



# 重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0691 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 21 日

**本次跟踪发行人及评级结果** 重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司 **AA+/稳定**

**本次跟踪债项及评级结果** “22 迈瑞债/22 迈瑞债” **AA+**

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为，跟踪期内沙坪坝区经济实力保持稳步提升，在重庆市位居中上游，工业基础较好，能为重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司（以下简称“迈瑞城投”或“公司”）提供很强的外部支持；公司继续推进沙坪坝区土地整理、安置房建设及基础设施建设，并保持重要地位。同时，中诚信国际预计，公司业务布局趋于稳定，区域地位重要，继续获得有力的外部支持，但主营业务易受经济环境、土地市场行情及区域规划调整影响。同时，需关注公司财务杠杆水平较高，面临较大的短期偿债压力、回款较为滞后，资产质量较差以及面临持续的投资压力等对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**沙坪坝区经济实力显著增强且具有可持续性；公司资产质量明显提升，资本实力显著扩充，债务压力大幅缓解，盈利等各项财务指标均大幅改善等。

**可能触发评级下调因素：**沙坪坝区经济实力显著下降；公司地位明显下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿均减弱；公司资产被大规模无偿划出；公司的债务压力进一步加剧，流动性承压等。

**正 面**

- **沙坪坝区经济保持较快增长。**2022年，沙坪坝区实现地区生产总值1,106.73亿元，同比增长1.9%，区域经济保持增长，为公司发展提供了较好的外部环境。
- **公司区域地位重要，继续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司继续负责沙坪坝区园区范围外的土地整治、基础设施建设任务，保持区域突出地位；继续获得沙坪坝区政府的有力支持，2022年获得政府补助资金2.57亿元，对公司盈利情况形成有力支撑。

**关 注**

- **财务杠杆水平仍较高，面临较大的短期偿债压力。**跟踪期内，公司财务杠杆维持在较高水平，债务负担较重；公司未来两年到期债务规模较大，2022年末的非受限货币资金/短期债务仅为0.05，面临较大的短期偿债压力。
- **回款较为滞后，资产质量较差。**公司以应收重庆沙坪坝文化旅游发展有限责任公司（以下简称“沙坪坝文旅”）的股权回购款和沙坪坝区财政局等单位往来款为主的应收类款项规模较大，对公司资金形成较大程度占用，未来回收情况值得关注；土地整治和项目建设投入形成的资产流动性较弱，整体资产质量较差。
- **面临持续的投资压力。**公司在建及拟建项目较多，土地整理及基础设施建设项目尚需投资规模均很大，未来面临持续的资本支出压力。

项目负责人：张 敏 mzhang@ccxi.com.cn  
项目组成员：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(027)87339288

## 财务概况

迈瑞城投（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	747.11	719.27	725.04
所有者权益合计（亿元）	243.66	243.78	237.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	233.36	233.62	223.89
总负债（亿元）	503.44	475.48	487.29
总债务（亿元）	433.26	385.94	401.61
营业总收入（亿元）	15.65	14.08	10.67
经营性业务利润（亿元）	5.35	2.30	1.86
净利润（亿元）	1.71	1.22	1.07
EBITDA（亿元）	8.13	4.31	3.88
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	14.48	30.63	6.16
总资本化比率(%)	64.99	62.29	64.21
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.32	0.21	0.18

注：1、中诚信国际根据迈瑞城投提供的其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 2020 年度财务报告，经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度财务报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项系所有者权益中的公益性资产 4.34 亿元；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司					
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 <sup>+</sup> /稳定	22 迈瑞债/22 迈瑞债 (AA <sup>+</sup> )	2022/06/23	骆传伟、李昊	<a href="#">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>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	22 迈瑞债/22 迈瑞债 (AA <sup>+</sup> )	2022/03/09	骆传伟、李昊	<a href="#">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>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	迈瑞城投	南岸城建	渝中国资	国际物流
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	沙坪坝区	南岸区	渝中区	沙坪坝区
GDP（亿元）	1,106.73	922.13	1,560.91	1,106.73
一般公共预算收入（亿元）	40.30	56.80	40.76	40.30
所有者权益合计（亿元）	237.74	221.64	89.58	241.62
总资本化比率（%）	64.21	59.71	56.00	59.84
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.18	-0.01	0.48	0.36

注：“南岸城建”系“重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司”的简称；“渝中国资”系“重庆渝中国有资产经营管理有限公司”的简称；“国际物流”系“重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司”的简称。

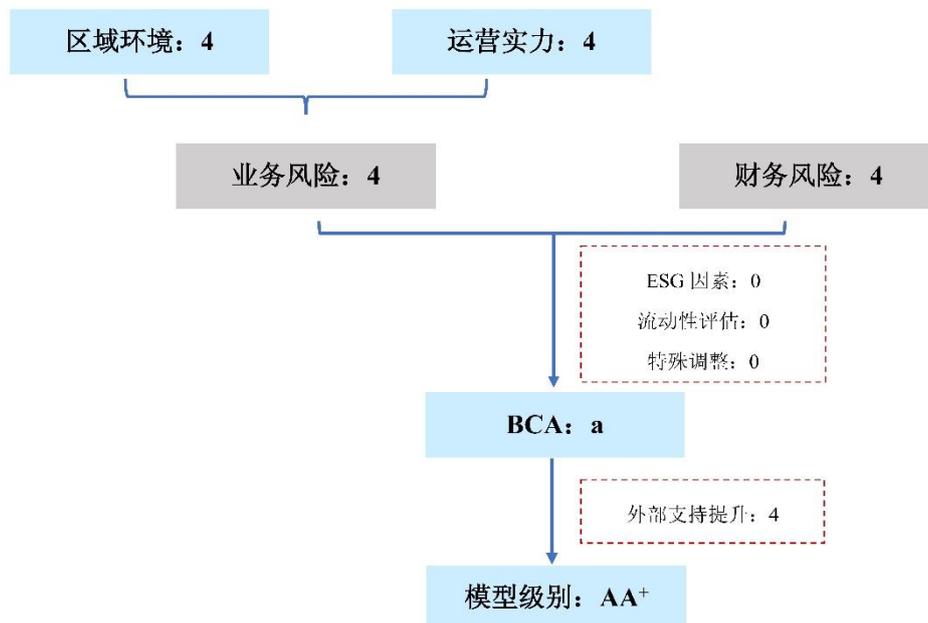
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 迈瑞债 /22 迈瑞债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	4.20	4.20	2022/03/25~2027/03/25	附设第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 评级模型

