

跟踪评级公告

联合[2017]1511号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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⁺，评级展望为稳定，维持“13江北嘴MTN1”、“15渝江北嘴MTN001”、“15渝江北嘴MTN002”、“15渝江北嘴MTN003”和“17渝江北嘴MTN001”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 江北嘴 MTN1	4 亿元	2018/6/7	AA ⁺	AA ⁺
15 渝江北嘴 MTN001	8 亿元	2020/9/24	AA ⁺	AA ⁺
*15 渝江北嘴 MTN002 ¹	6 亿元	2020/10/22	AA ⁺	AA ⁺
*15 渝江北嘴 MTN003	30 亿元	2020/12/28	AA ⁺	AA ⁺
*17 渝江北嘴 MTN001	18 亿元	2022/4/10	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2017 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.49	57.84	46.87	33.43
资产总额(亿元)	393.71	417.90	388.28	371.77
所有者权益(亿元)	136.00	172.49	175.61	175.60
短期债务(亿元)	76.00	63.75	70.25	85.43
长期债务(亿元)	127.80	125.89	92.43	84.36
全部债务(亿元)	203.80	189.64	162.68	169.80
营业收入(亿元)	29.29	28.04	21.43	3.04
利润总额(亿元)	7.60	8.33	5.25	0.32
EBITDA(亿元)	7.99	8.75	6.04	--
经营性净现金流(亿元)	-6.73	2.94	34.74	-1.89
营业利润率(%)	17.46	17.46	18.44	5.07
净资产收益率(%)	4.12	3.69	2.63	--
资产负债率(%)	65.46	58.72	54.77	52.77
全部债务资本化比率(%)	59.98	52.37	48.09	49.16
流动比率(%)	225.00	270.51	260.41	264.97
经营现金流动负债比(%)	-5.57	2.68	30.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.52	21.68	26.93	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

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”)作为江北嘴中央商务区基础设施建设的投融资主体,负责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。跟踪期内,重庆市经济发展良好,公司在所辖区域内地位显著,经营发展外部环境良好;同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司跟踪期内营业收入有所下降,土地储备管理业务受市场影响波动较大,且土地出让实现收入具有一定的不确定性,以及投资规模较大等因素有可能对公司经营发展产生的不利影响。

公司负责收储的存量土地规模较大,房地产开发项目及其土地储备较为充足,随着重庆市区域经济的快速发展,公司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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,维持“13江北嘴MTN1”、“15渝江北嘴MTN001”、“15渝江北嘴MTN002”、“15渝江北嘴MTN003”和“17渝江北嘴MTN001”的信用等级为AA⁺。

优势

- 跟踪期内,重庆市经济呈现稳步发展趋势,地方财政实力保持较快增长,公司负责开发建设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。
- 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。
- 公司房地产开发项目及其土地储备较为充足,为公司未来业务收入增长及盈利能力增强提供了有力支撑。

¹注:存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据,所列到期兑付日为首次赎回行权日。

分析师

李毅婷 葛亮

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 01085679696

传真: 01085679228

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)

网址: www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内,公司营业收入有所下降;其中,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。
2. 公司未来土地储备整治和基础设施建设投资规模较大,存在一定的资金需求压力。
3. 跟踪期内,公司短期债务规模较大,存在短期偿债压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”或“江北嘴投资集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

江北嘴投资集团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。截至2017年3月底，公司注册资本20亿元，重庆两江新区管理委员会持有公司100%股权，为公司的实际控制人。

公司经营范围包括利用自有资金对江北嘴中央商务区开发项目进行投资，在市政府授权范围内进行土地储备整治，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2017年3月底，公司本部设行政办公室、法务审计部、财务部、投资发展部、人力资源部、党群纪检部、土地中心、工程部、成本管理部、产品研发部、市场营销部、资产管理部12

个职能部门；拥有纳入合并报表范围的二级子公司6家，拥有在职员工1859人。

截至2016年底，公司（合并）资产总额388.28亿元，所有者权益（包括少数股东权益-0.43亿元）合计175.61亿元；2016年公司实现营业收入21.43亿元，利润总额5.25亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额371.77亿元，所有者权益（包括少数股东权益-0.45亿元）合计175.60亿元；2017年1~3月公司实现营业收入3.04亿元，利润总额0.32亿元。

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。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至2017年3月底，联合资信所评公司存续债券均未进入本金偿还期，尚需偿还债券本金合计66.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往未还本息情况良好。公司所发债券募集资金均按计划全部使用完毕。

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
13江北嘴MTN1	4	4	2013/6/7	2018/6/7
15渝江北嘴MTN001	8	8	2015/9/24	2020/9/24
*15渝江北嘴MTN002	6	6	2015/10/22	2020/10/22
*15渝江北嘴MTN003	30	30	2015/12/28	2020/12/28
*17渝江北嘴MTN001	18	18	2017/4/10	2022/4/10
合计	66	66		

资料来源：联合资信整理

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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。

基于“15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”条款，可得出以下结论：

(1) “15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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。从清偿顺序角度分析，“15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) “15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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。从票面利率角度分析，公司在“15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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较大。

