



信用等级通知书

信评委函字[2017]Y051号

中诚信证券评估有限公司对重庆市双福建设开发有限公司及其拟发行的“2017年重庆市双福建设开发有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，重庆市双福建设开发有限公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；“2017年重庆市双福建设开发有限公司公司债券”的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年十月十九日

2017年重庆市双福建设开发有限公司公司债券信用评级报告

债券等级	AA ⁺
主体等级	AA
评级展望	稳定
发行主体	重庆市双福建设开发有限公司
发行规模	不超过7.6亿元
债券期限	7年
偿还方式	每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末分别按照本期债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金
担保主体	重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

双福建设(合并口径)	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	107.28	113.07	140.03	148.48
所有者权益合计(亿元)	67.82	74.91	75.91	76.09
总负债(亿元)	39.47	38.16	64.11	72.39
总债务(亿元)	29.09	31.79	48.73	58.05
营业总收入(亿元)	14.77	17.23	24.51	3.67
净利润(亿元)	2.16	2.68	1.37	0.18
EBIT(亿元)	2.55	3.22	1.70	0.98
EBITDA(亿元)	2.64	3.33	1.83	-
经营活动净现金流(亿元)	-1.29	-6.46	-6.83	-4.20
营业毛利率(%)	10.24	9.92	9.06	8.48
总资产收益率(%)	2.48	2.92	1.35	-
资产负债率(%)	36.79	33.75	45.79	48.75
总资本化比率(%)	30.02	29.80	39.09	43.27
总债务/EBITDA(X)	11.00	9.53	26.62	-
EBITDA利息倍数(X)	1.56	1.20	0.50	-

注：1、中诚信证评将2014~2016年及2017年3月末“长期应付款”科目中带息负债金额调整至“长期借款”科目；
2、中诚信证评将2014~2016年及2017年3月末“其他应付款”科目中带息负债金额调整至“短期借款”和“长期借款”科目；
3、公司各期财务报告按照新会计准则编制；
4、公司未提供2017年一季度现金流量表附注及资本化利息支出，故相关指标无效。

基本观点

中诚信证评评定重庆市双福建设开发有限公司（以下简称“双福建设”或“公司”）的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；评定“2017年重庆市双福建设开发有限公司公司债券”债项信用等级为AA⁺。

中诚信证评肯定了江津区稳步增强的经济和财政实力，双福新区招商引资不断推进为公司提供良好的外部环境，公司收入规模持续增长等因素对公司信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到公司未来资金压力较大、获现能力较弱且政府补助可持续性面临不确定性及债务规模不断增长等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

此外，中诚信证评还充分考虑了重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“江津华信”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息偿还的保障作用。

正面

- **江津区经济和财政实力稳步增强，双福新区招商引资有序推进，为公司发展提供良好的外部环境。**2016年，江津区实现地区生产总值674.10亿元，较2015年增长11.1%；实现公共财政预算收入64.98亿元，较2015年增长16.8%。同时，随着双福新区招商引资的不断推进，双福新区公共财政预算收入也有所增加，2016年增加至16.04亿元。
- **收入规模大幅增长。**公司作为双福新区唯一的基础设施建设投融资主体，承担着区内基础设施建设和国有土地整治开发业务，重庆市江津区双福工业园区管理委员会（以下简称“双福新区管委会”）每年按照成本支出加成一定比例与公司进行结算，2016年，公司确认的成本支出金额大幅增加，使得确认的代建收入大幅上升。
- **很强的担保实力。**本期债券由江津华信提供

江津华信(合并口径)	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	243.13	316.59	400.25	390.57
所有者权益合计(亿元)	129.35	161.57	195.61	196.35
总负债(亿元)	113.77	155.02	204.64	194.22
总债务(亿元)	93.99	132.30	181.64	166.95
营业总收入(亿元)	14.56	16.78	15.03	3.39
净利润(亿元)	3.62	4.19	4.28	0.76
EBIT(亿元)	4.41	4.99	5.16	0.78
EBITDA(亿元)	4.93	5.40	5.56	-
经营活动净现金流(亿元)	6.26	6.21	-3.25	6.28
营业毛利率(%)	31.87	34.94	25.04	24.55
总资产收益率(%)	1.94	1.78	1.44	-
资产负债率(%)	46.80	48.96	51.13	49.73
总资本化比率(%)	42.08	45.02	48.15	45.95
总债务/EBITDA(X)	19.07	24.48	32.65	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.71	0.99	0.71	-

注: 1、公司2014~2016年财务报告和2017年一季度财务报表均依据新会计准则编制;

- 2、在计算总债务时, 中诚信证评分别将2014~2016年及2017年3月末“其他应付款”科目中带息负债金额调整至“短期借款”和“交易性金融负债”科目, 分别将2014~2016年及2017年3月末“长期应付款”科目中带息负债金额调整至“长期借款”科目;
- 3、由江津区财政局承担的利息支出计入“其他应收款”科目, 对公司支付但是实际由重庆市江津区滨江新城建设开发有限公司及重庆市双福建设开发有限公司等公司承担的利息支出直接充抵公司财务费用。

全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 江津华信综合信用实力很强, 能为本期债券偿还提供有力的保障。

关注

- **未来面临一定的资本支出压力。**公司承担的新区开发和基建项目较多, 截至2017年3月末, 公司在建和拟建项目总投资38.48亿元, 尚需投资28.66亿元, 未来资本支出压力较大。
- **获现能力较弱且政府补助的可持续性存在一定的不确定性。**受房地产开发进度放缓以及政府对用地指标的管控影响, 双福新区基金收入有所下降, 使得双福新区可支配财力有所下降, 对公司的业务资金回款以及补贴收入有所收紧, 回款进度及政府补贴存在一定的不确定性。
- **债务规模不断增长, 存在一定偿还压力。**随着公司业务规模的拓展, 公司债务水平相应提升。截至2017年3月末, 公司总债务为58.05亿元, 其中2017年4~12月、2018年和2019年到期债务分别为11.66亿元、10.57亿元和20.38亿元, 公司面临一定偿还压力。

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

袁金富 jfyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年10月19日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对重庆市双福建设开发有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

发行主体概况

重庆市双福建设开发有限公司原名重庆市双福工业园区建设开发有限公司，经江津区财政局津财企函[2003]33号文件《江津区财政局关于同意双福工业园区管委会对外投资兴办重庆市双福工业园区建设开发有限公司的函》、江津区人民政府江津府函[2003]50号文件《关于同意设立重庆市江津双福工业园区建设开发有限公司的批复》批准，于2003年4月16日由双福新区管委会投资成立的国有独资公司，注册资本为1亿元，2005年3月，公司更为现名。2012年12月，重庆市双福建设开发有限公司新增注册资本4亿元，其中：双福新区管委会货币出资5,000.00万元，资本公积转增资本3.50亿元。经过多次的注资和股权变更，截至2017年6月末，公司注册资本增至5.40亿元。重庆市江津区国有资产管理中心（以下简称“区国资中心”）持有公司92.59%股权，重庆市津创股权投资基金合伙企业（有限合伙）持有公司7.41%股权，区国资中心是公司的实际控制人。公司拥有全资子公司3家，分别为重庆富腾房地产开发有限公司，重庆市双福污水处理有限公司和重庆市津耕农业开发有限公司。

公司作为双福新区唯一的开发建设运营和投融资主体，主要经营双福新区的基础设施建设及国有土地整治开发。

截至2016年末，公司总资产140.03亿元，所有者权益合计75.91亿元，资产负债率45.79%；2016年，公司实现营业总收入24.51亿元，净利润1.37亿元，经营活动净现金流-6.83亿元。

截至2017年3月末，公司总资产148.48亿元，所有者权益合计76.09亿元，资产负债率48.75%；2017年1~3月，公司实现营业总收入3.67亿元，净利润0.18亿元，经营活动净现金流-4.20亿元。

本期债券概况

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	2017年重庆市双福建设开发有限公司公司债券
发行总额	7.6亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率，票面利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定，其中，Shibor基准利率为本期债券发行公告日前五个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期Shibor（1Y）利率的算术平均数，基准利率四舍五入保留两位小数，本期债券的最终基本利差和最终票面利率将根据簿记建档结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在本期债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末分别按照本期债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金。
募集资金用途	本期债券全部用于江津区双福新区福城北苑还房工程、江津区双福新区黑林还房工程和江津区双福新区双溪片区还房工程。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

