信用等级公告

联合[2018] 1187 号

联合资信评估有限公司通过对重庆高新区开发投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆高新区开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“14 渝高开投债/PR 渝高开”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

重庆高新区开发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+

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 渝高开投债/PR 渝高开	13.80 亿元	2021/4/25	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	27.34	13.38	8.77
资产总额(亿元)	281.24	306.12	335.06
所有者权益(亿元)	118.50	126.46	127.62
短期债务(亿元)	34.30	35.24	70.92
长期债务(亿元)	105.79	109.44	102.20
全部债务(亿元)	140.08	144.68	173.12
营业收入(亿元)	5.84	5.86	5.81
利润总额 (亿元)	1.55	2.01	1.68
EBITDA(亿元)	1.89	2.50	2.84
经营性净现金流(亿元)	-9.62	-12.02	-12.81
营业利润率(%)	24.24	39.56	38.73
净资产收益率(%)	1.54	1.54	1.25
资产负债率(%)	57.87	58.69	61.91
全部债务资本化比率(%)	54.17	53.36	57.56
流动比率(%)	509.31	400.94	235.60
经营现金流动负债比（%）	-20.79	-22.27	-14.16
全部债务/EBITDA(倍)	73.93	57.81	60.99

分析师

张峻铖　宋金玲

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

评级观点

重庆高新区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为重庆市高新技术产业开发区（以下简称“重庆高新区”）重要的建设主体，承担区内基础设施建设、土地整治等职能。跟踪期内，公司持续获得股东支持并继续保持区域专营优势，资产规模继续上升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来资金支出压力大、债务负担仍较重且面临较大短期支付压力、经营性净现金流持续为负及盈利能力弱等因素对公司带来的不利影响。

跟踪期内，重庆高新区经济平稳增长，，为公司提供了良好的外部发展环境。随着公司承接的重庆高新区市政项目的不断开展，以及公司土地整治和标准厂房建设规模的不断增长，公司未来收入和利润规模将有望持续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA+，并维持“14 渝高开投债/PR 渝高开”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市高新区经济实力平稳较快增长，为公司未来发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为重庆高新区内市政建设重要主体之一，在所辖区域内继续保持区域专营优势。

关注

1. 跟踪期内，随着公司承建的基础设施建设项目开发不断推进，资金需求量仍较大，公司经营性净现金流持续为负值，存在较大的对外融资需求，同时，公司短期支付压力较大。

2. 公司资产构成中存货和其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；公司整体资产质量一般。
3. 公司房地产销售业务可持续性有待观察。
4. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。
5. 受土地市场下行影响，用于平衡“14 渝高开投债/PR 渝高开”募投项目建设资金投入的土地出让安排连续三年未按原计划执行，联合资信将保持关注。

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆高新区开发投资集团有限公司（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。

重庆高新区开发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关于重庆高新区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“高开投公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东构成未发生变化，重庆高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）持股比例为89.15%，建信资本管理有限责任公司（以下简称“建信资本”）持股比例为10.85%，实际控制人仍为高新区管委会。2017年底，公司注册资本和实收资本均为44.87亿元。

公司内设办公室、党群工作部、风控监察部、财务部、产业发展部、建设用地事务部及建设管理部7个职能部门；同时，公司拥有全资子公司5家，控股子公司5家。

2017年底，公司合并资产总额335.06亿元，所有者权益127.62亿元（其中少数股东权益1.32亿元）；2017年公司实现营业收入5.81亿元，利润总额1.68亿元。

公司注册地址：重庆市九龙坡区含谷镇含兴路36号101房间；公司住所：重庆市金凤镇高新大道6号西区孵化楼4栋；公司法人代表：张永春。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“14渝高开投债/PR渝高开”债券余额13.80亿元。跟踪期内，公司已于2018年4月25日偿还债券本金4.60亿元及利息，公司既往还本付息情况良好。公司存续债券相关募投项目已完工，募集资金已全部使用完毕。

表1 截至跟踪日公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14渝高开投债/PR渝高开	23.00	13.80	2014/4/25	7年

