

## 重庆两山建设投资有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：张逸菲 [yfzhang@ccxi.com.cn](mailto:yfzhang@ccxi.com.cn)

项目组成员：张灿灿 [cczhang@ccxi.com.cn](mailto:cczhang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 10 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0505号

## 重庆两山建设投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“21 渝两山债/21 两山 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十日

**评级观点：**中诚信国际维持重庆两山建设投资有限公司（以下简称“两山建设”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“21渝两山债/21两山01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际肯定了2021年以来璧山区经济保持增长，公司维持重要地位并继续获得股东的有力支持，公司土地资产较为充足等因素对公司信用水平的有力支撑。同时，中诚信国际关注到公司部分股权、资产划出及林权资产价值变动导致净资产下降、公司对重庆众泰汽车工业有限公司（以下简称“重庆众泰”）的担保代偿和股权投资款损失风险，应收类款项规模较大且回款周期较长、公司资本支出压力较大对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

两山建设（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	434.30	442.50	462.30
所有者权益合计（亿元）	300.42	283.92	288.20
总负债（亿元）	133.88	158.58	174.10
总债务（亿元）	116.65	127.43	144.93
营业总收入（亿元）	21.25	21.13	21.52
经营性业务利润（亿元）	4.09	3.09	3.01
净利润（亿元）	4.01	3.08	3.11
EBITDA（亿元）	5.85	5.73	5.96
经营活动净现金流（亿元）	-3.38	5.08	-10.49
收现比(X)	1.10	1.39	1.03
营业毛利率(%)	7.30	10.03	4.43
应收类款项/总资产(%)	24.96	23.83	22.02
资产负债率(%)	30.83	35.84	37.66
总资本化比率(%)	27.97	30.98	33.46
总债务/EBITDA(X)	19.94	22.23	24.33
EBITDA 利息倍数(X)	1.16	1.09	2.35

注：1、中诚信国际根据公司2019~2021年审计报告，各期财务数据均采用审计报告期末数，公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、为准确计算债务，将各期末“其他应付款”中的带息负债调至短期债务核算，将“长期应付款”中带息负债调整至长期债务核算。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

重庆两山建设投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	3.25	8
	收现比(X)*	1.15	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.88	7
	受限资产占总资产的比重(X)	0.08	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	288.20	8
	总资本化比率(X)	0.33	8
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			aa <sup>-</sup>
BCA			aa <sup>-</sup>
支持评级调整			2
评级模型级别			AA <sup>+</sup>
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa <sup>-</sup> )的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用2019年~2021年三年数据计算得出

### 正面

■ **璧山区经济保持增长。**璧山区 GDP 增速处于较高水平，第二产业对经济的贡献率较高，工业基础较强；璧山高新区作为国家级高新区，具备良好的发展基础，综合来看，较强的区域经济实力为公司业务发展提供了良好的环境。

■ **公司维持重要地位，继续获得股东的有力支持。**公司系璧山区规模最大的基础设施建设主体和国有资产经营管理平台。公司近年来持续获得股东在资产注入和财政补贴方面的有力支持，其中2021年获得财政补贴4.89亿元。

■ **公司土地资产较为充足。**截至2021年末，公司存货中土地资产账面价值为109.60亿元，均为出让地，土地性质主要为商住用地，公司可供出让的土地较为充足。

### 关注

■ **部分股权、资产划出及林权资产价值变动导致净资产下降。**2021年，由于政府收回重庆市璧山区龙腾保安服务有限公司（以下简称“龙腾保安公司”）股权及渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线 BT+EPC 项目，使得公司资本公积减少4.33亿元。截至2021年末，公司无形资产中有林权29.05亿元，林权规模较大且收益性差，需关注公司资产流动性及后续林权资产价值变动导致净资产下降的风险。

■ **公司对重庆众泰的担保代偿和股权投资款损失风险值得关注。**截至2021年末，公司对重庆众泰的担保余额为1.00亿元；公司为重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司（以下简称“璧山国资”）收购银行对重庆众泰的债权提供担保余额6.03亿元，金额较大；因重庆众泰的债权转让形成应收璧山国资借款6.53亿元。同时，公司对重庆众泰的担保已发生代偿，截至2021年末，公司对重庆众泰的担保累计发生代偿3.04亿元，仍需关注后续代偿情况。综合来看，公司对重庆众泰39%的股权投资款、担保及应收璧山国资借款回收风险值得关注。

■ **应收类款项规模较大且回款周期较长。**截至2021年末公司应收类账款占总资产比重较高，其中应收璧山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）的土地款规模大且周期长，需关注后续回款情况。

■ **公司资本支出压力较大。**作为璧山区最重要的基础设施建设主体，在建和拟建项目合计投资规模较大，未来或面临较大的资本支出压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，重庆两山建设投资有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**璧山区经济实力显著提升，同时公司获取优质上市公司股权并能带来可观的收益，公司资产质量显著提高。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济实力持续下滑且短期难以恢复；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，流动性风险加重，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

重庆两山建设投资有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型		评级报告
AA+/稳定	21 渝两山债/21 两山 01 (AA+)	2021/09/24	张敏、刘洁	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02		<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权 益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
重庆两山建设投资有限公司	462.30	288.20	37.66	21.52	3.11	-10.49
重庆市永川区惠通建设发展有限公司	436.01	198.30	54.52	17.99	2.04	-12.06
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	559.60	227.06	59.42	23.66	4.16	1.46

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次信用评 级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 渝两山债 /21 两山 01	AA+	AA+	2021/09/24	4.90	4.90	2021/10/29~20 28/10/29	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；在债券存续期的第 3~7 年末逐年分别按照 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“21 渝两山债/21 两山 01”募集资金 4.90 亿元，拟全部用于偿还或置换公司 2021 年内到期的企业债券本金及利息。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，募集资金已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力

