



重庆渝隆资产经营(集团)有限公司 公司债 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 1236 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）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 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	AA+/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	中证信用融资担保有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 渝隆 01”、“21 渝隆 02”、“22 渝隆 Y2”	AA+
	“22 渝隆 Y1”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，其中“22 渝隆 Y1”债项级别充分考虑了中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为，跟踪期内九龙坡区经济财力保持增长，潜在的支持能力强；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”）仍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，区域重要性强，与区政府关联度高；公司收入结构多元与业务的有序发展为公司整体信用实力提供了有力支持。中诚信国际预计，渝隆集团业务稳步推进，资产规模保持增长，能维持资本市场认可度，再融资渠道保持通畅；同时，需关注公司债务规模增长较快且面临持续较大的偿债压力、资产流动性较弱和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。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济和财政实力显著提升，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等。

可能触发评级下调因素：区域经济财政实力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。

正面

- **九龙坡区经济实力逐年增强。**九龙坡区经济财政实力较强，在重庆各区县中处于前列，稳定发展的区域经济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，资本实力不断夯实。**跟踪期内，公司仍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，持续获得股东在资产注入和股权划转方面的有力支持，总资产和净资产有所增加，资本实力持续增强。
- **业务稳定性很强，可持续性很强。**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，项目投资规模大，建设周期长，后续业务储备充足，具有很强的业务稳定性与强的可持续性。
- **公司收入结构多元化。**公司业务涵盖土地整治、基础设施建设、混凝土销售和物业经营等多板块，收入来源多元化，经营性板块形成一定补充。
- **强有力的偿债保障措施。**“22渝隆Y1”由中证融担提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对“22渝隆Y1”的还本付息起到了很强的保障作用。

关注

- **公司债务规模增长较快且面临持续较大的偿债压力。**跟踪期内，公司债务规模仍较大且增长较快，资产负债率和总资本化比率仍处于高位；此外，公司短期债务规模较大，截至2023年3月末，非受限货币资金/短期债务比例仅为0.29，面临持续较大的偿债压力。
- **资产流动性较弱且现金流情况欠佳。**跟踪期内，公司存货和其他应收款在总资产中占比仍较高，存货主要为建设项目投入和土地资产，变现能力较弱，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，近年来公司收现比较低，业务回款不佳，且近年来项目投入及对外投资较多，近年投资活动净现金流均存在缺口，现金流情况欠佳。

项目负责人：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：欧阳守红 shhouyang@ccxi.com.cn

王 阳 ywang.bonnie@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

渝隆集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	647.25	706.95	807.75	844.52
所有者权益合计（亿元）	222.95	250.50	283.01	300.89
经调整的所有者权益合计（亿元）	210.95	245.50	270.01	287.89
负债合计（亿元）	424.31	456.45	524.74	543.63
总债务（亿元）	396.28	426.07	462.35	477.40
营业总收入（亿元）	29.67	33.09	33.67	10.20
经营性业务利润（亿元）	-0.21	0.05	1.23	0.70
净利润（亿元）	1.89	1.97	2.18	0.75
EBITDA（亿元）	13.19	5.73	7.20	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.85	18.60	16.52	1.71
总资本化比率(%)	65.26	63.44	63.13	62.38
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.87	0.33	0.45	--

注：1、中诚信国际根据渝隆集团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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期均采用期末数；2、中诚信国际将各期末其他应付款中的带息债务、其他权益工具中的永续债与可续期公司债券调入长期债务；3、经调整的所有者权益系调出其他权益工具后指标；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。

担保主体概况数据

中证融担（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	43.90	65.65	71.22
风险准备金余额（亿元）	0.83	2.67	4.51
所有者权益（亿元）	41.34	58.97	62.59
在保责任余额（亿元）	110.84	255.61	298.31
担保业务收入（亿元）	0.34	2.70	4.76
利息净收入及投资收益（亿元）	2.21	3.09	2.94
净利润（亿元）	1.33	2.65	4.36
平均资本回报率（%）	3.26	5.28	7.18
累计代偿率（%）	--	--	0.00
融资担保放大倍数（X）	2.68	4.33	4.77

注：1、中诚信国际根据中证融担提供的经安永华明会计师事务所（特殊合伙人）审计的 2020 年审计报告以及经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2021 年和 2022 年审计报告整理，已审计的财务报告意见类型均为标准无保留意见，2020 年和 2021 年财务数据为 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数；2、累计代偿率为中证融担三年累计代偿率；3、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，对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“--”表示。

同行业比较（2022 年数据）

项目	渝隆集团	南岸城建	迈瑞城建	国际物流
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	九龙坡区	南岸区	沙坪坝区	沙坪坝区
GDP（亿元）	1,763.94	922.13	1,106.73	1,106.73
一般公共预算收入（亿元）	56.10	56.80	40.30	40.30
所有者权益合计（亿元）	283.01	221.64	237.74	241.62
总资本化比率（%）	63.13	59.59	64.21	59.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.45	-0.01	0.18	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，迈瑞城建系“重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司”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

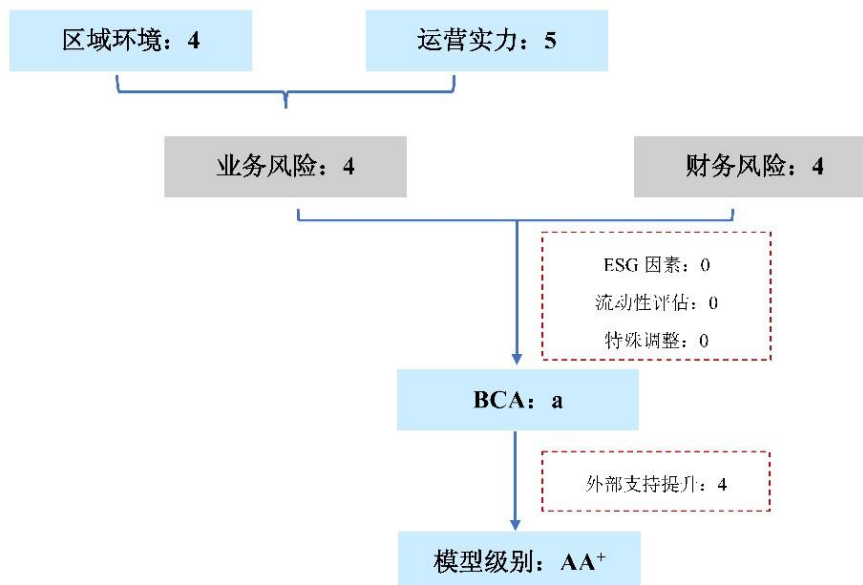
本次跟踪债项情况

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
21 渝隆 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	10.00	10.00	2021/03/18~2026/03/18	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 02	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	10.00	10.00	2021/08/10~2026/08/10	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
22 渝隆 Y1	AAA	AAA	2022/08/29	7.00	7.00	2022/09/19~2025/09/19 (3+N)	发行人续期选择权、票面利率选择权、赎回

22 渝隆 Y2	AA ⁺	AA ⁺	2022/08/29	3.00	3.00	2022/09/19~2025/09/19 (3+N)	发行人续期选择权、票面利率选择权、赎回
----------	-----------------	-----------------	------------	------	------	--------------------------------	---------------------

● 评级模型

重庆渝隆资产经营(集团)有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,跟踪期内,渝隆集团仍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,承担了区内大部分重点项目,业务稳定性很强、可持续性很强;并在市场化领域进行了多元化探索;但公司因其业务属性,资产质量一般;此外,公司建设项目回款情况需保持关注;混凝土板块重庆维冠建筑科技(集团)有限公司(以下简称“维冠公司”)及其子公司重庆维冠混凝土有限公司(以下简称“维冠混凝土”)自 2023 年以来多次被纳入被执行人名单,需持续关注后续进展。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,受益于政府的大力支持,跟踪期内公司所有者权益持续上升,资本实力较强;但受业务扩张等影响,公司债务规模增长较快,财务杠杆水平仍偏高,资本结构有待优化;EBITDA 对利息的保障能力仍有限。

