，公司分别确认土地储备管理收入24811.91万元、31657.99万元和8070.03万元。

公司土地储备整治管理业务经营模式为：公司对市政府授权范围内的储备土地进行征地、拆迁、整治，经市土地行政主管部门验收合格后，以公开的招、拍、挂方式进行出让，

出让的计划和指标由市国资委下达。重庆市财政局收到购地单位支付的土地出让综合价款，在扣除相关的税费后，将土地出让金中的土地储备整治成本全额返还至公司（主要包括土地储备、整治与管理过程中发生的实际成本和贷款利息等）；收益部分的10%返还给公司，公司将其确认为土地储备管理收入。

根据相关文件规定，公司确认的土地储备管理收入包括三部分：当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费的8%或当期城市房屋拆迁补偿安置成本支出总额的4%；当期整治工程的前期工程费和整治工程费支出总额的8%；当期土地出让金收益部分的10%。上述资金用

于公司江溉片区等建设项目中的江北城道路与市政管网、中央公园等基础设施，以及公共配套设施发生的建设、绿化工作支出。

2012~2014年，公司累计出让土地1205.47亩，总成交价格135.17亿元，出让土地主要集中于江北城片区；2015年1~3月，公司出让土地1宗，面积198.75亩，成交价格为41.34亿元，位于溉澜溪G18、G20、G26。2012~2014年，公司收到的土地整治成本返还金额分别为20.74亿元、43.63亿元和13.10亿元、（在“收到的其他与经营活动相关的现金”科目中反映），

2015年1~3月，公司收到土地出让返还款项8.20亿元。土地储备方面，截至2015年3月底，公司累计已收储的土地达到19969.96亩，主要集中在江溉片区（约7610亩）和广阳岛片区（约8895.10亩），其中江溉片区包括江北城、溉澜溪和寸滩地块；已出让的土地3901.14亩，主要集中在江溉片区和长安厂片区，剩余尚未出让的土地累计为16068.82亩。经公司参照近年来公司重庆市土地市场行情和公司土地出让价格水平，公司目前尚未出让的土地估算出让总价可达400亿元左右。

表3 2012~2015年3月底公司土地出让明细情况

出让时间	地块名称	面积(亩)	成交价格(万元)	购买单位	已返还金额(万元)
2012年	江北区溉澜溪组团B分区02-3/02号宗地	90.01	108520.00	江北嘴置业	21704.00
	江北城A13-1	43.69	174000.00	重庆华城富丽公司	173589.67
	江北城B10、B08-2、B24-3	70.19	94208.00	鸿兆实业集团、澳品商贸公司等	92035.00
	小计	203.89	376728.00	--	287328.67
2013年	溉澜溪G08-4、G11、G09-4、G12-1、G13-1	423.59	537221.00	保利(重庆)投资实业、成都金色年代投资等	290747.93
	小计	423.59	537221.00	--	290747.93
2014年	南岸区茶园组团W分区W7-3、W3-14、W3-16、W2-16、W3-18、W3-10、W3-11、W3-12	297.45	151512.00	重庆市广阳岛开发投资有限公司	45440.68
	溉澜溪G15/03、G16-1/03、G16-2/02、G16-3/03、G17-1/02	230.00	245482.00	重庆创盈锦玺置业有限公司	49097.00
	大石坝地块A宗	50.54	40838.16	重庆北部土地储备(土地拍卖)中心	36500.00
	小计	577.99	437832.16	--	131037.68
2015年3月	溉澜溪G18、G20、G26	198.75	413436.00	重庆恒大鑫溉置业有限公司	82688.00
	小计	198.75	413436.00	--	82688.00

资料来源：公司提供

表4 截至2015年3月底公司土地储备情况(单位：亩)

地块	土地批文号	储备总面积	已出让面积
江溉片区(含江州立交节余土地)	渝府地【2007】892号	7610.00	2394.00
	渝府地【2010】197号	36.46	
长安厂片区	渝府地【2006】576号	1552.80	1210.14
科技集团	渝府地【2009】336号	19.53	0.00
	渝府地【2009】900号	77.27	0.00
	渝府地【2009】905号	10.32	0.00
	渝府地【2009】34号	43.22	0.00
广阳岛	渝府地【2010】638号	8895.10	297.00
北碚施加梁	渝府地【2012】50号	603.70	0.00
峡口镇	渝府地【2012】135号	1121.56	0.00
合计	--	19969.96	3901.14

资料来源：公司提供

未来土地出让方面，公司计划对溉澜溪和广阳岛片区土地逐步出让，预计 2015~2017 年间每年土地成交金额在 90 亿元左右。

表 5 公司未来土地出让计划

年度	计划出让土地(亩)	主要出让区域	预计土地成交金额(亿元)
2015 年	2000	广阳岛片区	90
2016 年	2000	广阳岛片区	90
2017 年	2000	广阳岛片区、寸滩片区	90

资料来源：公司提供

总体看，公司储备的土地大部分处于重庆市“两江新区”的核心功能区，具有独特的地理优势，有较大的升值空间，未来土地出让收益前景良好。同时联合资信也关注到，公司所从事的土地储备整理业务受土地市场行情的影响较大，公司土地储备管理业务的收入规模波动较大。

