

重庆两江新区开发投资集团有限公司

及其发行的 14 渝两江债 01、14 渝两江债 02、16 渝两江、16 渝两江专项债 01、16 渝两江专项债 02 与 19 渝两江双创债 01

跟踪评级报告



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.

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100179】

**评级对象：重庆两江新区开发投资集团有限公司及其发行的 14 渝两江债 01、14 渝两江债 02、16 渝两江、16 渝两江专项债 01、16 渝两江专项债 02 与 19 渝两江双创债 01**

|              | 本次         |                 | 前次         |                 |
|--------------|------------|-----------------|------------|-----------------|
|              | 主体/展望/债项   | 评级时间            | 主体/展望/债项   | 评级时间            |
| 14 渝两江债 01   | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 14 渝两江债 02   | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 16 渝两江       | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 16 渝两江专项债 01 | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 16 渝两江专项债 02 | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 19 渝两江双创债 01 | AAA/稳定/AAA | 2019 年 6 月 12 日 | AAA/稳定/AAA | 2019 年 1 月 18 日 |

## 主要财务数据

| 项 目                | 2016 年  | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年<br>第一季度 |
|--------------------|---------|---------|---------|----------------|
| <b>金额单位：人民币亿元</b>  |         |         |         |                |
| <b>发行人母公司数据：</b>   |         |         |         |                |
| 货币资金               | 36.41   | 38.58   | 34.47   | 49.69          |
| 刚性债务               | 680.04  | 559.66  | 444.43  | 439.11         |
| 所有者权益              | 863.44  | 1039.23 | 1115.29 | 1132.51        |
| 经营性现金净流入量          | 2.02    | 52.95   | 176.30  | 56.89          |
| <b>发行人合并数据及指标：</b> |         |         |         |                |
| 总资产                | 1693.52 | 1782.98 | 1852.49 | 1899.68        |
| 总负债                | 794.37  | 732.72  | 731.63  | 760.23         |
| 刚性债务               | 685.67  | 600.52  | 477.13  | 481.50         |
| 所有者权益              | 899.15  | 1050.26 | 1120.86 | 1139.46        |
| 营业收入               | 48.29   | 82.16   | 75.41   | 6.94           |
| 净利润                | 6.61    | 13.52   | 25.74   | -9.34          |
| 经营性现金净流入量          | -100.28 | -33.75  | 128.14  | 12.25          |
| EBITDA             | 9.79    | 19.09   | 29.36   | —              |
| 资产负债率[%]           | 46.91   | 41.10   | 39.49   | 40.02          |
| 长短期债务比[%]          | 306.15  | 215.43  | 77.41   | 69.52          |
| 权益资本与刚性债务比率[%]     | 131.13  | 174.89  | 234.92  | 236.65         |
| 流动比率[%]            | 455.40  | 398.48  | 227.71  | 218.73         |
| 现金比率[%]            | 29.42   | 22.91   | 11.33   | 14.26          |
| 利息保障倍数[倍]          | 0.28    | 0.57    | 1.03    | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]     | 0.29    | 0.59    | 1.06    | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]     | 0.01    | 0.03    | 0.05    | —              |

注：发行人数据根据两江开投经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

莫燕华 myh@shxsj.com  
 单玉柱 shanyuzhu@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>

## 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“本评级机构”）对重庆两江新区开发投资集团有限公司（简称“两江开投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 14 渝两江债 01、14 渝两江债 02、16 渝两江、16 渝两江专项债 01、16 渝两江专项债 02 与 19 渝两江双创债 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来两江开投在政策及政府支持、区域环境、土地市场发展及外部融资等方面保持的优势，同时也反映了公司在外部环境、债务压力、土地市场波动、资本性支出及房地产投资等方面继续面临压力和风险。

### 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区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。
- **房地产投资风险。**近年来两江开投在房地产领域投资规模较大，需持续关注公司房地产项目投融资压力以及项目的去化风险。

#### ➤ 未来展望

通过对两江开投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 重庆两江新区开发投资集团有限公司

及其发行的 14 渝两江债 01、14 渝两江债 02、16 渝两江、16 渝两江专项债 01、16 渝两江专项债 02 与 19 渝两江双创债 01

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照重庆两江新区开发投资集团有限公司 14 渝两江债 01、14 渝两江债 02、16 渝两江、16 渝两江专项债 01、16 渝两江专项债 02 与 19 渝两江双创债 01 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据两江开投提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对两江开投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司不断通过发行债券融资，近年来发行了多起债券。截至 2019 年 4 月末公司待偿还债券余额合计 161.60 亿元。

**图表 1. 截至 2019 年 4 月末公司待偿还债券概况**

| 债项名称          | 债券余额<br>(亿元)  | 起息日        | 到期日        | 发行利率<br>(%) | 本息兑付情况 |
|---------------|---------------|------------|------------|-------------|--------|
| 14 渝两江债 02    | 12.00         | 2014/09/16 | 2021/09/16 | 5.88        | 付息正常   |
| 14 渝两江债 01    | 8.00          | 2014/04/25 | 2021/04/25 | 6.70        | 付息正常   |
| 16 渝两江专项债 01  | 17.50         | 2016/04/19 | 2021/04/19 | 3.60        | 付息正常   |
| 16 渝两江        | 19.60         | 2016/01/13 | 2021/01/13 | 3.17        | 付息正常   |
| 15 渝两江 MTN001 | 25.00         | 2015/08/14 | 2020/08/14 | 4.56        | 付息正常   |
| 16 渝两江专项债 02  | 20.00         | 2016/08/05 | 2021/08/05 | 3.10        | 付息正常   |
| 16 两江 02      | 30.00         | 2016/07/07 | 2019/07/07 | 3.00        | 付息正常   |
| 17 两江 01      | 13.50         | 2017/08/25 | 2020/08/25 | 4.69        | 付息正常   |
| 19 渝两江双创债 01  | 16.00         | 2019/02/28 | 2024-02-28 | 4.28        | 尚未到付息日 |
| <b>合计</b>     | <b>161.60</b> | ---        | ---        | ---         | ---    |

资料来源：Wind 资讯

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；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。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，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协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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。人民币汇率稳中有升，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保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，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”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增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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，全国各地区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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，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，2018年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；指出要“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”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

#### 1. 重庆市经济情况

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，区位优势和战略地位突出。2018年重庆市经济增速明显下滑，汽车制造业的持续下行拖累工业增长乏力，全市工业经济发展承压；重庆市消费市场仍维持较快增长，对外贸易有所回暖，但固定资产投资增速逐年放缓。

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2018年末，重庆市常住人口3101.79万人，比上年末增加26.63万人，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。2018年重庆市实现地区生产总值20363.19亿元，同比增长6.0%，增速继续回落且低于全国平均水平（6.6%），增速的下滑主要系全市电子制造业增速放缓和汽车制造业下滑明显拖