■ 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渝隆集团基础信用等级无影响,渝隆集团具有 a 的个体基础信用等级,反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,九龙坡区政府的支持能力强,对公司的支持意愿强,主要体现在九龙坡区较强劲的经济财政实力和增长潜力;渝隆集团系九龙坡区最重要的基础设施投融资企业,持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持,区域重要性高,与政府的关联性高。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

“21 渝隆 01”发行额为 10.00 亿元。债券募集资金用途为扣除发行费用后用于偿还公司有息负债，截至 2023 年 5 月末募集资金已使用完毕。

“21 渝隆 02”发行额为 10.00 亿元。债券募集资金用途为扣除发行费用后用于偿还公司有息负债，截至 2023 年 5 月末募集资金已使用完毕。

“22 渝隆 Y1”发行额度为 7.00 亿元，债券募集资金用途为偿还到期公司债券本金，截至 2023 年 5 月末募集资金已使用完毕。

“22 渝隆 Y2”发行额度为 3.00 亿元，债券募集资金用途为偿还到期公司债券本金，截至 2023 年 5 月末募集资金已使用完毕。

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

九龙坡区为重庆九大主城区之一，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。截至 2022 年末，九龙坡区常住人口为 153.56 万人，常住人口城镇化率 94.18%，较上年末提高 0.15 个百分点。

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 24 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。

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。

近年来九龙坡区各项经济指标位于重庆市各区县前列。2022 年，九龙坡区实现地区生产总值 1,763.94 亿元，同比增长 2.7%，GDP 规模居全市第二位，仅次于渝北区；同期，九龙坡区人均 GDP 达 11.51 万元，居全市第七位；一般公共预算收入为 56.10 亿元，居全市第七位。

经济稳定增长，产业发展向好，有力支撑了九龙坡区的财政实力。2020 年，因降税减费等因素，以及重庆高新区扩容背景下九龙坡部分片区纳入高新区直管园范畴，九龙坡区一般公共预算收入有所下滑；2021 年以来，一般公共预算收入同比增长，税收占比亦同比上升，财政收入质量有所提升，但财政平衡能力有所波动。再融资环境方面，九龙坡区因前期投资建设任务重，债务规模及压力较为突出，广义债务率远超全国平均水平。区内城投企业融资依赖银行和直融等渠道，非标融资占比相对较小，净融资额呈净流入趋势。近年来，九龙坡区发债主体在资本市场上表现较

为活跃，但融资成本偏高，整体再融资环境一般。

表 1：近年来九龙坡区经济财政实力情况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,533.16	1,736.38	1,763.94
GDP 增速（%）	3.9	9.2	2.7
人均 GDP（万元）	10.10	11.36	11.51
固定资产投资增速（%）	12.4	8.5	1.1
一般公共预算收入（亿元）	52.24	54.60	56.10
政府性基金收入上级补助收入（亿元）	58.86	74.19	101.49
税收收入占比（%）	62.73	68.97	69.75
公共财政平衡率（%）	58.58	66.13	58.85

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：重庆市九龙坡区人民政府、重庆市九龙坡区财政局网站，中诚信国际整理

运营实力

跟踪期内，公司仍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，覆盖了区内大部分区域的土地整治、基础设施建设和综合开发业务，具有很强的业务竞争力；除政府类项目外，公司在市场化领域进行了多元化探索，业务类型较为多元化；此外，公司在建及拟建项目较多，并承接了九龙半岛整体开发和中梁云峰整体开发等区域重点项目，项目投入大，建设周期长，具备很强的业务稳定性和强的可持续性。

值得注意的是，公司已完工项目回款进度不佳，且在建及拟建项目未来投资支出规模大，资金压力较突出；受房地产市场行情影响，公司混凝土业务收入和毛利水平持续下降，维冠公司及其子公司维冠混凝土自 2023 年以来多次被纳入被执行人名单，中诚信国际将持续关注后续进展。

表 2：近年来公司主要业务收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整治及出让	6.33	21.43	13.15	8.46	25.68	14.21	12.60	37.62	13.61	6.50	63.86	22.75
工程建设	0.80	2.70	33.43	0.89	2.71	21.54	1.02	3.04	43.57	0.35	3.41	3.69
混凝土业务	9.68	32.78	12.36	8.61	26.14	11.69	4.43	13.22	4.52	0.84	8.28	-8.54
房屋销售	8.77	29.70	16.50	9.97	30.26	14.11	6.11	18.25	31.67	--	--	--
保安业务	1.76	5.96	22.92	1.80	5.45	5.02	2.56	7.63	6.76	0.86	8.42	6.23
基金管理业务	0.18	0.60	74.96	0.16	0.50	85.79	0.21	0.62	87.66	0.06	0.55	89.38
其他业务	2.01	6.82	-9.76	3.05	9.27	11.91	6.57	19.62	15.50	1.58	15.47	12.28
合计/综合	29.53	100.00	13.83	32.95	100.00	13.36	33.50	100.00	16.92	10.19	100.00	16.87

注：1、其他业务包括办公楼租赁、酒店业务、物业经营、检测业务、文化业务、广告业务等；2、营业收入未包含利息收入和保费收入；3、加总数与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整治开发板块

跟踪期内，公司在九龙坡区土地整治开发领域仍居主导地位，具备区域专营性，业务竞争力强；土地整治规模、出让面积和出让收入有所增长，但回款进度受政策影响存在不确定性。

跟踪期内，公司仍作为九龙坡区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，业务具体由子公司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。公司受九龙坡区政府有关部门委托对区内大部分规划用地实施整治开发，跟踪期内，公司职能定位及业务模式未发生重大变动，业务稳定性好。

业务模式上，公司先行支付征地款和拆迁款等相关款项，并交由当地拆迁办等部门进行区块内的现有房屋拆迁工作。待拆迁工作完成后，公司对所在区块的土地进行平整。相关地块的平整工作完成后，统一交由重庆市土地和矿业权交易中心进行“招拍挂”。整个项目进程中，重庆市土地和矿业权交易中心将随机委托具有相关资质的专业审计机构对公司土地征用、拆迁安置、土地整理等各个阶段中发生的相关费用进行审计，并由区政府进行最终核定确认公司的土地整治成本。

财综[2016]4 号文下发之前，公司出让土地后获得的出让金扣除相关税费后，土地整治成本由区财政全额返还给公司，其余区级留存部分的出让金按一定比例返还给公司。财综[2016]4 号文下发之后，公司土地整理业务模式按照最新的政策、法规开展，公司与九龙坡区土地整治储备中心就单宗土地签订委托整治协议，在九龙坡区土地整治储备中心授权范围内实施一级土地整治开发，包括但不限于征地拆迁、安置补偿、土地整治及基础设施配套，使土地达到熟地供给的基本条件，并按照进度予以结算土地价款，结算价格主要包括土地开发成本和管理费，采取全额法计量，管理费按照土地开发成本的 20%予以执行结算。结算方式包括过程结算和完工结算，公司每年末将当年项目完成工作量整体提交九龙坡区土地整治储备中心予以确认后，按完工百分比法对土地开发成本及开发管理费进行结算；待土地开发完成后，根据九龙坡区土地整治储备中心认可的第三方审计单位出具的审计报告作为最终的项目土地开发成本，予以结算尾款。

公司还将部分自有土地转让获取土地转让收入。此外，公司有少量地票业务，主要业务模式是公司通过农村产权交易所公开受让存量地票后的二次转让，实现地票业务收入。

跟踪期内，公司土地整治面积、投资支出和出让收入有所增长，2022 年及 2023 年 1~3 月公司土地整治及出让收入分别为 12.60 亿元和 6.50 亿元。