(2) 工程建设

公司工程建设业务的主要经营主体为子公司渝海控股。渝海控股具有房屋建筑工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、机电安装工程施工总承包二级、土石方工程专业承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、钢结构工程专业承包三级、爆破与拆除工程专业承包三级、消防设施工程专业承包三级、防腐保温工程专业承包三级、体育场地设施工程专业承包三级和城市及道路照明工程专业承包三级等多项资质，具有完整的产业链。

2012~2014年度，公司工程施工业务当年完工合同额为16.01亿元、11.00亿元和17.71亿元。2014年，公司工程建设板块实现营业收入和营业利润分别为16.15亿元和0.66亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司已签订合同且合同金额在 1000 万元以上的正在施工项目 9 个，涉及合同金额 28.36 亿元，项目储备较为

充足。

表 6 截至 2015 年 3 月底公司主要施工合同（合同金额大于 1 亿元）（单位：亿元）

工程名称	建设单位	合同金额
学府悦园道路及房建项目	重庆市公租房公司	7.63
渝北区空港新城公租房（空港佳园）D 区三标段工程	重庆市公共住房开发建设有限公司	5.17
鱼嘴农转非安置房二期工程	重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限公司	3.65
金凤园区巨腾项目平场及配套道路工程	重庆金凤电子信息产业有限公司	2.86
如意汇景（房建）	万州如意置业有限公司	2.20
毕节黔西北产业园区厂房项目	重庆盈田置业有限公司	1.98
大足绿地海棠湾项目	重庆绿地远林房地产开发有限公司	1.16
中国人民解放军重庆通信学院	中国人民解放军重庆通信学院	1.11
龙兴住宅项目	重庆两江新区置业发展有限公司	2.60
合计		28.36

资料来源：公司提供

(3) 房地产开发

公司房地产开发的经营主体主要为子公司江北嘴置业。江北嘴置业成立于2009年，注册资本为10亿元，公司持有其100%的股权。

江北嘴置业目前正在开发的项目主要为金融城房地产项目。该项目位于江北城，于2009年开工建设，项目总投资98.80亿元（其中公司自筹41.00亿元，银行借款57.80亿元），建筑占地面积为229亩，总建筑面积达161万平方米，其中商业与住宅的比例为3: 1。

截至2015年3月底，公司金融城7个项目中，2号已经竣工处于销售期；1号已完成主体结构封顶、7号完成竣工验收；8号已竣工验收；3号主体结构完工正在安装幕墙；4号、5号正在进行前期可研。截至2015年3月底，公司已完成投资43.56亿元，已完成施工面积79.42万平方米，已销售面积24.92万平方米，已销售金额36.31亿元，其中2012~2014年公司销售并确认收入分别为8.88亿元、8.76亿元和10.05亿元，2015年3月底确认收入0.33亿元。

表7 截至2015年3月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	项目性质	预计总投资	已投资	建筑面积	已售面积	已售金额	已确认收入
金融城 A02	2011 年	商业	26.91	13.54	26.35	0.00	0.00	0.00
金融城 A03	2010 年	商业	22.86	17.71	25.56	9.74	18.55	18.55
金融城 A04	2012 年	商业	10.80	5.86	13.58	5.63	8.28	0.00
金融城 B14	2011 年	商业	6.15	4.61	8.91	6.17	7.48	7.47
25 小时	2011 年	住宅	2.03	1.84	5.02	3.38	2.00	2.00
合计	--	--	68.75	43.56	79.42	24.92	36.31	28.02

资料来源：公司提供

注：1.公司通过招拍挂方式取得金融城 B14 地块后，2010 年与中国银行签署协议，该地块将由中国银行重庆分行在建成后整栋购买，中国银行将根据协议向公司支付相应工程款。

2.2013 年公司将金融城 A03 地块中价值 0.88 亿元的房产与银监局进行了置换。

截至2015年3月底，公司共有用于二级开发土地储备670.23亩，土地取得总价款为58.54亿元，其中282.77亩位于江北城地块，90.01亩位于溉澜溪地块，297.44亩位于广阳岛地块，

土地性质均为出让地，公司土地储备较为充足，且地理位置较好，可满足公司房地产业务未来发展的需要。

表8 截至2015年3月底公司用于二级开发土地储备情况（单位：亩、万元）

地块	面积	土地价款	土地性质	开发情况
江北城 A01、A02、A03、A04、A05	127.19	181059.00	出让	A02、A03、A03 正在开发；A01 和 A05 待开发
江北城 B14-1	13.05	14100.00	出让	正在开发
江北城 A06、B01 和 O03	79.89	98825.00	出让	O03 已开发，江北城 A06、B01 待开发
江北城 A15-3	25.89	17709.00	出让	待开发
溉澜溪 B02-3 地块	90.01	108520.00	出让	待开发，前期规划中
江北城 A12-1	36.75	13664.00	出让	待开发
南岸区茶园组团 W 分区 W7-3、W3-14、W3-16、W2-16、W3-18、W3-10、W3-11、W3-12	297.45	151512.00	出让	待开发
合计	670.23	585389.00	--	--

资料来源：公司提供

（4）其他业务

房屋租赁

公司租赁业务的经营主体主要为渝海控股子公司重庆君恒建设有限公司商业房地产经营分公司（以下简称“君恒建设”）和公司本部。截至2015年3月底，公司可供出租的物业面积合计24.45万平方米，主要为商住用房，并含有地下车库。