区域经济与财政实力

江津区经济与财政情况

江津区位于重庆市西南部，是重庆市重点规划的六大区域性中心城市之一，是长江上游重要的航运枢纽和物资集散地，为重庆市建设的“一小时经济圈”内幅员面积最大的区县，总面积3,200.44平方公里。

江津区交通优势明显，距重庆主城42公里、江北国际机场70公里，重庆市规划的“三环十射”公路网涵盖江津区，江津区紧临渝黔、成渝高速公路；180公里的重庆绕城高速公路在江津境内有28.60公里、渝滇高速公路在江津境内有47公里；铁路总里程达135公里，拟建的城市铁路南北贯穿全境，规划的城市轻轨5号线直达江津区，把江津区主城区与重庆市主城区紧密连接。此外，江津区有国家级深水良港5个，常年可停泊5,000吨以下的船舶和万吨级船队，全区水域通航里程超过350公里。

2014~2016年，江津区分别实现地区生产总值554.7亿元、605.6亿元和674.1亿元，其中2016年较2015年增长11.1%，总量名列城市发展新区第2位，全市第9位；增速名列城市发展新区第4位，全市第6位。分产业看，2016年江津区，第一、二、三产业实现增加值分别为83.7亿元、397.4亿元和193.0亿元，同比增速分别为4.3%、12.6%和10.8%。三次产业比重由2015年的12.5:59.0:28.5调整至2016年的12.4:59.0:28.6，三次产业比重变动不大。2016年末，江津区常住人口135.33万人，按常驻人口测算，2016年，人均GDP达到50,210元。

江津区一直具有较强的工业基础，2016年，江津区实现工业增加值328.2亿元，较2015年增长11.4%，占江津区地区生产总值的48.7%。2016年，江津区实现全社会工业总产值2,003.0亿元，较2015年增长21.3%。其中，规模以上工业总产值1,612.5亿元，较2015年增长18.5%，年末全区共有规模以上工业企业415家，比上年末净增46家。规模以上工业企业中，产值上亿元的企业262家。全年规模以上工业企业，实现利税总额275.9亿元，比上年增长19.6%；实现利润总额191.8亿元，比上年增长22.0%。

2016年，“五大支柱产业”共实现产值1,453.1亿元，较2015年增长20.9%，产值占江津区规模以上企业工业总产值的比重为90.1%。其中，汽车摩托车及零部件企业共实现产值528.1亿元，占比32.8%；装备制造企业实现产值362.7亿元，占比22.5%；新型材料制造企业实现产值350.8亿元，占比21.8%；电子信息企业实现产值129.1亿元，占比8.0%；食品加工企业实现产值82.4亿元，占比5.1%。

江津区区内共有德感、珞璜、双福、白沙四大工业园区，上述四大工业园区规模以上工业企业实现产值1,556.0亿元，较2015年增长20.0%，占江津区规模以上工业总产值的96.5%。其中，德感工业园实现产值498.4亿元，较2015年增长20.4%；双福工业园实现产值503.4亿元，较2015年增长18.4%；珞璜工业园实现产值530.2亿元，较2015年增长18.8%；白沙工业园实现产值24.0亿元，较2015年增长111.1%，较强的工业实力为江津区经

济发展提供有效支撑。

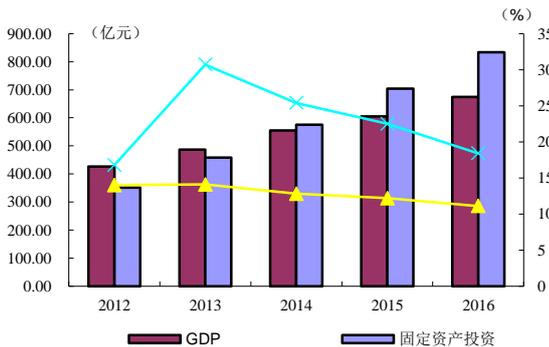
2014~2016年，江津区分别实现固定资产投资额575.0亿元、704.2亿元和834.1亿元，2016年较上年增长18.4%。其中，房地产开发投资106.0亿元，较2015年增长25.7%，占江津区固定资产投资的比重为12.7%；建设与改造投资723.3亿元，较2015年增长17.6%，占江津区固定资产投资的比重为86.7%。2016年，江津区基础设施建设及公共事业类项目顺利推进，129个重点建设项目完成投资320.7亿元，完成年度计划的105%。其中，81个基础设施及公共事业类项目完成166.1亿元，占年度计划84.2%；48个产业发展类项目完成投资154.6亿元，占年度计划142.9%。项目方面，几江长江大桥、三环高速江津至綦江段以及广州双桥淀粉糖浆生产线建成投用，此外，帅客复合型调味品生产加工基地、联东U谷重庆双福国际企业港一期、北京师范大学江津附属学校、东城幼儿园一期等6个项目主体完工。

专业市场发展方面，双福国际农贸城、润汽摩城和攀宝钢材市场共实现销售额347亿元。其中，双福国际农贸城入驻客商2,000余户，实现销售额193.4亿元；和润汽摩城入驻客商1,000余户，实现销售额53.5亿元；攀宝钢材市场入驻客商240余户，实现销售额100.1亿元。

平台建设方面，双福新区新引进深国际（重庆）双福城市综合物流港、双福建材国际商贸城、新富云谷众创空间、鑫能汽配产业园等102个项目，协议引资239.5亿元，其中，工业项目84个，协议引资142.3亿元；德感工业园新引进江电高强度螺栓、渝秋林汽车变速箱及分动箱零部件总成制造、太极集团富硒水、鲁花二期、益海嘉里一期扩能及粮油深加工基地、沃克斯蓄热式工业炉设备生产基地以及新源源固废综合利用等135个项目，协议引资240.5亿元，其中，工业项目128个，协议引资170.7亿元；珞璜工业园新引进敏华实业、宝湾物流以及上海丰树等143个项目，协议引资234.4亿元，其中，工业项目132个，协议引资195.1亿元；四面山全年接待游客513.7万人次，比上年增长13.0%。景区门票收入5,280万元，比上年增长20.5%。旅游综合收入36.3亿元，比上年增长37.2%，新开工

建设项目 25 个，总投资约 17.7 亿元。完成协议引资 11.6 亿元；现代农业园区新引进鲁能、欣时达以及中艺等 7 家企业，新培育各类新型经营主体 26 家，新增土地流转 5,299 亩，新增优质富硒果蔬基地 1,400 亩，新增特色养殖基地 700 亩，新培育雨仙晒谷、蓝色精灵、天知椒等 3 个农业品牌。各个园区的建设逐步完善，进一步加快了江津区招商引资。

图 1: 2012~2016 年江津区 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：江津区统计公报，中诚信证评整理

在经济快速发展的同时，江津区财政实力显著提高，2014~2016 年，江津区分别实现公共财政预算收入 47.43 亿元、57.30 亿元和 64.98 亿元。2016 年江津区公共财政预算收入在城市发展新区位居第 1 位，增速位居城市发展新区第 3 位。2014~2016 年，江津区分别实现税收收入 29.17 亿元、35.10 亿元和 41.44 亿元；非税收入 18.25 亿元、22.20 亿元和 23.54 亿元。上级政府对江津区财政支持力度较大，2014~2016 年，江津区分别获得上级补助收入 33.72 亿元、36.90 亿元和 43.45 亿元。受房地产市场持续低迷的影响，使得以土地出让收入为主的政府性基金收入持续下降，2014~2016 年，江津区政府性基金收入分别为 56.22 亿元、50.55 亿元和 36.25 亿元。

财政支出方面，2014~2016 年，江津区公共财政预算支出分别为 81.87 亿元、96.50 亿元和 112.18 亿元。2016 年，江津区公共财政预算支出较 2015 年增长 15.7%。其中，民生支出为 76.51 亿元，占比 68.2%。

财政平衡方面，2014~2016 年，江津区财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 57.93%、59.38% 和 57.92%，整体财政平衡程度

一般，地方财政自给程度较低，上级补助收入是财政支出的重要补充。

表 2: 2014~2016 年江津区财政收支情况 (亿元)

项目	2014	2015	2016
公共财政预算收入 (1)	47.43	57.30	64.98
其中：税收收入	29.17	35.10	41.44
非税收入	18.25	22.20	23.54
上级补助收入 (2)	33.72	36.90	43.45
政府性基金预算收入 (3)	56.22	50.55	36.25
财政总收入 (4)	137.37	144.75	144.68
公共财政预算支出	81.87	96.50	112.18
财政平衡率 (%)	57.93	59.38	57.92