累全市工业增长乏力所致。同年重庆市第一产业增加值 1378.27 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 8328.79 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值 10656.13 亿元，同比增长 9.1%。三次产业结构比由上年的 6.9:44.1:49.0 调整为 6.8:40.9:52.3，第三产业比重持续上升。按常住人口计算，2018 年重庆市人均 GDP 为 65933 元，比上年增长 5.1%。

**图表 2. 2016-2018 年重庆市主要经济指标及增速(单位：%)**

| 指标                | 2016 年   |        | 2017 年   |       | 2018 年   |       |
|-------------------|----------|--------|----------|-------|----------|-------|
|                   | 金额       | 增速     | 金额       | 增速    | 金额       | 增速    |
| 地区生产总值（亿元）        | 17558.76 | 10.70  | 19500.27 | 9.30  | 20363.19 | 6.00  |
| 工业增加值（亿元）         | 6040.53  | 10.20  | 6587.08  | 9.60  | 5997.70  | 1.10  |
| 全社会固定资产投资（亿元）     | 17361.12 | 12.10  | 17440.57 | 9.50  | ---      | 7.00  |
| 社会消费品零售总额（亿元）     | 7271.35  | 13.20  | 8067.67  | 11.00 | ---      | 8.70  |
| 进出口总额（亿元）         | 4140.39  | -10.30 | 4508.25  | 8.90  | 5222.62  | 15.90 |
| 城镇常住居民人均可支配收入（万元） | 2.96     | 8.70   | 3.22     | 8.70  | 3.49     | 8.40  |
| 农村常住居民人均可支配收入（万元） | 1.15     | 9.90   | 1.26     | 9.40  | 1.38     | 9.00  |

资料来源：2016-2018 年重庆市国民经济和社会发展统计公报

重庆市是我国重要的现代制造业基地，工业基础较好，现已形成汽车制造业、电子制造业、装备制造业、化医行业、材料行业、消费品行业和能源工业等“6+1”的支柱产业格局。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。2018 年重庆市实现工业增加值 5997.70 亿元，比上年增长 1.1%，增速较上年回落 8.3 个百分点。在规模以上工业中，汽车产业增加值比上年下降 17.3%，摩托车产业下降 0.3%，电子产业同比增长 13.6%，装备产业同比增长 4.8%，化工产业同比增长 1.5%，医药产业同比增长 9.3%，材料产业同比增长 11.0%，消费品产业同比增长 1.9%，能源工业同比增长 1.7%。整体来看，重庆市电子制造业近年来持续增长，产业竞争能力较强，可为全市工业经济发展提供一定的支撑；但汽车制造业、摩托等传统行业转型升级任务较重，已呈现下行趋势，全市工业经济增长承压。

重庆市经济内生动力较强，投资和消费仍然是拉动全市经济发展的主要动力。固定资产投资方面，近年来重庆市投资增速逐年下滑。2018 年重庆市固定资产投资总额比上年增长 7.0%，增速较上年下降 2.5 个百分点。其中，基础设施建设投资增长 11.5%；民间投资增长 12.8%。全年社会消费品零售总额比上年增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%。受对美出口增幅的进一步扩大拉动，全年货物进出口总额 5222.62 亿元，比上年增长 15.9%。

近年来重庆市房地产销售持续增长，但房地产开发投资存在一定的波动。2018 年重庆市房地产开发投资 4248.76 亿元，比上年增长 6.8%。其中，住宅投资 3012.65 亿元，同比增长 14.4%；办公楼投资 104.81 亿元，同比下降 33.4%；商业营业用房投资 564.66 亿元，同比下降 15.9%。2018 年重庆市商品房新开工面积 7386.16 万平方米，同比增长 30.0%，其中住宅新开工面积 5145.20 万平方米，同比增长 36.9%；商品房销售面积 6536.25 万平方米，同比下降 2.6%，其中住宅销售面积 5424.76 万平方米，同比下降 0.5%。得益于住宅销售价格的持续攀升，2018 年重庆市商品房销售额 5272.70 亿元，同比增长

15.7%，其中住宅销售额 4442.87 亿元，同比增长 23.4%。

**图表 3. 2016-2018 年重庆市商品房建设、销售情况（单位：万平方米，%）**

| 项目      | 2016 年   |       | 2017 年   |       | 2018 年   |       |
|---------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
|         | 面积       | 增速    | 面积       | 增速    | 面积       | 增速    |
| 商品房施工面积 | 27363.39 | -5.60 | 25960.99 | -5.10 | 27226.56 | 4.9   |
| 商品房竣工面积 | 4421.30  | -4.50 | 5055.73  | 14.3  | 4083.45  | -19.2 |
| 商品房销售面积 | 6257.15  | 16.30 | 6711.00  | 7.3   | 6536.25  | -2.6  |

资料来源：2016-2018 年重庆市国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，受房地产政策调整等因素影响，2016-2018 年重庆市土地成交面积持续下降，土地成交均价有所波动。2018 年重庆市成交土地 566 宗，成交面积 3492.61 万平方米，同比下降 3.71%；土地成交总价共 1160.32 亿元，同比下降 17.42%；平均溢价率 9.25%，成交土地楼面均价 2024.24 元/平方米。住宅用地、商服用地、其他用地成交均价同比下降 12.65%、13.34%和 39.83%，工业用地成交均价同比上升 13.2%至 443.95 元/平方米。

**图表 4. 2016 年以来重庆市土地市场情况**

| 项目                   | 2016 年         | 2017 年         | 2018 年         |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>土地成交面积（万平方米）</b>  | <b>4045.23</b> | <b>3627.25</b> | <b>3492.61</b> |
| 其中：住宅用地              | 1228.76        | 1599.51        | 1526.60        |
| 商服用地                 | 322.84         | 263.21         | 165.66         |
| 工业用地                 | 2296.59        | 1669.45        | 1706.49        |
| 其他用地                 | 197.05         | 95.08          | 93.85          |
| <b>土地成交金额（亿元）</b>    | <b>895.69</b>  | <b>1405.08</b> | <b>1160.32</b> |
| 其中：住宅用地              | 716.76         | 1224.89        | 1021.16        |
| 商服用地                 | 79.61          | 97.85          | 53.37          |
| 工业用地                 | 85.19          | 65.47          | 75.76          |
| 其他用地                 | 14.14          | 16.87          | 10.02          |
| <b>土地成交均价（元/平方米）</b> | <b>2214.19</b> | <b>3873.68</b> | <b>3322.21</b> |
| 其中：住宅用地              | 5833.20        | 7657.91        | 6689.11        |
| 商服用地                 | 2465.93        | 3717.56        | 3221.66        |
| 工业用地                 | 370.94         | 392.17         | 443.95         |
| 其他用地                 | 717.58         | 1774.30        | 1067.66        |