君恒建设用于出租的物业主要集中在重庆城市广场和地王广场等经济较为繁华商圈。渝海控股及君恒建设2014年商住用房出租率为79.07%。2014年公司实现物业租赁收入3610万元。

表9 公司物业出租情况

（单位：万平方米、%、万元、元/平方米）

物业名称	2012 年	2013 年	2014 年
可供出租面积	26.36	26.36	24.45
出租面积	19.48	19.71	18.18
出租率	73.90	74.77	76.91
出租收入	4359.36	4730	4473.00

资料来源：公司提供

公司本部用于出租的物业主要为公司为公司在江北嘴中央商务区的自持物业等。现有可出租物业建筑总面积为93581.48平方米，2014年的出租率为74.75%，2014年公司本部实现物业租赁收入863万元。

物业管理

公司物业管理的经营主体为渝海控股子公司重庆渝海物业管理有限责任公司（以下简称“渝海物业”）和公司本部、重庆市江北嘴置业有限公司（简称“江北嘴置业”），其中江北嘴置业截至2014年底，注册资本10亿元，公司持有其100%的股权，2012~2014年物业收入分别165.87万元、1066.44万元和1907.42万元，渝海物业公司成立于2002年，截至2014年底注册资本500万元，公司持有其70%的股权。2012~2014年，公司物业管理收入分别为4115万元、5659万元和6532万元。毛利率分别为1.16%、21.00%和16.28%。2015年1~3月，该板块实现收入1663万元，实现毛利率20.08%。

物业管理行业属劳动密集型行业，提供的产品主要是服务，成本构成主要为人工成本和各专业外包维修维护、清洁绿化及一些专项清洁材料和维修材料等。由于近年来部分材料及人员工资福利增幅较大，使得公司成本有所上升，因此物业管理业务整体毛利水平并不高，业务毛利率水平2012~2014年分别为1.16%、21.00%和16.28%。

渝海物业公司拥有全国物业管理一级资质。2012~2014年该公司物业管理面积分别为217.90万平方米、220.00万平方米和182.00万平方米。

公司本部所管理的物业主要集中在江北嘴中央商务区地区，2014年物业管理面积为16.06万平方米，2015年1~3月物业管理面积为16.06万平方米，其中中央公园（绿化）73547平米，桂花街商业用房6000平米，地下停车库81000平米，物业收费标准23元/平米（商业用房）。

监理业务

公司监理业务的经营主体为渝海控股子公司重庆华兴工程监理公司（以下简称“华兴监理”）。华兴监理成立于1993年，截至2014年底注册资本1000万元，公司持有其100%的股权，主要经营房屋建筑工程监理、装置的安装

等。

华兴监理拥有房屋建筑工程监理（甲级）、机电安装工程监理甲级、市政公用工程监理甲级、设备监理甲级和工程招标代理机构乙级等资质，可以开展相应类别建设工程的项目管理、技术咨询。2014年，公司实现监理业务收入7296.18万元；2015年1~3月，公司该板块实现收入2011.86万元，实现毛利率17.04%，较上年有所下降。

3. 基础设施建设

公司自成立以来，承担了江北嘴地区一系列市政基础设施项目的投融资和建设，主要包括重庆大剧院、中央公园及配套设施、溉澜溪河道整治工程等项目。

目前，公司江北城CBD区域江水源热泵集中供冷供热项目二期工程、重庆市大剧院、中央公园及配套设施、溉澜溪河治工程、江水源一期、招商楼、天主教堂、基督教堂、特勤消防站、海尔路、溉澜溪段排水工程、新溉东道路工程、鲁溉路道路工程、土石方平场、溉北路道路工程、中央广场项目，总投资为27.31亿元。公司在建及拟建项目包括广阳岛防洪护岸工程、广阳岛环岛路工程、广阳岛中干道工程、江溉路项目、观音桥组团A34-1等地块（原寸滩港三期用地）道路及综合管网工程和重庆市江北嘴三洞桥民俗风情街项目等。上述项目计划总投资53.22亿元，全部由公司自筹。截至2015年3月底上述项目已完成投入26.60亿元，未来仍需投入26.62亿元。公司未来资本支出压力较大。

公司承担的市政建设项目的支出计入土地储备整治成本，公司承担的市政建设项目的资金来源主要包括公司储备土地出让金返还款和银行贷款等。从投入产出平衡来看，近年来公司对市政府授权范围内的基础设施建设投资支出基本可以通过土地出让成本返还平衡。

表10 截至2015年3月底公司基础设施建设主要在建、拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	开工期	竣工期	已完成投资	资金来源
在建工程					
广阳岛防洪护岸工程	14.61	2011	2015	8.92	公司自筹
广阳岛环岛路工程	6.12	2012	2014	4.28	公司自筹
广阳岛中干道工程	6.07	2012	2015	3.32	公司自筹
江溉路项目	13.77	2007	2014	9.71	公司自筹
溉澜溪体育公园西侧道路及站前路至新溉东路段排水箱涵	0.76	2014	2015	0.33	公司自筹
B01 地块危岩整治	0.15	2014	2015	0.04	公司自筹
溉澜溪滨河景观道	0.30	2015	2016	0.00	公司自筹
小计	41.78			26.60	
拟建工程					
观音桥组团 A34-1 等地块（原寸滩港三期用地）道路及综合管网工程	4.23	2015	2017	--	公司自筹
江溉路及护岸综合整治工程滨水空间景观项目二期——三洞桥滨水服务设施	0.75	2015	2017	--	公司自筹
江北嘴中央商务区绿园项目	0.50	2015	2017	--	公司自筹
溉澜溪体育公园	1.98	2015	2017	--	公司自筹
溉澜溪片区高压线及相关路线工程	3.98	2015	2016	--	公司自筹
小计	11.44			--	--
合计	53.22			26.60	--