资料来源：联合资信整理

四、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投行业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。

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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

跟踪期内，重庆高新区经济持续发展，为公司创造了良好的外部环境。

2017 年，重庆高新区实现地区生产总值增长 9.7%，规上工业总产值增长 26.5%，固定资产投资增长 15.3%，社会消费品零售总额增长 9.1%。目前，重庆高新区全社会研发经费支出占地区生产总值比重达 4.6%，是重庆市全市平均水平的 2.6 倍；万人发明专利拥有量达 25 件；近四年累计新增国家高新技术企业、高新技术产品数量位居重庆市全市第一。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为高新区管委会。

2. 外部支持

重庆高新区管委会作为公司实际控制人，财政实力较强；跟踪期内，股东继续给予公司财政补贴支持。

根据公司提供的 2017 年高新区财政数据显示，2017 年，重庆高新区一般预算收入为 20.22 亿元，同比增长 9.49%。2017 年，高新区一般预算支出 7.93 亿元，财政自给率为 254.98%，一般财政收入对一般财政支出的覆盖程度较好。2017 年底，高新区政府性债务余额为 6.75 亿元，债务负担较轻。

2017 年度，公司收到补贴收入合计为 0.10 亿元，主要为递延收益、工作经费和考核补助等。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1050010702586550X），截至 2018 年 5 月 30 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 21 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入主要来自房屋租金、土地整治、项目代建等，业务正常开展，主营业务收入略有下降，收入构成未发生明显变化，收入实现质量依然较差。

2017 年，公司实现营业收入 5.81 亿元，较上年略有增长。其中，公司主营业务中的房屋租金和土地整治仍为公司前两大收入来源，两项收入占营业收入的比重分别为 23.58%和 37.40%；商品房销售收入为 0.56 亿元，较上年有所下降，占营业收入比重为 9.65%。其他业务中主要为咨询费收入，2017 年实现收入 0.54 亿元，占营业收入的比重为 9.25%。

毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率由上年的 43.76%上升至 44.42%。其中，公司房屋出租业务毛利率较上年下降 24.02 个百分点；公司土地整治业务毛利率为 14.29%，同比增长 11.16 个百分点，主要系前期土地开发成本提前结转所致；公司代建项目管理业务存在第三方参与，该项业务的毛利率为 96.86%，较上年略有上升；公司商品房销售业务毛利率由正转负为-5.88%，主要原因是暂估成本调整所致。

表 3　2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况 （单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋租金收入	11534.75	19.68	82.12	13711.31	23.58	48.10
服务管理费	5135.12	8.76	100.00	6406.11	11.02	100.00
土地整治收入	25126.17	42.87	3.13	21743.94	37.40	14.29
代建项目管理费收入	3013.40	5.14	95.58	4268.44	7.34	96.86
物业管理收入	62.70	0.11	66.90	976.01	1.68	74.23
商品房销售收入	8974.51	15.31	32.36	5612.63	9.65	-5.88
弃土费收入等	470.54	0.80	32.74	40.39	0.07	-199.37
主营业务小计	**54317.19**	**92.68**	**39.35**	**52758.82**	**90.75**	**38.96**
咨询费收入	4172.64	7.12	100.00	5062.79	8.71	99.92
停车费、广告费等	119.40	0.20	81.79	203.55	0.35	90.60
其他	--	--	--	112.87	0.19	22.00
其他业务小计	**4292.04**	**7.32**	**99.49**	**5379.21**	**9.25**	**97.93**
合　　计	**58609.23**	**100.00**	**43.76**	**58138.02**	**100.00**	**44.42**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司市政建设主要在建项目进展情况基本正常；该项业务盈利能力一般，大部分代建项目前期投入由公司垫付，公司面临较大的资金压力。

公司负责重庆高新区内多个重点项目及配套基建项目的融资和建设任务，对高新区发展起到了重要作用。

代建模式方面，公司聘请第三方施工团队进行建设，公司在向第三方支付建设费用同时向高新区管委会收取一定比例的项目管理费收入，代建项目管理费比率为当年完成投资额度的2%。2017年，公司确认代建管理费收入4268.44万元，较上年略有增长。

