

信用等级公告

联合〔2019〕2294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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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⁺，维持“15 渝江北嘴 MTN001”“15 渝江北嘴 MTN002”“15 渝江北嘴 MTN003”“17 渝江北嘴 MTN001”“18 渝江北嘴 MTN001”和“19 渝江北嘴 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十五日

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

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

| 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 |
|---------------------------|-------|------------|-----------------|-----------------|
| 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 ⁺ |
| 18渝江北嘴MTN001 | 20 亿元 | 2023/1/29 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 19渝江北嘴MTN001 | 10 亿元 | 2024/4/12 | AA ⁺ | AA ⁺ |

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据：

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产(亿元) | 46.90 | 45.07 | 41.50 | 27.95 |
| 资产总额(亿元) | 382.28 | 413.01 | 398.49 | 395.53 |
| 所有者权益(亿元) | 176.51 | 230.36 | 229.06 | 228.90 |
| 短期债务(亿元) | 70.25 | 41.36 | 67.39 | 58.59 |
| 长期债务(亿元) | 88.75 | 92.51 | 56.10 | 63.53 |
| 全部债务(亿元) | 159.00 | 133.88 | 123.49 | 122.12 |
| 营业收入(亿元) | 21.68 | 20.91 | 23.60 | 1.81 |
| 利润总额(亿元) | 6.02 | 5.77 | 5.53 | -0.24 |
| EBITDA(亿元) | 6.82 | 6.33 | 6.25 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 34.74 | 8.56 | 15.96 | -1.29 |
| 应收类款项/资产总额(%) | 2.22 | 4.86 | 2.84 | 3.33 |
| 营业利润率(%) | 18.46 | 21.00 | 35.07 | 30.88 |
| 净资产收益率(%) | 3.10 | 2.02 | 1.37 | -- |
| 资产负债率(%) | 53.83 | 44.22 | 42.52 | 42.13 |
| 全部债务资本化比率(%) | 47.39 | 36.76 | 35.03 | 34.79 |
| 流动比率(%) | 271.68 | 365.19 | 262.99 | 289.63 |
| 经营现金流动负债比(%) | 32.93 | 10.61 | 15.02 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 23.31 | 21.13 | 19.77 | -- |

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数；2019 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”）是江北嘴中央商务区基础设施建设的重要主体。跟踪期内，重庆市经济发展良好，公司在江北嘴中央商务区范围内保持一定的业务专营优势，在税费返还、政策补贴等方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司工程建设业务项目储备不足、盈利能力弱、在建拟建项目投资压力较大、短期债务规模快速增长等因素对公司经营发展可能产生的不利影响。

公司存量土地规模较大，房地产开发项目及土地储备较为充足，随着重庆市区域经济的快速发展，公司存量土地及房地产开发项目具有一定的升值空间，对未来公司债务偿付及营收水平的保持形成较好支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 渝江北嘴 MTN001”“15 渝江北嘴 MTN002”“15 渝江北嘴 MTN003”“17 渝江北嘴 MTN001”“18 渝江北嘴 MTN001”和“19 渝江北嘴 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，重庆市经济持续增长，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，发展趋势向好。
- 公司作为江北嘴中央商务区基础设施建设的重要主体，业务上保持一定的专营优势，在税费返还和财政补贴等方面持续获得外部支持。
- 公司储备的土地存量及房地产开发项目规模较大，且具有一定的升值空间，对未来公司债务偿付能力及收入水平的保持形成较好支撑。

¹为公司发行的可续期债权，到期兑付日为该债券首次行权日

分析师：张龙景 邱成

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内，公司工程建设业务项目储备不足，未来工程建设业务持续性有待进一步观察。
2. 公司在建和拟建项目未来投资规模较大，公司面临较大的外部筹资压力。
3. 跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，短期偿债压力大幅上升；考虑到所有者权益中的永续债，公司实际债务负担较重。
4. 公司负责担保业务的子公司代偿规模大，处于停业整顿状态；负责建筑业务的子公司存在借款逾期，涉及的法律诉讼数量较多；公司面临一定的或有负债风险。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在后续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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为重庆两江新区管理委员会（以下简称“两江新区管委会”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司本部内设法务审计部、财务部、投资发展部等10个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额398.49亿元，所有者权益229.06亿元（含少数股东权益0.49亿元）；2018年，公司实现营业收入23.60亿元，利润总额5.53亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额395.53亿元，所有者权益228.90亿元（含少数股东权益0.46亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入1.81亿元，利润总额-0.24亿元。

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：李宁。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评公司存续债券“15渝江北嘴MTN001”“15渝江北嘴MTN002”“15渝江北嘴MTN003”“17渝江北嘴MTN001”“18渝江北嘴MTN001”和“19渝江北嘴MTN001”尚需偿还债券余额92.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额偿付上述债券利息。

上述债券募集资金均已全部用于偿还银行贷款、补充营运资金和项目建设（“15渝江北嘴MTN003”的募投项目包括江北嘴水源热泵集中供冷供热项目三期工程项目、金融城1号项目和金融城3号项目，均已基本完工）。

表1 联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|--------------|------|------|------------|-----|
| 15渝江北嘴MTN001 | 8 | 8 | 2015/9/24 | 5年 |
| 15渝江北嘴MTN002 | 6 | 6 | 2015/10/22 | 5+N |
| 15渝江北嘴MTN003 | 30 | 30 | 2015/12/28 | 5+N |
| 17渝江北嘴MTN001 | 18 | 18 | 2017/4/10 | 5+N |
| 18渝江北嘴MTN001 | 20 | 20 | 2018/1/29 | 5年 |
| 19渝江北嘴MTN001 | 10 | 10 | 2019/4/12 | 5年 |
| 合计 | 92 | 92 | -- | -- |

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机

构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多

项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---------|---|---|
| 2018年2月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。 |
| 2018年3月 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。 |
| 2018年9月 | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》 | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险” |

| | | |
|----------|--|---|
| 2018年10月 | 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号 | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。 |
| 2019年2月 | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。 |
| 2019年3月 | 《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号 | 严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。 |
| 2019年3月 | 《2019政府工作报告》 | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。 |
| 2019年5月 | 《政府投资条例》 | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。 |

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司是重庆市两江新区重要的基础设施建设主体，主要负责江北嘴中央商务区等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。重庆市及两江新区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，重庆市经济持续增长，基础设施投资保持较快增长；两江新区开发建设稳步推进，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，公司经营发展外部环境良好。