注：(4) = (1) + (2) + (3)。

资料来源：重庆市江津区财政局

总体来看，江津区经济快速发展，园区建设不断完善进一步带动区内招商引资，随着经济不断的发展，公共财政预算收入逐年增加，财政实力持续增强。同时，中诚信证评也关注到政府性基金收入受土地出让放缓影响出现下滑。

双福新区经济概况及财政实力

双福新区是江津经济发展“八大平台”之一。成立于 2008 年 5 月，规划面积 66 平方公里，截至 2016 年末，建成区面积达 25 平方公里。

产业方面，双福新区正在打造先进制造业、商贸流通业和休闲旅游业三大产业。先进制造业板块，初步形成汽摩整车及零部件和电子信息两大产业集群。汽摩产业集群以东风小康、潍柴汽车、润通动力、铁马汽车四大汽摩整车为龙头，电子信息产业集群以台湾群光集团为代表；商贸流通业板块，基本形成了“N+1”发展格局，重点打造农贸市场、汽摩市场、钢材市场、机电市场、汽车 4S 城和一个商业中心。2016 年，双福国际农贸城、和润汽摩城和攀宝钢材市场共实现销售额 347 亿元。其中，双福国际农贸城入驻客商 2,000 余户，实现销售额 193.4 亿元；和润汽摩城入驻客商 1,000 余户，实现销售额 53.5 亿元；攀宝钢材市场入驻客商 240 余户，实现销售额 100.1 亿元。休闲旅游业方面，恒大集团投资 150 亿元打造西部新版“迪士尼”。截至 2016 年末，双福新区累计入驻企业 220 家，其中，2016 年新入驻企业 80 家。

受双福新区配套建设不断完善、入驻企业增加

的影响，双福新区公共财政预算收入保持稳步增加，2016年，双福新区完成公共财政预算收入16.04亿元。受房地产开发进度放缓以及政府对用地指标的管控影响，2016年双福新区土地出让收入有所下降，因而双福新区政府性基金收入进一步减少至12.61亿元。

表 3：2014~2016 年双福新区财政收支情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入	11.69	11.34	16.04
基金收入	19.66	15.62	12.61

资料来源：公司提供

总体来看，双福新区可支配财力受双福工业园招商引资、房地产市场行情以及江津区和双福新区土地增值收益分成比例影响较大，而国有土地使用权出让金收入的增减则成为造成双福新区可支配财力上下浮动的主要原因，双福新区基金收入占比过高的财政结构给当地政府的财政收入变化趋势带来一定不确定性。

政府支持以及抗风险能力

作为双福新区唯一的基础设施建设和国有土地整治土地，公司享有政府在资金以及经营性资产注入等方面的大力支持。

2012年12月，双福建设新增注册资本4亿元，其中，管委会货币出资5,000万元，资本公积转增资本3.5亿元，公司注册资本增至5亿元。2013年，根据双福新管发[2013]61号文件，双福新区管委会将对公司办理竞买的B3-03-3/01等价值20.44亿元的10宗地块所支付的相关费用进行补贴。2015年12月，根据《重庆市双福新区管理委员会关于向双福建设开发有限公司注入土地资产的通知》（双福新管发[2015]500号），双福新区管委会将12宗面积合计为61.77万平方米、账面价值合计为9.07亿元的土地注入公司，并于2015年年底按评估价值入账；同年，双福新区管委会累计共向公司拨入资本金0.75亿元，支持项目建设。以上土地大多均已办理土地使用证，可用于抵押借款或出让。这些资产的划拨在一定程度上提升公司盈利能力和竞争实力，并保障建设和还本付息的资金来源。

为保证公司的正常运营及更好的承担基础设

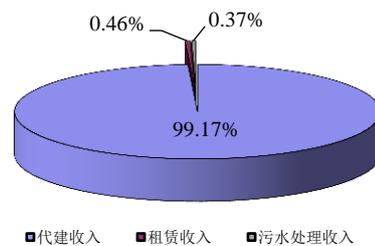
施建设任务，双福新区管委会给予公司一定的专项补贴资金用于土地开发、房屋代建及道路管理维护等业务，2014~2015年，公司分别收到补贴收入1.50亿元和2.00亿元。

总的来看，公司作为双福新区内唯一一家基础设施建设主体，在近几年的发展过程中持续获得江津区政府和双福新区的大力支持。公司与双福新区管委会的密切联系为公司债务按期归还提供了资金及政策的保障，增强了公司的偿债能力，公司具备一定的抗风险能力。

业务运营

公司是双福新区的唯一的基础设施建设主体，负责双福新区内的基础设施建设、保障房开发以及其他公用事业管理等任务。公司营业总收入主要来源于工程代建收入。2014~2016年及2017年1~3月，公司分别实现营业总收入14.77亿元、17.23亿元、24.51亿元和3.67亿元，其中，工程代建收入分别为14.56亿元、17.03亿元、24.31亿元和3.66亿元，占营业总收入比重分别为98.59%、98.87%、99.17%和99.73%。

图 2：2016 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

基础设施建设业务

作为双福新区唯一的城市开发建设主体，在推进城市化建设、完善城市功能等方面发挥着重要作用。公司主要从事双福新区范围内的基础设施建设和保障房建设。

根据《重庆市双福新区管理委员会关于加快双福建设开发有限公司发展专题会议纪要》（双福新管纪[2010]53号），公司独立行使代建和开发职能，承担的基础设施建设和国有土地整治开发业务完成后，由双福新区管委会每年按照结算成本加成

10%的方式支付项目资金作为公司代建收入。具体来看，公司负责项目前期融资、建设，并在规定时间内将竣工后的项目移交双福新区管委会，双福新区管委会相关部门则根据事先签订的回购协议向公司分期分批支付工程成本及相应的回报。

截至 2017 年 3 月末，公司完工罗盘商业中心拆迁还房工程、重庆市第九车管所项目工程、双福中心农贸市场、九元路工程、东方光大延伸段工程、双福二小片区污水管网工程、E 区还房道路工程等项目。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现代建收入 14.56 亿元、17.03 亿元、24.31 亿元和 3.66 亿元。由于公司按照经审核的施工方提供的发

票金额作为当年成本支出金额，并按照成本支出金额加成 10% 确定代建收入。受“营改增”影响，2016 年经审核的施工方提供的发票金额大幅增加，使得当年确认的项目建设成本大幅上升，因而，2016 年确认的代建收入大幅增加。

截至 2017 年 3 月末，公司主要在建的项目包括福城北苑还房、双溪片区还房和黑林还房等还房项目，双福第三小学以及英利东西侧道路等道路工程。截至 2017 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 20.61 亿元，尚需投资 10.79 亿元，存在一定的投资压力。

表 4：截至 2017 年 3 月末公司主要在建项目情况

项目名称	总投资（万元）	尚需投资（万元）	建设周期（年）
江津区双福新区福城北苑还房工程	57,141.00	25,520.00	3
江津区双福新区双溪片区还房工程	99,443.00	40,000.00	3
江津区双福新区黑林还房工程	31,546.00	25,000.00	2
双福派出所迁建工程	2,100.00	2,100.00	1
双福第三小学	6,800.00	6,800.00	1
英利东西侧道路	2,800.00	2,500.00	1
福城二路跨绕城公路桥	1,300.00	1,300.00	1
罗感路	614.00	590.00	1
津福大道一标段	1,200.00	1,100.00	1
享堂东路	1,600.00	1,500.00	1
享堂北路	1,600.00	1,500.00	1
合计	206,144.00	107,910.00	-

注：由于公司统计错误，截至 2017 年 3 月末，江津区双福新区福城北苑还房工程实际尚需投资额为 25,520.00 万元，江津区双福新区双溪片区还房工程建设周期为 3 年。

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2017 年 3 月末，公司拟建项目包括商品房回购还房工程、江津区第一人民医院、双福北路、九龙路南延线等项目，预计总投资 17.87 亿元。

总体来看，公司作为双福新区唯一一家基础设施建设主体，随着在基础设施领域中的投资不断加大，公司在双福新区的战略地位不断增强，但资金压力也随之增大。

租赁业务

除对公司代建业务给予一定的资金支持外，双福新区管委会还根据双福新区整体规划的要求并考虑公司经营需求，将廉租房及标准厂房等资产以注资的形式注入公司名下，产权办理过户后形成公