公司基础设施项目主要集中在西区，2018年3月底，公司在建项目计划总投资55.53亿元，已完成投资32.95亿元，仍需要投资22.58万元，

公司仍面临较大的融资需求。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司代建项目明细　（单位：万元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	资本金到位情况	已完成投资
快速一纵线工程	2012.2	2017.12	149956.03	44986.81	115933.31
横三路	2013.3	2017.12	75000.00	22500.00	60333.26
西城公园	2014.3	2019.3	53000.00	15900.00	35478.08
含青路二期	2016.12	2018.12	17000.00	5100.00	17828.63
森谷路	2013.9	2017.12	24000.00	7200.00	14701.47
高腾大道	2013.1	2018.12	65241.00	13407.70	13869.66
快速一纵线青狮段\青龙咀立交	2015.10	2018.10	149450.00	18745.58	51518.73
生物医药园东西线二期、Z5 道路工程	2015.1	2017.12	21649.00	6494.70	19864.28
合计	--	--	**555296.03**	**134334.79**	**329527.42**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理业务进展顺利，在整理土地项目剩余投资规模很大，公司面临较大的资金压力。

公司承担高新区区域内土地资源一级开发职能，对辖区内的土地进行整治，目前公司主要开发区域在西区，系工业园区聚集区。

公司目前的土地指标取得方式有两种，一是商住用地，均系通过购买“地票”的方式获取征地指标。公司需先在公开市场上购买“地票”，然后根据实际需要，在重庆市范围内选择地块实行征地拆迁程序并对土地进行一级开发。另一种系工业用地，公司一般先招商引资，在确定入驻企业后，直接向政府申请土地指标。公司首先与征地服务中心等相关职能部门签订土地整理协议，然后完成土地平整后交由国土局挂牌上市。土地出让后，市财政局将开发成本全额返还至高新区管委会，再由高新区管委会返还给公司，溢价部分则通过财政补贴或土地整治收入的形式返还，返还比例为溢价部分的38%。

由于公司土地成片开发，但开发面积并未完全出让，因此公司部分地块成本结转面积大于出让面积，个别年份会出现成本收入倒挂的现象。2017年，公司累计完成了15个地块共计521.59亩土地的开发及挂牌出让，公司土地整治确认收入2.17亿元，毛利率为14.29%，较上年的3.13%大幅提升，主要原因是前期土地开发过程中提前结转成本所致。

表 5　2017 年公司完成开发并挂牌出让土地明细　（单位：亩、万元/亩、万元）

宗地名称/土地位置	用 途	净地面积	挂牌总价	整治成本	确认收入
Y08-3/02（部分 1）（环球三期一阶段）	工业	29.18	1732.00	1147.138	1507.90
Y09-1/03（环球三期二阶段）	工业	64.21	3853.00	1933.179	3360.86
Y 分区 Y05-4-1/02(部分 3)号（盛德物流）	工业	38.24	1938.00	1498.348	1766.53
控规分区 E07-5/02 号（杰品科技）	工业	37.24	1862.00	1480.762	1695.33
Y 分区 Y06-2/01 号（部分 2）（瑜欣平瑞一期）	工业	49.39	2470.00	1935.450	2249.31
Y 分区 Y06-8/02(部分 1)号宗地（鸿朗汽车配件）	工业	49.99	2500.00	1958.834	2276.28
E 分区 E06-2/02 号（紫硕）	工业	38.99	2133.00	1958.312	1941.36
Y 分区 Y07-2-1/01（部分 4）号（金澳机械二期）	工业	23.65	1183.00	1006.062	1076.98
Y 分区 Y05-4-1/02（部分 2）号（盛德物流）	工业	49.64	2483.00	2407.965	2261.37
Y 分区 Y05-4-1/02（部分 4）号（盛德物流）	工业	11.72	580.00	511.422	544.48
Y 分区 Y05-4-1/02 号（部分 5）(瑜欣平瑞三期)	工业	29.90	1499.00	1497.595	1391.84

