

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、19 渝两江双创债 01、19 渝两江双创债 02 与 20 两江 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[2020]100245】

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、19 渝两江双创债 01、19 渝两江双创债 02 与 20 两江 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	
20 两江 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
19 渝两江双创债 02	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 11 月 28 日	
19 渝两江双创债 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
16 渝两江专项债 02	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
16 渝两江专项债 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
16 渝两江	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
14 渝两江债 02	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	
14 渝两江债 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 17 日		AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 12 日	

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	38.58	34.47	26.46	37.65
刚性债务	559.66	444.43	408.94	434.57
所有者权益	1039.23	1115.29	1174.09	1184.39
经营性现金净流入量	52.95	176.30	139.42	0.39
发行人合并数据及指标：				
总资产	1782.98	1852.49	1972.82	2008.17
总负债	732.72	731.63	794.01	821.36
刚性债务	600.52	477.13	447.16	473.66
所有者权益	1050.26	1120.86	1178.81	1186.81
营业收入	82.16	75.41	98.72	1.30
净利润	13.52	25.74	18.20	-0.15
经营性现金净流入量	-33.75	128.14	60.61	-18.70
EBITDA	19.09	29.36	22.88	—
资产负债率[%]	41.10	39.49	40.25	40.90
长短期债务比[%]	215.43	77.41	57.89	61.81
营业利润率[%]	13.89	34.04	18.79	-6.52
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.63	26.37	21.22	27.31
营业收入现金率[%]	98.27	184.21	111.25	454.71
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.81	14.53	-4.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.59	1.06	1.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.05	0.05	—

注：发行人数据根据两江开投经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王树玲 wangsl@shxsj.com
 楼雯仪 lwy@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、19 渝两江双创债 01、19 渝两江双创债 02 与 20 两江 01 的跟踪评级反映了 2019 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。

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。

风险：

- **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、19 渝两江双创债 01、19 渝两江双创债 02 与 20 两江 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 2014 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券、2014 年第二期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券、2016 年重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券、2016 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司专项债券、2016 年第二期重庆两江新区开发投资集团有限公司专项债券、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、2019 年第二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与 2020 年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券（简称 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、19 渝两江双创债 01、19 渝两江双创债 02 与 20 两江 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 2020 年 4 月末公司待偿还债券余额合计 126.70 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 4 月末公司待偿还债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日
20 两江 01	10.00	10.00	5	3.20	2020/4/13
19 渝两江双创债 02	15.00	15.00	5	3.93	2019/12/13
19 渝两江双创债 01	16.00	16.00	5	4.28	2019/2/28
17 两江 01	13.50	13.50	3	4.69	2017/8/25
16 渝两江专项债 02	20.00	14.00	5	3.10	2016/8/5
16 渝两江专项债 01	25.00	10.00	5	3.60	2016/4/19
16 渝两江	28.00	11.20	5	3.17	2016/1/13
15 渝两江 MTN001	25.00	25.00	5	4.56	2015/8/14
14 渝两江债 02	20.00	8.00	7	5.88	2014/9/16
14 渝两江债 01	20.00	4.00	7	6.70	2014/4/25

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限(年)	发行利率 (%)	起息日
合计	192.50	126.70	---	---	---

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著

加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台

资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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》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，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。2019年末，我国城镇化率为60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，

基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，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。2019 年重庆市经济实现平稳增长，增速有所回升。同期重庆市电子制造业较快增长，可为全市工业经济发展提供一定的支撑；重庆市消费市场仍维持较快增长，但对外贸易和固定资产投资增速有所放缓。

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 2019 年末，重庆市常住人口 3124.32 万人，较上年末增加 22.53 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 个省区中位居前列。2019 年重庆市实现地区生产总值 23605.77 亿元，同比增长 6.3%，增速略高于全国平均水平（6.1%）。同年重庆市第一产业增加值 1551.42 亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 9496.84 亿元，同比增长 6.4%；第三产业增加值 12557.51 亿元，同比增长 6.4%。三次产业结构比由上年的 6.8:40.9:52.3 调整为 6.6:40.2:53.2，第三产业比重持续上升。按常住人口计算，2019 年重庆市人均 GDP 为 75828 元，同比增长 5.4%。

图表 2. 2017-2019 年重庆市主要经济指标及增速(单位：%)

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	19500.27	9.3	20363.19	6.0	23605.77	6.3
工业增加值（亿元）	6587.08	9.6	5997.70	1.1	6656.72	6.4
全社会固定资产投资（亿元）	17440.57	9.5	--	7.0	--	5.7
社会消费品零售总额（亿元）	8067.67	11.0	--	8.7	--	8.7
进出口总额（亿元）	4508.25	8.9	5222.62	15.9	5792.78	11.0
城镇常住居民人均可支配收入（万元）	3.22	8.7	3.49	8.4	3.79	8.7
农村常住居民人均可支配收入（万元）	1.26	9.4	1.38	9.0	1.51	9.8

资料来源：2017-2019 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。2019年重庆市实现工业增加值6656.72亿元，同比增长6.4%，增速较上年回升5.3个百分点。同期规模以上工业中，汽车产业增加值同比下降4.1%，摩托车产业同比增长2.4%，电子产业同比增长14.3%，装备产业同比增长6.8%，化工产业同比增长3.1%，医药产业同比增长7.1%，材料产业同比增长14.7%，消费品产业同比增长6.1%，能源工业同比增长5.3%。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；但汽车制造业转型升级任务较重，呈下行趋势。

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。2019年重庆市固定资产投资总额同比增长5.7%，增速较上年下降1.3个百分点。其中，基础设施建设投资同比下降0.7%；民间投资同比增长3.3%。同期社会消费品零售总额同比增长8.7%，扣除价格因素实际同比增长6.9%。同期货物进出口总额5792.78亿元，同比增长11.0%。

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。2019年重庆市房地产开发投资4439.30亿元，同比增长4.5%。其中，住宅投资3246.77亿元，同比增长7.8%；办公楼投资112.85亿元，同比增长7.7%；商业营业用房投资529.48亿元，同比下降6.2%。2019年重庆市商品房新开工面积6725.40万平方米，同比下降8.9%，其中住宅新开工面积4593.17万平方米，同比下降10.7%；商品房销售面积6104.68万平方米，同比下降6.6%，其中住宅销售面积5149.08万平方米，同比下降5.1%。2019年重庆市商品房销售额5129.42亿元，同比下降2.7%，其中住宅销售额4457.78亿元，同比增长0.5%。

图表 3. 2017-2019 年重庆市商品房建设、销售情况（单位：万平方米，%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积	25960.99	-5.10	27226.56	4.9	27986.64	2.8
商品房竣工面积	5055.73	14.3	4083.45	-19.2	5069.17	24.1
商品房销售面积	6711.00	7.3	6536.25	-2.6	6104.68	-6.6

资料来源：2017-2019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，2017-2019年重庆市土地成交面积持续下降，土地成交均价有所波动。2019年重庆市成交土地616宗，成交面积3479.80万平方米，同比下降0.37%；土地成交总价共1184.98亿元，同比增长2.13%；平均溢价率12.94%，成交土地楼面均价2126.01元/平方米。

住宅用地、商服用地成交均价同比分别增长 17.54%和 13.88%，工业用地、其他用地成交均价同比分别下降 6.38%和 18.23%。

图表 4. 2017 年以来重庆市土地市场情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
土地成交面积（万平方米）	3627.25	3492.61	3479.80
其中：住宅用地	1599.51	1526.60	1271.67
商服用地	263.21	165.66	271.74
工业用地	1669.45	1706.49	1826.89
其他用地	95.08	93.85	109.49
土地成交金额（亿元）	1405.08	1160.32	1184.98
其中：住宅用地	1224.89	1021.16	999.80
商服用地	97.85	53.37	99.70
工业用地	65.47	75.76	75.93
其他用地	16.87	10.02	9.56
土地成交均价（元/平方米）	3873.68	3322.21	3405.32
其中：住宅用地	7657.91	6689.11	7862.10
商服用地	3717.56	3221.66	3668.78
工业用地	392.17	443.95	415.62
其他用地	1774.30	1067.66	872.98