重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，迈瑞城投继续作为沙坪坝区重要的基础设施投融资企业，业务范围覆盖除国际物流枢纽园、青凤科技产业园等园区外的区域，业务竞争力较强；但土地整理业务及基础设施建设业务回款进程缓慢，资产质量一般，需关注公司资金回收及平衡状况。

### ■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，迈瑞城投资本实力无明显变化，处于一般水平，但资产质量较差；公司财务杠杆维持在较高水平，经营获现能力一般，非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，面临较大的偿债压力。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对迈瑞城投个体基础信用等级无影响，迈瑞城投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等水平的业务风险和中等水平的财务风险。

### ■ 外部支持：

中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力强，对公司的支持意愿强，主要体现在沙坪坝区具备较好的工业基础及稳定增长的经济实力；迈瑞城投作为重要的基础设施投融资主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资金注入等方面的大力支持，具备强的区域重要性及高的政府关联度。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

“22 迈瑞债/22 迈瑞债”发行金额 4.20 亿元，募集资金用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，

预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

沙坪坝区地处重庆市主城西部，幅员面积 396 平方公里，是重庆市的科教文化中心和工业基地，西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，依托强大的科研实力，集成电路产业规模居重庆首位，为经济发展提供了有力支撑。2022 年，沙坪坝区实现地区生产总值（GDP）1,106.73 亿元，经济总量位居全市第九，按可比价格计算较上年增长 1.90%，增速受疫情影响同比下降明显；沙坪坝区人口密集，同年人均 GDP 为 7.45 万元，在重庆市主城九区中处于中下游水平，居全市第 22 位。

2022 年沙坪坝区一般公共预算收入较上年变化不大，在全市排名第 15 位，但财政收支矛盾较为明显，且税收收入及其占比亦出现显著下滑，收入质量呈持续弱化趋势；此外，沙坪坝区无政府性基金收入，主要系地方财政体制结算规定，重庆市各主城区土地出让区须先统一上缴至重庆市，再由市级财政以转移支付方式结算至区县级财政所致，2022 年受土地市场行情低迷影响，全区政府性基金上级补助收入同比下降 29.76%。再融资环境方面，沙坪坝区承担了“一带一路”、“长江经济带”、“成渝双城经济圈”等背景下的国家战略性建设任务，2022 年末广义债务率仍远超过全国平均水平，整体债务负担较重。区内基础设施投融资企业的融资主要来源于银行借款和债券发行，积极争取政策性银行提供的项目贷款支持，此外少量非标融资作为补充，净融资额持续呈现净流入趋势，2022 年沙坪坝区各发债主体在资本市场上表现较为活跃，暂未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 1：近年来沙坪坝区经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	1,013.94	1,058.25	1,106.73	265.20
GDP 增速（%）	3.00	7.50	1.90	-2.20
人均 GDP（万元）	6.91	7.16	7.45	--
固定资产投资（亿元）	471.60	551.30	--	--
一般公共预算收入（亿元）	41.77	40.16	40.30	10.40
政府性基金上级补助收入（亿元）	56.12	67.20	47.20	--
税收收入占比（%）	79.12	77.81	54.84	72.12
公共财政平衡率（%）	44.50	43.61	44.43	40.78

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：沙坪坝区人民政府、沙坪坝区统计局网站，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，迈瑞城投仍作为沙坪坝区重要的基础设施建设和投融资主体，业务范围覆盖除国际物流枢纽园、青凤科技产业园等园区外的区域，业务竞争力较强；充足的土地整理及基础设施代建项目

量为后续收入提供了有力支撑，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司 2022 年土地转让收入大幅下降，土地整理业务及基础设施建设业务回款进程仍较慢，整体资产质量较差；未来资本支出压力较大，需关注公司资金回收及平衡状况。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程管理	0.12	2.44	-53.46	0.37	2.63	88.23	0.94	8.85	96.27
土地转让	14.15	88.79	65.82	12.19	86.58	12.50	8.56	80.24	9.61
咨询及其他	0.81	5.23	-5.88	0.67	4.76	-4.79	0.009	0.08	-208.77
租赁业务	0.46	2.92	95.07	0.71	5.04	90.47	0.99	9.25	90.23
其他	0.11	0.62	92.40	0.14	0.99	-42.52	0.17	1.58	29.43
合计/综合	15.65	100.00	62.21	14.08	100.00	17.05	10.67	100.00	24.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地整治业务

跟踪期内，受土地市场行情和政府土地出让规划影响，土地转让收入有所下降；公司可供整治的土地资源较多，业务可持续性很强，但未来面临较大的资本支出压力，且回款情况需要关注。

土地整治业务主要由公司本部运营，经沙坪坝区政府授权，公司与重庆市沙坪坝区土地整治储备中心（以下简称“区土储中心”）签订协议，由公司接受委托实施土地整治项目，土地整治验收完毕后进行移交。待土地达到上市条件招拍挂后，区土储中心支付公司前期投入的资金，包含项目整治成本和整治收益等，最终金额以审计为准。公司土地整治收益按照土地整治成本的一定比例计算。不同来源的土地出让后，相关收益的返还比例有所不同。城中村改造获得的土地成交后，土地成本以及城市建设配套费将全额返还给公司；溢价部分由重庆市和沙坪坝区按照一定比例进行分成，其中划归沙坪坝区的收益部分将全额返还给公司。危旧房改造所获得的土地成交后，土地成本由市财政全额返还给区财政，区财政再全额返还给公司；城市建设配套费将按照市人民政府公布的标准与拆迁“主体”量乘积数的 2.5 倍和拆迁“捎带量”乘积数的 2 倍进行计算后返还给公司；溢价部分由重庆市和沙坪坝区按照一定比例进行分成，其中，划归沙坪坝区的收益部分将全额返还给公司。从 2012 年开始，重庆市和沙坪坝区对土地出让溢价部分的分成比例由原 55:45 调整为 50:50。

从业务开展情况来看，2020~2022 年，公司分别确认土地转让收入 14.15 亿元、12.19 亿元和 8.56 亿元，受房地产市场景气度下降以及沙坪坝区土地出让进度放缓影响，收入规模持续下降。截至 2022 年末，公司已完工的土地整治项目总投资 167.35 亿元，累计确认收入 112.76 亿元，已实现回款 80.94 亿元，尚需回款金额为 31.82 亿元。公司土地整治业务回款周期较长，对资金形成一定占用，土地整治业务的回款情况有待关注。同期末，公司正在整治的土地主要位于城中村上新片区、气压厂家属区及周边、新桥片区（皮匠沟社、石壁山社、窝凼社）、沙磁片区和井双片区等，面积合计为 10,765.05 亩，计划总投资合计为 159.80 亿元，已完成投资 87.65 亿元。同期末，公司拟开发土地面积合计为 484.44 亩，计划总投资为 33.00 亿元。

