

证券研究报告

2020年7月16日

# 近期城投调研梳理总结



天风证券

[ 综合金融服务专家 ]

# 城投平台分析框架及主要关注点

## 业务板块

业务板块	业务范围	收入来源
纯公益性项目 (政府代建项目)	基建、棚户区改造、保障房、地下管网、土地整理(一级)、园区开发、市政道路(非收费)、桥梁、环境绿化	财政补贴, 代建项目回款, 土地出让收入
准公益性项目 (依赖政府资源)	公用事业(供水、污水处理、供暖、燃气、电力等)、铁路、收费公路、停车场、产业园配套	公用事业收费权, 铁路、公路收费权, 产业园运营收入, 财政补贴
经营性项目 (市场化运营)	房地产、物业管理、餐饮酒店、文化旅游、能源、商贸物流	产业收入

## 主要关注点

关注点	分析框架
平台定位	①控股股东行政级别: 省级、市级、区县级、高新区/经开区/港务区等开发区 ②控股股东职能部门: 地方国资委、财政局、区管委会等 ③区域内平台业务划分: 平台享有的区域资源
区域情况	①经济财政实力: GDP; 一般预算收入、政府性基金收入, 及其中的刚性支出 ②产业结构及主导产业 (对于涉及园区开发业务的平台较重要) ③土地出让指标: 区域情况及分配到各平台的情况
与政府关系	①财政回款规模 (关注应收账款、其他应收款等科目) ②政府资金及资产 (土地、股权) 注入情况 ③财政补贴收入, 专项债报批情况 ④区级平台税收返还情况 (重点关注经开区/高新区等开发区)

# 城投平台分析框架及主要关注点

关注点	分析框架
业务模式	<ul style="list-style-type: none"> <li>①纯公益项目、准公益项目、经营性项目规模，占总资产的比重</li> <li>②准公益项目营运收入的稳定性，经营性项目的收入利润情况</li> <li>③在建工程情况，未来的投资支出压力</li> </ul>
债务规模及结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>①债务结构：银行融资、直融、非标的比例</li> <li>②综合融资成本，非标融资成本</li> <li>③纳入隐性债务的规模，是否与银行进行债务置换</li> <li>④授信规模和余额，政策性银行贷款和项目专项贷情况</li> <li>⑤存量债务规模及期限结构，偿债集中度及偿债安排</li> <li>⑥新增债务用途：借新还旧or项目投入</li> <li>⑦政府层面的债务化解计划，是否存在化债池</li> </ul>
内部股权架构	<ul style="list-style-type: none"> <li>①控股/参股子公司性质：城投平台or产业类企业</li> <li>②集团内部融资安排：母公司or子公司发债</li> <li>③对于子公司的控制能力：资金归集及人员安排</li> </ul>
对外担保情况及往来情况	<ul style="list-style-type: none"> <li>①集团内部担保和往来，是否与区域内其他城投平台相互担保</li> <li>②是否为园区内企业提供担保，是否有民企担保和往来</li> <li>③关注应收账款、其他应收款等科目</li> </ul>
土储情况	<ul style="list-style-type: none"> <li>①土储规模及价值，是否有证，拿地、土地出让计划</li> <li>②土地性质：划拨、出让、储备</li> <li>③土地用途：商住、工业等</li> <li>④关注存货、无形资产、投资性房地产等科目</li> </ul>

## 江西省：整体融资偏保守，隐性债务财政认定情况不清晰

### 南昌市政公用（2020.6.3）：市政公用板块具有资源的垄断性，资产负债率较高

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
南昌市政公用	市本级	AAA	600+亿	165亿(wind)	无严格意义的非标	-	10亿（民生，另申报10亿）+9亿（光大，2028年）+6亿（兴业）	财政回款平稳

- **区域概况：**南昌市下辖6个区、3个县，总面积7402平方千米，常住人口554.55万人。设有三个国家级开发区（南昌高新技术产业开发区、南昌经济技术开发区和南昌小蓝经济技术开发区）和红谷滩新区、临空经济区、综合保税区。
- **公司概况：**公司作为南昌市基础设施建设、供水、公共交通等市政公用事业的政府授权运营主体，**在南昌市政公用板块处于垄断地位。**
- **资产层面：**1) 传统市政公用板块涵盖供水及污水处理、公交出租车运营、燃气供应、市政工程施工等，子公司南昌燃气区域液化气市场占有率70%，天然气领域市场占有率90%。2) **房地产项目多选择与融创等地产公司合作开发**，重点在一二线城市拿项目，采用成立项目公司注入股权的模式。目前有土地约3700亩，总价值是211.68亿，已经开发的成本259.27亿，预计尚需投入208亿。希望房地产项目带动建筑、物业等其他市政开发和资产管理板块。
- **负债层面：**1) **由于涉及地产项目，资产负债率较高**，在74.3%；有息债务600亿左右，直融存量165亿，短债偏多，其余为银行和保险贷款。2) **表内融资成本去年在基准上浮5以内，近期在基准下浮10左右，今年的险资成本控制在5以内；地产的项目开发贷有几笔成本较高。**3) 2020年到期的有息债务已通过发债和高成本债务置换基本解决，还款集中在2020年，有50亿以上。4) 江西省过去专项债规模较小，公司是南昌市范围内的平台拿的最多的，第二批专项债14.9亿已经落地。

## 赣州开投（2020.6.3）：赣州市唯一同时具备园区建设开发和运营能力的国资平台

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量 债券	非标	纳入隐性 债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
赣州 开投	经开区	AA	220亿	99.5亿 (wind)	不到20 亿	-	-	-

- **区域概况：**1) 赣州是江西省的省域副中心城市，全省经济排名第二，人口位列全省第一；拥有4个国家级开发区和1个国家级综合保税区；钨与稀土资源丰富，是全国稀有金属产业基地和先进制造业基地。2) **经开区是赣州工业的主战场**，园区主要产业为电子信息和新能源汽车，承接了珠三角地区的产能整体转移。区位优势明显，与市中心城区没有天然界限。3) **一级财政，不涉及税收返还**。4) 今年的土地出让指标为3769亩，年收入60亿左右。
- **公司概况：**1) 公司由建控集团全资控股，与建控集团是一套人员班子，建控集团由市国资委持股55%，经开区财政局持股45%。规划布局、人员任命均由市国资委负责。2) **公司是赣州市唯一同时具备工业园区建设开发和园区运营能力的国资平台，定位于产业园区的服务运营商**。3) 公司过去以市政建设和土地整理为主，土地整理及土地出让收入占比约90%，从去年开始业务转型，布局餐饮、装配等园区配套业务，这些均为收益性项目。
- **资产层面：**1) 业务板块涵盖园区综合服务运营商，建筑全产业链，对外投资和市政代建。2) **每年将新建240-250万平方工业园区，资金来源为政策性资金，期限为15年；**另有3个准备启动的房地产项目。园区入住率百分之百，属于供不应求的状态。3) **目前土地储备约几千亩，商住工业均有，土地收储倾向于价格较低的未成熟地块，阶梯式开发。**
- **负债层面：**1) 债务结构方面，银行贷款占比约40%，债券占比约30%；**政策性银行贷款占比偏多，每年给园区的贷款25亿左右，1-2年用完。**2) **银行贷款成本低于6%，发债成本在5-6%之间。融资租赁成本最高成本8.1%。**3) **还款集中于后三年，明年还款集中度较高，**还款方式包括借新还旧和出让储备土地的股权。4) 今年的发债计划有中票和公司债，均为3年期，希望能把评级调整至AA+。

**吉安城投（2020.6.3）：较为传统的城投企业，在建工程有一定资本压力**

**吉安新庐陵（2020.6.3）：桥梁、路面、停车场运营为主，融资成本较高**

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
吉安城投	市本级	AA+	-	78亿 (wind)	20+亿	2018年认定规模230亿，余额没有这么多	2笔展期，金额20-30亿；政府不会建立资金池帮助偿还债务	财政回款大部分为应收的土地款和基建款，每年10亿左右
吉安新庐陵	市本级	AA	53亿	25.70 亿 (wind)	5亿	-	-	-

- **区域概况：**1) 吉安市下辖2区和10县，并代管井冈山市，设有1个国家级经开区和1个国家级高新区；2019年GDP为2085.41亿元，经济增长力连续3-5年位于全省第一梯队。2) 主导产业为电子信息业，正在打造规模50-100亿的电子产业园，承接沿海城市的产业转移功能。作为革命老区，拥有井冈山风景区等旅游景点。3) 今年的土地出让大部分在高铁片区和赣西堤片区。

## 1. 吉安城投

- **公司概况：**为吉安市最大的城投平台城控集团的二级子公司，主要负责吉安中心城区的基础设施建设和土地整理开发业务。
- **资产层面：**1) 政府代建项目的主要在建工程在高铁片区，包括基建、商业配套等，**规划投资金额170亿，建设期10年**；资金来源部分是土地出让收入，也申请了专项债和项目专项贷款；今年重点建设的“五指峰”和“三中心”投入约50亿。2) 地产业务由子公司花园房地产负责，为棚改、保障房项目，配套建部分商业住宅。3) 其余业务板块包括负责商铺商业街出租的城投资产管理公司，负责混凝土的销售的金鼎混凝土，以及体育中心和物业公司。4) **存量土地资产约80亿**，部分使用权作价出资，部分根据政府土地整理计划拿地。
- **负债层面：**有息负债以长期借款和债券为主，早期进行过非标，占比超过20%。



吉安城投（2020.6.3）：较为传统的城投企业，在建工程有一定资本压力

吉安新庐陵（2020.6.3）：桥梁、路面、停车场运营为主，融资成本较高

## 2. 吉安新庐陵

- 公司概况：公司为吉安市最大的城投平台城控集团的二级子公司，定位于吉安市及吉泰走廊项目的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，重点项目仍以市本级为主。
- 资产层面：1) 业务涵盖桥梁、路面和停车场的建设运营；主要项目包括井冈山机场、新井冈山大桥、吉安大桥、赣江大桥等。2) 17、18年安置房项目基本完成回款；今年开始主要布局全市的停车场项目的投资和运营；另有两个经营性项目，为房地产项目和井冈山庐陵广场。
- 负债层面：1) 公司负债率不高，债务余额为53亿，其中包含5亿非标；非标以租赁为主，还包括北金所；公司希望调整债务结构。2) 2019年综合融资成本较高，在6-6.5%，租赁成本超过8%。融资计划需上报城控，同时吉安市各城投平台均需向市投融资办公室上报审批。3) 今年到期债务约17亿，通过借新还旧基本完成置换；到期债务集中在2022-2023年，有一定偿还压力。

**鹰潭国控（2020.6.4）：整合后的过渡期，区域资源配置具有垄断性，未来将有政府资金及资产注入，基建整体投入体量较大**

**龙岗资产（2020.6.4）：管委会移交至市国资的过渡期，以铜加工与铜贸易为主导，智联小镇为目前最重要的建设项目**

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
鹰潭国控	市本级	AA+	210亿	63.30亿 (wind)	本部1-2亿	30亿左右	早期存量隐性债务已清理，目前是自己融资负责偿还，不会依靠政府还本付息	财政回款良好，每年在十几亿，回款在6-9月，应收账款平稳
龙岗资产	高新区	AA	-	19.70亿元 (wind)	-	高新区隐性债务规模10亿左右，期限较长的项目贷会纳入。具体数据由财政把握。	不存在各家平台出一部分资金成立化债池、化债基金的情况	-

- **区域概况**
- **鹰潭市：**1) 鹰潭市以铜产业为主导，正在打造全国最大的铜冶炼、铜加工基地和重要的铜消费区、铜中端应用产品加工基地；同时形成以智慧大健康、智能家居、智能芯片、智能装备制造四大产业为一体的生态圈，是国家首批5G试点城市之一；旅游业方面依托龙虎山景区。2) **2019年，鹰潭市GDP为940.26亿元，增速8.1%；财政总收入分别为149.08亿元。**
- **高新区：**1) 铜产业在高新区产业结构中占比约40%，近年来产业结构逐步向物联网、大健康产业转变。2) 财政方面市里对高新区较为支持，**增值税中央与地方55分成，高新区可以拿到30-40%，其余归为市财政。市里不参与土地收入的分成，分派完六金后全部归属于高新区。**



**鹰潭国控（2020.6.4）：整合后的过渡期，区域资源配置具有垄断性，未来将有政府资金及资产注入，基建整体投入体量较大**

**龙岗资产（2020.6.4）：管委会移交至市国资的过渡期，以铜加工与铜贸易为主导，智联小镇为目前最重要的建设项目**

## 1. 鹰潭国控

- **公司概况：**1) 鹰潭国控是鹰潭市最大最核心的城投平台，去年包括龙岗资产在内的6家城投平台被整合至国控旗下，整合后评级提升至AA+。2) 在区域内资源配置方面具备独享性和垄断性。3) 去年政府增资50亿，目前已到位30亿。**未来的资产注入**主要是经营性物业，包括安置房、棚改项目的运营和出租管理，以及市政板块的供水、供气的收费权。4) 准备建立集团资金调拨的整体化思路，打造包含账面资金和储备债券的资金池，统一统筹规划；不会限制子公司发债，但会控制额度和成本。
- **资产层面：**1) 母公司及子公司业务涵盖基建、土地开发、铜贸易及旅游产业。传统的基建领域和土地开发领域与当地的关系比较紧密，基建板块会逐步明确划分各子公司的业务范围。2) **鹰潭市可以利用的土地基本都归属于国控集团，主要是政府早期注入的商业住宅土地，均为出让性质。**2019年末账面价值为152亿，公允价值更高，总面积6400多亩。江西省追求稳步发展，没有过度依赖土地财政扩大资产规模，因此公司每年的土地释放都有节奏，出让2-3块，收入方面稳定在6-7亿左右。3) 依托鹰潭的铜产业基础，目前初步有铜贸易业务的介入，未来可能会慢慢打通上下游供应链，铜贸易以龙岗资产为主，年收入40多亿。4) 旅游业依赖龙虎山风景区，与华强方特合作，将自然景区和人工乐园融合。方特乐园周边配套是公司的土地，**发展起来后会带动公司账面土地价值的增值。目前土地价值在300万左右，相对较低，而鹰潭较好的土地在500-700万，增值空间较大。**5) 纯公益项目规模不大，包括旧城改造和土改，可以通过专项债融资，往年批的额度在20-30多亿左右。经营性项目包括华强方特、花桥水利、智联小镇和特色小镇。6) **1-3年内所有基建项目的整体投入体量在60-80亿。**7) 集团层面的其他应收款约120-130亿，本部主要是与国资集团、城投、信江新区管委会的，子公司是与区管委会的，龙岗资产在几十亿左右，这部分未来会加以控制。

**鹰潭国控（2020.6.4）：整合后的过渡期，区域资源配置具有垄断性，未来将有政府资金及资产注入，基建整体投入体量较大**

**龙岗资产（2020.6.4）：管委会移交至市国资的过渡期，以铜加工与铜贸易为主导，智联小镇为目前最重要的建设项目**

- 负债层面：1) 负债率集团设定的上限为60%。有息债务规模为210亿，银行贷款130-140亿，其余为债券。未来直融比例会控制在30-40%。非标方面，国控本部有1-2亿早期进入的融资租赁，子公司龙岗资产有少部分融资租赁，龙虎山较少。2) 银行贷款成本在基准上下，与当地银行关系较好，债券成本稍高，**综合融资成本在5%左右**。评级提升至AA+后会降低直融成本，控制期限后有可能控制在4+%。3) 每年可能有50-60亿的新增融资，1-2年内直接融资的规模可能会比较大，成为过渡期主要的资金来源；度过过渡期后公益项目依赖政府回款，经营性项目产生收入。

## 2. 龙岗资产

- 公司概况：1) 原实际控制人为高新区管委会，是高新区唯一的城投平台；于2019年12月财务并表并至鹰潭市国控集团，市里下一步可能有资产注入，但实际的业务经营、人员配置、薪资待遇等暂时由管委会负责。2) 高新区管委多次为公司注入土地使用权、股权等优质资产，同时还在项目委托建设等方面给予公司多方面政策扶持。
- 资产层面：1) 收入以铜加工与铜贸易为主导，占比超过90%，高新区管委会最初成立龙岗的原因也是服务于园区内铜加工企业。2) **智联小镇是公司目前最重要的建设项目**，19年一期项目预计规模为40亿左右，2020年2月立项新批了60万平方的二期项目，资金来源以项目贷为主，目前已基本解决智联小镇后续的资金问题。3) 土地储备部分在高新区白露片区，另一部分在龙岗；部分是划拨、政府注资类，也有招拍挂的。工业地块偏多，住宅地块的性质一般是员工宿舍和配套的商店。**2019年末的出让土地为36亿**。4) 其他应收款主要是平台之内的往来；担保中有高新区管委会引导的对园区内民企的担保，主要是管委会扶持的企业，基本会让其提供反担保资产，每笔金额在几百万左右，期限基本为短期。

**鹰潭国控（2020.6.4）：整合后的过渡期，区域资源配置具有垄断性，未来将有政府资金及资产注入，基建整体投入体量较大**

**龙岗资产（2020.6.4）：管委会移交至市国资的过渡期，以铜加工与铜贸易为主导，智联小镇为目前最重要的建设项目**

- 负债层面：1) 负债以银行融资为主，项目融资侧重于政策性银行，无非标融资。项目贷成本在基准至基准上浮50bp。2) 融资成本去年在6%左右，今年预计在5%左右；5月末进行的国开行贷款成本为3.3%，会拉低整体成本。此前没有成本控制的指标，一直随行就市，但归属于国控后有成本控制的要求，会尽力置换高成本债务。3) 2020年计划新增债务规模20-25亿左右，计划发行一笔8亿元的票据。地方行银行对公司较为认可，债券基本都30%顶格购买。4) 今年的还本基本已完成80%，下一步计划将还款期限密集、成本较高的几笔贷款进行置换；若真的出现特殊情况国控会鼎力支持。4) 债务归还由高新区负责，融资方面需要向市国控上报计划。

## 上饶城投（2020.6.4）：城市综合服务，有息债务规模较大，收购上市公司布局产业

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
上饶城投	市本级	AA+	500亿	185.5亿 (wind)	10%(目标5%)	113亿	逐步化解中，预计化解周期最长是十五年，三四线城市的刚性支出先是要保财政的基础	-

- **区域概况：**1) 处于长三角经济区、海西经济区、鄱阳湖生态经济区三区交汇处。2019年GDP为2513.07亿元。2) 支柱产业为两光一车，为光伏、光学仪器和新能源汽车，围绕支柱产业建立了四城一谷，光学城、光伏城、汽车城、北斗城和细胞谷。
- **公司概况：**1) 定位为城市综合服务商，母公司为上饶投资控股集团，由市国资委直接控制。上饶市各城投平台业务略有交叉。2) 承担上饶市城市基础设施项目投资建设任务，发展的核心为土地运作。截至2018年6月末，公司控股一级子公司27家，成为以城市基础设施建设为主业，并延伸到土地整理开发、公交运营、酒店经营等诸多业务领域的集团公司。
- **资产层面：**1) 业务涵盖范围广，纯公益性项目包括建造义务教育学校等，资金来源一部分是来源于自营收入，包括高速路、发电厂等，最主要的部分是通过融资，政府的财政支持和专项债。2) 经营性项目方面，房地产板块有参股项目；垃圾发电、光伏发电等能源板块也有盈利。3) **收购上市公司闽发铝业**，一是平台营收很大程度来自于政府代建，为了市场化转型需要；二是增加营收和利润，同时闽发铝业以重资产经营，有厂房设备；下一步公司可能收购能源板块的专门做垃圾发电的上市公司。4) **土地储备的公允价值133多亿，大部分为商住性质**，位置都在主城区。土地出让方面，去年市本级在几十亿，公司3亿左右，近两年计划出让33块土地，大概4800亩。
- **负债层面：**1) 债务规模500亿，以长期债务为主，非标占比达10%；**今年的目标是把直接融资升到70%，把非标比例降到5%以内**。2) 今年发债不会超过百万，核心还是项目贷款，一般做10-15年期，国开行的成本4.9%，商业银行一般在5.8%左右。3) 融资成本18年是5.6%，19年是5.4%，**今年预计在4.8%以内**。4) 3亿的海外债是对17年的续单，用来偿还17年的本金，期限3年，利率5.7%。5) 2021年偿债集中度较高，但整体较为平稳，每年的还本付息将近100亿。



## 西安市：行政区叠加开发区模式，产业结构和落地情况较好

### 西咸新区（2020.6.9）：具备产业和资源优势，处于投资的关键时期，负债率较高

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
西咸新区	西咸新区	AAA	-	母公司75亿(wind)	子公司商业地产板块有几笔信托	具体数据在财政口径，估计量不小，前期有很多代建项目	国家、省市给了很多支持，集团自身也通过专项债、银行的债务置换等方式在化减，具体数据不掌握	随着管委会财政实力逐步增强，回款逐步增加

- **区域概况：**1) 西咸新区为国家级新区，规划面积882平方公里，由西安市代管，但管委会自主权限较大，分为沣东、沣西、秦汉、空港和泾河五个片区，区域错位发展。目前正在打造先进制造、电子信息、临空经济、科技研发、文化旅游和总部经济的六大千亿级产业集群。2) **产业落地情况较好**，高新区、经开区、浐灞生态区、曲江新区已较为成熟，政府对西咸的支持力度较大，优质项目优先注入西咸。另一个核心优势在于，**西咸有三万亩的土地指标**，有利于招商引资。3) 2019年，西咸新区GDP增速10.6%，位于全省第一，固定资产投资增长10.3%。一般公共预算收入增速较高，预计今年增速在30%以上，税收占比超过80%。随着宝能、恒大、西交大等大型项目陆续落地，将带动上下游产业链发展，带来财政收入和GDP增长。
- **公司概况：**1) 定位为**国有资本运营公司**，集团本部不承接项目，下属100余子公司开展具体运营，控股的5个核心公司负责沣东、沣西、秦汉、空港和泾河的基础设施建设。2) 集团目标首先是服务于西咸新区的整体战略发展，其次是借助西咸新区的优势加大市场化转型，培育自身的产业。3) **管委会对西咸集团的资金支持力度较大**，去年注资20多亿，财政补贴7-8亿；财政专项资金首期批了40多亿，期限在15或20年，中央的预算资金正在等待审批。

## 西安市：行政区叠加开发区模式，产业结构和落地情况较好

### 西咸新区（2020.6.9）：具备产业和资源优势，处于投资的关键时期，负债率较高

- **资产层面：**1) 集团分为四大业务板块：园区综合开发板块以基础设施的开发建设为主，包括路面、桥梁、河道治理、土地整理等；产业投资板块围绕西咸新区六大千亿级的产业集群，进行产业培养和园区的商业配套；公共服务板块围绕生态环境、营商环境、地区环境，由旗下水务集团、公交集团、轨道公司、公共服务集团负责；金融投资板块通过资本带动产业集群的发展，参股秦农银行，同时取得了很多小牌照。2) 公司目前处于投资的关键时期，未来2-3年以重资产为主；目前基建已完成道路大型骨架，在进行配套设施的建设，包括慢跑道、公交车站、水厂等。但由于区域较大，部分区域尚未完成拆迁。预计今年的基建增速超过30%。项目建设资金来源于政府投资、代建回款和部分PPP项目。
- **负债层面：**1) 负债率较高，集团设定的上限为75%，在5年内降至70%，将不断拓展市场化业务提高自身造血能力。2) 债务结构较好，以中长期为主；银行贷款占比70%，债券占比20-30%，国开行的贷款在100-200亿，期限20-25年。3) 融资成本严格控制，政策性银行贷款在基准下浮至基准，合并口径综合融资成本5.5以内，母公司5以内，同时成立了资金运营中心对子平台资金进行统筹管理；发债方面集团尽量统筹，给予平台的资金不加点，也鼓励子公司自主发债，但不能影响集团额度。4) 强大的股东和管委会的土地资源能够保障债务的偿还，管委会每年有三万亩的土地出让权，土地价格近年不断上升，住宅的价格在1000万，商业地块在400-500万。管委也会有控制风险的资金池，规模在十几个亿，是财政资金；集团自身的风险资金池在50亿左右，是滚动的。



## 西安高科（2020.6.9）：较为成熟的城市运营商，涉及地产负债率和融资成本偏高

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
西安高科	高新区	AA+	710亿	30-40% 母公司 32.50(wind)	有信托贷款， 较15年占比 有所上升	自收自支，没有纳入财政	-	-

- **区域概况：**1) 高新区是国家自主创新示范区，成立于1993年，也是陕西自贸区特色核心片区，目前在高新区注册的企业已经超过12万家，三大核心产业为电子信息业、先进制造业和现代服务业。2018年高新区托管了12个街镇，面积达1079平方公里。
- **公司概况：**1) 高科集团成立于1992年，与西安高新区管委会“一套人马、两块牌子”，成为了**以城投业为核心，以房地产业，现代制造业和服务业为支撑的城市运营商**，全资控股持股公司共计25家。
- **资产层面：**1) **城投业务**立足于高新区的建设发展，涵盖道路建设、市政配套、产业配套、园区开发等，集团共有城投公司12家，2019年收入达31.7亿元，占比持续提升至15%。**建成园区15个**，面积137万平方米，招商基本满租，包括华为、三星、施耐德等。2) 集团下属高新地产、天地源、紫薇地产、高科房产四个知名房企，天地源作为上市企业独立性较强，布局全国；2019年地产板块销售收入100.97亿元，占比48%。3) 不能定义为房企，高新区的水务、热力、城市维护、市政养护等城投板块都在高科，目前处于投入阶段，前期投资量大于地产业务。4) **土储规模三四千亩**，以商住用地为主，园区内有产业用地和科研用地。**高新区核心区域已经没有地了**，基建未来发展可能是集贤片区。5) 房地产子公司产品略有差异，集团管控避免相互竞争；**以服务高新区为核心，营运指标落后于市场化运营的房企**。
- **负债层面：**1) **有息负债规模约710亿**，直接融资占到**30%到40%之间**，一年期的债可能10%到20%。银行贷款基本为开发贷和经营贷，不涉及并购贷。**由于涉及房地产项目，集团整体负债率较高，接近90%**。2) 集团综合融资成本去年年底大概**6.45%左右**。信托的成本在9.5%左右，每年成本都不同，租赁在6%-7%。3) 过去以二级子公司融资为主，现在采用立体式多元化的融资战略，即**集团总部发挥集团AA+平台的作用，融的是战略性长期性的资金，各二级公司融满足项目开发需要的资金**。

## 曲文控（2020.6.10）：文化旅游资源整合平台

### 曲文投（2020.6.10）：辐射文化产业主要门类，布局地产、商业、教育板块

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
曲文控	曲江新区	AA+	-	205亿	10%以内	有	在与金融机构洽谈，希望引入战略投资者通过债转股的模式置换隐性债务	-
曲文投	曲江新区	AA+	-	母公司87亿(wind)	很少	很少，几千万元左右，为国开行贷款	-	-

- **区域概况：**1) 曲江以文化和旅游产业为核心，是首个国家级文化产业示范区，核心景区包含大唐不夜城、大唐芙蓉园、大明宫、大雁塔等。2019年一般公共预算收入44.09亿。2) 西安市整体土地出让情况2019有所放缓，今年会受到延期缴纳出让金政策的影响。各区域土地拍卖价格差距较大，曲江的均价在1800万左右，折算至楼面均价为在1万左右，且绿化、容积率都控制得比较好，而弱一点的区域在1200-1300万左右。3) 划定管理区域时曲江与雁塔区界限清晰，企业税收方面，老企业的税收依然归雁塔，新企业的税收给雁塔分成，各企业具体情况不同。

#### 1. 曲文控

- **公司概况：**1) 曲文控由西安曲江新区管委会和西安曲江文化产业发展中心共同投资设立，实际控制人为区管委会。整合了曲江新区现有的各类的文化旅游资源，打造文化+旅游+影视的多条产业链。公司主要包括9个核心的子公司，如大明宫投资有限责任公司、浐陂湖投资建设公司、演艺集团等。2) 曲文控作为资源整合平台，有一定的议价能力，会集团层面融资为子公司提供资金支持，也参与了具体项目的投资，购置经营性资产；各子公司财政相对独立，会也有临时性的周转调配。

## 曲文控（2020.6.10）：文化旅游资源整合平台

### 曲文投（2020.6.10）：辐射文化产业主要门类，布局地产、商业、教育板块

- 资产层面：1) 文化产业方面的经营性资产包括会议中心、陕西大剧院、音乐厅、美术馆等，未来的整个运营交由集团负责。近几年最重要的是西安中央文化商务区项目，整个投资上千亿，公司与华润合作，初期是三年，一期大概300多亿。会逐步减少核心区自投规模。2) 全市的文化和旅游资源会逐步划归曲江，包括前期划归的西安城墙等。3) 收回华商传媒是产业布局上的一个增量。成立金控是因为当初市政府给曲江的文化金融定位，涉及区域内小微企业的担保，参与了华润医药的收购。4) 曲江核心区一二期范围内的土地主要集中在文化商业，浹陂湖，楼观也在整理土地资源，临潼前期遇到困难目前有一些好消息，拿到指标的土地在几千亩，基本为文化商业用地。
- 负债层面：1) 债券存续主体包括曲文控本部、曲文投，以及大明宫集团，目前存续大概有205亿元。债务结构相对合理的，长期大概80%以上，短期的占比较低，直融占比过半。2) 资产负债率较高，短期目标降至75%，中长期目标为70%。短期在财务层面技术性降负债，长期需要产业、优质资产的置入。3) 综合融资成本若按照私募公司债和PPN，目前可能在4.3%左右。非标占比可能在10%以内，包含租赁和信托贷款。4) 目前评级是中诚信的AA+，已经比较能够确定AAA在近期推出（调研时预计在6月底），评级升至AAA后会发行优质企业债和可续期产品，优化债务结构。5) 今年申报了停车场项目、文化科技园区、老旧小区改造项目多个专项债，目前西安市专项债总共批了5亿，曲江拿到了2.59亿，已发行成功。

## 2. 曲文投

- 公司概况：曲文投为曲文控全资持股，实际控制人为曲江新区管委会。作为城投平台，曲文投在曲江新区的最初定位为基础设施建设和土地整理业务，逐步培育了曲江文旅、曲江影视、曲江会展、曲江演出、曲江出版等多个知名品牌，合并报表子公司100余家，形成了产业集团集群初期的强劲态势。

## 曲文控（2020.6.10）：文化旅游资源整合平台

### 曲文投（2020.6.10）：辐射文化产业主要门类，布局地产、商业、教育板块

- 资产层面：1) 旅游产业以全资子公司曲江文旅集团，以及其在A股上市的子公司曲江文旅股份为主要运营主体，管理运营了两个国家级5A级景区，4个国家4A级景区和10个文化主题酒店。影视产业涵盖了影视的投资、拍摄、制作发行和院线经营为一体的产业链，每年制作电视剧1000余部，电影3-5部，每年近20部电视剧在央视、卫视和网络平台热播。出版传媒板块累计出版精品图书6000余册，建成曲江书城等25家新业态书店。其余包括会展、演绎、文化商业、基础设施和房地产，以及金融投资板块。2) 公司有着社会效益和经济效益的双重考虑，文化类板块利润偏低，但承担着政府文化宣传口径的职能；公司也与大型房地产企业合作，布局了利润较高的地产板块。在走出去的发展战略上，公司收购人人乐拓展商业板块，收购新鸥鹏布局文化教育产业，参与规划建设荆州纪南生态文化旅游区并配套周边商业地块。3) 预计在2020年末迈入千亿资产规模，争取评级提升至AAA。4) 曲江一二期基本没有地了，但还是会有几十个平方公里的划拨，曲文投是文化产业的重要抓手，政府战略层面的支持力度较大。企业更关注飞地模式，不仅局限于区内资源，与未央区、新城區，与大明宮、樓觀景區、法門寺這樣的飛地合作很多。
- 负债层面：1) 债务结构方面，公司对资金成本和使用效率的管控严格。集团本部直融占比80%，合并口径占比约40-50%。非标占比很少，一百多笔融资中仅有三笔非标。直融前期私募债偏多，主要是景区建设期限与短融不匹配，今年短融和公司债都在计划中。长短期结构合理，短期占比20%，长期占比80%。负债率目标在70%以下。2) 流贷成本在基准下浮很多，非标的价格为基准。3) 集团授信额度在200亿左右，余量40-50亿。4) 集团发的债大部分由子公司使用，对应着影视或者基础设施等项目，发债时资金的使用明确，给子公司资金的定价和额度会根据项目有区别；同时也鼓励子公司自主融资，集团严格管控成本。



## 西安港（2020.6.11）：载特殊功能的自贸区，土地资源丰富

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
西安港	国际港务区	AA	310亿	20亿(wind)	去年进行了3亿的租赁和2笔信托	国开和农发的贷款，100亿左右	原则由财政承担，公司想在财政基础上再拉长期限，正在做的两笔置换是对未来两年针对性几笔债务的展期	-

- **区域概况：**1) 西安国际港务区借助西安国家综合交通枢纽建设，着力打造“一带一路上最大的内陆型国际中转枢纽港、商贸物流集散地和大西安东部城市新中心”。产业分为四大板块，包括商贸物流产业，电商产业，临港产业和金融及文体产业。2) **2016年前区域发展重点是产业，以出让仓储、非住宅类土地为主，引进了众多制造加工类企业，长期将贡献持续稳定的一般预算收入。**3) **园区内土地资源丰富，**目前规划可整理收储7.3万亩，待收储5.2万亩，已经收储2万亩，已拿到可出让指标1.2万亩，今年预计出让2000亩左右，住宅占比60-70%，预计可实现土地出让收入超过120亿。**随着奥体中心的落户，区域土地出让价格大幅度上升。**4) **港务区财政独立，除个别税种按照比例和省市分成外，大部分留区。**税收收入每年大概在14亿左右，其中的刚性支出很少，还通过基金收入调了一部分至公共预算收入，基本每年都达到财政收支平衡。2019年综合财力105亿，一般公共预算收入14亿，政府性基金到账73.54亿，土地出让超过100亿。
- **公司概况：**1) 港务区管委会下属陆港集团和西安港两家平台，陆港集团以房地产为主，走市场化运营路线，西安港更多地承建管委会项目，**港务区会把更多的政策、资金和土地资源向西安港倾斜。**2) **西安市除了高新区是国家级开发区，其他开发区均属于市一级。港务区拥有一些国家级的功能和项目，**如国家级的广告产业园、铁路物流中心、自贸区、口岸等。

## 西安港（2020.6.11）：载特殊功能的自贸区，土地资源丰富

- **资产层面：**1) 公司最主要的项目是中欧班列长安号的发运，发运量全国第一，目前依赖一些政府性的补贴，但随着发运的质量、效率、成本的优化，未来可能不再依赖补贴。公司也承接了港务区诸多基础设施建设和公益类项目，包括奥体中心、商事法律服务示范区，临港产业园、安置房、学校、医院等。资金来源为政策银行贷款和专项债。2) 今年的目标是争取至AA+。
- **负债层面：**1) 负债率在65%左右，债务结构相对合理，有息负债约310亿，主要来源为银行，且40%为国开行和农发行的棚改贷款，期限较长。公司于去年调整收入结构，公开市场评级AA，才有了一系列的直融计划。去年也配套了信托和融资租赁，租赁3亿，成本在7左右，信托有两笔。已批未提的授信规模约50多亿，2020年以来批下来的授信规模约90多亿。2) 目前处于长短期债务结构的调整期，储备了一些债券进行置换，拉长债务期限。3) 综合融资成本6左右，政策性银行贷款是PSL资金，基准下浮10/15左右。4) 专项债长安号目前批了5000万美元，正在报的还有5000万；进出口银行批了12亿，基本解决了长安号的资金压力。



## 成都市：经济实力较强，赋予平台市场化转型基础

### 温江兴蓉西（2020.6.16）：城市运营集团，拥有特许经营权，债务结构相对不合理

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量 债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
温江 兴蓉 西	温江 区	AA+	141亿	22.56 亿	39%	80多亿，目前存量70多 亿，含60亿18年前的经 营项目负债	成都市要求2026年前化解隐性债 务，若仅银行置换规模不变，公 司希望以经营性收入偿还，选择 投建运营一体的合作伙伴	-

- **区域概况：**1) 温江区为“4+1”的国有企业架构，“1”为产业引导基金的管理公司。九联投资、科蓉城投、金态合为三家园区性企业，分别隶属于医学城园区、生态旅游区 and 现代服务业园区。温江兴蓉西为城市运营集团。2) 产业结构方面，温江区传统的印刷业和食品饮料产业占比逐步降低，目前正在打造以健康为主导，形成以医学、医药、医疗为核心的支柱产业。3) 2019年可支配财力近120亿，区级财政每年可拿出15至18个亿现金给国有公司，用于增加融资资本和化解隐性债务。4) 温江地域面积相对较小，前两年采取“捂盘”措施，不供地，目前存量可供销售的房屋不足2个月，控制出让规模以保障整体体量。17-19年每年土地出让指标400亩，今年可能突增至900亩。成都出台新政策，出让价格1000万以内给市里分成30%，1000-1500万分成40%，土地卖价更高不等同于对地方财政更有利。
- **公司概况：**1) 成都温江兴蓉西城由温江区国资委全资控股。定位于城市运营公司，依托地方政府的支持，和特许经营权作为底层资产支持的产业的延伸，形成资源-资金-资产的闭环体系。2) 集团下属3家子公司，分别为新城西、国投和铸康实业。特许经营项目在国投，待建业务和综合开发项目在新城西，交通配套设施在铸康（这部分业务与交投存在一定冲突，据估计区内有进一步整合的意向，合并为2-3家，九联会保留）。

## 成都市：经济实力较强，赋予平台市场化转型基础

### 温江兴蓉西（2020.6.16）：城市运营集团，拥有特许经营权，债务结构相对不合理

- 资产层面：1) 经营模式为两大业务板块和七大分支业务。其中第一板块代建业务板块下设政府投资项目分支业务，包含道路、管网等。第二板块城市运营业务板块下设建材产业、城市停车场、供水污水处理、城市更新、环境治理和资产管理及租赁六大分支业务。公司的业务收入主要来自基础设施建设项目、安置房建设等传统的代建业务收入以及砂石商砼、污水处理等自营收入。公益项目占比约30%。2) 公司计划2020年新开工项目8个，长期约有110亿营业收入，但建设周期和回收期较长，特别是停车场和污水处理厂的建设资金较大。3) 账面土地5000多亩，入账价值70多亿。商住的均价在1300万左右。今年的土地出让预算收入在90亿，上交市级平台20亿左右，归为公司在70亿。
- 负债层面：1) 公司资产负债率较低，但债务结构相对不合理。有息负债141亿元，其中银行占比45%，债券占比16%，非标类信托租赁占比39%，相对偏高。综合融资成本8.2%，非标成本接近10%。融资期限较短，占比较大的非标业务均为2-3年期。2) 公司计划通过项目贷(18年期，4.4%)，专项债(30年期，3%以下)，直融(已拿到24亿非公开公司债的批复)和提前偿还高成本信托贷款(正在洽谈，新的非标融资成本不超过6.5%)等方式优化债务结构。计划今年将直融占比提升至50%，长期回归30%，将融资成本降至6%以下。集团未来融资将以母公司为主。3) 担保规模较大，为98亿，主要以担保方式提供增信，有关联公司的担保，也有区域内的国企。

**金牛国投 (2020.6.18)：三环内城投主体，未来将以经营性业务为主**

**金牛城投 (2020.6.17)：三环外城投主体，区域内体量最大，逐步市场化转型**

**金牛环境 (2020.6.18)：负责环城生态区的区域建设及基建项目，土地储备丰富**

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
金牛国投	金牛区	AA+	-	25亿 (wind)	基本没有	存量很少	-	-
金牛城投	金牛区	AA+	-	23亿 (wind)	30多亿	约90亿	成都银行11.3亿，农商行19.87亿，农行4.8亿+天津银行4.9亿(置换方案未出)	每年10多亿，土地的回款期半年
金牛环境	金牛区	AA+	-	7亿 (wind)	3.45亿	-	-	-

- **区域概况：**金牛区是成都市的中心城区，经济总量在成都市区县排名前列，拥有四家区属一级国有企业。按照业务区域划分为**金牛国投、金牛城投、金牛环境**和一家**新设立的平台**，新设平台将承接区域的城市更新项目，作为功能性公司运营。1) 金牛国投是金牛区三环内负责土地整理、基础设施建设等城投业务的主体；2) 金牛城投是金牛区三环外城投业务的主体；3) 金牛环境负责金牛区内涉及环城生态区的21.68平方公里的区域建设。

## 1. 金牛国投

- **公司概况：**公司的业务范围为金牛区三环内，希望未来以市场化模式运作，**将逐步舍弃旧城改造等代建业务，立足于教育资源和国际商贸功能区，以经营性业务为主**，区政府也注入国际商贸城、荷花池批发市场等优质经营性资产。

**金牛国投 (2020.6.18)：三环内城投主体，未来将以经营性业务为主**

**金牛城投 (2020.6.17)：三环外城投主体，区域内体量最大，逐步市场化转型**

**金牛环境 (2020.6.18)：负责环城生态区的区域建设及基建项目，土地储备丰富**

- 资产层面：1) 国投集团下设国投物业、国投置业、国投担保、国投教育和国投建设5个子公司，代管国投产业投资。其中国投物业负责区域内物业资产的运营管理，国投教育负责幼儿园的建设，这两家子公司是集团未来向产投转型的重点，有上市的计划。国投产业投资负责房地产板块，是国有企业自主开发房地产项目的尝试；国投置业负责全区国有资产的运营和管理；国投建设为功能性公司，承担基础设施和安置房项目；国投担保为区域内小微企业提供融资担保。2) 三环内地块较为成熟，公司不涉及一级土地整理开发，主要为旧城改造和棚户区改造。目前土地储备为40多亩。3) 项目投入今年计划是30亿，包括棚改、旧城改造、学校等，地产的投资在15亿左右，是金牛区首个国有企业自主拿地开发项目。
- 负债层面：平均资金成本6左右，贷款成本为基准4.75。目前启动的债券发行计划包括20亿企业债和25亿中票。

## 2. 金牛城投

- 公司概况：公司是金牛区三环外负责基础设施建设、工业配套建设和土地整理拆迁业务的主体，是金牛区体量最大的集团公司，市场化转型的业务方向为现代都市工业，大健康服务和TOD。
- 资产层面：1) 城投集团下设交子现代、交子置业和鑫金建设。交子现代承载了公司未来发展转型的三大市场化业务，现代都市工业，大健康服务和TOD，自身造血能力强，计划5-6年A股上市；交子置业负责公司资产的运营和管理，以及经营性物业服务，盈利性好，计划3年H股上市；鑫金建设承接区域内基建和代建业务。2) 区政府向公司注入较多经营性资产和土地使用权，包括社区综合体、雅安蒙顶山景区、农贸市场等。土地储备较为丰富，目前储备用地8000亩，主要是三环外的拆迁，部分未入账，未来还会新增7000-8000亩土地储备，土地在招拍挂后取得的资金由区里以土地成本的形式100%返还。

**金牛国投 (2020.6.18)：三环内城投主体，未来将以经营性业务为主**

**金牛城投 (2020.6.17)：三环外城投主体，区域内体量最大，逐步市场化转型**

**金牛环境 (2020.6.18)：负责环城生态区的区域建设及基建项目，土地储备丰富**

- 负债层面：1) 公司综合融资成本6+，下半年的直融计划包含10亿的PPN，15亿的企业债和一支中票，另有一笔安置房项目的项目收益债。2) 未来三年公司到期的有息负债超过90个亿，非标存量大概30多亿，包括项目支出和还本付息，公司每年的资金需求在70-80亿。项目支出通过项目债解决，还本付息通过直融、土地回款、委托代建和资产管理运营收入偿还，剩余缺口可能通过非标弥补。3) 隐性债务余额约90亿，目前期限较长。

### 3. 金牛环境

- 公司概况：1) 公司负责金牛区内涉及环城生态区的21.68平方公里的区域建设，负责面积内8000亩建设用地的安置房建设、基础设施和工业配套，其余面积的生态改造，以及科技服务产业功能区的建设。
- 资产层面：1) 环投集团下设环城投资、绿城建设天府环境三家主要子公司。环城投资负责环城生态区的建设以及地下管网等特许经营权项目；绿城建设负责绿化园林相关产业；天府环境负责区域道路的环境卫生管理和城乡市容管理。2) 公司账面土地储备1500-1600亩，市场价值约240亿，是政府划拨地建设用地；另有未入账土地3500亩，实际价值较高，均为可以出让的经营性质。建设用地市里计提46%左右，环城生态区范围内的土地市里计提10%，剩余90%返还。
- 负债层面：1) 融资渠道以银行的项目贷款、流贷为主，成本在基准上浮一些。综合平均融资成本不超过6，目前在进行存量高成本债务的置换。不包含银行的信托通道业务，非标的体量在3.45亿。2) 今年的直融计划包括30亿的中票和20亿的绿色企业债。



## 青白江国投（2020.6.17）：定位为产城运营商，转化区域土地资源，融资成本较高

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
青白江国投	青白江区	AA	-	20亿(wind)	30+%	国投本部有十几亿，包括新开元不到100亿	大部分是BT和公益性项目，由政府直接偿还，化解期限8年	每年的代建收入在40亿左右

- **区域概况：**1) 青白江是成都市最老的工业区，16年后进行产业转型升级，将打造为集国家级经开区(申报中)、综保区、自贸试验区、大港区核心区众多政策红利为一体的重点发展区域。2) 区域发展有两大优势，**一是土地资源丰富，总可待开发用地达4-6万亩**，且土地出让收入成都政府不抽成。但政府有意识地控制土地出让节奏以稳定价格，区域战略以引入产业和引进人口为重点。2019年全区土地出让指标5000亩，包含商住和工业，2020年有较大幅度增长，指标为9200亩。3) 二是因为前期以工业发展为主，区域存量债务规模较少，待开发基建项目资源丰富，发展趋势良好。
- **公司概况：**1) **青白江国投是青白江区是最大的产城运营商和最大的资产运营公司**，业务范围涵盖基础设施建设、土地开发代建、物业资产运营，地产及商业配套开发、停车场运营等，同时参股了青白江燃气及污水处理公司，布局公用事业板块。2) **未来将从资产资源管理型平台转为资本运营型平台**。主要包含三个板块：一是产业投资板块，包括土地资源的转化整合等；二是金融事业板块；三是资本运作板块，集团正在培育四个百亿级主体。



## 青白江国投（2020.6.17）：产城运营商，转化区域土地资源，融资成本较高

- 资产层面：1) 定位于产城运营商，包含运营范围25平方公里内的基建和土地整理业务，同时**作为全区4-6万亩地的资源转化平台**，2019年合资合作的土地有1090亩。土地分成模式包含两层，第一层为出让溢价，公司占30%，区政府占70%；第二层是年末土地基金收入，公司和区政府各分50%，分成模式在一定程度上提高公司的造血能力。2) 房地产板块采用自主开发和股份合作相结合的模式(国投占比20%以内，开发商操盘)，住宅基本为合作开发，**可开发土地资源约1600-2000亩**，其中700亩正在开发，旗下酒店及商业综合体项目24个。3) **未来3-5年投资规模较大**，企业调迁、基础设施建设和配套设施建设三个板块的总投资额在200亿左右。4) 新开元股权上归属于国投的子公司，但资金和运营相对独立。
- 负债层面：1) 债务结构方面，非标占比约30%，其余为银行贷款和直融，具体结构由当年还本付息和项目建设所需资金的比重决定。非标成本较高，**2019年综合融资成本在8.3%左右**。2) **目前有400多亿的储备债券**，今年发债计划包含10亿PPN，20亿公司债，以及四个项目收益债，每一笔在8-10亿左右，另储备了超短融和中票。

## 重庆市：努力化解地方隐性债务，创新发展“地票”交易

南部集团（2020.7.14）：区域最大国有平台，未来业务整合，仅母公司承担基建和土地任务

平台	区县/ 园区	主体信 用评级	有息债 务	存量债 券	非标	纳入隐性债务规 模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
南部集团	巴南区	AA+	378.19 亿	62.5亿 (wind)	未涉及	330亿左右	批复的有0亿左右可以置换，在谈的有接近30亿左右。有本地的重庆银行、农商行，包括股份制银行里面的民生银行、中信银行。今年要化解60亿的隐性债务。	尾款要根据项目的实际进度，代建项目一般三到五年左右，土地的尾款回的会快一些。公司体系内的基本上当年都可以返还土地出让。

- **区域概况：**巴南区2019年地区生产总值达到874.8亿元，按可比价计算，增长6.0%；按常住人口计算，人均地区生产总值为80281元。巴南区产业基础雄厚，重庆国际生物城正式落户，公路物流基地成为全市“1+3”国际物流分拨基地之一，汽车摩托、生物医药、电子信息、商贸物流、军民融合等产业集群不断发展壮大。未来大力发展生物医药产业，加快智能化产业发展，优化传统汽车产业。
- **公司概况：**重庆市南部新城产业投资集团有限公司（下简称“南部集团”）是目前巴南区最大的国有平台公司，最新的报表资产总额大概在846亿左右。业务覆盖巴南区的大部分区域，负责区域主要是在有**基础设施建设和土地整理业务**，负责区域的专营性优势非常突出。旗下有5家全资或控股子公司，未来负责子公司合并前范围内的土地整治，基础设施建设，招商引资项目的具体实施，子公司投融资等重大事项决策。未来子公司仅承担招商引资和项目建设，不再承担过多其他方面项目。

## 南部集团（2020.7.14）：区域最大国有平台，未来业务整合，仅母公司承担基建和土地任务

- 资产层面：1) 目前平台公益性资产为40亿元左右，占总资产规模5%，**储备地和划拨地位45亿元左右，未来土地出让能形成良好稳定的现金流。**确定有规划指标的商住地，即属于可出让的商住地有17000亩。根据债务偿还情况、公司的经营情况来逐步出让土地。2) **在建项目为土地整治及部分代建项目，投资总额约300亿元，已完成项目投资金额约160亿元；主要代建项目投资78亿元左右，已完成54亿元左右。**预计未来3~5年，每年投入20~30亿元左右，主要通过政府专项债、财政拨款、公司经营所得、银行融资来解决资金投入问题。3) 房地产项目有建筑子公司，纯自建、自营，没有与其他公司合作。4) 主城区周边规划有各种经济园区，发展不错。非主城区的像江津，涪陵，万州，合川，未来主城要扩区，现在在修铁路等，未来主城区和非主城区会连起来，区县的平台优势会好一点。
- 负债层面：1) 今年统计的到期的债务在96个亿左右，基本上主要是通过发债偿还。主要的债务结构，包括子公司，**1年内到期的是13个亿，1~2年的是30个亿，2~3年的是75个亿左右，3~4年是1个亿左右，4~5年的是18个亿左右，5年以上的是120个亿左右。**2) **债券类的综合成本，3年期的可能在4.8%左右，5年期的可能在5.1%左右。**非标业务现在集团是基本上没有介入，融资租赁不超过10%，都是银行正常的一些业务，银行贷款目前只占15%左右。负债项目还包括一些隐性债务置换，置换项目可能会在基准上浮10%左右。其他的比如流贷，综合成本在5.3%~5.5%左右。3) **2021年的偿债计划包括子公司经营性支出是近几年来最大的，压力比较大。**南部新城公司从去年开始融资的业务，到目前为止今年的负债已经全部覆盖了，明年的已经覆盖三分之一。**同时计划发行债券的方式偿还，在尝试做境外债券。**如果没有拿到新的长期批文，短融、超短融可能会在明年进行发行。4) 子公司已经停止了融资项目，今后会统一用母公司来发债。5) 在财政方面区政府成立了专项的债务融资管理小组，可能有20到30亿的应急资金池。6) 私募债较多是因为集团公司才成立，做私募债的通道前期会畅通一点，公募也会做，比如短期融资、超短期融资已经基本上是拿到批复了，没发公募的原因是对明年的偿债压力会更大。**计划下一期的标是中票，3+2或者是整5年。**

## 长寿开发（2020.7.14）：直融比例高，不对子公司进行管理

平台	区县/ 园区	主体信 用评级	有息债 务	存量债 券	非标	纳入隐性债务规 模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
长寿开 发	长寿区	AA+	208.05 亿	115亿 (wind)	租赁4亿 信托15 亿	现在余额是8.9亿， 乐至子公司有十几 亿，加起来纳入的 有二十几亿。	财政拨款；政府专项债	要根据财政情况，以及揭 牌企业的资金情况。现在 一年内不太可能回款。

- **区域概况：**长寿区地处重庆腹地，属于三峡库区生态经济区，全区幅员面积1424平方公里，人口90万，辖7个街道、12个镇，并辖国家级长寿经济技术开发区。2019年全年实现地区生产总值701.2亿元、同比增长8.8%。长寿经开区的开发面积居全市开发区之首，落户重钢、川维等重庆龙头企业和巴斯夫、BP、威立雅等18家世界500强，集聚MDI一体化、亚太纸业等一批百亿级项目，初步形成钢铁冶金、装备制造、新材料新能源、生物医药、电子信息五大主导产业集群。
- **公司概况：**重庆长寿开发投资(集团)有限公司是重庆市长寿区的基础设施建设主体，主要承担长寿区土地整治和储备、基础设施建设、市政设施建设、公租房、廉租房等保障性住房开发建设等任务。有7家全资或控股子公司：重庆乐至置业发展有限公司、重庆市长寿北部新城开发投资有限公司、重庆市长寿区商贸物流中心开发投资有限责任公司、重庆市恒居置业发展有限公司、重庆市长寿区乐渡股权投资基金合伙企业（有限合伙）、重庆市长寿区住宅建筑公司、重庆市长寿移民生态工业园区开发建设有限公司。与子公司只是并表，不对子公司进行管理。

## 长寿开发（2020.7.14）：直融比例高，不对子公司进行管理

- 资产层面：1) 土地储备包括子公司账上有6000多亩。保障房项目4.9%的毛利，有政府补贴，现在很多保障房都转化为商品房了。2) 长寿开发母公司做城市开发的。其余子公司：生态旅业主要做旅游开发；经开和盈地是搞园区开发；盈地是市级园区，经开区是国家级园区主要是搞化工。3) 代建业务的管理费1%-3%，代建是纯公益性项目，不叫回款，不能用贷款去做，代建管理费要先打50%给公司。4) 公司未来一年计划支出6-7亿做公益性的市政道路以及经营性项目，资金来源主要就是政府划拨 5) 如果未来母公司、子公司进行财务上的集中、人事上的安排的集团化管理，会组建财务集中管控中心，融资、资金由集团统筹。
- 负债层面：1) 直融比例较高，综合融资成本6.9%左右；非标方面，融资租赁大概4亿，信托大概15亿。直融比例高是因为债券发行数额大，但银行贷款需要对应项目，单个项目很少有债券发行数额那么大资金需求 2) 近期发债计划：超短融10亿，十月份、十一月份还掉十个亿后再发第三期（最后一期）；短融10亿，现在报到交易所的还有一只30亿永续债（为了调整资产负债率），以及一只非公开的短债30亿；马上要发一笔5年期7亿的中票，中票整个是15亿，采取两个方式：3+2和直接5年期，有担保；区间是4.5%-6.5%。子公司重庆市恒居置业发展有限公司要发供应链ABS。3) 目前授信大概199亿，用了136亿，余额是63亿。



九龙园高新产业（2020.7.15）：垄断园区开发业务，收入稳定，未来发展城市有机更新业务

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
九龙园高新产业	九龙园	AA	80.18亿	28.6亿(wind)	15亿(子公司)	20亿+ (棚改15个亿, 10多个亿的安置房企业债的隐性债务)	隐性负债没有置换, 地方财政每年按照还本付息的计划偿还隐债。棚户项目资金周转快, 改造土地出让后, 隐性债务可以马上消解。	今年有土地和税收返还。五年内会有比较好的回款, 待C区成熟后会出让5500亩的商住用地

- 区域概况：九龙坡区位于重庆主城都市区的中心城区，是重庆的军工重镇、工业大区。区内现有1个国家级高新区和2个市级特色工业园区，拥有409家高新技术企业和1387家科技型企业，居全市前列。2019年实现地区生产总值1462.88亿元、同比增长6.3%，工业增加值374.46亿元，社会消费品零售总额749.28亿元，地方财政收入61.24亿元，城乡居民人均可支配收入4.16万元。九龙园园区分为高新区九龙园区和九龙工业园区。九龙园区A区属于高新区；九龙园B、C园区为九龙工业园区。A区主要为商业用地已经基本开发完成，B区为工业区，C区尚在规划开发中。
- 公司概况：重庆九龙园高新产业集团有限公司作为九龙坡区重要的的综合类国有资产运营主体,承担着九龙坡区事业单位建设和国有资产经营管理及保值增值职能,是九龙坡区城市基础建设和投资的重要主体。在九龙园内基础设施建设、安置房建设、土地整理开发等业务中处于绝对垄断地位。



## 九龙园高新产业（2020.7.15）：垄断园区开发业务，收入稳定，未来发展城市有机更新业务

- 资产层面：1) 公司规划的九龙园区分A、B、C三区，A区是商业和住宅区；B区以汽车、摩托车的配套产业等工业和制造业为主。C区最早是重型机械，现在规划的C区新区是智能制造产业园和节能环保产业园。2) 园区内的土地储备是卖给地产商、公司入股的形式，计划在各园区开发成熟后，进行土地出让，A区的商业地和住宅已基本出让完成，待C区成熟后会出让5500亩的商住用地。同时，现在可供出租的标准厂房有40万平，可供出租的商业门面有6万平，写字楼也有6万平。目前有5000亩的商住用地和1000亩的工业用地没有划进公司资产。3) 公司目前有多项棚改、旧城改造、商圈升级、智慧城市建设等城市有机更新的业务。棚改项目和政府签了25年付55亿元的合约。4) 未来一至两年降低基础建设业务比例，主攻自有资产的积累和城市有机更新业务，下一步计划引进煤炭设计院和中机中联设计院等机构建成设计产业园，该项目投资考虑使用EPC模式或吸引其他产业园注资。
- 负债层面：1) 公司目前有息债务80亿，存量债券28.6亿，资产负债率61.35%。明年的偿债压力比较大，有二十四、五个亿。今年有十六个亿。2) 综合融资成本的目标是，3年左右的资金在5%以内，5~7年的资金是5.5%以内。公司目前通盘的融资成本在5点多，前年和去年的高一些在6左右。非标产品里租赁多一些，包括子公司大概有15个亿，价格在6点多。3) 目前隐性债务有20亿+（棚改15个亿，10多个亿的安置房企业债的隐性债务）。纳入隐债的几个项目都是政府部门服务的项目，隐性负债没有置换，根据预算安排每年会安排财政资金流给公司偿还每年的隐性债务的还本付息。棚户项目资金周转快，改造土地出让后，隐性债务可以马上消解。4) 回款看土地出让的情况和经营投入的情况，2019年回来两个亿左右，今年有土地和税收返还。五年内会有比较好的回款，待C区成熟后会出让5500亩的商住用地。5) 如果城投平台遇到短期流动性压力，区里有应急的资金池调配。

璧山城投（2020.7.15）：负责区域基建，与两山公司形式上合并，未来发展经营性业务

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
璧山城投	璧山区	AA	41.9亿	13.8亿(wind)	占总债务10%-20%	27亿左右	地方财政每年按照还本付息的计划偿还隐债。	代建项目确认收入后才会有回款。

- 区域概况：璧山区工业经济稳健运行，2019年实现地区生产总值681亿元，同比增长8.6%。区域创新发展效果显著，高新技术企业产值占比达到45%，随着重点项目投资建设稳步推进，新兴产业集群发展。财政收入以一般公共预算收入和政府性基金收入为主。
- 公司概况：重庆市璧山区城市建设投资有限公司负责璧山区的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性。作为璧山区重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴方面继续得到区财政局的支持。除了重庆两山建设投资有限公司负责的高新区和绿发负责的绿岛新区，老城和区县内的其他区域的基础设施建设都是城投公司负责。除璧山城投外，重庆两山建设投资有限公司，重庆绿发资产经营管理有限公司以及重庆国隆农业科技发展有限公司，总共四个平台。由于政策文件规定，各平台目前均没有土地整理业务。目前，城投公司被划归至重庆两山建设投资有限公司，只是形式上的合并报表，资产没有合并。璧山城投的管理没有变化，直接归属于区财政，仍为独立运行。

## 璧山城投（2020.7.15）：负责区域基建，与两山公司形式上合并，未来发展经营性业务

- 资产层面：1) 璧山城投被划为重庆两山建设投资有限公司，因为两山建设公司评AA+的条件资产和收入不够。两家公司只是形式上的合并报表，城投的管理没有变化，直接归属于区财政，仍为独立运行。2) 璧山城投公司现在基本做的是璧山区交通类的项目，包括去年12月已经开通的从重庆接到璧山区的轻轨1号线，和一条璧山到潼阳的都市外轨，公司是代理业主。未来公司计划发展经营性业务，巩固基建业务。3) 现在的账面土地价值大概有60-70亿，分布在璧山区周边。19年，土地从使用权计价的投资性房地产科目调整至存货。4) 安置房修建完成后，拆迁户分配的剩余资产属于璧山城投，计划进行市场化销售和出租，目前剩余的大概有40多套住房，还有一些门面、商铺，一套住房大概在100万。
- 负债层面：1) 综合融资成本在5.5-6左右。债务结构方面，非标的占比不多，在1-2成。有息债务规模大概在40多亿，还本付息基本每年十亿左右，授信额度少是因为公司不想过多使用授信。16年时融资以项目贷或者在银行融资为主。现在公司计划发行市场债券来融资。2) 3) 2018年，璧山城投之前的债务都录入到了隐性债务系统，由财政直接拨款偿还，包括璧山企业债，规模大概有30多亿，存续的可能有20多亿，偿债没有问题。3) 今年财政专项债发行了5亿，用于古道湾公园和的旧城污水管网建设。公益性项目都是发行专项债，政府负责偿还。5) 准备今年下半年发债20亿左右，20-21年偿债压力较大，发债目的是置换之前的债务。准备先发一笔公司债，期限3+2，目标区间不会超过6。

## 涪陵国资（2020.7.16）：区域最重要的投资平台，发展多元业务

平台	区县/ 园区	主体信 用评级	有息债 务	存量债 券	非标	纳入隐性债务规 模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
涪陵国 资	涪陵区	AA+	450亿	270.66 亿 (wind)	占比少	数字是动态调整的，不清楚具体 隐性债务数额	债务置换做了几笔，这几年在13 亿左右。进行置换的银行有交行、 重庆农商行、民生、农行、中行 等，都是以银行贷款的形式；通 过政府专项债帮助消化一部分隐 性债。	政府专项债；土地从出让 到结算完资金大概在两个 月左右。

- **区域概况：**涪陵区经济保持较快增长态势。2019年，涪陵区实现地区生产总值1178.66亿元，较上年可比增长8.1%。一般预算收入为54.44亿元，其中税收收入为42.9亿元，税收收入占比达到79%，基金预算收入为66.85亿元。涪陵区拥有丰富的页岩气资源，第二产业是推动当地经济发展的支柱。百亿以上的企业大概有7、8家，包括涪陵榨菜、太极集团、页岩气、万达薄板、华峰聚酰胺、建峰工业、华晨鑫源、三爱海陵、烟厂等。
- **公司概况：**涪陵国资是涪陵区最重要和规模最大的国有资本运营主体，资本实力雄厚，兼备土地整理和产业运营职能，战略地位突出，获得了股东在资产注入、股权划转和财政补贴方面有力的支持。业务范围涵盖土地整治开发、市场化项目经营、食品加工、铝产品加工、页岩气销售以及地票等板块，收入来源多元化。公司持有上市企业重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司39.65%的股权，居控股地位。



## 涪陵国资（2020.7.16）：区域最重要的投资平台，发展多元业务

- 资产层面：1) 公司持有上市企业重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司39.65%的股权，居控股地位，**涪陵榨菜是公司主业**。涪陵榨菜每年的现金分红大概一个亿，分红相当于融资，不需要上缴国资委，但是按照国有资产管理办法，形成了国有资产收益。2) **经营性资产不断注入涪陵国资**，比如河道砂石开采的经营权，市政资产的营运都和政府工程中剩余矿产的开采。3) **涪陵国资现在的土地都是13年的土地**，13年后新增土地很少。4) **公司今年页岩气板块受疫情影响**，大概只有1.4-1.5亿方，整个销售量较去年同期大概下降了5000方左右。下半年会加大销售力度，暂时不启用原来的一些气源、货源。**页岩气对涪陵区全口径财政收入贡献第二**，18年大概给区贡献了6个多亿。5) **地票交易**，一级市场公司直接通过复耕的方式产生地票用来挂牌交易，卖给市场上有需要的投资人。还有一种就是公司直接在二级市场上递交手续去摘牌拍过来，在低的时候拍进来，高的时候卖出去，就像股票一样。6) 现在最大的两个基建项目，高速路和长江经济带大保护的项目，高速路项目十八亿，保护项目的总投资计划是九十五个亿。7) **涪陵国资林权资产大概平均十万亩的话，三十多个亿**。有商品林和新碳林，碳指标的排放像地票一样可以交易。除此之外在筹备林票。
- 负债层面：1) **债务结构以直融为主，占比超过80%**。银行贷款和非标作为辅助，比较少。融资成本方面，上半年在5.3左右。去年稍微低一些，因为发债比较多，**去年总的融资成本在5.16**，对冲沉淀资金后在4.7左右。去年债券成本控制目标是总体成本不超过6%，非标和银行贷款不能超过6.5% 2) 公司对接的银行主要是政策性银行，比如国开行，额度比较大，期限比较长。资金成本应该在LPR下浮，比如20年贷款园内的净利是4.9，在这个基础上下浮5-10%。3) **长江大保护项目预计会有银行七十亿的贷款**。4) 为解决政府的债务余额和公司的有息负债偏高，以前更多的是通过平台公司来融资，**现在转变方式通过政府专项债来进行置换，由原来的隐性债变成政府的专项债**。5) 下半年会对负债率作一个考虑，因为永续中票马上就到期，计入了权益的。**所以公司会考虑发行一期永续中票，还掉存量**。



## 厦门市：以供应链集团为主，由于行业性质，负债率水平整体较高

### 厦门国贸（2020.7.21）：供应链业务强势，子公司业务广泛，盈利水平逐年提升

平台	区县/ 园区	主体信 用评级	有息债 务	存量债 券	非标	纳入隐性债务规 模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
厦门国 贸	厦门市	AAA	299.37 亿	117.1 亿 (wind)	无	数字是动态调整的，不清楚具体 隐性债务数额	-	在战略项目上，市政府一 般会给50%的资金支持，以 直接注资到国贸控股的形 式，会降低整个大集团合 并层面的资产负债率。

- **区域概况：**厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是国家计划单列市，经济和外贸发展势头良好。受疫情影响，**今年第一季度**，厦门有序推进复工复产，经济社会秩序加快恢复，全市经济运行总体平稳，**GDP下降3.2%，好于全国、全省，降幅比1-2月明显收窄**。实际使用外资增长**30.1%** 外贸进出口增长**3.7%** 城镇居民人均可支配收入增长**3.2%**
- **公司概况：**厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”）系厦门国贸控股集团有限公司（以下简称“国贸控股”）的控股子公司，实际控制人为厦门市国资委。经过四十多年发展，已形成供应链管理、房地产经营和金融服务三大核心业务，盈利水平逐年提升。厦门国贸的供应链管理业务具有较强的竞争力，2019年，供应链管理全年实现营业收入2,034.73亿元，同比增长8.66%，实现进出口总额76.17亿美元，同比增长38.64%，规模优势和经济效益突出。

## 厦门国贸（2020.7.21）：供应链业务强势，子公司业务广泛，盈利水平逐年提升

- 资产层面：1) 公司经营有三大板块：供应链板块（传统的贸易加物流）、房地产板块、金融服务板块。按2019的数据，公司96%左右的营业规模是供应链，3%的营业规模是房地产。房地产利润是40%左右，供应链利润占40%，金融服务板块利润占20%。一季度利润下滑，是因为疫情无法完成交房，因而房地产项目的利润无法确认。2) 公司风控做得很好，国贸集团成立40周年来经历过很多周期，遇到过很多问题，因此风控上做得更出色。3) 集团层面控股把信达公司划分出去，信达去年无法收回坏账，在年报中有几个亿的损失。如果不把信达划分出去，按照集团控股30%的比例，将有8亿多的亏损，会对当年的财务报表、利润表有很大的影响。4) 公司是进口、出口、内贸业务都有，进出口业务占20-30%。但是出口比重极低，13块钱的进口只有1块钱的出口，因此出口对我们的影响几乎可以忽略不计，与美国贸易量极小，主要业务不受中美关系影响。5) 地产业务后续会以一二线城市为主。现在和世贸、远洋都有落地的房地产项目。地产合作形式一般是公司拿地入股，再找合作商联合开发，一起参与运营，项目是会并表的。6) 公司在大宗商品的套保、锁汇方面是自己的团队，进行期货对商品的套保、外汇的套保。
- 负债层面：1) 最近综合融资在3.3%左右，流贷是3.5%。债务结构上，直接融资占1，间接融资占2，没有非标，但有些永续信托借款，在60-70亿左右。授信使用大概在50-55%，1200亿左右。合作的授信银行主要是国有银行和股份制银行比较多，兴业银行是额度最大的股份制银行。厦门当地的银行占比很低，比如厦门银行、农商行，量比较小。2) 目前公司对银行的信贷比较依赖，负债率比较高。3) 公司进行贸易融资业务，是贸易衍生出来的降低成本的业务。除了信用证，公司有进行资金池管理，控制整个资金的头寸，管理资金滚动、短资金长，资金与债务期限相匹配。4) 近年公司负债率一直在上升，项目比较多，公司规模增长也非常快。5) 下半年发债，主要是永续，或者是ABN上会多一些6) 对外担保业务要是对于子公司的对内担保。对外担保也有，是金融板块下有一家金海峡融资担保公司，有一些对外的担保，是并表并进来的。

象屿集团（2020.7.22）：供应链、物流、地产业务多元发展，一季度现金流受疫情影响

象屿股份（2020.7.21）：供应链、物流业务强劲，但负债率偏高

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量债券	非标	纳入隐性 债务规模	隐性债务银行置换或财政化 解	财政资金及回款情况
象屿 集团	厦门 市	AAA	639.2 亿	227.7亿 (wind)	-	-	-	-
象屿 股份	厦门 市	AAA	293.1 亿	84亿 (wind)	以象屿股份子公司 国际物流的基础资 产发行的一期 ABN	-	-	-

- 区域概况：厦门获批全国供应链创新与应用试点，7家企业入选企业试点，占全省七成。2019年，初步核算，全年地区生产总值（GDP）5995.04亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。今年第一季度，厦门有序推进复工复产，经济社会秩序加快恢复，全市经济运行总体平稳，GDP下降3.2%，好于全国、全省，降幅比1-2月明显收窄

## 1. 象屿集团

- 公司概况：1992年经国务院批准设立象屿保税区，厦门象屿集团有限公司（以下简称“象屿集团”）负责开发建设运营服务，实际控制人是厦门市国资委。象屿集团最早设立时业务依托于物流园区，经过几十年发展，现在集团旗下已发展到10家控股子公司，业务涉及物流、供应链、房地产和金融业务等领域。厦门象屿股份有限公司由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司重组而成。

## 象屿集团（2020.7.22）：供应链、物流、地产业务多元发展，一季度现金流受疫情影响

### 象屿股份（2020.7.21）：供应链、物流业务强劲，但负债率偏高

- 资产层面：1) 印尼项目上半年有3个锅炉在试运营，下半年计划大规模投产，5个锅炉全部投入运营，大部分250万吨的锅炉投产能在年底完成。预计到年底，项目营收接近100亿，净利润1-2个亿。2) 地产存量分布分布在上海及周边的卫星城市，昆山、常熟、天津，福建，重庆这几个地区。去化情况，上海及周边没有问题；天津方面也是按正常进度再推；福州不是通过招拍挂，是购买二手项目的形式；重庆按计划在推进；南平的土储规模很大，但是去化较慢。3) 房地产未开工的项目主要分布在上海、福州，以及土储规模比较大的南平。未来销售主力是上海及其周边昆山、常熟等，以及重庆。公司地产项目回归厦门后会走正常招拍挂。4) 供应链终端消费主要是贸易商和需求钢材的实业公司。象屿股份从几年前也在计划减少贸易商的款项，提升实体企业的占比。5) 类金融方面，2016年整合成象屿金控板块，服务于供应链上下游的客户，做产业金融和传统区域性消费金融业务。
- 负债层面：1) 疫情对现金流影响大，2季度现金流在逐渐回笼，相比一季度回了100亿左右。2) 集团采取上游垫付、下游交保证金的形式。预付账款集中度在40%左右，下游客户只付了保证金10%-20%，但集团要司履行合约帮下游采购如果发生违约，公司自行处置货源。3) 印尼项目投资总计140亿，其中资本金40-50亿，70亿是海外银团，30亿公司海外债务。海外债务是2018年发的，采用自主评级发债，成本在4.5亿，期限5年。

## 象屿集团（2020.7.22）：供应链、物流、地产业务多元发展，一季度现金流受疫情影响

### 象屿股份（2020.7.21）：供应链、物流业务强劲，但负债率偏高

## 2. 象屿股份

- **公司概况：**厦门象屿股份有限公司由象屿集团旗下所有供应链服务相关子公司重组而成，2011年8月在上海证券交易所重组上市（股票代码：600057）。公司主营业务为供应链管理、流通服务、物流平台开发运营。对内为象屿股份供应链管理提供物流服务，对外为众多企业提供国际采购与分拨、国际多式联运、国内门到门全程物流服务以及物流金融等业务为一体的综合物流服务，是中国物流杰出企业、全国仓储转型升级示范企业，中国物流50强企业以及中国5A级物流企业。
- **资产层面：**1) 象屿股份有上百家子公司，内部核算的经营实体应该在26到27个。设立这么多子公司的目的是保持风控，风险隔离；有利于开具单证。2) 帮助象屿集团的印尼项目做做配套。年初发布了一个140亿的关联交易，做印尼这块业务。印尼项目的物流产品是象屿股份做供应链服务，供应原料、做物流。3) 合作国内所有大型铝厂，钢材和头部企业合作，4) 公司做综合服务的同时，渗透到供应链金融。向其他公司提供物流或者供货，占用公司的资金收取利息，这个就。未来三五年平台构建完善后，有可能会按照业务条线，比如物流形成收费模式，供应链形成供应链金融的收费模式，信息服务按信息服务条线形成收费模式。5) 未来把把轻资产的模式复制到吉林、辽宁、内蒙、山东以及华北的一些区域，派业务团队到当地，和当地有该种资产（收粮物流设施）的实体进行合作，去经营粮食业务。培育新的铁路物流基地：榆林。



象屿集团（2020.7.22）：供应链、物流、地产业务多元发展，一季度现金流受疫情影响

象屿股份（2020.7.21）：供应链、物流业务强劲，但负债率偏高

## 2. 象屿股份

- 负债层面：1) 短期债务稍高，但长短期融资比例大体上均衡，直间接融资比例也较为均衡，综合融资成本4.5%左右。银行融资成本大约在3%多，流贷大概在3.6%~3.7%左右。非标方面，仅有集团以象屿股份子公司国际物流的基础资产发行的一期ABN。直接融资大概是34亿的短融，永续中票20亿，公司债30亿，短期借款100多亿。银行长期借款大约是四十多亿，短期借款大概是100多亿，属于间接融资。银行的债投额度和授信额度是区分开的，总共大约有900多亿的授信额度。2) 下半年计划发行一般公司债和可持续债券，规模为30~40亿，采取3+2的期限；发行时间大约在八月至九月，区间根据市场情况再定。3) 和建行、农行之前做了厦门第一个债转股项目，一个股权性质的融资，实际上按照固定收益的方式来进行的。银行对象屿物流增资20亿，（各）占（象屿物流）10%股权。4) 后续在国外的业务，比如印尼的物流公司可能通过平台发行美元债。

## 厦门建发（2020.7.21）：优质地产集团，负债率较高

平台	区县/ 园区	主体信 用评级	有息债 务	存量债 券	非标	纳入隐性债务规 模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
厦门建 发	厦门市	AAA	亿	240.9 亿 (wind)	无	-	-	今年预计一千亿的销售回款。

- **区域概况：**厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是国家计划单列市，经济和外贸发展势头良好。受疫情影响，**今年第一季度**，厦门有序推进复工复产，经济社会秩序加快恢复，全市经济运行总体平稳，**GDP下降3.2%，好于全国、全省，降幅比1-2月明显收窄**。实际使用外资增长**30.1%** 外贸进出口增长**3.7%** 城镇居民人均可支配收入增长**3.2%**
- **公司概况：**建发房地产集团有限公司是国有独资的大型房地产开发商，公司第一大股东为厦门建发股份有限公司，建发集团直接持有其45.346%的股权，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。建发房产从厦门出发，已逐步拓展了上海、深圳、成都、长沙、苏州、合肥、杭州、南京、南宁、福州等城市，**并以房地产开发为核心，在上、下游行业开拓出区域内领先的物业管理和土地一级运营业务，形成了旗下拥有七十余家全资及控股企业**，连续多年位居中国房地产百强榜的专业房地产开发集团。

## 厦门建发（2020.7.21）：优质地产集团，负债率较高

- 资产层面：1) 今年上半年公司拿了大概20块地，很大一部分是全资的，今年整个拿地的权益占比可能会到80~90%。2) 通过公开招拍挂拿项目，收并购占比不是很大，今年上半年这20块里面有四、五个是并购拿到的。IRR一般会要求在10~15%之间。3) 公司在厦门岛内外均有房地产项目，在房产层面会参与一部分城市更新。现在岛内有一个总投170多亿的旧改项目在进行。4) 地产主要做福建省内，销量好。三明基本上快做完了，南平、宁德、漳州和龙岩的销量都不错。省内项目去化都很快，利润率很高。
- 负债层面：1) 国资委对建发集团的资产负债率的要求在80%左右，贸易的可能更高一点，非贸易的可能负债率就低一点。2) 债券只有45%左右，剩下的是银行的开发贷和项目贷，有一些长周期的项目贷款。3) 保债计划有五、六十亿，成本应该是4.68%。融资整体总成本应该是在5以内，存量的综合成本是4.7。4) ABS项目上半年尾款、供应链都有发，下半年CMBS、尾款的也都有。尾款ABS期限可能是两年，CMBS三年以上。上半年的尾款ABS的利率是3.1。

# 金昌市：硫化铜镍矿床储量丰富，上半年GDP位列全省第一

## 金川集团（2020.7.28）：负债少融资成本低，产业转型升级稳步进行

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	综合融资成本	授信情况	未来发债计划	财政资金及回款情况
金川集团	金川区	AAA	480亿	60亿	-	4%以下	母公司1200多亿授信，子公司独立授信有600多亿，全集团1800多亿。	预计有60亿中票将会发行，期限至少为3年，目标区间根据市场情况来定	-

- **区域概况：**1) 金昌，甘肃省辖地级市，为古丝绸之路重要节点城市和河西走廊主要城市之一。金昌市已发现各类矿产地94处。其中，大型矿床14处，中型矿床7处，小型矿床23处，矿点或矿化点50处。金川硫化铜镍矿床储量丰富，在世界同类矿床中，位居世界第二。2) 2020上半年全国GDP甘肃省排名第二，**金昌市位列甘肃省第一**，实现正增长。
- **公司概况：**1) 金川公司是由甘肃省国有资产投资集团有限公司控股的股份有限公司。2) 主营业务方面，是采、选、冶、化配套的大型有色冶金、化工联合企业，镍和铂族金属产量占中国的90%以上，是中国最大的镍钴生产基地，第三大铜生产基地。3) 公司在打造**金川民营经济产业园**，主要目的是金川的转型升级，围绕主产品和生产系统延伸产业链，**降低贸易比重**。4) 新材料产业方面，公司生产的**三元前驱体**已经得到三星、LG等20家公司的认证，南通高含镍生产线与金川4条生产线已经全部经过认证并投产。
- **负债层面：**1) 资产负债从2015年的77.2亿，减少到61.83亿，**资产负债率下降10%**；2020年资产负债率从**年初62.4%下降到61.83%**2) 近年公司债务减少315亿，未偿还银行的债务仅几亿额度。公司为维持与金川当地四大行的关系，搁置发债计划。3) 预计未来有**60亿中票将会发行**，期限至少为3年，目标区间根据市场情况来定。

## 兰州市：近年土地出让规模大，新区：多企业少人口

兰州建投（2020.7.29）：2016年城投、国投合并后成立，拥有特许经营权

兰州城投（2020.7.29）：债务清偿集中于21、22年，债务期限结构不平衡

兰州国投（2020.7.29）：主体评级较低，以发1年期有担保短融为主

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量债券	非标	纳入隐性债 务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款 情况
兰州 建投	城关 区	AA+	-	42亿 (wind)	集团口径下2019年非 标占比约9.5%~10%， 今年略低	100亿	银行置换一部分，同时政府每 年还给一部份化债资金	-
兰州 城投	城关 区	AA+	-	216亿 (wind)	同上	-	同上	-
兰州 国投	城关 区	AA-	-	2.8亿 (wind)	同上	50+亿	同上	-

- 区域概况：1) 兰州作为甘肃省省会，是中国西北地区第二大城市、重要的工业基地。2019年兰州全市地区生产总值 2837.36亿元，比上年增长6%。2) 兰州近年土地出让规模大，热度在七里河三滩，万达茂和兰州北部碧桂园。3) 兰州城关区地段房价在两万多，七里河地区是一万四、五起价。住房供不应求，主要人员为兰州以西地方上的大多数入。4) 兰州新区属于国家级新区，拥有自己的财政库，主要大项目归新区管委会。目前新区常住人口40万，主要是产业园区。石化装备、佛慈工地、制药厂（兰药）、兰石重工等企业都已入驻。



兰州建投（2020.7.29）：2016年城投、国投合并后成立，拥有特许经营权  
兰州城投（2020.7.29）：债务清偿集中于21、22年，债务期限结构不平衡  
兰州国投（2020.7.29）：主体评级较低，以发1年期有担保短融为主

## 1. 兰州建投

- 公司概况：1) 因原兰州城投和兰州国投公司职能相似，2016年整合合并后成立建投公司。但其实**三家公司实质上是同一家**，因为城投、国投是发债企业，公司牌子不能摘。2) 建投下有十一大板块业务，包括**基础设施，房地产，资产经营，股权投资，物业管理，商贸物流，医疗康养，环保还有文旅**等，经过近四年的运营公司基本上已经实现了市政府当时成立公司时候一加一大于二的目标设想，目前公司总资产将近1400亿，年营业收入56亿，净利润3亿左右。
- 资产层面：1) 建投公司85%的资产为城投公司，母公司本部是**管理性机构**，只有一些资产租赁的业务，具体业务交给下属子公司。2) 公司划拨土地在七里河区，**账面土地价值74亿**，为100%商住地。3) 公司收益性项目为**物流园区和医疗康养**，同时医疗配有城际的停车场建设，建成后拥有**特许经营权来经营停车场**。4) 收益性项目在建的主要为高原夏菜和重离子。
- 负债层面：1) 集团有152亿政府隐性债，目前余额约146亿。隐性债务的化解为**银行置换和政府拨化债资金**。2) 目前**建投规模评级为AAA**，但是兰州市评级只有AA+，**增强评级工作正在沟通中有望升级**。3) 兰州建投在8月初计划发私募债券5亿，期限为1+1，利率在5%左右，发完私募后会计划发行公募。

**兰州建投（2020.7.29）：2016年城投、国投合并后成立，拥有特许经营权**

**兰州城投（2020.7.29）：债务清偿集中于21、22年，债务期限结构不平衡**

**兰州国投（2020.7.29）：主体评级较低，以发1年期有担保短融为主**

## 2.兰州城投

- **公司概况：**1) 兰州城投公司作为**兰州市最大的市政项目投融资及国有资产经营管理平台**，主要承担兰州市基础设施建设的投融资及建设职能，同时还负责运营兰州市燃气、公交、供热等公用事业，以及房地产开发、中成药生产销售等业务。2) 根据2019年报，总资产2278.43亿元，营业收入76.11亿元，净利润1.85亿元，**净利润比2018年下降5.21亿元**。
- **资产层面：**1) 城投资产占集团总资产85%。
- **负债层面：**1) 集团口径下152亿政府**隐性债**，**城投占将近100亿**。2) 城投的发债市场化程度高，2021、2022年**债务面临集中偿还**问题。3) 未来发债重心依然在建投和城投。

## 3.兰州国投

- **公司概况：**1) 兰州国投是兰州市人民政府在重组兰州市国有资产经营有限公司和兰州市国资物业管理有限公司基础上批准成立的国有独资公司，是市政府围绕项目建设进行资本运作，发挥国有资本投资导向功能的全市高水平、综合性投融资平台，隶属市政府管理。
- **负债层面：**1) 集团口径下152亿政府**隐性债**，**国投占50+亿**。2) 集团目前保留兰州国投（评级AA-）融资渠道，**以发行1年期有担保的短融为主**。但3) 未来发债国投债收益大区间为上下波动100bp，小区间40bp，目标不超过4%。

# 青海省：省内国企整合方案未定，盐湖股份负面影响犹存

## 西部矿业（2020.7.30）：应收账款数额较大，产品转型仍在探索中

平台	区县/园区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
西部矿业	城西区	AA+	60亿	20亿	11亿	-	债务不会步入省投、盐湖后尘，10~20亿政府可以财政化解，更多的还是需要集团自己找转机	对青海国资委的其他应收款达40亿

- **区域概况：**1) 西宁，青海省省会，设有西宁（国家级）经济技术开发区、城南新区（属城中区）、高新技术开发区（生物科技产业园区）、海湖新区共4个功能区。2020年一季度GDP数据显示，西宁有323.72亿元的GDP总量。2) 自盐湖股份违约后青海省整个平台发债资质受到质疑，债券流通受到压力。3) 国资委有意在青海省属企业之间进行产业整合或直接整合，**但目前还没有具体方案。**
- **公司概况：**1) 公司是西部最具竞争力的资源开发企业之一，实际控制人是青海省人民政府国有资产监督管理委员会。2) 集团纳入合并报表范围的各级子公司共有50家，业务主要包含有色金属、盐湖化工、建筑地产、文化旅游、金融贸易及科技信息六大产业板块。3) 集团**收购地及国资委综合考核位列全省第一**，土地储备位于北京及西宁当地，后续无继续拿地计划。
- **资产层面：**1) 根据2020年中报，西部矿业总资产638.61亿元，营业收入为191.54亿元，净利润4.38亿元。2) 公司盐湖镁矿项目纯度高成本大，纯度与国内市场需求不相符合，**正在探索产品转型方法。**3) 正在建设之中的西藏玉龙铜矿将极有潜力发展成为我国资源储量最大的铜矿，玉龙二期将在10月份建成。4) 地产部分，西宁当地房地产已进入销售期，全部开发完货值在15、16亿；北京的酒店和写字楼项目进展顺利。**公司后续无地产项目计划。**
- **负债层面：**1) 目前西部矿业集团及其股份公司加起来有**60亿债务**，有将近不到6亿的信托及足到5亿的融资租赁，主要是银行债务，**综合融资成本为4.81%**。2) 债券存量为20亿，一支为今年10月到期，另一支是2022年12月到期。**由于受到青海盐湖项目影响，公司对发债计划很谨慎。**

## 西宁城投（2020.7.30）：发行债券市场化程度高，与省属国企无担保、无资金往来

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量债 券	非标	纳入隐性债 务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
西宁 城投	城西区	AA+	215 亿	66亿 (wind)	-	81.6亿	还款主要由自有资金及政府各市本级、 区县财政兜底，没有做银行置换	回款周期按照政府预算， 当年款项年内拨付到位

- **公司概况：**1) 西宁城投2005年8月成立，为西宁市国资委独资的国有企业，目前资产740亿，资产负债率67%。2019年收入15亿，净利润8900万。目前城投公司整体业务板块分为现代物流、市政基础设施、房地产、供水、金融、农业几大类。2)
- **资产层面：**1) 土地储备方面，**包括经营项目的土地有约10000亩**，土地分布在城西区、城中区还有城东区。2) 农副产品集散中心一期（483亩）**垄断全省的蔬菜和农产品的交易**，现在二期项目（604亩）也在建设中。3) 后期大数据局委托我们的子公司-西宁市的唯一大数据公司-对西宁市全市进行大数据改造；同时与综合保税区有合作项目；正在推进的高原汽车检测中心，是省政府重点项目进行实施。
- **负债层面：**1) 公司目前主要以**开发行债券**作为主要融资渠道，**综合融资成本约4.2%**；有息负债215亿，贷款余额87.6亿，主要系棚户区改造项贷款，由用款单位每季度还本付息。2) 未来债务的偿还主要有**4个渠道：a.通过发行债券等正常融资进行偿还；b.通过经营性项目的收益偿还；c.棚改这块运用政府的财政预算进行多笔偿还；d.政府的资产注入。**3) 2020年8月初计划发行公司债，期限2+2，目标区间4.7%-5.1%。后续会发行**20亿中票和10亿短融**，下半年公司计划启动一期资产证券化，用火车站项目经营性物业作为底层资产。

# 天津市：硫化铜镍矿床储量丰富，上半年GDP位列全省第一

天津城建（2020.8.21）：银行政府支持力度大，资金链稳定，短期债务比例较高

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量 债券	非标	短期债务比例	融资成本	隐性债务银行置换或财政 化解	财政资金及回款 情况
天津 城建	和平 区	AAA	-	5500 亿	-	20%	4.7%	-	-

- **区域概况：**1) 天津市和平区位于天津市区中部，2018年该区生产总值达920亿元，**同比增长6%**，服务业增加值占经济总量比重达到98.6%，区级财政收入45亿元，其中税收占比达到84%，同比提高12个百分点，社会消费品零售总额508亿元，同比增长4.1%；2) 内、外资到位额分别达到100亿元和495万美元。
- **公司概况：**1) 天津城市基础设施建设投资集团有限公司成立于2004年，是国资委100%持有的国有独资公司。2) 注册资本金705.87亿元，截止2019年末合并资产总量8300亿元，**全国城投集团中排名第一**。3) 集团主营业务包括四大板块：城市路桥、环境水务、轨道交通和城市综合开发。截止2020年6月份，天津城投集团共有短期债务1000亿，存债5500亿，**短期债务比例20%**。
- **融资情况：**1) 2007年起公司加入全国保险资金债券计划，开始发行企业债券；2) 2015年在证监会批准下发行100亿的城投债券，为全国首家在交易所发行公募公司债的承包类企业；3) 2016年发行5亿美元债券并于2019年到期兑付，为全国第三例境内主体于境外发行的债券；3) 2017年获得交易商协会第一的企业资格并保持至今，是交易商协会城建组里唯一的DFI；4) 2018年作为天津市唯一一家企业，获得证监会公司债券优化监管资格；5) 2019年11月，经证监会批准获得200亿融资债券；6) 2020年，获批80亿的非公开债务融资工具；7) 同年7月，发改委下批100亿的优质企业债券，并**计划于9月初发行一期短期融资债券**。



## 武清国资（2020.8.21）：土地财政依赖，综合融资成本较高

平台	区县/ 园区	主体 信用评级	有息 债务	存量 债券	非标	综合融资成本	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政 化解	财政资金及回款 情况
武清 国资	武清 区	AA+	300 亿	498 亿	-	7%以下	120亿	40-50亿	-

- **区域概况：**1) 中国天津武清开发区于1991年12月28日设立，是国家级经济技术开发区、国家级高新技术产业园区和天津国家自主创新示范区核心区。2) 总面积1574平方公里，**在天津市排名第二**。3) 2019年一般预算收入119亿，2020年上半年财政收入约40亿。4) 建区以来，共吸引投资1200亿元（外资60.7亿美元），引入50余个国家和地区的企业5690余家，包括世界500强投资企业45家。
- **公司概况：**1) 2020一季度公司资产总额是847.08亿元，负债总额498.68亿元，资产负债率58.87%。2) **公司收入来源主要是一级财政预算收入、土地出让和转移支付**。3) 土地储备方面，城区周边住宅地有2万亩。每年约150亿左右的土地出让收入。
- **负债层面：**1) 目前有息债务300多亿，**债务17年18年有所下降（土地出让收入多），到19年底回升**。债务偿还主要依靠土地出让收入。2) 隐形债务约120亿，化解债务主要途径是土地出让和银行置换，目前已完成40-50亿。**置换成本5-6%。综合融资成本7%。**3) 上半年发行中票20亿，12亿的5.99%，8亿的5.4%，国投在7月发了6.5%的PPN，发了一期3.98%的短融。
- **发债计划：**1) 8月底发一笔20亿的公司债，发30亿国投公司的公司债，**已有批文**。2) 计划发20亿短融已经发了10个亿，还剩10个亿准备明年发。3) 另还计划发行一笔中票。

# 天津经开 (2020.8.20)：间接融资为主，业务转型精细化开发，以招商引资为重点

## 临港控股 (2020.8.20)：企业与银行政府间合作密切，隐性债务置换频繁

平台	区县/国区	主体信用评级	有息债务	存量债券	非标	纳入隐性债务规模	隐性债务银行置换或财政化解	财政资金及回款情况
天津经开	滨海新区	AA+	639.2亿	544.6亿	-	400亿	300亿	-
临港控股	滨海新区	AA+	460亿	130亿	90亿	498亿	200亿	-

- **区域概况：**1) 天津市滨海新区是国家综合配套改革试验区的一部分和中国首批国家级经济技术开发区之一，又称泰达。2) 2019年财政收入达到687亿，相当于地级市的财政收入，**占整个市的六分之一左右**，去年的一般预算收入是160亿左右。3) 开发区2020年上半年的经济数据逆势上扬，在疫情和中美关系的影响下，**开发区利用外资的收入上涨了20%左右**，去年利用内资产生的利润上涨了8%，一般预算收入上涨了4%。

### 1. 天津经开

- **公司概况：**1) 2020年2月天津经济技术开发区国有资产经营有限公司由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资），实际控制人是天津经济技术开发区管理委员会。2) 公司在经开区承担土地开发整理业务、基础设施建设业务、保障性安居住房等业务；同时投资、参股及国有资产的股权管理，兼有物业管理、房屋租赁等业务。

天津经开（2020.8.20）：间接融资为主，业务转型精细化开发，以招商引资为重点

临港控股（2020.8.20）：企业与银行政府间合作密切，隐性债务置换频繁

- 经营现状：1) 公司资产总额是882.8亿元，负债总额544.6亿元，资产负债率61.68%。2) 公司注册资本是158亿，去年收入近20亿。3) 土地储备少，所以并非土地财政，靠**税收作为的主要收入来源**。
- 债务融资：1) 隐性债务400多个亿，政府占80~90%在逐渐做置换和化解。目前**70%-80%的隐性债务已经谈完置换，期限一般都拉到2028年**。2) 过去公司以间接融资为主，未来打算间接融资和直接融资相互配合，加重发行债券的比例。目前化解债务的方案首选是中票，其他的方案还有直接放贷款、通过北金所等形式。
- 在建情况：1) 开发区的基础建设趋向成熟，目前在进行园区精细化开发，**重点放在招商引资**。近两年计划改造老开发区，然后是做城市的升级改造，将厂区外迁，**总共预计投资100亿**。2) 南港工业开发区已经初具规模，计划建成多产业的化工园区，已有中沙电网、中石化等大型企业入驻，前期资金投入大，未来能产生稳定现金流，风险防御能力强。
- 发债计划：近期发第3期中票、4期中票。第三期金额大概是弹性发行8~20亿，9月份发行第4期，**发债以中票为主**。

## 天津经开（2020.8.20）：间接融资为主，业务转型精细化开发，以招商引资为重点

### 临港控股（2020.8.20）：企业与银行政府间合作密切，隐性债务置换频繁

#### 2. 临港控股

- **区域概况**：1) 2019年保税区财政收入不到350亿，税收收入240亿左右，基金收入57亿。2) 区域未来打造的重点是分三个方面：**海洋经济、智能装备制造、粮油方面**。
- **公司概况**：1) 天津临港投资控股有限公司，第一大股东为天津市滨海新区国有资产监督管理委员会，下属子公司21家。2) 2019年实现营业收入62.58亿元，总资产规模909.54亿元，**资产负债率为65.77%**。3) 公司承接的工程施工项目主要为原临港经济区滩涂开发(围海造陆)项目及配套的市政工程建设，**其中滩涂开发为公司收入占比最大的板块**。4) 2020年上半年公司得到单笔8.2亿的国家合成生物技术创新中心专项债，在**天津市专项债中属于前三名**。
- **负债层面**：1) 截止2020年6月份，有息债务规模为460亿，**平均融资成本不到6.5%**。2) 其中银行贷款270-300亿，占比60%-70%；3) 债券等显性资产共约130亿；非标、融资租赁和信托共约90亿。3) 系统认定的隐性债务规模498亿，今年隐性债务缓释近200亿，都属于银行贷款，期限为5-10年，平均年限7.5年。