司物业租赁业务的重要载体，为公司带来稳定的物业租赁收入。

截至 2017 年 3 月末，公司持有的物业资产主要由工业标准厂房、商业门面以及住宅三个部分组成。可出租面积合计为 130,414.00 平方米，平均出租率为 60.46%，平均租金水平为 11.96 元/平方米/月。公司持有物业资产出租率较低，主要系 B 区还房门面、C 区还房门面和 C2 还房门面地理位置较差，出租率较低，因而拉低了整体出租率水平。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现物业租赁收入 1,631.65 万元、1,551.79 万元、1,132.95 万元和 62.16 万元。由于近年来，部分廉租房租金收入由政府收取，故公司租赁业务收入有所下降。

表 5：截至 2017 年 3 月末公司主要持有物业情况

单位：平方米、%、元/平方米/月

物业资产	名称	可出租面积	出租率	平均租金
工业厂房	标准厂房	86,884.00	65.00	5.00
商业门面	A 区还房门面	4,115.00	80.00	35.00
	B 区还房门面	14,774.00	10.00	10.00
	C 区还房门面	2,054.00	10.00	10.00
	C2还房门面	1,625.00	10.00	35.00
	A2还房门面	9,163.00	80.00	45.00
	A2廉租房门面	1,775.00	80.00	45.00
	C3廉租房门面	757.00	70.00	20.00
住宅	渝惠还房门面	6,574.00	80.00	20.00
	D、E 区住宅	2,693.00	100.00	5.00
合计	-	130,414.00	-	-

资料来源：公司提供

总体来看，公司租赁收入较稳定但规模较小，随着新区招商引资的不断推进，公司物业资产可供出租面积、出租率及租金水平有一定的上升空间。

污水处理业务

公司污水处理业务运营主体为下属子公司重庆市双福污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）。污水处理公司成立于 2012 年 1 月 11 日，截至 2017 年 3 月 31 日，总资产 7,303.44 万元，2017 年 1~3 月，污水处理公司实现营业收入 16.96 万元，净利润-321.15 万元。2017 年一季度净利润为负主要系污水处理收入主要集中在每年末与江津区财政局结算，一季度结算金额较少，同时存在一定期间费用支出。

污水处理公司主要为双福新区范围内的企业和居民提供污水处理服务。截至 2017 年 3 月末，污水处理公司共有污水处理厂 1 座，日污水处理能力为 3.00 万吨/天，日污水处理量为 3.20 万吨/天。污水处理价格方面，工业企业和事业单位污水处理单价均为 1.3 元/立方米，居民用户污水处理单价额外 1.0 元/立方米。2014~2016 年及 2017 年 1~3 年，公司分别实现污水处理收入 0.04 亿元、0.04 亿元、0.09 亿元和 0.002 亿元。

总体来看，公司污水处理业务收入规模较小，但拓宽了公司的收入来源。

管 理

法人治理结构

公司设董事会，由 5 人组成，其中有适当比例的职工代表。董事由出资人委派或更换，董事会成员中的职工代表由公司职工代表大会民主选举产生或更换。董事每届任期三年，任期届满，经委派或选举可以连任。

公司设立监事会，由 5 人组成。监事由出资人委派或更换，但是监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生或更换。每届监事会的职工代表比例由区国资中心决定，但不得低于监事人数的三分之一。监事任期每届为三年。董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘。经董事会批准，董事可以兼任经理。经理对董事会负责并行使相应职权。

管理水平

公司在组织机构设置方面，以高效、精简为原则。公司财务部由总经理直接管理，并根据公司定位、业务特点及业务需要设置了行政部、财务部、资产部、招标办、报建部、预结算部、设计部、工程一部、工程二部、工程三部、工程四部、工程五部及档案室等职能部门，各职能部门之间在业务开展中既保持相互独立性又保持顺畅的协作，保障了公司业务的顺利有序开展。

战略规划

公司作为双福新区唯一一家基础设施建设主体，未来战略规划将围绕双福新区的经济发展战略、产业政策的要求，结合公司的职能职责和双福新区的发展制定实施。

按照区委、区政府“统一规划，集中建设”的原则，公司将按政府土地利用计划，筹集资金整治并管理土地资产，着力推进保障房建设项目，确保群众住有所居。加快城市基础设施建设，大幅度提高城市形象，提高人居环境质量；在政企分开的总原则下，加快建立现代企业制度，建立有效的国有资本管理、监督和运营机制，以及以市场为导向构建

相对完备的产业体系，推动国有资产的保值增值，不断提高经营管理科学化水平，不断壮大自身综合实力；加大资信、资本的组合优势，将公司整合为资产质量优、融资能力强、偿债能力佳、发展前景好的“借、用、管、还”一体化的政府综合性投融资平台，形成“政府引导，社会参与，市场运作”的多元化投融资格局。为地区经济发展，城市基础设施建设，公益性项目建设等提供持续的资金保障。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2015 年度连审财务报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2017 年一季报，各年财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来公司的资产规模稳定增长，2014~2016 年末，总资产分别为 107.28 亿元、113.07 亿元、140.03 亿元。公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末，流动资产占总资产的比例分别为 88.56%、89.25% 和 85.64%。流动资产主要系存货、应收账款、其他应收款和货币资金。存货主要系土地成本、代建成本以及房地产开发成本，2014~2016 年末，存货分别为 57.97 亿元、61.66 亿元和 62.99 亿元，近年来，公司土地整理规模较小，存货呈小幅增加趋势，主要系管委会注入的土地资产；2014~2016 年末，应收账款分别为 14.28 亿元、20.45 亿元、40.14 亿元，全部为应收管委会的代建项目款项，随着公司项目投资的增加，应收账款规模也逐年增大，但是回款风险较低；2014~2016 年末，其他应收款分别为 12.95 亿元、10.35 亿元和 5.88 亿元，呈稳步下降的趋势，2015 年公司收回了重庆市江津区财政局 3.50 亿元的往来款项，2016 年公司收回了管委会款项 5.54 亿元。2017 年 3 月末，公司总资产小幅增加至 148.48 亿元，主要系融资导致货币资金的增加、业务开展使得公司应收账款和存货小幅上升。

表 6：2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司流动资产构成

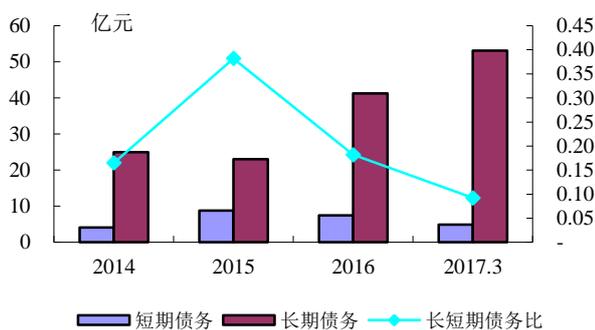
项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
存货（亿元）	57.97	61.66	62.99	63.04
应收账款（亿元）	14.28	20.45	40.14	44.44
其他应收款（亿元）	12.95	10.35	5.88	6.82
流动资产/总资产（%）	88.56	89.25	85.64	86.47

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

非流动资产方面，2014~2016 年末，公司非流动资产分别为 12.28 亿元、12.15 亿元和 20.11 亿元，主要系公司持有的用于出租的物业资产以及计入其他非流动资产的道路资产。2015 年，公司将之前计入固定资产的 4.63 亿元的房产，包括还房门面和标准厂房变更使用用途为对外出租，调整计入投资性房地产，2016 年，双福新区管委会划拨评估价值为 7.44 亿元的房地产资产用于冲减对公司的应付账款，公司将拨入的房地产用于出租，使得 2016 年公司投资性房地产金额上升至 11.68 亿元。2017 年 3 月末，公司非流动资产为 20.09 亿元，较 2016 年末基本持平。

负债方面，2014~2016 年末，公司的负债总额分别为 39.47 亿元、38.16 亿元和 64.11 亿元，主要系非流动负债。2014~2016 年末，非流动负债分别为 24.98 亿元、23.59 亿元和 41.81 亿元，主要系应付债券的增加，2016 年，公司发行 5.00 亿元“16 双福建设 MTN001”、3.50 亿元“16 双福建设 PPN001”、3.50 亿元“16 双福建设 PPN002”、3.00 亿元“16 双福 01”和 3.00 亿元“16 双福 02”等共计 18.00 亿元的债务融资工具，使得公司非流动负债总额大幅增加。2014~2016 年末，流动负债分别为 14.49 亿元、14.57 亿元和 22.31 亿元，主要系短期借款的增加，短期借款主要系应付重庆市江津区土地房屋征收储备中心的款项。2017 年 3 月末，公司负债总额进一步增加至 72.39 亿元，主要系 2017 年发行的 5.00 亿元“17 双福债”以及公司新增借款偿还部分短期债务使得长期借款金额有所上升。