有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、

精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**2021年璧山区GDP增速在重庆各区县中位列第一，第二产业对经济的贡献率较高，工业基础较强，为企业发展提供了良好的外部环境，但产业结构有待进一步优化**

重庆市璧山区位于长江上游地区、重庆市西部、重庆大都市区内。璧山区东连九龙坡区、沙坪坝区，南接江津区，西临永川区、大足区，北靠铜梁区、合川区、北碚区，有“重庆西大门”之称。2014年撤县设区，截至2021年末下辖6个街道、9个镇，幅员面积915平方公里，常住人口为75.6万人。

图1：璧山区行政区划图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2019~2021年，璧山区分别实现地区生产总值（GDP）681.01亿元、747.1亿元和874.54亿元，其中2021年同比增长10.40%，在重庆各区县中增速排第一位。璧山区已形成以新能源汽车、新一代信息技术为主导，智能装备产业和大健康产业协同发展的四大产业集群，落户了比亚迪、康佳等重点企业。近年来全社会固定资产投资年均增长9.2%，2021年三次产业结构比优化为4.7:50.1:45.2，第二产业占比较高，工业基础较强。

2021年，璧山区公共财政预算收入为53.10亿元，较上年持续增长，其中，税收收入占比为62.45%，财政质量较好。2021年，璧山区政府性基金收入为98.85亿元，转移性收入（公共财政预算收入中的上级转移支付补助+基金收入中上级转移支付补助）为20.83亿元，同期财政平衡率为69.75%，财政平衡能力较上年的65.95%有所提升。2021年末璧山区政府债务限额为171.80亿元，债务余额为169.20亿元，其中一般债务余额为45.72亿元，专项债务为123.48亿元。

表1：2021年璧山区经济及财政概况（亿元）

地区	GDP	GDP增速	一般公共预算收入
璧山区	874.54	10.40%	53.10

资料来源：璧山区人民政府官网，中诚信国际整理

**璧山高新区作为国家级高新区，具备良好的发展基础，工业产值较高，招商引资情况良好，未来随着璧山高新区招商引资工作的推进，整体经济实力有望进一步增强**

璧山高新区是在2002年12月经重庆市政府批准设立的璧山工业园区的基础上创建，2015年9月经国务院（国函[2015]175号）批复同意成立，是重庆市第二个国家级高新区。璧山高新区规划面积60平方公里，截至目前建成区面积为25平方公里。近年来，璧山高新区大力推动智能装备、信息技术、生命健康产业集群发展。先后获得“国家新型工业化示范基地”、“国家低碳工业园区（试点）”、“互联网+协同制造示范区”及“创新型产业集群（试点）”等国字号名片，成功纳入重庆国家自主创新示范区

核心建设区范围，成为全国第一批智能化工业园区之一，纳入国家科技部科技服务业区域试点单位。

璧山高新区加快建设“重庆台商工业园”和“微电园拓展区”，截至 2021 年底，璧山高新区已建成各类研究院公司 30 家，入驻工业企业 1,724 家。其中，规上工业企业 335 家，培育科技型企业 1,400 家，主营业务收入超过 20 亿元，9 家研究院获批市级新型研发机构。2021 年，璧山高新区排名国家级高新区第 79 位，比 2020 年上升 13 位。

### 公司承担了璧山区较多的基础设施建设，业务可持续性较强；但同时，公司在建和拟建项目总投资规模较大，资金来源主要为自筹，未来面临较大的资本支出压力

公司代建业务主要包括璧山区范围内基础设施，城市公共设施等项目。其中，璧山高新区范围内的代建项目由高新区管委会委托公司本部或子公司两山开发代建，公司配合高新区管委会完成工程项目立项、设计、招投标、建设、施工安全、工程质量监管、工程竣工验收、审计以及按照施工合同约定支付施工方工程款等工作，项目完工后移交高新区管委会。项目竣工验收且审计完成后，高新区管委会根据代建项目清单、代建协议、审计报告等与公司结算代建款及代建管理费，代建管理费率为代建成本的 8% 以内（增值税另外结算）。2020 年，公司新增工程回购业务，高新区管委会与公司签订《工程回购协议》，由公司作为业主实施的建设项目

目，按照工程完工百分比结算，每年底与高新区管委会结算一次，回购加成率控制在工程成本 8% 以内（增值税另外结算），2020 年执行加成率 7%。除璧山高新区、绿岛新区之外的大型代建项目，由璧山区政府及璧山区交通局委托重庆市璧山区城市建设投资有限公司（以下简称“璧山城投”）代建，项目完工后，璧山区财政局与公司结算代建款及管理费，代建管理费率为代建成本的 5%（增值税另算）。此外，公司部分经济适用房等基础设施项目通过自主运营实现资金平衡。

截至 2021 年末，公司在建的基础设施项目主要为金凤隧道璧山段等，在建项目总投资为 101.53 亿元，已投资为 22.56 亿元，未来仍需投资 78.97 亿元，面临一定的资本支出压力。其中，重庆市璧山区中小企业集聚区和西部（重庆）科学城先进数据中心一期项目为自营项目，后续依靠公司自主运营实现资金平衡，项目投资规模较大，资金平衡情况值得关注。金凤隧道璧山段由璧山区政府负责筹集资金，公司组织实施建设，项目建成后移交璧山区政府。

截至 2021 年末，子公司璧山城投在建项目主要为璧山区轨道换乘及配套设施项目-站前广场与连接线工程及重庆都市快轨铜梁试验段（重庆市郊铁路尖顶坡至璧山段），项目完工后，璧山区政府、璧山区交通局与璧山城投结算代建款及管理费，目前结算进度较慢，后续回款情况值得关注。