表 3：截至 2023 年 3 月末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
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）	6.20	7.23
	石堰八社北侧一期地块	1.03	1.23
	合计	7.23	8.46
2022 年	玻璃市场	0.75	0.87
	石堰八社北侧二期地块	4.70	5.39
	黄桷坪海员村、小水池项目	5.44	6.34
	合计	10.89	12.60
2023 年 1~3 月	黄桷坪海员村、小水池项目	1.10	1.28
	九龙坡区西彭组团 R 标准分区（渝路地块）	3.92	5.22
	合计	5.02	6.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司正在开展的土地整治项目主要为铜罐驿 670 亩土地、陶家 282 亩土地、跳蹬河二期-环松木材地块和西山一社等，已投资 9.54 亿元；拟建土地整治项目主要为民主村片区城市更新项目（一期）等，计划投资金额为 44.10 亿元。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司在整理地块情况（亿元）

地块名称	整理周期	计划投资	已投资
铜罐驿 670 亩土地	2015~2024	2.00	2.07
西山一社	2018~2024	1.10	0.95

陶家 282 亩土地	2014~2024	1.50	3.02
跳蹬河二期-环松木材地块	2020~2024	4.58	3.50
合计		9.18	9.54

注：1、跳蹬河二期-环松木材地块项目计划投资与已投资数据仅包含环松地块部分；2、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

表 5：截至 2023 年 3 月末公司拟建整理土地项目情况（亿元）

地块名称	计划总投资
民主村片区城市更新项目(一期)	38.36
华岩 5、6 号片区地块	3.50
幸福 3 社地块	2.24
合计	44.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

跟踪期内，公司仍按照政府规划开展工程代建业务，专营性较突出；大多数完工项目已确认收入，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，自营建设项目需关注后续资金平衡情况。

跟踪期内，公司仍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建设项目管理有限公司（原名为“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工程施工合同，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，代建项目由地方政府提前拨付专项资金，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。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司工程建设收入分别为 1.02 亿元和 0.35 亿元，2022 年较上年有所增长。截至 2023 年 3 月末，公司已完工的工程代建项目投资额合计为 29.74 亿元，已收到回款 19.04 亿元，需关注后续回款情况。

表 6：截至 2023 年 3 月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
陈渡路垃圾中转站	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 2023 年 3 月末，公司在建的代建项目计划投资合计 74.55 亿元，已投资合计 54.80 亿元，未来尚需投资 19.75 亿元，面临一定资本支出压力。

表 7：截至 2023 年 3 月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	3.59
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	1.49	1.49
跳蹬河综合整治（一期）项目	2017~2022	4.26	1.76
桃花溪流域三条支流雨污分流整治	2020~2021	5.24	3.00
幸福五社安置房项目	2022~2024	4.31	2.15
华福立交	2020~2024	4.75	2.38
龙泉村 16 栋保障性租赁住房项目	2022~2024	0.63	--
石板镇高龙村 12 社地块物业改造项目	2023~2023	0.34	--
城市排水管网整治工程	2022~2023	0.55	0.05
凤中路延伸段拓宽改造工程房屋征收项目	2018~2024	4.78	0.90
凤中路延伸段拓宽改造工程石堰 259 社线内集体土地征收项目	2018~2023	2.65	--
合计	--	74.55	54.80

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 2023 年 3 月末，公司拟建项目主要为扬声桥污水处理厂提标改造工程等，计划投资合计 10.26 亿元。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建代建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资
杨声桥污水处理厂扩容提标工程	1.10
重庆英雄湾乡村振兴学院（二期）	0.80
重庆谢家湾学校九龙半岛校区（含幼儿园）新建工程项目	2.30
九龙坡区实验外国语学校（含幼儿园）改扩建工程项目	2.30
环松地块（中梁山组团 J 分区 J02-21-1、J02-13-1、J02-15-1）出让土地配套道路	0.83
西山一社至中梁四社森林防火道路及配套人行步道项目	0.74
彩云湖国家湿地公园东区游步道建设项目	0.15
科园二路片区老旧小区改造工程	0.23
石桥铺街道蓝天小区、石新路 47、49 号改造工程	0.18
石桥铺街道中建厂家属区改造工程	0.15
石桥铺山林村 5 号、跃华花园、石杨路 2-4 号改造工程	0.27
陈家坪立交片区老旧小区改造工程	0.31
朝阳路-高庙片区老旧小区改造工程	0.48
马王片区老旧小区改造工程	0.41
合计	10.26

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平衡资金。截至 2023 年 3 月末，公司拟建的自营项目主要为数字创意创新基地（民主村）、渝隆西彭健康综合体项目，计划投资 37.14 亿元，自营项目后续资金平衡情况有待关注。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建自营项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资
数字创意创新基地（民主村）	23.14
渝隆西彭健康综合体	14.00
合计	37.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合性开发板块

公司未来将以九龙半岛整体开发和中梁云峰整体开发项目为工作重心，综合性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。

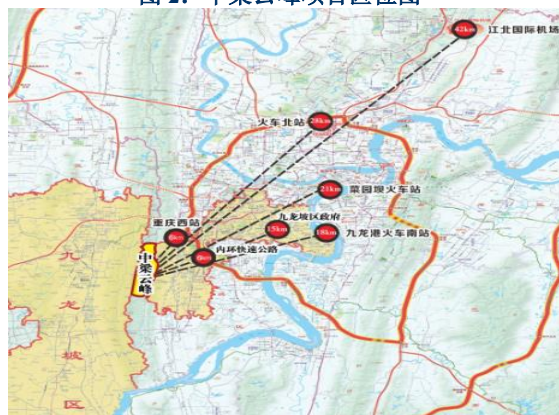
除了单独的土地整治和工程建设业务之外，公司还承担了集土地整治、工程建设和租赁等业务于一体的综合性开发项目，包括九龙半岛整体开发项目和中梁云峰整体开发项目，其中九龙半岛整体开发项目包含了九龙坡区棚改项目，九龙坡区棚改项目和中梁书院项目均与九龙坡区城乡建设委员会签订了政府购买服务协议。

图 1：九龙半岛区位图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

九龙半岛整体开发：九龙半岛整体开发项目为重庆市十大片区改造项目之一，也是目前重庆市主城区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 2023 年 3 月末，九龙半岛整体开发项目已完成投资 130.62 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 2023 年 3 月末，棚户区改造项目已完成投资 118.94 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。

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。

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 2023 年 3 月末，中梁云峰整体开发项目已投资 40.13 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 7 年，累计支付金额为 29.87 亿元。

混凝土板块

跟踪期内，混凝土业务仍为公司营业收入的重要构成部分，但受房地产市场影响，维冠公司及其子公司维冠混凝土自 2023 年以来多次被纳入被执行人名单，中诚信国际将持续关注后续进展。

公司混凝土业务的运营主体为子公司维冠公司，公司持有维冠公司 51.00% 的股权。维冠公司成立于 2012 年，从事混凝土生产销售，为九龙坡区产销规模最大的混凝土生产销售商，供应区域主要为九龙坡区、大渡口区、巴南区和江津区等，经营模式包括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，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。销售价格受原材料价格和房地产行情影响，存在一定波动。混凝土业务已成为公司营业收入的重要组成部分，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现混凝土业务收入 4.43 亿元和 0.84 亿元，受房地产市场行情影响，混凝土业务收入有所下降。

表 10：近年公司混凝土产品产销情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
产量（万立方米）	184.82	206.68	92.76	19.01
销量（万立方米）	184.82	206.68	92.76	19.01
平均单位成本（元/立方米）	428.49	301.36	349.99	332.16
平均单位售价（元/立方米）	491.15	349.11	378.11	316.18