资料来源：Wind 资讯

## 2. 两江新区经济发展情况

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。

2018 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 2993.43 亿元，同比增长 10.2%。其中，第一产业增加值同比下降 1.5%；第二产业增加值同比增长 10.7%；第三产业增加值同比增长 15.4%。受汽车制造业增速下降影响，2018 年全区工业增加值同比下降 15.1%；规模以上工业总产值同比下降 10.7%。三大支柱产业走势分化，其中汽车产业产值同比下降 30.8%；电子产业同比增长 19.1%；当年新区装备制造业保持稳定，同比无较大变动。

2018 年全区投资稳定增长，固定资产投资总额同比增长 12.4%。消费品市场持续向好，全区实现社会消费品零售总额，同比增长 6.6%。房地产销售方面，2018 年全区商品房销售面积为 1416.24 万平方米，同比下降 3.7%，实现商品房销售额 1665.65 亿元，同比增长 14.2%。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 1834.16 亿元，同比增长 11.0%。

**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。2016-2018 年公司实现营业收入分别为 48.29 亿元、82.16 亿元和 75.41 亿元，其中土地一级开发收入分别为 45.51 亿元、65.84 亿元和 65.76 亿元。2018 年以来公司房产销售收入大幅减少，因此当年公司收入规模下降。土地一级开发业务一直是公司收入的主要来源，2018 年土地一级开发的收入占比由 2017 年的 80.14% 回升至 87.21%，房产销售业务收入占比由 2017 年的 12.10% 下降至 0.42%。2018 年公司实现房地产销售收入 0.32 亿元，同比大幅下降 96.78%，主要系由于房地产开发具有周期性，公司下属房地产项目尚未交房，未达到收入确认条件所致。由于 2018 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，加之销售初期售价相对较低，造成公司房地产业务收入成本倒挂。

2019 年 1-3 月，该公司实现营业收入 6.94 亿元，同比增长 432.47%，主要系以前年度公司土地开发产生的收入在年底统一结转，因此公司上年同期未确认土地开发收入，2019 年起公司根据土地成交情况按月确认土地开发收入使得 2019 年 1-3 月公司营业收入增幅较大。但由于当期公司出让的土地以工业用地为主，土地售价较低，导致公司收入和成本倒挂。

图表 5. 近三年公司营业收入和毛利构成（单位：万元）

| 项目        | 2016 年 |         | 2017 年 |         | 2018 年 |         |
|-----------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|           | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 营业收入      | 48.29  | 100.00% | 82.16  | 100.00% | 75.41  | 100.00% |
| 其中：土地一级开发 | 45.51  | 94.23%  | 65.84  | 80.14%  | 65.76  | 87.21%  |
| 房产销售      | ---    | ---     | 9.94   | 12.10%  | 0.32   | 0.42%   |
| 毛利        | 6.08   | 100.00% | 7.96   | 100.00% | 13.57  | 100.00% |

| 项目        | 2016年  |        | 2017年   |         | 2018年    |        |
|-----------|--------|--------|---------|---------|----------|--------|
|           | 金额     | 占比     | 金额      | 占比      | 金额       | 占比     |
| 其中：土地一级开发 | 5.13   | 84.36% | 10.31   | 129.47% | 11.80    | 85.25% |
| 房产销售      | ---    | ---    | -2.53   | -31.78% | -0.81    | -5.86% |
| 毛利率       | 12.58% |        | 9.69%   |         | 18.36%   |        |
| 其中：土地一级开发 | 11.26% |        | 15.66%  |         | 17.94%   |        |
| 房产销售      | ---    |        | -25.46% |         | -254.23% |        |

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 2019 年 3 月末，该公司在开发土地 21.36 万亩，在开发的土地以工业类和道路交通和物流仓储等其他类土地为主，该类用地占公司总开发土地面积的 89.21%。

**图表 6. 截至 2019 年 3 月末公司在开发土地情况（单位：亩）**

| 坐落片区                   | 住宅              | 商业              | 工业              | 其他               | 合计               |
|------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 郭家沱街道                  | 1582.92         | 37.20           | 0.36            | 1320.19          | 2940.67          |
| 龙兴片区、水土片区              | 826.85          | 692.43          | 8585.45         | 14901.51         | 25006.24         |
| 鱼复工业园三佛、楼房片区地块         | 0.00            | 7.27            | 481.33          | 1057.79          | 1546.39          |
| 水土镇、复兴镇等地块             | 607.80          | 42.60           | 447.30          | 3639.54          | 4737.24          |
| 龙兴镇、石船镇等地块             | 0.00            | 343.64          | 1539.95         | 2893.53          | 4777.12          |
| 鱼复园区 5 号地块             | 0.00            | 0.00            | 590.40          | 679.43           | 1269.83          |
| 龙兴镇、石船镇                | 3236.26         | 6686.90         | 24486.56        | 78937.12         | 113346.84        |
| 鱼嘴镇、复盛镇、郭家沱街道          | 1928.94         | 2580.65         | 4689.68         | 26343.55         | 35542.82         |
| 重庆城市交通开发投资（集团）有限公司储备土地 | 1145.57         | 494.47          | 3471.19         | 9661.30          | 14772.53         |
| 水土镇、复兴镇                | 4783.74         | 2387.77         | 7753.12         | 34964.24         | 49888.87         |
| <b>合计</b>              | <b>14112.08</b> | <b>13272.93</b> | <b>52045.34</b> | <b>174398.20</b> | <b>213551.06</b> |

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，待拨付款支付达到 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 2019 年 3 月末，该公司累计征地拆迁 30.15 万亩，已累计投入征地资金约 700 亿元，征地成本平均为 23.22 万元/亩（不含安置房建设成本）。后续主要通过土地出让回笼资金。截至 2019 年 3 月末，公司累计获得土地出让收入 389.57 亿元。

## (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，两者合计约为土地出让金的 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。

2016-2018年，该公司完成整理并出让的土地面积分别为0.77万亩、0.43万亩和0.55万亩，同期确认土地开发收入45.51亿元、65.84亿元和65.76亿元，另外获得征地税费返还（计入资本公积）分别为6.03亿元、24.14亿元和5.04亿元。2018年，公司征地面积大幅减少，且同期耕地开垦费不再征收，因此征地税费返还同比下降79.12%。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。2018年公司土地开发收入略有下降主要系出让的工业用地较多所致。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。2019年起公司按月根据国土部门出具的土地成交确认书结转收入。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     | 2621.65    | 2879.51 | 5530.14  | 6.38     | 88.21 | 89.19 |
| 2019年1-3月 | 2016.99    | 649.69  | 2711.68  | 4.93     | 24.18 | 29.11 |

