

重庆渝隆资产经营（集团）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

项目组成员：李 昊 hli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 27 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评级对象构成委托关系外，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）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 1599号

重庆渝隆资产经营（集团）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⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 渝隆债/20 渝隆债”和“20 渝隆资产 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**；

维持“21 渝隆资产 CP001”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持重庆渝隆资产经营（集团）有限公司（以下简称“渝隆集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 渝隆债/20 渝隆债”和“20 渝隆资产 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**；维持“21 渝隆资产 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了九龙坡区经济实力增强；公司获得股东的有力支持，资本实力逐年增强；公司业务可持续性较强以及公司收入结构多元化，经营性业务发展态势良好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模增长较快且面临集中偿债压力、盈利能力较弱、资产流动性较弱且现金流情况欠佳等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

渝隆集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	507.68	647.25	706.95	729.21
所有者权益合计（亿元）	175.09	222.95	250.50	251.17
总负债（亿元）	332.59	424.31	456.45	478.04
总债务（亿元）	289.78	384.28	420.85	437.08
营业总收入（亿元）	23.86	29.67	33.09	6.14
经营性业务利润（亿元）	0.33	-0.21	0.05	0.23
净利润（亿元）	1.67	1.89	1.97	0.45
EBITDA（亿元）	9.58	12.96	6.14	--
经营活动净现金流（亿元）	-11.54	2.85	18.60	-2.45
收现比(X)	0.82	0.88	0.33	0.95
营业毛利率(%)	18.36	14.11	13.58	19.04
应收类款项/总资产(%)	24.25	16.31	11.93	11.86
资产负债率(%)	65.51	65.55	64.57	65.56
总资本化比率(%)	62.34	63.28	62.69	63.51
总债务/EBITDA(X)	30.26	29.64	68.57	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.62	0.85	0.35	--

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、为准确计算债务，中诚信国际将各期财务报表中其他应付款科目中的有息部分按到期时间分别纳入短期债务和长期债务核算；3、公司 2022 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

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)

重庆渝隆资产经营(集团)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)*	0.03	6
	收现比(X)*	0.59	5
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.53	4
	受限资产/总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	250.50	8
	总资本化比率(X)	0.63	6
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)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，可能与评估模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年-2021 年三年数据计算得出

正面

■ **九龙坡区经济实力逐年增强。**九龙坡区经济实力较强，近三年 GDP 总量在重庆主城区中均处于前列，产业结构优化，较强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司获得股东的有力支持，资本实力逐年增强。**公司作为九龙坡区最重要的基础设施建设和国有资产经营主体，地位突出，2021 年获得政府在资产划转、财政拨款和政府补助方面的有力支持，总资产和净资产逐年增加，资本实力持续夯实。

■ **业务可持续性较强。**公司承担九龙半岛整体开发和中梁云峰整体开发等重点项目，项目投资规模较大，建设周期相对较长，业务具有较强的可持续性。

■ **公司收入结构多元化，经营性业务发展态势良好。**公司业务涵盖土地整治、基础设施建设、办公楼租赁和混凝土销售等多板块，收入来源多元化，其中混凝土业务及保安业务等经营性板块保持良好发展态势。

关注

■ **公司债务规模增长较快且面临集中偿债压力。**公司债务规模较大且增长较快，资产负债率和总资本化比率逐年上升，财务杠杆较高；此外，公司 2022 年到期债务规模较大，面临集中偿债压力。

■ **公司盈利能力较弱。**近年来公司综合毛利率整体呈下滑趋势，2021 年经营性业务利润规模较小，且利润总额中投资收益和公允价值变动损益占比较高，主营业务盈利能力较弱。

■ **资产流动性较弱且现金流情况欠佳。**公司存货和其他应收款在总资产中占比较高，且存货主要由开发成本及土地资产构成，变现能力较弱；公司应收类款项规模较大且回款周期较长，公司资产流动性较弱；受土地及工程建设收入与现金回款错配的影响，2021 年公司收现比仍小于 1，业务回款情况较慢。公司棚户区改造项目投入及对外投资较多，2021 年投资活动净现金流仍存在缺口，现金流情况欠佳。

评级展望

中诚信国际认为，重庆渝隆资产经营（集团）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。**区域经济实力显著提升，公司获取优质上市公司股权或金融股权并能带来可观的收益，综合盈利能力显著提升、债务压力大幅缓解且资产质量显著提高。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济大幅下滑且短期内难以恢复，公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；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

重庆渝隆资产经营（集团）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
--	21 渝隆资产 CP001(A-1)	2021/12/31	张逸菲、李昊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 渝隆资产 CP001(A-1)	2021/07/15; 2021/07/15	张逸菲、刘洁; 张逸菲、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	阅读全文 ; 阅读全文
AA+/稳定	20 渝隆资产 MTN001 (AA+)、 20 渝隆债/20 渝隆债 (AA+)	2021/06/25	张逸菲、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	阅读全文
AA+/稳定	20 渝隆资产 MTN001 (AA+)	2020/03/19	张逸菲、刘洁、李昊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 渝隆债/20 渝隆债 (AA+)	2019/05/27	张逸菲、王靖允、刘洁	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 140000_2018_01	阅读全文

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率(%)	总负债 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	706.95	250.50	64.57	456.45	33.09	1.97	18.60
重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司	703.48	229.58	67.37	473.90	41.88	2.04	7.59
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	719.27	243.78	66.11	475.48	14.08	1.22	30.63

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 渝隆资产 MTN001	AA+	AA+	2021/06/25	10.00	10.00	2020/06/23~2025/06/23	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
20 渝隆债 /20 渝隆 债	AA+	AA+	2021/06/25	7.40	7.40	2020/03/30~2027/03/30	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
21 渝隆资产 CP001	A-1	A-1	2021/12/31	5.30	5.30	2021/07/23~2022/07/23	--

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

“20 渝隆债/20 渝隆债”募集资金 7.40 亿元，其中 3.70 亿元用于认购重庆御隆创域股权投资基金合伙企业（有限合伙）份额，3.70 亿元用于认购重庆御隆重塑股权投资基金合伙企业（有限合伙）份额，截至 2022 年 3 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，供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适税费政策，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年九龙坡区经济实力稳步增长，且地区生产总值在重庆主城九区中仍位于前列，产业结构有所优化；围绕共建“一带一路”、长江经济带发展及成渝地区双城经济圈战略机遇，九龙坡区未来面临较广阔的发展机遇

九龙坡区是重庆九个主城区之一，位于重庆市主城区的西南部，东邻渝中区，南接大渡口区，西连璧山区、江津区，北毗沙坪坝区，与南岸区、巴南区隔江相望。九龙坡区幅员面积431.86平方公里，辖8个街道、11个镇。九龙坡区有良好的工业基础，辖区范围内有重庆高新技术产业开发区、重庆市西彭工业园区、重庆西部国际涉农物流园区、重庆金凤电子信息产业园等多个园区，产业范围涉及汽车及摩托车制造、有色金属冶炼加工、电气机械及器材制造、电子信息及计算机通信设备等，并构建起汽车相关产业为主导的产业集群，市场主体超过16万户。同时，九龙坡区创建全国小微企业创业创新基地城市示范，有4.75平方公里区域纳入重庆自贸试验区范围。

