

2019 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司

双创孵化专项债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010056】

评级对象: 2019年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司双创孵化专项债券

主体信用等级: AAA级

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA级

评级时间: 2019年1月18日

计划发行: 不超过45亿元

本期发行: 不超过16亿元

发行目的: 项目建设、补充营运资金

每年付息一次,在债券存续期的第3、4、5

存续期限: 5年

偿还方式: 年末,分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	37.64	36.41	38.58	23.62
刚性债务	642.72	680.04	559.66	540.28
所有者权益	761.58	863.44	1039.23	1051.64
经营性现金净流入量	86.32	2.02	52.95	36.36
发行人合并数据及指标:				
总资产	1583.54	1693.52	1782.98	1774.97
总负债	780.77	794.37	732.72	712.01
刚性债务	654.86	685.67	600.52	585.81
所有者权益	802.77	899.15	1050.26	1062.96
营业收入	48.63	48.29	82.16	1.30
净利润	11.17	6.61	13.52	2.38
经营性现金净流入量	-77.09	-100.28	-33.75	15.19
EBITDA	14.05	9.79	19.09	2.48
资产负债率[%]	49.31	46.91	41.10	40.11
长短期债务比[%]	277.98	306.15	215.43	185.10
权益资本与刚性债务比率[%]	122.59	131.13	174.89	181.45
流动比率[%]	372.36	455.40	398.48	365.34
现金比率[%]	29.17	29.42	22.91	17.82
利息保障倍数[倍]	0.39	0.28	0.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.40	0.29	0.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.03	—

注:发行人数据根据两江开投经审计的2015-2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

莫燕华 myh@shxsj.com

肖婕如 xjr@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **政策及政府支持。**两江新区是国务院批准的第三个国家级开发开放新区,享有国家西部大开发新十年的各项政策、内陆保税港区、税收返还等优惠政策。两江开投作为两江新区工业开发的主要开发投资主体,能够得到国家和地方政府在政策、资金等方面的大力支持。
- **经济和产业优势。**重庆市工业基础较好,近年来经济持续增长。两江新区聚集了重庆市主导产业,产业发展环境较好。重庆市及两江新区较强的经济实力和较好的发展环境可为两江开投业务运营提供良好的外部条件。
- **土地储备较多。**两江开投土地储备丰富,且均位于两江新区范围内,随着两江新区招商引资环境和经济社会环境的快速优化,公司土地资产增值潜力较大,可为其业务发展和债务的偿还提供重要支撑。
- **融资渠道畅通。**两江开投货币资金较充足,融资能力较强,融资渠道丰富,可为其债务的偿付提供一定保障。

主要风险:

- **外部经济波动影响。**两江开投土地开发及基础设施建设前期投入较多,因而重庆市经济增速的波动以及两江新区招商引资情况将对公司的发展和资金平衡造成一定影响。
- **较重的债务负担。**两江开投从事的基础设施建设及土地开发等业务资金需求量大,公司对外部融资的依赖度高,目前已累积了较重的债务负担,并面临一定的集中偿付压力。

- 土地市场波动。两江开投土地资产占比较大，其资产价值及变现能力易受土地市场波动影响。
- 资本性支出压力。两江开投近年来处于集中建设期，资本支出需求较大且投入集中，面临较大的资本性支出压力。

➤ 未来展望

通过对两江开投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司

双创孵化专项债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

根据《重庆市人民政府关于成立重庆两江新区开发投资集团有限公司的批复》（渝府[2010]59号），重庆两江新区开发投资集团有限公司（简称“两江开投”、“该公司”或“公司”）于2010年6月20日成立，初始注册资本金100亿元，全部由重庆市人民政府出资，授权重庆市人民政府的派出机构——重庆两江新区管理委员会（简称“两江新区管委会”）实施监督管理；公司工商登记的出资人为两江新区管委会，两江新区管委会履行出资人职责，并持有公司100%的股权。经过重庆市人民政府多次增资，截至2015年2月9日，公司100亿元注册资本金已全部到位。同年，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）与两江新区管委会及公司签订投资合同，由国开基金对公司投资3000万元，用于重庆两江新区工业开发区（简称“两江新区”）污水管网综合工程建设，其中420万元作为对公司的出资，2580万元作为资本溢价，项目投资期限20年，投资期限内平均年化投资收益率最高不超过1.20%；项目建设期满后由两江新区管委会对股权进行回购。截至2018年3月末，公司实收资本为100.04亿元，两江新区管委会持有公司99.96%的股权，两江新区管委会为重庆市人民政府的派出机构，重庆市人民政府系公司实际控制人。

该公司主要职能是按照两江新区经济和社会发展规划，对两江新区范围内的重大基础设施建设、区域土地开发、房地产开发和现代产业体系构建进行投资、建设管理和资本运作。两江新区规划总面积1200平方公里，其中可建设用地550平方公里，可建设用地中新开发用地为400平方公里。目前，公司具体承担两江新区管委会直管的两江工业开发区建设任务，直接开发的工业园区面积为238平方公里。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟申请发行不超过45亿元的企业债券（如图表1所示），本期债券为5年期固定利率债券，同时设置本金提前偿付条款，债券存续期内的第3、4、5年末，分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金。本

期债券募集资金 16.00 亿元，其中 9.60 亿元用于重庆两江新区工业开发区创新创业孵化园、重庆两江创业创新城、两江国际新能源汽车创新创业孵化园、水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目一期的项目建设，6.40 亿元用于补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司双创孵化专项债券
总发行规模:	不超过 45 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 16 亿元人民币
本期债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率债券，单利按年计息，不计复利。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，设置本金提前偿还条款，债券存续期内的第 3、4、5 年末，分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。
增级安排:	无

资料来源：两江开投

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

本期债券募集资金 16.00 亿元，其中 9.60 亿元用于重庆两江新区工业开发区创新创业孵化园、重庆两江创业创新城、两江国际新能源汽车创新创业孵化园、水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目一期的项目建设。具体用途及金额如下表所示：

图表 2. 本期债券募投项目情况（单位：亿元，%）

募集资金用途	投资规模	拟使用募集资金金额	募集资金占投资规模比例
重庆两江新区工业开发区创新创业孵化园项目	36.20	8.20	22.65
两江国际新能源汽车创新创业孵化园	8.83	1.00	11.33
水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目一期	3.85	0.40	10.39
合计	48.88	9.60	16.94

资料来源：两江开投

a. 重庆两江新区工业开发区创新创业孵化园

重庆两江新区工业开发区创新创业孵化园内规划有研发创新基地、创意创业基地、科研成果转化平台、众创空间示范平台及公共停车位等，项目总占地面积约 665 亩，总建筑面积 803,674 平方米；地上建筑面积 597,525 平方米，地下建筑面积 206,150 平方米。项目建设期 1 年，项目总投资 36.20 亿元，拟使用债券资金 8.20 亿元。预计于 2019 年上半年开工，截至 2018 年末，已投资约 5.38 亿元，投资完成率为 14.86%，主要是土地成本及前期投入，暂未开始工程施工。

b. 两江国际新能源汽车创新创业孵化园

两江国际新能源汽车创新创业孵化园项目主要建设科研成果转化平台即建设定制厂房，以及车库及设备用房。总占地面积约 80,017 平方米（约 120

亩)，总建筑面积 138,628 平方米，其中，定制厂房（含新能源汽车试验测试能力平台、车联网云端数据平台）面积 118,651 平方米，车库及设备用房 19,932 平方米，门卫 45 平方米。项目建设期 3 年，项目总投资 8.83 亿元，拟使用债券资金 1.00 亿元。于 2016 年 6 月开工，截至 2018 年末，募投项目累计投资额为 1.85 亿元，投资完成率为 20.95%。

c. 水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目一期

水土 8.5 代玻璃基板生产厂房项目一期项目总用地面积为 99,903 平方米（150 亩），总建筑面积为 30,045 平方米。其中，科研成果转化平台（生产厂房）29,998 平方米，配套用房 47 平方米。项目一期建设期 2 年，项目总投资 3.85 亿元，拟使用债券资金 0.40 亿元。于 2016 年 6 月开工，截至 2018 年末，募投项目累计投资额为 3.42 亿元，投资完成率为 88.83%。

B. 补充营运资金

本期债券募集资金剩余 6.40 亿元用于补充该公司营运资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的

联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”

并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市

政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年前三季度，防范化解地方政府债务风险的监管定调一以贯之，监管力度进一步加大，城投企业融资环境趋紧。但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），

对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；明确提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

重庆市是我国长江上游地区的经济中心、金融中心和创新中心，也是我国实施西部大开发的重要战略支点及“一带一路”和长江经济带的联结点，区位优势 and 战略地位突出。

重庆市位于我国内陆西南部，是长江上游地区的经济中心、金融中心和创新中心，是我国实施西部大开发的重要战略支点及“一带一路”和长江经济带的联结点，也是西部地区集水陆空运输方式为一体的交通枢纽。重庆市人口众多，交通体系完善，能源保障程度较高，自然资源丰富。截至2017年末，重庆市常住人口3075.16万人，比上年末增加26.73万人，下辖渝北区等38个区县。