图 3: 2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司债务结构分析

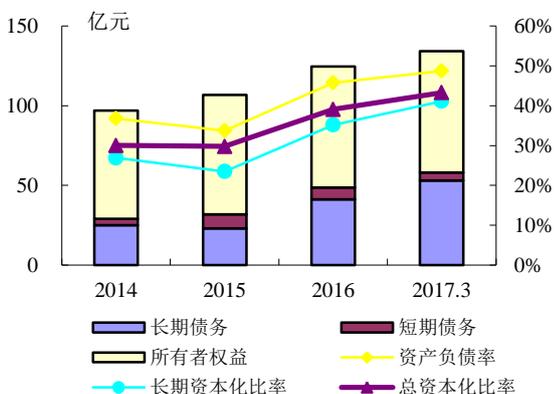


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务结构方面，2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司总债务分别为 29.09 亿元、31.79 亿元、48.73 亿元和 58.05 亿元。2016 年公司应付债券的增加使得公司长期债务大幅上升，资产负债率和总资本化比率均有所上升，2016 年末分别为 45.79% 和 39.09%。公司债务以长期债务为主，2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.16 倍、0.38 倍、0.18 倍和 0.09 倍，公司长期债务的增加使得 2015 年以来，公司长短期债务比呈下降趋势，以长期债务为主的债务结构符合企业项目建设周期较长的业务模式。

2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 67.82 亿元、74.91 亿元、75.91 亿元和 76.09 亿元。2015 年，公司资本公积的增加主要是因为双福新区管委会注入价值 9.07 亿元的土地；同时双福区管委会收回原入账的价值 5.40 亿元的土地。

图 4: 2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着基础设施建设业务量的

增长以及双福新区管委会持续的资产注入，公司资产规模逐年增长，且资本结构及债务结构的配置均较为合理。同时，中诚信证评也关注到近年来公司的举债规模增长明显，随着双福新区开发建设的逐步推进，未来几年公司资金需求将继续上升，债务规模或将进一步上升。

盈利能力

近年来公司的收入主要来自于代建收入，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现营业收入总收入 14.77 亿元、17.23 亿元、24.51 亿元和 3.67 亿元，主要以代建业务收入为主。双福新区管委会每年按照结算成本加成 10% 的方式支付项目资金作为公司代建收入，以保证公司收入水平的稳定增长，公司代建业务毛利率较为稳定。近年来，公司租赁业务收入规模较小，此外，公司持有物业在 2016 年和 2017 年开展修缮工作，因而 2016 和 2017 年一季度租赁业务成本大幅上升，租赁业务毛利率大幅下降；污水业务方面，公司污水收入较小，同时，公司按照 2015 年污水处理量确认 2016 年污水处理收入，2016 年新增污水处理厂使得当年成本支出增加较多，收入和成本确认期间的不匹配使得 2016 年污水业务毛利率为负。总体来看，公司目前仍主要依赖代建收入，收入来源较单一，受政策影响较大，对双福新区财政实力的依赖度较高，易受双福新区财政情况变化影响。

表 7: 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业总收入构成 (亿元、%)

项目名称	2014		2015		2016		2017.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	14.56	9.09	17.03	9.10	24.31	9.09	3.66	9.23
租赁收入	0.16	92.56	0.16	89.25	0.11	11.90	0.005	-425.84
污水收入	0.04	82.11	0.04	57.52	0.09	-2.07	0.002	-447.41
合计/综合	14.77	10.24	17.23	9.92	24.51	9.06	3.67	8.48

注: 受数据四舍五入影响, 收入明细加总数和合计数有少许偏差。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2014~2016 年, 公司三费合计分别为 0.37 亿元、0.48 亿元和 0.45 亿元, 规模较小且相对稳定。由于公司利息支出大部分予以资本化, 计入财务费用部分相对较少, 期间费用主要来源于管理费用。从三费收入占比来看, 随着公司收入规模的增长, 公司的三费收入占比逐年递减, 2014~2016 年分别为 2.54%、2.76%和 1.82%, 公司费用控制能力较强。

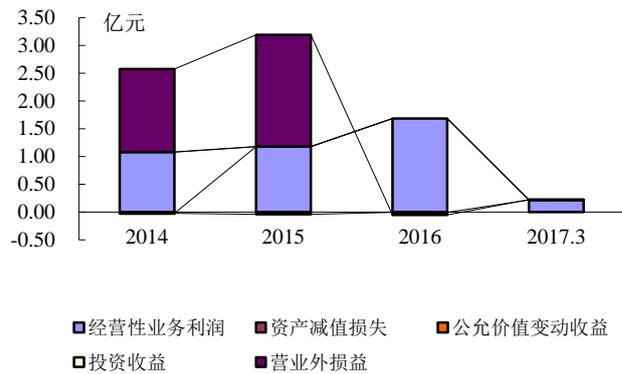
表 8: 2014 年~2017 年 3 月公司期间费用

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~3
销售费用 (亿元)	0.002	-	-	-
管理费用 (亿元)	0.42	0.42	0.39	0.10
财务费用 (亿元)	-0.04	0.06	0.05	-0.01
三费合计 (亿元)	0.37	0.48	0.45	0.09
营业总收入 (亿元)	14.77	17.23	24.51	3.67
三费收入占比 (%)	2.54	2.76	1.82	2.48

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月, 公司分别实现利润总额 2.55 亿元、3.15 亿元、1.63 亿元和 0.22 亿元, 其中, 经营性业务利润分别为 1.08 亿元、1.18 亿元、1.68 亿元和 0.22 亿元, 2016 年公司完工项目的大幅增加以及较低的三费支出金额, 使得公司利润总额有所增加。随着公司业务规模的扩大, 公司经营性业务盈利能力不断增强, 2014 和 2015 年, 营业外损益是公司利润的主要来源, 但 2016 年, 考虑到公司代建业务完成较好, 因此尚未对公司进行财政补助, 2016 年, 经营性业务利润成为公司利润的主要来源。2014 和 2015 年, 公司营业外收入分别为 1.50 亿元和 2.02 亿元。

图 5: 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 基础设施代建收入是公司收入最重要的来源, 2016 年, 代建收入的大幅增加使得公司提供的政府资金支持有所下降, 公司利润总额主要来自于经营性业务利润。

现金流

2014~2016 年, 公司经营活动净现金流分别为 -1.29 亿元、-6.46 亿元和 -6.83 亿元。收现比 (销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入) 分别为 0.06 倍、0.43 倍和 0.23 倍, 收现能力较弱。公司承担的园区开发和基建项目较多, 因此公司经营活动现金流持续净流出。2014 年双福新区管委会项目回购速度有所放缓, 公司销售商品、提供劳务收到的现金降至 0.87 亿元, 2015 年由于回购速度加快又大幅上升至 7.47 亿元; 收到其他与经营活动有关的现金主要为管委会拨入的除代建业务收入以外的往来款项、收到的包含子公司在内的其他单位的往来款项、收到的专项应付款等, 2014 年公司收到和支出其他与经营活动有关的现金分别为 32.42 亿元和 21.74 亿元, 经营活动净现金流缺口减小; 2015 年和 2016 年, 由于会计师事务所核算口径不同, 对于往来款的流入和流出按照实际发生额或净额

进行编制，导致现金流入和流出规模变动较大，但经营活动现金净流入较各年变动不大。

公司投资活动较少，2014~2016年，投资活动净现金流分别是-0.003亿元、-0.004亿元和-0.0102亿元。公司经营活动和投资活动的现金流缺口主要依靠筹资活动弥补，2014~2016年，公司的筹资活动净现金流分别为2.39亿元、4.95亿元和8.65亿元，近年来，公司主要通过间接融资方式获取资金，2017年以来，公司主要通过直接融资方式筹集所需资金。

从整体现金流的情况来看，近几年由于项目建设所需工程款及保证金的增加，公司经营活动存在一定资金缺口，但同时公司较好的融资渠道保证了经营所需的现金流开支，筹资活动净现金流同步变化起到重要支撑作用。