Y 分区 Y05-4-1/02 号（部分 6）(瑜欣平瑞 4 期)	工业	35.61	1781.00	1302.354	1671.71
合计	--	**457.76**	**24014.00**	**18637.42**	**21743.95**

资料来源：公司提供

2017年底，公司在开发及拟开发土地面积共计6157.10亩，计划总投资73.43亿元，已完成投资56.77亿元。资金需求方面，以目前公司开发成本估计，公司已规划用途的地块项目资金需求共计16.66亿元。此外，公司还有大量未确定规划用地块。按公司规划，未来三年内公司要完成所有地块开发及挂牌出让，未来的资金压力较大，联合资信将持续关注。

表 6　截至 2017 年底公司在开发及拟开发土地规划明细　（单位：亩、万元）

宗地名称	位置	用途	面积	开发期	总投资	已投资
高庙村张坪社、小沟	重庆高新区石桥铺高庙村	商住	637.82	3 年	191346.00	176281.83
高新大道、横二路沿线地块(582 亩)	重庆高新区金凤镇/含谷镇	商住	539.43	3 年	107886.00	89545.15
高新区拓展区金融信息服务中心一期(731 亩)	重庆高新区金凤镇	商住	730.80	3 年	146160.00	121062.43
高新区拓展区金融信息服务中心二期（797 亩）	重庆高新区金凤镇	商住	797.07	3 年	132313.87	117056.19
华世丹	重庆高新区含谷镇	工业	269.00	3 年	10760.00	2642.06
O18-2-2*01 地块植恩药业项目	重庆高新区金凤镇	工业	57.00	3 年	2280.00	1467.62
含谷环球锦标地块	重庆高新区含谷镇	工业	53.00	3 年	2120.00	895.50
赛诺医药地块	重庆高新区金凤镇	工业	92.42	3 年	3696.72	1085.89
重庆市药监局地块	重庆高新区金凤镇	工业	246.47	3 年	16020.81	11558.85
华育机电地块	重庆高新区含谷镇	工业	80.00	3 年	6400.00	6646.64
含谷机床交易市场	重庆高新区含谷镇	工业	320.00	3 年	12800.00	2900.64
金阳地产寨山坪温泉地块	重庆高新区含谷镇	工业	378.43	3 年	18921.60	13292.02
科诚数码变频项地块	重庆高新区含谷镇	工业	230.30	3 年	9212.04	1751.45
节能彩钢门窗及型材研发生产基地地块	重庆高新区含谷镇	工业	231.49	3 年	9259.62	2108.35
标准科技（香港）高精密度数控机床制造厂地块	重庆高新区含谷镇	工业	314.78	3 年	12591.36	1829.88
标准科技香港高精密度数控机床制造厂二期地块	重庆高新区含谷镇	工业	185.57	3 年	9278.33	6299.96
高端机车项目地块	重庆高新区含谷镇	工业	310.02	3 年	12400.74	10457.87
鑫源摩托 Y05-6 地块	重庆高新区含谷镇	工业	254.00	3 年	10160.00	5.00
中国中药项目	重庆高新区金凤镇	工业	80.00	3 年	3200.00	5.10
含谷高端装备配套物流中心地块	重庆高新区含谷镇	工业	349.50	3 年	17474.85	834.18
合计	--	--	**6157.10**	--	**734281.94**	**567726.61**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司房地产销售收入有所下滑，且毛利由正转负；公司无在建及拟建项目，该业务可持续有待观察。

公司房地产业务收入主要来自高新区二郎科技城项目，由公司与重庆康田置业有限公司联合开发，包括总部经济楼项目（商铺+写字楼）和商品房项目康田西锦两部分。2017年底，上述项目已完工，商品房项目已全部完成销售，写字楼项目部分用于出售，部分用于自持并对外出租。公司商品房项目销售情况较好，2017 年实现房产销售收入 0.56 亿元，毛利率同比由正转负为-5.88%，主要系本年暂估成本上升所致。目前公司无在建及拟建房地产项目，未来该项业务可持续性有待观察。