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） |
|-----------|-------------|----------------|-------------|----------------|
| 2019年     | 2798        | 5.15           | 2234        | 62.22          |
| 2020年     | 1000        | 1.84           | 1822        | 72.32          |
| 2021年     | 1000        | 1.84           | 1952        | 78.37          |
| <b>合计</b> | <b>4798</b> | <b>8.83</b>    | <b>6008</b> | <b>212.91</b>  |

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的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 2018 年末，两江新区直管区累计签约项目 240 个，合同金额 1729.30 亿元。其中工业项目 73 个，合同金额 976 亿元，占投资总额的 56%。产学研一体化项目签约 30 个，总投资 40 亿元。研发平台加快搭建，引进中国科学院大学、新加坡国立大学等研发机构 8 个，支持区内企业累计建立市级以上研发平台 234 个，其中新型高端研发机构 7 个，居全市第一。截至 2018 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 27 个世界 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. 2013 年以来两江新区直管区招商引资情况**

| 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     | 1018.00 亿元          |
| 2018 年 | 240     | 1729.30 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<sup>1</sup>，用于支持两江新区发展。截至 2018 年末，公司累计获得征地铁费返还及基础设施建设相关补助合计 345.98 亿元（计入资本公积）。

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 2019 年 3 月末，公司在建安置房项目计划总投资合计 229.26 亿元，累计已投资 179.45 亿元。

<sup>1</sup> 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提留专项后的余额，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。

**图表 10. 截至 2019 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         | 17.81         | 60.80         |
| 和合家园 D 组团 | 3.88          | 2.88          | 12.49         |
| 复盛安置房一期   | 5.51          | 5.51          | 17.00         |
| 复盛安置房二期   | 12.72         | 12.72         | 36.60         |
| 双溪安置房     | 5.51          | 4.06          | 17.50         |
| 鱼嘴安置房一期   | 9.21          | 9.21          | 30.80         |
| 鱼嘴安置房二期   | 7.02          | 7.02          | 20.60         |
| 郭家沱安置房    | 6.30          | 5.91          | 30.80         |
| 鱼嘴安置房三期   | 4.41          | 1.86          | 15.00         |
| 万寿安置房二期   | 12.89         | 11.6          | 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         | 8.88          | 34.92         |
| 龙兴安置房二期   | 10.35         | 8.94          | 31.12         |
| 天堡寨安置房    | 22.56         | 10.03         | 68.07         |
| <b>合计</b> | <b>229.26</b> | <b>179.45</b> | <b>703.95</b> |

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 2019 年 3 月末，公司公租房项目总计 9 个，总建筑面积为 407.89 万平方米，总投资 139.27 亿元，已投资 119.86 亿元。其中鱼嘴、复盛、双溪、龙兴、龙兴北和天堡寨 6 个公租房已基本投入使用，2018 年公司公租房实现租金收益 1.18 亿元，公租房收益很低。其余 3 个在建项目均处于主体结构建设阶段，后续还需投入一定资金。

**图表 11. 截至 2019 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   | 38.26  | 12.51  | 12.14 | 基本投入使用           |
| 天堡寨  | 52.60  | 17.02  | 14.78 | 基本投入使用           |
| 复盛   | 23.36  | 10.49  | 7.49  | 基本投入使用           |
| 双溪   | 45.32  | 17.19  | 14.21 | 基本投入使用           |
| 万寿   | 100.40 | 33.05  | 29.54 | 部分组团投入使用         |
| 思源   | 61.90  | 20.06  | 16.23 | 三组团在建，其余组团基本投入使用 |

| 项目名称      | 建筑面积          | 预计投资规模        | 已投资金额         | 工程进度           |
|-----------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 龙兴        | 50.44         | 16.53         | 14.63         | 基本投入使用         |
| 上通五       | 11.69         | 4.61          | 2.98          | 一期已基本投入使用，二期在建 |
| 龙兴北       | 23.92         | 7.81          | 7.86          | 基本投入使用         |
| <b>合计</b> | <b>407.89</b> | <b>139.27</b> | <b>119.86</b> | ---            |

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，租金纳入预算管理，按照政府非税收入有关规定缴入国库，住宅和商业租金均由重庆市两江新区财政局收取，不确认该公司收入。租金严格执行“收支两条线”管理，上交的租金和税费全额返还，专项用于公租房工程建设、贷款本息偿还、运营维护等支出。此外，两江新区财政局拨付给公司5%的土地出让收益专项补助款（计入专项应付款）。

截至2019年3月末，该公司基础设施建设项目累计投入706.20亿元<sup>2</sup>，其中安置房项目已投资179.45亿元。

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。2019年公司预计土地开发及基础设施建设投资支出分别为59.13亿元和143.03亿元，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<sup>3</sup>（单位：亿元）

| 板块   | 项目                 | 2016年         | 2017年         | 2018年         |
|------|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| 资金来源 | 资本金                | --            | --            | --            |
|      | 征地铁费返还             | 6.03          | 24.14         | 5.04          |
|      | 土地出让金返还            | 41.53         | 79.58         | 84.65         |
|      | 公租房、廉租房补助          | 1.35          | 0.95          | 3.11          |
|      | 安置房配套费返还           | 3.67          | 6.03          | 5.86          |
|      | 专款类财政补助资金          | 68.50         | 71.36         | 76.64         |
|      | 债务性融资              | 147.92        | 69.69         | 53.35         |
|      | 政府债券               | 100.29        | 73.33         | 113.75        |
|      | 其他                 | 65.07         | 83.88         | 91.93         |
|      | <b>合计</b>          | <b>434.36</b> | <b>408.96</b> | <b>434.33</b> |
| 资金支出 | 征地相关支出             | 39.80         | 43.37         | 49.83         |
|      | 工程相关支出             | 89.96         | 67.52         | 65.78         |
|      | 其中：安置房建设支出         | 18.51         | 11.07         | 8.00          |
|      | 项目收购支出             | --            | --            | --            |
|      | 其他开发投资支出（主要包括财务费用） | 42.61         | 38.91         | 39.10         |
|      | 还本支出               | 197.04        | 247.55        | 209.03        |
|      | 其他                 | 11.65         | -1.81         | 68.43         |

<sup>2</sup> 该公司基础设施建设业务产生的成本（除安置房项目）计入“其他非流动资产”等科目。

<sup>3</sup> 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 | 2016年  | 2017年  | 2018年  |
|----|----|--------|--------|--------|
|    | 合计 | 399.57 | 406.61 | 440.17 |