（1）重庆市发展概况

根据《2018年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，初步核算，全年实现地区生产总值20363.19亿元，比上年增长6.0%。按产业分，第一产业增加值1378.27亿元，增长4.4%；第二产业增加值8328.79亿元，增长3.0%；第三产业增加值10656.13亿元，增长9.1%。三次产业结构比为6.8:40.9:52.3。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到65933元，比上年增长5.1%。

固定资产投资方面，全年固定资产投资总额比上年增长7.0%。其中，基础设施建设投资增长11.5%；民间投资增长12.8%。全年房地产

开发投资4248.76亿元,比上年增长6.8%。其中,住宅投资3012.65亿元,增长14.4%;办公楼投资104.81亿元,下降33.4%;商业营业用房投资564.66亿元,下降15.9%。2018年,重庆市常住人口3101.79万人,比上年增加26.63万人,其中城镇人口2031.59万人,占常住人口比重(常住人口城镇化率)为65.50%,比上年提高1.42个百分点。全年外出市外人口479.29万人,市外外来人口177.44万人。重庆市居民人均可支配收入26386元,比上年增长9.2%,其中城镇居民人均可支配收入34889元,增长8.4%。重庆市居民人均消费支出19248元,比上年增长7.5%,其中城镇居民人均消费支出24154元,增长6.1%。

2019年1~3月,重庆市实现地区生产总值5102.30亿元,按可比价格计算,同比增长6.0%。分产业看,第一产业实现增加值233.11亿元,增长3.9%;第二产业实现增加值2036.56亿元,增长6.3%;第三产业实现增加值2832.63亿元,增长5.8%。前三季度,重庆市规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长4.3%;固定资产投资同比增长6.6%。

(2) 两江新区及江北嘴中央商务区概况

重庆两江新区是由国务院直接批复的第三个国家级开发开放新区。2017年,两江新区实现地区生产总值2533亿元,同比增长10.2%,占全市比重达13%;规模以上工业总产值达5076亿元;固定资产投资2167亿元,增长12.4%。2018年两江新区经济数据尚未披露。

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,是两江新区金融商务中心的主体部分,属于两江新区规划中的十大功能区之一。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。截至2018年底,已经有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也已成功落地。

五、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,两江新区管委会是公司的唯一出资人和实际控制人。截至2019年3月底,公司注册资本和实收资本均为20亿元。

2. 外部支持

跟踪期内,重庆市一般公共预算收入保持稳定,财政自给能力较弱;两江新区一般公共预算收入增长较快,政府性基金收入大幅增长。作为江北嘴中央商务区基础设施建设的重要主体,跟踪期内,公司持续获得在税费返还和财政补贴方面的外部支持。

2018年,重庆市完成一般公共预算收入2266亿元,增长0.6%。其中,税收收入1603亿元,增长8.6%;非税收入占一般公共预算收入的比重为29.2%,较2017年下降5.3个百分点。重庆市一般公共预算支出4541亿元,增长4.7%。重庆市财政自给率49.90%,财政自给能力较弱。

2018年,两江新区完成一般公共预算收入153.75亿元,同比增长9.0%,其中税收收入占比87.66%;完成一般公共预算支出251.48亿元,同比增长6.7%;财政自给率为61.14%,财政自给能力较弱;完成政府性基金收入335.02亿元,同比增长68.6%。

作为重庆市及两江新区重要的开发建设主体,近年来,公司在税费返还和财政补贴方面得到当地政府的持续支持。

2018年,公司收到两江新区管委会返还的国有资本上缴收益1.06亿元、城市配套费3.12亿元,计入“资本公积”;收到政府补助合计411.99万元,计入“其他收益”和“营业外收入”。

3. 人员素质

跟踪期内，公司董事长发生变更，系正常人员变动，对公司经营无重大影响。

2018年7月，根据两江新区管委会决议，公司董事长变更为李宁。

李宁先生，1965年出生，硕士学历，经济师；历任重庆市工商行政管理局副主任，重庆市人民政府工交财贸处副处长，重庆高新区产业发展局副局长，二郎科技新城开发建设指挥部副指挥长，北部新区高新园开发建设指挥部总指挥，重庆高新区产业局局长，重庆高科集团公司总经理、董事长，重庆渝高科技产业（集团）股份有限公司董事长；2018年7月起，任公司董事长、党委书记。

4. 企业信用情况

跟踪期内，公司本部无不良信用记录，子公司的借款逾期问题仍未解决。

根据人民银行征信中心提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1050010500942520H），截至2019年7月12日，公司本部无未结清、已结清不良信贷记录。子公司重庆渝海控股（集团）有限责任公司（以下简称“渝海控股”）存在已逾期未偿还的借款合计0.58亿元，逾期借款系子公司渝海控股纳入合并范围前（2003~2005年间）由于经营困难等原因形成逾期借款，重组合并后导致公司出现逾期借款记录，目前逾期借款的偿还方案正在审批。

截至2019年7月12日，未发现公司被列入

全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的江北嘴中央商务区的土地储备整治及配套城市基础设施建设等业务正常开展，业务上保持一定的区域专营优势，收入和毛利率均有所上升。

2018年，公司实现营业收入22.95亿元（不含利息收入），同比增长12.14%。从收入构成来看，工程建设及劳务、房屋销售以及房屋租赁和物管是公司的主要收入来源。公司其他业务还包括冷热源销售、场地临时出租以及其他物业服务等，2018年其他收入占比大幅上升，主要系当年江水源项目初装费收入规模较大所致。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为36.85%，同比上升14.40个百分点，主要系工程建设及劳务和其他收入毛利率大幅上升，以及毛利率较高的房屋销售业务收入占比上升所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入1.81亿元，相当于2018年全年的7.68%；综合毛利率为26.76%，较2018年有所下降，主要系占比较高的监理服务和其他收入毛利率下降所致。

表3 2017~2018年及2019年1~3月公司营业收入构成表（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年1~3月 | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 土地储备整理 | 0.77 | 93.62 | 0.52 | 92.16 | 0.06 | 85.29 |
| 工程建设及劳务 | 12.33 | 8.64 | 6.86 | 12.53 | 0.57 | 13.98 |
| 房屋销售 | 3.39 | 49.90 | 8.99 | 45.21 | -- | -- |
| 房屋租赁和物管 | 2.17 | 28.31 | 2.36 | 30.27 | 0.69 | 39.90 |
| 监理服务 | 1.21 | 16.94 | 1.45 | 17.85 | 0.22 | 7.02 |
| 其他收入 | 0.59 | 49.78 | 2.76 | 75.26 | 0.28 | 23.38 |

| | | | | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 合计 | 20.47 | 22.45 | 22.95 | 36.85 | 1.81 | 26.76 |
|----|-------|-------|-------|-------|------|-------|