近年来，重庆市抓住中央直辖、三峡工程建设和西部大开发三大历史性机遇，经济持续增长，综合实力不断增强，主要经济指标在西部12个省区中均位居前列。2017年，重庆市地区生产总值达到19500.27亿元，同比增长9.3%，增速高于全国平均水平2.4个百分点。其中，第一产业增加值1339.62亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值8596.61亿元，同比增长9.5%；第三产业增加值9564.04亿元，同比增长9.9%。三次产业结构比由2016年的7.4：44.2：48.4调整为2017年的6.9：44.1：49.0，第三产业比重持续上升。按常住人口

计算，2017年重庆市人均GDP为63689元，同比增长8.3%，是全国人均GDP的1.07倍。

图表 3. 2015-2017年重庆市主要经济指标及增速(单位：%)

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值(亿元)	15719.72	11.00	17558.76	10.70	19500.27	9.30
工业增加值(亿元)	5557.52	10.50	6040.53	10.20	6587.08	9.40
全社会固定资产投资(亿元)	15480.33	17.10	17361.12	12.10	17440.57	9.50
社会消费品零售总额(亿元)	6424.02	12.50	7271.35	13.20	8067.67	11.00
进出口总额(亿元)	4615.49	-21.30	4140.39	-10.30	4508.25	8.90
城镇常住居民人均可支配收入(万元)	2.72	8.30	2.96	8.70	3.22	8.70
农村常住居民人均可支配收入(万元)	1.05	10.70	1.15	9.90	1.26	9.40

资料来源：2015-2017年重庆市国民经济和社会发展统计公报

重庆市作为中国老工业基地之一，工业基础较好，支柱产业包括汽车摩托车、化工医药、建筑建材、电子信息和装备制造五大产业。同时，重庆市正加快发展以信息工程、生物工程、环保工程为代表的高新技术产业。重庆市是全球最大的笔记本电脑生产基地，产量约占全球的40%，同时也是全国最大的汽车和摩托车生产基地。近几年，重庆市坚持全产业链垂直整合的产业集群发展之路，“双轮驱动、多点支撑”的产业体系推进工业稳定增长。2017年重庆市实现工业增加值6587.08亿元，同比增长9.4%，占全市地区生产总值的33.8%。在规模以上工业中，汽车制造业同比增长6.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长4.7%，电气机械和器材制造业同比增长8.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长33.2%，工业战略性新兴产业增加值同比增长25.7%，高技术产业增加值同比增长24.9%。2017年以来重庆市支柱产业保持了良好的发展态势。

固定资产投资方面，重庆市加快主城十大商务集聚区建设，不断完善物流配送体系，推进西部现代物流园、江北国际机场航空物流园等项目建设，2017年重庆市完成固定资产投资17440.57亿元，同比增长9.5%。其中，基础设施建设投资5659.12亿元，同比增长15.8%，占全市固定资产投资的32.4%；民间投资9522.88亿元，同比增长13.5%，占全市固定资产投资的比重为54.6%。

2017年重庆市全年实现社会消费品零售总额8067.67亿元，比上年增长11.0%，扣除价格因素，实际增长10.1%。2017年进出口总额4508.25亿元，同比增长8.9%。

2017年重庆市住宅市场回暖明显，商业用房市场继续疲软。2017年重庆市房地产开发投资3980.08亿元，同比增长6.8%。其中，住宅投资2632.88亿元，同比增长13.5%；办公楼投资157.28亿元，同比下降5.3%；商业营业用房投资671.80亿元，同比下降4.6%。2017年重庆市商品房¹新开工面积5680.04

¹ 商品房包括住宅、办公楼及商业营业用地。

万平方米，同比增长 16.5%，其中住宅新开工面积 3759.63 万平方米，同比增长 25.4%；商品房销售面积 6711.00 万平方米，同比增长 7.3 %，其中住宅销售面积 5452.65 万平方米，同比增长 6.8%。2017 年重庆市商品房销售额 4557.85 亿元，同比增长 32.8%，创近五年新高，其中住宅销售额 3601.56 亿元，同比增长 36.6%。

图表 4. 2015-2017 年重庆市商品房建设、销售情况（单位：万平方米，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积	28985.67	1.30	27363.39	-5.60	25960.99	-5.10
商品房竣工面积	4630.29	24.50	4421.30	-4.50	5055.73	14.3
商品房销售面积	5381.37	5.50	6257.15	16.30	6711.00	7.3

资料来源：2015-2017 年重庆市国民经济和社会发展统计公报

土地出让方面，在经历 2016 年一年从紧的土地供应后，重庆市土地交易在 2017 年明显回升。2017 年重庆市主城区成交土地 127 宗，成交面积 18706 亩，同比增长 21.4%；土地成交价款共 1200.25 亿元，同比增长 69.29 %，平均溢价率 27.39%。成交土地楼面均价 4645.01 元/平方米，同比增长 47.55%。从各区域成交数据来看，2017 年重庆主城土地出让最多的区域仍为两江新区，2017 年两江新区共出让土地 5793 亩，约占出让总量的 31%。

两江新区位于重庆主城区，地理位置良好，可开发土地面积在重庆市占比较大，交通物流便捷。两江新区聚集了重庆市主导产业，产业基础良好，电子产业发展较快，经济发展对汽车制造的依赖度较高。

两江新区位于重庆主城区长江以北、嘉陵江以东，包括江北区、北碚区、渝北区 3 个行政区部分区域和北部新区、保税港区，总面积 1200 平方公里。该区交通物流便捷，拥有内陆最大的国际复合型机场——江北国际机场，长江上游最大的港口——果园港，西部最大的铁路枢纽——龙头寺火车站，中西部密度最大的高速路网以及中西部最大的信息港。两江新区创新的物流方式伴随新欧亚大陆桥和印度洋出海通道的打通，降低了物流交易成本，为两江新区汇聚生产要素，搭建快速结转平台，发挥长江黄金水道、江北国际航空港枢纽、内陆唯一保税港区影响力，以辐射中西部创造了优越的条件。

两江新区总面积 1200 平方公里，可建设面积 550 平方公里，占重庆市主城区可建设面积的 51.79%，占比较大。两江工业开发区开发用地 238 平方公里，主要包括两个区域：水土片区（高新技术产业园）60 平方公里、龙盛片区（万亿先进制造业基地：包括鱼复和龙兴两个园区）178 平方公里。两江新区聚集了重庆主导产业，包括汽车工业、电子信息、装备制造、仪器仪表、生物医药以及金融业、现代物流业等，经济发展对汽车制造的依赖度较高，汽车制造业工业产值约占两江新区工业总产值的一半左右，汽车制造业的增速波动或对两江新区的经济发展产生较大影响。

2017年，全区主要经济指标保持平稳增长，当年实现地区生产总值2532.57亿元，同比增长10.2%。其中，第一产业增加值19.29亿元，同比下降1.5%；第二产业增加值1228.04亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值1285.24亿元，同比增长14.1%，三次产业结构为0.8:48.5:50.7。2017年全区实现工业增加值1037.70亿元，同比增长6.3%；规模以上工业总产值5076.42亿元，同比增长3.8%。三大支柱产业走势分化，其中汽车产业完成产值2686.91亿元，同比下降0.6%；电子产业快速增长，当年完成产值1415.41亿元，同比增长35.1%；当年新区装备制造业负增长，完成产值346.52亿元，同比下降11.2%。

2017年全区投资稳定增长，完成固定资产投资2166.69亿元，同比增长12.4%。消费品市场持续向好，全区实现社会消费品零售总额1233.02亿元，同比增长9.2%。房地产销售方面，2017年全区商品房销售保持较快增速，商品房销售面积为1469.97万平方米，同比增长31.4%，实现商品房销售额5976.84亿元，同比增长16.7%。当年区域对外贸易也开始增长，当年全区累计实现进出口总额1652.13亿元，同比增长7.2%。

两江新区是国务院批准的第三个国家级开发开放新区，享有国家西部大开发新十年的各项政策、城乡统筹综合配套改革实验区政策及内陆保税港区等政策，并享有两江工业开发区市、区税收返还和资本金支持等优惠政策。

重庆地处长江上游经济带核心地区，是我国政府实行西部大开发的重点开发地区；两江新区是继上海浦东新区、天津滨海新区之后，国务院批准的中国第三个国家级开发开放新区，享有国家西部大开发新十年的各项政策、城乡统筹综合配套改革实验区政策、内陆保税港区及浦东新区、滨海新区先行先试等政策。根据国务院批复，中央赋予重庆两江新区五大功能定位：一是统筹城乡综合配套改革试验的先行区；二是内陆重要的先进制造业和现代服务业基地；三是长江上游地区的金融中心和创新中心；四是内陆地区对外开放的重要门户；五是科学发展的示范窗口。

2010年6月17日，中共重庆市委、重庆市政府印发《关于设立中共重庆两江新区工作委员会和重庆两江新区管理委员会的通知》（渝委发[2010]18号），决定设立中共重庆两江新区工作委员会（简称“两江新区党工委”），为重庆市委的派出机构；两江新区管委会为重庆市政府的派出机构。两江新区开发建设领导小组下设两江新区党工委负责统筹两江新区范围内规划布局、开发建设、统计、宣传及其综合协调等。根据市政府重庆两江新区开发建设领导小组第一次会议纪要，运行体制可概括为在重庆两江新区开发建设领导小组领导下的“1+3”和“3托1”模式。横向上“1+3”即重庆两江新区管委会会同北碚区、渝北区、江北区，协同实施开发，平行推进的管理体制；纵向上“3托1”，即重庆两江新区管委会直管两江新区工业开发区的开发，代管北部新区和重庆两路寸滩保税港区，形成3个片区共同拉动重庆两江新区开发模式。2016年2月，重庆市委、市政府发布《关于调整优化两江新区管理体制的决定》，撤销北部新区，北部新区工作委员会、管理委员会相关职能