资料来源：Wind 资讯

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。

近年来两江新区经济增速有所放缓，2019 年两江新区实现地区生产总值 3391.00 亿元，同比增长 5.2%。其中，第一产业增加值 18.33 亿元，同比增长

0.4%；第二产业增加值 1053.78 亿元，同比下降 0.7%；第三产业增加值 2318.89 亿元，同比增长 8.4%。

图表 5. 近年来两江新区全口径主要经济指标及增速（单位：亿元、%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2532.57	10.2	2933.43	4.2	3391.00	5.2
其中：第一产业增加值	19.29	-1.5	--	-0.5	18.33	0.4
第二产业增加值	1228.04	6.7	--	-10.7	1053.78	-0.7
第三产业增加值	1285.24	14.1	--	15.4	2318.89	8.4
规上工业总产值	5076.42	--	--	-10.7	4007.11	0.3
全社会固定资产投资	2166.69	12.4	--	12.4	2253.83	13.1
社会消费品零售总额	1233.02	9.2	--	6.6	1327.99	8.9
进出口总额	1652.13	7.2	1834.16	11.0	1916.01	4.5

资料来源：两江新区统计信息月报

两江新区产业基础良好，但支柱产业集中度较高，经济发展对汽车产业的依赖度较高，传统支柱产业有待升级。目前两江新区三大支柱产业分别为以长安、福特、现代等为代表的汽车产业，以京东方、奥特斯、康宁等为代表的电子信息产业和以川崎、华数、中船重工等为代表的装备制造业，近三年合计产值占比保持在全区的 86%左右。但受行业环境及政策调整影响，三大支柱产业走势分化，汽车产业陷入低迷，电子产业实现较快增长，装备制造平稳发展。2019 年汽车产业产值下降 14.6%，占全区规模以上工业总产值的比重从上年的 42.3%降至 36.6%；电子产业产值增长较快，2019 年同比增长 14.8%，占全区规模以上工业总产值的比重从上年的 37.7%提升至 43.8%；装备制造产值保持平稳，2019 年增长 3.4%。受汽车行业景气度下行影响，全区规模以上工业总产值仅同比增长 0.3%。此外，两江新区新兴产业发展较快，2019 年集成电路、智能网联汽车、人工智能、智能硬件实现增加值分别增长 452.3%、181.9%、131.2%和 46.9%。

图表 6. 2017-2019 年两江新区三大产业产值情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	增速	金额	占比	增速	金额	占比	增速
汽车产业	2686.91	52.9	--	--	42.3	-30.8	1464.75	36.6	-14.6
电子产业	1415.41	27.9	--	--	37.7	19.1	1755.58	43.8	14.8
装备制造	346.52	6.8	--	--	6.9	0.0	272.03	6.8	3.4

资料来源：两江新区统计信息月报

固定资产投资方面，2019 年固定资产投资总额为 2253.83 亿元，同比增长 13.1%。对外贸易方面，两江新区集聚了两路寸滩保税港区及一批国家指定进口口岸，建成工业、金融、会展、物流、保税、总部园区等开放平台，发展保税贸易、总部贸易、跨境电商等新业态，对外贸易实现加速发展。2019 年全区实现进出口总额 1916.01 亿元，同比增长 4.5%。

房地产市场方面，2019 年两江新区房地产投资增速放缓，当年房地产开发投资 1544.40 亿元，同比增长 14.3%，增速较上年回落 7.1 个百分点。2019 年两江新区商品房销售面积同比下降 15.0%至 1204.22 万平方米，销售额同比下降 14.8%至 1418.40 亿元。

图表 7. 2017-2019 年两江新区商品房建设和销售情况

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
房地产开发投资 (亿元)	1112.91	14.4	1350.91	21.4	1544.40	14.3
施工面积 (万平方米)	6086.25	3.9	6329.75	4.0	6798.49	7.4
竣工面积 (万平方米)	1315.11	55.1	1088.04	-17.3	1379.77	26.8
销售面积 (万平方米)	1469.97	31.4	1416.24	-3.7	1204.22	-15.0
销售额 (亿元)	1458.90	78.0	1665.65	14.2	1418.40	-14.8

资料来源：两江新区统计信息月报

两江新区是国务院批准的第三个国家级开发开放新区，享有多项优惠政策，2017 年重庆自贸区的设立为两江新区提供了更大的制度创新空间。此外，两江新区实施了较大力度招商引资支持政策以促进当地产业升级和发展。

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。2017 年中国（重庆）自由贸易试验区（简称“重庆自贸区”）建立，实施范围 119.98 平方公里，其中两江片区规划范围 86.33 平方公里，占自贸区规划范围的 71.95%，系核心区域；有望为两江新区提供更大的制度创新空间，有利于其打造内陆开放高地、助推内陆开放型经济。

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。

两江新区将招商引资作为推进开发开放、实现产业升级的重要措施。为打造中西部重要投资目的地、人才目的地，两江新区管委会于2017年8月颁布《重庆两江新区促进先进制造业发展办法》、《重庆两江新区促进科技创新发展办法》、《重庆两江新区促进总部经济发展办法》和《重庆两江新区加快金融业发展办法》等四个文件，发布四个“黄金十条”招商支持政策。政策从项目落户、建设、持续发展到上市阶段，在财税、人才、增长、创新、市场、投融资、场地、资金配套等方面给予企业全面扶持。两江新区优化区内营商环境、精准招商的举措取得了一定成效。

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，近年来土地收入随着商住用地出让占比的增加而增长，此外房产销售收入受项目结转周期影响有所波动。2020年第一季度受疫情影响下土地出让业务竞拍模式变更以及房产销售交房周期延长影响，营业收入较上年同期下降。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。2017-2019年，公司营业收入分别为82.16亿元、75.41亿元和98.72亿元，其中土地一级开发收入分别为65.84亿元、65.76亿元和84.70亿元，一直是公司收入的主要来源。2019年由于出让较多商住用地及地价上涨，公司土地开发收入增长，加之商品房项目结转销售收入，公司营业收入同比增长30.91%。同期由于御园一期和二期项目预售时间较早、楼盘品质高但区域内售价较低，房产销售收入与成本继续倒挂。

2020年第一季度，该公司实现营业收入1.30亿元，主要包括委托贷款利息、物业管理和房屋租金收入，同比下降81.27%，主要系受新冠疫情影响，土地出让业务竞拍模式由现场竞拍改为网络竞拍影响了土地出让进度，以及公司延期复工2个月、房地产板块交房周期延长所致。

图表 8. 近三年一期公司营业收入和毛利润构成（单位：亿元）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	82.16	100.00%	75.41	100.00%	98.72	100.00%	1.30	100.00%
其中：土地一级开发	65.84	80.14%	65.76	87.21%	84.70	85.80%	-	-
房产销售	9.94	12.10%	0.32	0.42%	6.03	6.11%	-	-
毛利润	7.96	100.00%	13.84	100.00%	18.28	100.00%	0.50	100.00%
其中：土地一级开发	10.31	129.47%	11.80	85.25%	17.40	95.21%	-	-
房产销售	-2.53	-31.78%	-0.81	-5.86%	-1.77	-9.66%	-	-
毛利率	9.69%		18.35%		18.52%		38.19%	
其中：土地一级开发	15.66%		17.94%		20.55%		-	
房产销售	-25.46%		-254.23%		-29.27%		-	