总体来看，公司可供整治的土地资源较多，业务可持续性很强，其中部分土地通过城中村改造项目获得，地理位置良好，后续出让可为公司带来一定的收入和现金流；但同时，土地整治未来需

投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力，且土地出让情况易受土地市场行情及政府出让规划等因素影响，回款周期存在不确定性，中诚信国际将持续关注土地整治业务的回款情况。

## 基础设施建设业务

**跟踪期内，公司已完工项目回款情况一般，在建和拟建项目较多，未来面临较大的资本支出压力；部分基础设施代建项目尚未签订代建协议，其资金平衡方式有待关注。**

公司作为沙坪坝区基础设施建设的重要主体，担负着沙坪坝区主要项目的建设任务，业务模式主要采用委托代建，公司与沙坪坝区财政局等政府部门签订协议，由公司负责项目的投资和建设，项目建成后由沙坪坝区财政局根据协议按照成本加上一定比例的工程建设劳务费进行回款或接受项目转让。公司目前每年按当期代建项目投资额的 18% 计提代建工程劳务费用，并仅就取得的工程管理费部分确认收入。

从业务开展情况来看，截至 2022 年末，公司主要已完工的基础设施代建工程包括天杨路二期、马家岩立交等 33 个项目，已投资额合计为 122.74 亿元，其中天杨路二期等 10 个项目已和沙坪坝区财政局签订了代建协议，已投资额合计为 52.81 亿元，拟回款金额为 61.59 亿元，同期末已完成回款 49.23 亿元，回款情况整体一般。未签订代建协议的已完工项目有 23 个，已投资合计为 69.93 亿元，尚未进行回款，中诚信国际将对上述项目的资金平衡方式保持关注。在建及拟建项目方面，截至 2022 年末，公司在建和拟建基础设施项目的未来投资规模为 144.41 亿元，重点在建基础设施建设项目主要包括嘉陵江磁井段防洪护岸综合整治工程、沙坪坝棚户区改造项目、文旅城配套道路及河道（河道及道路）等，其中仅 3 个项目签订代建协议。

总体来看，公司作为沙坪坝区基础设施建设的重要主体，担负着沙坪坝区主要项目的建设任务，已完工项目回款情况一般；在建和拟建项目较多，业务可持续性很强，但未来面临较大的资本支出压力。另外，部分基础设施代建项目尚未签订代建协议，未来的业务模式及资金平衡方式有待关注。

**表 3：截至 2022 年末公司主要在建及拟建基建项目情况（亿元）**

项目名称	开工时间	预计完工时间	计划投资额	已投资额	是否签订协议
<b>在建项目</b>					
嘉陵江磁井段防洪护岸综合整治工程	2016 年	2024 年	63.23	26.22	是
沙坪坝棚户区改造	2014 年	2027 年	102.00	78.48	是
文旅城配套道路及河道（河道及道路）	2017 年	2023 年	15.78	13.13	否
两江四岸治理提升工程磁器口滨江片区	2021 年	2024 年	5.35	2.13	否
井口特钢四支路	2021 年	2024 年	3.00	0.68	否
团结坝纵一线	2021 年	2023 年	1.47	1.05	否
沙坪坝区上新片区道路工程（一期）纵一线（北段）	2020 年	2023 年	3.22	2.96	否
沙坪坝区上新片区道路工程（一期）横一线	2020 年	2023 年	4.23	3.89	否
沙坪坝区井双片区道路工程（3 号路）	2020 年	2023 年	1.45	1.03	否
沙坪坝区井双片区道路工程（4 号路）	2020 年	2023 年	0.54	0.46	否
沙坪坝区井双片区道路工程（5 号路）	2020 年	2023 年	0.41	0.39	否
沙坪坝区井双片区道路工程（6 号路）	2020 年	2023 年	0.09	0.07	否
沙坪坝区井双片区道路工程（11 号路）	2020 年	2023 年	1.30	0.95	否
沙坪坝区井双片区道路工程（14 号路）	2020 年	2023 年	2.90	2.50	否
火车站综合交通枢纽改造工程（沙坪坝市政配套）	2018 年	2023 年	34.53	26.46	是
沙磁片区道路工程	2018 年	2023 年	13.94	4.41	否
井双片区道路工程	2020 年	2023 年	7.38	2.83	否

上新片区道路工程	2020 年	2024 年	2.33	0.79	否
<b>合计</b>	--	--	<b>263.15</b>	<b>168.43</b>	--
<b>拟建项目</b>					
杨家滩保障性住房工程	--	2027 年	17.30	--	--
石井坡中心湾老旧小区改造项目	--	2024 年	0.56	--	--
磁器口国际创客港产业园配套基础设施项目	--	2027 年	20.00	--	--
沙坪坝东部片区停车场项目	--	2026 年	5.23	--	--
井口陈堡社 10 千伏井双线等线路迁改工程	--	2024 年	0.60	--	--
两江四岸治理提升工程（双碑大桥至渝怀铁路桥段）	--	2025 年	6.00	--	--
<b>合计</b>	--	--	<b>49.69</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 安置房业务

**跟踪期内，安置房业务回款状况一般，在建和拟建项目尚有一定投资需求。**

公司还担负着保障性住房项目的建设职能，主要为危旧房改造安置房、城中村改造安置房以及拆迁安置房项目。业务模式方面，2020 年 5 月以前，公司安置房建设业务采用委托代建的模式，代建回报为合同代建投资总额的 18%。2020 年 5 月，沙坪坝区人民政府发布《关于明确安置房购买价格及程序的通知》（沙府办发[2020]60 号），明确了未来安置房购买价格及程序，由公司与区征地服务中心、区征收中心签订《安置房购买协议》，双方按协议约定支付安置房价款，安置房结算价由项目成本、利润（原则上按照项目成本的 3% 计算）和税费组成，区征地服务中心、区征收中心根据项目建设进度与公司进行结算。从已完工业务回款情况来看，截至 2022 年末，公司已建成安置房项目包括梨树湾温泉城还建房项目、凤鸣山城中村还建房工程等 8 个，已累计投资 23.28 亿元，拟回款金额为 24.94 亿元，已回款 11.70 亿元，回款状况整体一般。