公司自有物业位置较好，均在主城区，出租情况较好，该项业务盈利能力较好。

公司作为高新区招商引资的主体，投资建设了一系列标准厂房。2017 年底，公司在建标准厂房项目主要有生物医药标准厂房一期 B 地块、重庆国家生物产业基地二期和含谷标准

厂房二期，预计总投资 10.90 亿元，已完成投资 2.89 亿元，建设厂房仍需要大量资金投入，公司将面临一定的资金压力。

2017 年底，公司产权物业面积共计 142.23 万平方米，全部对外出租，目前的承租客户较为分散，多为中小型企业。公司与客户签订的合同以 1 年期为主，租金系季度结算，公司于每季度末向租户收取下季度的租金。2017 年，公司物业可出租面积为 152.52 万平方米，已出租面积 108.82 万平方米，实现租金收入为 1.37 亿元。

表 7　2017 年底公司物业资产明细及出租情况（单位：平方米、万元）

房产名称	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
石桥铺标准厂房 IJ 座	23347.00	23347.00	100.00%	589.67
石桥铺标准厂房 K 座	11270.10	7776.10	69.00%	175.59
二郎留学生创业园 A 区	154537.83	152735.69	98.83%	3179.00
二郎留学生创业园 B 区				
二郎高科创业园	82609.18	76516.62	92.62%	1161.12
创新大厦	6794.73	6079.11	89.47%	225.07
市政大厦	11689.00	11689.00	100.00%	220.25
公安大厦	6869.05	6869.05	100.00%	190.12
赛博四楼	4843.22	4843.22	100.00%	261.33
枫丹路门面	274.88	274.88	100.00%	34.80
金凤二期标准厂房	293021.13	293021.13	100.00%	4005.95
国家生物产业基地	30489.65	20632.36	67.67%	215.00
装备制造园	134366.31	38773.36	28.86%	27.00
含湖安置房裙楼	11783.39	10889.67	92.42%	0.00
西区孵化楼	73215.92	35599.27	48.62%	140.00
重庆总部经济楼	52891.92	29123.94	55.06%	1030.10
渝高深蓝	102882.69	102882.69	100.00%	2051.18
经纬大道 1098 号	1771.06	1771.06	100.00%	19.12
万科 023	37350.62	30866.58	82.64%	66.00
公租房	485194.76	234556.78	48.34%	120.00
合计	**1525202.44**	**1088247.51**	--	**13711.31**

资料来源：公司提供

注：渝高深蓝为公司转租物业，公司未持有其产权。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。

2017年，公司新增1家子公司，系购买股权方式取得。整体看，合并范围的变动对财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成仍以流动资产为主；其中存货以开发成本为主，流动性较弱；其他应收款对公司资金形成较大占用；公司整体资产质量一般。

2017年底，公司资产总额335.06亿元，较上年增长9.46%，其中流动资产占比有所下降。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.38	4.37	8.77	2.62
应收账款	3.79	1.24	5.13	1.53
其他应收款	56.20	18.36	52.65	15.71
存货	141.08	46.09	144.71	43.19
流动资产	**216.32**	**70.67**	**213.23**	**63.64**
可供出售金融资产	2.09	0.68	7.59	2.26
投资性房地产	39.04	12.75	65.47	19.54
在建工程	4.43	1.45	5.48	1.64
其他非流动资产	41.91	13.69	40.34	12.04
非流动资产	**89.80**	**29.33**	**121.83**	**36.36**
资产总额	**306.12**	**100.00**	**335.06**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产合计213.23亿元，同比下降1.43%。公司货币资金8.77亿元，与2016年底相比下降34.46%。其中，受限资金占比为5.04%。公司其他应收款主要是企业往来款以及同高新区其他政府机构及平台公司的往来款，2017年底为52.65亿元，同比下降6.32%。公司存货余额144.71亿元，较上年增长2.58%，主要系土地整治成本及基建项目成本增加所致，公司未计提存货跌价准备。