表 2：截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资
金凤隧道璧山段	2020~2024	15.64	0.50
重庆市璧山区新能源产业园区配套基础设施建设项目——大兴经适用房项目 B 组团	2021~2024	11.50	0.21
高新技术成果转化产业园区配套基础设施建设项目——青杠经适用房项目	2021~2024	11.00	0.31
璧山高新区莲花片区横一路、剑山路南延段道路工程	2018~2022	1.34	0.34
中小企业家园（产业园区基础设施建设）项目	2020~2022	7.42	0.78
重庆市璧山区中小企业集聚区	2021~2023	5.45	0.06
璧山区轨道换乘及配套设施项目-站前广场与连接线工程	2016~2022	12.47	2.23
璧山高新区派出所业务用房建设项目	2021~2023	0.85	0.01
西部（重庆）科学城先进数据中心一期项目	2021~2022	10.00	2.12
重庆都市快轨铜梁试验段（重庆市郊铁路尖顶坡至璧山段）	2019~2022	25.86	16.00
<b>合计</b>	--	<b>101.53</b>	<b>22.56</b>

注：重庆都市快轨铜梁试验段为重庆市郊铁路尖顶坡至璧山段项目的续建路段，部分合规性文件尚在办理中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拟建的基础设施项目主要包括黛山大道北延线快速物流通道建设项目、两山丽苑经适房二期等综合性项目，其中自营性部分的投资金额暂未确定。截至 2021 年末，上述项目总

投资合计为 77.46 亿元，部分项目建设资金需自筹。公司拟建项目投资规模较大，未来面临较大的投资压力，同时中诚信国际将对后续自营性项目投资占比及整体资金平衡情况保持关注。

表 3：截至 2021 年末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	主要建设内容及规模	总投资	建设期
璧山新材料产业园一期	占地面积 3.60 万平方米，修建工业建筑、配套用房等，建筑面积约 8.76 万平方米	3.89	2021~2025
两山丽苑经适房二期	总占地面积约 18 亩，建筑面积约 4 万平方米，配套建设室外综合管网、变配电及污水处理等设施	1.62	2022~2024
华道生物（重庆）细胞免疫治疗研发和生产转化基地项目	项目规划用地面积 30,138.9 平方米，总建筑面积约 59,660 平方米，建设内容包括新建工业建筑 49,729 平方米，车库 7,030 平方米，以及其他配套用房 2,899 平方米等	2.45	13 个月
重庆市璧山区新能源产业园区配套基础设施建设项目——大兴经适房项目 A 组团	大兴经济适用房 A 组团：占地 107,861 平方米，总建筑面积 404,101.60 平方米，配套建设室外综合管网、变配电及污水处理等设施。	11.50	36 个月
黛山大道北延线快速物流通道建设项目	黛山大道北延伸线工程起于璧山区璧城街道黛山大道雷家坪，经大路街道、七塘镇、八塘镇，止于璧山与北碚交界莲花堡处，是璧山与北碚两地的重要物流通道。线路全长约 25 公里，道路等级为一级公路（兼市政功能），设计时速 80 千米/小时，路基宽度 38 米，双向八车道。项目上跨渝遂高速、下穿成渝中线高铁、下穿渝遂高速复线，设有立交 10 座（含预留一座），大桥 8 座，天桥 17 座。总投资约 35 亿元	35.00	24 个月
重庆市璧山区低运量轨道交通工程	新建胶轮有轨电车约 22 公里，全线高架，设置高架 17 座车站	23.00	36 个月
合计	--	77.46	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司可供出让的土地较为充足且大多位于核心区域，土地价值较高。2021 年，由于政府有偿收回土地面积大幅增加，土地收入同比增长。随着土地的可有偿收回及逐步出让，公司土地收入业务持续性尚可**

公司土地业务主要由子公司璧山城投和公司本部负责，公司通过招拍挂方式取得土地，璧山区财政局及高新区管委会根据市场情况有偿收回后出让，收回价格为土地成本加成一定比例收益，公司收到款项后确认为营业收入。

2019~2021 年，政府收回土地平均价格和收回面积均持续上涨，使得公司确认土地收入逐年增加；2019 年，公司确认土地收入主要系政府收回子公司璧山城投的土地；2020 年政府收回土地面积大幅上升，公司实现土地收入为 16.83 亿元，较上年大幅上涨；2021 年收回土地面积持续增长，当年确认收入 19.25 亿元，但因土地成本有所增加，该业务板块毛利率有所下降，当期毛利率为 5.04%，土

地收回情况受政府规划和土地市场行情影响较大，需关注后续土地收回进度及公司土地回款情况。

表 4：2019~2021 年土地业务情况

	2019	2020	2021
政府收回土地面积（亩）	158.15	686.74	741.22
政府收回土地平均价格（万元/亩）	315.01	245.04	258.75
土地总成本（亿元）	4.74	15.44	18.28
土地平均成本（万元/亩）	300.01	224.84	239.14
已确认土地收入（亿元）	4.98	16.83	19.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司账面土地面积为 5,509.94 亩，价值为 109.60 亿元，全部为出让地，主要位于璧城街道、璧泉街道及青杜街道，土地性质以商住用地为主，其中尚有 15.35 亿元土地暂未办妥权证。

**2021 年部分租赁资产的划出使得当期租赁收入大幅下降，但公司存量和拟建的公租房和标准厂房规模较大，随着璧山高新区招商引资的推进，未来公司房屋租赁和销售收入有望进一步增长，可为公司带来一定的现金流**

公司作为璧山区最重要的国有资产经营和管理主体，持有大量的公租房和标准厂房等，后续通过出租和出售平衡资金支出。公司的房屋销售主要有两类，一类是销售拆迁安置还建房，执行标准内限价，房屋建筑成本与销售价款的差额由政府补偿；另一类是建设拆迁安置房时配套建设的多余房屋，按照市场价格销售，盈亏由公司承担。2019年，公司实现投资性房地产出售收入 2.12 亿元；2020~2021 年公司暂未实现投资性房地产销售收入。