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，投入资金均由财政拨款；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2020年3月末，该公司在开发土地24.42万亩，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89.15%。

图表 9. 截至 2020 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	941.05	255.91	0.00	1682.79	2879.75
两江新区龙盛片区、水土片区	1152.50	534.87	8193.45	13993.91	23874.72
两江新区鱼复工业园三佛、楼房	0.00	7.32	326.36	1052.67	1386.35

坐落片区	住宅	商业	工业	其他	合计
片区地块					
两江新区水土镇、复兴镇等地块	543.11	42.62	439.69	3543.13	4568.54
两江新区龙兴镇、石船镇等地块	0.00	343.64	1581.08	2852.40	4777.12
两江新区鱼复园区 5 号地块	0.00	0.00	590.40	679.43	1269.83
渝北区龙兴镇、石船镇；江北区复盛镇；北碚区水土镇、复兴镇	1478.21	2048.36	1256.40	2496.86	7279.83
龙兴镇、石船镇	2184.58	6623.78	22406.63	75871.95	107086.93
鱼嘴镇、复盛镇、郭家沱街道	1515.57	2021.00	4617.91	24832.72	32987.19
重庆城市交通开发投资（集团）有限公司储备土地	850.56	1019.36	3205.35	8309.50	13384.77
水土镇、复兴镇	2375.02	2557.44	6377.53	33421.21	44731.20
合计	11040.61	15454.28	48994.78	168736.57	244226.23

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 2020 年 3 月末，该公司累计征地拆迁 31.77 万亩，已累计投入征地资金 759.72 亿元，征

地成本平均为 24.12 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 2020 年 3 月末，公司累计获得土地出让收入 453.32 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。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司完成整理并出让的土地面积分别为 0.43 万亩、0.55 万亩、0.49 万亩和 0.07 万亩，同期分别确认土地开发收入 65.84 亿元、65.76 亿元、84.70 亿元和 0.00 亿元，另外获得征地税费返还（计入资本公积）分别为 24.14 亿元、5.04 亿元、3.45 亿元和 0.00 亿元。2019 年由于出让较多商住用地且地价上涨，公司土地开发收入同比增长 28.80%。2019 年以前在完成土地出让后，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 10. 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

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
2018年	2621.65	2879.51	5530.14	6.38	88.21	89.19
2019年	3214.82	1698.37	4913.19	8.79	72.33	81.12
2020年第一季度	349.46	338.46	687.92	1.43	14.85	16.28 ¹

资料来源：两江开投

图表 11. 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）
2020年	1000	1.84	1822	72.32
2021年	1000	1.84	1952	78.37
2022年	1000	1.84	1944	77.76
合计	3000	5.52	5718	228.45

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區。

2019年，两江新区直管区签约项目88个，合同金额1716.23亿元，当年吸引投资500亿元的紫光存储芯片、10亿欧元的奥特斯三期、56亿元的瑞声科技、26亿元的四联两江智能产业园等重大项目签约入驻。截至2019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、日本三井等多个世界500强企业，以及长安汽车、格力、京东方、北京现代等中国知名企业。企业逐步落地入驻可为该公司土地开发、基础设施建设等业务持续稳定开展创造较有利环境。

图表 12. 近年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（亿元）
2015年	158	1638.94
2016年	96	1520.62
2017年	131	1018.00
2018年	240	1729.30
2019年	88	1716.23

资料来源：两江开投

¹ 2020年第一季度未收到土地出让确认收入凭据，将在第二季度陆续确认收入。

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。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司收到征地税费用及返还及基础设施建设相关补助合计分别为 95.50 亿元、81.68 亿元、98.09 亿元和 19.08 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司累计获得征地税费用返还及基础设施建设相关补助合计 525.50 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 2020 年 3 月末，公司在建及拟建安置房项目计划总投资合计 293.77 亿元，累计已投资 176.53 亿元。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司在建及拟建安置房项目情况（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	13.88	42.63
和合家园 B 组团	10.70	11.23	35.24
和合家园 C 组团	17.83	16.95	60.40
和合家园 D 组团	3.89	3.03	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

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预留专项后的余额，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。

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积
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	8.21	34.92
龙兴安安置房二期	10.35	6.71	31.12
天堡寨安置房	22.56	10.71	68.07
石船安置房二期	42.90	0.00	96.00
龙兴安安置房三期	21.60	0.00	48.00
合计	293.77	176.53	846.25

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 2020 年 3 月末，公租房项目总计 9 个，总建筑面积为 410.75 万平方米，总投资 138.13 亿元，已投资 122.91 亿元。其中鱼嘴、天堡寨、复盛、双溪、万寿、龙兴和龙兴北 7 个公租房已基本投入使用，2017-2019 年公司分别收到公租房租金收益 1.17 亿元、1.18 亿元和 1.05 亿元，租金收益通常于年末一次性返还，总体来看公租房收益很低。思源和上通五在建项目分别处于三组团和二期建设阶段，后续还需投入一定资金。

图表 14. 截至 2020 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	10.95	12.54	基本投入使用
天堡寨	52.6	18.4	14.74	基本投入使用
复盛	23.36	7.43	7.78	基本投入使用
双溪	45.32	16.52	14.49	基本投入使用
万寿	100.4	31.41	29.82	基本投入使用
思源	61.9	20.28	16.43	三组团在建，其余组团基本投入使用
龙兴	50.44	17.06	15.39	基本投入使用
上通五	14.55	4.84	3.55	一期已基本投入使用，二期在建
龙兴北	23.92	11.24	8.17	基本投入使用
合计	410.75	138.13	122.91	---

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 2020 年 3 月末，该公司基础设施建设项目累计投入 815.15 亿元³，其中安置房项目已投资 163.71 亿元。

图表 15. 近三年公司资金来源及支出情况⁴（单位：亿元）

板块	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资金来源	资本金	--	--	--	--
	征地税费返还	24.14	5.04	8.58	--
	土地出让金返还	79.58	84.65	80.82	4.87
	公租房、廉租房补助	0.95	3.11	1.29	--
	安置房配套费返还	6.03	5.86	--	--
	专款类财政补助资金	71.36	76.64	59.58	14.21
	债务性融资	69.69	53.35	145.54	48.96
	政府债券	73.33	113.75	70.00	--
	其他	83.88	91.93	76.41	10.39
	合计	408.96	434.33	442.22	78.43
资金支出	征地相关支出	43.37	49.83	45.86	5.62
	工程相关支出	67.52	65.78	118.04	18.81
	其中：安置房建设支出	11.07	8.00	6.33	1.13
	项目收购支出	--	--	0.10	0.02
	其他开发投资支出（主要包括财务费用）	38.91	39.10	31.77	12.54
	还本支出	247.55	209.03	175.95	22.17
	其他	-1.81	68.43	78.50	
	合计	406.61	440.17	450.22	68.04

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”）和重庆两江新区新利富实业有限公司（简称“新利富实业”）负责。两江置业和新利富实业的项目集中于两江新区，承担两江新区的功能配套建设任务。2019 年房地产销售收入为 6.03 亿元，主要来自于御园一期二组团、御园二期项目结转的商品房产销售收入，由于御园一期和二期项目预售时间较早、楼盘品质高但区域内售价较低，收入与成本仍倒挂。

截至 2020 年 3 月末该公司已完工待售住宅项目为御园一期和二期，总投资合计 27.59 亿元，可售面积总计 35.69 亿元，已售面积 20.47 亿元，累计回笼资金 15.72 亿元。此外，公司还有总部大厦、云计算中心和悦荟城三个商业