偿债能力

偿债指标方面，随着双福新区建设的不断推进，公司资金需求较大，近年来债务规模不断增加，主要系长期债务的增加。2014~2016年及2017年3月末，公司总债务分别为29.09亿元、31.79亿元、48.73亿元和58.05亿元，其中，长期债务分别为24.98亿元、23.01亿元、41.23亿元和53.14亿元。2016年，政府补助减少使得公司利润总额以及EBITDA大幅下降，EBITDA不能完全覆盖利息支出，EBITDA利息保障倍数为0.50倍。由于公司建设支出较大，项目资金收回存在一定期限，因而，近年来经营性活动净现金流持续为负，不能覆盖债务本金和利息。

表 9：2014 年~2017 年 3 月末公司偿债能力

项目名称	2014	2015	2016	2017.3
短期债务（亿元）	4.12	8.79	7.50	4.91
长期债务（亿元）	24.98	23.01	41.23	53.14
总债务（亿元）	29.09	31.79	48.73	58.05
总债务/EBITDA (X)	11.00	9.53	26.62	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.04	-0.20	-0.14	-0.29
EBITDA（亿元）	2.64	3.33	1.83	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.56	1.20	0.50	-
经营净现金流利息保障系数 (X)	-0.76	-2.32	-1.88	-
总资本化比率 (%)	30.02	29.80	39.09	43.27
资产负债率 (%)	36.79	33.75	45.79	48.75

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

截至 2014 年末，公司纳入地方政府一类债务总额¹为 6.185 亿元，2015 年和 2016 年分别置换了 1.1172 亿元和 1.5328 亿元，截至 2017 年 3 月末，公司纳入地方政府一类债务余额为 3.535 亿元。

到期债务方面，公司未来三年均面临较大的偿债压力，尤其是 2019 年，中诚信证评将持续关注公司偿债资金安排及到账情况。

表 10：公司未来债务到期金额（亿元）

到期年份	2017.4~12	2018	2019	2020
到期金额	11.66	10.57	20.38	2.60

注：根据公司反馈资料，由于公司统计口径原因，短期债务金额和 2017 年 4~12 月到期债务金额有所差异。

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，公司为重庆市江津区珞璜开发建设有限公司、重庆市江津区滨江新城开发有限公司及重庆四面山旅游投资有限公司等提供担保金额合计为 27.09 亿元，占净资产比重为 35.60%。由于被担保人主要为江津区的国有企业，公司担保风险较小。

表 11：截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保金额	担保类型
重庆市江津区珞璜开发建设有限公司	11.475	信用担保
重庆市江津区滨江新城开发有限公司	10.015	信用担保
重庆四面山旅游投资有限公司	2.00	信用担保
两江融资租赁有限公司	1.30	信用担保
两江融资租赁有限公司	1.30	抵押物担保
重庆市江津区土地房屋征收储备中心	1.00	抵押物担保
合计	27.09	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2017 年 3 月末，公司有账面价值为 39.97 亿元的资产受限，其中包括计入存货的土地资产 29.18 亿元、投资性房地产 3.05 亿元和货币资金 7.74 亿元，占总资产比重为 26.92%。

银行授信方面，截至 2017 年 3 月末，公司获得的授信总额为 31.80 亿元，尚未使用授信额度为 2.52 亿元。由于公司未来主要通过直接融资方式获取所需资金，因而银行授信额度不高。

¹ 2015 年地方财政并未针对地方债务进行重新甄别、认定，因此仅提供到 2014 年。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 6 月 12 日，公司无逾期未偿还借款本金和利息等信贷违约记录。但存在三笔已结清欠息记录，根据公司提供资料，2012 年 3 月 21 日、2012 年 6 月 21 日和 2014 年 12 月 21 日三笔欠息主要系公司工作人员疏忽，未能及时存入足够利息至相关银行贷款专户，公司在接收到银行工作人员提醒后，及时将不足扣划利息部分足额转入并已结清利息。

担保实力

本期债券由重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“江津华信”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

江津华信成立于 2003 年 6 月，系重庆市江津区国有资产监督管理局（以下简称“江津区国资局”）出资组建的国有独资公司。2011 年 4 月，根据重庆市江津区人民政府办公室《关于江津区国有资产监督管理局职能职责划归区财政局管理的情况说明》，江津区国资局所有职能职责，全部划归江津区财政局。原江津区国资局代表政府履行出资人的职责设立的国有独资企业，所涉及的股权变更事宜全部交由江津区财政局履行，江津华信股东变更为重庆市江津区财政局（以下简称“江津区财政局”）。截至 2017 年 3 月末，江津华信注册资本为 10.34 亿元，江津区财政局持股比例为 100%，实际控制人为江津区财政局。

江津华信经营范围：城市基础设施及社会事业投资与管理，土地整治开发和经营管理，园区基础设施建设投资，在授权范围内开展国有资产多种形式经营，开展对外投资融资业务；防洪堤工程建设管理；水资源和农村水网开发；水资源项目投资与管理；农村污水及垃圾处理。

截至 2016 末，江津华信总资产为 400.25 亿元，所有者权益合计为 195.61 亿元，资产负债率为 51.13%。2016 年，江津华信实现营业总收入 15.03 亿元，净利润为 4.28 亿元，经营活动净现金流为 -3.25 亿元。

江津区内设立了由双福工业园、德感工业园、

珞璜工业园、白沙职教工业园组成的工业园区，工业园区的发展很大程度上促进了江津区经济财政实力的稳步提升。截至 2017 年 3 月末，公司共有 5 家二级子公司，分别为重庆市德感工业园区建设有限公司、重庆市江津区几江防洪堤工程建设有限公司、重庆白沙建设有限公司、重庆市江津区渝庆现代农业投资有限公司和重庆市江津区骏达建设有限责任公司。目前园区开发和基础设施建设是以各个子公司为项目业主来进行的，根据园区定位和开发程度不同，每个园区项目建设任务量有所不同。园区基础设施建设主要通过土地整治收益和区政府对园区的税收返还来实现资金平衡。2016 年，江津华信营业总收入为 15.03 亿元，主要为土地整理收入和项目代建收入，2016 年分别为 4.90 亿元和 9.63 亿元。

中诚信证评认为，2016 年，江津区的经济和财政实力大幅增强，江津华信在江津区具有重要的地位，政府支持力度较大，江津华信资本实力持续增强，上述因素对江津华信的发展起到了很好的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到江津华信未来资本支出压力较大、受限资产规模较大以及未来三年偿债压力较大等对江津华信未来经营以及整体信用状况的影响。综上，中诚信证评评定重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

综上，中诚信证评认为江津华信拥有较强的综合财务实力，能够为本期债务的偿还提供很有力的保障。

评级展望

中诚信证评肯定了江津区经济财政实力大幅增强、双福新区招商引资有序推进以及公司营业总收入逐年递增等因素对公司发展起到了良好的支撑。同时，中诚信证评也关注到公司收现能力较弱且政府补助具有一定的不稳定性、未来面临一定的资本支出压力及债务规模快速增长且面临债务集中偿还压力等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。此外，中诚信证评还充分考虑了江津华信提供的无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息偿还的保障作用。