资料来源：公司提供

4. 未来发展

根据公司2010年~2020年战略规划，公司明确了以构建城市核心区为核心，以CBD区域投资建设为中心，积极拓展土地储备整治业务，大力发展房产开发及商业物业开发持有的业务定位。具体如下：

土地一级开发方面，公司将继续通过区域基础设施建设，综合开发和招商引资，完善服务配套等，实现区域规划功能，提升区域价值；积极拓展区外土地储备业务，结合重庆城市扩张、产业发展机会，收储城区优质土地，并积极向主城周边一小时经济圈内的区县拓展土地储备整治业务。

二级开发业务方面，公司将以江溉片区总计约1000万平米的开发量为主，适当拓展区域，利用区域开发主体的优势地位获取在财税政策、资金、土地资源和销售等环节的支持，构建从开发、建设、持有、到物业经营管理纵

向一体化的房地产全价值链运作模式，以及包含写字楼、中高端住宅、酒店和商业物业等多种物业形态的完整产品线。

高端物业经营及管理业务方面，公司通过对自有物业的经营管理，提升企业形象，对受托管理物业提供优质服务，实现物业经营管理和开发业务的价值互动，推进持有物业升值；未来，公司一、二级开发业务等提供的资金和利润，在满足自身业务需要外，将全部用于发展高端物业经营及管理业务，待该业务形成一定规模后，将通过发行房地产信托投资基金筹集资金，收购其他区域和城市的物业。

未来三年，公司计划每年实现约90亿元的土地出让，其中2015年完成广阳岛片区2000亩土地的土地出让；2016年，公司将完成广阳岛片区2000亩土地的土地出让；2017年，公司将完成广阳岛片区、寸滩片区土地的土地出让。

随着土地储备整治规模的扩大，公司未来

投资规模较大，仍存在较大的融资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年~2013年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计，2014年度财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见审计意见。2015年一季度财务数据未经审计。

从公司合并报表范围来看，2012年，公司将新出资设立的重庆市江北嘴物业服务有限公司和重庆市江北嘴股权投资基金管理有限公司纳入合并财务报表范围。2014年，公司子公司重庆市江北嘴天成建设有限公司和重庆市江北嘴文化传媒有限公司完成注销。2012~2014年，公司财务可比性较高。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 393.71 亿元，所有者权益合计为 136.00 亿元（其中少数股东权益-0.49 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 29.29 亿元，利润总额 7.60 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 377.17 亿元，所有者权益合计为 136.39 亿元（其中少数股东权益-0.48 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.20 亿元，利润总额 0.02 亿元。

2. 资产质量

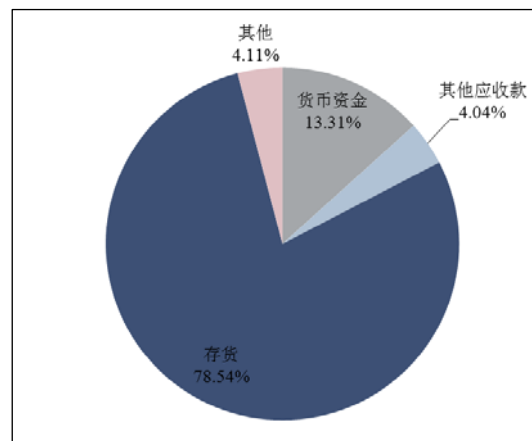
2012~2014年，公司资产总额分别为 281.71亿元、325.89亿元和393.71亿元，年均复合增长18.22%，资产总额呈快速上涨态势，增长主要来源于存货和可供出售金融资产的增长。截至2014年底，公司资产总额中流动资产占69.40%，非流动资产占30.60%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产分别为 222.94亿元、263.82亿元和273.23亿元，年均复

合增长10.71%，流动资产不断增长。截至2014年底，公司流动资产构成主要以货币资金、预付账款、其他应收款和存货为主。

图1 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金波动增长，复合增长率为33.84%，截至2014年底，公司货币资金36.38亿元，同比下降36.83%。货币资金构成中主要为银行存款（占98.44%）和其他货币资金（占1.55%），其中其他货币资金为受限资金。

截至 2014 年底，公司其他应收款净额 11.05 亿元，同比增长 11.74%。从账款结构上看，公司按余额百分比法计提坏账准备的组合余额为 9.76 亿元，占其他应收款总额的 83.88%，公司提取了 0.10 亿元的坏账准备，计提比例为 1.00%；按账龄分析法计提坏账准备的组合余额 0.52 亿元，占其他应收款总额的 4.46%，其中 1 年以内的占 4.19%，1~5 年的占 5.24%，5 年以上的占 90.57%（账龄在 5 年以上的其他应收款已全部计提坏账准备，计提充分）。从集中度上看，公司其他应收款前五名单位欠款金额合计为 9.48 亿元，占公司其他应收款总额的 85.82%，集中度较高，具有一定回收风险。