2017年底，公司非流动资产为121.83亿元，同比增长35.67%。2017年底，公司可供出售金融资产为7.59亿元，较上年的2.09亿元大幅增加，主要系增加了对重庆金凤电子信息产业有限公司的股权投资所致。公司投资性房地产为65.47亿元，较2016年底增加67.69%，主要系部分房产项目、标准化厂房完工后从存货及在建工程科目转入以及外购部分房产所致。公司固定资产2.68亿元，较上年增加20.24%，系房屋建筑物增加所致。公司在建工程5.48亿元，较2016年底增长23.83%，主要为在建厂房等工程。公司其他非流动资产40.34亿元，同比下降3.76%，主要为开发土地和购置的长期资产。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，负债规模增长较快；短期债务规模增幅较大。

2017年底，公司所有者权益127.62亿元，同比增长0.91%，构成上较上年变化不大。

2017年底，公司负债合计207.45亿元，同比增长15.47%，负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.00	3.27	19.50	5.82
其他应付款	11.95	3.90	12.35	3.68
一年内到期的非流动负债	25.16	8.22	51.28	15.30
流动负债	**53.95**	**17.63**	**90.51**	**27.01**
长期借款	51.44	16.80	58.99	17.60
应付债券	58.00	18.95	43.22	12.90
专项应付款	10.39	3.39	8.75	2.61
其他非流动负债	5.00	1.63	5.00	1.49

非流动负债	**125.70**	**41.06**	**116.94**	**34.90**
负债	**179.65**	**58.69**	**207.45**	**61.91**
实收资本	44.87	14.66	44.87	13.39
资本公积	56.64	18.50	56.80	16.95
未分配利润	20.09	6.56	21.25	6.34
所有者权益合计	**126.46**	**41.31**	**127.62**	**38.09**
负债和所有者权益总计	**306.12**	**100.00**	**335.06**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债合计90.51亿元，同比增长67.75%。公司短期借款为19.50亿元，同比增长95.00%，主要由信用借款（占97.44%）和抵押借款（占2.56%）构成。公司应付账款为2.69亿元，较上年增长19.11%，主要系应付工程款增加所致。公司其他应付款为12.35亿元，同比增长3.29%，主要是往来款和代收代付款。公司一年内到期的非流动负债为51.28亿元，主要为临近到期的债券24.52亿元和借款26.76亿元，规模较大。

2017年底，公司非流动负债合计116.94亿元，同比下降6.97%。公司长期借款58.99亿元，同比上升14.67%，其中保证借款、信用借款、质押借款和抵押借款分别占21.34%、53.25%、14.46%和10.95%。公司应付债券为43.22亿元，同比下降25.49%，主要系部分存续债券临近到期转入一年内到期的非流动负债中所致。公司专项应付款较上年略有下降，2017年底为8.75亿元，全部为政府拨入的项目专项建设资金。公司其他非流动负债与上年保持一致，仍为5.00亿元，系宁波兴晟对高达开发的出资（明股实债）。

2017年底，公司全部债务173.12亿元，较上年增长19.52%，其中短期债务占40.96%，短期债务占比较上年的24.44%显著上升。2017年底，公司资产负债率为61.91%，较上年上升3.22个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由2016年的53.36%和46.39%变动至57.56%和44.47%，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内公司收入规模略有下降，盈利能力有所减弱。

2017年，公司实现营业收入5.81亿元，同比下降0.80%。同期，公司营业成本为3.23亿元，同比下降1.97%。公司盈利能力有所提高，营业利润率由2016年的39.56%下降到38.73%。

公司期间费用主要构成为管理费用和财务费用，2017年为1.09亿元，较上年增长42.08%。公司管理费用较上年略有增长，2017年为0.51亿元；受公司绝大部分利息资本化影响，财务费用规模相对较低，2017年为0.49亿元。2017年度公司期间费用占营业收入比重为18.79%，较上年增长5.67个百分点。