综上，中诚信证评认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

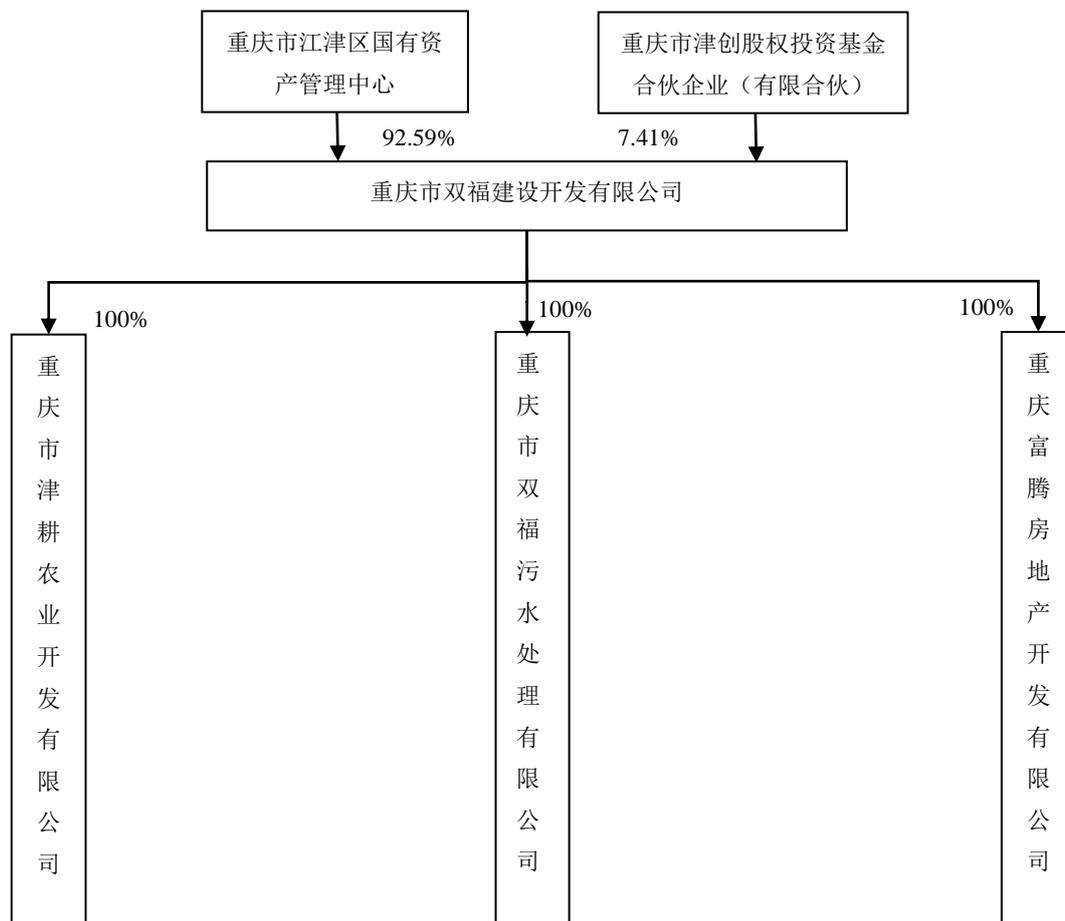
中诚信证评评定重庆市双福建设开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2017 年重庆市双福建设开发有限公司公司债券”债项信用等级为 **AA⁺**。

关于2017年重庆市双福建设开发有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

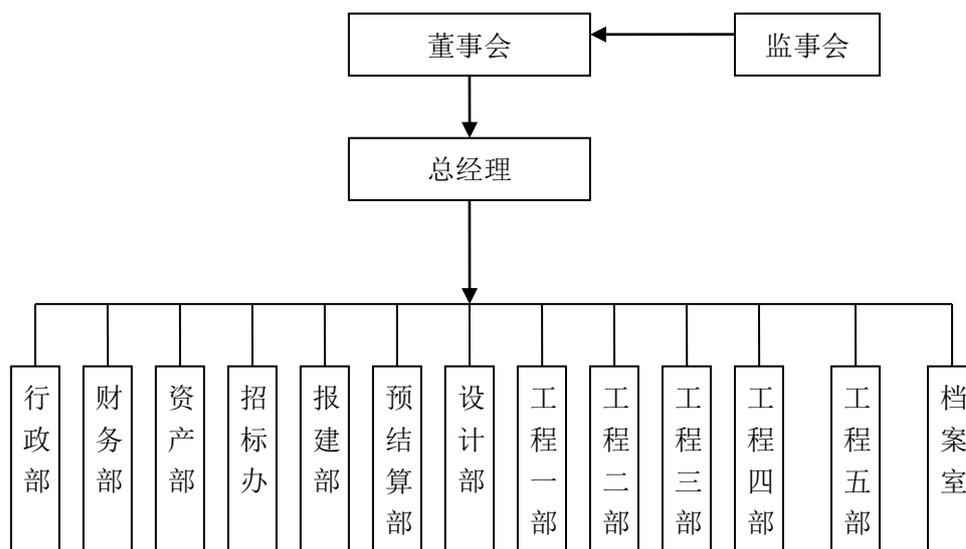
附一：重庆市双福建设开发有限公司股权结构图（截至 2017 年 6 月末）



注：公司 2017 年 5 月 25 日发布《关于重庆市双福建设开发有限公司股东变更的公告》，公告称公司股东由重庆市江津区双福工业园管理委员会变更为重庆市江津区国有资产管理中心，公司已于 2016 年 5 月 26 日完成工商变更；根据《关于同意重庆市津创股权投资基金合伙企业（有限合伙）向重庆市双福建设开发有限公司投资 8000 万元的复函》（津财基金〔2017〕2 号），重庆市江津区财政局同意重庆市津创股权投资基金合伙企业（有限合伙）向重庆市双福建设开发有限公司投资 8,000 万元，其中：新增注册资本金 4,000 万元，新增资本公积 4,000 万元。增资后，重庆市双福建设开发有限公司注册资本金由增资前的 50,000 万元增加至 54,000 万元，公司已于 2017 年 6 月 20 日完成工商变更。