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。2018年两江置业实现房地产销售收入0.32亿元，由于当年大部分项目未达到交房条件，结转的房地产销售收入较小。

图表 13. 2019年3月末两江置业已竣工住宅项目情况（单位：亿元，万平方米）

| 项目名称    | 下属子公司 | 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 | 两江置业  | 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2019年3月末，该公司在建的项目主要为两江御园项目和曲院风荷等项目，计划总投资106.59亿元，截至2019年3月末累计投资48.17亿元，后续仍需投入大量资金。其中，两江置业在建的B13汽车孵化园项目计划总投资4.48亿元，截至2019年3月末累计投资2.51亿元，后续将通过招商引资厂房出租的方式回笼资金。新利富实业在建的德辉体育馆项目计划总投资额2.60亿元，截至2019年3月末已投资1.85亿元，后续拟通过部分招商招租的方式收回资金。此外两江置业仍有溪岸云蔚等项目将于2019年相继开工建设，拟建项目预计总投资为111.44亿元。其中，龙湖商业项目、重庆大学附属两江医院、龙兴国际学校及配套地产项目仍处在项目规划阶段。近年来公司在房地产方面投资力度较大，房地产项目投融资压力和去化风险需持续关注。

图表 14. 截至2019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      | 下属子公司 | 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 | 公司持股比例 |
|-----------|-------|------|-------|---------|-------|-------|----------------------------|---------|--------|
| 御园一期二组团   | 两江置业  | 住宅   | 3.87  | 29.91   | 10.60 | 5.66  | 2019                       | 3.59    | 100%   |
| 御园二期      | 两江置业  | 住宅   | 3.36  |         | 4.39  | 6.74  | 2019                       | 2.75    | 100%   |
| 御园三期      | 两江置业  | 住宅   | 30.00 |         | 37.40 | 25.21 | 2020                       | 17.06   | 100%   |
| 御园四期      | 两江置业  | 住宅   | 19.50 |         | 40.60 | 15.90 | 2020                       | 3.41    | 100%   |
| 曲院风荷      | 两江置业  | 住宅   | 35.00 | 7.52    | 67.20 | 32.45 | 一期2019<br>二期2020<br>三期2021 | 1.09    | 100%   |
| 德辉体育馆     | 新利富实业 | 文体   | 2.60  | 1.85    | 4.22  | 2.11  | 2019                       | --      | 58%    |
| 悦荟城(p6-1) | 新利富实业 | 商务金融 | 7.78  | 6.38    | 12.26 | 5.01  | 2019                       | --      | 100%   |
| B13汽车孵化园  | 两江置业  | 标准厂房 | 4.48  | 2.51    | 14.56 | 8.00  | 2019                       | --      | 100%   |

| 项目名称 | 下属子公司 | 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 | 公司持股比例 |
|------|-------|------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 合计   | --    | --   | 106.59 | 48.17   | 191.23 | 101.08 | --     | 27.90   |        |

资料来源：两江开投

**图表 15. 截至 2019 年 3 月末两江置业拟建项目情况（单位：亿元）**

| 项目名称          | 下属子公司 | 项目性质   | 计划投资额  | 预计开工时间  | 公司持股比例    |
|---------------|-------|--------|--------|---------|-----------|
| 观音山           | 两江置业  | 文旅建筑   | 8.05   | 2019.09 | 44%       |
| 溪岸云蔚          | 两江置业  | 住宅     | 12.00  | 2019.06 | 100%      |
| 龙湖商业项目        | 两江置业  | 商住项目   | 17.50  | 待定      | 49%       |
| 重庆大学附属两江医院    | 新利富实业 | 医疗建筑   | 35.00  | 待定      | 100%      |
| 龙兴国际学校及配套地产项目 | 两江置业  | 商住教育建筑 | 21.00  | 2019.12 | 100%（拟合作） |
| 装配式建筑 PC 构件厂  | 新利富实业 | 工业建筑   | 0.90   | 待定      | 30%       |
| 复盛商业项目        | 两江置业  | 商业项目   | 3.49   | 待定      | 100%      |
| 两江总部城         | 新利富实业 | 商业项目   | 2.70   | 待定      | 100%      |
| 悦来商业          | 两江置业  | 商业项目   | 3.49   | 待定      | 100%      |
| 人才公寓项目        | 两江置业  | 住宅     | 7.31   | 待定      | 100%      |
| 合计            | --    | --     | 111.44 | --      |           |

资料来源：两江开投，投资额为根据两江置业和新利富实业持股比例计算

## 管理

**跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构和管理制度保持稳定，部分高管人员有所变动。**

截至 2019 年 3 月末，该公司实收资本为 100.04 亿元，重庆两江新区管理委员会（简称“两江新区管委会”）仍持有公司 99.96% 的股权，系公司实际控制人，公司产权状况详见附录一。跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、内部管理制度无重大变化。2018 年，根据两江新区管委会要求，行政官员不得继续在企业进行交叉任职。2018 年 10 月，根据重庆两江新区管委会下发的任免通知：免去公司毛平同志、董伦同志、王广荣同志的董事职务，上述公司高管人员变化系两江新区管委会正常的人事调动，对公司的日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。上述董事免职后，公司董事会人数与章程规定的七名董事不符。目前两江新区管委会正在安排公司董事会成员的选举、任命工作。

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。2018 年公司关联交易金额为 65.78 亿元，其中因土地一级开发业务与两江新区管委会的关联交易金额 65.76 亿元。此外，公司与关联方存在一定的资金往来，2018 年末，公司应收关联方资金余额为 2.64 亿元，其中 1.54 亿元系对参股公司重庆超硅半导体有限公司的投资款，账龄一年以内。另外，应收北京东方园林环境股份有限公司（简称“东方园林”）的 0.40

亿元主要为建设资金借款，该笔借款公司将以应付其工程款相应抵扣。

**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 | 2016年     | 2017年     | 2018年     |
|-----------------|--------|-----------|-----------|-----------|
| 重庆两江新区管理委员会     | 土地一级开发 | 455078.75 | 657378.82 | 657620.10 |
| 重庆两江机器人融资租赁有限公司 | 物业服务   | 114.62    | ---       | 142.44    |
| 合计              | ---    | 455193.37 | 657378.82 | 657762.54 |