³ 该公司基础设施建设业务产生的成本（除安置房项目和土地开发成本）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。

地产出租项目, 2019 年租金收入分别为 0.31 亿元、0.04 亿元和 0.01 亿元, 2020 年 3 月末出租率分别为 98.59%、46.25%和 87.28%, 其中云计算中心主要入驻的系科技类企业, 该区域科技类企业成熟度较低导致出租率较低。

图表 16. 截至 2020 年 3 月末已竣工待售住宅项目情况 (单位: 亿元, 万平方米)

项目名称	开发主体	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	两江置业	住宅	22.29	35.60	35.60	2014/12	2019/5	29.82	18.40	12.96
御园二期	两江置业	住宅	5.30	5.92	5.92	2015/6	2019/6	5.87	2.07	2.76
合计	---	---	27.59	41.52	41.52	---	---	35.69	20.47	15.72

资料来源: 两江开投

图表 17. 截至 2020 年 3 月末已竣工出租项目情况 (单位: 亿元, 万平方米,)

项目名称	开发主体	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	截至 2020 年 3 月末出租率 (%)	平均租金 (元/天/平方米)	2019 年租金收入
总部大厦	新利富	写字楼	5.37	11.00	11.00	2013/8	2015/8	98.59	1.60	0.31
云计算中心	新利富	商业、写字楼	23.21	38.00	38.00	2012/1	2014/6	46.25	0.66	0.04
悦荟城	新利富	商业	7.78	12.26	12.26	2015/8	2019/8	87.28	1.38	0.01
合计	---	---	36.36	61.26	61.26	---	---	---	---	0.36

资料来源: 两江开投

截至 2020 年 3 月末, 该公司在建的项目主要为御园三期、四期项目和曲院风荷等项目, 计划总投资 96.37 亿元, 累计投资 45.00 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 5.49 亿元, 同期末已投资 3.77 亿元, 后续将通过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, 同期末已投资 1.85 亿元, 后续拟通过部分招商招租的方式收回资金。此外公司还有曲院风荷四期、德辉龙兴商业产业等项目计划将于 2020 年开工建设, 拟建项目预计总投资为 13.04 亿元。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 18. 截至 2020 年 3 月末在建房地产项目情况 (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
御园三期	两江置业	住宅	25.83	28.19	40.1	25.00	2020	24.59	100%
御园四期	两江置业	住宅	25.02		41.7	15.90	2021	7.70	100%
曲院风荷	两江置业	住宅	28.64	9.17	42.6	24.8	一期 2020 二期 2021 三期 2022	7.20	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
德辉体育馆	新利富	文体	2.60	1.85	4.22	2.11	2021	--	58%
B13 汽车孵化园	两江置业	标准厂房	5.49	3.77	14.56	8.00	2020	--	100%
溪岸云蔚	两江置业	住宅	8.79	2.02	13.3	6.00	2022	--	100%
合计	--	--	96.37	45.00	156.48	81.81	--	39.49	--

资料来源：两江开投

图表 19. 截至 2020 年 3 月末拟建房地产项目情况（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
曲院风荷四期	两江置业	住宅	8.75	2020	100%
德辉龙兴商业产业项目	新利富	商业、产业	4.29	2020	58%
合计	--	--	13.04	--	--

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。

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 2020 年 3 月末，两江新区管委会持有公司 99.96% 的股权。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。

该公司由两江新区管委会直管。2020 年第一季度公司免去了高家育同志的董事职务，由蒋兴盛同志担任董事职务，目前公司董事仍为 4 位，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。2019 年关联交易金额为 84.84 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为 84.70 亿元。关联租赁方面，公司为关联方重庆中油两江发展有限公司和重庆两江机器人融资租赁有限公司（简称“机器人租赁”）提供租赁，2019 年确认租赁收入 139.62 万元。同期公司为机器人租赁提供委托贷款 0.24 亿元。关联往来方面，2019 年末公司应收关联方资金余额为 8.84 亿元，主要系对参股公司重庆两江新溪置业发展有限公司、重庆蓝城两江实业发展

有限公司和重庆两江新区新亚航实业有限公司的借款 6.97 亿元⁵，后续通过参股公司销售回款陆续收回。

图表 20. 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	2017 年	2018 年	2019 年
重庆两江新区管理委员会	土地一级开发	657378.82	657620.10	847003.79
重庆两江机器人融资租赁有限公司	物业服务	--	142.44	145.03
重庆两江新区新溪置业发展有限公司	管理费	--	--	218.04
重庆两江新区新桐实业有限公司	管理费	--	--	196.23
重庆两江新区新亚航有限公司	管理费	--	--	415.09
重庆蓝城两江实业发展有限公司	管理费	--	--	85.27
重庆绿城两江建筑设计有限公司	管理费	--	--	75.47
重庆两江新区新御置业发展有限公司	管理费	--	--	212.26
重庆中油两江发展有限公司	管理费	--	--	86.35
合计	--	657378.82	657762.54	848437.53

资料来源：两江开投 2017-2019 年审计报告附注

图表 21. 2019 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	2019 年末
北京东方园林环境股份有限公司	应收账款	0.24
	预付款项	3000.00
	其他应收款	255.00
重庆中油两江发展有限公司	应收账款	8.43
	预付款项	81.52
重庆超硅半导体有限公司	应收账款	13.09
中交贵州海绵城市投资建设有限公司	应收账款	3734.69
海口市两江中交建设投资有限公司	应收账款	2352.00
重庆两江绿城物业服务服务有限公司	其他应收款	0.82
重庆中建海龙两江建筑科技有限公司	长期应收款	2359.23
重庆两江新溪置业发展有限公司	长期应收款	40572.20
重庆蓝城两江实业发展有限公司	长期应收款	18596.25
重庆两江新区新亚航实业有限公司	长期应收款	10571.51
重庆两江新区新桐实业有限公司	长期应收款	6921.02
应收关联方资金余额合计	--	88466.00
重庆两江智慧城市投资发展有限公司	应付账款	16.46
重庆超硅半导体有限公司	其他应付款	1612.57
重庆蓝城两江事业发展有限公司	其他应付款	2.20
应付关联方资金余额合计	--	1631.23

资料来源：两江开投 2019 审计报告附注

经查询人民银行信贷征信系统查，截至 2020 年 4 月 21 日，该公司银行借款和其他债务的还款和信用记录良好，本部无未结清不良信贷信息。根据国家工商总局、国家税务总局等渠道的查询，截至 2020 年 5 月 13 日公司本部及下属核心子公司不存在重大异常情况。

根据 2019 年审计报告，该公司子公司重庆两江新区市政景观建设有限公司（简称“景观公司”）未决诉讼如下：（1）中国人民财产保险股份有限公司

⁵ 重庆两江新溪置业发展有限公司和重庆两江新区新亚航实业有限公司的借款利率为 5%，重庆蓝城两江实业发展有限公司借款利率为 12%，期限均为 3 年。

北京分公司诉景观公司保险代位求偿权纠纷案（（2018）渝 0109 民初 391 号）的涉案金额 298.78 万元，目前该案已办结，景观公司已支付该款项；（2）重庆市二零八建设工程公司诉景观公司建设工程合同纠纷案（（2019）渝 0112 民初 5982 号）尚在司法审理程序中，涉案金额 118.28 万元，目前案件处于工程价款司法鉴定阶段；（3）重庆市建工市政交通工程有限责任公司诉景观公司建设工程合同纠纷案（（2019）渝 0112 民初 10031 号）尚在司法审理程序中，涉案金额 201.58 万元，目前案件处于工程价款司法鉴定阶段；（4）周立冬诉景观公司违反安全保障义务责任纠纷案（（2019）渝 0105 民初 24997 号）尚在司法审理程序中，涉案金额 26.50 万元，现处于上诉阶段。