公司租赁业务按照出租房屋类型执行不同的模式：公租房出租方面，租赁价格执行璧山区发改委指导价格，按照璧山高新区审核后的名单出租给企业或个人，租金由公司收取；厂房出租和 CBD 商业楼宇出租方面，根据璧山高新区招商引资的要求

或者企业需求，公司将房屋出租给企业，并收取租金，价格执行协议价；商业门市配套租赁方面，将商业门市及配套挂牌出租，根据竞拍价格出租给个人或者企业，执行市场价格。2019~2021 年，公司合计实现出租收入分别为 1.02 亿元、1.06 亿元和 0.50 亿元。2021 年租金收入大幅下降，主要系渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线 BT+EPC 划出，减少租金收入所致，此前，璧山城投与璧山区国有资产管理中心（以下简称“国资中心”）签订《基础设施租赁合同》，璧山城投作为出租方将自有的“渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线 BT+EPC”出租给国资中心，国资中心每年向璧山城投支付不少于 6,500 万元租金。考虑到未来随着公租房配套、标准厂房和商业楼宇的逐步出租，该部分租赁收入有望回升。

表 5：截至 2021 年末公司可供出租或出售的资产情况（万平方米、亿元）

房屋名称	性质（住宅、厂房或其他）	建筑面积	账面价值
观音塘公租房	公租房及配套	6.74	1.64
清明公租房	公租房及配套	7.72	1.48
虎峰公租房	公租房及配套	4.07	0.85
塘坊公租房	公租房及配套	16.02	3.49
两山景苑公租房	公租房及配套	9.89	2.35
天安 CBD6#、7#、9#楼	商业写字楼	1.23	0.84
展运一期	厂房	9.91	2.18
双星大道 8 号（原蓝黛老厂区）	厂房	4.16	1.33
金田厂房（派诺蒙房产）	厂房	7.42	0.55
微电园标准厂房	厂房	13.06	2.50
璧山城投房产	房屋	4.84	6.62
<b>合计</b>	--	<b>85.06</b>	<b>23.83</b>

注：分项数加总不等于合计数主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告，公司各期财务报表均按照新会计准则编制且均采用期末数。截至 2021 年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有 17 家。

**2021 年公司营业收入小幅增长，但综合毛利率下降明显；公司利润总额对财政补贴的依赖程度较高，综合盈利能力一般；受折旧和摊销逐年增长的影响，**

## 期间费用率逐年上升但整体仍处于合理水平

公司作为璧山区最重要的城市基础设施建设和璧山高新区唯一的建设主体，营业收入主要包括代建收入、工程回购收入、土地收入、投资性房地产收入、租金收入和其他收入等多板块，其中工程土地收入和回购收入是公司收入的最主要来源，土地业务收入占比由 2019 年的 23.42% 快速上升至 2021 年的 89.41%，2020 年新增的工程回购业务近两年收入占比分别为 7.29% 和 5.25%；租金收入是公司营业收入的补充。2021 年，土地业务收入的增

加带动营业总收入较上年小幅增加。

分板块来看，2021年以前，公司代建收入系按照项目建设开发成本加上管理费确认收入，自2021年起，公司按净额法确认代建收入，当年代建业务收入规模较小；同期，公司工程回购收入为1.13亿元，主要系公司作为业主单位建设项目，由高新区管委会回购所产生。2021年，公司土地业务板块收入增加主要系当期公司本部土地达到出让条件规模较大，被政府有偿收回面积大幅增长所致。公司租金收入主要由房屋出租及渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线“BT+EPC”租金收入构成，2021年因渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线“BT+EPC”项目划出，租金收入降幅明显；其他收入主要系汽车租赁收入和保安收入等，当期因龙腾保安公司划出，不再确认保安收入使得2021年其他收入下降。

2021年，公司营业毛利率较上年下降5.60个百分点。分板块来看，当期公司代建业务毛利率为100%，主要系因收入确认方式变更为净额确认法所致；土地业务毛利率有所回落主要受疫情影响，土地整理成本有所上升所致；公司租金收入毛利率较上年下滑主要系部分企业免租期及疫情影响叠加毛利率较高的渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线“BT+EPC”项目划出所致，因当期汽车租赁亏损较大，其他业务毛利率为负。同期，公司工程回购毛利率较上年基本持平。

**表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率情况(亿元、%)**

收入	2019	2020	2021
代建业务	12.61	0.82	0.07
工程回购业	--	1.54	1.13
土地业务	4.98	16.83	19.24
投资性房地产出售	2.12	--	--
租金业务	1.02	1.06	0.50
其他业务	0.53	0.88	0.58
<b>合计</b>	<b>21.25</b>	<b>21.13</b>	<b>21.52</b>
毛利率	2019	2020	2021
代建业务	5.23	2.94	100.00
工程回购业务	--	1.84	1.80
土地业务	4.76	8.24	5.04
投资性房地产出售	0.82	--	--
租金业务	59.78	49.33	25.77

其他业务	13.45	18.14	-42.00
<b>综合毛利率</b>	<b>7.30</b>	<b>10.03</b>	<b>4.43</b>

注：1、其他收入主要包括安保服务收入、汽车租赁收入及利息收入等；  
2、分项数加总不等于合计数主要系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用较上年小幅增加，主要系当期财务费用增长所致。2021年由于资本化利息金额有所下降加之债务增长导致利息支出增加，故当期财务费用较上年增加0.33亿元。公司期间费用呈增长态势，2021年期间费用率有所上升但整体仍处于合理水平。

公司经营性业务利润是利润总额的主要构成部分，近年来有所波动。2021年，经营性业务利润较上年减少主要系公司营业毛利率大幅下降且期间费用小幅增加所致。2021年，公司获得财政补贴收入4.89亿元，公司利润对财政补贴的依赖度较高。综合来看，公司盈利能力一般。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)**