资料来源：两江开投 2016-2018 年审计报告附注

**图表 17. 2018 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    | 2018 年末         |
|--------------------|-------|-----------------|
| 北京东方园林环境股份有限公司     | 应收账款  | 500.00          |
|                    | 预付款项  | 3000.00         |
|                    | 其他应收款 | 500.00          |
| 重庆两江机器人融资租赁有限公司    | 应收账款  | 33.00           |
| 中交贵州海绵城市投资建设有限公司   | 应收账款  | 4645.32         |
| 海口市两江中交建设投资投资有限公司  | 应收账款  | 2352.00         |
| 重庆超硅半导体有限公司        | 其他应收款 | 15361.37        |
| <b>应收关联方资金余额合计</b> | ---   | <b>26391.69</b> |
| 重庆超硅半导体有限公司        | 其他应付款 | 2495.65         |
| 重庆两江绿城物业服务服务有限公司   | 其他应付款 | 435.10          |
| 中交贵州海绵城市投资建设有限公司   | 预收款项  | 880.27          |
| <b>应付关联方资金余额合计</b> | ---   | <b>3811.02</b>  |

资料来源：两江开投 2018 年审计报告附注

## 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

天职国际会计事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 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。公司执行企业会计准则及其补充规定。

财政部于 2018 年 6 月颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司已按照上述通知编制 2018 年度财务报表。

截至 2018 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 1852.49 亿元，所有者权益为 1120.86 亿元（其中归属母公司所有者权益为 1113.51 亿元）；2018 年公司实现营业收入 75.41 亿元，净利润 25.74 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为 24.93 亿元），经营性现金流量净额为 128.14 亿元。

截至 2019 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 1899.68 亿元，所有者权益为 1139.46 亿元（其中归属母公司所有者权益为 1132.04 亿元）；2019 年第一季度，公司实现营业收入 6.94 亿元，净利润-9.34 亿元（其中归属母公司所有者的净利润为-9.40 亿元），经营性现金流量净额为 12.25 亿元。

## 2. 公司偿债能力

随着土地开发及基础设施建设业务的推进，该公司负债规模仍较大，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，使得资产负债率仍保持合理水平。2018 年公司经营性现金流为净流入，但投资支出较大，主要依赖土地出让金收入、外部融资和政府财政性资金支持来实现资金平衡。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。

### (1) 债务分析

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，2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债总额分别为 731.63 亿元和 760.23 亿元，2018 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和债券所致。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，2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本公积分别为 949.83 亿元和 978.79 亿元。2018 年末公司资本公积较上年末增长 10.09%，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、子公司景观公司小股东投入资本等。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 1120.86 亿元和 1139.46 亿元。得益于公司收到征地税费返还、项目建设资本金等规模较大，公司资产负债率保持在合理水平，同期末分别为 39.49%和 40.02%。

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。2018 年，由于公司偿还了部分到期的银行借款和债券，且将一年内到期的债务调整计入一年内到期的非流动负债，年末公司长短期债务比大幅下降，2018 年末及 2019 年 3 月末公司长短期债务比分别为 77.41%和 69.52%。

从债务具体构成来看，2018 年末该公司负债主要由刚性债务、预收账款、应付账款和其他应付款组成，年末分别为 477.13 亿元、147.29 亿元、60.65 亿元和 23.39 亿元，占比分别为 65.22%、20.13%、8.29%和 3.20%。预收账款同比增长 88.34%，主要系由于土储预收款增加以及两江置业的预售房款增加所致。年末应付账款主要为应付工程款，同比增长 224.59%，主要系由于结算方法调整导致暂估工程款增加，其中账龄一年以内的款项 51.25 亿元，占比为 84.5%。年末公司其他应付款为 23.39 亿元，其中应付利息 5.47 亿元，其他应付款（不含应付利息）主要来自于保证金及押金 12.65 亿元，占比 70.62%，其中账龄超过一年的款项占比 11.58%。

跟踪期内，该公司外部融资增速有所放缓，并偿还了部分到期借款和债券，刚性债务规模下降。公司刚性债务以中长期为主，2018 年末中长期刚性债务占刚性债务余额的 62.71%。截至 2018 年末，公司纳入地方政府债务部分合计 176.87 亿元，已经全部置换完毕。

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，2018 年末银行借款余额为 278.67 亿元，同比下降 23.82%，主要系公司当年偿还的部分到期银行借款所致。2018 年末，公司银行借

款中短期借款为 2.00 亿元，年利率为 4.35%。长期借款（含一年内到期）为 276.67 亿元，主要为土地抵押借款，借款利率多为基准利率。公司一年内到期的刚性债务规模较大，共计 177.91 亿元，面临一定的集中偿付压力。截至 2018 年末，公司共有储备土地 383.18 亿元、经营性土地 10.16 亿元、经营性房产 29.76 亿元，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. 2018 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       | 132.33        | 57.19        | ---         | 189.52        |
| 保证借款       | 22.69         | 5.97         | ---         | 28.66         |
| 信用借款       | 33.10         | 25.40        | 2.00        | 60.50         |
| <b>合 计</b> | <b>188.11</b> | <b>88.56</b> | <b>2.00</b> | <b>278.67</b> |

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 2019 年 4 月末公司待偿还债券余额合计 161.60 亿元。

考虑到该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

该公司“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 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 184.21% 和 157.18%。2018 年营业收入现金率呈现大幅上升，主要系公司当年收回大额的土地款以及下属子公司两江置业的预售房款增加所致。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 128.14 亿元和 12.25 亿元。2018 年，由于公司收回了大规模土地出让金、专款类财政补助资金、预售房款且土地开发支出规模较小，因此当期公司经营性现金流量净额呈现大额净流入状态。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -49.86 亿元和 15.36 亿元。2018 年公司收回投资及投资支付的现金均大幅减少，主要系公司收到的财政资金不再用于买卖理财产品所致。

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。2018 年和 2019 年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -84.99 亿元和 -10.36 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。2018 年及 2019 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呈现大规模净流出状态。

## （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。2018



年末及 2019 年 3 月末公司资产总额分别为 1852.49 亿元和 1899.68 亿元。从资产构成来看，2018 年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 50.69%和 49.31%。

2018 年末，该公司流动资产为 939.06 亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。其中，货币资金年末余额 46.72 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 12.23%。货币资金中除了 2454.74 万元受限的保证金外，其余均为可动用货币资金。年末其他应收款为 16.54 亿元，同比增长 108.57%，主要系由于 2018 年会计政策调整，公司将应收利息和应收股利（合计为 9.01 亿元）合并计入其他应收款项目所致。剔除应收利息和应收股利后的其他应收款为 7.53 亿元，其中地方政府及政府相关部门的其他应收款项合计 3.55 亿元，包括两江新区管委会的政府购买污水处理服务费和保证金 1.87 亿元、重庆两江新区财政局和重庆两江新区工业开发区龙兴工业园管理委员会代垫市政款项 1.33 亿元、重庆市国土资源房屋管理局两江新区分局和重庆两江新区国土资源房屋管理所的保证金 0.15 亿元、重庆市北碚区水土镇人民政府和重庆市北碚区复兴镇人民政府的环境建设费 0.14 亿元、重庆市农村土地整治中心低丘缓坡试点耕地建优代建费 0.06 亿元。此外还有重庆超硅半导体有限公司投资款 1.91 亿元、重庆长点联合能源有限责任公司的往来款 0.34 亿元。2018 年末存货为 863.04 亿元，主要为土地开发成本，近年来持续增长。年末应收账款 3.90 亿元，同比大幅下降 93.02%，主要系应收管委会的大额土地出让款回笼所致。应收账款中地方政府及政府相关部门的款项合计 0.32 亿元，包括重庆市潼南区园林管理所、重庆两江新区鱼复工业园管理委员会和重庆市渝北区翠云街道办事处工程款 0.24 亿元、重庆两江新区管理委员会的招商奖励款 0.08 亿元。年末其他流动资产为 3.86 亿元，由待抵扣增值税、预交税费、代扣代缴税费构成。