(3) “15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”在除发生永续中期票据条款中规定的强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内，公司未发生规定的强制付息事件分析。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，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，“15 渝江北嘴 MTN002”、“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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“15 渝江北嘴 MTN002”、

“15 渝江北嘴 MTN003”和“17 渝江北嘴 MTN001”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。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年

继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35

万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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，全国各地城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清

理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司

政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及地方财力情况

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3016.55万，其中城镇人口1391.02万人，是全国面积最大、行政管辖最宽、人口最多的直辖市。

根据《2016年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2016年，全年实现地区生产总值17558.76亿元，比上年增长10.7%。其中，第一产业增加值1303.24亿元，增长4.6%；第二产业增加值7755.16亿元，增长11.3%。第三产业增加值8500.36亿元，增长11.0%。三次产业结构比为7.4:44.2:48.4。非公有制经济实现增加值10728.77亿元，增长10.9%，占全市经济的61.1%。

2016年，重庆市全年实现工业增加值6040.53亿元，比上年增长10.2%，占全市地区生产总值的34.4%。其中规模以上工业增加值增长10.3%。规模以上工业企业，实现利税总额2652.01亿元，同比增长7.8%；实现利润总额1584.97亿元，同比增长12.6%。

2016年，重庆市完成固定资产投资总额17361.12亿元，比上年增长12.1%。其中，第一产业投资558.09亿元，增长4.7%；第二产业投资5666.36亿元，增长13.4%；第三产业投资11136.67亿元，增长11.9%。基础设施建设投资5660.87亿元，比上年增长30.0%，占全市固定资产投资的32.6%；民间投资8858.50亿元，增长11.0%，占全市固定资产投资的比重为51.0%；工业投资5663.73亿元，增长13.5%，占全市固定资产投资的比重为32.6%。

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。

2016年重庆市一般公共预算收入2227.9亿

元，比上年增长3.4%。其中税收收入1450.9亿元，比上年下降0.9%。一般公共预算支出4001.9亿元，比上年增长4.9%。

表2 2015~2016年重庆市地方财力情况(单位:亿元)

科目	2015年	2016年
一般公共预算收入	2155.1	2227.9
其中: 税收收入	1450.9	1438.4
非税收入	704.2	789.5
政府性基金收入	1664.2	1497.3

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,跟踪期内,重庆市一般公共预算收入有所增加,政府性基金收入略有减少。

(1) 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”的战略布局。

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。

(2) 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。截至目前,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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，重庆两江新区管理委员会是公司的唯一出资人和实际控制人。截至2017年3月底，公司注册资本为20亿元，实收资本20亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至2017年3月底，公司拥有在职员工1859人。其中：本科及以上学历672人；年龄结构方面，45岁以上员工占比为17.91%，35~45岁的员工占比为49.38%，35岁以下的员工占比为32.71%。

跟踪期内，公司高层管理人员与在职员工数量及整体素质变化不大，能够满足公司正常运营。

3. 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，未来将规划建设成为主城区大型户外郊野公园和高品质生活区。

截至2017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4467.74亩，较上年增加566.60亩，主要集中在溉澜溪片区和长安厂片区，剩余尚未出让的土地合计15502.22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》（渝办法【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。

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法【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，由重庆市国土资源管理部门实行“招拍挂”，并按规定免收土地交易有关税费。

总体来看，跟踪期内，公司继续受到重庆市政府在土地出让金返还等方面给予的支持，这些支持为公司经营发展形成有力保障。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、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。

跟踪期内，公司营业收入21.43亿元，同比下降23.60%，其中主营业务收入21.01亿元，同比下降24.81%，主要系公司工程建设及房屋销售收入下降所致。

从收入构成来看，土地储备整治管理、房屋租赁、工程建设、房屋销售和监理是公司的主要收入来源，公司其他业务还包括物业管理、监理等，占主营业务收入的比重相对较小。

2016年，公司营业毛利率为24.03%，同比下降8.57个百分点，主要系毛利率较高的房屋销售收入大幅减少所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入3.04亿元，实现综合毛利率8.09%，较2016年有所下降，主要由于当期无毛利率较高的房屋销售业务，导致综合毛利率降低。

表3 2014~2016年公司营业收入构成表(单位:万元、%)

项目	2014年		2015年		2016年		2017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	8070.03	80.34	9387.80	78.66	8849.30	86.65	872.21	86.54
工程建设	161458.95	4.05	158792.41	4.93	116222.31	6.48	23102.00	1.82
房屋租赁和物业管理	13213.45	31.98	15358.22	34.51	18447.72	30.49	3652.43	8.33
监理费	7296.18	24.03	8053.85	21.90	8408.45	18.45	1739.00	13.16
房屋销售	99154.47	51.82	86402.89	51.89	56378.65	44.40	--	--
其他	1932.10	48.20	1356.89	59.87	1749.74	93.92	751.16	59.12
主营业务收入	291125.18	24.50	279352.02	24.32	211558.79	23.46	29756.80	7.23
其他业务收入	1728.28	43.51	1095.44	1461.88	2701.88	68.79	613.92	49.99
合计	292853.46	24.61	280447.46	32.60	214260.74	24.03	30370.72	8.09

资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

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。2016年,公司确认土地储备管理收入8849.30万元。

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补偿成本支出总额的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%。上述土地出让金返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。

跟踪期内,公司出让土地566.60亩,总成交价格74.80亿元,较上年大幅增长80.92%,出让土地主要集中于江溉片区和广阳岛区域。2016年,公司收到的土地整治成本返还金额为33.75亿元(在“收到的其他与经营活动相关的现金”科目中反映),2017年1~3月,公司未收到土地出让返还款项。土地储备方面,截至2017年3月底,公司累计已收储的土地达到19969.96亩中,已出让的土地4467.74亩,主要集中在江溉片区和广阳岛区域,剩余尚未出让的土地累计为15502.22亩。

表4 2014~2016年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)
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	87011.10
	溉澜溪G15/03、G16-1/03、G16-2/02、G16-3/03、	230.00	245482.00	重庆创盈锦玺置业有限公司	49097.00

	G17-1/02				
	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	--	172608.10
2015 年	溉澜溪 G18、G20、G26	198.75	413436.00	重庆恒大鑫溉置业有限公司	241700.26
	小计	198.75	413436.00	--	241700.26
2016 年	观音桥组团 A 分区 A34-1-3/07、A34-1-5/07、A34-1-8/07、A34-1-10/07、A34-1-17/07、A34-1-16/07、A34-1-19/07、A34-1-20/07 号宗地	566.60	748000.00	重庆鲁能开发（集团）有限公司、中铁房地产集团西南有限公司	337513.17
	小计	566.60	748000.00	--	337513.17

资料来源：公司提供

表 5 截至 2017 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
溉澜片区（含江州立交节余土地）	渝府地【2007】892 号	7610.00	2960.6
	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
	渝府地【2009】900 号	77.27	0
	渝府地【2009】905 号	10.32	0
	渝府地【2009】34 号	43.22	0
广阳岛	渝府地【2010】638 号	8895.10	297
北碚施加梁	渝府地【2012】50 号	603.70	0
峡口镇	渝府地【2012】135 号	1121.56	0
合计	--	19969.96	4467.74

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 2017~2019 年间每年土地成交金额在 90 亿元左右。

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，具有较好的地理优势，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和盈利能力波动较大。

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工作，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、新溉东路

道路工程和鲁溉路道路工程已经完工，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、溉北路道路工程、中央广场项目、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86.03亿元，全部由公司自筹。截至2017

年3月底上述项目已完成投入41.19亿元，未来仍需投入44.84亿元。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6 截至2017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，年）

项目名称	计划总投资	开工期	竣工期	已完成投资
广阳岛防洪护岸工程	15.69	2011	2017	8.92
广阳岛环岛路工程	6.12	2012	2017	4.28
广阳岛中干道工程	6.07	2012	2017	3.32
江溉路项目	13.77	2007	2017	9.75
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	2017	0.6
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	0.39
溉澜溪滨河景观道	0.36	2015	2016	0.25
江北城中央广场	4.05	2012	2017	2.81
广阳岛果园路及支路工程	0.92	2015	2017	0.24
广阳岛 1/2/5 号景观通廊	1.69	2015	2017	0.31
大兴村地块基础设施建设工程	7.6	2015	2018	0.80
广阳岛雾情观察站	0.03	2016	2017	0.01
广阳岛机场抗战遗址群	0.64	2016	2018	0.01
重庆市江北嘴CBD区域江水源热泵集中供冷供热项目三期（1号能源站）	8.21	2015	2018	6.49
观音桥组团A34-1地块道路（一期）及1/2号雨水箱涵	1.08	2016	2018	0.077
溉澜溪片区高压架空线路地下工程	2.52	2016	2018	1.00
三洞桥风情街（内侧）	3.4	2016	2018	1.89
渝海城北区	0.34	2016	2018	0.0078
水源空调管理用房及社会停车场	0.25	2016	2017	0.0387
小计	74.25	--	--	41.19
广阳岛城市公园	7.64	2017	2018	--
观音桥组团 A34-1 地块道路（二期）	3.14	2017	2019	--
溉澜溪广场土石方工程	0.38	2017	2018	--
塔山公园	0.25	2017	2018	--

溉北路北段一期工程	0.37	2017	2018	--
小计	11.78	--	--	--
合计	86.03	--	--	41.19

资料来源：公司提供

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、建筑装修装饰工程专业承包一级、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。

跟踪期内，公司工程施工业务完工合同额为 8.98 亿元，较上年下降 8.73 亿元，主要系大部分在建项目接近完工，新承接项目较少所致。2016 年，公司工程建设板块实现营业收入和营业利润分别为 11.62 亿元和 0.75 亿元。

截至 2017 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 28 个，涉及合同金额 29.29 亿元，项目储备较为充足。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司主要施工合同
(单位：万元)

工程名称	建设单位	合同金额
贵州盈田七星关工谷标准厂房项目	重庆盈田置业发展有限公司	18980.00
陈家桥(学府悦园)房建及道路项目	重庆市公共住房开发建设投资有限公司	76300.00
重庆两江新区龙兴住宅项目	重庆两江新区置业发展有限公司	38209.89
重庆市渝北区空港新城“空港佳园”公租房建设项目三标段包二	重庆市公共住房开发建设投资有限公司	29280.00
重庆市渝北区空港新城“空港佳园”公租房建设项目三标段包二	重庆市公共住房开发建设投资有限公司	22440.00
绿地海棠湾二期项目	重庆绿地远林房地产开发有限公司	10010.00
万州如意嘉园项目	万州如意置业有限公司	22000.00

鱼嘴农转非安置房二期工程《施工合同》	重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限公司	36483.89
合计		253703.78

资料来源：公司提供

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，跟踪期内，江北嘴置业增加注册资本金 0.58 亿元至 10.58 亿元，并变更法定代表人为吴加妙，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 2017 年 3 月底，公司房产项目金融城 1 号、2 号、3 号、7 号和 8 号均已完工。其中金融城 7 号项目已接近售罄，仅剩余可供出售建筑面积 0.27 万平方米；金融城 1 号、2 号和 8 号项目已销售的建筑面积占比分别为 56.34%、51.16% 和 70.46%，销售进度较慢，回款周期较长；金融城 3 号项目公司计划自持出租，故没有销售。此外，江北嘴置业在建拟建的项目包括金融城 4 号、5 号和溉澜溪项目，上述项目用地面积合计 9.99 万平方米，总建筑面积合计 55.86 万平方米，预计总投资金额 60.00 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 24.25 亿元，后续尚需投入资金 35.75 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司共有用于二级开发土地储备 670.23 亩，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2017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

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进行经营分公司（以下简称“君恒建设”）、重庆市江北嘴置业有限公司（简称“江北嘴置业”）和公司本部。截至2017年3月底，公司可供出租的物业面积合计44.79万平方米，主要为商住用房并含有地下车库。

重庆市地王公司和重庆卓杰商务发展有限公司受公司和渝海控股的委托，对委托资产进行经营管理。委托商业房产主要集中在地王广场、新重庆广场、渝海北城区等经济较为繁华商圈。2016年公司商住用房出租率为63.17%，2016年君恒建设实现物业租赁收入2678.27万元。渝海控股用于出租的物业主要包括商住用房，位于新重庆广场和渝海城北区，2016年商住用房出租率为95.56%。2016年渝海控股实现物业租赁收入825.60万元。

公司本部用于出租的物业主要为在江北嘴中央商务区的自持物业等。现有物业建筑总面积为6053平方米，2016年公司本部实现物业租赁收入171.90万元。

江北嘴置业用于出租的物业主要为其自持的金融城写字楼、商业、车库，25小时车库、商业等。现有物业建筑总面积78万平方米（含非可出租面积）。2016年江北嘴置业实现物业租赁收入3460.85万元。

表9 公司物业出租情况（合并口径）
（单位：万平方米、%、万元）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
可供出租面积	24.45	34.65	44.79	44.79
出租面积	18.18	18.19	22.74	22.74
出租率	76.91	52.50	50.77	50.77
出租收入	4473	6501.19	7136.62	1448.60

资料来源：公司提供

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、江北嘴置业。其中渝海物业公司成立于2002年，截至2016年6月底注册资本500万元，公司持有其70%的股权。

渝海物业拥有全国物业管理一级资质。2016年该公司物业管理面积分别为182.00万平方米。2016年，渝海物业物业管理收入为9169.00万元，

同期毛利率11.48%。2017年1~3月，该板块实现收入2058.00万元，实现毛利率12.44%。

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，2016年物业管理面积为17.31万平方米，其中中央公园（绿化）73547平米，桂花街商业用房6053平米，地下停车库71158平米，物业收费标准25元/平米（商业用房）。

江北嘴置业所属物业公司管理的物业主要集中在江北嘴金融城、金融城营销中心及银监局旧楼，共49.21万平方米，其中车库48247.1平方米，库房9679.73平方米，商业50908.29平方米，写字楼342026.17平方米，营销中心3981.14平方米。2016年公司的物业管理收入合计为1.13亿元。

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2016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等。

华兴监理拥有工程监理综合资质、设备监理甲级、工程招标代理机构乙级、城市园林绿化监理乙级、中华人民共和国中央投资项目招标代理机构预备级在内的多项资质。2016年，公司实现监理业务收入8408.45万元，毛利率18.45%，与上年基本保持稳定；2017年1~3月，公司该板块实现收入1739.00万元，实现毛利率13.16%，较上年有所下降。

3. 未来发展

2016年，公司确立了“十三五”期间转型发展的定位，把公司发展成为以金融服务业为主体，房地产开发和工程建设为两翼，全市有重要影响力的国有资本投资运营集团。

九、财务分析

公司提供的2016年度财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计，并出具了标准无保留意见审计意见。2017年一季度财务数据未经审计。

截至2016年底，公司纳入合并范围子公司合计6家，跟踪期内，无新纳入合并范围子公司。公司财务数据可比性强。

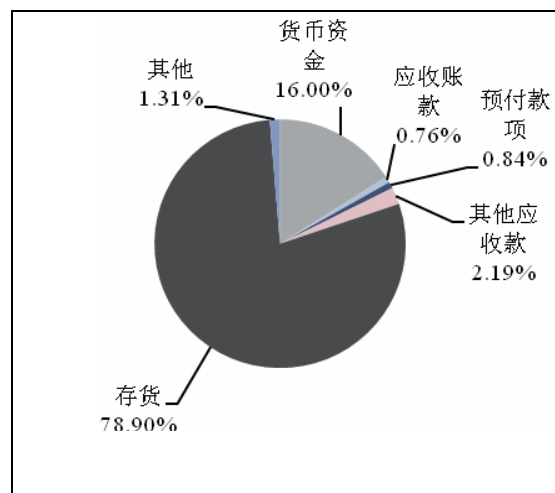
截至2016年底，公司合并资产总额388.28亿元，所有者权益合计为175.61亿元（其中少数股东权益-0.43亿元）。2016年，公司实现营业收入21.43亿元，利润总额5.25亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额371.77亿元，所有者权益合计为175.60亿元（其中少数股东权益-0.45亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入3.04亿元，利润总额0.32亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额388.28亿元，其中流动资产占75.40%，非流动资产占24.60%。公司以流动资产为主。

图1 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司流动资产 292.76 亿元，同比下降了 4.88%。流动资产以存货（占 78.90%）、应收账款（占 0.76%）、预付款项（占 0.84%）、货币资金（占 16.00%）和其他应收款（占 2.19%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 46.84 亿元，同比下降 19.01%，主要系公司银行存款减少所致。公司货币资金中，银行存款 46.26 亿元、现金 12.94 万元及其他货币资金 0.58 亿元，其中 0.19 亿元为受限资金。

截至 2016 年底，公司预付账款 2.45 亿元，同比大幅下降 54.32%，主要为预付的工程款。从账龄看，1 年以内的占 17.77%，1~2 年的占 13.21%，2 年以上的占 69.02%，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 0.97 亿元，占公司预付账款总额的 39.74%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司应收账款 2.23 亿元，同比大幅增加 137.21%，主要系新增重庆渝中国有资产经营管理有限公司 9900 万应收房款所致。从账龄结构来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 66.02%，账龄较短，公司应收账款计提坏账准备 0.04 亿元，坏账准备计提较为充足。

表 10 截至 2016 年底应收账款明细情况(单位:亿元、%)

应收账款单位名称	欠款金额	占应收账款比例
重庆渝中国有资产经营管理有限公司	0.99	42.09
龙景华府项目	0.28	11.71
保利高尔夫三期 C 标段	0.11	4.83
重庆市公共住房开发建设投资有限公司	0.11	4.53
重庆百年同创房地产开发有限公司	0.10	4.15
合计	1.58	67.13

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款净额 6.42 亿元，同比减少 17.56%，主要由于公司收回与土地储备相关的往来款。从账龄结构上看，公司按

余额百分比法计提坏账准备的组合余额为 3.13 亿元，占其他应收款总额的 48.75%，公司提取了 0.03 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 1.26 亿元，占其他应收款总额的 19.63%，其中 1 年以内的占 31.59%，1~3 年的占 19.81%，3 年以上的占 48.60%。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 4.77 亿元，占公司其他应收款总额的 74.30%，集中度较高。

表 11 2016 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况(单位:万元)

其他应收款单位名称	款项性质	期末余额	账龄
重庆市长江广阳岛开发建设管委会	往来款	13500.00	1 年以内
丰都县金穗农业发展有限公司	往来款	11897.49	3 年以上
重庆君恒建设有限公司(本部)	往来款	9382.21	1 年以内
渝海集团云南分公司(两江春城工程用)	往来款	7909.46	1 年以内
重庆凯拉姆特实业有限公司	往来款	5000.00	1 年以内
合计	—	47689.09	—

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货 230.98 亿元，其中土地储备 137.44 亿元，开发成本为 45.29 亿元，开发产品为 30.62 亿元和工程施工为 15.94 亿元。公司存货较上年下降 0.51%。另外，存货-开发成本中有 0.68 亿元和 29.96 亿元的开发成本使用权受到限制，分别为拆迁冻结和抵押融资。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 3.80 亿元，与去年同期相比基本稳定，由地票及预缴税金构成，系公司从公开市场上竞购的 2000 亩建设用地计划指标。

截至 2016 年底，公司非流动资产 95.52 亿元，同比下降 13.26%。非流动资产以可供出售金融资产（占 53.89%）、投资性房地产（占 38.26%）、固定资产（占 1.09%）、在建工程（占 4.99%）及无形资产（占 1.28%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 51.47 亿元，同比下降 15.58%，主要系公司对重庆渝资光电产业投资有限公司、重庆京东方光电科技有限公司、重庆市江北区国咨小额贷款有限公司以及重庆建工集团股份有限公司等单位的股权投资。受股价下调影响，公司所持按照公允价值计量的下降至 31.62 亿元，按成本计量的可供出售金融资产增加 0.46 亿元，为公司投资的重庆两江新区战略性新兴产业股权投资基金合伙企业股权。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 36.54 亿元，较 2015 年大幅增加 32.54%，主要系子公司江北嘴置业将 10.82 亿元自用房地产或存货转入按公允价值计量的投资性房地产所致。

截至 2016 年底，公司在建工程较 2015 年大幅增加 4.80%，公司在建工程账面价值 4.76 亿元，包括中央广场 2.81 亿元和三洞桥风情步行街 1.91 亿元。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 0.04 亿元，较 2015 年大幅减少 14.33 亿元，主要系公司将公益性项目重庆大剧院（此项目已于 2011 年竣工）转入存货所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 371.77 亿元，较上年底下降 4.25%。其中，流动资产占 74.20%，非流动资产占 25.80%，流动资产占比下降。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款合计 2.08 亿元，较上年底下降 6.70%；同期存货合计 228.19 亿元，较上年底下降 1.21%；其他应收款合计 5.73 亿元，同比下降 10.70%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所减小，构成以流动资产为主，但存货在流动资产中占比高，流动性较弱。整体看，公司资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 175.61 亿元，同比增长 1.81%，其中少数股东权益 -0.43 亿元。

公司所有者权益中实收资本占 11.39%，资本公积占 39.15%，未分配利润占 15.15%，少数股东权益占 -0.25%，其他权益工具占 20.23%。公司未分配利润为 26.61 亿元，同比增加 6.57%。截至 2016 年底，公司资本公积 68.76 亿元，同比增加 7.59%，主要系新增的 1.30 亿元国有资本金收益和 2.69 亿元江溉片区城市配套费财政返还。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 175.60 亿元，较上年底下降了 0.01%，实收资本为 20.00 亿元，所有者权益构成基本保持不变。

跟踪期内，公司所有者权益以实收资本、未分配利润和资本公积为主，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 212.67 亿元，其中流动负债占 52.86%，非流动负债占 47.14%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升。

截至 2016 年底，公司流动负债 112.42 亿元，较 2015 年增长 2.17%，主要由应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他非流动负债构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 2.43 亿元较 2015 年大幅增加 318.73%，主要系新增 1.85 亿元质押借款所致。

截至 2016 年底，公司应付账款 15.95 亿元，较 2015 年增加 41.57%，主要是应付施工单位的工程款增长所致。从账龄方面看，1 年以内的应付账款占 60.94%，1~2 年的占 14.84%，2~3 年的占 19.94%，3 年以上的占 4.29%。

截至 2016 年底，公司其他应付款 6.42 亿元，较 2015 年大幅下降 64.06%，主要系公司偿还了重庆两江新区管理委员会借款 5.50 亿元、重庆渝资光电公司分红款 2.40 亿元及建筑款项 1.20 亿元所致。从账龄看，1 年以内的占 24.96%，1~2 年的占 39.88%，2~3 年的占 9.35%，3 年以上的占 25.81%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负

债67.82亿元，同比增长57.00%，包含长期借款26.71亿元、应付债券39.96亿元和长期应付款1.15亿元。

截至2016年底，公司非流动负债总额100.24亿元，同比下降25.95%。其中长期借款、应付债券分别占66.75%、21.79%。

截至2016年底，公司长期借款66.91亿元，同比增加12.06%。其中质押借款12.00亿元、抵押借款11.40亿元、保证借款7.70亿元、信用借款30.81亿元和质押+保证组合借款5.00亿元。

截至2016年底，公司应付债券21.84亿元，主要为公司发行的“14渝江北嘴债”和“13渝江北嘴MTN1”。

截至2016年底，公司全部债务162.68亿元，其中短期债务和长期债务分别占43.18%和56.82%。截至2016年底，公司全部债务同比下降3.72%，主要系应付债券大幅减少所致。

图2 2014~2016年及2017年3月底公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，受有息债务规模下降影响，2016年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为34.48%、48.09%和54.77%，较上年均有所下降。

截至2017年3月底，公司负债合计196.18亿元，较上年下降7.75%，主要系短期借款、应付账款和长期应付款下降所致。从结构来看，流动负债占比53.07%，非流动负债占比46.93%，

较上年底流动负债占比上升。截至2017年3月底公司全部债务合计169.80亿元，较上年底增长4.38%，其中短期债务占比50.31%，长期债务占比49.69%。考虑到有35.52亿元的永续中票被计入所有者权益中，实际债务率略高于现有债务率。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务规模仍较大。未来随着公司投资规模的扩大，负债负担有可能继续加重。

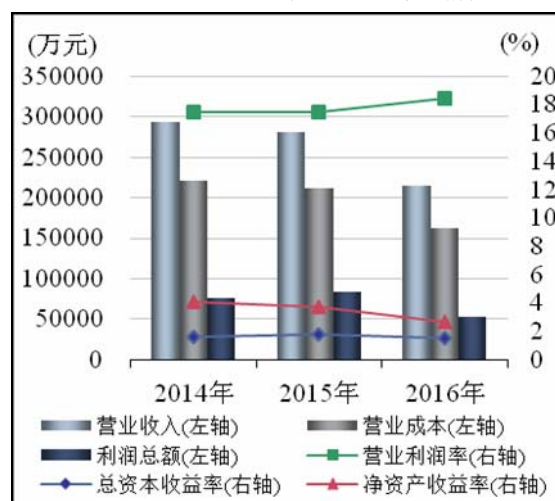
3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入21.43亿元，同比下降23.60%。2016年，公司营业利润率为18.44%，较2015年增长了0.98个百分点，主要系2016年公司营业收入有所下降，同时营业成本也下降较快所致。

2016年，公司期间费用为1.79亿元，同比增加16.95%，主要来自财务费用的增加。期间费用占营业收入的比重由2015年的5.44%上升到2016年的8.33%。扣除各项期间费用后公司实现营业利润4.97亿元。

2016年，公司实现投资收益为3.07亿元，同比下降30.45%，主要为对重庆渝资光电产业投资有限公司、西南证券等公司股权投资的分红款。

图3 2014~2016年公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率为18.44%，同比增加0.98个百分点。同期，公司净资产收益率为2.63%，同比下降1.06个百分点；总资产收益率为1.57%，同比增加0.25个百分点。

2017年1~3月公司收入合计3.04亿元，相当于2016年全年的14.17%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，营业利润率较上年有所上升；公司利润总额中投资收益占比仍较高。

4. 现金流及保障

公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金14.39亿元，同比下降19.13%，主要系工程收入确定应收账款，暂未收回工程款所致。同期，公司收到的其它与经营活动有关的现金为68.15亿元，同比大幅增加116.87%，主要为收到的土地整治成本返还和与其他公司的往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金有所下降，2016年为14.58亿元。公司支付的其他与经营活动有关的现金有所增长，2016年为29.00亿元，同比增长141.14%。2016年，公司经营活动产生现金流量净额34.74亿元。

从收入实现质量看，2016年公司现金收入比率为67.15%，同比增长3.72个百分点，现金回收质量有所回升。

投资活动方面，2016年，投资活动产生的现金流入为0.88亿元，同比下降87.43%，主要系2016年无收回投资收到的现金。2016年，公司取得投资收益收到的现金为8.77亿元，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。2016年，公司投资支付的现金为1.75亿元，同比大幅增长1.57亿元，主要系公司购买可供出售金融资产所致，包括对重庆两江新区战略性新兴产业股权投资基金合伙企业的投资0.46亿元和对重庆战略性新兴产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)的投资1.25亿元。

2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.07亿元，由正值转为负值。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以取得借款所收到的现金为主（包括发行债券收到现金），2016年公司取得借款收到现金为49.30亿元，同比下降12.39%。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，2016年为80.18亿元，同比下降32.90%。筹资活动产生的现金净额为-44.50亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流入合计6.35亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（3.48亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（2.87亿元）；同期公司经营活动现金流出合计8.24亿元，其中3.39亿元为购买商品、接受劳务支付的现金，支付其他与经营活动有关的现金3.98亿元。当期公司经营活动现金流净额合计-1.89亿元。2017年1~3月公司投资活动现金流入合计1.87亿元，投资活动现金流出合计1.66亿元，投资活动产生的现金流量净额0.21亿元。2017年1~3月公司筹资活动现金流出合计11.74亿元，其中10.49亿元为偿还债务支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额为-11.74亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量仍然较差，经营活动有关的现金情况流受往来变动款影响较大。由于土地储备整理和工程施工业务需要公司垫付较大数额款项，且公司未来投资规模大，同时，土地出让实现收入具有一定的不确定性，公司对外部融资依赖仍然较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，2016年底分别为260.41%和54.95%。同期，公司经营现金流动负债比为30.90%。截至2017年3月底，公司流动比率上升至264.97%，速动比率下降至45.78%。公司的短期债务规模大，存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司全部

债务/EBITDA为26.93倍，指标反映公司对全部债务的保护能力较弱，长期债务压力较大。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2017年3月底，公司获得银行综合授信261.30亿元，未使用额度85.99亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年3月底，公司对外担保余额230.00万元，担保比率0.01%。公司为重庆市江北区国咨小额贷款有限公司提供的担保，被担保单位经营状况良好，公司或有负债风险较小。

6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1050010500942520H），截至2017年3月15日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

7. 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。

十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪日，公司存续债券待偿还本金合计66.00亿元。2016年，公司EBITDA为6.04亿元，为待偿还债券合计本金的0.09倍。2016年，公司经营活动现金流入量82.53亿元，为待偿还债券合计本金的1.25倍；公司经营活动现金净流量为34.74亿元，为待偿还债券合计本金的0.53倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券金的保障程度较一般。

公司于2015年发行三期中期票据，分别为“15渝江北嘴MTN001”、“15渝江北嘴MTN002”

和“15渝江北嘴MTN003”。其中，“15渝江北嘴MTN001”期限5年，于2020年到期；“15渝江北嘴MTN002”和“15渝江北嘴MTN003”为永续中票，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。若2020年公司兑付“15渝江北嘴MTN001”的同时，选择赎回上述两期永续中票，公司可能于当年集中偿付存续债券合计本金峰值44.00亿元。2016年，公司EBITDA为合计本金44.00亿元的0.14倍。2016年，公司经营活动现金流入量为合计本金44.00亿元的1.88倍；公司经营活动现金净流量为合计本金44.00亿元的0.79倍。公司经营活动现金流入对合计本金44.00亿元的保障能力一般。若发生集中兑付，公司将面临一定偿付压力。从指标上看，公司对三期中期票据保障倍数一般，但综合考虑到公司土地资源丰富及获得政府支持力度大等方面优势，公司对存续债券偿还能力很强。