注：合并口径数据。

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；生产的混凝土产品主要销往周边建设工地的施工单位。维冠公司 2022 年混凝土业务板块的前五大供应商合计采购金额占比 30.62%，前五大客户合计销售金额占比 28.24%。此外，维冠公司因房地产行业不景气等原因造成维冠公司及其子公司维冠混凝土下游客户拖欠结算款，进而影响到其对上游客户的支付安排，自 2023 年以来多次被纳入被执行人名单，中诚信国际持续关注将对事项进展情况。

表 11：2022 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
重庆市南川区新裕捷物流股份有限公司	3,830.82	9.06%
重庆珀豪实业有限责任公司	2,892.17	6.84%
重庆建工第三建设有限责任公司	3,107.06	7.35%
重庆业炫建材销售有限公司	2,083.23	4.93%
重庆翔犇商贸有限公司	1,032.86	2.44%
合计	12,946.14	30.62%

注：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

表 12：2022 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
重庆建工第三建设有限责任公司	6,312.99	14.26%
广州天力建筑工程有限公司	2,006.27	4.53%
重庆华硕建设有限公司	1,537.66	3.47%
中机中联工程有限公司	1,330.74	3.01%
华润建筑有限公司重庆分公司	1,318.80	2.98%
合计	12,506.46	28.24%

注：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

其他板块

公司物业经营、房屋销售、保安业务和股权投资基金等多元市场化业务对公司营业收入形成了良好补充，近年来物业经营收入稳步上升；房屋销售收入有所波动；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。

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，公司以股东划拨、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，通过对外出租或出售物业资产取得收益。

公司商用物业资产主要位于九龙坡区。2022 年及 2023 年 1~3 月公司办公楼租赁实现收入分别为 1.93 亿元和 0.45 亿元。2022 年，公司可供租赁面积进一步增长，但受不利因素影响，出租率有所下滑；2023 年 1~3 月，公司可供租赁面积、实际出租面积及出租率进一步增长。截至 2023 年 3 月末，公司主要的可供租赁资产包括渝隆大厦和电力大厦等。

表 13：近年来公司租赁业务运营情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
可供租赁面积（万平方米）	43.00	51.54	51.69	58.59
实际出租面积（万平方米）	40.55	49.09	41.94	49.00
出租率（%）	94.30	95.25	81.14	83.63
办公楼租赁收入（亿元）	1.03	1.25	1.93	0.45

注：可供租赁面积与实际出租面积不包含非经营性物业。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售：公司房屋销售分为厂房出售和安置房配套商铺销售两大部分，其中，厂房出售收入占比较大，安置房配套商铺销售主要为对原有存量进行销售，配套商铺销售价格为市场价格，收入占比较小。2022 年公司房屋销售收入 6.11 亿元，受经济环境影响，厂房销售面积有所波动，使得近年来房屋销售收入亦呈波动态势。截至 2023 年 3 月末公司存量安置房配套商铺面积为 17,401.37 平方米，安置房的后续销售可为公司营业收入提供一定补充。

保安业务：公司保安业务主要由 2019 年并入的重庆市九龙坡区保安服务有限公司（以下简称“保

安公司”）开展，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。截至 2023 年 3 月末，保安公司目前拥有 2,390 余名安保人员，拥有人防客户单位 340 余家，技防客户单位 380 余家，主要服务对象为九龙坡区所有的企事业单位。2022 年及 2023 年 1~3 月公司保安业务收入分别为 2.56 亿元和 0.86 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。

股权投资基金业务：股权投资基金为公司转型发展的探索板块，2022 年及 2023 年 1~3 月公司分别实现基金管理费收入 0.21 亿元和 0.06 亿元。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。

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。西证渝富主要承接九龙坡区以外的基金管理业务，截至 2023 年 3 月末，西证渝富注册资本 1.00 亿元，管理基金 18 支，认缴规模总计 316 亿元，管理资产规模合计 113 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等。

御隆基金由公司于 2016 年设立，主要甄选有成长性的小微企业给予投资支持。截至 2023 年 3 月末，管理基金 8 只，累计管理规模超 62.5 亿元，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。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。

表 14：截至 2023 年 3 月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、农业发展等领域	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%
重庆渝氢私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	渝氢基金	5.50	7（5+2）	公司与多家企业共同出资	新能源汽车、燃料、氢能等具有战略新兴产业	不低于 8%
重庆御隆美创私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	美创基金	1.00	7（5+2）	公司与多家企业共同出资	建筑与工程	不低于 8%
重庆御隆瑞驰基础设施私	瑞驰基金	20.00	30	公司与多家	基础设施孵化母基金	--

募股权投资基金合伙企业
(有限合伙)(20+10) 企业共同出
资

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。受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续上升，资本实力较强；但受业务扩张等影响，公司债务规模增长较快，财务杠杆水平仍偏高，资本结构有待优化，面临持续较大的偿债压力；同时公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力仍有限。

资本实力与结构

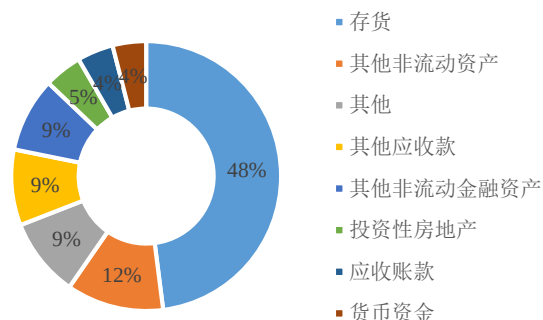
跟踪期内，公司区域地位仍突出，持续获得地方政府的支持，资本实力不断夯实；因政府注资和业务开展等，公司资产规模持续增加，资产流动性较弱但收益性尚可，整体资产质量一般；财务杠杆仍处于较高水平，资本结构有待优化。

跟踪期内，公司仍作为九龙坡区最重要的基础设施投资运营及国有资产经营主体，公司地位重要，近年来承担了区内大部分土地整治和基础设施建设任务，带动存货、应收款项等持续增长，加上政府支持，公司资产规模持续增加。

公司从事土地整治开发、工程建设、混凝土生产销售、房屋租赁销售等业务，并进行九龙半岛和中梁云峰的综合性开发，资产主要由上述业务形成的应收类款项、存货和其他非流动资产以及对外投资形成的其他非流动金融资产等构成¹，并呈现以流动资产为主的资产结构特征，截至 2023 年 3 月末，流动资产占总资产的比重为 68.65%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将基本保持稳定。资产流动性方面，公司存货占比较高，存货主要为开发成本和开发产品，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，截至 2023 年 3 月末，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，土地性质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。公司其他非流动资产主要系预付土地款、资产收购款、购房款等，2022 年末大幅增长主要系预付土地款和购房款增长所致，截至 2023 年 3 月末为 98.39 亿元，规模很大。此外，公司应收类款项规模较大且回款周期较长，其中，截至 2022 年末，其他应收款达 66.83 亿元，主要系应收区政府、财政部门往来款，账龄 1 年及以上款项占比达 66.44%。整体来看公司资产流动性较弱。资产收益性方面，公司持有一定投资性房地产，2022 年末大幅增长主要系存货和在建工程转入所致；对外投资及购买理财产品也可获取相应收益，资产收益性尚可。总体来看，公司资产的流动性较弱，但收益性尚可，整体资产质量一般。