公司营业外收入主要为政府补助，2017年公司营业外收入为0.11亿元，同比下降69.92%。公司利润总额同比下降16.26%，为1.68亿元。2017年，公司总资本收益率为0.87%，与上年持平；净资产收益率为1.25%，较上年减少0.29个百分点。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流持续为负；投资活动现金净流出规模较大；公司在建项目规模仍较大，对外融资需求高。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入为12.74亿元，同比下降42.54%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为8.97亿元，较上年增长78.56%；收到其他与经营活动有关的现金为3.77亿元，主要为往来款。2017年，公司经营活动现金流出为25.55亿元，较上年下降25.26%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为20.85亿元，较上年的14.27亿元有所上升；支付其他与经营活动有关的现金4.15亿元，较

2016年大幅下降78.41%，主要为工程投标保证金、履约保证金、部分代建项目投入款及借出款项。2017年度，公司经营活动产生的现金流量净额为-12.81亿元，仍持续为负。公司现金收入比由上年的85.73%上升至154.32%，收入实现质量有所好转。

2017年，公司投资活动产生的现金流入为0.03亿元。同期，公司投资活动现金流出为10.74亿元，主要是购建固定资产、无形资产支等支付的现金，系公司对自用项目及子公司的投资。2017年，公司投资活动现金流量净额为-10.71亿元。

公司筹资方式主要仍为借款筹资，2017年，公司筹资活动现金流入为67.79亿元，同比下降18.73%。其中，取得借款收到的现金和发行债券收到的现金分别为55.10亿元9.60亿元。筹资活动现金流出为49.32亿元，主要来自偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金流出。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额同比增长47.06%，为18.47亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产无法覆盖短期债务，且间接融资渠道局限，短期债务支付压力较大；由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱。

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率为235.60%，较上年下降165.34个百分点；公司速动比率为75.71%，较上年下降63.75个百分点。2017年底，扣除受限资金后，公司现金类资产为8.33亿元，是2017年底公司短期债务的0.12倍，现金类资产对公司同期短期债务的覆盖程度很弱。总体看，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为2.84亿元，较上年的2.50亿元有所上升；全部债务/EBITDA由2016年的57.81倍增至2017年底的60.99倍，EBITDA对全部债务保障能力弱。

截至2018年5月底，公司本部共获得银行授信109.17亿元人民币，已使用107.12亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

2018年5月底，公司对外担保共计48.10亿元，相当于2017年底净资产的37.69%。被担保企业主要为国有企业，同时也存在对民营企业的担保，目前经营状况正常，但担保规模过大，公司存在一定的或有负债风险。

九、存续债券偿债能力

截至跟踪日，公司存续债券余额58.40亿元，一年内到期的应付债券20.00亿元，存续债券的短期偿债压力较大，未来集中偿债压力较大。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券20.00亿元，2022年将达到存续债券待偿本金峰值20.00亿元。2017年底，公司现金类资产（剔除受限类）8.33亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为12.74亿元、-12.81亿元和2.84亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	20.00
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.42
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.64
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.64
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源：联合资信整理

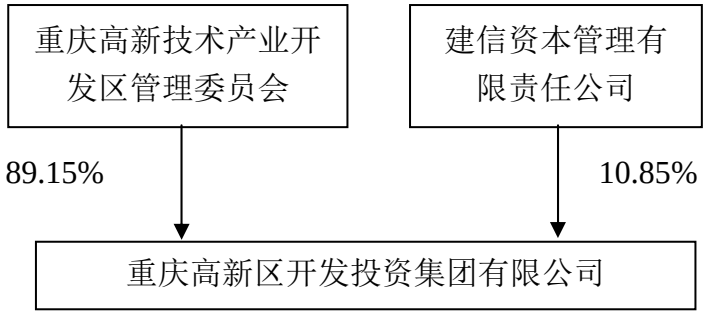
此外，根据《重庆高新区管理委员会关于同意重庆高新区开发投资集团有限公司将部分土地未来出让金、配套费和耕地占用税用于快速路一纵线、横二路和含青路项目建设资金需求的通知》（渝高新发【2013】14号），管委会同意公司在取得位于高新区西区快速路一纵线、横二路和含青路周边的5181亩土地并出让后，可将土地出让金、配套费和耕地占用税