2018 年末，该公司非流动资产为 913.43 亿元，主要由无形资产、其他非流动资产、投资性房地产、长期股权投资和可供出售金融资产构成，占非流动资产的比重分别为 30.69%、48.92%、5.88%、7.99%和 2.83%。其中，无形资产为 280.36 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 446.89 亿元，其中基础设施建设成本为 296.14 亿元，公租房项目成本为 145.33 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 53.72 亿元；2018 年末公司长期股权投资为 73.02 亿元，同比减少 20.48%，主要系公司收回对联营企业重庆渝新通达能源有限公司（简称“渝新通达”）的投资以及权益法核算下的参股公司重庆渝资光电产业投资有限公司（简称“渝资光电”）持有的上市公司京东方股票市值下降相应调减长期股权投资的账面价值所致。年末公司可供出售金融资产为 25.87 亿元，同比上升 46.97%，主要系由于公司增加了对重庆两江新区东园环境治理工程有限公司、重庆长电联合能源有限责任公司、重庆两江新区承朔股权投资基金合伙企业（有限合伙）等的权益投资。年末公司长期应收款为 17.35 亿元，主要以外部借款为主，包括重庆两江新区新亚航实业有限公司、重庆两江新区新溪置业发展有限公司、重庆两江新区新桐实业有限公司、重庆市蔡家组团建设开发有限公司的借款 15.27 亿元。此外，皮拉图斯委托贷款 1.2 亿元偿还的资金来源系管委会补贴款，北京东方园林借款 0.5 亿元将以应付其工程款相应抵扣。2019 年 3 月末，公司资产总额略升至 1899.68 亿元，资产结构无较大变动。

#### (4) 流动性/短期因素

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 227.71%和 218.73%，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 2018 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 423.35 亿元，占资产总额的比重为 22.85%，占净资产的比重为 37.77%，公司受限资产规模较大，资产流动性较弱。

### 3. 公司盈利能力

该公司营业收入主要来自土地开发业务收入，受出让土地性质及规模影响，营业收入呈现波动。跟踪期内公司营业收入有所下降，主要系由于土地一级开发收入略有下降，加之当年结转的房地产销售收入大幅下降所致。作为两江新区土地开发及基础设施投融资主体，公司业务运营以公益性为主，资产获利水平很低。

该公司营业收入主要来源于土地一级开发收入。2018 年公司实现营业收入为 75.41 亿元，主要系土地一级开发收入略有下降，加之当年结转的房地产销售收入大幅下降，因此营业收入同比下降 8.22%。2018 年公司综合毛利率为 18.35%，其中土地一级开发业务毛利率为 17.94%。2018 年公司收入主要来自土地开发业务，因此当年公司综合毛利率有所提升。

从期间费用来看，2018 年该公司期间费用为 6.02 亿元，期间费用率为 7.98%，公司期间费用水平控制在相对较低水平。同期公司管理费用为 3.20 亿元，财务费用为 2.27 亿元，2018 年财务费用同比下降 49.39%，主要系由于部分有息债务偿还后利息支出大幅减少所致。

近年来投资收益和资产处置收益对该公司盈利形成重要补充。2018 年公司投资收益 10.80 亿元，其中 5.95 亿元系两江置业出售项目公司部分股权，丧失项目公司控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得、1.45 亿元系两江置业出售项目公司股权产生的投资收益 1.45 亿元、剩余部分主要系权益法核算的渝资光电产生的投资收益。从资产处置收益来看，2018 年公司确认资产处置收益 7.71 亿元主要系两江置业处置土地使用权所获得的收益。

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，2018 年公司实现营业外收入为 0.65 亿元，同期公司实现净利润为 25.74 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，加之公司业务运营公益性较明显，因此资产获利水平很低。2018 年公司净资产收益率为 2.37%，总资产报酬率为 1.57%。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 6.94 亿元，毛利率为-117.66%，净利润同比大幅降至-9.34 亿元，主要系由于自 2019 年起，公司按照管委会要求将土地开发收入由原来的年末集中结转收入调整为按月结转，加上第一季度出售的土地多为地价较低的工业用地导致公司 2019 年第一季度毛利率为负值并出现亏损。

## 公司抗风险能力评价

### 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. 区域经济与产业发展环境优势

重庆市是我国西部唯一集水陆空运输方式为一体的交通枢纽，是我国西南地区的中心城市，经济腹地广阔。重庆市为我国老工业基地之一，工业基础较好，以汽车摩托车行业、装备制造业、材料工业以及电子信息产业为主导产业，近年来经济持续增长，综合实力不断增强。2018年重庆市全年实现地区生产总值20363.19亿元，同比增长6.0%；两江新区聚集了重庆市主导产业，产业基础良好。重庆市及两江新区较强的经济实力可为公司业务运营提供良好的外部环境。

### 3. 土地资源优势

截至2019年3月末，该公司尚有储备土地25万亩，其中经营性用地5万亩、工业用地15万亩。公司持有的土地资产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，可为其业务发展和资金投入提供重要支撑。

### 4. 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2018年末，公司获得银行授信总额为854.70亿元，未使用授信额度为116.61亿元。

## 跟踪评级结论

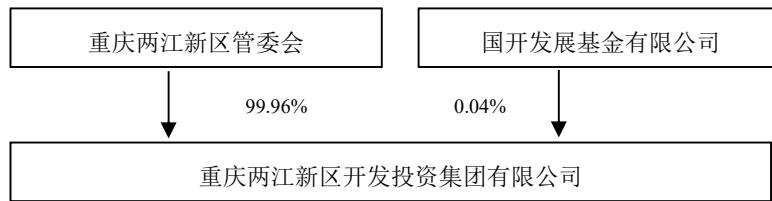
该公司为两江新区管委会直属投资运营企业，是两江工业开发区的投融资主体，主要承担区域内土地开发业务和重大基础设施建设的任务，跟踪期内公司继续可获得国家和地方政府在政策及资金等方面的各项支持。2018年由于公司土地一级开发收入略有下降，加之当年结转的房地产销售收入大幅下降，因此营业收入有所下滑。作为两江新区土地开发及基础设施投融资主体，公司业务运营以公益性为主，资产获利水平很低。公司土地开发及基础设施等业务投资规模大，后续仍将维持较大的投融资需求。随着土地开发及基础设施建设业务的推进，公司负债规模持续较大，但由于公司收到征地税费返还、项目建设资本金等规模较大，使得资产负债率仍保持合理水平。公司主要依赖土地出让金收入、外部融资和政府财政性资金支持来实现资金平衡。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。