根据该公司 2020 年 4 月 28 日发布的《关于诉讼及仲裁的公告》，公司委托皮拉图斯香港技术有限公司（简称“皮拉图斯香港”）生产相关型号产品，并预付飞机款 3.25 亿元，受低空开放缓慢、基础设施薄弱等通航大环境因素影响，导致皮拉图斯香港未实现对应的飞机交付。经两江新区管委会召开皮拉图斯项目处置工作会，确定处置方案为要求皮拉图斯香港退回飞机款项或折抵为对应的飞机交付，公司已委托北京大成（重庆）律师事务所进行诉讼代理。截至公告发布日公司已完成主要材料翻译并确认修订了仲裁申请书细节，相关工作正在按计划推进。

图表 22. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	两江开投	龙兴公司	鱼复公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.4.21	无	暂未提供	暂未提供
各类债券还本付息	Wind 资讯	2020.5.13	无	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台、审计报告	2020.5.13	无	无	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2020.5.13	无	无	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2020.5.13	无	无	无
安全	国家工商总局企业信息公示系统	2020.5.13	无	无	无

资料来源：根据两江开投所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

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。公司投资支出较大，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。

1. 公司财务质量

天职国际会计事务所（特殊普通合伙）分别对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并均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 2019 年颁布了修订后的《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》及《企业会计准则第 12 号——债务重组》，并于 2019 年颁布了《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号），该公司已采用上述准则和通知编制 2019 年度财务报表。

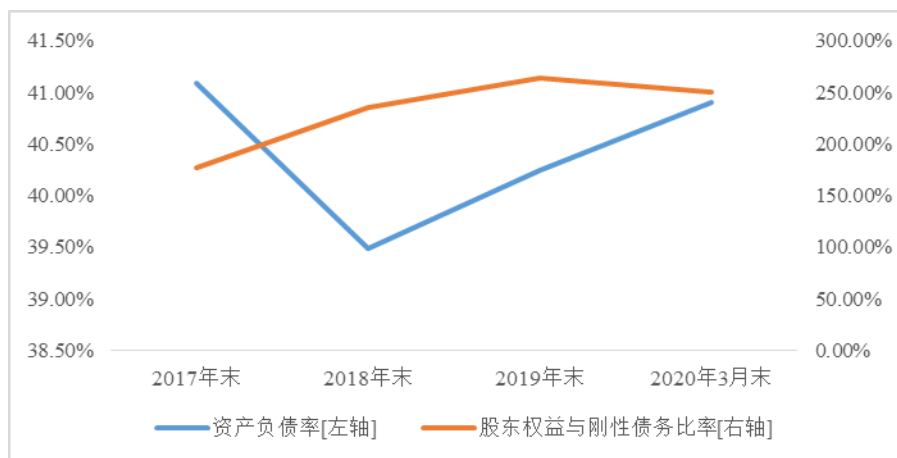
截至 2019 年末，该公司合并报表范围有二级子公司 12 家，较上年末增加 1 家，为新设立的重庆两江协同创新区建设投资发展有限公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



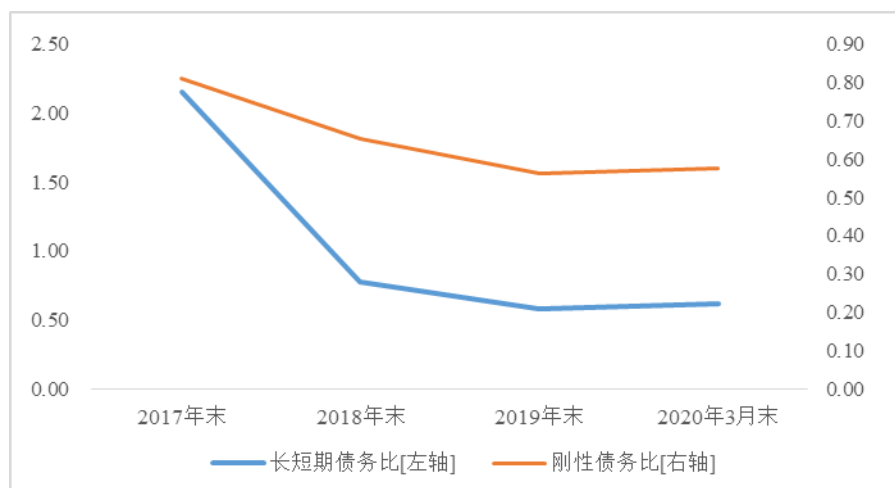
资料来源：根据两江开投所提供数据绘制。

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，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，负债总额分别为 732.72 亿元、731.63 亿元、794.01 亿元和 821.36 亿元，2019 年末负债规模增长主要系预收土地整治款增加所致；2020 年 3 月末负债总额较上年末增长主要系因项目投入而增加长期借款所致。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，财务杠杆保持在合理水平，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，资产负债率分别为 41.10%、39.49%、40.25%和 40.90%。同期末股东权益与刚性债务比率分别为 174.89%、234.92%、263.62%和 250.56%，2019 年末刚性债务较上年末下降，股东权益与刚性债务比率随之上升。

该公司收到征地税费返还、专款类财政补助资金、公租房建设资本金、

划拨土地以及投资款等计入资本公积，近年来资本公积呈逐年增长态势，2017-2019年末及2020年3月末，资本公积分别为862.76亿元、949.83亿元、985.56亿元和1008.90亿元；所有者权益分别为1050.26亿元、1120.86亿元、1178.81亿元和1186.81亿元。

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
刚性债务 (亿元)	600.52	477.13	447.16	473.66
预收账款 (亿元)	78.20	147.29	229.73	235.20
应付账款 (亿元)	18.69	60.65	65.95	66.27
其他应付款 ⁶ (亿元)	17.23	17.92	19.34	21.75
刚性债务占比 (%)	81.96	65.21	56.32	57.67
预收账款占比 (%)	10.67	20.13	28.93	28.64
应付账款占比 (%)	2.55	8.29	8.31	8.07
其他应付款占比 (%)	2.35	2.45	2.44	2.65

资料来源：根据两江开投所提供数据绘制。

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，但近三年预收土地整治款持续增长使长短期债务比逐年下降，2017-2019年末长短期债务比分别为215.43%、77.41%和57.89%。2020年3月末长短期债务比较上年末略升至61.81%主要系增加部分长期借款所致。

从债务具体构成来看，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(不含应付利息)组成，2019年末分别为447.16亿元、229.73亿元、65.95亿元和19.34亿元，占比分别为56.32%、28.93%、8.31%和2.44%。同期末，预收账款较上年末增长55.98%，主要系预收土地整治款增加所致；应付账款主要为应付工程款，账龄一年以内款项为40.39亿元(占比61.25%)；其他应付款(不含应付利息)主要系保证金及押金14.97亿元(占

⁶ 不含应付利息。

比 77.40%)。2020 年 3 月末，除刚性债务外其余负债结构无重大变化。

B. 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	107.38	177.91	186.13	183.61
其中: 短期借款	10.10	2.00	25.10	26.12
应付票据	--	--	--	0.13
一年内到期长期借款	57.71	88.56	86.86	83.70
其他短期刚性债务	39.57	87.35	74.17	73.66
中长期刚性债务合计	493.14	299.22	261.03	290.04
其中: 长期借款	298.00	188.11	187.21	224.62
应付债券	186.98	105.33	68.04	59.64
其他中长期刚性债务	8.15	5.78	5.78	5.78

资料来源: 根据两江开投所提供数据整理。

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。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末, 刚性债务分别为 600.52 亿元、477.13 亿元、447.16 亿元和 473.66 亿元, 2019 年由于公司外部融资增速放缓, 且偿还的到期借款和债券规模较大, 刚性债务规模下降; 2020 年第一季度因项目推进, 公司新增长期借款, 导致 2020 年 3 月末刚性债务较上年末增长 5.92%。公司刚性债务以中长期为主, 2019 年末中长期刚性债务占刚性债务余额的 61.24%。

该公司对外融资主要依赖银行借款和发行债券。2019 年末银行借款余额为 299.17 亿元, 较上年末增长 7.36% 主要系短期借款增加所致。同期末短期借款为 25.10 亿元, 较上年末大幅增长主要系增加信用借款以补充流动资金所致, 借款利率多为基准利率; 长期借款(含一年内到期)为 274.07 亿元, 主要为土地抵押借款和信用借款, 借款利率多为基准利率; 应付债券为 68.04 亿元, 较上年末下降主要系调整计入一年内到期的非流动负债所致。2020 年 3 月末, 银行借款中短期借款为 26.12 亿元, 长期借款(含一年内到期)为 308.33 亿元, 利率区间为 1.20%-5.88%。

2020 年 3 月末, 该公司一年内到期的刚性债务为 152.09 亿元, 规模较大, 面临一定的集中偿付压力。同期末公司有 0.11 亿元货币资金作为履约保证金, 以及 288.92 亿元土地使用权(均为抵押评估值)为银行借款提供抵押, 土地使用权受限程度较高。

图表 26. 2019 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	68.27	65.66	--	133.93
保证借款	43.89	7.02	--	50.91
信用借款	75.05	14.18	25.10	114.33

借款类别	长期借款	一年内到期的 长期借款	短期借款	合计
合 计	187.21	86.86	25.10	299.17

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）

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，可为业务正常开展提供资金周转。

C. 或有事项

截至 2020 年 3 月末，该公司无对外担保。

该公司与国开发展基金有限公司签订了《国开发展基金投资合同》，约定于 2022 年 12 月、2026 年 12 月、2030 年 12 月分别以 1.30 亿元、1.40 亿元和 1.40 亿元受让国开发展基金有限公司对重庆超硅半导体有限公司的投资。

根据 2019 年审计报告，该公司子公司景观公司存在未决诉讼，但涉诉金额较小。此外根据公司 2020 年 4 月 28 日发布的《关于诉讼及仲裁的公告》，公司与皮拉图斯香港存在未决诉讼，涉及预付飞机款 3.25 亿元，截至公告发布日公司已完成主要材料翻译并确认修订了仲裁申请书细节，相关工作正在按计划推进。

(2) 现金流分析

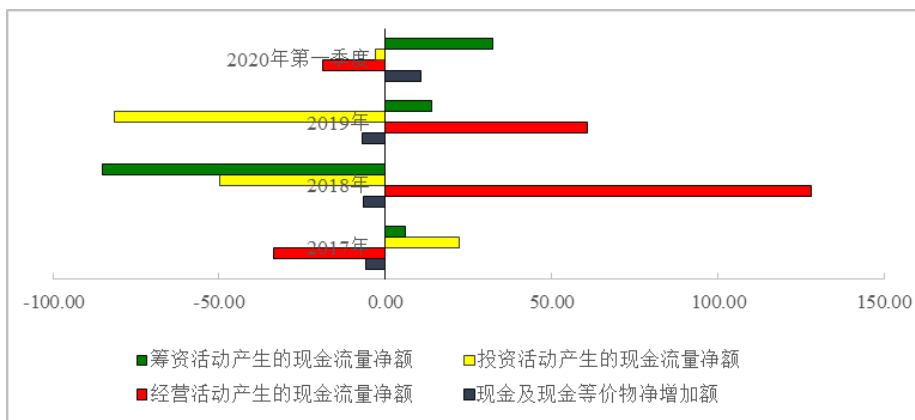
该公司“销售商品、提供劳务收到的现金”主要系收到的土地出让金、土地税费返还、房地产项目销售回笼资金等，“收到其他与经营活动有关的现金”主要系政府补助、工程保证金及与外单位往来款。2017-2019 年及 2020 年第一季度，营业收入现金率分别为 98.27%、184.21%、111.25%和 454.71%，2019 年营业收入现金率较上年下降主要系收到的土地出让金、土地税费返还减少所致，2020 年第一季度营业收入现金率大幅上升主要系营业收入较上年同期下降所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度，经营活动产生的现金流量净额分别为-33.75 亿元、128.14 亿元、60.61 亿元和-18.70 亿元。2017 年公司土地开发、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，因此当年经营性现金流呈净流出状态。2018-2019 年由于收到大规模土地整治款、专款类财政补助资金、预售房款且土地开发支出规模较小，当期经营性现金流量净额呈现大额净流入状态。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 22.09 亿元、-49.86 亿元、-81.51 亿元和-2.83 亿元。2019 年公司收回渝资光电分红款 6.17 亿元，但由于支付重庆渝资光电产业投资有限公司京东方 B12 项目借款 13.85 亿元以及渝北区实验小学、两江新区涉水公园、龙兴体育中心、园区各安置房等工程建设款导致投资活动现金流呈大额净流出；2020 年第一季度收回投资现金较上年同期大幅减少（上年同期收回大额委贷本

金)，投资活动现金流呈净流出状态。

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，需依靠外部融资和财政拨付资金等弥补资金缺口。2017-2019年和2020第一季度，筹资活动产生的现金流量净额分别为5.87亿元、-84.99亿元、13.81亿元和32.18亿元，2020年第一季度公司增加部分外部借款，筹资活动产生的现金流呈较大额净流入。

图表 27. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据两江开投提供资料整理、绘制

2017-2019年该公司EBITDA分别为19.09亿元、29.36亿元和22.88亿元，随着利润总额波动而呈波动状态。2018年由于公司外部融资规模缩小，支付的利息金额减少，EBITDA对利息支出的保障程度增加。

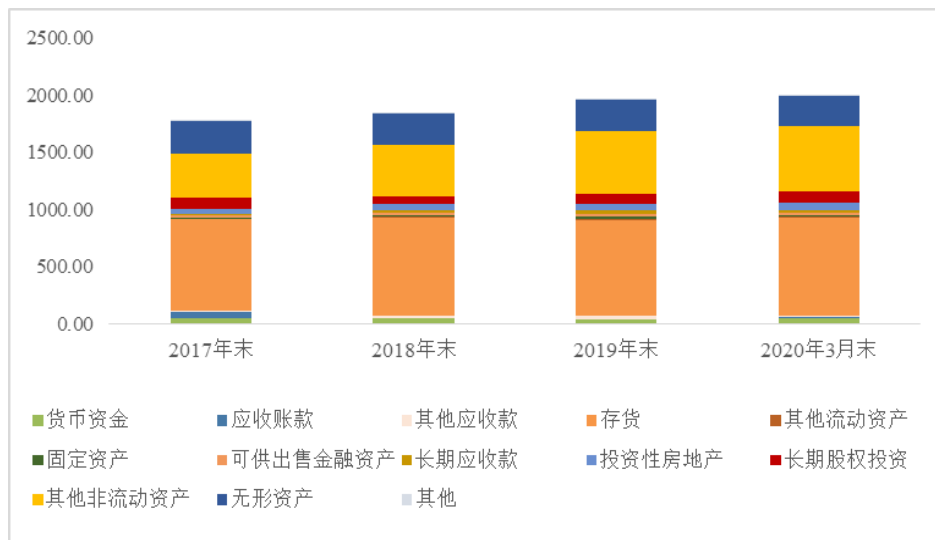
图表 28. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017年	2018年	2019年
EBITDA/利息支出（倍）	0.59	1.06	1.01
EBITDA/刚性债务（倍）	0.03	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	-15.78	39.75	13.24
经营性现金净流入与刚性债务比率（%）	-5.25	23.78	13.11
非筹资性现金净流入量与流动负债比率（%）	-5.45	24.29	-4.57
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率（%）	-1.81	14.53	-4.52

资料来源：根据两江开投提供资料整理、绘制

(3) 资产质量分析

图表 29. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）



资料来源：根据两江开投所提供数据整理。

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。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，资产总额分别为 1782.98 亿元、1852.49 亿元、1972.82 亿元和 2008.17 亿元。2019 年末流动资产和非流动资产占比分别为 46.99%和 53.01%。

2019 年末，该公司流动资产为 927.02 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，其中货币资金 39.49 亿元，较上年末减少主要系偿还部分借款，以及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所致，其中受限货币资金 1075.99 万元，主要系保证金；应收账款为 4.92 亿元，较上年末增长 26.14%，主要系应收管委会的土地出让款；其他应收款（不含应收利息和应收股利）为 22.37 亿元，较上年末大幅增长主要系新增应收土地储备整治中心款项所致，年末其他应收款主要包括土储中心收储款 19.65 亿元、重庆长电联合能源有限责任公司股权转让款 0.34 亿元以及保证金等；存货为 842.22 亿元，主要为土地开发成本；其他流动资产为 5.11 亿元，包括待抵扣增值税、预交税费、代扣代缴税费等，较上年末增长 32.40%，主要系待抵扣增值税增加所致。2020 年 3 月末，货币资金较上年末增长 26.96%，主要系增加外部借款所致；应收账款较上年末增长 19.81%主要系应收工程款增加所致，其余流动资产较上年末无重大变化。

2019 年末，该公司非流动资产为 1045.80 亿元，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。同期末可供出售金融资产为 26.93 亿元，主要系重庆两江新区战略性新兴产业股权投资基金合伙企业、重庆长电联合能源有限责任公司等的权益投资；长期应收款为 27.77 亿元，主要以外部借款为主，较上年末大幅增长主要系新增应收重庆蓝城两江实业发展有限公司款项 1.86 亿元、应收参股公司重庆渝资光电产业投资有限公司（简称“渝资光电”）款项 13.85

亿元（期限一年，借款利率为基准利率）以及应收亚捷通用航空无锡有限公司款项 1.01 亿元，其中对皮拉图斯委托贷款 0.72 亿元已申请诉讼保全措施，目前处于二审阶段，此外北京东方园林借款 0.50 亿元已于 2020 年 1 月以现金方式归还；长期股权投资为 89.78 亿元，较上年末增长 22.96%，主要系权益法核算下参股公司渝资光电确认投资收益 5.12 亿元以及公司对渝资光电确认其他综合损益调整（股权价值变动收益）8.85 亿元所致，年末被投资单位主要有联营企业渝资光电（投资余额 48.83 亿元）、重庆超硅半导体有限公司（投资余额 6.88 亿元）以及合营企业重庆两江新区新御置业发展有限公司（投资余额 12.00 亿元）等；投资性房地产为 54.96 亿元，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；固定资产为 22.28 亿元，较上年末增长 62.56%，主要系企业总部大厦的房屋及建筑物增加所致；无形资产为 264.84 亿元，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 555.61 亿元，较上年末增长 24.33%，主要系增加基础设施建设和学校资产等投入所致，其中基础设施建设成本为 388.45 亿元，公租房项目成本为 147.31 亿元，学校资产等投入 12.43 亿元。2020 年 3 月末，长期应收款较上年末减少 18.85% 主要系收回部分参股公司借款所致；投资性房地产较上年末增长 22.79% 主要系企业总部大厦从固定资产调整计入投资性房地产科目核算所致；固定资产较上年末减少 62.11% 主要系子公司重庆两江艺龙实业发展有限公司调减上年在建工程转固金额以及企业总部大厦从固定资产调整计入投资性房地产科目核算所致，其余资产结构无较大变动。

（4）流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 398.48%、227.71%、184.34% 和 187.27%，流动比率逐年下降主要系近年来调整计入一年内到期的非流动负债金额较大所致。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，实际资产流动性弱于账面表现。2020 年 3 月末，公司受限资产合计 289.03 亿元，其中土地使用权 288.92 亿元用于公司抵押借款，货币资金 0.11 亿元作为履约保证金（均为抵押评估值），公司受限资产规模较大，实际资产流动性较弱。

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	398.48	227.71	184.34	187.27
现金比率（%）	22.94	11.38	7.85	9.88
短期刚性债务现金覆盖率（%）	49.63	26.37	21.22	27.31

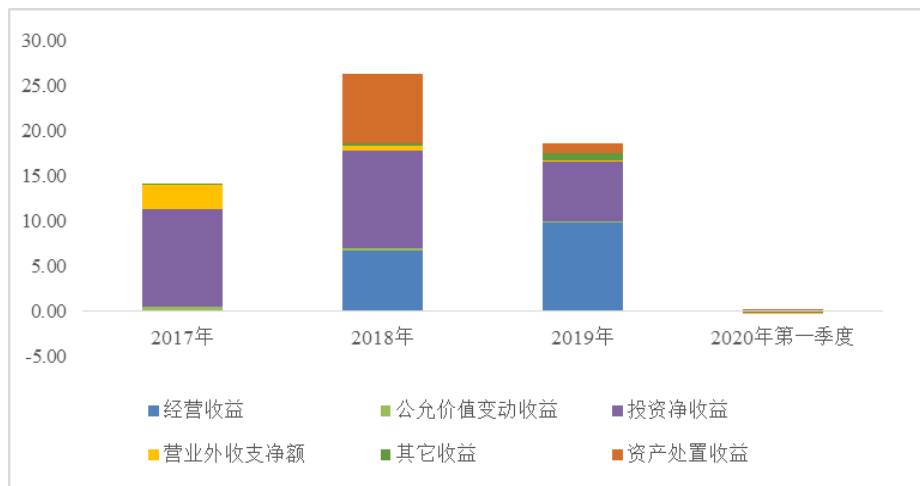
资料来源：两江开投

图表 31. 截至 2020 年 3 月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	0.11	履约保证金
土地使用权	288.92	借款抵押
合计	289.03	-

资料来源：两江开投

3. 公司盈利能力

图表 32. 公司盈利来源结构（单位：亿元）


资料来源：根据两江开投所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司营业收入主要来源于土地一级开发收入，2017-2019 年及 2020 年第一季度分别为 82.16 亿元、75.41 亿元、98.72 亿元和 1.30 亿元，2019 年营业收入增长主要系出让较多商住用地且地价上涨，土地开发收入大幅增长所致；2020 年第一季度营业收入下降主要系土地出让业务由现场竞拍改为网络竞拍影响了土地出让进度，以及受新冠疫情影响公司延期复工 2 个月、房地产板块交房周期延长所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度综合毛利率分别为 9.69%、18.35%、18.52%和 38.19%，2017-2019 年土地一级开发业务毛利率为 15.66%、17.94%和 20.55%，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。2019 年土地一级开发业务毛利率逐年提高主要系商住用地出让占比增加所致；2020 年第一季度综合毛利率较高主要系委托贷款业务不确认成本以及物业管理业务的人工成本平时计入费用（于年末一次转入营业成本）所致。

从期间费用来看，2017-2019 年及 2020 年第一季度该公司期间费用分别为 6.77 亿元、6.02 亿元、7.11 亿元和 0.60 亿元，期间费用率分别为 8.24%、7.98%、7.20%和 46.11%，近三年控制在相对较低水平，2020 年第一季度主要

系营业收入较上年同期大幅下降所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度，管理费用分别为 1.92 亿元、3.20 亿元、3.16 亿元和 0.50 亿元；财务费用分别为 4.48 亿元、2.27 亿元、3.15 亿元和 0.003 亿元，2019 年由于新利富实业和两江置业的部分项目竣工结算，费用化利息支出较上年增加。

近年来投资收益和资产处置收益对公司盈利形成重要补充。2017-2019 年及 2020 年第一季度投资收益分别为 10.79 亿元、10.80 亿元、6.67 亿元和 0.01 亿元，2019 年投资收益主要来自渝资光电和重庆两江新区新御置业发展有限公司确认的收益。2017-2019 年及 2020 年第一季度资产处置收益分别为 0.00 亿元、7.71 亿元、1.17 亿元和 0.00 亿元，2019 年资产处置收益主要系重庆两江新区新喆航实业有限公司地块被收储产生的收益。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，但较少计入当期损益，2017-2019 年及 2020 年第一季度其他收益和营业外收入中的政府补助分别为 0.80 亿元、0.26 亿元、0.83 亿元和 0.04 亿元。综上影响，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司净利润分别为 13.52 亿元、25.74 亿元、18.20 亿元和 -0.15 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。2017-2019 年净资产收益率分别为 1.39%、2.37%和 1.58%，总资产报酬率分别为 1.07%、1.57%和 1.14%。

图表 33. 近年来公司主要盈利指标情况

年度	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润率 (%)	13.89	34.04	18.79
总资产报酬率 (%)	1.07	1.57	1.14
净资产收益率 (%)	1.39	2.37	1.58

注：根据两江开投提供资料整理、计算

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 2020 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 671.14 亿元，未使用授信额度为 338.00 亿元。

跟踪评级结论

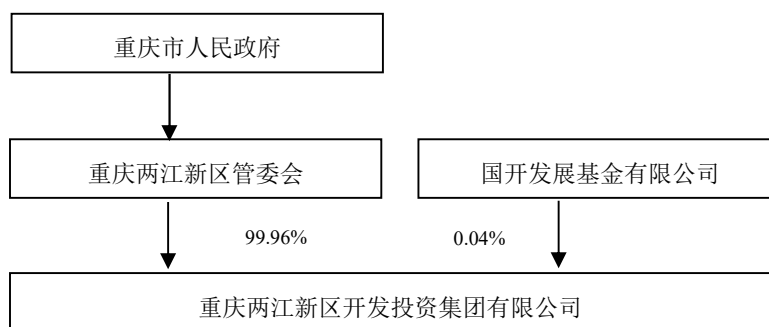
该公司为两江工业开发区的投资建设主体，主要承担区域内土地开发业务和重大基础设施建设的任务，可获得国家和地方政府在政策及资金等方面的各项支持。公司营业收入主要来自于土地出让收入，近年来土地收入随着商住用地出让占比的增加而增长，此外房产销售收入受项目结转周期影响有所波动。2020 年第一季度受疫情影响下土地出让业务竞拍模式变更以及房产销售交房周期延长影响，营业收入较上年同期下降。公司土地开发及基础设施等业务投资规模大，后续仍将维持较大的投融资需求。

随着土地开发及基础设施建设业务的推进，该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。公司投资支出较大，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。

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：

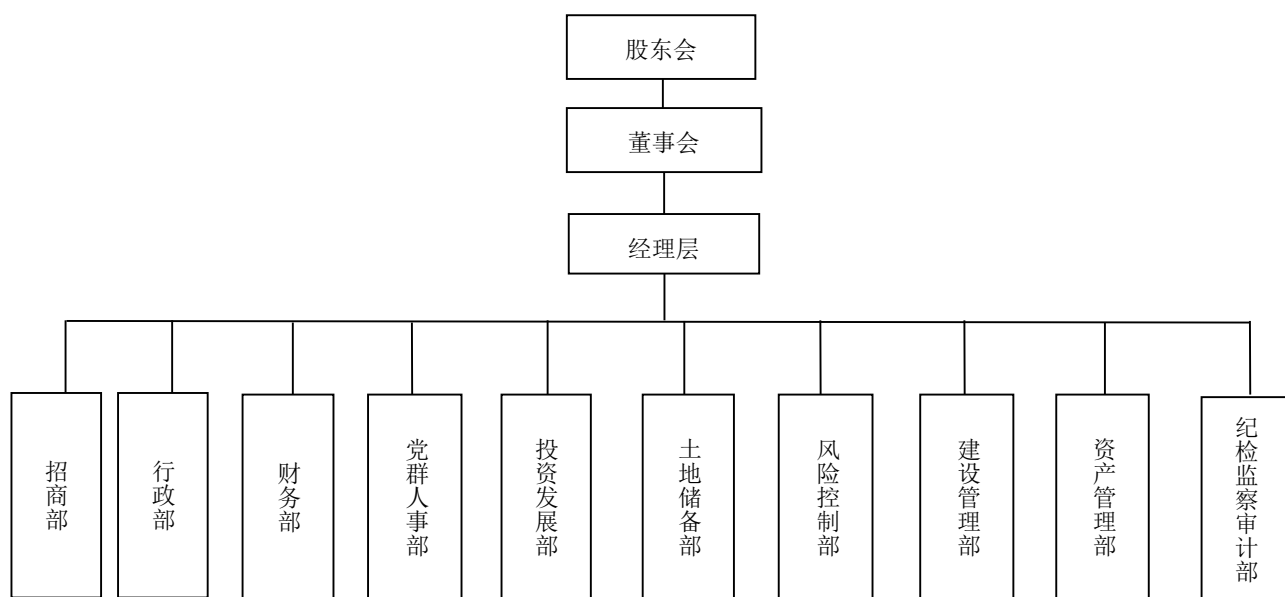
公司股权结构图



注：根据两江开投提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	1782.98	1852.49	1972.82	2008.17
货币资金 [亿元]	53.23	46.72	39.49	50.14
刚性债务[亿元]	600.52	477.13	447.16	473.66
所有者权益 [亿元]	1050.26	1120.86	1178.81	1186.81
营业收入[亿元]	82.16	75.41	98.72	1.30
净利润 [亿元]	13.52	25.74	18.20	-0.15
EBITDA[亿元]	19.09	29.36	22.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	-33.75	128.14	60.61	-18.70
投资性现金净流入量[亿元]	22.09	-49.86	-81.51	-2.83
资产负债率[%]	41.10	39.49	40.25	40.90
长短期债务比[%]	215.43	77.41	57.89	61.81
权益资本与刚性债务比率[%]	174.89	234.92	263.62	250.56
流动比率[%]	398.48	227.71	184.34	187.27
速动比率[%]	52.51	17.45	16.03	17.61
现金比率[%]	22.94	11.38	7.85	9.88
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.63	26.37	21.22	27.31
利息保障倍数[倍]	0.57	1.03	0.96	—
有形净值债务率[%]	95.19	87.20	87.04	89.24
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	9.69	18.35	18.52	38.19
营业利润率[%]	13.89	34.04	18.79	-6.52
总资产报酬率[%]	1.07	1.57	1.14	—
净资产收益率[%]	1.39	2.37	1.58	—
净资产收益率*[%]	1.28	2.33	1.57	—
营业收入现金率[%]	98.27	184.21	111.25	454.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.78	39.75	13.24	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.25	23.78	13.11	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.45	24.29	-4.57	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.81	14.53	-4.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.59	1.06	1.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.05	0.05	—

注：表中数据依据两江开投经审计的2017-2019年度及未经审计的2020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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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。