



重庆两江新区开发投资集团有限公司 跟踪评级

跟踪评级

信用等级: AA 评级展望: 稳定

评级时间: 2014.05.28

上次评级

信用等级: AA 评级展望: 稳定

评级时间: 2014.03.25

跟踪评级观点

2014年4月30日,重庆两江新区开发投资集团有限公司(以下简称“两江开投”或“公司”)发布了经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2013年审计报告和未经审计的2014年一季度财务报表。

公司2013年和2014年一季度财务表现基本符合我们上次评级时的预期。资产方面,截至2013年底,公司资产规模达1,248.47亿元,同比增长55.34%。在土地一级开发业务增长的带动下,公司流动资产同比增长59.78%,在总资产中的占比提升至51.21%;流动资产仍主要由存货、货币资金和应收账款构成,其中存货仍主要为土地一级开发对应的开发成本(占比为98.94%,同比增长42.24%);应收账款同比增长3.45倍(28.11亿元),主要为应收股东重庆两江新区管理委员会(以下简称“两江管委会”)的土地成本和土地出让金返还款。公司非流动资产同比增长50.94%,仍主要为无形资产和其他非流动资产,其中无形资产主要为土地使用权(353.32亿元),同比增长31.59%;其他非流动资产同比增长52.84%,其中,基础设施和公租房项目账面金额分别为98.34亿元和78.84亿元;公司投资性房地产同比增长约14倍,主要为当期转入的土地使用权(增28.15亿元)和自用房地产(增6.85亿元)。2014年一季度,公司资产规模持续增大,资产结构保持稳定。整体看,公司资产中土地相关资产占比仍很高(占比约为68%),且截至2013年底,公司用于抵质押的土地面积达3.96万亩,抵押资产金额占总资产的比例超过50%,受限资产占比很高;由于公司土地资产的出让时间和单价受两江新区(工业园)招商引资的落实情况影响较大,土地出让时间和价格存在较大的不确定性,加之公司土地资产用于抵质押的规模很大,使得其资产整体流动性很差。

盈利及现金流方面,2013年公司土地一级开发业务规模有所扩大,带动其营业收入同比增长39.93%至55.82亿元,但受营业成本(其中,土地一级开发业务成本同比增长66.84%)同比更大幅度增长影响(同比增66.63%),公司营业毛利率下降至8.06%。营业成本的大幅增长使得2013年公司经营性业务利润下降至5.94亿元(同比下降28.93%);

地区经济、财政指标	2011	2012	2013
地区GDP(亿元)	10,011.10	11,459.00	12,656.69
政府综合财力(亿元)	4,752.31	5,347.85	5,552.02
政府债务率(%)	—	69.90	—
主要财务指标	2012	2013	2014Q1
现金类资产(亿元)	78.91	164.48	121.70
资产总额(亿元)	803.71	1,248.47	1,283.46
所有者权益(亿元)	407.93	561.97	567.16
长期债务(亿元)	309.77	622.84	665.73
全部债务(亿元)	371.62	653.35	682.53
营业总收入(亿元)	39.89	55.82	0.58
利润总额(亿元)	12.38	5.99	-0.62
EBITDA(亿元)	12.69	6.35	—
资产负债率(%)	49.24	54.99	55.81
全部债务资本化率(%)	47.67	53.76	54.62
全部债务/EBITDA(倍)	29.28	102.95	—
EBITDA利息保障倍数(倍)	0.58	0.19	—
全部债务/可偿债财政资金	8.56	13.23	—
可偿债财政资金/利息支出	1.97	1.51	—

资料来源:2011-2013年重庆市统计公报和预算执行报告,公司2012-2013年审计报告及2014年一季度财务报表。

分析师

吴冬雯

电话: 010-88090037

邮箱: wudongwen@chinaratings.com.cn

关书宾

电话: 010-88090078

邮箱: guanshubin@chinaratings.com.cn

市场部

电话: 010-88090123

传真: 010-88090102

邮箱: cs@chinaratings.com.cn

地址: 北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层(100032)