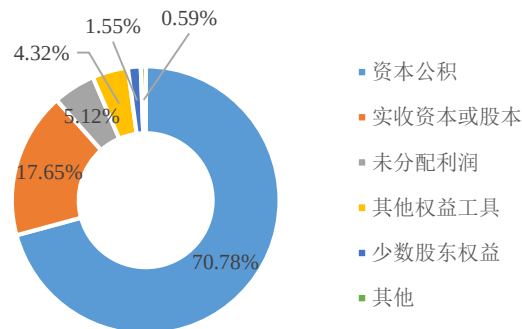
¹其他非流动金融资产为权益工具投资。

图 3：截至 2023 年 3 月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 4：截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府的持续支持，公司经调整的所有者权益²不断增长，2022 年九龙坡区财政局与九龙坡区国资委合计拨款 19.28 亿元计入资本公积；2023 年 1~3 月资本公积规模进一步增长，主要系当期接受九龙坡区财政注资所致。预计未来公司仍有一定的政府资金或资产注入，所有者权益规模将保持增长。

负债方面，公司负债主要由长期借款、一年内到期非流动负债、其他应付款和应付债券构成；公司长期借款主要由保证借款及抵质押借款构成，跟踪期内规模持续增长。跟踪期内，公司 19 渝隆 01 等债券陆续到期，使得公司当期应付债券规模有所下降。2023 年一季度，因长期借款与债券一年内相对集中到期，使得当期一年内到期非流动负债规模有所增长。公司其他应付款主要系应付重庆西部国际涉农物流加工区建设发展有限公司、重庆园林绿化建设投资（集团）有限公司、重庆征创住房服务有限公司（以下简称“征创住房”）等国有企业往来款，2022 年因应付征创住房往来款规模大幅增长，带动当期其他应付款规模亦大幅增长；2023 年规模仍呈增长态势。

跟踪期内，公司资产负债率和总资本化比率仍维持在相对较高的稳定水平，随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司债务规模预计有所增长，财务杠杆预计仍将处于较高水平。

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	647.25	706.95	807.75	844.52
流动资产占比	76.44	71.93	68.83	68.65
所有者权益合计	222.95	250.50	283.01	300.89
经调整的所有者权益合计	210.95	245.50	270.01	287.89
长期借款	178.73	196.58	209.17	222.18
一年内到期的非流动负债	80.90	62.92	63.42	92.12
其他应付款	81.37	67.02	85.02	89.22
应付债券	54.02	84.31	74.49	61.54
资产负债率	65.55	64.57	64.96	64.37
总资本化比率	65.26	63.44	63.13	62.38

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具，主要系公司发行的永续债及可续期公司债券，2020~2023 年 3 月末，调整规模为 12.00 亿元、5.00 亿元、13.00 亿元和 13.00 亿元。

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量一般，经营活动净现金流仍呈净流入状态，但回款情况不佳，由于公司项目投入及对外投资规模较大，投资活动现金流缺口仍较大，加之总债务规模持续攀升，公司对外部融资存在较强的依赖性。

受益于业务扩张及多元化发展，公司收入持续增长，但作为主要收入来源的土地及工程项目，其确认收入与收到返还资金间存在时间错配，回款相对缓慢，收现比表现较差，2022 年收现比较上年有所上升，但仍小于 1。

公司经营活动现金流主要来自于土地整治及出让业务相关的协议款、工程建设资金拨付、物业租赁和管理等收支款项。近年来公司经营活动净现金流均呈净流入状态，但由于土地出让及回款的不确定性，使得经营活动净流入不稳定，2021 年净流入大幅增长主要系对外支付的往来款大幅减少；2022 年净流入规模与上年基本持平。

近年来公司及子公司自建项目持续投入且对外股权投资较大，致使投资活动现金流出规模较大，且基金等股权投资尚未进入回报周期，投资活动现金流入规模相对较小，近三年投资活动现金流呈现净流出。根据公司发展规划及业务属性，公司参与的九龙半岛、中梁云峰整体开发和棚户区改造项目，仍需大量资金投入，预计其未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司对外投资力度大，经营活动回款存在一定波动，且债务规模不断增长，进一步加剧了公司对外融资需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，在资本市场较为活跃，外部融资渠道较为通畅。总体来看，公司通过外部融资叠加政府拨款等筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	2.85	18.60	16.52	1.71
投资活动产生的现金流量净额	-72.17	-49.20	-63.55	-13.03
筹资活动产生的现金流量净额	92.51	16.31	35.39	16.42
现金及现金等价物净增加额	23.19	-14.29	-11.64	5.10
收现比	0.88	0.33	0.71	0.30

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模持续攀升，债务负担相对较重，未来面临持续较大的偿债压力；公司 EBITDA 对利息的覆盖水平仍有限；经营活动净现金流对利息的保障能力有所提升。

随着业务持续发展、投资支出逐年增长，公司外部融资需求不断推升，跟踪期内，债务规模增长较快，且短期债务规模和占比亦有所上升。公司债务以银行借款、债券发行为主，其银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，公司债务负担相对较重；近年来公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降，截至 2023 年 3 月末，非受限货币资金/短期债务比例仅为 0.29，同时结合债务到期情况，公司未来面临持续较大的偿债压力。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

融资余额	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后
------	---------------	--------	--------	--------	-----------

银行借款	337.59	54.50	54.43	34.56	14.31	179.78
债券融资	97.30	13.00	33.00	39.30	12.00	0.00
非标融资	42.32	7.56	11.36	12.85	5.86	4.70
合计	477.21	75.06	98.79	86.70	32.16	184.48

注：此处未统计应付票据，故与总债务存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

EBITDA 主要构成为利润总额及费用化利息支出，但其受费用化利息支出影响较大，且构成中来自折旧和摊销的规模上升。近年来公司利息支出波动上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力亦有所波动且较弱，此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力有所提升，基本能对利息支出形成覆盖。

表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	396.28	426.07	462.35	477.40
短期债务占比	21.61	18.20	21.52	23.98
非受限货币资金	54.13	39.84	28.20	33.30
非受限货币资金/短期债务	0.63	0.51	0.28	0.29
EBITDA	13.19	5.73	7.20	--
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.33	0.45	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.19	1.07	1.04	--

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 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 45.91 亿元，占当期末总资产的 5.44%，占比较低，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 90.98 亿元，占同期末净资产的比例为 30.24%，担保对象为区内国有企业，或有负债风险相对较低，但担保对象集中度较高。

表 19：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

受限科目	受限金额	受限原因
货币资金	0.60	保证金及存款冻结
应收票据	0.19	商业承兑汇票背书未终止确认
交易性金融资产	1.34	约定式回购
存货	23.37	借款抵押
固定资产	5.48	借款抵押
投资性房地产	7.43	借款抵押
无形资产	4.04	借款抵押
其他非流动资产	3.48	借款抵押
合计	45.91	--

注：各项加总与合计数不相等系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 20：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	重庆铝产业开发投资集团有限公司	国企	52.47
2	重庆瑞盈实业有限公司	国企	2.33
3	重庆九龙园高新产业集团有限公司	国企	36.18
	合计	--	90.98

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 4 月，公司有 5

笔已结清关注类贷款和 1 笔相关还款责任关注类款项。已结清关注类贷款方面，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。相关还款责任关注类款项方面，子公司维冠公司于 2021 年 3 月向上海浦东发展银行股份有限公司重庆解放碑支行申请了 5,000 万元流动资金贷款，公司为担保人，按照还款计划约定 2022 年 12 月 12 日和 2022 年 12 月 13 日分别归还本金 200 万元和 300 万元，根据公司 2023 年 1 月 5 日出具的相关说明，维冠公司按照借款合同约定，于还款日将应付本金及利息支付至银行制定账户，但浦发银行未安排人员加班手工扣款，造成其中 200 万元本金于次日完成偿还，使得此笔贷款分类至关注类。除上述历史记录以外，公司不存在未结清不良信贷信息，未出现已发行债券到期未偿付本息的情况。此外，根据公开披露的信息且经中国执行信息公开网查询，2023 年 3 月 13 日，重庆市九龙坡区人民法院因公司与重庆瑞侨物业管理有限公司、重庆瑞海投资发展有限公司合同纠纷将其纳入被执行人名单，执行案号为（2023）渝 0107 执 3905 号，执行标的金额为 1,622.92 万元，中诚信国际将对此诉讼执行进展保持关注。此外，经中国执行信息公开网查询，自 2023 年以来，渝隆集团子公司维冠公司多次被纳入被执行人名单，截至 2023 年 6 月 10 日，维冠公司涉及案件 10 起，执行标的金额合计 1,059.95 万元；自 2023 年以来，维冠公司子公司维冠混凝土自 2023 年以来亦有 2 起执行标的金额合计 135.28 万元的涉诉案件被纳入执行人名单；中诚信国际将持续关注上述事项的进展情况。