**表 4：截至 2022 年末公司主要已完工安置房项目情况（亿元）**

项目名称	是否签订协议	建筑面积	已投资额	拟回款金额	已回款金额
梨树湾温泉城还建房	是	13.47	3.58	4.13	4.13
凤鸣山城中村还建房	是	14.83	4.41	4.99	4.99
和谐家园经济适用房	是	5.07	1.45	1.58	1.58
城中村腰子堡片区安置房（一期）	是	3.84	1.72	2.03	1.00
井口江家院安置房（一期）	是	5.48	2.05	2.42	-
腰子堡片区安置房工程（二期）	是	10.51	5.39	6.36	-
土湾片区安置房工程（一期）	是	5.96	2.91	3.43	-
桥东佳园安置房	否	2.63	1.77	-	-
<b>合计</b>	-	<b>61.79</b>	<b>23.28</b>	<b>24.94</b>	<b>11.70</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，跟踪期内，公司新开工上新雅苑安置房项目，项目计划总投资 8.49 亿元，截至 2022 年末，已投资 2.32 亿元。拟建项目方面，截至 2022 年末，公司拟建项目为虎峡山水安置房项目、西城新居安置房项目和清水雅苑安置房项目，总建筑面积为 27.26 万平方米，计划总投资额为 27.35 亿元，拟建项目投资体量较大，面临一定的投资压力。总体来看，公司安置房业务回款状况一般，在建和拟建项目尚有一定投资需求，后续仍面临一定的投资压力。

**表 5：截至 2022 年末公司主要在建及拟建安置房项目情况（亿元）**

项目名称	是否签订协议	预计完工时间	计划投资	已投资
<b>在建项目</b>				
上新雅苑安置房	否	2025 年	8.49	2.32
<b>合计</b>	-	-	<b>8.49</b>	<b>2.32</b>

拟建项目				
虎峡山水安置房项目	-	2026 年	11.74	-
西城新居安置房项目	-	2025 年	4.27	-
清水雅苑安置房项目	-	2025 年	11.34	-
合计	-	-	27.35	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。跟踪期内，公司资本实力无明显变化，处于一般水平，但由于公司资产主要由存货和应收类款项构成，资产质量较差；财务杠杆有所上升，处于较高水平；经营获现能力一般，非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，面临较大的偿债压力。

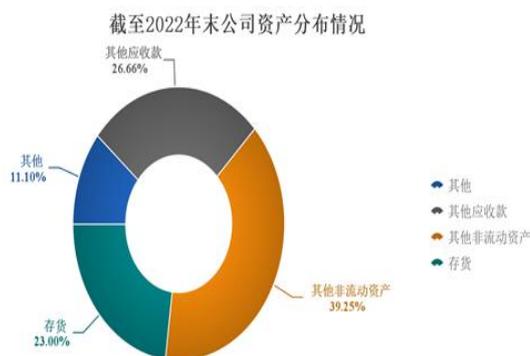
## 资本实力与结构

跟踪期内，公司资产规模和结构均较稳定，但存货和其他非流动资产变现能力较差，其他应收款占比较高且账龄较长，回收进展缓慢，整体资产质量较差；公司财务杠杆水平高企，债务负担较重，需持续关注债务偿还资金匹配情况。

公司仍以土地开发整理及基础设施建设为主业，随着建设项目的持续推进及结算，资产规模小幅波动；资产主要由其他应收款、存货、其他权益工具投资及其他非流动资产等构成。2022 年末，流动资产占比为 53.95%，随着土地整理项目的持续推进，预计公司流动资产占比将进一步上升。公司存货主要系土地开发成本及消耗性生物资产，2022 年末大幅增长主要系政府注入的苗木资产（7.00 亿元）及土地开发项目投入增加所致；截至 2022 年末，公司其他权益工具投资账面价值为 31.82 亿元，主要系对重庆共享工业投资有限公司（以下简称为“共享工投”）子公司重庆青凤科技发展有限公司的股权投资。公司其他应收款主要系应收沙坪坝区财政局、沙坪坝区国库支付中心的往来款，以及预付给沙坪坝区征地办公室和区土储中心的征拆款。2018 年 11 月，公司与沙坪坝文旅<sup>1</sup>签订“全区域文旅项目”合作框架协议，项目总投资为 200.00 亿元，其中公司计划投资 150.00 亿元，实际投资 61.50 亿元；2021 年，公司与沙坪坝文旅签订《权益回购协议》，公司按投资额向沙坪坝文旅转让其投资的“沙坪坝区全区域文旅项目”权益，尚未收回的款项计入其他应收款科目，截至 2022 年末，公司其他应收款余额为 193.26 亿元，较 2021 年末小幅下降。其他非流动资产主要由代建工程成本、水库资产、学校资产等构成，2022 年小幅增加主要系根据政府规划，重庆大学城中学、重庆市南开实验中学等工程项目性质发生转变，由在建工程科目转入其他非流动资产科目核算及无偿划出水库资产（5.89 亿元）所致。此外，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，截至 2022 年末，公司货币资金 8.29 亿元，其中受限金额为 4.08 亿元。总体来看，公司存货中土地开发成本较大，土地地理位置相对较好，但出让进度受土地市场影响较大。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用，中诚信国际将对上述资金的收回情况保持持续关注，整体资产质量较差。

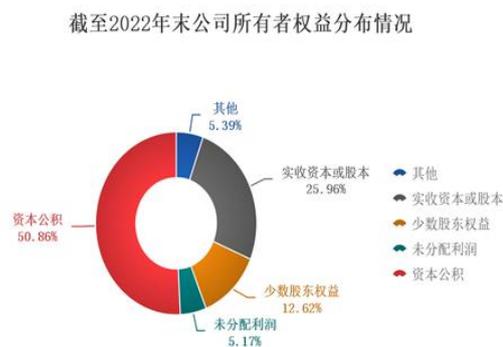
<sup>1</sup> 2019 年，根据“沙府办发[2019]66 号”文件，文旅公司资产被无偿划入公司，但股权未相应划转至公司，截至目前，沙坪坝区国资中心直接持有文旅公司 100% 股权，文旅公司不纳入公司合并范围。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，公司资本公积大幅减少 16.65 亿元，主要系根据重庆市沙坪坝区国有资产监督管理委员会相关文件<sup>2</sup>，无偿划出重庆市沙坪坝区瑞欣城市建设有限责任公司股权及水库资产合计减少 25.61 亿元，同时无偿划入苗木资产、房屋资产及向子公司重庆丰文实业有限公司增资合计增加 8.97 亿元。跟踪期内，公司其他权益工具大幅增长 9.52 亿元，主要系收到华鑫国际信托有限公司永续债资金所致。预计未来公司还将继续获得股东在资本金拨付和资产划转方面的支持。