职责划归两江新区工作委员会、重庆两江新区管理委员会，要求两江新区在全市推进五大功能区域发展战略之中发挥更大的作用，这对优化两江新区体制改革、加快两江新区的发展具有重要意义。

重庆市政府给予两江新区税收返还、资本金支持和两江新区发展专项资金等政策支持。根据《关于明确两江新区有关财税扶持政策的函》（渝预函[2011]13号文件）、市政府第二次和第三次会议纪要，重庆市政府规定将两江工业开发区2010-2020年实现的市、区两级税收返还给两江新区，用于两江工业开发区基础设施建设。该公司作为两江新区重要的土地开发及基础设施建设主体，能够获得政府在政策及资金方面的各项支持。

2. 业务运营

该公司为两江工业开发区的投资建设主体，主要承担区域内土地开发业务和重大基础设施建设的任务，可获得国家和地方政府在政策及资金等方面的各项支持。公司营业收入主要来自于土地出让收入，随着每年出让土地规模及性质的不同而存在一定波动。公司土地开发及基础设施等业务投资规模大，后续仍将维持较大的投融资需求。

该公司是重庆市委、市政府为加快重庆两江新区重大基础设施建设、区域内土地开发和现代化产业体系构建而成立的国有大型投资集团，主要从事两江新区管委会直管的两江工业开发区的土地开发和重大基础设施建设业务，直接开发的工业园区面积约238平方公里。2015-2017年，公司实现营业收入分别为48.63亿元、48.29亿元和82.16亿元，其中土地一级开发收入分别为46.75亿元、45.51亿元和65.84亿元，2017年以来由于公司出让的商业用地规模较大，且商业用地的出让价格大幅增加，当年公司收入规模大幅增加。土地一级开发业务一直是公司收入的主要来源，但2017年土地一级开发的收入占比由2016年的94.23%下降至80.14%，主要系当年公司新增房产销售业务收入。2017年公司房地产销售收入9.94亿元，但由于2017年公司下属房地产项目部分后期建造成本涵盖在首期建设中，造成公司房地产业务收入成本倒挂。2018年1-3月，公司实现营业收入为1.30亿元，同比增长19.23%，由于公司土地开发产生的收入将在年底统一结转，因此公司每年第一季度收入规模均较小。

图表 5. 近三年公司营业收入和毛利构成（单位：万元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	486262.63	100.00%	482946.26	100.00%	821599.80	100.00%
其中：土地一级开发	467504.06	96.14%	455078.75	94.23%	658411.24	80.14%
房产销售	---	---	---	---	99430.88	12.10%
毛利润	281.77	100.00%	60753.81	100.00%	79648.02	100.00%
其中：土地一级开发	5474.98	-1943.07%	51251.75	84.36%	103123.70	129.47%
房产销售	---	---	---	---	-25312.68	-31.78%
毛利率	0.06%		12.58%		9.69%	
其中：土地一级开发	-1.17%		11.26%		15.66%	
房产销售	---		---		-25.46%	

资料来源：两江开投

（1） 土地开发业务

该公司是两江新区工业开发区范围内土地一级开发的唯一运营主体。2010 年，重庆市人民政府下发文件将北碚区、江北区及渝北区部分土地（面积 226.56 平方公里，合 33.98 万亩）集中划予公司作为储备用地，此后公司每年从自有储备用地中确定地块进行拆迁安置和整治开发，开发完成后交给国土部门完成出让程序，并获得返还的开发收入。具体操作流程为：公司与两江新区管委会以及重庆两江新区土地储备整治中心（简称“土储中心”）确定当年的土地投资建设项目，并签署一级土地开发协议；公司利用自有资金和外部募集社会资本投入土地开发项目，自有资金投入比例一般为 25%；按照政府规定标准由公司对原土地房屋所有人进行拆迁安置，并建设配套安置房或给予征收补偿；在完成拆迁安置工作后，公司将进行地块的平整以及基础建设工作；土地开发投资建设工作结束，公司将整治好的地块交予土储中心；土储中心将土地移交国土部门按照土地出让程序进行出让，并遵循风险收益匹配的原则，按照协议约定计算方式支付公司开发成本和投资收益，在出让完成后一次性支付给公司。

截至 2018 年 3 月末，该公司在开发的土地以公共服务设施、道路用地及工商业用地为主，该类用地占公司总开发土地面积的 97.61%。

图表 6. 截至 2018 年 3 月末公司在开发土地情况（单位：亩）

用地性质	鱼复片区	龙兴片区	水土片区	合计
工业用地	5992	13587	8746	28325
物流仓储用地	2174	102	--	2276
商住用地	6113	9438	7750	23301
公共服务设施、道路等用地	3018	23140	15166	41324
合计	17297	46267	31662	95226

资料来源：两江开投

(1) 征地拆迁

征地拆迁整治工作主要由该公司下属的鱼复公司、龙兴公司、水土公司 3 个园区公司负责具体运作。根据公司年初制定的征地目标，公司土地储备部统筹安排两江新区工业开发区土地征收及拆迁补偿安置管理工作，协调重庆市国土房管局下达新增建设用地计划指标和征地审批，指导下属 3 个园区（龙兴片区、鱼复片区和水土片区）公司征地报件，按项目投资计划审核征地补偿资金，定期开展征地督查和征地资金结算工作。下属 3 个园区公司作为征地责任主体，具体负责办理土地征收相关手续，协调区国土分局组织征地报件，会同区征地办测算征地补偿费用，完成征地拆迁补偿安置工作，依法使用征地资金，接受征地督查和征地资金核查。

该公司土地征收分为征转一体、征转分离、只征不转三种方式。公司土地储备部根据年度征地投资计划向市国土房管局争取年度新增建设用地计划和征转分离指标。下属 3 个园区公司根据公司下过的新增建设用地计划和征转分离指标合理组织征地报件、协调区国土分局在 1 个月内完成区级征地审批相关手续。土地储备部负责协调市国土房管局、市政府办公厅相关处室完成征地审批，取得征地批文。

该公司下属 3 个园区公司根据公司年度征地投资计划开展征地拆迁补偿安置工作，公司财务部暂按审定资金 50% 向下属 3 个园区公司拨付征地补偿预付款，待拨款支付达到 80% 以后，由下属 3 个园区公司向土地储备部提供详细的补偿依据和后期费用测算资金表。待征地补偿安置结束后 20 日内根据实际补偿据实申请差额补偿资金。

两江新区工业开发区总面积为 238 平方公里，其中工业用地约为 92.43 平方公里、商住用地约为 55.74 平方公里、道路交通和物流仓储等其他用地 89.83 平方公里。两江开发工业区共需征地总面积约为 34 万亩，截至 2018 年 3 月末，该公司累计征地拆迁 30.3 万亩（约 202 平方公里），已累计投入征地资金 659.00 亿元，征地成本平均为 21.75 万元/亩。

(2) 土地出让

该公司土地开发收入来自于结算的土地一级开发费用。根据重庆市政府相关文件，公司土地通过招拍挂实现出让后，出让价格在扣除中央及市里有关规定提留专项相关税费后，由重庆市财政局通过两江新区管委会返还给公司。按照“渝财预[2012]841 号文件”和“两江财政[2012]19 号文件”等文件规定，结算的土地一级开发费用包括土地成本部分以及土地开发收益部分，两者合计约占土地出让金的 90%。

同时该公司在开展土地开发业务时，享受税费返还。根据重庆两江新区开发建设领导小组第三次会议纪要，规定两江工业开发区新增建设用地有偿使用费按规定标准全额征收后，除上缴中央的 30% 以外，其余全部安排返还给公司；规定按照重庆市人民政府令第 54 号规定的标准征收耕地开垦费，超过 14 元/平方米部分安排给公司使用；规定耕地占用税按照“先征后返”的原则，全额补助给公司。

此外，该公司征地享有“只征不转”和“征转分离”政策。“只征不转”即不

做建设用途的土地征地时可以不上缴税费；“征转分离”即获得征转分离指标的土地在征地时可延迟一年上缴税费，该政策的指标由公司根据年度征地投资计划向重庆市国土房管局争取。

2015-2017年，该公司完成整理并出让的土地面积分别为1.02万亩、0.77万亩和0.43万亩，同期确认土地开发收入46.75亿元、45.51亿元和65.84亿元，另外获得征地税费返还（计入资本公积）分别为14.67亿元、6.03亿元和24.14亿元。2015-2016年公司土地开发收入下降主要系出让的土地以工业用地为主，且由于地理位置较偏、周边配套尚不完善，出让价款较低所致。2017年公司土地出让收入大幅增加，主要系当年出让的商业用地较多，且商业用地的出让均价当年大幅上升且明显高于工业用地所致。在完成土地出让后，公司一般年末一次性根据当年国土部门出具的土地成交确认书结转收入，而统计当年土地招拍挂出让价款时包括了全部已经签署出让协议的土地价款，土地招拍挂出让协议签订时间与取得土地成交确认书时间有一定时间间隔（至少为两个月），因此会出现当年已出让土地因未取得土地成交确认书而在下一年度确认收入情形，导致当年确认的土地开发收入与当年已开发土地招拍挂出让价款存在差异。未来公司将加大开发成熟的商业用地的出让，以获取更高的土地出让收入。