	2019	2020	2021
管理费用	1.19	1.42	1.31
财务费用	0.05	0.49	0.82
期间费用合计	1.24	1.93	2.12
期间费用率	5.82	9.13	9.87
经营性业务利润	4.09	3.09	3.01
其他收益	4.64	3.54	4.89
利润总额	4.06	3.15	3.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**随着业务的开展和股东资产注入，公司资产规模逐年上升，资产负债率和总资本化比率保持在较低水平。同时，公司应收账款规模较大且回款时间较长，加之公司存货占比较高，且存在部分林权资产，公司资产流动性一般。此外，2021年公司部分资产无偿划出，需关注公司林权核销及公益性资产及股权划出导致净资产减少风险及对重庆众泰的投资款损失风险**

随着公司业务不断发展和资产注入，公司资产规模逐步扩大。2021年末，公司总资产增长至462.30亿元，其中流动资产占比为78.30%。公司流动资产主要由货币资金、存货、其他应收款和应收账款构成。截至2021年末，货币资金主要系银行存

款，当期受限货币资金为 0.55 亿元。截至 2021 年末，存货较上年末增加 13.17 亿元，主要系工程成本的持续投入；公司存货主要为开发成本、待开发土地和开发产品；同期末，开发成本账面余额为 123.74 亿元，主要为存货中尚未结转的基础设施项目建设成本和土地开发整理成本；待开发土地账面余额为 108.15 亿元，主要为土地使用权，公司土地大部分已取得土地使用权证并已全部缴纳土地出让金，用途主要为商住用地，其中还有账面价值 15.35 亿元的土地资产暂未办妥权证。

2021 年末，公司其他应收款较上年末小幅增加，主要系应收行政事业单位相关款项增加所致。同期末，应收前五大对象分别为璧山区财政局、璧山国资、重庆众泰、璧山区公共资源交易中心和重庆市璧山区水资源开发有限公司。其中，应收璧山国资的借款形成原因为 2020 年璧山区政府组织成立重庆众泰监管小组，并召开化解重庆众泰风险的专题会，研究形成了银行债权整体收购方案，由璧山区国有企业璧山国资整体收购重庆众泰银行贷款债权并分期支付收购款，以释放公司对重庆众泰的银行连带保证责任担保，担保形成的债务实际支付方仍为公司。此外，其他应收款中应收重庆众泰汽车工业有限公司 2.91 亿元的往来款主要系公司为重庆众泰支付的代偿款，上述应收款项存在较大回款风险，需关注该款项回收情况。

2021 年末，公司应收账款为 62.60 亿元，较上年有所下降，主要系 2018 年高新区管委会收回公司土地使用权，计划于 2019 年起分 7 年以财政资金返回、政府债券资金置换等方式偿还，由于高新区管委会的逐步回款，应收账款近年来逐年下降。同期末，公司主要为应收高新区管委会 60.64 亿元工程款和土地款以及应收璧山区财政局 2.26 亿元土地款和工程款。截至 2021 年末，公司应收类款项余额 101.80 亿元，占当期末总资产的 22.02%，公司与政府及相关部门的资金往来规模较大且回款时间较长。

2021 年末，公司非流动资产主要由其他权益投

资工具、其他非流动资产、在建工程、固定资产、投资性房地产和无形资产构成。同期末，其他权益投资工具，主要系公司对重庆康佳光电技术研究院有限公司的股权；同期末，公司对重庆恒通客车有限公司（以下简称“恒通客车”）、重庆恒通电动客车动力系统有限公司（以下简称“恒通电动”）和重庆众泰的投资由可供出售金融资产重分类至其他非流动资产，使得公司其他非流动资产增加至 9.87 亿元。其中，公司持有重庆众泰 39% 的股权，投资金额为 3.90 亿元，重庆众泰尚处于破产清算阶段，上述款项存在较大的坏账损失风险，需对其他非流动资产的减值情况保持关注。2021 年末，在建工程较上年末减小 11.94 亿元，主要系璧山区胶轮有轨电车项目完工转入固定资产所致；同时，使得当期固定资产大幅增加；同期末，无形资产较 2020 年末减少，主要系当期林权核销所致。同期末，公司投资性房地产主要为政府注入的房产及公司自行购买待未来增值出售的房产，较上年末变化不大；同期末，公司无形资产主要由林权 29.05 亿元和停车位经营收费权 9.48 亿元构成，较上年末变化不大。

总体来看，公司资产中存货占比极大，且尚有部分土地未缴纳土地出让金，出让受到一定限制且可能面临收回风险；此外，公司存在部分林权资产，规模较大且收益性差，需关注该部分资产流动性和后续林权核减导致净资产下降的风险。公司拥有较大规模的投资性房地产，为政府注入的房产及公司自行购买待未来增值出售的房产，未来可获得一定的租金收入和房屋出售收入，资产收益性尚可。

**表 8：截至 2021 年末公司其他应收款情况（亿元、%）**

债务人名称	性质	余额	占比
重庆市璧山区财政局	往来款	23.70	60.44
重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司	借款	6.53	16.66
重庆众泰汽车工业有限公司	众泰项目款	2.91	7.43
璧山区公共资源交易中心	往来款	2.35	6.00
重庆市璧山区水资源开发有限公司	往来款	1.88	4.79
<b>合计</b>	--	<b>37.37</b>	<b>95.31</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司所有者权益合计为 288.20