网站: www.chinaratings.com.cn

同时，2013 年公司营业外收入仅为 0.05 亿元，较 2012 年下降 3.96 亿元（其中，政府补助收入下降 3.97 亿元）；受上述因素影响，2013 年公司利润总额较 2012 年下降 51.58%，为 5.99 亿元。由于两江新区工业开发区尚处于投资建设期，公司土地一级开发投资支出规模较大，因此经营活动现金流呈净流出状态，且规模呈现波动。受同期购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长影响（为 153.07 亿元，较 2012 年增加 53 亿元），2013 年公司经营活动现金流状况进一步恶化；2013 年投资规模的增大，使得其投资活动现金净流出和筹资活动现金净流入规模均较 2012 年大幅增大。2014 年一季度公司营业收入较小，主要受公司土地一级开发业务收入结算周期影响，但毛利率水平有所提升。预计 2014 年公司经营活动现金流量状况难有明显改善，依据公司投资计划和债务期限结构，2014 年公司投资规模和到债务本息规模仍保持很大规模（资金需求规模超过 340 亿元），投资和筹资现金流规模仍将保持较大规模。

资本构成方面，2013 年底公司所有者权益为 561.97 亿元，同比增长 37.76%，其中，资本公积和注册资本分别增加 133.48 亿元和 12 亿元，资本公积的增加主要为两江管委会拨付的税费返还、财政补助资金和公租房资本金等。跟踪期内，公司负债规模增长很快，2013 年底为 686.50 亿元，同比增长 73.46%，主要体现为有息债务的增长（增加 281.73 亿元）。截至 2013 年底，公司全部债务规模为 653.35 亿元，同比增长 75.81%；其中，长期债务为 622.84 亿元，同比增长 101.06%，占全部债务的 95.33%。受债务规模快速增长影响，公司债务负担有所提高，截至 2013 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.99% 和 53.76%，分别较 2012 年底提高 5.74 和 6.09 个百分点。2014 年一季度公司所有者权益和负债总额分别增加 5.19 亿元和 29.80 亿元，使得公司资产负债率和全部债务资本化比率均较 2013 年底有所提高。整体看，虽然公司债务负担有所提高，但仍处于行业很低水平。

偿债指标方面，受短期债务规模下降影响，2013 年底公司现金类资产/短期债务由 1.28 倍提高至 5.39 倍，现金类资产对短期债务的保障明显增强，短期偿债指标表现较好。在债务规模快速增长和公司利润规模下降的双重作用下，2013 年底公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍分别为 102.95 倍和 0.19 倍，均较 2012 年底明显弱化；由于公司 EBITDA 主要由土地一级开发业务的利润构成，在当前宏观经济增速处于低位，土地交易活跃度下降的形势下，未来公司



的长期偿债指标仍有弱化的可能。同时，考虑到公司实际可用于偿债的资金主要为获得两江管委会拨付的财政性资金，上述指标并不能完全反应公司实际长期偿债能力。从公司获得的可供偿债财政资金¹对全部债务的保障看，2013 年底公司全部债务/可供偿债财政资金和可供偿债财政资金/利息支出分别为 13.23 倍和 1.51 倍，可供偿债财政资金对全部债务和利息支出的保障程度均有所弱化，整体保障程度一般。

预计未来公司仍将继续推进两江工业园区内的土地一级开发、配套基础设施和公租房建设业务，同时培育壮大自身房地产开发等经营性业务，公司仍将保持规模的投资，债务规模也将保持较快增长；公司已开发土地未来的出让存在较大的不确定性，其长期偿债指标存在进一步弱化的可能。但考虑到重庆市和两江新区经济财政实力持续增强，重庆市政府和两江管委会能保持对公司较强的支持意愿和较大的支持力度，公司信用品质将保持稳定。

综上所述，中债资信维持两江开投的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。该评级结果表示公司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。

¹ 可供偿债财政资金为公司获得财政性资金合计减去用于项目建设资本金部分，按照公司当年投资额的 22%测算；2013 年公司获得两江管委会的财政性资金合计为 114.07 亿元，按照当年投资额 294 亿元的 22%测算，当年投资的项目资本金均约为 64.68 亿元，因此当年可用于偿债的财政性资金为 49.39 亿元。