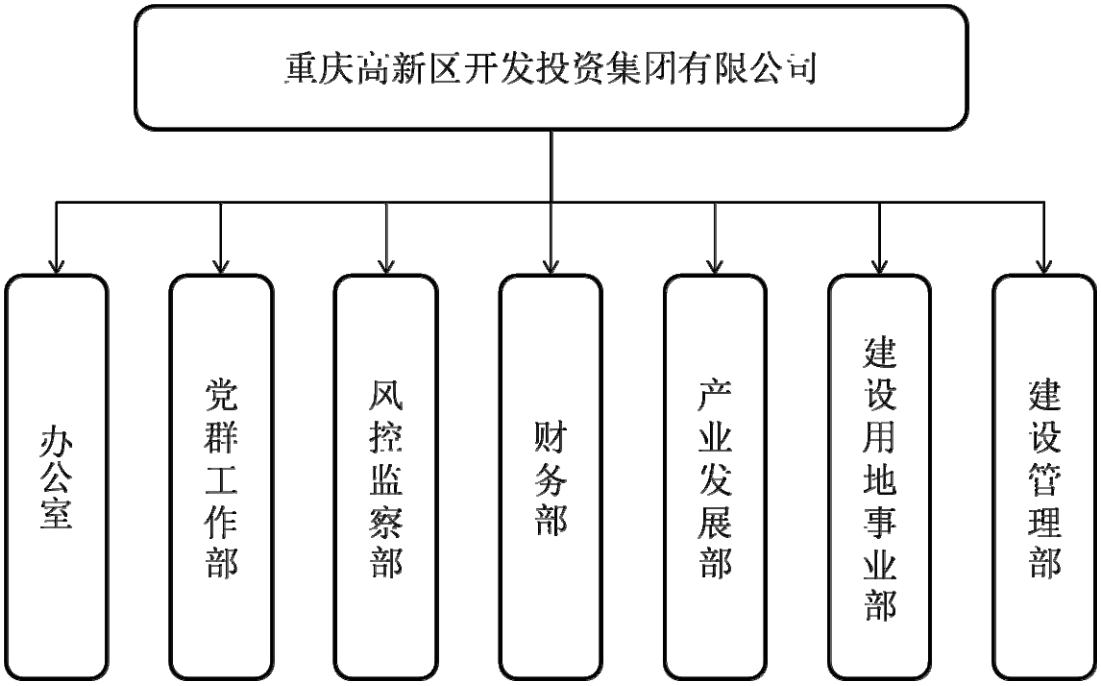
中归属于重庆高新区的部分全额用于平衡快速路一纵线、横二路和含青路项目建设的资金需求。依据公司《关于偿债资金来源的测算》，上述土地出让后，预计公司可取得土地出让金、配套费及耕地占用税合计约55.73亿元。2017年，受土地交易行情不佳影响，土地出让实际面积均小于约定，实际收到的土地出让金为2.17亿元，小于约定数值，联合资信将持续关注公司土地出让进度。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，并维持“14 渝高开投债/PR 渝高开”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	27.34	13.38	8.77
资产总额(亿元)	281.24	306.12	335.06
所有者权益(亿元)	118.50	126.46	127.62
短期债务(亿元)	34.30	35.24	70.92
长期债务(亿元)	105.79	109.44	102.20
全部债务(亿元)	140.08	144.68	173.12
营业收入(亿元)	5.84	5.86	5.81
利润总额(亿元)	1.55	2.01	1.68
EBITDA(亿元)	1.89	2.50	2.84
经营性净现金流(亿元)	-9.62	-12.02	-12.81
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.57	1.80	1.30
存货周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	126.16	85.73	154.32
营业利润率(%)	24.24	39.56	38.73
总资本收益率(%)	0.81	0.87	0.87
净资产收益率(%)	1.54	1.54	1.25
长期债务资本化比率(%)	47.17	46.39	44.47
全部债务资本化比率(%)	54.17	53.36	57.56
资产负债率(%)	57.87	58.69	61.91
流动比率(%)	509.31	400.94	235.60
速动比率(%)	170.95	139.46	75.71
经营现金流动负债比(%)	-20.79	-22.27	-14.16
全部债务/EBITDA(倍)	73.93	57.81	60.99

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

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。