假设与预测³

假设

——2023 年，公司仍作为九龙坡区最重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司工程建设收入稳步增长；土地整治收入、城市运营收入、房屋销售收入及保安服务等其他业务收入较为平稳，收入及盈利水平将较以往保持基本稳定；公司计划完成岩城矿业收购，混凝土业务收入有所增长。

——2023 年，公司项目投资规模预计约为 40~60 亿元，股权类投资规模约为 2~4 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年净新增债务类融资 10~20 亿元。

预测

表 21：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（%）	63.44	63.13	55.64~68.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.33	0.45	0.30~0.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

³ 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其他事项和假设因素，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。

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评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可基本覆盖流动性需求。

近年来公司经营活动净现金流呈净流入状态，截至 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 33.30 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 586.41 亿元，尚未使用授信额度为 241.53 亿元，备用流动性尚可。此外，九龙坡区各国有企业临时资金拆借较为频繁，可为公司提供一定的流动性支持；公司为九龙坡区最重要的基础设施投融资企业，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，再融资渠道未来将保持畅通，但仍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、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于土地整治开发、九龙半岛棚改、九龙半岛整体开发及中梁云峰整体开发等，资金需求旺盛。同时，公司债务规模大，到期较为集中，截至 2023 年 3 月末公司总债务为 477.40 亿元，公司未来一年的到期债务约为 100 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 15~20 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可基本覆盖流动性需求。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司在可持续发展、环境管理、资源管理等方面表现较好；公司制度、员工激励机制、培养体系较为健全；但公司子公司数量较多，且维冠公司被纳入被执行人，反映出公司对子公司的管控有待进一步提升，内部控制体系有待进一步优化。

环境方面，作为基建市政工程类企业，公司土地整治、工程建设等业务可能会面临一定环境风险，因此对于生产安全、生态环境保护方面高度注重，目前尚未受到监管处罚。截至目前，公司在可持续发展、环境管理、资源管理等方面高于行业平均水平。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；其依据国家有关法律法规，结合生产经营特点，制定安全生产管理规章制度，对安全机构设置、检查考核、事故管理、教育培训、档案管理以及各级管理人员的安全责任等方面做出了明确规定，近年来未发生重大安全生产事故、产品质量事故以及劳动诉讼事项。

治理方面，公司战略规划清晰，公开市场中信息披露较为及时；公司建立了规范化的法人治理结构体系，形成集中控制、分级管理、权责分明的管理机制；但子公司数量较多且维冠公司被纳入被执行人，反映出公司对子公司的管控有待进一步提升，内部控制体系有待进一步优化。

⁴ 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。

外部支持

中诚信国际认为，九龙坡区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

九龙坡区近年 GDP 规模在重庆主城九区中均位列第二，财政实力居全市上游，产业结构较好，发展质量和效益不断提升。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，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。但同时，近年来九龙坡区债务高企，截至 2022 年末地方政府债务为 271.03 亿元，区内基础设施投融资企业债务规模较大，需关注政府债务叠加城投企业债务后可能带来的系统性风险。

同时，九龙坡区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为九龙坡区最重要的国有资产运营平台，负责区内大部分区域的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，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由九龙坡区国资委完全控股，并根据九龙坡区政府规划，从事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。公司股权结构和业务开展均与区政府具有高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得财政拨款和资产注入等方面有良好记录，如财政局 2020 年拨款 28.68 亿元、2021 年拨款 6.58 亿元、2022 年政府拨款 19.28 亿元等，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，九龙坡区政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，比如向公司注入污水管网，将韵龙文化、保安公司、龙商担保和检测中心等公司国有股权无偿划入公司。

表 22：2022 年九龙坡区基础设施投融资企业比较情况（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
重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	九龙坡区国资委 100%	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，负责区内的土地整治、配套基础设施建设、棚户区改造等业务	807.75	283.01	64.96	33.67	2.18	94.47
重庆九龙半岛开发建设有限公司	重庆渝隆资产经营（集团）有限公司 100%	主要承担九龙半岛片区的土地整理和基建任务	229.95	99.92	56.54	7.61	0.66	12.00
重庆铝产业开发投资集团有限公司	重庆市国资委 67%	西彭工业园区唯一的基础设施建设主体和投资平台，负责西彭工业园区的基础设施建设及租赁业务等	336.79	153.62	54.39	14.77	1.96	48.60
重庆九龙园高新产业集团有限公司	九龙坡区国资委 67%	主要负责九龙园范围内基础设施项目代建管理、工程施工、资产运营及棚改业务	235.93	85.90	63.59	7.22	1.19	36.90

注：1、“大股东及持股比例”为直接持股；2、债券余额数据为截至 2023 年 6 月 25 日。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

同行业比较

中诚信国际认为，渝隆集团与南岸城建、迈瑞城建、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，当地政府的支持能力强，并对上述公司均具有强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，九龙坡区与南岸区、沙坪坝区均属重庆市主城中心城区，行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境接近，政府的支持能力基本处于同一档次。渝隆集团与上述其他企业均为区国资委或区财政局实际控制的最重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对其支持意愿强。

其次，渝隆集团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。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务专营性优势，业务稳定性与可持续性强，但存在资金回流账期长等问题。

然后，渝隆集团的财务风险略高于同业水平。公司资产和权益规模大于可比公司，总体资本实力较强，但总债务水平远高于比较组，财务杠杆水平较高；近年依赖外部融资，债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 23：2022 年同行业对比表

	渝隆集团	南岸城建	迈瑞城建	国际物流
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	九龙坡区	南岸区	沙坪坝区	沙坪坝区
GDP（亿元）	1763.94	922.13	1,106.73	1,106.73
GDP 增速（%）	2.7	0.1	1.9	1.9
人均 GDP（万元）	11.51	7.63	7.45	7.45
一般公共预算收入（亿元）	56.10	56.80	40.30	40.30
公共财政平衡率（%）	58.85	62.41	44.42	44.42
政府债务余额（亿元）	271.03	253.14	274.82	274.82
控股股东及持股比例	九龙坡区国资委 100%	南岸区财政局 86.6%	西部（重庆）科学 城沙兴实业发展集 团有限公司 94.41%	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	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，负责区 内的土地整治、配 套基础设施建设、 棚户区改造等业务	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， 负责核心范围内的 土地整治和基础设 施建设业务，且承 接区内大量棚户区 改造业务	沙坪坝区重要的基 础设施建设和投融 资主体，承担了国 际物流枢纽园、青 凤科技产业园等园 区范围外的土地整 治、基础设施建设 任务	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	土地整治及出让 39.92%，工程建设 3.23%	项目回购收入 80.74%、土地出让 收入 12.79%	土地整理 80.24%、 工程管理 8.85	土地整治 48.76%、代建管理 费 46.08%
总资产（亿元）	807.75	706.87	725.04	667.53
所有者权益合计（亿元）	283.01	221.64	237.74	241.62
总债务（亿元）	462.35	326.84	401.61	360.07
总资本化比率（%）	63.13	59.59	64.21	59.84
营业总收入（亿元）	33.67	44.90	10.67	18.62
净利润（亿元）	2.18	-7.80	1.07	6.73
EBITDA（亿元）	7.20	-0.21	3.88	8.48
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.45	-0.01	0.18	0.36