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地储备整理

公司储备的土地规模较大，具有一定升值空间，在建及拟建的配套基础设施建设项目未来投资支出规模较大，且前期主要靠公司垫资，未来公司面临着较大的投资压力。

公司经重庆市政府授权，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亩土地进行征地、拆迁、平整等储备整治工作。跟踪期内，公司土地储备整理业务模式没有发生明显变化，仍然按照当期土地储备整治工程费、征地安置费、前期工程费的8%、当期城市房屋拆迁成本支出的4%，以及当期返还的土地出让金收益部分的10%确认为土地储备整理管理费收入。

2018年，公司确认土地储备管理费收入0.52亿元，比2017年下降32.47%，主要系当年确认的整治工程费和返还的土地出让金减少，使得按比例计提的管理费收入下降所致。2019年一季度，公司实现土地储备管理费收入0.06亿元。

2018年，公司土地储备整治投入共计7.55亿元，较上年（3.56亿元）有所上升；当年公司所整理的土地未实现出让；当年公司收到以前年度土地出让的财政返还金额13.94亿元（在“收到的其他与经营活动相关的现金”科目中反映）。2019年1~3月，公司未收到土地出让返还款项，未实现土地出让。土地储备方面，截至2019年3月底，公司累计出让土地4467.74亩，主要集中在溉澜溪片区和长安片区；剔除不可用地后，剩余土地储备约12663.00亩，主要集中在溉澜溪片区和广阳岛，目前均已基本整理完毕，将陆续进行出让。其中，溉澜溪片区位于两江新区的核心功能区，广阳岛位于重庆主城区之一的南岸区，均具有较好的地理优势和一定的升值空间。由于土地出让易受土地市场行情的影响，未来该板块的收入实现情况存在一定

的不确定性。

表4 截至2019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 |
|------------------|---------------|----------|---------|
| 溉澜溪片区（含江州立交节余土地） | 渝府地（2007）892号 | 7610.00 | 2960.60 |
| | 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 | 4467.74 |

资料来源：公司提供

此外，公司承担了江北嘴地区土地储备整理配套的一系列市政基础设施项目的建设，前期投入主要靠公司垫资，后通过土地出让返还实现资金平衡，该部分业务与土地储备整治业务一起进行核算（即市政建设项目的支出计入土地储备整治成本）。跟踪期内，公司配套基础设施建设业务模式没有发生明显变化。截至2018年底，公司在建的基础设施建设项目包括溉澜溪体育公园、鲁溉路以南对山立交以北片区道路工程、观音桥组团A34-1等地块道路及综合管网工程（二期）等5个项目。上述项目计划总投资19.21亿元，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，累计已投资9.60亿元，预计尚需投资9.61亿元。公司未来主要拟建项目2个，包括江北嘴中央商务区三洞桥民俗风情街和观音桥组团A标准分区A34-1地块道路及综合管网三期工程（二号路K0+000—K0+855段），预计总投

资9.29亿元，计划2019年开工、2021年内完工。公司在建及拟建的基础设施建设项目未来的

投资支出规模较大，未来公司面临一定的投资压力。

表5 截至2018年底公司基础设施建设主要在建和拟建工程情况（单位：亿元、年）

| 项目名称 | 项目状态 | 计划总投资 | 已完成投资 | 项目进度 |
|---|------|-------|-------|-----------------|
| 溉澜溪体育公园（B02-1/02 地块）项目 | 在建 | 6.55 | 3.60 | 完成土石方工程 |
| 鲁溉路以南、对山立交以北片区道路工程 | 在建 | 4.25 | 0.66 | 完成一期工程的 40% |
| 溉澜溪广场项目 | 在建 | 3.85 | 2.06 | 完成土建结构 |
| 观音桥组团 A 标准分区 A34-1 地块道路及综合管网工程（二期） | 在建 | 3.14 | 2.75 | 基本完工 |
| 溉澜溪体育公园南侧道路工程 | 在建 | 1.42 | 0.53 | 预计 2020 年完工 |
| 合计 | -- | 19.21 | 9.60 | -- |
| 江北嘴中央商务区三洞桥民俗风情街(土石方工程) | 拟建 | 6.74 | -- | 2019.6~2021.12 |
| 观音桥组团 A 标准分区 A34-1 地块道路及综合管网三期工程（二号路 K0+000—K0+855 段） | 拟建 | 2.55 | -- | 2019.11~2021.12 |
| 合计 | -- | 9.29 | -- | -- |

资料来源：公司提供

（2）工程建设

跟踪期内，公司工程建设业务毛利率水平有所提高，但收入规模大幅下降，工程建设业务项目储备不足，未来业务持续性有待进一步观察。

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等多项建筑施工资质。由于渝海控股涉及的历史问题较多，2018年以来，公司逐渐将渝海控股的施工资质平移至新成立的两江新区建设有限公司（以下简称“两江建设”），未来将以两江建设作为公司工程施工业务的新主体。

跟踪期内，公司工程建设业务的经营模式没有发生重大变化。公司按照完工进度百分比确认收入，2018年为6.86亿元，同比下降5.47

亿元，主要系公司存量项目逐渐完工所致，而新签项目较少所致。其中，前十大工程项目收入占工程建设收入比重的43.29%。公司工程建设毛利率为12.53%，同比上升3.89个百分点，主要系当年结算的项目毛利率较高所致。

截至2019年3月底，公司主要在建的施工项目合同金额合计5.61亿元，已投入1.51亿元，已确认收入0.90亿元，未来投资压力一般。2018年及2019年1~3月，公司新签合同额分别为6.28亿元和1.37亿元；其中基建合同合计6.66亿元，房建合同合计0.99亿元；渝海控股新签合同合计2.50亿元，两江建设新签合同合计5.15亿元。近年来，公司工程建设板块新签合同额较小，工程建设业务收入将出现一定程度的下滑，其中渝海控股资质转出后以消化存量项目为主，而两江建设成立时间短，目前缺乏参与市场化项目招投标的竞争力，公司未来业务持续性有待进一步观察。

表6 截至2018年底公司主要施工合同（单位：亿元）

| 工程名称 | 甲方单位 | 合同金额 | 已投资 | 已确认收入 |
|------------------------------|----------------------|------|------|-------|
| 重庆十八梯项目平场及边坡支护工程（D标段）施工合同 | 重庆十八梯文化发展有限公司 | 0.34 | 0.25 | 0.05 |
| 绿地海棠湾58-62#楼（补充11-12号楼） | 大足县远林房地产有限公司 | 1.00 | 0.34 | 0.23 |
| 地王广场恢复结构工程（B2-5F）恢复部分EPC总承包工 | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、 | 0.03 | 0.03 | 0.00 |

| | | | | |
|----------------------------------|--------------------------------|------|------|------|
| 程建设工程施工合同 | 重庆城市广场有限公司 | | | |
| 地王广场恢复结构工程 (B2-5F)拆除部分建设工程施工合同 | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司、重庆城市广场有限公司 | 0.02 | 0.02 | 0.00 |
| 溉澜溪体育公园南侧道路工程 (KO+000-KO+480) | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 | 0.10 | 0.05 | 0.30 |
| 重庆市溉澜溪体育公园项目 (B02-1/02 地块) | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 | 1.60 | 0.32 | 0.32 |
| 地产集团照母山片区绿化品质提升工程 (一期) | 重庆市地产集团、重庆两江新区市政园林水利管护中心 | 0.99 | 0.50 | 0.00 |
| 江北嘴中央商务区三洞桥民俗风情街土石方工程及溉北路连接线道路工程 | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 | 0.58 | 0.00 | 0.00 |
| 江北嘴金融城 6 号项目平基土石方工程施工合同 | 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司 | 0.95 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | | 5.61 | 1.51 | 0.90 |

资料来源：公司提供

(3) 房地产开发

公司房地产业务可售面积仍较大，未来房屋销售收入具有一定持续性。同时，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

公司房地产开发的经营主体主要为子公司重庆市江北嘴置业有限公司（简称“江北嘴置业”）。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，金融城1、2、3、7号为写字楼，4、5、8号为住宅及商业配套。2018年，公司实现房屋销售收入8.99亿元，同比增加5.60亿元，主要系当年金融城4号销售金额较大所致。

截至2018年底，公司金融城1、2、3、7和8均已完工，4、5号在建。销售方面，2018年，金融城项目的销售主要来自金融城4号，达到预售条件的442套住宅已经售罄，实现销售金额合计9.31亿元。此外，2018年金融城3号（写字楼）和金融城8号（住宅）分别完成销售面

积0.20万平方米和0.06万平方米，分别实现销售金额0.40亿元和0.08亿元。销售进度方面，截至2018年底，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43.35%、43.30%和28.41%，销售进度较慢，其中写字楼回款周期较长；金融城3号项目公司计划自持未销售的部分。截至2019年3月底，金融城项目累计形成可售面积合计79.79万平方米，剩余可售面积17.00万平方米（不含自持部分），未来房屋销售收入仍具有一定持续性。

江北嘴置业在建的房地产项目包括金融城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70.28万平方米，预计总投资金额66.68亿元，截至2018年底已投资32.30亿元，后续尚需投入资金34.38亿元，公司面临的资金压力较大。截至2019年3月底，公司储备的用于二级开发的土地合计67.30亩，主要位于金融城和溉澜溪地块；公司暂无拟建房地产项目。

表 7 截至 2018 年底公司房地产在建项目建设情况（单位：万元、平方米）

| 项目名称 | 土地成本 | 用地面积 | 建筑面积 | 预计总投资 | 已投资 | 预计完工时间 |
|---------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 金融城 4 号 | 41383.60 | 23707.00 | 268516.41 | 186832.69 | 117051.00 | 2020 |
| 金融城 5 号 | 33330.58 | 16164.20 | 194280.00 | 190000.00 | 156058.00 | 2022 |
| 溉澜溪项目 | 112214.94 | 60004.90 | 240020.00 | 290000.00 | 49893.67 | 2021 |
| 合计 | 186929.12 | 99876.10 | 702816.41 | 666832.69 | 323002.67 | -- |

注：金融城 5 号土石方工程已开工，溉澜溪项目已完成土石方开挖平场施工

资料来源：公司提供

(4) 其他业务

公司业务经营多元化，其他业务收入来自**租赁和物业管理、监理服务、冷热源销售等，对公司业务收入形成一定补充。**

公司租赁和物管业务的经营主体主要为公司本部、江北嘴置业以及渝海控股子公司重庆君恒建设有限公司商业房地产分公司（以下简称“君恒建设”）进行经营。截至2018年底，公司可供出租的物业面积合计81.53万平方米（含车库面积31万平方米），主要为商住用房并含有地下车库，2018年实现租赁和物业管理收入2.36亿元，同比增长8.89%，毛利率维持在30%左右。截至2018年底，公司尚未出租商业房屋建筑面积超过20万平方米，未来租赁业务收入仍有提升的空间。

监理服务业务主要由子公司渝海控股旗下重庆华兴工程监理公司（简称“华兴监理”）经营。2018年，公司实现监理服务业务收入1.45亿元，同比增长20.41%；毛利率为17.85%，同比上升0.91个百分点。

此外，公司其他业务还包括冷热源销售业务、场地临时出租、利息及担保费收入、其他物业服务及咨询服务等，2018年合计2.76亿元，同比增长2.17亿元，主要系当期实现对江水源项目收取的初装费收入规模较大（1.84亿元）所致。公司担保业务的经营主体为子公司两江金融公司，截至2018年底，两江金融公司的担保余额为15.85亿元，累计代偿规模为5.04亿元，代偿规模较大，联合资信将持续关注未来担保代偿款项的回收情况。

3. 未来发展

公司未来仍将以**土地储备整理和工程建设业务为主，房地产开发将根据自身情况稳步推进，同时大力发展金融服务业务。目前在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司未来面临较大的资本支出压力。**

未来，公司仍将以土地储备整理和工程建

设业务为主，房地产开发将根据公司自身情况稳步推进，同时加大招商引资力度，进一步增加公司自持商铺、写字楼的出租利用率。此外，公司2017年新并入的两江金融公司，主营业务以小额贷款和担保业务为主，目前收入规模较小，未来公司将大力发展金融服务业务，继续做大小贷、担保业务，同时拓展金融租赁、基金管理、财务管理等业务板块，把公司发展成为全市有重要影响力的国有资本投资运营集团。

目前公司储备的土地基本已整理完毕，后续投资规模较小，但考虑到目前在建、拟建的市政基础设施、工程施工项目和房地产开发项目尚需投资规模达到51.61亿元，公司未来面临较大的投资压力。

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报表，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2019年1~3月财务数据未经审计。

2018年，公司合并范围新增2家子公司，分别为重庆两江新区战略服务业股权投资基金合伙企业（有限合伙）和两江建设，均由公司投资设立并100%控股。截至2018年底，公司合并范围子公司共11家。2019年1~3月，公司合并范围无变化。整体看，2018年以来合并范围的变化对公司财务数可比性影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司**资产规模有所下降，以土地、在建及完工房产项目、投资性房地产为主，资产流动性较弱，资产质量一般。**

截至2018年底，公司资产总额398.49亿元，同比下降3.52%，主要系存货、其他应收款和可供出售金额资产下降所致。从结构上看，公司资产以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年1~3月 |
|----|-------|-------|-----------|
|----|-------|-------|-----------|

| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 45.06 | 10.91 | 41.50 | 10.41 | 27.95 | 7.07 |
| 应收账款 | 9.18 | 2.22 | 6.72 | 1.69 | 6.21 | 1.57 |
| 其他应收款 | 10.09 | 2.44 | 4.04 | 1.01 | 6.41 | 1.62 |
| 存货 | 220.81 | 53.46 | 199.76 | 50.13 | 202.96 | 51.31 |
| 流动资产 | 294.60 | 71.33 | 279.44 | 70.13 | 276.42 | 69.89 |
| 发放贷款及垫款 | 14.80 | 3.58 | 14.25 | 3.58 | 14.29 | 3.61 |
| 可供出售金融资产 | 45.19 | 10.94 | 37.45 | 9.40 | 37.45 | 9.47 |
| 投资性房地产 | 40.74 | 9.86 | 43.94 | 11.03 | 43.95 | 11.11 |
| 非流动资产 | 118.41 | 28.67 | 119.05 | 29.87 | 119.11 | 30.11 |
| 资产总额 | 413.01 | 100.00 | 398.49 | 100.00 | 395.53 | 100.00 |

资料来源：根据公司财务报表整理

截至2018年底，公司流动资产279.44亿元，同比下降5.15%。公司货币资金41.50亿元，同比下降7.91%，主要由银行存款构成，其中受限货币资金0.27亿元，主要为各类保证金和冻结存款。公司应收账款6.72亿元，同比下降26.81%，主要系应收工程款下降所致。公司应收账款平均账龄较短，以1年内为主；累计计提坏账准备0.41亿元；前五大应收账款单位合计占应收账款总额的48.72%，集中度一般。

表 9 2018 年底公司应收账款前五名客户情况

(单位：亿元、%)

| 应收账款单位名称 | 欠款金额 | 占比 |
|---------------------|-------------|--------------|
| 重庆两江新区市政园林水利管护中心 | 1.01 | 14.18 |
| 重庆渝中国有资产经营管理有限公司 | 0.99 | 13.89 |
| 重庆盈田置业发展有限公司 | 0.75 | 10.46 |
| 重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限公司 | 0.31 | 4.36 |
| 重庆金凤电子信息产业有限公司 | 0.42 | 5.83 |
| 合计 | 3.47 | 48.72 |

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司其他应收款4.04亿元，同比下降60.01%，主要系收回对重庆联合产权交易所集团股份有限公司关于信达财险股权转让款6.51亿元所致。公司其他应收款账龄分布较为分散，平均账龄较上年有所拉长。从集中度上看，公司其他应收款前五名合计占比54.29%，集中度一般。

表 10 2018 年底公司其他应收款前五名客户情况

(单位：亿元)

| 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 | 借款 | 1.35 | 2~3年 |
| 重庆凯拉姆特实业有限公司 | 保证金 | 0.50 | 5年以上 |
| 颜青松 | 代垫工程款 | 0.31 | 1~2年 |
| 光大金融租赁股份有限公司 | 履约保证金 | 0.30 | 3~4年 |
| 向尹亮(朝天门秀山市场项目) | 代垫工程款 | 0.24 | 5年以上 |
| 合计 | — | 2.69 | — |

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司存货199.76亿元，同比下降9.53%，主要系公司收到寸滩片区土地成本返还后结转土地整理成本（包含江水源项目成本），以及将已完工工程施工成本转入合同资产所致。截至2018年底，公司存货中土地储备124.11亿元、开发成本50.26亿元、开发产品25.11亿元。公司存货中有10.71亿元的开发产品因为抵押融资受限，占存货的5.36%。截至2018年底，公司新增合同资产6.23亿元，其中舞钢市绿色智慧市政及关联项目1.82亿元，工程施工（已完工未结算款）4.41亿元。公司其他流动资产16.59亿元，同比增加10.89亿元，主要系公司购买结构性理财产品7.80亿元以及新增应收代位追偿款3.27亿元所致。

截至2018年底，公司非流动资产119.05亿元，同比增长0.54%。公司发放贷款及垫款14.25

亿元，同下降3.74%，主要为子公司重庆两江博瑞德小额贷款有限公司和重庆两江新区融资担保有限公司对外发放的小额贷款，其中正常类贷款占19.64%，关注类贷款占29.89%，次级类贷款占15.82%，可疑类贷款占22.32%，损失类贷款占12.33%，可疑类和损失类贷款合计较上年底增长3.43亿元。整体看，公司信贷资产质量较差，累计计提贷款损失准备3.35亿元。公司长期股权投资8.07亿元，同比增长17.07%，主要系追加对重庆物流金融服务有限公司投资所致。公司投资性房地43.94亿元，同比增长7.87%，主要系部分已完工完房产从存货中转入所致。2018年，公司投资性房地产公允价值变动合计0.44亿元。公司因贷款抵押而处于受限状态的投资性房地产合计23.46亿元，受限比例为53.39%。截至2018年底，公司其他非流动资产5.91亿元，较2017年底增增长5.86亿元，系公司将江水源项目剩余未补偿投资5.93亿元由存货转入其他非流动资产所致。截至2018年底，公司应收类款项占资产总额的2.84%，对资金占用程度较低。

截至2018年底，公司受限资产合计35.64亿元，占资产总额的8.94%，主要用于抵质押借款。其中，货币资金合计0.27亿元，固定资产合计1.11亿元，存货合计10.71亿，投资性房地产合计23.46亿元，其他非流动资产合计0.09亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额395.53亿元，较上年底减少0.74%。资产结构较2018年底变化不大，仍以流动资产为主。截至2019年3月底，公司货币资金27.95亿元，较上年底下降32.65%；其他应收款合计6.41亿元，较上年底增长58.75%；其他流动资产24.17亿元，较上年底增长45.69%；非流动资规模和结构较上年底没有明显变化。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定，所有者权益中未分配利润和其他权益工具（永续债券）占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2018年底，公司所有者权益229.06亿元，同比下降0.57%，规模和结构较上年底保持相对稳定。公司实收资本没有发生变化，仍为20.00亿元；资本公积108.01亿元，较上年底增加4.17亿元，系政府返还国有资本上缴收益和城市配套费所致；其他权益工具53.41亿元，全部为可续期中期票据；其他综合收益15.06亿元，较上年底下降21.94%，主要系其他权益工具投资公允价值下降所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计228.90亿元，规模与构成与上年底基本持平。除未分配利润和少数股东权益小幅下降外，其他权益科目较上年底均未发生变动。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年1-3月 | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 实收资本 | 20.00 | 8.68 | 20.00 | 8.73 | 20.00 | 8.74 |
| 其他权益工具 | 53.46 | 23.21 | 53.41 | 23.32 | 53.41 | 23.33 |
| 资本公积 | 103.83 | 45.07 | 108.01 | 47.15 | 108.01 | 47.18 |
| 未分配利润 | 28.29 | 12.28 | 28.53 | 12.46 | 28.40 | 12.41 |
| 其他综合收益 | 19.30 | 8.38 | 15.06 | 6.58 | 15.06 | 6.58 |
| 所有者权益合计 | 230.38 | 100.00 | 229.06 | 100.00 | 228.90 | 100.00 |

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司负债总额有所下降，流动负债占比大幅上升；有息债务规模有所下降，但短期兑付规模大，短期偿债压力大。

截至2018年底，公司负债总额169.42亿元，同比下降7.23%；其中流动负债占62.72%，非流动负债占37.28%，流动负债占比大幅上升，

主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

表12 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年1-3月 | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 17.60 | 9.63 | 3.83 | 2.26 | 3.99 | 2.39 |
| 应付账款 | 16.18 | 8.86 | 14.50 | 8.56 | 13.70 | 8.22 |
| 其他应付款 | 7.32 | 4.01 | 5.41 | 3.19 | 6.82 | 4.09 |
| 一年内到期的非流动负债 | 23.65 | 12.95 | 63.57 | 37.52 | 54.60 | 32.77 |
| 保险合同准备金 | 5.27 | 2.88 | 6.57 | 3.88 | 6.78 | 4.07 |
| 流动负债 | 80.65 | 44.16 | 106.26 | 62.72 | 95.44 | 57.28 |
| 长期借款 | 78.61 | 43.04 | 24.34 | 14.37 | 31.77 | 19.07 |
| 应付债券 | 13.90 | 7.61 | 31.75 | 18.74 | 31.75 | 19.06 |
| 非流动负债 | 101.98 | 55.84 | 63.17 | 37.28 | 71.19 | 42.72 |
| 负债总额 | 182.63 | 100.00 | 169.42 | 100.00 | 166.63 | 100.00 |

资料来源:根据公司财务报表整理

截至2018年底,公司流动负债106.26亿元,同比增长31.74%,主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司短期借款3.83亿元,较上年末大幅下降13.77亿元,其中渝海控股逾期未偿还的短期借款0.58亿元,偿还方案仍在审批中。公司应付账款主要为子公司渝海控股未到期结算的基建、工程款。截至2018年底,公司应付账款14.50亿元,同比下降10.35%。从账龄上看,1年以内的应付账款占41.17%,1~2年的占29.38%,2~3年的占6.14%,3年以上的占23.31%,整体账龄较上年末有所拉长。公司预收款项0.03亿元,同比减少5.51亿元,全部为预收租金和其他未签合同的预收款项;已签订合同的预收款全部转入合同负债,2018年底为5.31亿元。公司其他应付款5.41亿元,同比下降26.14%,主要系应付初装费减少所致。公司保险合同准备金余额6.57亿元,同比增长24.61%。公司一年内到期的非流动负债63.57亿元,同比增长168.82%,其中一年内到期的长期借款60.42亿元。

截至2018年底,公司非流动负债总额63.17亿元,同比下降38.06%。公司长期借款24.34亿元,同比下降69.03%,主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致;其中质押借款6.33亿元、抵押借款2.00亿元、信用借款16.02亿元。公司应付债券31.75亿元,同比增

长17.85亿元,主要系公司新发行20亿元的“18渝江北嘴MTN001”所致。公司长期应付款2.10亿元,同比下降32.09%,主要为融资租赁款,属于有息债务。

有息债务方面,截至2018年底,公司全部债务123.49亿,同比下降7.76%。将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务核算,截至2018年底,公司调整后全部债务125.59亿元,同比下降8.31%;其中短期债务67.39亿元,同比增长62.93%,占调整后全部债务的比重较上年末上升23.56个百分点至53.66%,公司短期债务负担大幅加重。从债务指标看,截至2018年底,公司资产负债率、调整后的全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率同比均有所下降,分别为42.52%、35.41%和20.26%。考虑到有53.41亿元的可续期中票被计入所有者权益中,公司实际债务负担高于上述指标值。

截至2019年3月底,公司负债总额166.63亿元,较上年末下降1.65%。从结构来看,流动负债占比下降至57.28%,主要系一年内到期的非流动负债规模下降所致。公司调整后全部债务124.84亿元,较上年末下降0.60%,其中短期债务占比下降6.73个百分点至46.93%。公司资产负债率、调整后的全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为42.13%、35.29%和22.45%,调整后长期债务资本化比率

较上年底小幅上升。从债务期限分布来看，2019~2021年，公司到期债务规模分别为67.39亿元、16.24亿元和12.46亿元，2019年公司面临较大的集中兑付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所上升，营业利润率大幅上升，整体盈利能力仍然弱。

2018年，公司实现营业收入23.60亿元，同比增长12.84%。同期，公司营业成本同比下降8.68%，营业利润率大幅上升14.07个百分点至35.07%。

2018年，公司期间费用为2.37亿元，同比增长40.61%，销售费用、管理费用和财务费用均大幅增长，期间费用率较上年上升1.99个百分点至10.04%，公司期间费用控制能力有所下降。2018年，公司确认信用资产减值损失0.96亿元，主要由保险责任准备金坏账损失0.37亿元和应收贷款坏账准备0.50亿元构成。

2018年，公司实现投资收益1.82亿元，同比下降4.44亿元，主要系2017年处置可供出售金融资产产生的一次性收入规模较大所致，未来仍需关注公司金融资产投资收益的可持续性。同期，公司获得财政补贴0.04亿元，实现利润总额5.53亿元，利润总额对投资收益的依赖有所减弱。

从盈利指标来看，2018年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.04%和1.37%，较上年均有所下降。整体看，公司盈利能力仍然弱。

2019年1~3月，公司营业收入合计1.81亿元，相当于2018年全年的7.68%。同期，公司营业利润率下降至30.88%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量有所改善；投资活动现金流净流入有所下降；筹资活动现金流保持净流出，净流出规模有所下降。