表 11 2014 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况 (单位: 万元、%)

单位名称	款项内容	账面余额	占比	是否关联方
重庆丰敦投资开发有限公司	借款	22588.76	20.44	否
石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司	借款	21981.83	19.89	否
重庆两江新区财政局	借款	20000.00	18.10	否
重庆梁平工业园区建设开发有限公司	借款	15314.17	13.86	否
开县金湖农业发展有限公司	借款	14946.34	13.53	否
合 计		94831.10	85.82	

资料来源: 公司审计报告

截至 2014 年底, 公司预付账款 6.01 亿元, 同比大幅下降 75.20%。从账龄看, 1 年以内的占 14.89%, 1~2 年的占 25.62%, 2 年以上的占 59.49%, 部分账龄较长。从集中度看, 公司预付账款中前五名单位预付金额合计为 3.74 亿元, 占公司预付账款总额的 62.15%, 集中度较高。

表 12 2014 年底公司预付款项金额前五名客户情况 (单位: 万元、%)

欠款客户	金额	占预付款项总额的比例	备注
重庆国创投资有限公司	28319.00	47.09	资产收购款
润庆山予城项目	3093.34	5.14	工程款
东海滨江城项目	2983.55	4.96	工程款
毕节黔西北产业园区厂房项目	1496.07	2.48	工程款
学府悦园土石方项目	1481.01	2.46	工程款
合 计	37372.97	62.15	--

资料来源: 公司提供

2012~2014 年, 公司存货波动增长, 年均复合增长 9.43%, 截至 2014 年底, 公司存货 214.60 亿元, 同比增长 28.60%, 主要构成包括原材料 (占 0.01%)、工程施工 (占 7.79%)、土地储备 (占 4.46%) 和开发成本 (占 87.74%)。2014 年底公司对原材料累计计提了 32.00 万元的跌价准备。截至 2014 年底, 公司已将开发成本 16.00 亿元为公司借款提供抵押。

截至 2014 年底, 公司其他流动资产 3.62 亿元, 与去年同期相比基本稳定, 由地票及预

缴税金构成, 系公司从重庆农村土地交易所交易会上竞购的 2000 亩建设用地计划指标。

非流动资产

2012~2014 年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长 43.17%, 截至 2014 年底, 公司非流动资产合计 120.48 亿元。构成主要以可供出售金融资产、投资性房地产和其他非流动资产为主, 占比分别为 58.88%、22.96%和 13.43%。

2012~2014 年, 可供出售金融资产快速增长, 年均复合增长 181.73%, 截至 2014 年底, 公司可供出售金融资产账面价值为 70.94 亿元, 同比大幅增长 613.86%, 主要系公司增持西南证券股份有限公司 (以下简称“西南证券”) 股票、新增京东方科技集团股份有限公司 (以下简称“京东方科技”) 股票、新增重庆京东方光电科技有限公司 (以下简称“重庆京东方”) 股权及重庆渝资光电产业投资有限公司 (以下简称“渝资光电”) 股权。截至 2014 年底, 公司可供出售金融资产包括按照公允价值入账的股权投资 (公司持有西南证券股票 2.02 亿股, 京东方股票 2.38 亿股, 华智控股股票 17.60 万股) 及从长期股权投资重分类增加的 17.96 亿元 (主要为公司对渝资光电等公司的投资, 为 2014 年新增投资)。截至 2014 年底, 可供出售金融资产中, 1.25 亿股西南证券被用作银行借款抵押。

2012~2014 年, 公司投资性房地产年均复合下降 1.35%, 截至 2014 年底, 公司投资性房地产 27.66 亿元, 同比小幅下降 0.26%, 其中采用成本模式进行后续计量的原值 2.18 亿元, 全部为房屋及建筑物, 投资性房地产中, 16.15 亿元土地使用权及 5.24 亿元房屋及建筑物为公司银行借款提供担保抵押; 采用公允模式进行后续计量的原值为 26.81 亿元, 包括房屋及建筑物 9.87 亿元和土地使用权 16.94 亿元。

2012~2014 年, 公司在建工程有所增长, 年均复合增长 9.80%。截至 2014 年底, 公司在建工程 4.37 亿元, 包括中央广场 2.49 亿元和三洞桥风情步行街 1.88 亿元。

截至2014年底,公司其他非流动资产16.18亿元,主要由公司投资建设的公益性项目重庆大剧院(此项目已于2011年度竣工)及土地购买款构成。

截至2015年3月底,公司资产总额为377.17亿元,较上年底小幅下降4.20%。资产构成中,流动资产占68.08%,非流动资产占31.92%,构成较上年底相比变化不大;公司货币资金较2014年底减少41.31%,主要由于公司偿还20.00亿元短期融资券及2.74亿元长期借款。

总体看,公司资产规模快速上升,构成以流动资产为主。流动资产中,随着公司资产规模的不断扩大,货币资金充足性尚可;但存货在流动资产中占比高,且受公司土地整治和土地出让进度的影响波动较大,流动性较弱;公司可供出售金融资产增长较快。2015年1~3月,公司由于偿还债券及银行借款,货币资金有所减少。整体看,公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益分别为102.06亿元、106.80亿元和136.00亿元,2014年公司所有者权益大幅增长,增长主要来自其他综合收益和未分配利润。公司在将原资本公积中归属于其他综合收益的部分及外币报表折算差额予以调整后,增加其他综合收益项目列报。截至2013年底,公司其他综合收益为-1.83亿元(追溯调整后);2014年,公司由于可供出售金融资产公允价值变动形成的利得增加其他综合收益24.26亿元;截至2014年底,公司其他综合收益22.43亿元。截至2014年底,资本公积70.77亿元,同比增长2.56%;同期,公司未分配利润21.47亿元,同比增长27.90%。