经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.52	26.70	6.16	28.79
可用银行授信余额（亿元）	241.53	74.38	83.80	73.15
债券融资余额（亿元）	94.47	90.00	182.97	181.31

注：1、重庆市沙坪坝区国有资产监督管理委员会持有西部(重庆)科学城沙兴实业发展集团有限公司 100%股权；2、渝隆集团、南岸城建可用银行授信为 2023 年 3 月末数据，国际物流、迈瑞城建可用银行授信为 2022 年末数据；3、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 25 数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

中证融担

中证融担为“22 渝隆 Y1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中证融担成立于 2019 年 12 月 9 日，由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）发起设立，成立时注册资本 30.00 亿元。2019 年 12 月 16 日，中证融担与中证信用签署增资协议，中证融担增加注册资本 10.00 亿元，由中证信用以现金认购；截至 2022 年末，中证融担注册资本和实收资本均为 40.00 亿元，中证信用持有其 100%的股权，为中证融担控股股东。

中证融担自成立以来，依托股东积极推进与各级政府、各主要金融机构的合作，以主体类业务为基础，以中小微业务为战略重心，通过科技驱动实现担保业务的较快发展。中证融担作为中证信用下属从事融资担保业务的专业子公司，业务范围包括借款类担保业务、发行债券担保业务和其他融资担保业务。截至 2022 年末，中证融担总资产为 71.22 亿元，所有者权益为 62.59 亿元，期末在保责任余额为 298.31 亿元；2022 年实现担保业务收入 4.76 亿元，实现净利润 2.65 亿元。

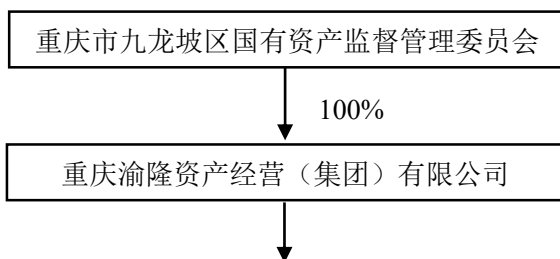
中证信用为中证融担控股股东，持有中证融担 100.00%的股权。中证信用作为一家全国性的综合信用服务机构，致力于通过信用科技打造服务于信用资产全生命周期管理的基础设施，以信用增进为基础，通过科技手段和专业化服务，为机构客户提供包括信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理在内的全信用价值链服务。作为中证信用下属从事融资担保业务的专业子公司，中证融担将继续继承中证信用的增信业务定位。考虑到中证信用控股股东的身份以及所承担的推动资本市场发展的重要使命，中诚信国际认为中证信用有很强的意愿在有需要时为中证融担提供支持。

综上所述，中诚信国际维持中证信用融资担保有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中证融担提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对“22 渝隆 Y1”的还本付息起到很强的保障作用。

评级结论

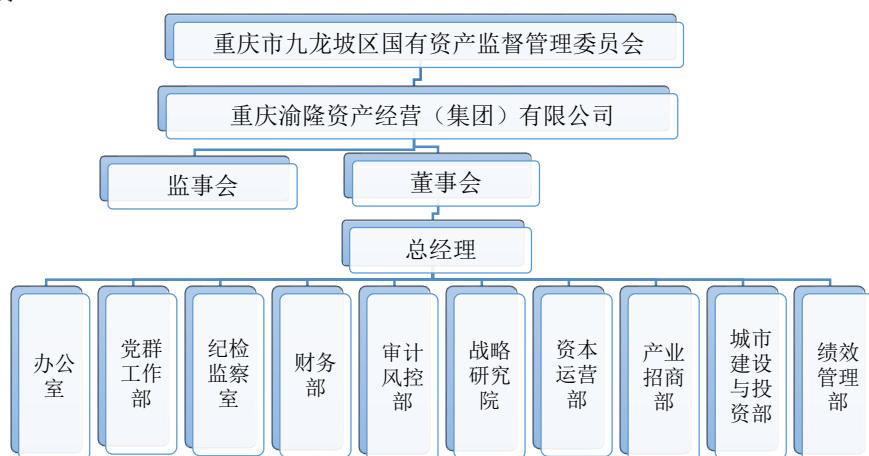
综上所述，中诚信国际维持重庆渝隆资产经营（集团）有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“21 渝隆 01”、“21 渝隆 02”和“22 渝隆 Y2”的债项信用等级为 **AA+**，维持“22 渝隆 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

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2023 年 3 月末）



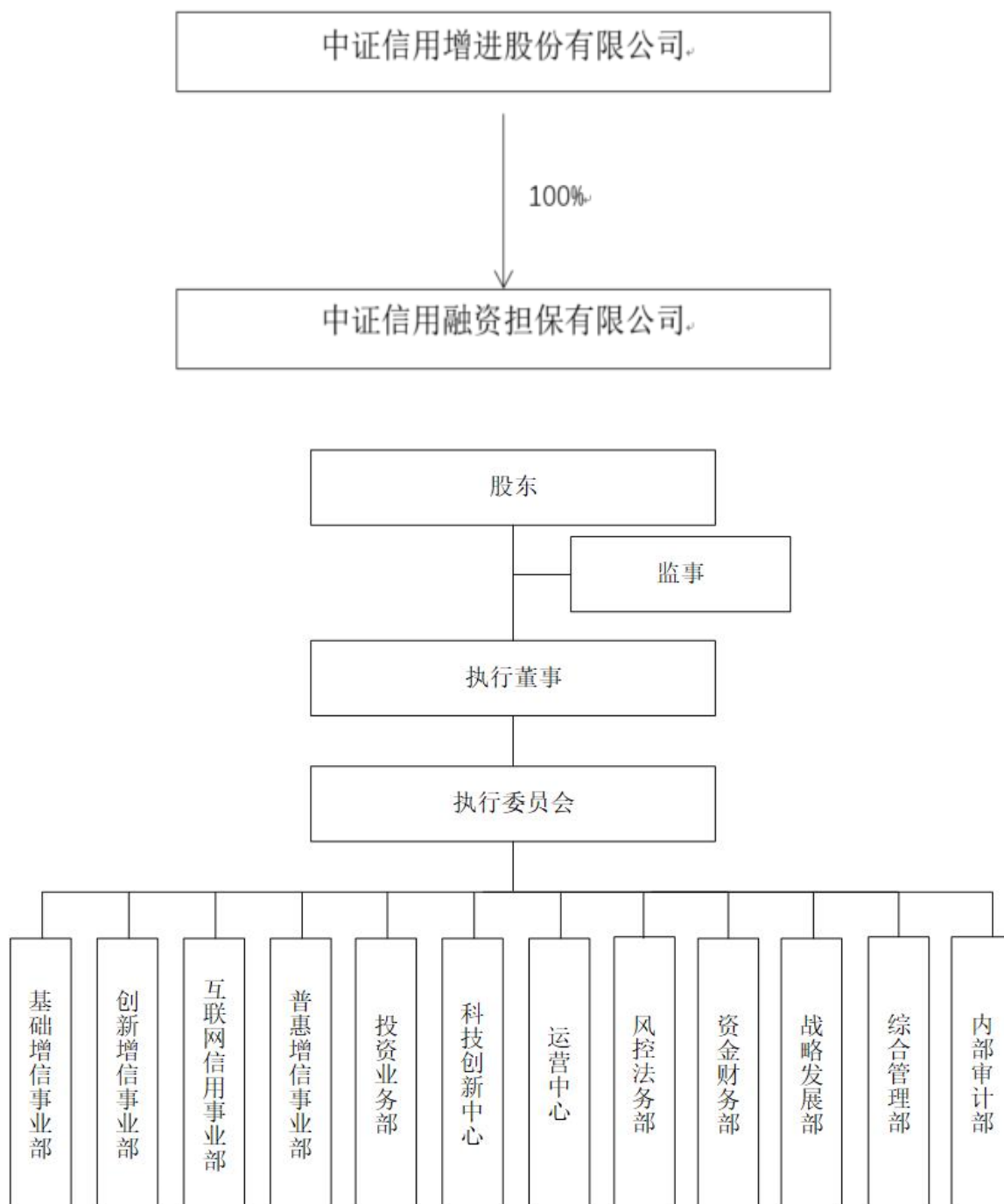
子公司名称	级次	持股比例（%）
重庆桃花溪建设项目管理有限公司	一级	100.00
重庆渝隆林木投资有限公司	一级	100.00
重庆渝隆资产管理有限公司	一级	100.00
重庆九龙半岛开发建设有限公司	一级	100.00
重庆鼎富置业发展有限公司	一级	16.67
重庆维冠建筑科技（集团）有限公司	一级	51.00
重庆御隆股权投资基金管理有限公司	一级	90.00
重庆静苑教育科技有限公司	一级	100.00
渝隆（香港）有限公司	一级	100.00
重庆御隆创客股权投资基金合伙企业（有限合伙）	一级	99.90
重庆渝隆环保有限公司	一级	53.00
重庆御隆振业股权投资基金合伙企业（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：中证信用融资担保有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：中证融担，中诚信国际整理