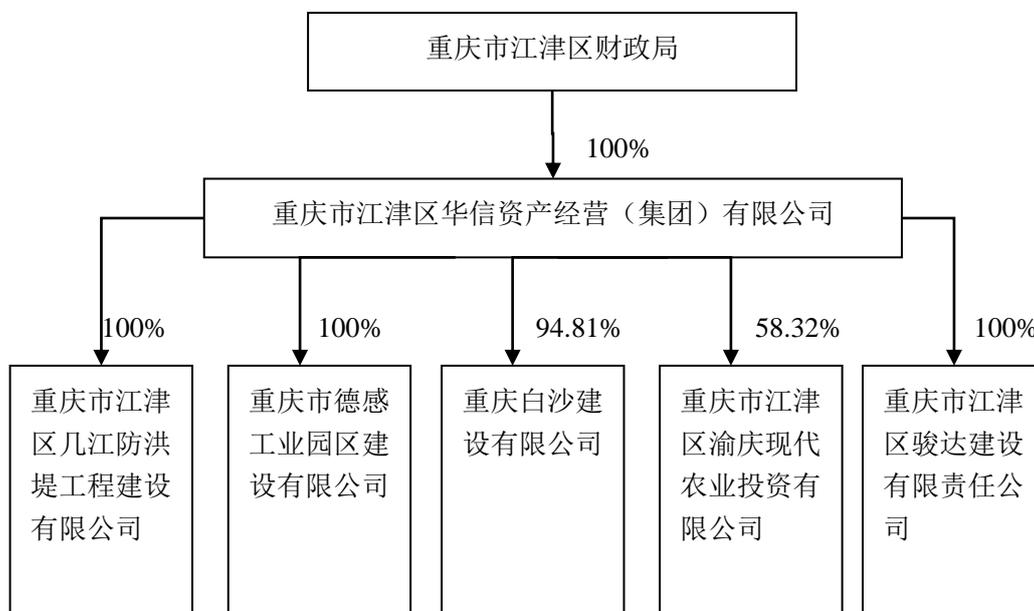
资料来源：公司提供

附二：重庆市双福建设开发有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



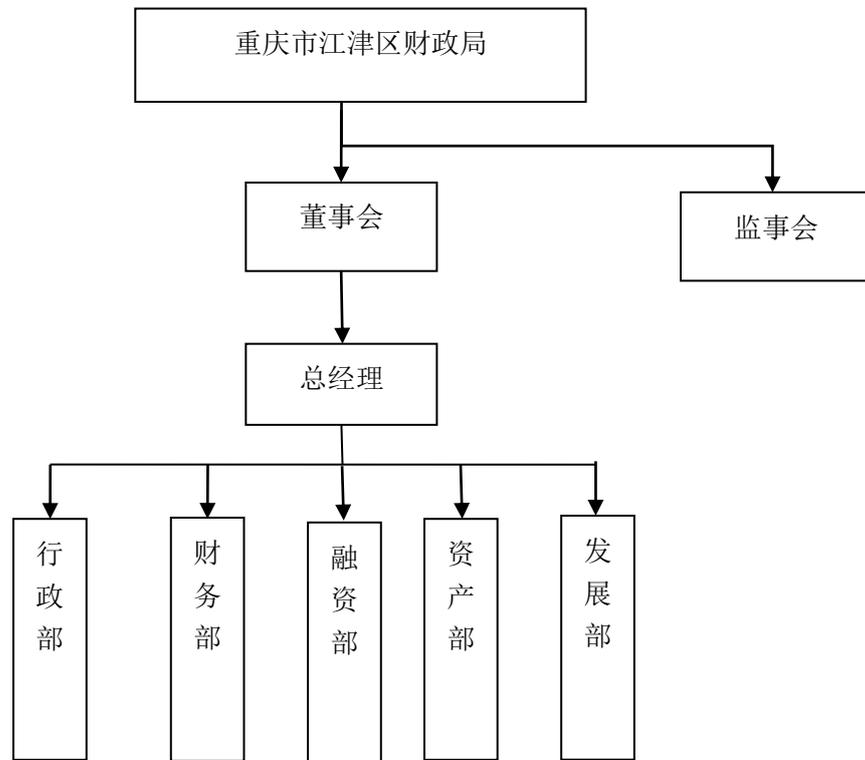
资料来源：公司提供

附三：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附四：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附五：重庆市双福建设开发有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	40,564.63	68,973.16	100,192.00	131,537.33
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	142,807.44	204,545.12	401,375.88	444,389.49
其他应收款	129,527.04	103,538.28	58,794.99	68,178.03
存货净额	579,735.01	616,575.92	629,890.72	630,416.72
可供出售金融资产	6,745.00	6,745.00	6,785.00	6,785.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	45,279.45	814.14	7,210.66	6,982.53
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.78	2.94	5.47	5.47
总资产	1,072,834.47	1,130,710.54	1,400,276.16	1,484,812.55
其他应付款	60,747.92	27,530.28	68,052.80	65,558.71
短期债务	41,160.95	87,868.95	74,950.75	49,067.32
长期债务	249,768.21	230,080.98	412,340.13	531,409.16
总债务	290,929.16	317,949.94	487,290.88	580,476.48
净债务	250,364.53	248,976.78	387,098.89	448,939.15
总负债	394,658.62	381,566.50	641,137.85	723,919.47
财务性利息支出	0.00	725.04	725.07	7,670.85
资本化利息支出	16,907.24	27,159.72	35,563.19	0.00
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	678,175.85	749,144.04	759,138.31	760,893.08
营业总收入	147,677.12	172,289.47	245,146.75	36,676.41
三费前利润	14,568.16	16,512.86	21,292.40	3,109.34
营业利润	10,610.27	11,370.71	16,796.73	2,139.72
投资收益	-0.62	0.00	0.00	0.00
营业外收入	15,017.71	20,206.01	28.09	20.30
净利润	21,561.29	26,784.18	13,719.27	1,754.77
EBIT	25,496.98	32,221.32	17,042.08	9,825.55
EBITDA	26,443.35	33,347.08	18,307.53	-
销售商品、提供劳务收到的现金	8,675.84	74,691.79	57,256.80	12,225.00
收到其他与经营活动有关的现金	324,185.41	110,469.82	209,382.04	1,663.15
购买商品、接受劳务支付的现金	122,373.53	151,298.69	117,980.06	40,733.31
支付其他与经营活动有关的现金	217,378.27	88,025.52	184,841.98	14,807.92
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	29.81	37.44	62.41	2.61
经营活动产生现金净流量	-12,913.57	-64,637.05	-68,261.51	-42,020.94
投资活动产生现金净流量	-29.25	-37.44	-102.41	-2.61
筹资活动产生现金净流量	23,944.94	49,546.73	86,512.76	66,468.89

财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率 (%)	10.24	9.92	9.06	8.48
三费收入比 (%)	2.54	2.76	1.82	2.48
总资产收益率 (%)	2.48	2.92	1.35	-
流动比率 (X)	6.56	6.93	5.38	6.86
速动比率 (X)	2.56	2.69	2.55	3.49
资产负债率 (%)	36.79	33.75	45.79	48.75
总资本化比率 (%)	30.02	29.80	39.09	43.27
长短期债务比 (X)	0.16	0.38	0.18	0.09
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.04	-0.20	-0.14	-
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.31	-0.74	-0.91	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.76	-2.32	-1.88	-5.48
总债务/EBITDA (X)	11.00	9.53	26.62	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.64	0.38	0.24	-
货币资金/短期债务 (X)	0.99	0.78	1.34	2.68
EBITDA 利息倍数 (X)	1.56	1.20	0.50	-

注：1、中诚信证评将2014~2016年及2017年3月末“长期应付款”科目中带息负债金额调整至“长期借款”科目；2、中诚信证评将2014~2016年及2017年3月末“其他应付款”科目中带息负债金额调整至“短期借款”和“长期借款”科目；3、公司各期财务报告按照新会计准则编制；4、公司未提供2017年一季度现金流量表附注及资本化利息支出，故相关指标无效。

附六：重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	171,609.51	373,693.91	568,227.89	387,931.37
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	205,704.72	256,383.22	345,608.60	345,608.60
其他应收款	548,698.22	448,489.41	481,343.57	523,712.84
存货净额	1,266,991.29	1,689,470.55	2,131,260.36	2,154,327.25
可供出售金融资产	502.73	502.73	502.73	502.73
长期股权投资	6,476.06	7,160.14	7,255.80	7,255.80
固定资产	112,863.28	111,074.79	102,000.29	102,000.29
在建工程	89,475.04	243,185.18	333,372.89	351,478.67
无形资产	26,334.28	25,553.35	19,908.76	19,908.76
总资产	2,431,261.76	3,165,938.71	4,002,483.21	3,905,728.64
其他应付款	95,719.58	91,492.66	48,449.74	86,653.32
短期债务	222,860.50	388,290.34	525,189.77	299,532.57
长期债务	716,992.61	934,759.56	1,291,255.97	1,369,965.83
总债务	939,853.11	1,323,049.90	1,816,445.74	1,669,498.40
净债务	768,243.60	949,355.99	1,248,217.85	1,281,567.03
总负债	1,137,746.15	1,550,192.28	2,046,389.99	1,942,208.41
财务性利息支出	445.44	456.07	952.83	162.44
资本化利息支出	28,384.63	54,326.53	77,176.62	8,144.49
实收资本	103,400.00	103,400.00	103,400.00	103,400.00
少数股东权益	0.00	4,000.00	4,667.49	4,667.49
所有者权益合计	1,293,515.61	1,615,746.43	1,956,093.22	1,963,520.22
营业总收入	145,579.52	167,831.90	150,343.32	33,853.74
三费前利润	46,081.15	58,118.03	36,689.58	8,311.66
营业利润	36,956.95	48,532.50	25,553.59	7,627.00
投资收益	85.92	523.42	520.98	0.00
营业外收入	6,680.35	1,400.26	25,994.60	0.00
净利润	36,161.97	41,935.10	42,800.76	7,627.00
EBIT	44,073.25	49,936.73	51,649.25	7,789.44
EBITDA	49,293.38	54,041.39	55,625.58	-
销售商品、提供劳务收到的现金	715.94	116,986.40	64,311.48	17,351.47
收到其他与经营活动有关的现金	205,204.04	198,266.14	312,031.23	229,147.96
购买商品、接受劳务支付的现金	110,716.15	188,445.01	224,206.83	41,172.68
支付其他与经营活动有关的现金	31,809.57	63,190.21	182,841.33	136,187.96
吸收投资收到的现金	1,730.10	6,241.49	1,335.41	0.00
资本支出	37,701.65	86,162.32	66,027.58	0.00
经营活动产生现金净流量	62,586.52	62,058.08	-32,537.50	62,826.88
投资活动产生现金净流量	-38,887.30	-75,858.54	-287,005.89	0.00
筹资活动产生现金净流量	27,895.72	130,422.16	470,654.35	-56,003.68

财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率 (%)	31.87	34.94	25.04	24.55
三费收入比 (%)	6.15	5.52	6.92	2.02
总资产收益率 (%)	1.94	1.78	1.44	-
流动比率 (X)	5.36	4.86	5.21	6.92
速动比率 (X)	2.27	1.91	2.07	2.57
资产负债率 (%)	46.80	48.96	51.13	49.73
总资本化比率 (%)	42.08	45.02	48.15	45.95
长短期债务比 (X)	0.31	0.42	0.41	0.22
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.07	0.05	-0.02	-
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.28	0.16	-0.06	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.17	1.13	-0.42	7.56
总债务/EBITDA (X)	19.07	24.48	32.65	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.22	0.14	0.11	-
货币资金/短期债务 (X)	0.77	0.96	1.08	1.30
EBITDA 利息倍数 (X)	1.71	0.99	0.71	-

注：1、公司 2014~2016 年财务报告和 2017 年一季度财务报表均依据新会计准则编制；2、在计算总债务时，中诚信证评分别将 2014 年~2017 年 3 月末“其他应付款”科目中带息负债金额调整至“短期借款”和“交易性金融负债”科目，分别将 2014 年~2017 年 3 月末“长期应付款”科目中带息负债金额调整至“长期借款”科目；3、由江津区财政局承担的利息支出计入“其他应收款”科目，对公司支付但是实际由重庆市江津区滨江新城建设开发有限公司及重庆市双福建设开发有限公司等公司承担的利息支出直接充抵公司财务费用。

附七：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附八：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。