截至2014年底,公司所有者权益合计136.00亿元(含少数股东权益-0.49亿元),同比增长27.19%,主要来自其他综合收益的增长。所有者权益合计中,实收资本占14.71%,资本公积占52.04%,盈余公积占1.34%,未分配利

润占15.78%,其他综合收益占16.49%。公司所有者权益稳定性尚可。

截至2015年3月底,公司所有者权益合计为136.39亿元(含少数股东权益-0.48亿元),较上年底微增0.29%,主要来自资本公积的小幅增长,所有者权益构成基本保持不变。

总体看,公司所有者权益稳定性尚可。

负债

2012~2014年,公司负债呈大幅上升态势。截至2014年底,公司负债合计257.71亿元,同比增长21.99%。负债构成中,流动负债合计占46.93%,非流动负债占53.07%。

截至2014年底,公司流动负债合计120.95亿元,同比增长13.05%,主要是由于短期借款及其他流动负债的大幅上升所致。公司流动负债构成主要以短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。

截至2014年底,公司短期借款27.24亿元,包括信用借款20.30亿元、抵押借款6.71亿元和保证借款0.23亿元;根据生产经营的需要,公司短期借款同比大幅增长388.14%。

2012~2014年,公司应付账款年均复合增长56.69%,截至2014年底,公司应付账款9.54亿元,同比增长50.38%,主要系公司尚未结算的工程款;预收账款年均复合增长178.01%,截至2014年底,预收账款17.75亿元,同比增长34.33%,主要因公司2014年预收购房款及工程款大幅上涨所致;其他应付款快速下降,年均复合下降20.76%,截至2014年底,其他应付款10.66亿元,同比下降31.24%,主要由于公司归还了重庆两江新区管理委员会借款3.00亿元;截至2014年底,一年内到期的非流动负债18.79亿元,同比下降62.69%。截至2014年底,公司其他流动负债29.97亿元,为公司于2014年1月15日发行的短期融资券(债券名称:14渝江北嘴CP001,发行金额:20.00亿元,发行利率:6.70%,已于2015年1月14日到期)和于2014年9月9日发行的短期融资券(债券名称:14渝江

北嘴CP002，发行金额：10.00亿元，发行利率：5.24%）。

截至2014年底，公司非流动负债136.76亿元，同比增长21.99%，构成中主要为长期借款（占39.84%）和应付债券（占53.62%）。

截至2014年底，公司长期借款54.48亿元，同比下降17.70%，包括质押借款19.20亿元、抵押借款29.33亿元和信用借款5.95亿元。

截至2014年底，公司应付债券73.33亿元，系公司于2010年发行的额度为20.00亿元的市政项目建设债券（“10渝江北嘴债”）、2013年发行的两期私募债（发行额分别为12.00亿元和8.00亿元）、2013年发行的4.00亿元中期票据（“13江北嘴MTN1”）、2014年发行的20.00亿元私募债和2014年发行的10.00亿元“14渝江北嘴债”。

截至2015年3月底，公司负债总额240.78亿元，较2014年底下降6.57%，主要来自其他流动负债的下降。构成中流动负债占43.98%，非流动负债占56.02%，较上年底相比非流动负债占比有所提高。流动负债中，其他应付款18.01亿元，较2014年底增长68.97%，主要由于公司向重庆两江新区管理委员会借款6.00亿元；其他流动负债9.97亿元，较2014年底下降66.73%，因2014年1月15日公司发行20.00亿元短期融资券（“14渝江北嘴CP001”）到期所致。非流动负债中长期借款较2014年底小幅下降3.54%。

2012~2014年，公司全部有息债务呈快速上升趋势，年均复合增长率为16.61%。截至2014年底，公司全部债务203.80亿元，同比增长16.17%，其中短期债务76.00亿元（占37.29%）；长期债务127.80亿元（占62.71%）。截至2015年3月底，公司全部债务为181.13亿元，较上年底下降11.13%，其中短期债务为55.22亿元（占30.49%），较上年底下降27.34%，主要由于短期融资券到期；公司长期债务为125.91亿元（占69.51%），较上年底小幅下降1.48%。

2012~2014年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动上升态势，三年加权平均值分别为65.65%、60.53%和48.11%，其中2014年底分别为65.46%、59.98%和48.45%。截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.84%、57.04%和48.00%，较上年底分别下降1.62、2.94和0.45个百分点，债务负担有所下降，但考虑到公司已于2015年5月8日发行20.00亿元短期融资券，公司债务规模与上年底相比保持稳定。

总体看，近年来公司负债规模呈上升趋势；有息债务结构逐步转变为以长期负债为主。未来随着公司投资规模的进一步扩大，负债水平有可能进一步加重。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入保持较快增长，三年年均复合增长15.72%，主要是由于工程建设收入的快速增长。2014年公司实现营业收入29.29亿元，同比增长11.22%；近三年，公司营业成本年均复合增长23.21%，其中2014年为22.08亿元，同比增长27.49%。2012~2014年，公司营业利润率分别为25.44%、26.70%和17.46%。