附三：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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	549,824.60	411,460.71	287,381.56	338,954.23
非受限货币资金	541,322.75	398,446.79	282,011.89	333,000.10
应收账款	135,696.29	257,198.11	322,531.58	365,576.98
其他应收款	903,602.86	569,214.93	668,326.99	767,979.38
存货	2,959,366.15	3,560,219.04	3,972,573.71	4,052,385.01
长期投资	731,393.47	785,160.33	876,354.31	891,724.39
在建工程	157,415.64	152,485.50	96,462.10	99,254.83
无形资产	34,984.75	72,461.49	102,220.47	102,149.87
资产总计	6,472,538.26	7,069,470.95	8,077,465.19	8,445,242.41
其他应付款	813,692.01	670,202.82	850,205.39	892,227.83
短期债务	856,358.93	775,380.25	995,104.91	1,144,761.89
长期债务	3,106,408.08	3,485,294.70	3,628,346.21	3,629,277.00
总债务	3,962,767.01	4,260,674.95	4,623,451.12	4,774,038.89
负债合计	4,243,053.08	4,564,509.32	5,247,374.04	5,436,306.84
利息支出	151,616.91	174,549.19	159,356.49	--
经调整的所有者权益合计	2,109,485.18	2,454,961.63	2,700,091.14	2,878,935.57
营业总收入	296,722.19	330,861.47	336,725.16	102,031.99
经营性业务利润	-2,081.36	473.66	12,333.69	6,999.70
其他收益	6,852.49	1,926.70	1,344.53	113.58
投资收益	6,439.59	22,662.35	9,389.16	41.96
营业外收入	636.97	65.96	1,193.48	75.60
净利润	18,945.94	19,718.12	21,828.40	7,515.75
EBIT	116,168.40	33,705.94	40,858.72	--
EBITDA	131,927.94	57,264.19	71,954.52	--
销售商品、提供劳务收到的现金	259,267.92	110,136.64	237,754.13	30,758.70
收到其他与经营活动有关的现金	686,021.35	722,525.53	547,597.09	285,716.15
购买商品、接受劳务支付的现金	358,185.41	395,076.63	467,837.20	55,883.33
支付其他与经营活动有关的现金	514,666.55	192,398.17	89,004.65	225,583.07
吸收投资收到的现金	262,499.03	69,420.95	200,635.57	58,250.00
资本支出	167,251.44	517,199.69	512,504.03	68,999.74
经营活动产生的现金流量净额	28,548.15	185,996.93	165,168.26	17,109.66
投资活动产生的现金流量净额	-721,700.22	-491,957.44	-635,510.84	-130,274.72
筹资活动产生的现金流量净额	925,100.84	163,084.55	353,907.68	164,153.28
现金及现金等价物净增加额	231,948.77	-142,875.96	-116,434.90	50,988.21
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	13.83	13.36	16.92	16.87
期间费用率(%)	14.83	11.87	10.72	7.96
应收类款项/总资产(%)	16.31	11.93	12.56	13.70
收现比(X)	0.88	0.33	0.71	0.30
资产负债率(%)	65.55	64.57	64.96	64.37
总资本化比率(%)	65.26	63.44	63.13	62.38
短期债务/总债务(%)	21.61	18.20	21.52	23.98
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.19	1.07	1.04	--
总债务/EBITDA(X)	30.04	74.40	64.26	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.07	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.87	0.33	0.45	--

注：1、中诚信国际根据渝隆集团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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期均采用期末数；2、中诚信国际将各期末其他应付款中的带息债务、其他权益工具中的永续债与可续期公司债券调入长期债务；3、经调整的所有者权益系调出其他权益工具后指标；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。

附四：中证信用融资担保有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2020	2021	2022
资产			
货币资金	854.27	1,199.94	2,224.85
存出保证金	12.31	1.65	55.01
买入返售金融资产	0.00	7.90	100.00
交易性金融资产	1,595.93	2,315.43	2,607.28
债权投资	1,903.68	2,936.99	1,939.29
现金及投资资产合计	4,366.19	6,461.91	6,927.69
资产合计	4,390.01	6,565.45	7,121.78
负债及所有者权益			
短期借款	--	--	--
风险准备金	82.84	267.19	451.31
存入担保保证金	68.32	20.91	23.96
负债合计	255.80	668.09	863.11
实收资本	4,000.00	4,000.00	4,000.00
一般风险准备	13.71	40.18	83.84
未分配利润	106.79	318.57	592.55
所有者权益合计	4,134.21	5,897.36	6,258.67
利润表摘要			
担保业务收入	33.92	269.69	475.88
提取风险准备金	(82.84)	(184.34)	(151.42)
担保业务净收入	(48.92)	71.91	291.19
投资收益	60.55	110.06	102.14
公允价值变动损益	(8.99)	(9.94)	(72.51)
业务及管理费用	(16.05)	(29.63)	(46.23)
营业利润	156.80	313.18	508.32
营业外收支净额	0.00	0.00	0.00
税前利润	156.80	313.18	508.32
所得税	(24.29)	(48.45)	(72.02)
净利润	132.51	264.73	436.31
担保组合			
在保余额	13,383.19	30,545.36	36,567.12
融资担保责任余额	11,083.64	25,560.59	29,831.04
财务指标	2020	2021	2022
盈利能力（%）			
营业费用率	8.46	6.93	7.46
投资回报率	5.28	5.70	4.39
平均资产回报率	3.16	4.83	6.38
平均资本回报率	3.26	5.28	7.18
担保项目质量（%）			
累计代偿率	--	--	0.00
风险准备金/在保责任余额	0.01	1.05	1.51
最大单一客户在保责任余额/核心资本	15.41	21.00	18.80
最大十家客户在保责任余额/核心资本	126.51	201.02	182.40
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	4,134.21	5,897.36	6,258.67
核心资本（百万元）	4,217.05	4,666.12	5,211.56
净资产放大倍数（X）	2.68	4.33	4.77
核心资本放大倍数（X）	2.63	5.48	5.72
融资担保放大倍数（X）	2.68	4.33	4.77
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	53.05	52.17	68.52
高流动性资产/在保责任余额	21.01	13.40	16.36

附五：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
现金流	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
	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。

附六：中证信用融资担保有限公司基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资担保放大倍数	融资担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附七：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。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



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