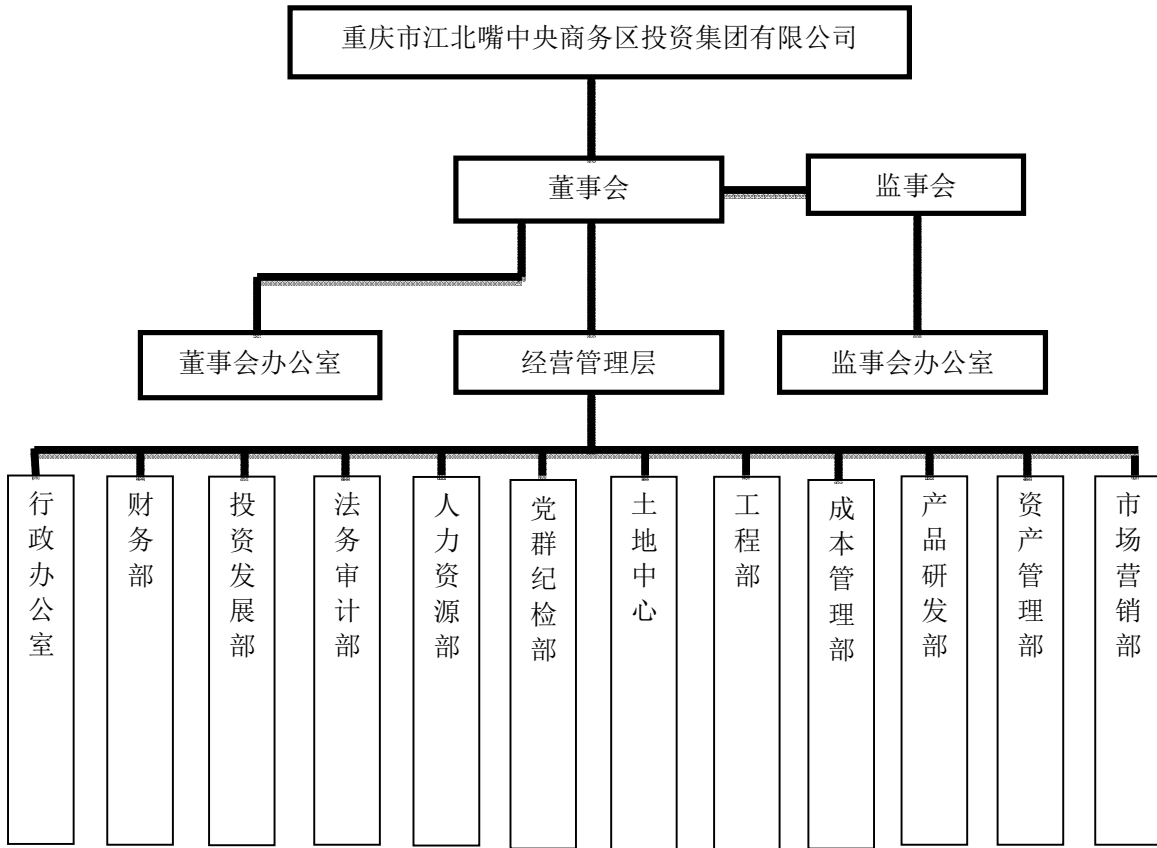
表12 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项目	2015年	2016年
一年内到期债券余额	--	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	0.75	1.25
经营活动现金净流量/应付债券余额	0.04	0.53
EBITDA/应付债券余额	0.13	0.09

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“13渝江北嘴MTN1”、“15渝江北嘴MTN001”、“15渝江北嘴MTN002”、“15渝江北嘴MTN003”和“17渝江北嘴MTN001”的信用等级为AA⁺。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.49	57.84	46.87	33.43
资产总额(亿元)	393.71	417.90	388.28	371.77
所有者权益(亿元)	136.00	172.49	175.61	175.60
短期债务(亿元)	76.00	63.75	70.25	85.43
长期债务(亿元)	127.80	125.89	92.43	84.36
全部债务(亿元)	203.80	189.64	162.68	169.80
营业收入(亿元)	29.29	28.04	21.43	3.04
利润总额(亿元)	7.60	8.33	5.25	0.32
EBITDA(亿元)	7.99	8.75	6.04	--
经营性净现金流(亿元)	-6.73	2.94	34.74	-1.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.80	22.37	13.38	5.58
存货周转次数(次)	0.12	0.09	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.05	0.03
现金收入比(%)	98.26	63.43	67.15	114.65
营业利润率(%)	17.46	17.46	18.44	5.07
总资本收益率(%)	1.74	1.82	1.57	--
净资产收益率(%)	4.12	3.69	2.63	--
长期债务资本化比率(%)	48.45	42.19	34.48	32.45
全部债务资本化比率(%)	59.98	52.37	48.09	49.16
资产负债率(%)	65.46	58.72	54.77	52.77
流动比率(%)	225.90	279.71	260.41	264.97
速动比率(%)	48.48	68.72	54.95	45.78
经营现金流动负债比(%)	-5.57	2.68	30.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.52	21.68	26.93	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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%
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	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。