跟踪期内，公司杠杆水平高企，债务负担较重。2022 年末资产负债率和总资本化比率均有所上升。随着项目建设的持续推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，预计公司债务及负债规模将保持较大规模，财务杠杆水平或将维持在高位。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	747.11	719.27	725.04
流动资产占比	43.68	52.77	53.95
资本公积	138.42	137.57	120.92
其他权益工具	--	--	9.52
所有者权益合计	243.66	243.78	237.74
经调整的所有者权益	233.36	233.62	223.89
资产负债率	67.39	66.11	67.21
总资本化比率	64.99	62.29	64.21

注：1、由于报告期内公司资本公积中的水库资产未产生收益，故中诚信国际对水库资产进行调出，经调整的所有者权益系调整水库资产后指标；2、总资本化比率系由经调整的所有者权益计算得出。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**跟踪期内，公司收入来源仍较为单一，收入质量一般；受土地市场行情影响，未来经营活动回款的稳定性有待关注；项目投资及债务偿还将使得公司未来仍保持较大规模的融资需求，需持续关注行业融资政策变化对公司再融资环境及融资成本影响。**

近年来公司收入主要来源于土地转让，但土地转让收入易受土地市场环境、区域规划调整等因素影响，具有不确定性。2022 年，受土地回款金额减少，公司当年销售商品、提供劳务收到的

<sup>2</sup> 《关于重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司将重庆市沙坪坝区瑞欣城市建设有限责任公司股权划转至重庆市沙坪坝区正通资产管理有限公司的批复》、《关于同意区域城投公司将 9 座水库资产产权无偿划转高新区的批复》（沙国资发〔2022〕137 号）、《关于同意无偿划转普照寺水库资产的批复》（沙国资发〔2022〕109 号）、《关于同意将沙坪坝区国有苗木资产无偿划转至区域城投公司的批复》（沙国资发〔2022〕120 号）、《关于同意将沙坪坝区国有苗木资产无偿划转至区域城投公司的批复》（沙国资发〔2022〕120 号）等。

现金大幅减少，收现比降至 0.15，主营业务经营回款情况持续弱化。

公司经营活动净现金流主要包括土地成本返还款、基础设施建设及安置房建设项目结算资金、往来款等。2022 年公司经营活动净现金流呈现净流入状态，但受往来款规模及土地出让进度影响，净流入规模大幅减少。

公司投资活动主要集中于基础设施建设、安置房建设等业务，2022 年，公司投资活动净现金流由正转负，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致。公司在建及拟建的基础设施项目规模较大，预计未来投资活动现金流仍维持净流出状态。

公司主要通过银行借款和债券融资来弥补投资活动现金流缺口并满足债务本息的偿付需求。2022 年，公司仍保持较大的对外融资力度，当年取得借款收到的现金为 66.92 亿元，当年偿还债务支付的现金为 72.63 亿元，筹资活动现金净流出 2.08 亿元。总体来看，近年来公司通过金融机构借款等债务融资和往来拆借基本可以维持现金流平衡，货币资金保持一定规模，但随着公司债务到期规模逐年增加以及建设项目的不断推进，公司未来仍有较大融资需求，预计筹资活动现金收支规模均较大。同时，需持续关注行业融资政策变化对公司再融资环境及融资成本影响所带来的压力。

表 7：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	14.48	30.63	6.16
投资活动产生的现金流量净额	-15.34	24.65	-4.27
筹资活动产生的现金流量净额	1.34	-71.04	-2.08
现金及现金等价物净增加额	0.49	-15.76	-0.18
收现比	1.16	0.59	0.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务负担较重，非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，面临较大的短期偿债压力；跟踪期内，公司短期偿债指标表现较弱，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力有所弱化，且公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。**

随着项目建设的推进，公司维持较大规模的外部融资需求，公司债务主要由长期银行借款和债券融资构成，非标融资规模占比不高。其中银行借款以抵、质押借款为主，贷款银行主要为国开行重庆市分行、民生银行重庆分行、中信银行重庆分行、农业银行沙坪坝支行、工商银行沙坪坝支行等银行。公司非标融资合作单位主要为佛山海晟金融租赁股份有限公司、中国环球租赁有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、久实融资租赁有限公司、海通恒信国际融资租赁股份有限公司、广州越秀融资租赁有限公司、中建投融资租赁（上海）有限公司等。从期限结构看，截至 2022 年末，公司短期债务/总债务为 0.22，同比有所上升。从到期分布来看，公司未来两年到期债务规模较大，面临集中偿债压力。

表 8：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	金额	1 年以内到期	1~2 年到期	2~3 年到期	3 年以上到期
银行借款	183.06	25.19	30.94	42.30	84.63
债券融资	177.90	87.48	70.92	19.50	--
非标融资	43.53	16.35	25.22	1.96	--

其他	1.70	1.70	--	--	--
<b>合计</b>	<b>406.19</b>	<b>130.72</b>	<b>127.08</b>	<b>63.75</b>	<b>84.63</b>

注：1、公司到期债务分布为融资口径数据与财务口径有所差异；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 构成中来自折旧和摊销的规模较为稳定，近年来受毛利率及政府补助大幅波动影响，EBITDA 呈下降趋势，2022 年，公司盈利状况有所下滑，EBITDA 下降至 3.88 亿元，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱，无法有效覆盖当期利息支出。综合公司债务到期情况和经营所得看，预计未来的 EBITDA 对利息的覆盖能力呈进一步弱化趋势。同期，公司经营活动净流入规模大幅下降，对债务本息的覆盖能力有所弱化，无法有效覆盖当期利息支出。截至 2022 年，公司非受限货币资金/短期债务仅为 0.05，非受限货币资金无法有效覆盖短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