公司经营活动现金流入主要是工程款、房屋销售款、土地出让金返还和往来款等。2018年，公司经营活动现金流入52.75亿元，同比增长71.08%，主要系收到的土地整治成本返还和与其他公司的往来款（均计入收到其他与经营活动有关的现金）增长所致；同期，由于公司当年支付的工程款、土地拆迁款及购地款上升，经营活动现金流出同比增长65.20%至36.79亿元。2018年，公司经营活动现金净流入15.96亿元，同比增长7.40亿元。公司现金收入比为78.25%，同比上升12.04个百分点，收入实现质量有所改善。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入7.07亿元，主要为公司收回投资收到的现金5.36亿元和取得投资收益收到的现金1.71亿元；投资活动现金流出3.00亿元，主要为投资支付的现金2.62亿元。2018年，公司投资活动现金流净额为4.07亿元，同比减少6.10亿元。

2018年，公司外部融资和债务偿付仍保持在较大规模，筹资活动现金流持续净流出。公司筹资活动现金流入44.70亿元，主要为取得借款收到的现金40.52亿元（包括发行债券收到的现金），吸收投资收到的现金规模大幅下降至4.17亿元；筹资活动现金流出62.18亿元，同比下降31.59%，主要系偿还债务支付的现金大幅下降所致。同期，筹资活动现金净流出17.49亿元，同比减少15.56%。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流入合计4.79亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金3.00亿元和收到其他与经营活动有关的现金1.66亿元；经营活动现金流出合计6.08亿元，其中3.52亿元为购买商品、接受劳务支付的现金，支付其他与经营活动有关的现金1.11亿元（主要为土地整治及配套基建投入以及与其他公司的往来款）；经营活动现金流净额-1.29亿元。同期，公司投资活动现金流规模较小，净额为-0.05亿元；筹资活动现金流仍然保持净流出，净额为-3.15亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力大幅上升，长期偿债能力仍然弱。但考虑到公司储备的土地规模较大，以及持续受到来自政府的外部支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为262.99%和74.99%，2019年3月底上述指标小幅回升至289.63%和76.97%。2018年，随着公司经营现金流量净额的增长，公司经营现金流动负债比上升至15.02%。2018年底及2019年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为0.62倍和0.48倍，公司短期偿债压力较2017年底大幅上升。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为6.25亿元，调整后全部债务/EBITDA为20.10倍，较上年略有下降，公司长期偿债能力弱。但考虑到公司储备的土地规模较大，以及持续受到来自政府的外部支持，公司整体偿债风险很低。

截至2019年3月底，公司获得银行综合授信212.76亿元，未使用额度50.96亿元，公司间接融资渠道相对畅通。

截至2019年3月底，公司无对外担保（不包含担保子公司的担保业务）。

6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额312.89亿元，同比下降3.59%，主要系货币资金、存货和可供出售金融资产减少所致。其中，流动资产占比61.13%、非流动资产占比38.87%。

截至2018年底，母公司所有者权益201.41亿元，同比下降1.17%，主要系其他综合收益减少所致。同期，母公司负债总额111.48亿元，同比减少7.68%，其中其他应付款和一年内到期的非流动负债同比大幅增长、长期借款同比大幅下降。

2018年，母公司营业收入2.65亿元，同比增长1.74亿元，主要为土地储备和江水源项

目初装费收入；利润总额3.47亿元，同比下降31.16%，主要系投资收益减少所致。

2018年，母公司经营活动现金流量净额9.71亿元，投资活动现金流量净额-5.91亿元，筹资活动现金流量净额-11.61亿元。

7. 或有事项分析

两江担保代偿规模较大，处于停业整顿状态；渝海控股涉及未决诉讼或仲裁事项较多；公司面临一定的或有负债风险。

截至2018年底，两江担保累计代偿规模5.04亿元；2016~2018年，由于被担保人未归还到期借款本息，两江担保作为共同被告且败诉的涉案金额合计2.92亿元。根据两江新区管委会的会议纪要以及公司内部文件，两江担保于2018年9月底停业整顿，整顿期原则上为1年。

渝海控股作为被告/被申请人的未决诉讼或仲裁事项较多，截至2018年底合计49件，其中2018年新增诉讼14件，涉案金额0.75亿元。

整体看，公司在担保业务和建筑施工业务方面存在一定的或有负债风险，联合资金将持续关注两江担保的担保追偿和渝海控股的案件进展情况。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年6月底，公司存续债券余额98.00亿元，一年内到期的应付债券2.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小；若公司均于2020年赎回“15渝江北嘴MTN002”和“15渝江北嘴MTN003”，公司将面临较大的集中偿付压力。

截至2019年6月底，公司一年内到期的应债券2.00亿元。若公司均于2020年赎回“15渝江北嘴MTN002”和“15渝江北嘴MTN003”，2020年公司将达到存续债券待偿本金峰值46.00亿元。2018年底，公司现金类资产41.50亿元；2018年，公司经营现金流量流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为52.75亿元、15.96亿元和6.25亿元，对公司存续债券

代偿本金峰值的保障能力弱。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

| 项目 | 2018年 |
|----------------------|-------|
| 一年内到期债券余额 | 2.00 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 46.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 20.75 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 1.15 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 0.35 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 0.14 |