2012~2014年，公司期间费用波动增长，2014年为1.31亿元，同比小幅下降3.75%，占营业收入的比重为4.48%，占比较上年下降0.70个百分点。

2012~2014年，公司实现投资收益分别为-174.39万元、1163.29万元和3.79亿元。2014年公司投资收益大幅提升主要是由于公司处置西南证券股票取得的收益。

2012~2014年，公司利润总额呈波动增长态势，年复合增长15.94%，其中2014年为7.60亿元，同比大幅增长44.80%。

从盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率呈波动下降态势。2014年公司营业利润率为17.46%，同比下降9.24个百分点，主要

由于2014年公司毛利率较高土地储备管理收入大幅下降所致，在整体上影响公司盈利水平。近三年，公司净资产收益率呈现小幅波动上升趋势，2014年为4.12%，同比增长0.15个百分点；总资本收益率呈现波动上升趋势，2014年为1.74%。

2015年1~3月，公司实现营业收入4.20亿元，利润总额0.02亿元；营业利润率为6.16%，较2014年大幅下降11.30个百分点。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司营业收入规模不断增长；2014年，公司营业利润率大幅下降，主要由于毛利率较高土地储备管理收入大幅下降所致；2014年，公司利润总额中，投资收益占比较高。未来，随着土地储备整治和出让规模增加，公司营业收入及利润水平有望保持增长。

5. 现金流

2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到现金年均复合增长19.85%，其中2014年为28.77亿元，主要是由于公司工程建设收入大幅增加所致；同期公司收到其他与经营活动有关的现金呈波动下降态势，三年年均复合下降16.13%，其中2014年为25.67亿元，同比下降49.57%，主要为收到的土地整治成本返还和与其他公司的往来款，其中近三年收到的土地整治成本返还分别为18.26亿元、46.79亿元和13.11亿元；2012~2014年，公司经营活动现金流量净额波动幅度较大，三年分别为-10.49亿元、20.77亿元和-6.73亿元。

从收入实现质量看，2012~2014年公司现金收入比率波动上升，分别为91.59%、104.50%和98.26%，现金回收质量尚可。

投资活动方面，2012~2014年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金呈快速下降态势，年均复合下降62.68%，其中2014年为0.27亿元，同比下降61.02%；2014年，公司投资支付的现金为39.93亿元，为公司新增对渝资光电（12.00亿元）、重庆京东方

（10.00亿元）、京东方科技（5.00亿元）及购买西南证券股票（12.93亿元）所支付的现金；2014年，公司收回投资收到的现金11.35亿元，为公司出售西南证券股票（5.83亿元）及重庆京东方股权（5.00亿元）收回的现金；2014年，公司取得投资收益收到的现金为3.82亿元，主要为公司出售西南证券股票取得的收益及收到的各被投资单位的分红。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.62亿元、-0.75亿元和-24.97亿元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动现金流入分别为52.54亿元、101.54亿元和135.28亿元，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出呈大幅增长态势，三年年均复合增长率为90.82%，其中2014年为124.79亿元，同比增长39.32%；近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额呈快速下降趋势，分别为18.27亿元、11.97亿元和10.49亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为17.71亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金；公司经营活动产生的现金流量净额为3.86亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.31亿；筹资活动产生的现金流量净额分别为-19.20亿元，主要是由于公司偿还20.00亿元短期融资券“14渝江北嘴CP001”。

总体看，公司经营活动现金流状况一般，收入实现质量尚可。近年来随着公司土地储备管理业务和投资规模的扩大，需要公司垫付较大数额的工程款，且土地出让实现收入具有一定的不确定性及滞后性，公司对外部融资依赖较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年公司的流动比率呈波动下降趋势；速动比率呈波动上升趋势。三年平均值分别为232.20%和60.30%，其中2014年底为225.90%和48.48%，较上年底分别下降20.70和42.13个百分点。截

至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为242.48%和41.61%，流动比率较去年上升16.58个百分点，速动比率较去年下降6.87个百分点。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-10.65%、19.41%和-5.57%。综合看，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA呈波动增长态势，年均复合增长17.35%，其中2014年为7.99亿元，较上年同期增长40.14%；2014年，公司全部债务/EBITDA为25.52倍。考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，以及政府支持等因素，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年3月底，公司获得的银行授信额度为109.92亿元，尚未使用38.00亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1050010500942520H），截至2015年5月21日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录；根据公司提供的2010年~2012年度财务报表，公司子公司渝海控股和重庆市渝海实业总公司各有已到期未偿还的短期借款分别为2976.84万元和2827.37万元，系公司于2010年与渝海控股合并时承接后者的贷款，目前该不良贷款正在处理中。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及重庆市区域及财力水平状况，并考虑到重庆市政府对于公司在土地划拨、土地出让金返还、资产划拨以及税收政策等方面的各项支持，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为6亿元，分别占

2015年3月底全部债务和长期债务的3.31%和4.77%，本期中票发行对公司现有债务影响较小。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.84%、57.04%和48.00%，公司2015年3月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至64.40%、57.84%和49.16%。此外，考虑到公司已于2015年5月8日发行20.00亿元短期融资券，公司债务负担进一步上升。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的9.42倍、13.07倍和9.07倍；2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的-1.75倍、3.46倍和-1.12倍；2012~2014年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的0.97倍、0.95倍和1.33倍。EBITDA对本期中期票据覆盖程度一般，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