同时，我们仍将持续关注：（1）重庆市及两江新区经济发展状况以及财政状况；（2）我国城投类企业面临的融资环境变化；（3）政策调控对土地出让和该公司所持有土地资产市场价值的影响；（4）公司投资建设支出、集中偿付压力以及公司资金平衡能力；（5）公司现金流状况以及往来款的回收状况；（6）房地产项目的投融资及去化压力。

附录一：

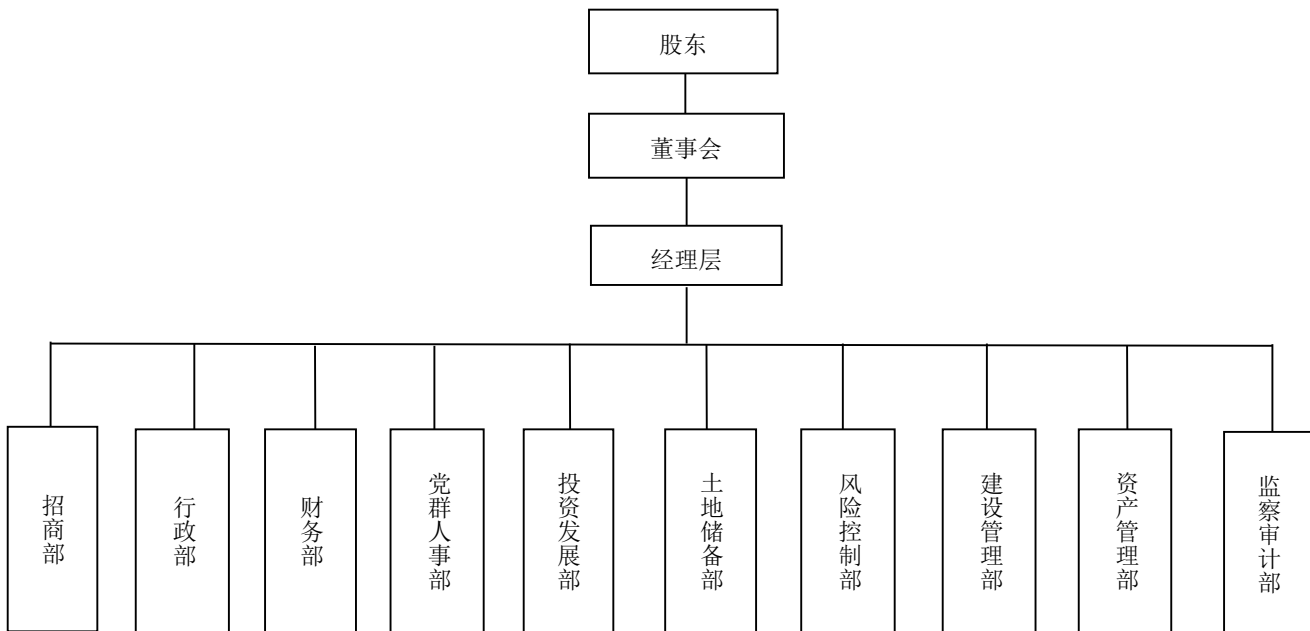
公司与实际控制人关系图



注：根据两江开投提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 年 3 月末）



**附录三：**
**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]      | 2016年   | 2017年   | 2018年   | 2019年<br>第一季度 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------------|
| 资产总额 [亿元]            | 1693.52 | 1782.98 | 1852.22 | 1899.68       |
| 货币资金 [亿元]            | 57.53   | 53.23   | 46.72   | 63.97         |
| 刚性债务[亿元]             | 685.67  | 600.52  | 477.13  | 481.50        |
| 所有者权益 [亿元]           | 899.15  | 1050.26 | 1120.86 | 1139.46       |
| 营业收入[亿元]             | 48.29   | 82.16   | 75.41   | 6.94          |
| 净利润 [亿元]             | 6.61    | 13.52   | 25.74   | -9.34         |
| EBITDA[亿元]           | 9.79    | 19.09   | 29.36   | —             |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -100.28 | -33.75  | 128.14  | 12.25         |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -52.22  | 22.09   | -49.86  | 15.36         |
| 资产负债率[%]             | 46.91   | 41.10   | 39.49   | 40.02         |
| 长短期债务比[%]            | 306.15  | 215.43  | 77.41   | 69.52         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 131.13  | 174.89  | 234.92  | 236.65        |
| 流动比率[%]              | 455.40  | 398.48  | 227.71  | 218.73        |
| 速动比率 [%]             | 80.98   | 52.51   | 17.45   | 21.15         |
| 现金比率[%]              | 29.42   | 22.91   | 11.33   | 14.26         |
| 利息保障倍数[倍]            | 0.28    | 0.57    | 1.03    | —             |
| 有形净值债务率[%]           | 130.04  | 95.19   | 87.20   | 88.66         |
| 担保比率[%]              | —       | —       | —       | —             |
| 毛利率[%]               | 12.58   | 9.69    | 18.35   | -117.66       |
| 营业利润率[%]             | 13.34   | 13.89   | 34.04   | -134.63       |
| 总资产报酬率[%]            | 0.58    | 1.07    | 1.57    | -0.45         |
| 净资产收益率[%]            | 0.78    | 1.39    | 2.37    | -0.83         |
| 净资产收益率*[%]           | 0.59    | 1.28    | 2.33    | -0.84         |
| 营业收入现金率[%]           | 99.62   | 98.27   | 184.21  | 157.18        |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -49.87  | -15.78  | 39.75   | —             |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%]  | -12.73  | -4.42   | 17.50   | —             |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -75.85  | -5.45   | 24.29   | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -19.36  | -1.53   | 10.69   | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 0.29    | 0.59    | 1.06    | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.01    | 0.03    | 0.05    | —             |

注：表中数据依据两江开投经审计的2016-2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

**附录四：**
**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+期末短期投资余额+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%      |
| 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%                            |
| 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%                                   |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)  | 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%                    |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率(%)  | 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%                        |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | (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% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%) | (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

附录五：

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。