亿元，主要由实收资本和资本公积构成，较上年末增加主要得益于资本公积和未分配利润的同时增加所致。同期末，实收资本为 6.85 亿元，主要为货币资金、土地使用权出资，分别为 2.85 亿元和 4.00 亿元。同期末，公司资本公积为 243.97 亿元，主要包括储备地、林地使用权、投资性房地产及拟开发土地使用权。2021 年，根据重庆市璧山区高新区管委会《关于转增资本公积的通知》和璧财债务（2021）74 号文件，注入资本金 6.77 亿元，计入资本公积；根据《关于重庆市璧山区公共资源交易服务公司改制方案的批复》（璧山国资中心发[2020]69 号），公司无偿取得重庆市璧山公共资源服务有限公司（以下简称“公共资源公司”）股权，增加资本公积 0.39 亿元。资本公积减少主要系根据璧财债务（2021）261 号文件，将渝隧、成渝（复线）高速公路璧山连接线 BT+EPC 无偿划转给重庆市璧山区财政局，减少资本公积 4.15 亿元，同时林权摊销及缴纳土地使用税减少资本公积 0.92 亿元；根据《关于同意划转重庆两山建设投资有限公司划转龙腾保安公司股权的批复》（重庆璧山国资中心发（2021）115 号文），减少资本公积 0.18 亿元。

负债方面，截至 2021 年末，公司其他应付款为 11.33 亿元，较 2020 年末减少，主要系偿还单位借款和往来款，应付对象主要为国开发展基金有限公司和璧山国资。同期末，长期应付款为 16.76 亿元，较上年末变化不大，主要为取得璧山区基础设施配套项目专项资金，此外还有 0.34 亿元的融资租赁款。截至 2021 年末，公司长期借款为 69.35 亿元，主要为保证借款和抵质押借款；同期末，应付债券为 46.29 亿元，主要为企业债和私募债，较上年末增加 19.76 亿元，主要系公司发行了“21 两山建设 CP001”、“21 渝两山债/21 两山 01”、“21 两山建设 PPN001”和“21 两山建设 PPN002”，金额合计 19.90 亿元；子公司璧山城投 2021 年以来发行“21 璧山 01”、“21 璧山 02”和“21 璧山城投 PPN001”，金额合计 19.10 亿元。

债务结构方面，近年来公司债务融资规模逐年

增长，总资本化比率逐年增长，但整体仍处于较低水平，较低的总资本化比率有利于企业的再融资和稳定运营。随着经营规模的扩大以及在建项目的持续推进，公司对流动资金的需求较大。近年来总债务持续增长，截至 2021 年末，总债务达到 144.93 亿元，同期末，短期债务/总债务比值较 2020 年末有所下降，债务结构有所优化。未来随着公司业务开展的开展，公司债务规模或将进一步扩大。

表 9：近年来公司主要资产及相关指标情况

	2019	2020	2021
货币资金（亿元）	20.00	19.15	25.60
存货（亿元）	222.19	218.73	231.90
应收账款（亿元）	83.61	68.21	62.60
其他应收款（亿元）	24.81	37.24	39.20
其他权益工具投资（亿元）	--	--	6.58
投资性房地产（亿元）	24.58	23.73	23.32
固定资产（亿元）	5.24	4.94	18.37
在建工程（亿元）	0.71	14.46	2.52
无形资产（亿元）	42.49	40.02	39.59
其他非流动资产（亿元）	1.42	2.06	9.87
<b>总资产（亿元）</b>	<b>434.30</b>	<b>442.50</b>	<b>462.30</b>
其他应付款（亿元）	15.46	20.40	11.33
长期应付款（亿元）	11.99	17.10	16.76
应付债券（亿元）	34.88	26.43	46.29
长期借款（亿元）	51.69	67.75	69.35
<b>所有者权益合计（亿元）</b>	<b>300.42</b>	<b>283.92</b>	<b>288.20</b>
实收资本（亿元）	6.85	6.85	6.85
资本公积（亿元）	260.39	242.06	243.97
短期债务（亿元）	25.10	30.08	28.94
长期债务（亿元）	91.55	97.35	115.99
<b>总债务（亿元）</b>	<b>116.65</b>	<b>127.43</b>	<b>144.93</b>
资产负债率(%)	30.83	35.84	37.66
总资本化比率(%)	27.97	30.98	33.46
应收类款项/总资产(%)	24.96	23.83	22.02
短期债务/总债务(X)	0.22	0.24	0.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021 年公司经营活动现金缺口主要通过筹资活动补足，未来随着项目投入增加，公司仍面临一定的融资压力；2021 年公司经营活动净现金流无法覆盖债务本息；受总债务增加影响，EBITDA 对总债务的覆盖能力较弱，但可完全覆盖利息支出**

公司经营活动现金流出主要是公司支付的土地开发整理成本、基础设施建设款及往来款；经营活动产生现金流入主要是结算款、财政补贴、保证

金及往来款形成的现金流入。2021年，由于公司土地整治及代建项目回款及收到的往来款减少，经营活动净现金流由正转负。2021年收现比为1.03，回款情况较上年有所弱化。2021年，公司投资活动净现金流由负转正，主要系当期收到的专项债资金增加所致。公司经营活动现金缺口主要通过对外融资补足。同期，公司筹资活动产生现金流入和流出保持较大规模，主要系公司为满足建设项目及债务偿还资金需求，通过银行借款及发行债券筹集资金所致。

2021年，公司总债务持续增长，EBITDA小幅下降，对债务本金的覆盖能力有所减弱，能完全覆盖利息支出，但无法覆盖总债务本金。同期，经营活动净现金流由正转负，但对债务本息的覆盖能力减弱。截至2021年末，货币资金/短期债务为0.88，存在一定的短期偿债压力。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-3.38	5.08	-10.49
投资活动净现金流	-13.06	-16.17	2.81
筹资活动净现金流	11.60	10.33	13.94
收现比	1.10	1.39	1.03
EBITDA	5.85	5.73	5.96
总债务/经营活动净现金流	-34.47	25.06	-13.81
总债务/EBITDA	19.94	22.23	24.33
EBITDA 利息覆盖系数	1.16	1.09	2.35
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.67	0.96	-4.15
货币资金/短期债务	0.80	0.64	0.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司未来两年面临一定的到期债务压力；对外担保规模很大且已发生部分代偿，需保持持续关注