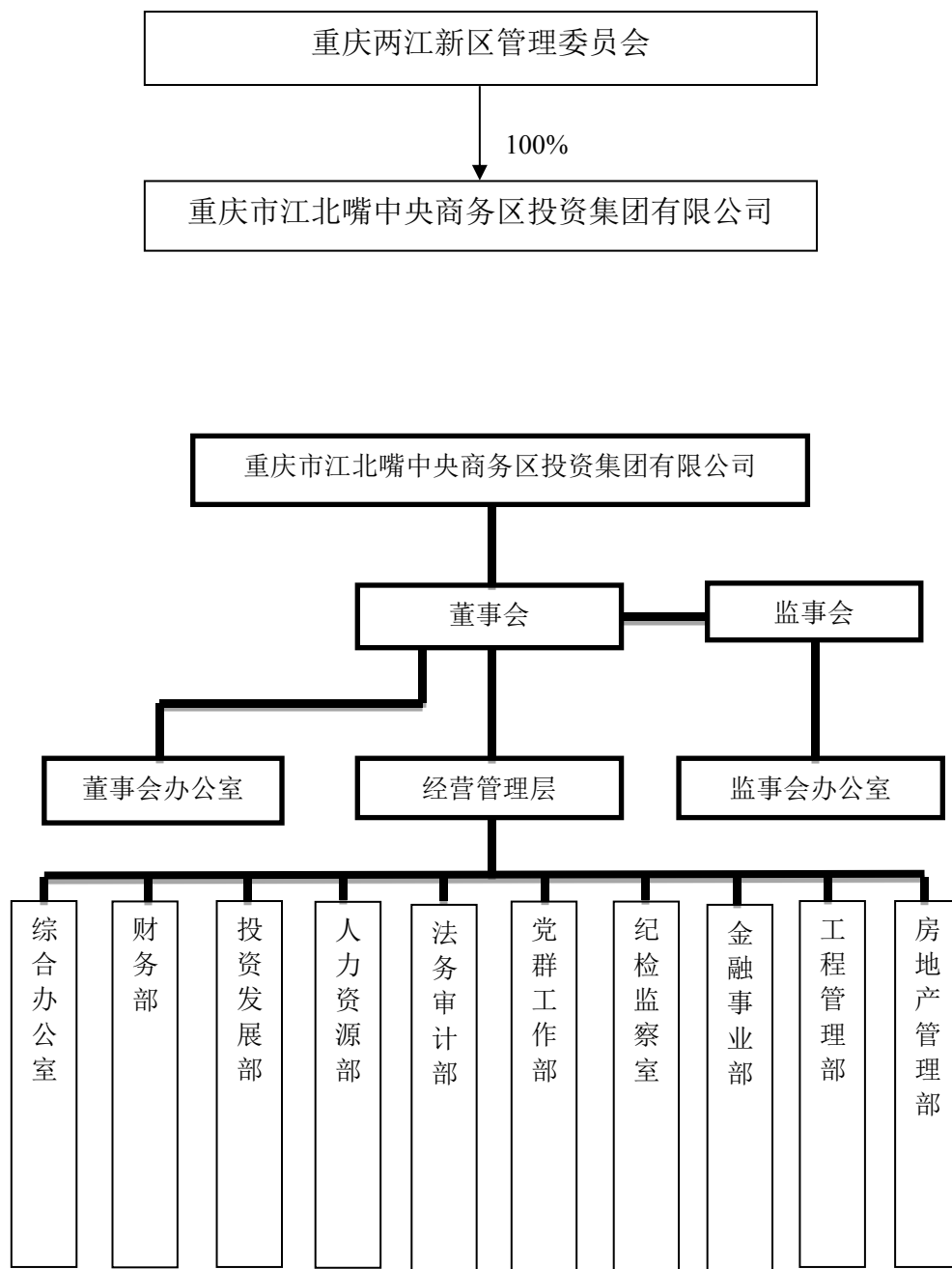
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产较为充裕，存续债券的短期偿债压力较小；若公司均于2020年赎回“15渝江北嘴MTN002”和“15渝江北嘴MTN003”，公司将面临较大的集中偿付压力。

十、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⁺，维持“15渝江北嘴MTN001”“15渝江北嘴MTN002”“15渝江北嘴MTN003”“17渝江北嘴MTN001”“18渝江北嘴MTN001”和“19渝江北嘴MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

| 子公司全称 | 持股比例 (%) | 实收资本 (万元) | 业务性质 | 取得方式 |
|-----------------------------|----------|-----------|----------|------|
| 重庆两江金融发展有限公司 | 100.00 | 158000.00 | 资本市场服务 | 无偿划转 |
| 重庆市广阳岛开发投资有限公司 | 71.43 | 70000.00 | 土地整治 | 投资设立 |
| 重庆市江北嘴置业有限公司 | 100.00 | 105822.00 | 房地产开发 | 投资设立 |
| 重庆市（渝海）控股集团有限公司 | 100.00 | 10541.75 | 建筑开发 | 无偿划转 |
| 重庆市江北嘴水源空调有限公司 | 100.00 | 20000.00 | 冷热源生产与销售 | 投资设立 |
| 重庆市江北嘴股权投资基金管理有限公司 | 97.00 | 10309.28 | 股权投资 | 投资设立 |
| 重庆广阳岛壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 50.50 | 50500.00 | 投资 | 投资设立 |
| 重庆市江北嘴聚鑫投资有限公司 | 100.00 | 10000.00 | 资本市场服务 | 投资设立 |
| 重庆江北嘴东升实业有限公司 | 100.00 | -- | 租赁和商业服务 | 投资设立 |
| 重庆两江新区建设有限公司 | 100.00 | 10000.00 | 建筑开发 | 投资设立 |
| 重庆两江新区战新服务业股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 100.00 | 50100.00 | 股权投资 | 投资设立 |

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 46.90 | 45.07 | 41.50 | 27.95 |
| 资产总额(亿元) | 382.28 | 413.01 | 398.49 | 395.53 |
| 所有者权益(亿元) | 176.51 | 230.36 | 229.06 | 228.90 |
| 短期债务(亿元) | 70.25 | 41.36 | 67.39 | 58.59 |
| 长期债务(亿元) | 88.75 | 92.51 | 56.10 | 63.53 |
| 调整后长期债务(亿元) | 92.43 | 95.61 | 58.20 | 66.25 |
| 全部债务(亿元) | 159.00 | 133.88 | 123.49 | 122.12 |
| 调整后全部债务(亿元) | 162.68 | 136.97 | 125.59 | 124.84 |
| 营业收入(亿元) | 21.68 | 20.91 | 23.60 | 1.81 |
| 利润总额(亿元) | 6.02 | 5.77 | 5.53 | -0.24 |
| EBITDA(亿元) | 6.82 | 6.33 | 6.25 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 34.74 | 8.56 | 15.96 | -1.29 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 10.63 | 3.39 | 2.97 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.07 | 0.07 | 0.07 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.05 | 0.05 | 0.06 | -- |
| 现金收入比(%) | 67.45 | 66.21 | 78.25 | 165.70 |
| 应收类款项/资产总额(%) | 2.22 | 4.86 | 2.84 | 3.33 |
| 营业利润率(%) | 18.46 | 21.00 | 35.07 | 30.88 |
| 总资本收益率(%) | 1.84 | 1.38 | 1.04 | -- |
| 调整后总资本收益率(%) | 1.82 | 1.37 | 1.03 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.10 | 2.02 | 1.37 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 33.46 | 28.65 | 19.67 | 21.72 |
| 调整后长期债务资本化比率(%) | 34.37 | 29.33 | 20.26 | 22.45 |
| 全部债务资本化比率(%) | 47.39 | 36.76 | 35.03 | 34.79 |
| 调整后全部债务资本化比率(%) | 47.96 | 37.29 | 35.41 | 35.29 |
| 资产负债率(%) | 53.83 | 44.22 | 42.52 | 42.13 |
| 流动比率(%) | 271.68 | 365.19 | 262.99 | 289.63 |
| 速动比率(%) | 59.31 | 91.47 | 74.99 | 76.97 |
| 经营现金流动负债比(%) | 32.93 | 10.61 | 15.02 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 23.31 | 21.13 | 19.77 | -- |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 23.85 | 21.62 | 20.10 | -- |

注：2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

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% |
| 应收类款项/资产总额 | (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 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

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 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。

附件 4-3 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 |