**表 9：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）**

	2020	2021	2022
总债务	433.26	385.94	401.61
短期债务/总债务	13.83	16.90	22.43
EBITDA	8.13	4.31	3.88
EBITDA 利息覆盖倍数	0.32	0.21	0.18
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.58	1.52	0.29
非受限货币资金/短期债务	0.34	0.07	0.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 9.49 亿元，主要系司法冻结资金、固定资产等；此外，公司以评估价值合计 442.59 亿元的多个项目的应收账款和未来收益进行质押借款。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 81.15 亿元，占净资产的 34.13%。虽然被担保单位主要为重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司（以下简称“国际物流”）和共享工投等当地国有企业，但由于对外担保规模较大，仍存在一定的或有负债风险。

**表 10：截至 2022 年末公司对外担保情况（亿元）**

担保对象	担保余额
重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司	32.54
重庆共享工业投资有限公司	43.57
重庆龙润科技有限公司	1.03
重庆青凤科技发展有限公司	0.88
重庆旭辰产业发展集团有限责任公司	3.13
<b>合计</b>	<b>81.15</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 2023 年 3 月，母公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开信息，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

未决诉讼方面，公司与重庆鼎弘体育文化产业有限公司（以下简称“鼎弘体育”）的未决诉讼，鼎弘体育于 2021 年 2 月 23 日，向重庆市高级人民法院提出变更、增加诉讼请求，请求判决 1、迈瑞城投赔偿因违约造成的鼎弘体育的直接经济损失约 4.56 亿元，并以该金额为基数，以年息 15% 为标准，自 2018 年 2 月 13 日起至实际清偿之日止的资金占用费；2、迈瑞城投向鼎弘体育赔偿

可得利益损失 100 万元（暂定）。2022 年 11 月 7 日，重庆市高级人民法院民事判决书（（2021）渝民初 24 号）判决，公司赔偿鼎弘体育损失 2.3 亿元；以 2.3 亿元为基数从 2019 年 5 月 17 日起至 2019 年 8 月 19 日止，按照中国人民银行同期同类贷款利率计付资金占用损失，从 2019 年 8 月 20 日起至全部付清之日止，按照全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率向鼎弘体育计付资金占用损失。

上述诉讼事项进入二审程序，公司和律师倾向于认为，该案存在维持（2021）渝民初 24 号民事判决的可能性。截至 2022 年 12 月 31 日，公司参考判决结论计提预计负债 2.61 亿元。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍为沙坪坝区重要的开发建设主体，职能定位不发生重大变化，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各板块业务运营稳定，收入及盈利水平较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建及新开工自营项目投资规模预计约 12 亿元，无股权类投资支出。

——公司权益及债务规模将呈增长态势，2023 年净新增债务类融资约 7~20 亿元。

### 预测

表 11：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	62.29	64.21	58.05~70.95
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.21	0.18	0.19~0.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述的个体信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司个体信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性偏紧，未来一年流动性来源受区域融资环境和自身融资能力影响较大。**

近年来公司经营活动净现金流保持净流入状态，截至 2022 年末公司可动用账面货币资金为 4.21 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源，但规模较小；同期末，公司银行授信总额为 338.02 亿元，其中尚未使用授信额度为 83.80 亿元，外部流动性支持尚可。此外，近年来沙坪坝区各国有企业之间的临时资金往来较为频繁，可为公司提供一定的外部流动性支持；作为沙坪坝区重要的基础设施建设主体，公司每年可获得政府一定的资金支持；近年来公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，在债券市场表现较为活跃，目前已获批未使用的直接融资额度约

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

91.80 亿元，但近年来公司整体融资成本偏高，需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务偿还。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于土地整理和基础设施项目，资金需求规模约 12 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务规模较大；此外，2022 年公司利息支出已增至 22 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而进一步增长。综上所述，公司流动性偏紧，未来一年流动性来源受区域融资环境和自身融资能力影响较大。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司注重员工培养、安全管理等方面，并积极履行作为地方基础设施投融资企业的社会责任；公司治理体系较为健全，但需加强对子公司的管控力度，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。**

环境方面，公司土地整治及工程建设业务可能会面临一定环境风险，公司会对项目建设实施全流程的环境影响评估及监测，需重视环境管理、资源管理及排放物管理等，截至目前公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较健全，人员稳定性较高，近年来亦未曾发生安全生产事故、产品质量事故等。公司因施工合同纠纷及拆迁补偿合同纠纷等因素涉及多起司法诉讼，对公司品牌形象造成一定负面影响，其中与鼎弘体育的未决诉讼，中诚信国际将保持持续关注。

治理方面，公司努力构建“城乡建设产业链”体系、“城市资产运营与维护产业链”以及“城市建设与运营综合服务产业链”三大产业链体系，制定了符合区域发展规划和自身发展需求的战略目标；同时结合自身实际情况，建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构；公司的内部管理按现代企业管理方式进行，在财务管理、子公司管理等方面制定了一系列内部控制制度，管理体系较为健全，有效保证了业务的稳定发展。总体来看，公司治理结构完善，管理体制较为健全，为企业稳定发展提供了有效的保障。但中诚信国际也关注到，2022 年以来公司股权层级下降，高管变更等事项对公司获取外部支持及管理提出一定挑战。

## 外部支持

**中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

沙坪坝区是重庆市主城九区之一，近年来工业转型升级加快，以青凤高科产业园、国际物流枢纽园为核心，以“重庆市智能网联汽车核心零部件特色产业建设基地”为契机，着力打造智能网联新能源汽车产业集群，形成以小康汽车为代表的汽车整车制造龙头企业，旺成科技为代表的零部件重点配套供应商，同时全面发挥通道、口岸、保税等优势资源创新发展，是重庆重要的物资集散地和商贸区。此外，沙坪坝区拥有大型国有股份制银行及政策性银行地方支行等金融资源，2022 年 4 月，沙坪坝区财政局出台支持金融业高质量发展十条政策措施（沙财政发〔2022〕55 号），积极促进区内金融机构积聚。沙坪坝区经济发展水平和财政实力居重庆市中上游水平，但受区域规划调整及不利因素影响，近年来沙坪坝区的财力持续弱化。同时，沙坪坝区的投资建设需求不

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

断推升政府债务规模，2022 年末的余额为 274.82 亿元，政府债务率高于国际 100% 警戒标准。此外，区域内基础设施投融资企业数量较多，整体债务规模较大，需关注政府债务叠加企业债务后可能带来的系统性风险。整体来看，沙坪坝区的资源投入能力和协调能力强。