近年来，重庆市经济增长迅速，地方各项财政收入均保持稳步增长，地方可支配财力稳步增强，为公司经营发展提供良好外部环境。

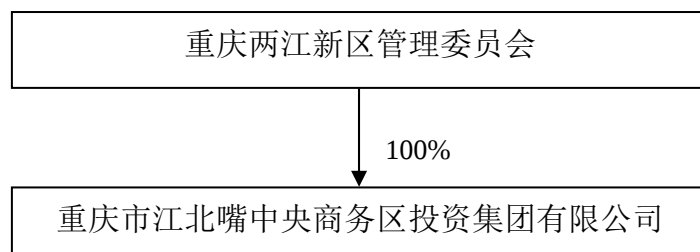
公司作为江北嘴中央商务区的基础设施投融资建设主体，在土地划拨、土地出让金返还、资产划拨以及税收政策等方面获得政府支持力度较大。

公司资产规模快速增长，货币资金充足性尚可；流动资产中存货占比较大，资产流动性较弱；有息债务结构变化较大；受土地市场行情的影响，公司土地出让规模有所波动，整体

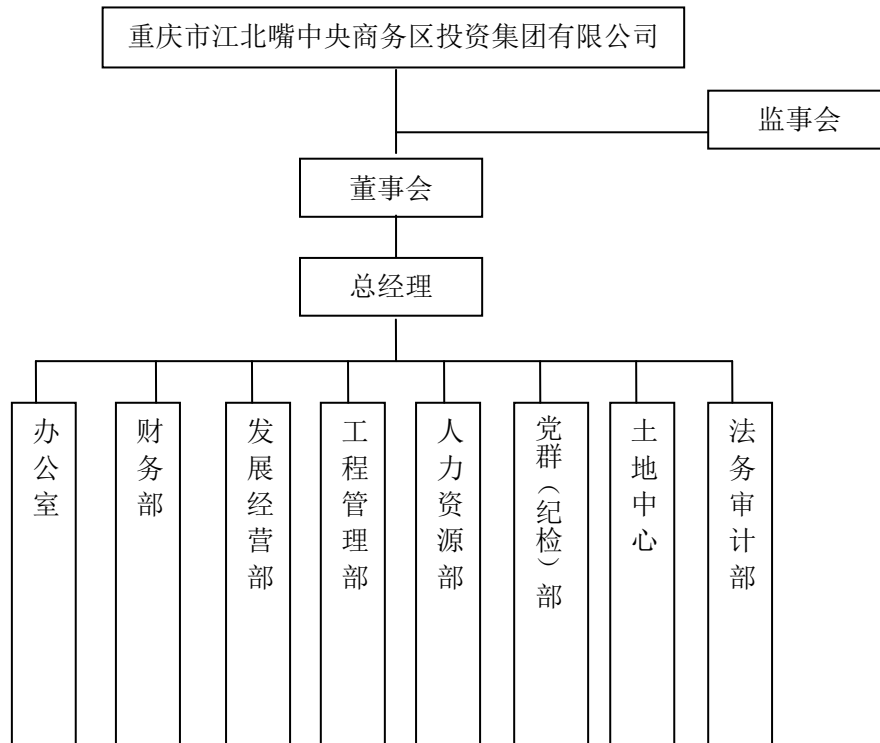
盈利能力波动下降；考虑到公司存量土地规模较大且具有区域地理优势，存在一定的升值空间，以及政府支持等因素，公司整体偿债能力正常。

本期中期票据募集资金将用于偿还银行借款和补充公司日常营运过程中对流动资金的需求，弥补营运资金缺口。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，以及政府支持等因素，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.31	57.65	36.49	21.91
资产总额(亿元)	281.71	325.89	393.71	377.17
所有者权益(亿元)	102.06	106.80	136.00	136.39
短期债务(亿元)	71.40	65.92	76.00	55.22
长期债务(亿元)	78.48	109.51	127.80	125.91
全部债务(亿元)	149.88	175.43	203.80	181.13
营业收入(亿元)	21.87	26.33	29.29	4.20
利润总额(亿元)	5.65	5.25	7.60	0.02
EBITDA(亿元)	5.80	5.70	7.99	--
经营性净现金流(亿元)	-10.49	20.77	-6.73	3.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	55.36	19.64	16.80	--
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.08	--
现金收入比(%)	91.59	104.50	98.26	135.56
营业利润率(%)	25.44	26.70	17.46	6.16
总资本收益率(%)	1.64	1.62	1.74	--
净资产收益率(%)	4.03	3.97	4.12	--
长期债务资本化比率(%)	43.47	50.63	48.45	48.00
全部债务资本化比率(%)	59.49	62.16	59.98	57.04
资产负债率(%)	63.77	67.23	65.46	63.84
流动比率(%)	226.36	246.60	225.90	242.48
速动比率(%)	44.41	90.61	48.48	41.61
经营现金流动负债比(%)	-10.65	19.41	-5.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.84	30.78	25.52	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.42	13.07	9.07	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.75	3.46	-1.12	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.97	0.95	1.33	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.公司应付债券中的短期融资券在计算短期债务指标时已调整计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