图表 7. 近年来公司土地出让情况

年份	土地出让的面积（亩）			出让价款（亿元）		
	工业用地	商住用地	合计	工业用地	商住用地	合计
2015年	8201.00	2024.00	10225.00	14.50	24.08	38.58
2016年	6448.00	1252.00	7700.00	12.52	16.55	29.07
2017年	2276.00	2024.00	4300.00	5.35	49.70	55.05
2018年1-3月	334.00	1699.00	2033.00	0.62	41.50	42.12

资料来源：两江开投

图表 8. 公司未来土地出让计划

年份	工业用地出让面积（亩）	预计出让金和税费返还（亿元）	商住用地出让面积（亩）	预计出让金和税费返还（亿元）
2018年	2000	6.92	3500	48.84
2019年	1500	4.28	2000	65.45
2020年	1000	2.63	2100	76.59
合计	4500	13.83	7600	190.88

资料来源：两江开投

(3) 招商引资情况

该公司对两江新区工业开发区的招商引资工作主要在两江新区管委会的统一安排下开展。两江新区已集中推出区内所有国家鼓励类产业各类中资企业和外商投资企业，到2020年前按15%的税率征收企业所得税等诸多优惠政策，对招商引资工作的顺利推进具有非常积极的作用。两江新区招商引资标准较高，对落户企业的投入产出强度有一定要求，并需结合项目前景、科技含量以及投资强度等方面招商引资；此外，根据市政府第三次会议纪要，为提高两

两江新区的整体招商形象和水平，对两江工业开发区暂不能落地的项目，可按照产业及功能分区规划布局落户到相关行政区和功能区。

截至 2017 年末，两江新区累计签约项目 1018 个，合同金额 5959 亿元。其中工业项目 655 个，合同金额 4019 亿元，主要集中在电子核心部件、新能源、航空航天、汽车等领域。服务业项目 363 个，合同金额 1940 亿元，主要集中在房地产和金融领域。当年成功引进京东方 OLED、中德产业园、健邦电子等项目。截至 2017 年末，两江新区已引进中国移动、中国联通、美国霍尼韦尔、通用电气、安博物流、韩国韩泰轮胎、SK、日本三井等世界 500 强企业，长安汽车、格力、京东方、北京现代等中国知名企业。随着企业逐步落地入驻，可为公司土地开发、基础设施建设等业务持续稳定开展创造较有利环境。

图表 9. 近年来两江新区招商引资情况

年份	签约项目 (个)	总投资额
2013 年	36	878.79 亿元+14.92 亿美元
2014 年	38	334.77 亿元
2015 年	158	1638.94 亿元
2016 年	96	1520.62 亿元
2017 年	131	1018 亿元
2018 年第一季度	9	74.02 亿元

资料来源：两江开投

(2) 基础设施建设业务

该公司土地开发业务由公司对原土地房屋所有人进行拆迁安置，并建设配套安置房；在完成拆迁安置工作后，由公司负责进行地块的平整以及基础建设工作。基础设施建设业务实际是土地开发投资过程中的重要环节，主要包括受托开发区域内道路及配套设施、平场工程、市政管网以及安置房等建设业务。土地开发的配套基础设施投资成本计入土地开发投资成本，在土地开发收入中予以弥补（安置房配套商业门面，将由公司自持获取租金或对外销售，以弥补部分投资成本）。此外，根据《关于明确两江新区有关财税扶持政策的函》渝预函[2011]13 号文件、市政府第一、二、三次会议纪要，市政府规定将两江工业开发区 2010-2020 年实现的市、区两级税收返还给两江新区，用于两江工业开发区基础设施建设；重庆市政府于 2011 年设立两江新区发展专项资金²，用于支持两江新区发展。截至 2018 年 3 月末，公司累计获得税收返还及基础设施建设相关补助合计 419.03 亿元。

该公司安置房建设项目全部为对土地开发地块区域内被拆迁居民的实物补偿。截至 2018 年 3 月末，公司在建安置房项目计划总投资合计 220.97 亿元，

² 来源包括：北部新区实现的市级税收增量，除 2010 年直接从市对北部新区税收补助中提取 1 亿元外，以 2010 年为基期年定比计算，市级税收增量分年计提比例为 30%、65%，以后 100%；两江工业开发区实现的土地有偿使用收入扣除中央及市里有关规定计提专项后的余额，城市建设配套费收入扣除用于教育、水利基金和有专项用途的提标增量后的余额，新增建设用地有偿使用费扣除上缴中央 30% 以外部分，以及耕地开垦费扣除 14 元/平方米部分。两江新区发展资金全额拨付两江新区管委会，由两江新区管委会根据发展资金年度预算及项目执行进度等统筹安排使用。此外，土地有偿使用收入、城市建设配套费收入市级计提部分，可以项目方式申报，安排用于两江新区范围内教育发展、水利建设、廉租房等建设。

累计已投资 149.23 亿元，后续仍将面临较大的资本性支出压力。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积
飞马安置房一期	3.72	3.72	11.79
飞马安置房二期	13.68	13.68	50.97
思源片区安置房一期	3.79	3.79	17.78
思源片区安置房二期	5.02	5.02	16.03
思源片区安置房三期	8.79	8.79	26.94
万寿片区安置房	12.92	12.92	35.01
和合家园 A 组团	17.48	14.43	42.63
和合家园 B 组团	10.70	10.67	36.54
和合家园 C 组团	17.83	14.88	60.80
复盛安置房一期	5.51	1.73	17.00
复盛安置房二期	12.72	0.92	36.60
双溪安置房	5.51	1.85	17.50
鱼嘴安置房一期	9.21	3.45	30.80
鱼嘴安置房二期	7.02	1.26	20.60
郭家沱安置房	6.30	0.48	30.80
万寿安置房二期	12.89	11.60	27.92
太山安置房	15.02	15.02	41.16
书院安置房	7.77	7.77	21.48
石船安置房	12.18	5.66	34.92
龙兴安置房二期	10.35	5.49	31.12
天堡寨安置房	22.56	6.10	68.07
合计	220.97	149.23	676.46

资料来源：两江开投

此外，该公司还负责两江新区公租房建设业务，主要由下属子公司两江公租房负责，该子公司是重庆市两江新区公租房建设业主，主要承担两江新区范围内的公租房建设任务。截至 2018 年 3 月末，公司公租房项目总计 14 个，总建筑面积为 812.35 万平方米，总投资 276.15 亿元，已投资 113.40 亿元。其中鱼嘴、复盛、双溪、万寿和天堡寨 5 个公租房已基本投入使用，2017 年公司公租房实现租金收益 1.17 亿元，公租房收益很低。由于新区内公租房体量较大，根据当地政策：水土云计算、御临南、龙兴南和大岭 4 个公租房项目暂缓建设，御临北项目已经停止建设；其余 4 个在建项目均处于主体结构建设阶段。截至 2018 年 3 月末正常在建的公租房项目后续资金需求合计为 27.11 亿元。

图表 11. 截至 2018 年 3 月末公司公租房项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	建筑面积	预计投资规模	已投资金额	工程进度
鱼嘴	38.45	12.51	10.73	基本投入使用
天堡寨	53.46	17.02	14.37	基本投入使用
复盛	48.52	15.69	7.31	部分组团投入使用

双溪	51.47	17.19	12.87	部分组团投入使用
万寿	100.49	33.05	26.47	部分组团投入使用
水土云计算	63.65	21.83	1.18	暂缓建设
思源	61.45	20.06	13.84	在建
御临南	76.99	26.64	1.81	暂缓建设
龙兴	50.39	16.53	13.50	在建
上通五	14.33	4.61	2.50	上通五一期已竣工
龙兴北	67.83	21.83	6.08	一组团在建, 其余缓建
龙兴南	65.00	24.05	1.55	暂缓建设
大岭	48.32	18.14	0.06	暂缓建设
御临北	72.00	27.00	1.13	取消
合计	812.35	276.15	113.40	---

资料来源：两江开投

根据重庆市财政局《重庆市市级公共租赁住房租金收入管理暂行办法》(渝财综[2011]66号)和《重庆市市级公共租赁住房财务管理暂行办法(试行)》(渝财建[2013]66号)的规定,公租房项目不提折旧,租金纳入基金预算管理,按照政府非税收入有关规定缴入市级国库,住宅租金直接由重庆市公租房管理局收取,配套商业门面租金由该公司代收缴入国库,不确认公司收入。租金严格执行“收支两条线”管理,专项用于公租房贷款本息偿还和公租房的维护、管理等支出。其中,安排用于偿还贷款本息的资金,由市财政局拨付至业主单位(两江公租房);安排用于维护、管理的资金,由市财政局拨付至市公共租赁住房管理局。公司将获得的重庆市财政局按收支两条线拨来的款项,住宅分配额冲减项目成本,门面分配额确认为公司的政府补助收入。

截至2018年3月末,该公司基础设施建设项目累计投入664.86亿元³,其中道路及配套工程投入201.37亿元、安置房项目已投入152.99亿元。

该公司土地开发及基础设施项目建设规模很大,目前公司所获得的资本金、土地出让金返还、税费返还及财政补助等资金尚不能满足当年度的投资及还本付息的资金需求,不足部分公司通过债务性及股权类融资予以弥补。2018-2020年公司预计土地开发及基础设施建设等投资支出分别为126.36亿元、150.14亿元和127.10亿元,面临较大的资本支出压力。

图表 12. 近三年公司资金来源及支出情况⁴(单位:亿元)

板块	项目	2015年	2016年	2017年
资金来源	资本金	5.00	--	--
	征地税费返还	14.67	6.03	24.14
	土地出让金返还	33.18	41.53	79.58
	公租房、廉租房补助	1.18	1.35	0.95
	安置房配套费返还	9.69	3.67	6.03

³ 该公司基础设施建设工作产生的成本(除安置房项目)计入“其他非流动资产”等科目。

⁴ 图表中数据为公司每年实际发生的现金流入及现金流出。

板块	项目	2015年	2016年	2017年
	专款类财政补助资金	38.21	68.50	71.36
	债务性融资	155.90	147.92	69.69
	其他	59.63	165.36 ⁵	157.21
	合计	317.46	434.36	408.96
资金支出	征地相关支出	61.29	39.80	43.37
	工程相关支出	117.52	89.96	67.52
	其中：安置房建设支出	35.49	18.51	11.07
	项目收购支出	0.01	--	--
	其他开发投资支出（主要包括财务费用）	67.48	42.61	38.91
	还本支出	111.17	197.04	247.55
	其他	-6.19	11.65	-1.81
	合计	351.30	399.57	406.61

资料来源：两江开投

(3) 房地产开发

该公司房地产开发业务主要由下属子公司重庆两江新区置业发展有限公司（简称“两江置业”）负责。两江置业项目的集中于两江新区，承担两江新区的功能配套建设任务。2017年两江置业的房地产业务收入主要来自于御园一期一组团确认的商品房产销售收入，当年实现房地产业务收入 9.94 亿元。御园项目涵盖了多期住宅，且整个工程期间跨度时间较长，2017年底确认收入的项目为御园一期一组团，但御园一期的成本涵盖了御园一期一组团和二组团项目，因此导致 2017 年房地产业务收入成本倒挂。

图表 13. 2018 年 3 月末两江置业已竣工项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	项目性质	总投资额	总建筑面积	竣工面积	开工时间	竣工时间	可售总面积	已售面积	销售累计回笼资金
御园一期一组团	住宅	11.60	25.00	25.00	2014/12	2017/11	19.60	19.60	9.03
合计	---	11.60	25.00	25.00	--	--	19.60	19.60	9.03

资料来源：两江开投

截至 2018 年 3 月末，两江置业在建的项目主要为两江御园项目多期住宅类项目等其他项目，计划总投资 113.0 亿元，截至 2018 年 3 月末累计投资 32.18 亿元，后续仍需投入大量资金。此外两江置业仍有龙湖水土项目等项目将于 2018 年底及 2019 年相继开工建设，拟建项目预计总投资为 47.83 亿元。

⁵ 2016 年以来公司其他资金来源比较大，主要系增加了 100.29 亿元政府债券。

图表 14. 截至 2018 年 3 月末两江置业在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	计划投资额	累计已完成投资	总建筑面积	储备面积	预计完工时间	累计已回笼资金
御园一期二组团	住宅	3.87	12.48(一期一组团和二组团合计)	11.00	8.61	2019	3.70
御园二期	住宅	3.36	2.73	4.40	9.68	2019	1.51
御园三期	住宅	25.00	7.50	37.20	24.90	2020	--
御园四期	住宅	19.50	3.69	40.00	15.90	2020	--
曲院风荷	住宅	34.00	6.03	67.20	31.70	2020	--
南开中学	教育	9.50	5.35	11.00	14.59	2018	--
人民小学	教育	3.00	2.68	5.00	4.67	2018	--
德辉体育馆	文体	2.60	0.39	4.00	2.11	2019	--
悦荟城（p6-1）	商务金融	7.78	2.62	12.00	5.01	2018	--
B13 汽车孵化园	标准厂房	4.48	1.19	3.00	8.00	2019	--
合计	--	113.09	32.18	194.80	125.17	--	5.21

资料来源：两江开投

图表 15. 截至 2018 年 3 月末两江置业拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	计划投资额	预计开工时间
观音山	文旅建筑	5.30	2018.9
龙湖水土项目	商住项目	15.50	2018.10
龙湖商业项目	商住项目	17.50	2018.10
颐和医院	医疗建筑	3.04	2019.3
阿平汉公学	商住教育建筑	5.59	2018.11
装配式建筑 PC 构件厂	工业建筑	0.90	2018.9
合计	--	47.83	--

资料来源：两江开投，投资额为根据两江置业持股比例计算

管理

该公司由重庆市人民政府出资成立，并授权重庆市政府的派出机构两江新区管委会实施监督管理、履行出资人职责。公司为两江新区管委会直属投资运营企业，能够获得政府的大力支持。公司由两江新区管委会直管，日常经营管理受其影响较大，公司与两江新区管委会存在一定的关联交易及资金往来。此外公司根据业务需要制定了相应的组织结构和内部管理制度，可以满足日常经营与管理的需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司由重庆市人民政府出资成立，并授权重庆市政府的派出机构两江新区管委会实施监督管理、履行出资人职责。截至 2018 年 3 月末，两江新区管委会持有公司 99.96% 的股权，公司为两江新区管委会唯一直属投资运营企业。两江新区管委会作为市政府派出机构，其运行经费由市财政单列安排。公司产权状况详见附录一。

该公司主要职能是按照两江新区经济和社会发展规划，对两江新区范围内的重大基础设施建设、区域土地开发、房地产开发和现代产业体系构建进行投资、建设管理和资本运作。目前，公司主要承担两江新区管委会直管的两江工业开发区建设任务，能够获得政府的大力支持。

(2) 公司治理

该公司由两江新区管委会直管，与重庆两江新区工业开发区管理委员会合署办公，实行“两块牌子，一套人马”管理模式。公司为两江新区管委会直属投资运营企业。

该公司按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了股东会、董事会、监事和经营层的法人治理结构。公司在《公司章程》中明确了股东会、董事会、监事议事规则，并就财务、重大投融资决策、对子公司的管理、担保、关联交易等制定了相关管理制度。公司董事会由 7 名董事组成，董事会对出资人负责，依法决定公司的重大事项；公司不设监事会，设监事 1 名，行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权；公司经营层实行总裁（总经理）负责制，是公司的执行机构，对公司董事会负责。公司设总裁（总经理）1 名，副总裁（副总经理）若干名，由董事会聘任或解聘。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司土地出让金由两江新区管委会返还，因此关联交易较频繁。2017 年公司因土地一级开发与两江新区管委会的关联交易金额为 65.74 亿元。2017 年末，公司应收关联方资金余额为 66.48 亿元，其中 51.37 亿元为正常业务往来形成的应收两江新区管委会的土地款，其余部分主要系公司为联营企业重庆两江新区新御置业发展有限公司代垫的土地交易税费、土地购买款等关联往来款 3.07 亿元及重庆两江新区新桐实业有限公司的待回收土地款 11.98 亿元，上述往来款均不计息，目前暂无明确回收期限。

图表 16. 公司与关联方采购商品、接受劳务的关联交易情况（单位：万元）

关联方名称	关联交易内容	2015 年	2016 年	2017 年
重庆两江新区管理委员会	土地一级开发	467504.06	455078.75	657378.82
重庆两江机器人融资租赁有限公司	咨询技术服务	---	114.62	---
合计	---	467504.06	455193.37	657378.82

资料来源：两江开投 2015-2017 年审计报告附注

图表 17. 2017 年末公司与关联方主要资金往来情况（单位：万元）

关联方名称	科目	2017 年末
重庆两江新区管理委员会	应收账款	513675.48
	其他应收款	694.37
重庆两江新区新御置业发展有限公司	长期应收款	30673.55
重庆两江新区新桐实业有限公司	长期应收款	119764.73
应收关联方资金余额合计	---	664808.13
重庆两江万科投资有限公司	其他应付款	10011.25
应付关联方资金余额合计	---	10011.25

资料来源：两江开投 2017 年审计报告附注

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司在总经理下设有行政部、财务部、人力资源部、投资发展部、土地储备部、工程部、法务部、资产管理部、监察审计部等 9 个部门，涵盖了公司所有的日常经营业务。公司各职能部门在业务开展中既能保持应有的独立性，同时也保持协作顺畅。

(2) 管理制度及水平

在财务管理方面，该公司建立了规范的财务管理制度，包括《全面预算管理》、《财务支付审批制度》、《园区公司财务支付审批制度》、《内部借款管理办法》等，对公司业务预算、财务预算的编制、审批和调整，财务支付流程和审批等进行了详细规定。公司同样制定了《资金使用计划管理办法》，内部资金管理高度统一。公司通过实施资金使用和支出月度计划管理，实现对子公司的资金集中统一调控。

在项目管理方面，该公司制定了《工程管理办法》，明确了相关部门的建设工程管理职责，对项目立项、可行性研究和工程设计、概算预算审查、工程招标、工程合同、现场管理、工程验收、工程结算、工程档案及工程后评估等各个业务环节的运作流程进行了明确规定。

在投融资管理方面，该公司每年制定《投融资计划工作方案》，由投资发展部根据公司实际情况及编制投融资计划需要，统一各指标统计口径，拟定编制需要的相关统计表，并在财务部、土地储备部、工程部、资产管理部等部门的协同配合下，完成和上报投资计划，经由公司党政联席会议审议通过后再上报两江新区管委会议事会进行审议。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 3 月 30 日，公司已结清的债务中存在 2 笔欠息记录，最高欠息金额 304.54 万元。根据 2018 年 8 月 1 日，国家工商总局、国家税务总局等渠道的查询，公司不存在重大异常情况。

财务

该公司营业收入主要来自土地开发业务收入，受当年出让土地性质及数量影响，营业收入和毛利水平随之变化。随着土地开发及基础设施建设业务的推进，公司负债规模持续较大，但由于公司收到征地税费返还、项目建设资本金等规模较大，使得资产负债率保持合理水平。

1. 公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年公司应两江新区管委会要求变更了会计事务所，当年公司会计事务所由立信会计师事务所变更为天职国际会计事务所（特殊普通合伙）。天职国际会计事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 财务报表出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会【2017】15 号）相关规定，将与日常经营活动有关的政府补助计入“其他收益”科目核算，2017 年该公司其他收益 0.14 亿元，增加营业利润 0.14 亿元。此外根据《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》（财会【2017】13 号）相关规定，区分终止经营损益、持续经营损益列报，该会计政策变更增加了公司 2016 年及 2017 年持续经营净利润分别为 6.54 亿元和 13.52 亿元。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 1782.98 亿元，所有者权益为 1050.26 亿元（其中归属母公司所有者权益为 1030.78 亿元）；2017 年公司实现营业收入 82.16 亿元，净利润 13.52 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为 12.10 亿元），经营性现金流量净额为-33.75 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 1774.97 亿元，所有者权益为 1062.96 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 1042.94 亿元）；2018 年第一季度，公司实现营业收入 1.30 亿元，净利润 2.38 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为 2.38 亿元），经营性现金流量净额为 15.19 亿元。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

随着两江新区征地及基础设施建设业务的推进，该公司资金需求量大，已积聚了较大的债务规模，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债总额分别为 780.77 亿元、794.37 亿元、732.72 亿元和 712.01 亿元，2017 年来公司负债规模有所下降主要系当年偿还了部分银行借款所致。公司将收到征地税费返还、专款类财政补助资金、公租房建设资本金、划拨的土地等计入资本公积，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资本公积分别为 545.22 亿元、642.19 亿元、862.76 亿元和 876.02 亿元，2017 年末公司资本公积较上年末增长 34.35%，增加部分主要系当年公司收到的两江新区管委会财政补助资金、公租房建设资本金以及投资款等。根据重庆渝高新兴科技发展有限公司（简称“渝高新”）、两江新区管委会与公司签订的协议，2014 年渝高新以现金方式向公司增资 50 亿元。后签订补充协议约定：渝高新的投资额作为其他权益工具投入公司，渝高新不参与经营管理，按协议约定的投资回报率享受利润分配权。2017 年 5 月 25 日，根据两江新区管委会文件，两江新区管委会将渝高新的投资额赎回，原其他权益工具终止确认，转为两江新区管委会直接投资，作为公司资本公积，公司当年末资本公积大幅增加。此外重庆天合天城镇化发展投资中心以增资扩股的方式向公司投资 25.00 亿元（作为其他权益工具），已于 2017 年提前赎回，上述原因导致 2017 年末公司其他权益工具降至 0。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 802.77 亿元、899.15 亿元、1050.26 亿元和 1062.96 亿元。得益于公司不断增强的资本实力，公司资产负债率保持在合理水平，同期末分别为 49.31%、46.91%、41.10% 和 40.11%。

从债务结构来看，为适应业务发展需求以及土地开发及基础设施项目建设的长期资金需要，该公司主要考虑长期借款、中长期债券等方式进行融资，以匹配项目建设周期并缓解短期债务的偿还压力，因此公司负债以长期债务为主。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 277.98%、306.15%、215.43% 和 185.10%。

从债务具体构成来看，2017 年末该公司负债主要由刚性债务、预收账款和其他应付款组成，年末分别为 600.52 亿元、78.20 亿元和 17.23 亿元，占比分别为 81.96%、10.67% 和 2.35%。预收账款主要为土储中心按开发进度向公司预付的开发费用，账龄大多在一年以内，占比为 96.70%。年末其他应付款主要包括施工单位向公司支付的履约保证金、工程质保金 9.03 亿元以及往来款 4.88 亿元，年末其他应付款同比增长 5.87%，主要是往来款增加所致。

B. 刚性债务

近年来随着土地开发及基础设施业务等投入的扩大，该公司资金需求量增加，刚性债务保持较大规模。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务

分别为 654.86 亿元、685.67 亿元、600.52 亿元和 585.81 亿元。2017 年来由于公司外部融资增速有所放缓，并偿还了部分到期借款，刚性债务规模有所下降。公司刚性债务以中长期为主，2017 年末中长期刚性债务占刚性债务余额的 82.12%。截至 2017 年末公司纳入地方政府债务余额为 218.58 亿元（其中一类债务 38.78 亿元，二类债务 151.09 亿元，三类债务 28.71 亿元），当年公司完成地方政府债务置换 58.33 亿元，截至 2017 年末公司的一类债务已经置换完毕。

该公司对外融资主要依赖银行借款和发行债券。公司拥有较为畅通的间接融资渠道，与金融机构建立了良好的合作关系，2017 年末银行借款余额为 365.82 亿元，同比下降 17.67%，主要系公司当年偿还的部分银行借款所致。2017 年末，公司银行借款中短期借款为 10.10 亿元，利率多数在基准下浮 10.00%。长期借款 298.00 亿元，主要为土地抵押借款，借款利率多为基准利率。截至 2017 年末，公司共有土地使用权 2.02 万亩、房屋建筑物 42.93 万平方米为其银行借款提供抵押，公司土地和房屋建筑物受限程度较高。

图表 18. 2017 年末公司银行借款结构（单位：亿元）

借款类别	长期借款	一年内到期的长期借款	短期借款	合计
抵押借款	211.92	47.22	---	259.14
保证借款	40.64	4.24	---	44.88
信用借款	45.45	6.25	10.10	61.80
合计	298.00	57.71	10.10	365.82

资料来源：两江开投（加总数与合计数不一致系四舍五入造成）

此外，该公司还通过发行债券进行直接融资，近年来公司在资本市场发行了多期债券，直接融资渠道畅通。截至 2018 年 7 月末公司待偿还债券余额合计 214.50 亿元。公司获得审批但尚未发行的债券额度为 150.00 亿元。

从刚性债务的到期分布来看，2018-2020 年该公司需还本付息金额分别为 131.27 亿元、198.20 亿元和 144.52 亿元，面临一定的集中偿付压力。考虑到公司未来土地开发及基础设施建设规模仍很大，预计公司中短期内刚性债务仍将维持较大规模。但公司融资渠道畅通，可为公司业务正常开展提供资金周转。

（2）现金流分析

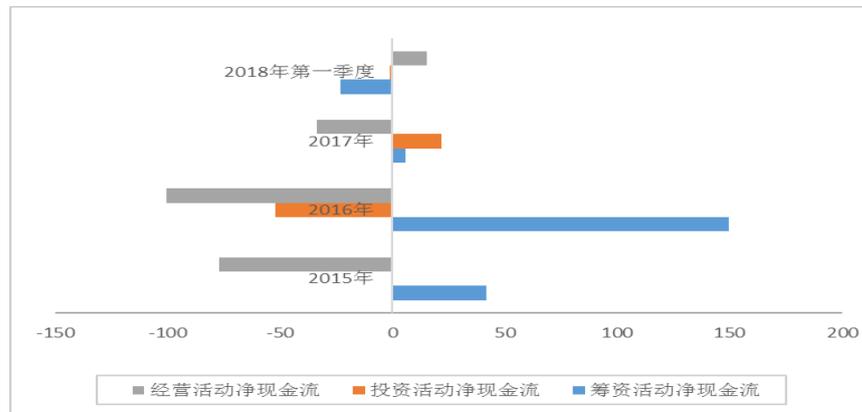
2015-2017 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为-77.09 亿元、-100.28 亿元和-33.75 亿元。近年来，公司土地开发、基础设施建设（含安置房建设）等大量项目处于开发建设阶段，每年需投入大额的现金，而公司收到土地税费返还及土地出让金等无法覆盖开发建设支出，因此经营性现金流量净额持续呈现净流出状态。公司“销售商品、提供劳务收到的现金”主要系收到的土地出让金、土地税费返还等，“收到其他与经营活动有关的现金”主要系政府补助、工程保证金及外单位往来款。2018 年第一季度，由于公司收回了部分土地出让金以及土地开发支出规模较小，因此当期公司经营性现金流净流入

15.19 亿元。

2015-2017 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.33 亿元、-52.22 亿元和 22.09 亿元。2015 年公司投资支付的现金主要为购买理财产品、委托贷款形成的现金流出以及对合联营企业的追加投资。2015 年公租房投资减少，投资活动现金流出下降，加之收回理财产品等积累的现金流入金额很大，因此当年度投资活动现金流呈现净流入状态。2016 年，公司继续将暂时的闲置资金购买理财产品，同时增加了对重庆两江新区战略性新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）等公司的投资，因此当年公司投资性现金流呈大规模净流出状态。2017 年公司当年新增对外投资规模较小，并收回前期部分理财产品，形成大额资金流入。2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.98 亿元。

该公司承担了两江新区土地开发以及基础设施建设、公租房项目开发等任务，资金需求量大，公司需依靠外部融资和财政拨付资金等弥补资金缺口。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 41.64 亿元、149.75 亿元和 5.87 亿元，2016 年由于公司当年进行大规模债务融资，公司筹资活动产生的现金净流入量较大。2017 年由于公司对外融资成本有所上升，对外融资金额大幅缩减。2018 年第一季度，由于公司偿还债务的现金支出较多，公司筹资活动产生的现金流量净额为-22.93 亿元。

图表 19. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：两江开投

2015-2017 年该公司 EBITDA 分别为 14.05 亿元、9.79 亿元和 19.09 亿元，随着利润总额的变化呈现一定波动。由于公司外部融资规模很大，每年支付的利息金额较大，因此 EBITDA 对利息支出的保障程度不高。

图表 20. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.40	0.29	0.59
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.01	0.03
经营性现金流净额(亿元)	-77.09	-100.28	-33.75
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-48.82	-49.87	-15.78

指标名称	2015年	2016年	2017年
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-10.31	-12.73	-4.42

资料来源：两江开投

(3) 资产质量分析

随着土地开发及基础设施等各项业务的不断推进，该公司资产总额不断增加。2015-2017年末，公司资产总额分别为1583.54亿元、1693.52亿元和1782.98亿元。从资产构成来看，2017年末公司流动资产和非流动资产占比分别为51.92%和48.08%。

2017年末，该公司流动资产为925.63亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。其中，货币资金年末余额53.23亿元，由于公司偿还了部分金融机构借款，加之基础设施建设和土地一级开发征地拆迁工程支出规模较大，使得货币资金存量同比下降7.49%。货币资金中除了458.59万元受限的保证金外，其余均为可动用货币资金。年末应收账款为55.89亿元，其中应收两江新区管委会的土地出让金返还款51.37亿元。2017年末存货为795.65亿元，主要为土地开发成本，近年来持续增长。此外2017年末公司其他流动资产较上年末下降了89.87%，主要系公司购买的短期保本理财产品到期收回所致。

2017年末，该公司非流动资产为857.34亿元，主要由无形资产、其他非流动资产、投资性房地产、长期股权投资和长期应收款构成，占非流动资产的比重分别为32.68%、45.56%、5.07%、10.71%和2.48%。其中，无形资产为280.21亿元，较上年末变动不大，主要为重庆市政府划拨的土地使用权，公司以划拨当年12月31日为基准日，委托专业土地资产评估机构对土地的市场价格以及土地整治成本进行评估，确认土地的入账价值；其他非流动资产为390.64亿元，主要为基础设施、公租房项目的投入成本及委托贷款。2017年末公司其他非流动资产中基础设施建设成本为245.72亿元，公租房项目成本为131.82亿元，委托贷款为1.69亿元；投资性房地产主要系用于对外出租的门面、车库以及拟用于修建经营性房产的土地使用权，年末为43.53亿元；2017年末公司长期股权投资为91.82亿元，同比增长59.67%，主要是公司对重庆超硅半导体有限公司、重庆渝新通达能源有限公司等合联营企业的投资以及重庆渝资光电产业投资有限公司（简称“渝资光电”）产生的以权益法确认的投资收益。近年来随着公司对外投资规模的扩大，长期股权投资的账面价值不断增长。年末公司长期应收款为21.25亿元，同比下降11.48%；主要系当年公司收回了重庆云计算投资运营有限公司的基础建设款项和渝资光电的借款所致。年末公司长期应收款中由于两江置业出售给重庆两江新区新桐实业有限公司土地所产生的应收款项达11.98亿元，该笔应收款暂无明确回收期限。2018年3月末，公司资产总额略降至1774.97亿元，资产结构无较大变动。

(4) 流动性/短期因素

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 372.36%、455.40%、398.48% 和 365.34%，指标显示公司资产流动性较好，但公司流动资产中以土地开发成本为主的存货占比较高，变现进度受当地土地及房地产市场影响较大。截至 2017 年末，公司由于抵押借款等用途导致土地、房地产等受限金额合计 684.43 亿元，占资产总额的比重为 38.39%，占净资产的比重为 65.17%，公司受限资产规模较大，资产流动性较弱。

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	372.36	455.40	398.48	365.34
现金比率 (%)	29.17	29.42	22.91	17.82
应收账款周转速度[次]	1.77	1.20	1.61	0.03

资料来源：两江开投

图表 22. 截至 2017 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限原因
货币资金	0.05	履约保函保证金
储备土地	630.15	借款抵押
经营性房地产	40.46	借款抵押
经营性土地	13.82	借款抵押

资料来源：两江开投

3. 公司盈利能力

2015-2017 年该公司实现营业收入分别为 48.63 亿元、48.29 亿元和 82.16 亿元，营业收入主要来源于土地一级开发收入。2017 年以前公司出让的工业用地较多，出让单价较低，公司收入规模较小，2017 年由于公司出让的商业用地规模及商业用地价格均大幅增加，当年营业收入大幅增长。2015-2017 年公司综合毛利率分别为 0.06%、12.58%和 9.69%。其中土地一级开发业务毛利率分别为-1.17%、11.26%和 15.66%，公司土地一级开发的毛利率受当年所出让土地类型、单价的不同而呈现较大波动。近年来公司土地开发成本（包括了区域内配套基础设施的成本）较为固定，毛利率波动主要系不同土地类型出让价格差异较大所致，商住用地成交面积占比较大时毛利率较高，而工业用地成交面积占比较大时毛利率较低。由于公司出让的土地以工业用地为主，加之周边配套尚不完善，土地出让的价格较低，使得土地一级开发的业务毛利率较低。2015 年公司出于招商引资目的，当年土地出让单价很低，出让的土地收入不足以覆盖土地开发成本，但公司工业用地主要出售给招商引资企业，后续企业入驻并达产后公司可通过税收返还的形式得到一定补偿。2017 年公司出让的商业用地规模较多，出让单价较高，因此当年公司土地一级开发毛利率有所提升，但公司当年综合毛利率较 2016 年下降 2.89 个百分点，主要系 2017 年公司新增房地产销售业务的收入成本倒挂所致。

从期间费用来看，2015-2017 年，该公司期间费用分别为 4.09 亿元、4.47 亿元和 6.77 亿元，期间费用率分别为 8.42%、9.26%和 8.24%，公司期间费用水平控制在相对较低水平。随着债务规模的扩大，公司费用化的利息支出不断增加（大部分予以资本化），使得公司财务费用持续上升。同期公司财务费用分别为 2.51 亿元、2.74 亿元和 4.48 亿元。

从盈利构成来看，该公司的盈利主要来源于营业毛利，投资收益对盈利的贡献波动较大。2015 年主要由于公司参股的渝资光电实现了大额利润，使得公司当年产生投资净收益 16.08 亿元，成为公司 2015 年主要盈利来源。渝资光电主要从事光电产业投资及咨询，2015 年主要是因为出售上市公司京东方 A 的股票而获得大额利润。2016 年公司投资收益同比下降 71.89%至 4.52 亿元，当年投资收益仍主要来自于权益法核算的渝资光电产生的收益。2017 年，公司实现投资收益 10.79 亿元，同比增长 138.74%，主要系公司当年收回中融一融京 1 号信托计划本金及收益 10.69 亿元，其中收回本金 5.00 亿元，获得投资收益 5.69 亿元。

该公司作为两江新区土地一级开发和基础设施建设主体，每年可获得政府一定补助，不过计入当期损益的政府补助较少，2015-2017 年公司实现营业外收入分别为 0.25 亿元、0.34 亿元和 2.71 亿元，2017 年公司营业外收入增幅明显，主要系公司下属子公司两江置业当年对部分地块的处置产生的收入。同期公司实现净利润分别为 11.17 亿元、6.61 亿元和 13.52 亿元。

该公司承担的土地开发、基础设施等建设规模很大，资产规模较大，但由于大部分项目正处于建设期，相关收益尚未产生，加之公司本身业务运营公益性较明显，因此资产获利水平很低。2015-2017 年公司净资产收益率分别为 1.47%、0.78%和 1.39%，总资产报酬率分别为 0.91%、0.58%和 1.07%。

图表 23. 2015-2017 年公司主要盈利指标情况

年度	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润率 (%)	22.34	13.34	13.89
总资产报酬率 (%)	0.91	0.58	1.07
净资产收益率 (%)	1.47	0.78	1.39

注：根据两江开投提供资料整理、计算

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 1.30 亿元，毛利率为 48.55%，公司每年第一季度毛利率较高，主要系公司每年将土地开发收入及成本将在年底统一结转，因此 2018 年第一季度公司毛利率较低的土地开发业务均不确认收入及成本，当期营业收入主要来自毛利率较高的物业管理等收入所致。2018 年第一季度公司实现净利润 2.38 亿元，同比大幅增长，主要系 2018 年第一季度下属子公司两江置业与重庆招商集团签订资产重组协议，将云计算中心资产组转让给招商集团，形成营业外收入 2.22 亿元所致。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司为两江工业开发区的投资建设主体，主要承担区域内土地开发业务和重大基础设施建设的任务，可获得国家和地方政府在政策及资金等方面的各项支持。公司营业收入主要来自于土地出让收入，随着每年出让土地规模及性质的不同而存在一定波动。公司土地开发及基础设施等业务投资规模大，后续仍将维持较大的投融资需求。随着土地开发及基础设施建设业务的推进，公司负债规模持续较大，但由于公司收到征地税费返还、项目建设资本金以及发行权益类工具等规模较大，使得资产负债率仍保持合理水平。

2. 外部支持因素

(1) 政策及政府支持

重庆是我国政府实行西部大开发重点开发区域；两江新区是国务院批准的第三个国家级开发开放新区，享有国家西部大开发新十年的各项政策、城乡统筹综合配套改革实验区政策、内陆保税港区及浦东新区、滨海新区先行先试等政策，并享有两江工业开发区市、区税收返还和资本金支持等优惠政策。该公司作为两江新区工业开发区的主要开发投资主体，承担着区域内土地开发、基础设施建设等重要职能，能够持续得到国家和地方政府的政策、资金等各项支持。

(2) 融资渠道畅通

该公司融资能力较强，融资渠道丰富，可为其债务的偿付提供一定程度的保障。截至 2017 年末，公司获得银行授信总额为 803.21 亿元，未使用授信额度为 167.34 亿元。

本期债券偿付保障分析

(一) 盈利保障分析

近年来，该公司经营状况良好，2017 年来随着公司出让的商业用地规模明显增加，公司营业收入及盈利能力明显提升。2015-2017 年公司实现营业收入分别为 48.63 亿元、48.29 亿元和 82.16 亿元，实现净利润分别为 11.17 亿元、6.61 亿元和 13.52 亿元。尽管受出让土地性质及数量影响公司营业收入和净利润有所波动，但整体来看公司较好的盈利状况可为本期债券本息的偿付提供一定保障。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司本期债券偿债资金主要来源于日常经营所产生的现金流入。虽然近年来公司收到的税收返还、土地出让金等现金流入不足以覆盖建设支出，导致2015-2017年经营性现金流呈现净流出状态，但公司每年可获得的土地出让金较为充裕，未来土地的变现可为本期债券的到期偿付提供一定保障。同时，公司可获得征地相关税费以及市、区税收返还，也可形成一定的现金流入。

评级结论

该公司为两江新区管委会直属投资运营企业，是两江工业开发区的投融资主体，主要承担区域内土地开发业务和重大基础设施建设的任务，可获得国家和地方政府在政策及资金等方面的各项支持。公司营业收入主要来自于土地出让收入，但存在一定波动。公司土地开发及基础设施等业务投资规模大，后续仍将维持较大的投融资需求。

该公司营业收入主要来自土地开发业务收入，受出让土地性质及数量影响，营业收入和毛利水平呈现波动。随着土地开发及基础设施建设业务的推进，公司负债规模持续较大，但由于公司收到征地铁费返还、项目建设资本金以及发行权益类工具等规模较大，使得资产负债率仍保持合理水平。公司经营性现金流持续流出，且投资支出较大，主要依赖外部融资和政府财政性资金支持来实现资金平衡。但公司土地储备丰富、货币资金较充裕，加之融资能力较强，可为债务的偿付提供良好保证。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

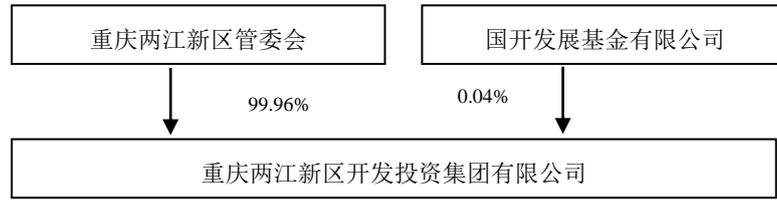
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

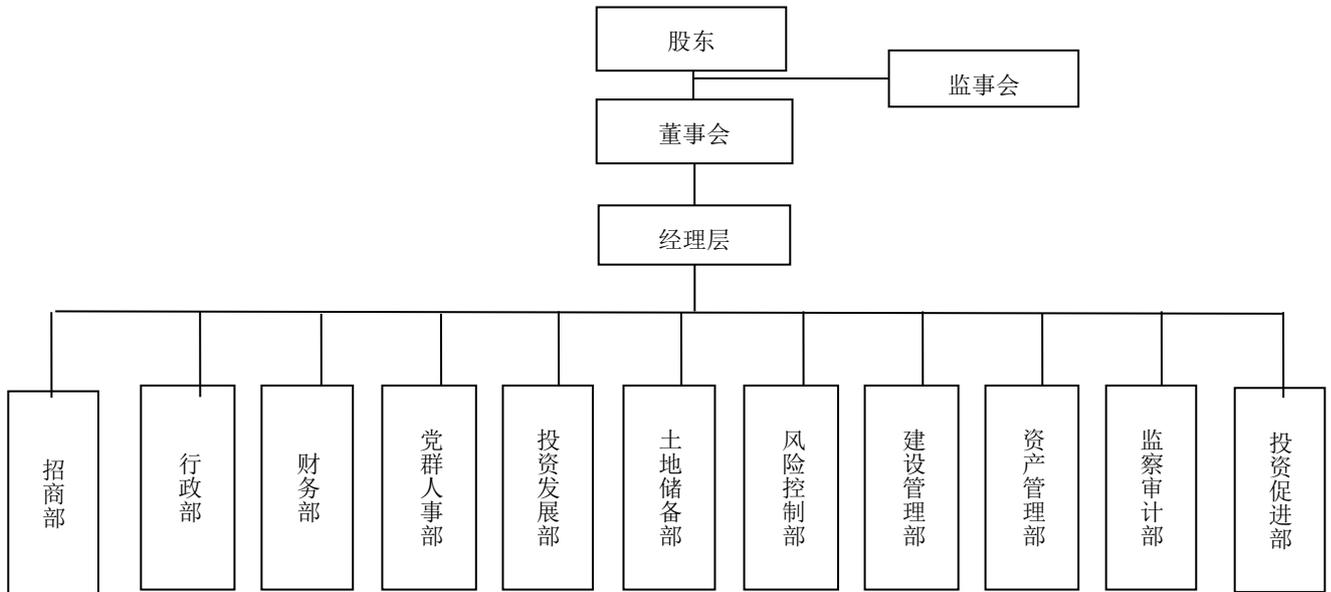
公司与实际控制人关系图



注：根据两江开投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据两江开投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
重庆两江新区开发投资集团有限公司 (本部)	两江开投(本 部)	---	土地开发、基础设施建设	559.66	1039.23	66.03	18.31	52.95	
重庆两江新区水土高新技术产业园建设 投资有限公司	水土公司	55.00	水土产业园开发建设	181.05	128.47	0.29	0.10	-5.87	
重庆两江新区龙兴工业园建设投资有限 公司	龙兴公司	55.00	龙兴工业园开发建设	18.00	176.96	0.14	0.07	-45.90	
重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限 公司	鱼复公司	55.00	鱼复工业园开发建设	185.14	141.75	0.26	0.04	-15.54	

注：根据两江开投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	1583.54	1693.52	1782.98	1774.97
货币资金 [亿元]	60.26	57.53	53.23	44.50
刚性债务[亿元]	654.86	685.67	600.52	585.81
所有者权益 [亿元]	802.77	899.15	1050.26	1062.96
营业收入[亿元]	48.63	48.29	82.16	1.30
净利润 [亿元]	11.17	6.61	13.52	2.38
EBITDA[亿元]	14.05	9.79	19.09	2.48
经营性现金净流入量[亿元]	-77.09	-100.28	-33.75	15.19
投资性现金净流入量[亿元]	0.33	-52.22	22.09	-0.98
资产负债率[%]	49.31	46.91	41.10	40.11
长短期债务比[%]	277.98	306.15	215.43	185.10
权益资本与刚性债务比率[%]	122.59	131.13	174.89	181.45
流动比率[%]	372.36	455.40	398.48	365.34
速动比率 [%]	52.40	80.98	52.51	39.92
现金比率[%]	29.17	29.42	22.91	17.82
利息保障倍数[倍]	0.39	0.28	0.57	—
有形净值债务率[%]	174.07	130.04	95.19	91.32
担保比率[%]	6.84	—	—	—
毛利率[%]	0.06	12.58	9.69	48.55
营业利润率[%]	22.34	13.34	13.89	20.04
总资产报酬率[%]	0.91	0.58	1.07	0.14
净资产收益率[%]	1.47	0.78	1.39	0.23
净资产收益率*[%]	1.33	0.59	1.28	0.23
营业收入现金率[%]	182.22	99.62	98.27	1321.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-48.82	-49.87	-15.78	6.30
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.31	-12.73	-4.42	2.10
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-48.61	-75.85	-5.45	5.90
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.27	-19.36	-1.53	1.97
EBITDA/利息支出[倍]	0.40	0.29	0.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.03	—

注：表中数据依据两江开投经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。