### 同时，沙坪坝区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性强：公司在沙坪坝区基础设施投融资领域占据重要地位，主要负责园区范围外的土地整治、基础设施建设任务，职能定位明确，区域地位较为突出。
- 2) 与政府的关联度高：根据“沙国资发[2022]14 号”文件，2022 年 1 月，公司原由沙坪坝区国资委持有的 94.41% 股权无偿划转至沙兴实业，股权层级下移，但实际控制人仍为沙坪坝区国资委，公司在战略规划、业务运营及偿债等方面均由区政府直接管理，主要管理人员由区委组织部统一任免和管理，其股权结构和业务开展均与政府有高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在资产注入、专项资金拨付、政府补贴等方面获得较大的支持，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，沙坪坝区政府还通过股东以资产划拨、股权划入等形式对公司提供支持，比如向公司注入土地、将重庆富源新农村建设投资有限公司、重庆沙坪坝滨江建设开发有限公司等公司股权划入公司。

表 12：2022 年沙坪坝区主要基础设施投融资企业情况（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
西部（重庆）科学城沙兴实业发展集团有限公司	沙坪坝区国资委 100%	沙坪坝区重要的国有资本投资运营和城市建设更新管理综合运营商	--	--	--	--	--	--
重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司	沙坪坝区国资委 100%	重庆国际物流枢纽园的开发建设主体	667.53	241.62	63.80	18.62	6.66	171.31
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	沙兴实业 94.41%	负责沙坪坝区除园区以外的土地整治、基础设施建设	725.04	237.74	67.21	10.67	1.07	172.97
重庆共享工业投资有限公司	沙兴实业 100%	沙坪坝区重要的园区开发主体，负责青凤高科产业园的开发建设	262.18	96.69	62.16	6.58	0.75	77.00

注：1、债券余额系截至 2023 年 6 月 2 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，沙坪坝区政府的支持能力强，对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，迈瑞城投与南岸城建、渝中国资、国际物流等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，且当地政府为上述公司提供的外部支持力度差异不大，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，沙坪坝区与渝中区、南岸区均属于重庆市主城区，三者行政地位、经济发展和财政实力等均差异不大，对当地基础设施投融资企业的支持能力基本上处于同一档次。迈瑞城投与上述基础设施投融资企业均系受当地政府委托，承担重要城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有强支持意愿。

其次，迈瑞城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的战略定位，公司与可比对象均具有一定的业务竞争优势，业务竞争力均较强；但债务规模偏高，普遍存在自我造血能力不足，部分业务资金回收周期较长，面临一定流动性压力等问题。

然后，迈瑞城投的财务风险在同行业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组前列，总体资本实力尚可，但公司债务规模及财务杠杆率处于较高水平，面临较大债务压力；营业收入、净利润及 EBITDA 均处于比较组靠后位置，且 EBITDA 对利息覆盖能力较弱；经营活动贡献的现金净流入规模不高；与可比对象相比，公司在融资渠道选择上更偏好于直接融资，债券融资余额高于比较组，但发债利率偏高，债券市场认可度一般，可用银行授信尚可，整体再融资能力尚可。

表 13：2022 年同行业对比表

	迈瑞城投	南岸城建	渝中国资	国际物流
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	沙坪坝区	南岸区	渝中区	沙坪坝区
GDP（亿元）	1,106.73	922.13	1,560.91	1,106.73
GDP 增速（%）	1.90	0.10	1.90	1.90
人均 GDP（万元）	7.45	7.70	27.02	7.45
一般公共预算收入（亿元）	40.30	56.80	40.76	40.30
公共财政平衡率（%）	274.82	253.14	140.01	274.82
政府债务余额（亿元）	274.82	253.14	140.00	274.82
控股股东及持股比例	西部(重庆)科学城沙兴实业发展集团有限公司 94.41%	重庆市南岸区财政局 89.33%	重庆市渝中区人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	重庆市沙坪坝区国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	负责沙坪坝区除园区以外的土地整治、基础设施建设	南岸区最重要且规模最大的基础设施建设主体和国有资产经营管理主体	渝中区重要的城市建设和最大的国有资产运营主体	作为物流园开发建设的最重要的主体，承担着区域内征地拆迁、基础设施建设、厂房建设以及国有资产运营等工作
核心业务及收入占比	土地转让 80.24%、租赁业务 9.25%、工程管理 8.85%	基础设施建设 80.74%、土地出让 12.79%	土地整治 14.59%、租赁业务 24.32%、安置房地产业务 9.53%、保安服务业务 32.68%	土地整治 48.76%、管理费收入 46.08%、物业相关收入 4.56%
总资产（亿元）	725.04	706.87	225.83	667.53
所有者权益合计（亿元）	237.74	221.64	89.58	241.62
总债务（亿元）	401.61	328.54	114.02	360.07
总资本化比率（%）	64.21	59.71	56.00	59.84
营业总收入（亿元）	10.67	44.90	5.14	18.62
净利润（亿元）	1.07	-7.80	0.71	6.73
EBITDA（亿元）	3.88	-0.21	2.39	8.48
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.18	-0.01	0.48	0.36
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.16	26.70	3.26	28.79
可用银行授信余额（亿元）	83.80	74.03	269.35	73.15
债券融资余额（亿元）	172.97	90.00	31.00	171.31

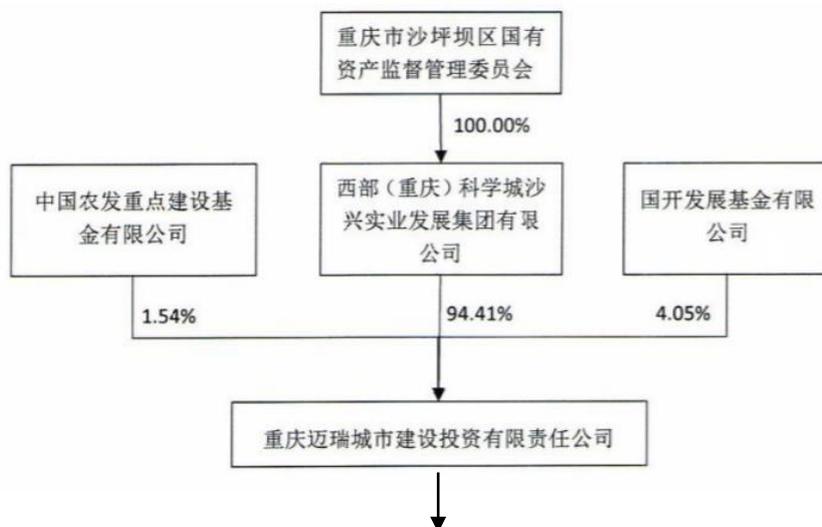
注：1、迈瑞城投、渝中国资及国际物流可用银行授信为 2022 年末数据，南岸城建可用银行授信为 2023 年 3 月末数据；2、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 2 日数据，债券融资余额未包含境外债。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 评级结论