2021年，九龙坡区实现地区生产总值（GDP）1,736.38亿元，较上年同比增长9.2%，总量依然维持在较高水平且位于重庆各区县前列，在重庆38个

区县中，九龙坡区GDP位列第2，仅次于渝北区。其中，第一产业增加值7.51亿元，同比下降2.7%；第二产业增加值623.60亿元，同比增长7.4%；第三产业增加值1105.27亿元，同比增长10.3%，三次产业结构比由2020年的0.5:36.2:63.3调整为0.4:35.9:63.7，第三产业占比占主导地位。2021年，九龙坡区全年固定资产投资总额比上年增长8.5%。其中，基础设施建设投资增长34.9%，民间投资增长5.5%。分产业看，第二产业投资增长9.8%，第三产业投资增长9.0%。

2021年九龙坡区一般公共预算收入为54.60亿元，同比增长4.51%。其中税收收入37.66亿元，占比为68.97%，财政收入质量较上年有所提升；全区一般公共预算支出为82.56亿元，同比下降7.40%，同期，财政平衡率为66.13%，财政平衡能力较上年有所提升；截至2021年末，地方政府债务余额为235.63亿元，接近236.0亿元的债务限额。

表1：2021年九龙坡区经济及财政概况（亿元、%）

地区	GDP	一般公共预算收入	财政平衡率
九龙坡区	1,736.38	54.60	66.13

资料来源：九龙坡区人民政府网站，中诚信国际整理

围绕推动共建“一带一路”、长江经济带发展、新时代西部大开发国家战略及成渝地区双城经济圈建设战略机遇，九龙坡区从全局谋划一域，加强交通基础设施建设，加快现代产业体系建设，增强协同创新发展能力，推进体制创新，未来面临较为广阔的发展前景。

公司近年来土地整治收入波动态势；土地整治出让易受政策影响，存在一定不稳定性。随着九龙半岛片区的大力开发，公司可供整治出让的土地面积仍较为充足

公司作为九龙坡区内最主要的土地整治开发主体，负责主城区的土地一级开发，包括前期拆迁、土地平整等工作，主要由重庆九龙半岛开发建设有限公司（以下简称“九龙半岛公司”）和重庆渝隆资产管理有限公司之子公司重庆龙九建设有限责任公司（以下简称“龙九建设”）负责。跟踪期内，公

公司业务模式、结算方式等均未发生变化。

受土地出让政策和市场行情影响，近年来公司土地整治面积和投资支出均有所波动，2019~2021年公司分别确认土地整治出让收入12.33亿元、6.33亿元和8.46亿元。2019年公司确认土地整治收入12.33亿元，主要系公司将中梁山组团J分区地块

（人和场地块）转让给重庆中冶红城置业有限公司确认收入8.25亿元，以及滩子口一号地块招拍挂出让后确认收入4.08亿元所致；2020年，公司主要确认滩子口一号地块（二期）及新华书店片区（一期）地块整治出让收入合计6.33亿元；2021年，公司确认土地整治出让收入8.46亿元，来源于新华书店片区（二期）和石堰八社北侧一期地块项目。

表 2：2019~2021 年公司土地整治及出让情况（亿元）

年份	项目	结转成本	确认收入
2019 年	中梁山组团 J 分区（人和场地块）	6.42	8.25
	滩子口一号地块	3.50	4.08
	合计	9.92	12.33
2020 年	滩子口一号地块（二期）	2.00	2.25
	新华书店片区（一期）	3.50	4.08
	合计	5.50	6.33
2021 年	新华书店片区（二期）	6.21	7.23
	石堰八社北侧一期地块	1.03	1.23
	合计	7.23	8.46

注：2019 年度因涉及土地核算模式的变更与调整，业务口径收入与财务口径收入存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司正在开展的土地整治项目主要是铜罐驿 670 亩土地、陶家 282 亩土地和环松木材地块等，计划总投资合计为 26.95 亿元，已投资 18.10 亿元。

表 3：截至 2021 年末公司在整理地块情况（亿元）

地块名称	整理周期	总投资	已投资	2022 年计划投入
铜罐驿 670 亩土地	2015~2021	2.00	2.00	--
陶家 282 亩土地	2014~2024	1.50	2.91	--
环松木材地块	2020~2024	22.35	12.09	5.93
西山一社	2018~2022	1.10	1.10	--
合计		26.95	18.10	5.93

注：总投资为概算金额，与实际投资略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司大多数完工的工程代建项目已确认收入，但回款情况一般；在建和拟建基础设施代建项目后续仍有一定的投资规模，自营建设项目投资规模虽不大，但后续资金平衡值得关注

公司作为区内重要的基础设施项目建设主体，工程建设业务主要由子公司重庆桃花溪市政建设有限公司（以下简称“桃花溪公司”）和龙九建设作

为总承包方承担。其中桃花溪公司负责区内三条长江支流相关河道的清淤，防洪设施建造、修复，以及污水处理等水务相关基础设施工程；龙九建设负责相关地区道路、房屋等路上项目施工建设。桃花溪公司和龙九建设作为承包方开展基础设施项目建设具体投资和资金支付工作，组织与外部工程施工单位签订建设施工合同，按照合同约定及施工进度向施工单位支付资金。2019 年以前，九龙坡区政府会在每年末定期与公司确认相关工程的进度，专业中介机构会对已完工项目出具结算报告，并由区政府审核确认相关费用。公司根据区政府确认的费用结转项目成本，并按照成本加成一定比例确认相关收入，并由区财政局根据确认的金额定期分期支付给公司，公司按全额法计量；2019 年以后，代建类业务均由地方政府通过专项资金提前拨付对应款项，公司仅执行工程建设内容，待项目完工后，专业中介机构会对已完工项目出具结算报告，并由区政府审核确认相关费用。公司根据区政府确认的费用结转项目成本，并按照成本加成采取净额法确认相关管理费收入。

截至 2021 年末，公司已完工的工程代建项目 需关注后续回款情况。
 投资额合计为 29.74 亿元，已收到回款 19.04 亿元，

表 4：截至 2021 年末公司主要已完工代建项目情况（亿元）

项目名称	已投资金额	已收到回款
杨家坪步行商业街环道工程	3.62	3.76
建设大厦装饰	0.12	0.12
杨家坪街道办公楼装饰	0.01	0.01
劳动保障大厅装饰	0.07	0.07
杨家坪西郊路人行天桥	0.07	0.07
长江大桥北引道改造	0.38	0.40
区政府 1,2,3 号楼内、外装饰	0.07	0.08
陈庾路垃圾中转站	0.08	0.08
黄桷坪涂鸦艺术一条街工程	0.12	0.13
黄桷坪消防站	0.05	0.06
杨九路改造	0.19	0.20
石坪桥农民工公寓装修	0.01	0.01
区民兵高炮训练中心及战训合一基地	0.23	0.24
区府地下停车库及服务综合楼	0.17	0.18
杨家坪步行街玻璃塔维修	0.02	0.02
杨家坪木质步道改造	0.02	0.02
民兵训练中心射击场改造	0.01	0.01
谢家湾地下人行通道	0.15	0.15
动物园地下人行通道	0.17	0.18
区五院配套工程	0.05	0.06
区信访中心扩建	0.02	0.02
区五院迁建	1.02	1.06
陶家镇风貌街整治	0.72	0.75
金建路九龙坡区段	1.98	2.06
金曾路	4.13	4.29
华润二十四城地块东西景观市政道路	0.76	-
陶家小学	2.00	-
华岩隧道	2.43	2.53
华岩旅游风景区北大门	2.50	-
中石油 D711、D720 管道搬迁项目	2.42	-
谢家湾立交	3.10	-
公安局技改房项目	1.95	2.03
铜罐驿污水处理厂	1.10	0.45
合计	29.74	19.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司在建的代建项目预计总投资 11.06 亿元，公司面临一定资本支出压力。
 投资额 56.00 亿元，已完成投资 44.94 亿元，未来仍需

表 5：截至 2021 年末公司主要在建代建项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资
跳蹬河综合整治（二期）项目	2018~2020	12.90	12.90
桃花溪流域水环境综合整治	2010~2020	6.50	6.20
含谷立交改造工程项目	2014~2020	10.00	6.16
严家桥节制闸项目	2014~2020	2.75	2.75
梁滩河流域水环境综合整治	2014~2020	2.50	2.22
嘉华大桥南延伸段三期北段	2016~2020	2.01	2.01

大溪河流域水环境综合整治	2010~2012	2.00	1.72
快速路一纵线（狮子口立交至农马立交段）项目（部分）	2010~2012	1.80	1.70
内环快速路西北半环拓宽工程（凤中立交）	2009~2011	1.60	1.59
四横线二郎立交至陈家坪立交改造工程	2009~2011	1.26	1.20
桃花溪后续整治项目	2013~2015	1.13	1.13
九中路改造（龙九公司）	2016~2018	1.10	1.10
共和2、3社道路规划及绿化改造	2017~2020	0.95	0.95
跳蹬河综合整治（一期）项目	2017~2022	4.26	0.31
桃花溪流域三条支流雨污分流整治	2020~2021	5.24	3.00
合计	--	56.00	44.94

注：1、建设期间为合同约定时间，实际情况因项目规划调整等原因可能存在差异；2、部分项目存在因工期或其他调整等原因，实际投资金额可能大于计划投资金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拟建项目主要有幸福五社安置房和彩云湖污水处理厂提档升级项目，预计总投资额合计为 6.70 亿元。

表 6：截至 2021 年末公司主要拟建代建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	计划建设期
幸福五社安置房项目	4.30	2021~2023
彩云湖污水处理厂提档升级	2.40	2021~2022
合计	6.70	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还作为项目业主方自行建设工程项目，公司自营类工程建设业务的运营主体为龙九建设和桃花溪公司。项目建设投入资金由公司自筹，建设用地通过招拍挂取得，项目建设完工后，用于对外租赁或销售，通过租金或销售收入来匹配资金。截至 2021 年末，公司主要在建的自营项目分别为西南塑料城（原鑫邦钢材城）和腾讯双创社区（重庆高新）工程等，总投资额为 16.40 亿元，已完成投资 13.96 亿元，尚需投资规模为 2.44 亿元。

表 7：截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	计划建设期
西南塑料城（原鑫邦钢材城）	5.20	5.15	2017~2021
腾讯双创社区（重庆高新）工程	11.20	8.81	2019~2021
合计	16.40	13.96	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拟建的自营项目主要为渝隆时代广场项目和数字创意创新基地（民主村），预计总投资规模为 34.14 亿元，自营项目后续资金平衡情况值得关注。

表 8：截至 2021 年末公司主要拟建自营项目（亿元）

项目名称	预计总投资	计划建设期
渝隆时代广场项目	11.00	2021~2024
数字创意创新基地（民主村）	23.14	2021~2023
合计	34.14	-

渝隆时代广场项目	11.00	2021~2024
数字创意创新基地（民主村）	23.14	2021~2023
合计	34.14	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司未来将会以九龙半岛整体开发和中梁云峰整体开发项目作为工作重心，整体开发项目投资规模较大且建设周期较长，中诚信国际将对此保持关注

除了单一的土地整治和工程建设业务之外，公司还在建设集土地整治、工程建设和租赁等业务于一体的综合性开发项目，主要为九龙半岛整体开发项目和中梁云峰整体开发项目，其中九龙半岛整体开发项目包含了九龙坡区棚改项目，九龙坡区棚改项目和中梁书院项目均与九龙坡区城乡建设委员会签订了政府购买服务协议。

九龙半岛整体开发

九龙半岛整体开发项目是重庆市十大片区改造项目之一，也是目前重庆市主城范围内唯一三面临江的待开发区域，项目远期规划范围用地约 15 平方公里，江岸线长约 6 公里，规划开发建筑总量为 860 万平方米，规划居住人口约 13.5 万人。目前，该项目总体发展思路为“打造集文化体验、创意商业、休闲游憩、商务办公、智慧宜居为一体的国内最具活力的文化创意旅游区和国家级智慧城市示范区”。九龙半岛整体开发项目总体开发建设时间计划为 10~15 年，分多个地块逐步开发，按照初步测算，九龙半岛项目所需资金总额约 306.00 亿元，截至 2021 年末，九龙半岛整体开发项目已完成投

资 125.60 亿元。目前部分地块已启动拆迁或拟启动拆迁，公司作为九龙半岛建设和产业发展的牵头单位，未来工作主要分两部分，前期工作着力于土地一级开发，通过土地挂牌出让获得相应的资金匹配；后期工作重点将集中于产业培育，资金主要来源于产业经营收益和封闭税收模式下的超额税金返还。由于九龙半岛整体开发投资规模大、周期长，因此政府将使用滚动平衡的方式来保障项目整体有序推进，未来实际投资进程将具体视资金平衡情况而定。

九龙坡区棚改项目主要集中在九龙半岛区域内，部分片区是九龙半岛整体开发项目的前期重要组成部分，公司已与重庆市九龙坡区城乡建设委员会签订政府购买服务协议，承接九龙坡区棚改项目规划范围内 16 个棚户区改造项目，范围涵盖对黄桷坪长江大桥片区、黄桷坪五龙庙片区、黄桷坪铁路二村片区、黄桷坪尖山堡片区及九龙港凯欣等 16 个片区的拆迁安置补偿、旧房拆除工程、道路工程、土地平整工程以及相关配套基础设施建设。以上棚户区改造项目建造面积合计 83.29 万平方米，改造户数 6,695 户，项目计划总投资额为 177.68 亿元，其中公司自筹资金占总投资额的 20.02%，向银行申请专项借款的金额占总投资额的 79.98%；截至 2021 年末，棚户区改造项目已完成投资 117.35 亿元。该业务待建设完工并验收合格后，区财政安排资金逐年支付服务费用，政府购买服务协议的累计支付年限为 25 年，累计支付金额为 294.25 亿元。

图 1：九龙半岛区位图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中梁云峰整体开发

中梁云峰整体开发项目包括对重庆市九龙坡区华岩镇中梁村、云峰村约 6,702.46 亩的区域进行的土地征迁平整、旧城改造、基础设施配套建设、后期规划建设和资产经营等板块，规划总建筑面积约 70 万平方米，其中招商建设总面积 61 万平方米，自建建设总面积 9 万平方米，预计总投入约为 100 亿元，建设期限预计为 5 年。由于中梁云峰整体开发项目投资规模大、开发周期长，因此将使用滚动平衡的方式来保障项目整体有序推进，未来实际投资进程将视当时平衡情况具体而定，同时将与九龙坡区针对中梁山风景区的整体打造战略进行有机融合。

图 2：中梁云峰项目区位图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中梁云峰整体开发项目前期的土地征迁、平整和相应区域内的基础配套设施建设等棚户区改造工作已与重庆市九龙坡区城乡建设委员会签订政府购买服务协议，主要包含对九龙坡区华岩镇忠良村、云峰村 3,000.00 亩土地的征收、平整，安置农转非人数 2,000 人，补偿拆迁农房 16,964.33 平方米，并建设项目区域范围内的道路、管网、绿化及排污处理等配套设施。前期项目计划总投资额为 25.02 亿元，其中公司自筹资金 7.52 亿元，占总投资额的 30.06%，向银行申请专项借款 17.50 亿元，占总投资额的 69.94%，截至 2021 年末，中梁云峰

整体开发项目已投资 31.28 亿元。该业务待建设完工并验收合格后，区财政安排资金逐年支付服务费用，政府购买服务协议累计支付年限为 7 年，累计支付金额为 29.87 亿元。

混凝土业务已成为公司营业收入的重要构成部分，2021 年收入有所下降但产销率仍保持在 100%，总体运营情况良好；但混凝土行业属于传统竞争性行业且业务规模受配送半径影响易出现饱和，未来发展或存在瓶颈

公司混凝土业务的运营主体是子公司重庆维冠建筑科技（集团）有限公司（原名为“重庆维冠混凝土有限公司”，以下简称“维冠公司”），公司持有维冠公司 51.00% 的股权。维冠公司成立于 2012 年，是九龙坡区产销规模最大的混凝土生产销售商，主要的业务内容是生产和销售商品混凝土，供应区域主要为九龙坡区、大渡口区、巴南区和江津区等，经营模式有赊销和预收款销售两种模式，其中：赊销模式根据合同垫资到约定金额或方量时开始收款，预收款销售模式主要针对供货量不超过 1,000 立方米的中小型客户。维冠公司在签订合同确认订单后，按客户需求将原材料投放搅拌站进行加工生产，然后由运输车辆进行配送。

维冠公司现有 6 条生产线，年产能约为 240 万立方米，产品主要为 C30、C20 和 C25 等型号的混凝土，且自 2015 年实现混凝土业务收入以来，混凝土的产销量逐年快速增加，2019~2021 年，分别生产混凝土 125.31 万立方米、162.92 万立方米和 162.83 万立方米，产销率为 100%，混凝土产品属于即产即用商品，故产销量基本一致，差异主要系不同公司的搅拌站间存在相互代供应的现象。受原材料价格上涨影响，维冠公司混凝土单位生产成本及销售单价均逐年上升，2019~2021 年，维冠公司分别实现混凝土销售收入 6.29 亿元、9.68 亿元和 8.61 亿元。

表 9：2019~2021 年混凝土产品产销情况

	2019	2020	2021
产量（万立方米）	125.31	162.92	162.83

销量（万立方米）	125.31	162.92	162.83
平均单位成本（元/立方米）	466.20	393.74	346.76
平均单位售价（元/立方米）	511.45	457.32	393.81

注：合并口径内关联交易未抵消，与财务口径收入成本有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

维冠公司所采购的原材料主要为砂石，与主要供应商建立了长期合作关系，维冠公司 2021 年混凝土业务板块的前五大供应商合计采购金额占比 26.36%。维冠公司生产的混凝土产品主要销往周边建筑工地，客户主要为施工单位，维冠公司 2021 年混凝土业务的前五大客户合计销售金额占比 28.50%。

表 10：2021 年公司混凝土业务前五名供应商情况（万元）

供应商	采购金额	占比
重庆瑞新建材加工有限公司	6,816.85	8.96%
重庆建工第三建设有限责任公司	4,386.81	5.77%
重庆珀豪实业有限责任公司	3,523.29	4.63%
重庆南川区岩城矿业有限公司	3,514.39	4.62%
重庆泉伍商贸有限公司	1,804.96	2.37%
合计	20,046.30	26.36%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2021 年公司混凝土业务前五名销售客户情况（万元）

客户	销售收入	占比
重庆华硕建设有限公司	7,321.40	8.50%
重庆建工第三建设有限责任公司	5,586.63	6.49%
广州天力建筑工程有限公司	4,257.62	4.94%
重庆顺凯建筑工程有限公司	4,100.48	4.76%
重庆祥瑞建筑安装工程有限公司	3,280.81	3.81%
合计	24,546.94	28.50%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司安置房销售收入进一步增长，随着租赁资产增加，物业经营收入亦上升。保安业务在区内具有一定垄断性，发展态势良好。股权投资基金业务目前收入规模较小，随着上述业务后续规模的扩大，将对公司营业收入形成一定补充

除土地整治、工程建设业务和混凝土业务之外，公司还负责物业经营、安置房销售、保安业务和股权投资基金等业务。

物业经营

公司物业经营主体为子公司重庆渝隆资产管理有限公司，公司通过股东划拨、自筹资金建设和

对外收购等方式取得各类可供租赁的物业资产，并通过对外出租或出售物业资产取得收益。

2019~2021 年末，公司物业的可供租赁面积分别为 79.31 万平方米、43.00 万平方米和 51.54 万平方米，出租率分别为 80.92%、94.30%和 95.25%，2020 年末，可供租赁面积较上年同比大幅下滑，主要系西彭标准厂房全部对外销售所致。截至 2021 年末，公司主要的可供租赁资产包括美每家精品建材家居馆、渝隆大厦和电力大厦等。2019~2021 年，公司实现的办公楼租赁收入分别为 1.12 亿元、1.03 亿元和 1.25 亿元，2020 年，由于公司大量出售西彭厂房，可供租赁的面积大幅减少，西彭标准厂房出租率不高，当年公司出租率上升至 94.30%；2021 年，公司随着部分房产建成投入使用，公司可供租赁资产面积和实际出租面积均有所增加，出租率进一步提升至 95.25%。

表 12：2019~2021 年公司租赁业务运营情况

	2019	2020	2021
可供租赁面积（万平方米）	79.31	43.00	51.54
实际出租面积（万平方米）	64.18	40.55	49.09
出租率（%）	80.92	94.30	95.25
办公楼租赁收入（亿元）	1.12	1.03	1.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房销售

公司的安置房主要分为购买和自建的安置房、通过对外销售实现资金平衡，配套商铺销售价格为市场价格。2019~2021 年，公司安置房销售收入分别为 10,610.29 万元、87,716.89 万元和 99,695.10 万元，安置房销售收入大幅增长主要系公司当期销售西彭厂房及配套商铺所致。截至 2021 年末公司存量安置房面积为 16,063.55 平方米，随着安置房的销售，为公司营业收入提供了一定补充。

保安业务

公司保安业务主要由 2019 年新并入子公司重庆市九龙坡区保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）产生，业务在九龙坡区具有较强的垄断性。随着业务的发展，近年来保安公司规模不断壮大，

已发展成为集人防、技防、保安器械销售、物业管理、汽车租赁经营综合性公司。保安公司目前拥有 4,000 余名安保队伍，拥有人防客户单位 1,000 余家，技防客户单位 300 余家，主要服务对象为九龙坡区所有的企事业单位。2019~2021 年，公司保安业务收入分别为 1.37 亿元、1.76 亿元和 1.80 亿元。保安公司服务对象较为稳定，整体经营态势良好，可为公司带来较为稳定的现金流入。

股权投资基金

公司股权投资基金业务由子公司重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司（以下简称“西证渝富”）和重庆御隆股权投资基金管理有限公司（以下简称“御隆基金”）负责，其中西证渝富主要以通道类业务为主，直投方式较少；御隆基金以股权投资为主，盈利模式主要包含基金管理费收入和投资收益分成。按业务运营范围的切分，西证渝富主要承接九龙坡区以外的基金管理业务，截至 2021 年末，管理基金 23 支，认缴规模总计 345 亿元，实缴规模总计 127 亿元；御隆基金主要甄选有高成长性的小微企业给予投资支持，截至 2021 年末，累计管理规模超过 36 亿元，管理基金 5 支，并担任九龙坡区产业引导母基金的管理人，投资方向涉及文化创意，高新科技，智能制造等多元化领域。

西证渝富由重庆渝富资产经营管理集团于 2012 年设立，公司于 2018 年在重庆联合产权交易所通过股权转让交易取得西证渝富 46%的股权，并与重庆泽胜文化旅游集团有限公司签订一致行动协议书，将其纳入合并范围。截至 2021 年末，西证渝富注册资本 1.00 亿元，管理 23 支基金，管理资产规模合计 127.00 亿元，主要业务类型包括：PE 股权投资基金、政府与社会资本合作基金(PPP 模式)、基础设施建设基金、并购重组基金和创投基金。

御隆基金前期投入主要来源于财政资金，并按比例收取基金管理费，主要通过参股的形式投资优质股权，部分项目通过上市的方式退出，并取得股权转让收益。截至 2021 年末，御隆基金下辖子基金

主要有五支，分别为重庆御隆创客股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“创客基金”）、重庆九创股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“九创基金”）、重庆御隆振业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“振业基金”）、重庆御隆创域股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“创域基金”）和重庆御隆重塑股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“重塑基金”）。

创客基金规模为 1.00 亿元，存续期为 10（8+2）年，资金主要来源于财政拨款，主要投资于军工、文体、娱乐、人工智能、软件、新材料、先进制造等领域的企业，以被投资企业上市为主要退出方式，预期年化投资收益率不低于 8%；九创基金规模为 3.00 亿元，存续期限为永续，主要由区财政局出资，公司代管，投资于区内外创新创业、产业转型、城市优化等领域的企业，退出方式与创客基金相

同，预期年化投资收益率不低于 8%；振业基金是由公司牵头，御隆基金、九创基金、资管公司和维冠公司跟投成立的九龙坡区首单纾困基金，基金规模为 12 亿元，定向对隆鑫控股有限公司进行股权投资，投资期限为 5 年，退出期限 2 年，预期年化投资收益率预计不低于 8%；创域基金规模为 10 亿元，存续期为 7（5+2）年，退出期限 2 年，预期年化投资收益率预计不低于 8%，资金主要来源于双创基金债，主要投资于高新文创产业、现代服务产业、工业战略性新兴产业、农业发展也等领域的私募股权类投资基金；重塑基金规模为 10 亿元，存续期为 7（5+2）年，退出期限 2 年，预期年化投资收益率不低于 8%，资金主要来源于双创基金债，主要投资于军工、人工智能、互联网、软件、新能源、先进制造等具有战略新兴产业的领域，将以市场化运作为导向，支持重庆市乃至全国范围内的战略性新兴产业和高技术产业领域的中小企业。

表 13：截至 2021 年末御隆基金下辖子基金情况（亿元）

基金名称	简称	基金规模	存续期（年）	资金来源	投资领域	预期收益率
重庆御隆创客股权投资基金合伙企业（有限合伙）	创客基金	1.00	10（8+2）	财政拨款	军工、文体、娱乐、人工智能、软件、新材料、先进制造	不低于 8%
重庆九创股权投资基金合伙企业（有限合伙）	九创基金	3.00	永续	财政出资	区内外创新创业、产业转型、城市优化	不低于 8%
重庆御隆振业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	振业基金	12.00	7（5+2）	公司和多家企业共同出资	对区域重点制造业企业进行股权投资	不低于 8%
重庆御隆创域股权投资基金合伙企业（有限合伙）	创域基金	10.00	7（5+2）	双创基金债	高新文创产业、现代服务产业、工业战略性新兴产业、农业发展也等领域的私募股权类投资基金	不低于 8%
重庆御隆重塑股权投资基金合伙企业（有限合伙）	重塑基金	10.00	7（5+2）	双创基金债	军工、人工智能、互联网、软件、新能源、先进制造等具有战略新兴产业	不低于 8%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019~2021 年，公司分别实现基金管理费收入 0.22 亿元、0.18 亿元及 0.16 亿元，目前规模尚小。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告和公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。本评级报告均使用审计报告或财

务报表期末数。

2021 年，公司营业总收入规模和综合毛利率均有所上升，但公司利润主要依赖于公允价值变动收益和投资收益，期间费用管控能力有待进一步加强，综合盈利能力较弱

公司是九龙坡区最重要的基础设施建设投融资主体和国有资产经营主体，承担区内的土地整治、配套基础设施建设、棚户区改造以及混凝土生

产销售等业务。2021年，公司实现主营业务收入32.95亿元，较上年增加3.42亿元，主要系混凝土销售和安置房销售大幅增加所致。同期，土地整治及工程建设、混凝土业务、办公楼租赁和安置房销售占比分别为28.39%、26.14%、3.79%和30.26%。公司收入结构有所波动，土地整治及工程建设业务是公司收入的最主要构成部分，2021年受九龙坡区土地出让计划调整的影响，土地整治收入有所上升；维冠公司经营的混凝土业务收入有所减少，主要系当期平均售价下降所致；此外，办公楼租赁、基金管理业务、安置房销售业务为公司营业收入提供补充。2021年以来可供租赁面积增加，公司办公楼租赁收入同比上升。2022年1~3月，公司营业收入为6.12亿元，主要来源于土地整治收入和混凝土业务收入。

2021年，公司综合毛利率较上年同比下降0.53个百分点，主要系工程建设、办公楼租赁和保安业务毛利率下滑所致。同期，工程建设毛利率有所下滑；混凝土业务毛利率下降主要系当期平均单价下滑所致；基金管理业务毛利率较上年提升主要系前期项目调研成本较多，当年有所缩减所致；办公楼租赁毛利率有所回升主要是由于租赁资产增加以及出租率提升。安置房销售毛利率有所提升，其他业务毛利率回升主要是由于污水处理业务运营收入增大所致。2022年1~3月，公司综合毛利率升至19.04%，主要来源于混凝土业务和办公楼租赁业务毛利率增幅较大。

表 14：近年来公司主要板块收入和毛利率情况(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
土地整治及工程建设	12.71	7.13	9.35	3.88
混凝土业务	6.29	9.68	8.61	0.94
办公楼租赁	1.12	1.03	1.25	0.33
基金管理业务	0.22	0.18	0.16	0.05
安置房销售	1.06	8.77	9.97	--
保安业务	1.37	1.76	1.80	0.54
其他业务	0.95	0.98	1.81	0.39
合计	23.73	29.53	32.95	6.12
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
土地整治及工程建设	19.76	15.42	14.91	14.09
混凝土业务	6.60	12.36	11.69	20.09

办公楼租赁	47.22	2.51	-13.42	35.35
基金管理业务	75.61	74.96	85.79	87.15
安置房销售	25.61	16.50	14.11	--
保安业务	16.35	22.92	5.02	12.78
其他业务	17.92	4.76	29.40	49.24
综合	18.36	14.11	13.58	19.04

注：表中2019~2021年营业收入数据不包括利息收入和已赚保费。其他业务板块主要包括酒店业务、物业管理、检测业务、文化业务、广告业务等。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用同比下降0.47亿元，结构仍主要以财务费用和管理费用为主。公司管理费用主要系折旧费和职工薪酬，较上年有所上升主要系职工薪酬和中介机构服务费均呈不同程度增长所致；2021年公司财务费用较上年下降0.73亿元，主要系公司当期利息支出资本化较多所致。由于当期营业总收入增长，公司期间费用率下降2.94个百分点至11.82%，但仍处于较高水平，公司对期间费用的管控能力有待优化。

2021年，公司利润总额同比减少0.37亿元，主要系公允价值变动收益减少以及信用减值损失增加所致。同期公司经营性业务利润由负转正，主要受益于投资收益的增加。其中，2021年公允价值变动收益为0.95亿元，主要系公司投资的重庆铝产业开发投资集团有限公司增加0.57亿元、重庆清研华业股权投资基金合伙企业(有限合伙)增加0.36亿元、重庆九龙园高新产业集团有限公司增加0.35亿元。公司投资收益逐年增长主要系基金投资及理财产品收益增加。2021年，公司收到的政府补助0.19亿元，对公司利润形成补充。2022年1~3月，公司利润总额为0.51亿元，其中经营性业务利润为0.23亿元；投资收益为0.21亿元，主要为基金及理财产品收益。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	3.76	4.38	3.91	0.89
营业总收入	23.86	29.67	33.09	6.14
期间费用率	15.76	14.76	11.82	14.51
经营性业务利润	0.33	-0.21	0.05	0.23
资产减值损失	0.00	-0.03	-0.008	--
信用减值损失	-0.10	-0.39	-1.20	0.04
公允价值变动收益	1.67	3.16	0.95	0.08
其他收益	0.80	0.69	0.19	0.004

投资收益	0.47	0.64	2.27	0.21
利润总额	2.33	2.95	2.58	0.51

注：表中期间费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，受益于政府注资、资产划转以及公司业务地开展，公司总资产和所有者权益继续增加；由于融资规模的增加，总债务也随之增长，财务杠杆仍维持在较高水平，且短期债务占比仍较大，债务结构有待优化

近年来，公司资产规模逐年增长，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司总资产分别为 706.95 亿元和 729.21 亿元，资产以流动资产为主，近年来流动资产占总资产的比重有所下降，总体均维持在 70% 以上。

2021 年末，公司存货为 356.02 亿元，主要由开发成本和开发产品构成，开发成本主要为九龙坡区棚户区改造项目及基础设施项目建设投入等，开发产品主要为土地使用权和已完工安置房项目。近年来公司存货增长均系九龙半岛和棚户区改造项目投入增加所致。公司存货中的土地资产面积为 9,723.7 亩，账面价值合计为 31.12 亿元，其中出让地面积为 541.11 亩，账面价值为 4.62 亿元，出让地主要为城镇住宅用地，剩余部分主要为划拨地，另有少量储备地，用途主要为工业用地及餐饮旅游用地。截至 2021 年末，无形资产为 7.25 亿元，较上年末增加 3.75 亿元，主要系当年新增的路内车位经营权，无形资产中的土地使用权为出让地，性质为工业用地。此外，公司其他非流动资产中还有部分水库资产，整体资产流动性一般。2021 年末，公司投资性房地产较 2020 年末增加 1.58 亿元，主要系外购部分房地产以及其他科目转入所致。同期末，公司其他非流动金融资产为 64.59 亿元，主要系对重庆铝产业开发投资集团有限公司和重庆九龙园高新产业集团有限公司的投资；2021 年末同比减少 4.35 亿元，主要系对隆鑫可转债的投资重分类至“债权投资”科目所致。截至 2021 年末，公司债权投资为 10.09 亿元，较上年上升 6.71 亿元主要是由于当期新增“隆鑫可转债”。2021 年末，公司应收账款为

25.72 亿元，主要系应收九龙坡区财政局和九龙坡区土地整治储备中心款项。截至 2021 年末，公司其他应收款主要为往来款项，主要对象包括九龙坡区财政局、重庆铝产业开发投资集团有限公司、重庆九龙园高新产业集团有限公司、重庆市九龙坡区建委和重庆市九龙坡区交通局等。公司应收类款项规模较大，对公司资金形成一定的占用，中诚信国际将对公司应收类款项回收情况保持关注。公司货币资金由库存现金、银行存款和其他货币资金构成。2021 年末，货币资金较 2020 年末减少 13.84 亿元，主要系公司当期偿还到期债务较大所致。截至 2021 年末，公司受限的货币资金为 1.30 亿元。2021 年末，预付款项较 2020 年末减少 3.89 亿元，主要是与重庆征创住房服务有限公司之间的棚改资金往来款缩减所致。截至 2021 年末，公司在建工程为 15.25 亿元，主要系西南塑料城（原鑫邦钢材城）及黄桷坪正街道路及地下管网工程等自营项目。2021 年末，其他非流动资产较上年末增加 34.66 亿元，主要系半岛公司对电厂的预付款和公司收购路内停车以及国有资产收购的预付款增加所致。综合来看，公司持有投资性房地产，且对外投资及购买理财产品可以获取相应收益，总体收益性尚可。2022 年 3 月末，公司资产构成整体变化不大。

所有者权益方面，公司所有者权益稳步提升，主要由实收资本和资本公积构成。2022 年 3 月末，公司实收资本仍为 53.11 亿元。2021 年末，公司资本公积较上年末增加 33.39 亿元，系根据重庆市九龙坡区财政局下发资金拨款说明文件，将当期收到九龙坡区财政局拨款 6.58 亿计入资本公积；根据重庆市九龙坡区人民政府实现厂网一体化统筹规划，重庆市九龙坡区住房与城乡建设委员按本公司现有污水处理厂范围，将其持有的污水管网无偿划转至公司，增加资本公积 26.80 亿元；收到区属机关其他无偿划拨资产至公司，增加资本公积 96,393.69 元。2021 年末，其他权益工具较上年末减少 7.00 亿元，主要系公司与中铁信托有限责任公司签署协议，发行 7.00 亿元中铁信托永续债，当期偿还 2.00

亿元以及 2018 年发行的定向债务融资工具到期偿付所致。

债务结构方面，公司负债结构以非流动负债为主，随着业务的推进，公司总负债逐年增加，由于债券的发行，公司应付债券大幅增加，带动总债务规模进一步上升。截至 2022 年 3 月末，公司长期借款和应付债券分别为 205.02 亿元和 84.30 亿元，长期借款增加主要包括质押借款、保证借款和信用借款；应付债券增加主要当年发行公司债、短期融资券等所致。公司债务结构以长期债务为主，2021 年以来短期债务占总债务的比重仍较大，短期偿债压力需保持关注，公司债务结构有待改善。

表 16：近年来公司主要资产及资本结构情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
存货	251.84	295.94	356.02	360.64
其他应收款	113.41	90.36	56.92	58.45
货币资金	32.18	54.98	41.15	50.23
预付款项	2.81	25.15	21.26	21.76
其他非流动金融资产	17.01	68.94	64.59	66.09
投资性房地产	31.61	22.01	23.59	23.65
固定资产	7.91	12.85	13.16	12.95
在建工程	15.46	15.74	15.25	15.50
无形资产	3.67	3.50	55.06	7.22
其他非流动资产	10.40	20.39	55.06	59.19
总资产	507.68	647.25	706.95	729.21
其他应付款	73.97	81.37	67.02	70.52
长期借款	141.88	178.73	196.58	205.02
应付债券	44.61	54.02	84.31	84.30
总负债	332.59	424.31	456.45	478.04
实收资本	53.11	53.11	53.11	53.11
资本公积	102.04	139.06	172.45	172.45
其他权益工具	5.00	12.00	5.00	5.00
所有者权益合计	175.09	222.95	250.50	251.17
短期债务/总债务	0.18	0.22	0.18	0.20
应收类款项/总资产	24.25	16.31	11.93	11.86

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，受益于往来款支出减少，公司经营活动净现金流增加，回款情况仍不佳；投资活动净现金流仍为负，主要依靠筹资活动来平衡，但当期偿付较多到期债务，筹资活动现金净流入规模大幅减少；总债务规模持续攀升，货币资金仍难以覆盖短期债务，公司面临一定偿债压力

公司经营活动现金流入主要来自于与土地整

治及出让业务相关的协议回款、工程建设资金拨付、物业租赁和管理等收入以及收回的往来款项；经营活动现金流出主要来自于土地整治开发和工程建设投资、物业租赁和管理营运支出以及支付的往来款项。2021 年，公司经营活动净现金流增加，主要系当期支付往来款大幅减少所致。公司受确认土地及工程项目收入和收到返还资金存在时间错配影响，近三年收现比分别为 0.82、0.88 和 0.33，2021 年回款情况有所下降。公司投资活动净现金流整体呈净流出状态，主要系公司近年来的自建项目持续投入及对外股权投资较大所致，2021 年由于当期往来款支出减少导致当期投资活动净现金流缺口有所下降。近年来公司参与了九龙半岛整体开发和棚户区改造项目，建设投入的资金需求较大，对外融资力度加强，经营活动缺口和投资活动缺口主要依靠筹资活动来平衡。2021 年，由于公司偿付到期债务规模显著增加，筹资活动现金流入规模同比大幅下降。

2021 年，经营活动净现金流大幅增加，能够覆盖债务利息，但对债务本金的覆盖能力仍较弱。同期，EBITDA 有所下降，对债务本息覆盖能力有所减弱，仍无法完全覆盖债务本息。近年来公司债务规模持续攀升，公司资产负债率和总资本化比率仍处于较高水平。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.58，货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定的短期偿债压力。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	52.51	85.64	77.54	86.38
长期债务	237.28	298.64	343.31	350.70
总债务	289.78	384.28	420.85	437.08
经营活动净现金流	-11.54	2.85	18.60	-2.45
投资活动净现金流	-20.92	-72.17	-49.20	-2.51
筹资活动净现金流	32.41	92.51	16.31	14.33
收现比	0.82	0.88	0.33	0.95
EBITDA	9.58	12.96	6.14	--
总债务/经营活动净现金流	-25.11	134.61	22.63	--
总债务/EBITDA	30.26	29.64	68.57	--
EBITDA 利息覆盖系数	0.62	0.85	0.35	--
经营活动净现金流利息覆盖系数	-0.75	0.19	1.07	--
货币资金/短期债务	0.61	0.64	0.53	0.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司存在一定集中偿债压力，但较充足的银行授信和通畅的融资渠道为公司偿债能力提供了一定支撑；公司对外担保企业主要为区域内国有企业，担保对象集中度较高；公司受限资产占比较低

从公司债务到期的分布情况来看，截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 437.08 亿元，其中 2022 年 4~12 月及 2023~2025 年到期债务分别为 84.67 亿元、76.42 亿元、77.96 亿元和 29.72 亿元，公司近三年到期债务规模较大，面临一定的集中偿债压力。

表 18：截至 2022 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025	2026 年及以后
到期金额	84.67	76.42	77.96	29.72	168.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额合计 77.48 亿元，占当期净资产比重为 30.85%，担保对象主要为区内国有企业，代偿风险相对较低，但担保对象集中度较高，需对公司或有风险保持关注。

表 19：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
重庆九龙园高新产业集团有限公司	28.69
重庆铝产业开发投资集团有限公司	45.19
重庆瑞盈实业有限公司	3.60
合计	77.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产的账面净值为 43.92 亿元，占总资产的 6.02%。

表 20：截至 2022 年 3 月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	1.30	保证金
存货	21.59	借款抵押
固定资产	1.51	借款抵押
投资性房地产	11.54	借款抵押
应收票据	1.79	商业承兑汇票背书未终止确认
交易性金融资产	2.71	约定式回购
其他非流动资产	3.48	借款抵押
合计	43.92	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司共获得各家银行的授信总额为 423.32 亿元，已使用额度为 266.76 亿元，

尚未使用的额度为 156.56 亿元，公司备用流动性较充足。

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 5 月 10 日，公司有 5 笔已结清关注类贷款，根据公司 2018 年 11 月 15 日出具的相关说明，2009 年 8 月取得的 1.50 亿元中国银行贷款和 2009 年 1 月取得的 3.05 亿元中国建设银行贷款在 2010 年被下调为关注类贷款，主要系因政策调整，抵押物不足值所致；剩余 3 笔关注类贷款为 2003~2006 年取得的三笔流贷，均系公司在成立之初，各家商业银行对关注类贷款的分类标准不同所致，截至报告出具日，上述 5 笔关注类贷款均已结清。除上述历史记录以外，公司不存在未结清不良信贷信息，未出现已发行债务融资工具到期未偿付本息的情况。

外部支持

作为九龙坡区最重要的国有资产运营平台，近年来，九龙坡区政府在资金和资产划转上持续给予公司有力支持，公司具备很强的抗风险能力

九龙坡区近三年地区生产总值在重庆主城区九区中均位列第二，产业结构较好。围绕共建“一带一路”、长江经济带发展及成渝地区双城经济圈发展机遇，九龙坡区未来面临较广阔的发展机遇，经济实力稳步增强，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

公司主要负责九龙坡区大部分区域土地整治和基础设施建设业务，并对全区的重点工程项目、资金和国有资产进行管理，所经营的业务在九龙坡区城市基础设施建设和土地整治领域处于主导地位，业务规模最大。公司根据九龙坡区政府规划，负责区内重大基础设施和社会公益事业建设，自成立以来，公司承接了谢家湾立交、华岩隧道和九龙坡区棚户区改造等重点项目。目前，公司重点推进九龙半岛和中梁云峰综合开发项目，前者为重庆市十大片区改造项目之一。经过十余年的规范运营，公司在投融资方面积累了较为充足的经验。截至目

前，公司已相继成功发行了多只债务融资工具，积累了较为丰富的直接债权融资经验。此外，公司正积极开展股权基金业务，为后续资金需求提供有效支撑。

2021年，根据重庆市九龙坡区财政局下发资金拨款说明文件，将本期收到九龙坡区财政局拨款6.58亿元计入资本公积；根据重庆市九龙坡区人民政府实现厂网一体化统筹规划，重庆市九龙坡区住房与城乡建设委员按本公司现有污水处理厂范围，将其持有的污水管网无偿划转至本公司增加资本公积26.80亿元；公司收到区属机关其他无偿划拨资产至本公司增加资本公积9.64万元。2019~2021年，公司收到的政府补助分别为0.81亿元、0.69亿元和0.19亿元。

评级结论

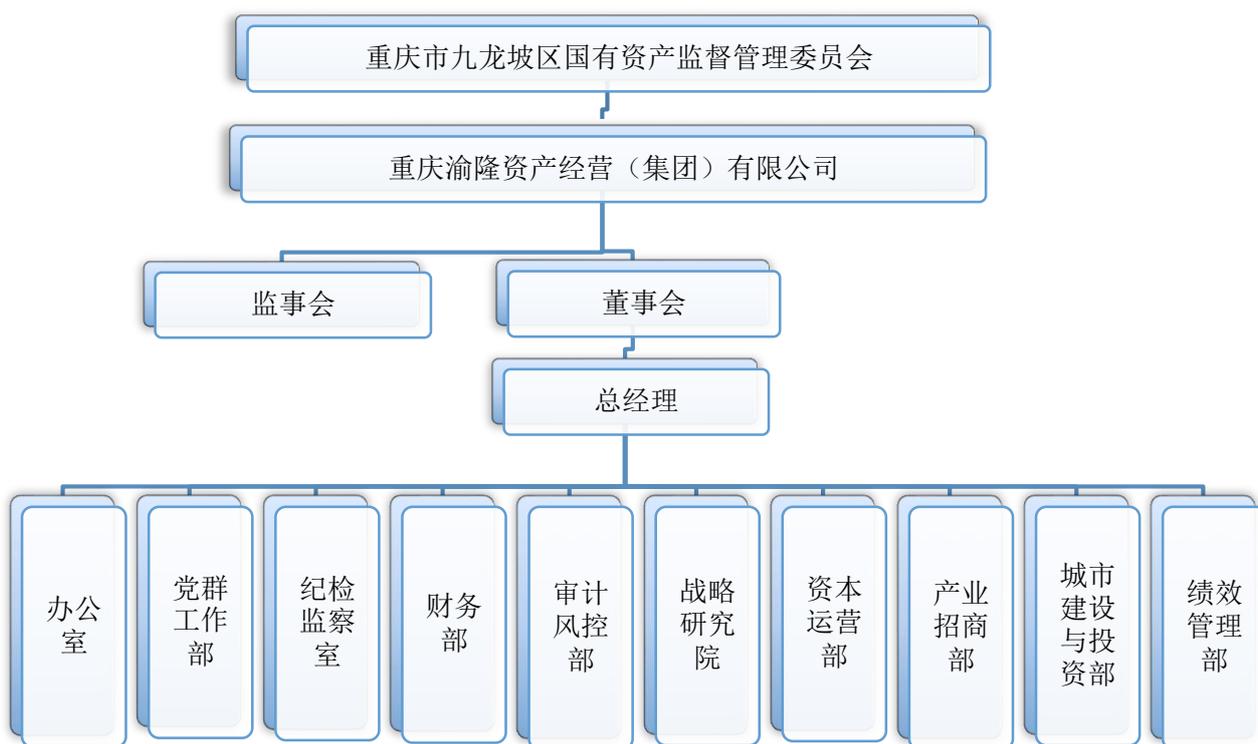
综上所述，中诚信国际维持重庆渝隆资产经营（集团）有限公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“20渝隆债/20渝隆债”和“20渝隆资产MTN001”的债项信用等级为AA⁺；维持“21渝隆资产CP001”的债项信用等级为A-1。

附一：重庆渝隆资产经营(集团)有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



子公司名称	级次	持股比例 (%)
重庆桃花溪建设项目管理有限公司	一级	100.00
重庆渝隆林木投资有限公司	一级	100.00
重庆渝隆资产管理有限公司	一级	100.00
重庆九龙半岛开发建设有限公司	一级	100.00
重庆鼎富置业发展有限公司	一级	16.67
重庆维冠建筑科技（集团）有限公司	一级	51.00
重庆御隆股权投资基金管理有限公司	一级	90.00
重庆静苑教育科技有限公司	一级	100.00
渝隆（香港）有限公司	一级	100.00
重庆御隆创客股权投资基金合伙企业（有限合伙）	一级	100.00
重庆渝隆环保有限公司	一级	53.00
重庆御隆振业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	一级	95.83
重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司	一级	46.00
重庆市韵龙文化创意有限责任公司	一级	100.00
重庆市九龙建设工程质量检测中心有限公司	一级	100.00
重庆市龙商融资担保有限责任公司	一级	100.00
重庆贝迪农业发展有限公司	一级	70.00
重庆御隆创域股权投资基金合伙企业（有限合伙）	一级	80.17
重庆御隆重塑股权投资基金合伙企业（有限合伙）	一级	80.17
重庆渝隆文化旅游开发有限公司	一级	100.00

注：1、公司对重庆鼎富置业发展有限公司拥有实际控制权，因此纳入合并范围；2、公司持有重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司 46.00% 股权，为第一大股东，与重庆泽胜文化旅游集团有限公司签订一致行动协议书，实际取得的表决权比例为 51.00%，因此纳入合并范围；3、持股比例包含间接持股比例。



资料来源：公司提供

附二：重庆渝隆资产经营（集团）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	2022.3
货币资金	321,811.35	549,824.60	411,460.71	502,260.53
应收账款	97,032.64	135,696.29	257,198.11	263,284.23
其他应收款	1,134,113.37	903,602.86	569,214.93	584,496.47
存货	2,518,373.27	2,959,366.15	3,560,219.04	3,606,414.36
长期投资	213,552.70	731,393.47	785,160.33	802,268.96
在建工程	154,610.43	157,415.64	152,485.50	155,048.57
无形资产	36,705.49	34,984.75	72,461.49	72,245.31
总资产	5,076,838.77	6,472,538.26	7,069,470.95	7,292,139.06
其他应付款	739,727.57	813,692.01	670,202.82	705,187.84
短期债务	525,072.77	856,358.93	775,380.25	863,770.20
长期债务	2,372,758.13	2,986,408.08	3,433,080.35	3,507,036.47
总债务	2,897,830.90	3,842,767.01	4,208,460.60	4,370,806.67
总负债	3,325,939.03	4,243,053.08	4,564,509.32	4,780,399.64
费用化利息支出	55,329.21	84,357.17	13,132.55	--
资本化利息支出	99,172.46	67,259.74	161,416.64	--
实收资本	531,093.40	531,093.40	531,093.40	531,093.40
少数股东权益	24,586.42	52,059.60	53,888.36	55,982.50
所有者权益合计	1,750,899.74	2,229,485.18	2,504,961.63	2,511,739.42
营业总收入	238,566.61	296,722.19	330,861.47	61,366.82
经营性业务利润	3,306.36	-2,081.36	473.66	2,335.49
投资收益	4,730.06	6,439.59	22,662.35	2,074.39
净利润	16,732.92	18,945.94	19,718.12	4,524.62
EBIT	78,665.63	113,870.90	38,918.48	--
EBITDA	95,769.58	129,630.44	61,378.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	194,683.35	259,267.92	110,136.64	58,321.69
收到其他与经营活动有关的现金	114,099.22	686,021.35	722,525.53	104,677.38
购买商品、接受劳务支付的现金	253,151.78	358,185.41	395,076.63	102,996.51
支付其他与经营活动有关的现金	126,692.33	514,666.55	192,398.17	70,398.38
吸收投资收到的现金	30,895.87	262,499.03	69,420.95	2,306.42
资本支出	88,949.73	167,251.44	517,199.69	6,345.40
经营活动产生现金净流量	-115,407.86	28,548.15	185,996.93	-24,509.13
投资活动产生现金净流量	-209,188.26	-721,700.22	-491,957.44	-25,109.39
筹资活动产生现金净流量	324,076.55	925,100.84	163,084.55	143,270.37
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	18.36	14.11	13.58	19.04
期间费用率(%)	15.76	14.76	11.82	14.51
应收类款项/总资产(%)	24.25	16.31	11.93	11.86
收现比(X)	0.82	0.88	0.33	0.95
总资产收益率(%)	1.64	1.97	0.57	--
资产负债率(%)	65.51	65.55	64.57	65.56
总资本化比率(%)	62.34	63.28	62.69	63.51
短期债务/总债务(X)	0.18	0.22	0.18	0.20
FFO/总债务(X)	0.06	0.03	0.01	--
FFO 利息倍数(X)	1.08	0.69	0.19	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.75	0.19	1.07	--
总债务/EBITDA(X)	30.26	29.64	68.57	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.15	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.61	0.64	0.53	0.58
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.62	0.85	0.35	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。公司各期财务报告均按照新会计准则编制且本报告书中均采用期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将各期财务报表中其他应付款科目中的有息部分按到期时间分别纳入短期债务和长期债务核算；3、公司 2022 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

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。