到期债务方面，截至2021年末，公司总债务为144.93亿元，其中2022~2025年和2026年及以后到期债务分别为28.94亿元、25.14亿元、28.99亿元、8.09亿元和53.77亿元，未来两年面临一定的偿债压力，中诚信国际将对公司债务偿还情况保持关注。

<sup>1</sup>截至2021年9月末，重庆两山融资担保有限公司对重庆市惠川鞋业有限公司、重庆市正发有色金属有限公司、重庆速腾机械制造有限公司、重庆瑞通精工科技股份有限公司等担保余额合计为0.53亿元，主要系子公司因担保业务开展形成的对外担保。

**表 11：2021 年末公司到期债务本金分布情况（亿元）**

到期时间	2022	2023	2024	2025	2026 年及以后
到期金额	28.94	25.14	28.99	8.09	53.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至2021年末，公司共获得银行授信额度128.11亿元，其中已使用授信额度103.30亿元，未使用授信额度24.81亿元。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产账面价值为35.86亿元，占当年末总资产的比重为7.76%。

**表 12：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）**

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.55	农民工工资保证金
投资性房地产	3.11	融资租赁、银行借款抵押
存货	32.20	融资租赁、银行借款抵押
合计	35.86	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至2021年末，公司对外担保余额为11.36亿元<sup>1</sup>，占公司净资产比重为3.94%，其中公司对民营企业重庆众泰的担保余额为1.00亿元，公司为璧山国资收购中国建设银行重庆璧山支行等7家银行对重庆众泰的债权提供担保余额6.03亿元，金额较大。重庆众泰由子公司两山产业与众泰控股集团有限公司共同出资成立，是璧山高新区引进的重点新能源汽车企业，2018年两山产业减持重庆众泰21%股权，尚余39%股权。截至目前重庆众泰多次被列入失信被执行人名单。截至2021年末，公司对重庆众泰的担保已发生代偿，且因重庆众泰的债权转让形成的应收璧山国资借款金额为6.53亿元。总体来看，公司对民营企业担保规模较大且已发生代偿，未来仍存在较高的代偿风险，中诚信国际将对重庆众泰的代偿情况及璧山国资的借款回收情况保持关注。

**表 13：截至 2021 年末公司对外担保情况（亿元）**

担保方	被担保方	担保余额
两山建设	重庆众泰汽车工业有限公司	1.00
两山建设	重庆恒通客车有限公司	0.59

两山担保	重庆市惠川鞋业有限公司	0.02
两山担保	重庆市正发有色金属有限公司	0.07
两山担保	重庆速腾机械制造有限公司	0.05
两山担保	重庆瑞通精工科技股份有限公司	0.09
两山担保	重庆永达精密机械有限公司	0.09
两山担保	重庆三木佳悦涵汽车零部件有限公司	0.09
两山担保	重庆诺腾包装制品有限公司	0.01
两山担保	重庆英耐尔科技有限公司	0.01
两山担保	重庆南变机电有限公司	0.01
两山担保	重庆市顺香火锅底料厂	0.01
两山担保	重庆市维华包装印务有限公司	0.01
两山担保	重庆捷丰设备租赁有限公司	0.01
两山担保	重庆恒久成实钢管有限责任公司	0.06
两山担保	重庆衡畅机械有限公司	0.01
璧山城投	重庆绿发城市建设有限公司	3.20
两山担保	重庆正丰鞋业有限公司	0.01
两山建设	重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司	6.03
<b>合计</b>	--	<b>11.36</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 6 月 6 日，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也未发生已发行债券到期未偿付本息的情况。

## 外部支持

**公司作为璧山区最重要的基础设施建设主体，获得在资产注入和财政补贴方面的有力支持，具有较强的抗风险能力**

璧山区大力发展“装备制造、电子信息、食品医药”三大主导产业，积极培育机器人产业和低碳包装产业，工业基础较好，经济实力稳步增强；同时，璧山高新区作为国家级高新区，具备良好的发展基础，工业产值较高，招商引资情况良好，璧山区具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

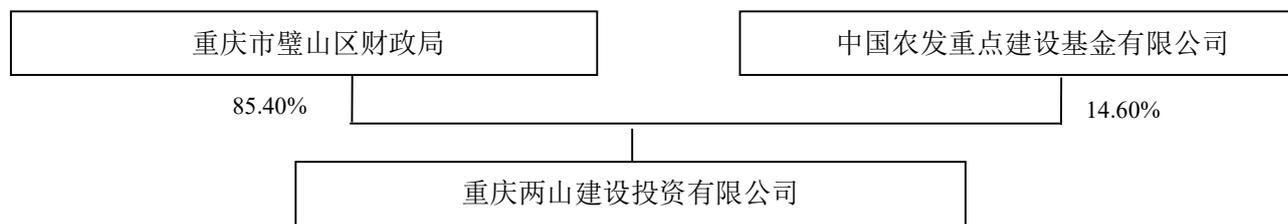
2021 年，根据重庆市璧山区高新区管委会《关于转增资本公积的通知》和璧财债务（2021）74 号文件，注入资本金 6.77 亿元，计入资本公积；根据《关于重庆市璧山区公共资源交易服务公司改制方案的批复》（璧山国资中心发[2020]69 号），公司无偿取得公共资源公司股权，增加资本公积 0.39 亿元。此外，2019~2021 年，公司获得财政补贴收入

分别为 4.64 亿元、3.54 亿元和 4.89 亿元。

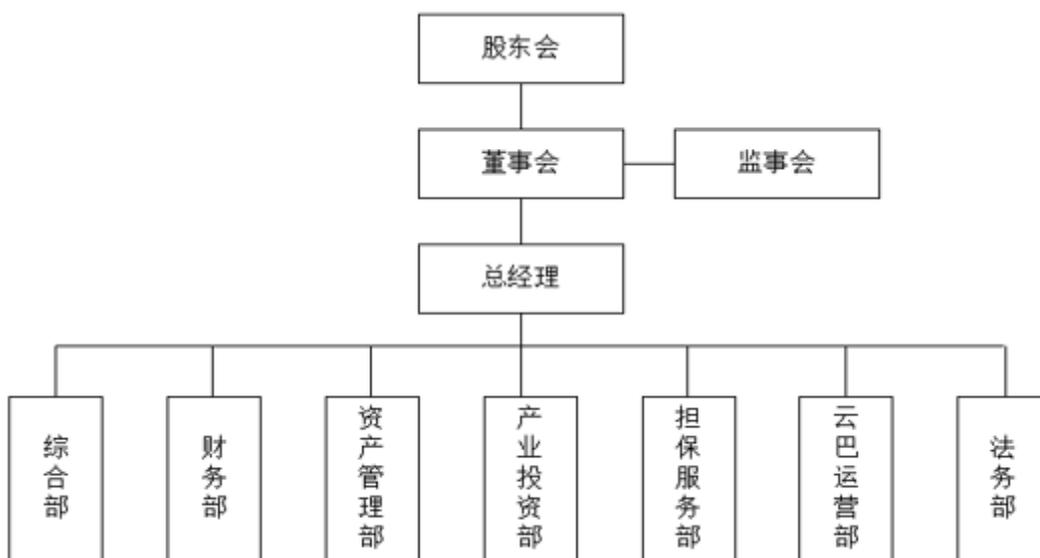
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆两山建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“21 渝两山债/21 两山 01”的债项信用等级为 **AA+**。

### 附一：重庆两山建设投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



企业名称	持股比例 (%)
重庆两山建设开发有限公司	100.00
重庆两山产业投资有限公司	100.00
重庆两山融资担保有限公司	100.00
重庆两山高新建设有限公司	100.00
重庆市璧山建筑工程质量检测有限公司	100.00
重庆市璧山区城市建设投资有限公司	99.22
重庆市璧山公共资源服务有限公司	100.00
重庆星鹏置业发展有限公司	100.00
重庆鸿文置业发展有限公司	100.00
重庆昌淼置业发展有限公司	100.00
重庆棕树置业发展有限公司	100.00
重庆云意轩置业发展有限公司	100.00
重庆觅云置业发展有限公司	100.00
重庆千青置业发展有限公司	100.00
重庆拓恒迅置业发展有限公司	100.00
重庆天荣置业发展有限公司	100.00
重庆东跃置业发展有限公司	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：重庆两山建设投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	199,979.68	191,475.57	256,025.53
应收账款	836,061.40	682,053.38	625,951.62
其他应收款	248,068.55	372,442.95	392,045.91
存货	2,221,895.60	2,187,322.99	2,318,979.47
长期投资	83,865.09	125,611.27	66,096.28
在建工程	7,092.85	144,562.35	25,170.13
无形资产	424,888.27	400,237.91	395,934.74
总资产	4,342,984.76	4,424,976.50	4,622,958.44
其他应付款	154,582.22	203,997.57	113,254.67
短期债务	251,014.56	300,824.14	289,447.10
长期债务	915,499.64	973,492.00	1,159,897.63
总债务	1,166,514.20	1,274,316.13	1,449,344.73
总负债	1,338,823.78	1,585,775.93	1,740,983.35
费用化利息支出	2,135.43	7,385.32	9,637.26
资本化利息支出	48,225.43	45,436.97	15,662.02
实收资本	68,500.00	68,500.00	68,500.00
少数股东权益	200.01	206.59	725.80
所有者权益合计	3,004,160.98	2,839,200.57	2,881,975.09
营业总收入	212,534.89	211,303.39	215,165.67
经营性业务利润	40,941.07	30,886.87	30,107.21
投资收益	127.24	3.83	2,040.26
净利润	40,108.31	30,816.98	31,083.18
EBIT	42,746.85	38,928.43	41,721.26
EBITDA	58,500.99	57,316.93	59,576.15
销售商品、提供劳务收到的现金	233,520.19	294,296.34	222,308.66
收到其他与经营活动有关的现金	832,775.66	687,890.93	610,737.61
购买商品、接受劳务支付的现金	373,019.26	316,968.11	177,485.21
支付其他与经营活动有关的现金	683,137.63	588,832.38	751,681.75
吸收投资收到的现金	58,087.00	0.00	495.00
资本支出	90,127.91	147,694.82	35,842.31
经营活动产生现金净流量	-33,845.01	50,841.87	-104,945.41
投资活动产生现金净流量	-130,557.43	-161,694.23	28,085.41
筹资活动产生现金净流量	116,046.81	103,348.26	139,396.15
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	7.30	10.03	4.43
期间费用率(%)	5.82	9.13	9.87
应收类款项/总资产(%)	24.96	23.83	22.02
收现比(X)	1.10	1.39	1.03
总资产收益率(%)	0.99	0.89	0.92
资产负债率(%)	30.83	35.84	37.66
总资本化比率(%)	27.97	30.98	33.46
短期债务/总债务(X)	0.22	0.24	0.20
FFO/总债务(X)	0.05	0.04	0.04
FFO 利息倍数(X)	1.16	1.04	2.20
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.67	0.96	-4.15
总债务/EBITDA(X)	19.94	22.23	24.33
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.19	0.21
货币资金/短期债务(X)	0.80	0.64	0.88
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.16	1.09	2.35

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告，各期财务数据均采用审计报告期末数，公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、为准确计算债务，将各期末“其他应付款”中的带息负债调至短期债务核算，将“长期应付款”中带息负债调整至长期债务核算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。