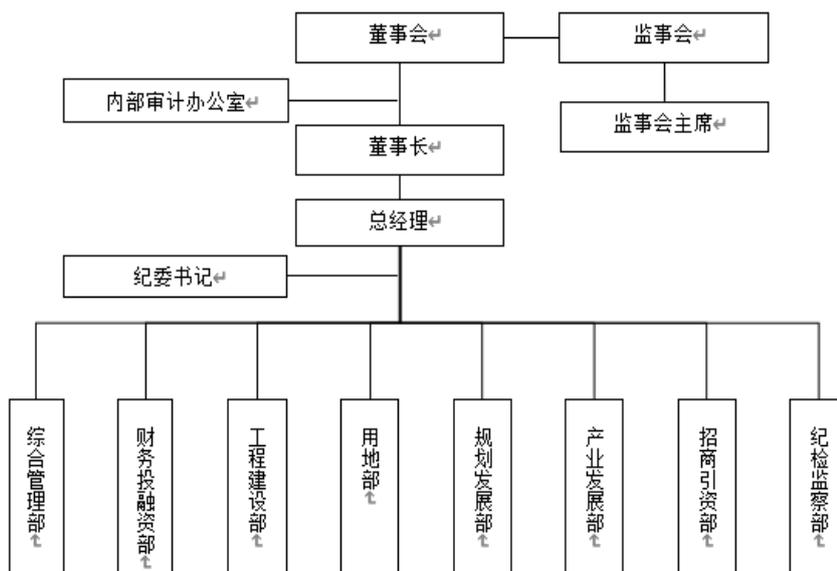
综上所述，中诚信国际维持重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“22 迈瑞债/22 迈瑞债”的债项信用等级为 **AA+**。

## 附一：重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



全称	业务性质	直接持股比例
重庆沙坪坝教育投资有限责任公司	公共设施管理行业	100.00%
重庆富源新农村建设投资有限公司	公共设施管理行业	86.96%
重庆瑞诚创业投资担保有限公司	金融业	100.00%
重庆丰文实业有限公司	公共设施管理行业	55.56%
重庆沙坪坝滨江建设开发有限公司	基础设施建设管理、房地产开发业	67.53%
重庆瑞璟城市更新建设有限责任公司	公共设施管理行业	100.00%
重庆凰佳科技发展有限公司	汽摩研发制造	100.00%
重庆市沙坪坝区五云山寨教育培训学校	非学历教育	100.00%

注：1、重庆沙坪坝教育投资有限责任公司现名重庆市沙坪坝区瑞教文化发展股份有限公司、重庆瑞璟城市更新建设有限责任公司系原重庆滴翠科技发展有限公司；2、中国农发重点建设基金有限公司持有重庆富源新农村建设投资有限公司 13.04% 的股权；3、中国农发重点建设基金有限公司持有重庆丰文实业有限公司 44.44% 股权；国际物流下属子公司重庆泛欧铁路口岸经营管理有限责任公司 2020 年对重庆沙坪坝滨江建设开发有限公司增资，持有 32.47% 的股权。



资料来源：公司提供

## 附二：重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	242,408.02	89,484.47	82,904.11
非受限货币资金	201,548.11	43,906.09	42,076.46
应收账款	21,102.54	151,444.09	216,959.57
其他应收款	1,449,490.97	2,014,059.16	1,932,591.34
存货	1,537,178.09	1,500,655.44	1,667,250.85
长期投资	1,166,791.29	354,654.58	355,082.56
在建工程	134,121.31	140,204.43	37.41
无形资产	5,730.13	3,404.19	3,522.05
总资产	7,471,061.66	7,192,660.91	7,250,367.58
其他应付款	588,340.89	765,337.03	849,649.66
短期债务	599,129.40	652,085.06	900,783.90
长期债务	3,733,478.03	3,207,334.45	3,115,289.36
总债务	4,332,607.43	3,859,419.51	4,016,073.26
总负债	5,034,435.53	4,754,821.93	4,872,922.10
利息支出	250,992.67	201,733.86	210,065.98
所有者权益合计	2,436,626.13	2,437,838.98	2,277,445.48
经调整的所有者权益合计	2,333,619.78	2,336,228.45	2,238,887.00
营业总收入	156,457.07	140,819.56	106,674.34
经营性业务利润	53,528.10	23,025.72	18,580.08
其他收益	301.86	33,127.30	25,712.49
投资收益	1,435.49	889.92	665.75
营业外收入	27.66	233.55	17.59
净利润	17,059.56	12,240.91	10,708.50
EBIT	73,156.17	34,701.54	30,548.14
EBITDA	81,329.02	43,084.78	38,759.43
销售商品、提供劳务收到的现金	180,885.10	83,616.66	15,893.58
收到其他与经营活动有关的现金	284,676.20	377,999.22	296,479.81
购买商品、接受劳务支付的现金	204,275.66	24,743.22	19,730.15
支付其他与经营活动有关的现金	91,548.33	98,457.22	213,861.75
吸收投资收到的现金		0.00	95,180.00
资本支出	257,624.45	123,677.05	94,961.71
经营活动产生的现金流量净额	144,838.93	306,282.14	61,630.30
投资活动产生的现金流量净额	-153,378.58	246,488.99	-42,689.22
筹资活动产生的现金流量净额	13,390.84	-710,413.16	-20,770.70
现金及现金等价物净增加额	4,851.19	-157,642.02	-1,829.62
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	62.21	17.05	24.87
期间费用率(%)	26.67	21.45	29.08
应收类款项/总资产(%)	19.68	30.11	29.65
收现比(X)	1.16	0.59	0.15
资产负债率(%)	67.39	66.11	67.21
总资本化比率(%)	64.99	62.29	64.21
短期债务/总债务(%)	13.83	16.90	22.43
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.58	1.52	0.29
总债务/EBITDA(X)	53.27	89.58	103.62
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.07	0.04
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.32	0.21	0.18

注：1、中诚信国际根据迈瑞城投提供的其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 2020 年度财务报告，经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度财务报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项系所有者权益中的公益性资产 4.34 亿元；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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	
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn