



重庆两山建设投资集团有限公司 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 1328 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 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	重庆两山建设投资集团有限公司	AA+/稳定
--------------	----------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“21 渝两山债/21 两山 01” “22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”	AA+
-------------	---	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为璧山区产业发展向好，经济财政实力在重庆市各区县中居于中上游，潜在的支持能力强；重庆两山建设投资集团有限公司（以下简称“两山建投”或“公司”）仍为璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营主体，区域重要性强，同璧山区政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，两山建投业务可持续性好，资产规模将保持增长，再融资渠道保持通畅。但也需关注公司资本支出压力较大、应收类款项规模较大及债务快速增长、面临一定短期偿债压力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，重庆两山建设投资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：璧山区经济财政实力显著提升；公司获取优质上市公司股权并能带来可观的收益；公司资产质量显著提高等。

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

正 面

- **璧山区经济实力较强。**璧山区产业发展向好，GDP保持增长，经济实力较强；璧山高新区为国家级高新区，运营情况良好。综合来看，璧山区较强的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位重要，持续获得璧山区政府的有力支持。**公司系璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，地位突出，近年来持续获得璧山区政府在资产划转、资本注入和财政补贴等方面的有力支持。
- **公司土地资产较为充足。**截至2022年末，公司存货中待开发土地的账面价值为101.87亿元，面积合计约5,410亩，绝大部分为出让地，土地性质以商住用地为主，且主要位于城区的核心区域，区位较好。整体上土地资产较为充足。

关 注

- **资本支出压力较大，且需关注自营项目的资金平衡情况。**公司在建及拟建的基础设施建设项目仍需投资体量较大，面临较大的资本支出压力；同时，公司自营项目规模较大，其资金平衡情况有待关注。
- **应收类款项规模较大且回款周期较长。**公司应收类款项规模较大，2022年末合计113.77亿元，占总资产的22.07%，且回款周期较长，对资金形成较大占用。
- **债务快速增长，短期债务占比上升，面临一定短期偿债压力。**2022年公司有息债务增幅较大，短期债务规模达41.68亿元，占总债务比重为23.16%，有所上升，且非受限货币资金/短期债务仅为0.33，面临一定的短期偿债压力。

项目负责人：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：王 阳 ywang.bonnie@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

两山建设（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	442.71	462.30	515.52
所有者权益（亿元）	284.08	288.20	290.38
经调整的所有者权益（亿元）	254.10	259.14	262.24
总负债（亿元）	158.63	174.10	225.14
总债务（亿元）	128.26	144.93	179.95
营业总收入（亿元）	21.13	21.52	21.30
经营性业务利润（亿元）	3.09	3.01	3.53
净利润（亿元）	3.08	3.11	3.53
EBITDA（亿元）	5.75	6.00	7.34
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.08	-10.49	-26.28
总资本化比率(%)	33.54	35.87	40.70
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.09	2.37	0.99

注：1、中诚信国际根据两山建设提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理，其中，2020 年、2021 年数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年数据采用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将各期末其他应付款中的带息部分调入短期债务，各期末长期应付款中的带息部分调入长期债务，2022 年末其他非流动负债中的带息部分调入长期债务；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，中诚信国际将资本公积中的林权视为公益性资产，对所有者权益进行调整；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

重庆两山建设投资集团有限公司					
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
AA+/稳定	21 渝两山债/21 两山 01 (AA+)	2022/06/10	张逸菲、张灿灿	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	22 渝两山小微债 01/22 璧微 01 (AA+)	2022/06/09	张逸菲、张灿灿	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 渝两山债/21 两山 01 (AA+)	2021/09/24	张敏、刘洁	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际原口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	两山建设	涪陵国投	江津华信	永川惠通
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	璧山区	涪陵区	江津区	永川区
GDP（亿元）	920.95	1,504.37	1,330.02	1,202.84
一般公共预算收入（亿元）	43.56	60.03	67.65	42.06
所有者权益合计（亿元）	290.38	677.41	244.43	205.60
总资本化比率（%）	40.70	45.35	54.93	51.58
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.99	0.78	0.80	0.34

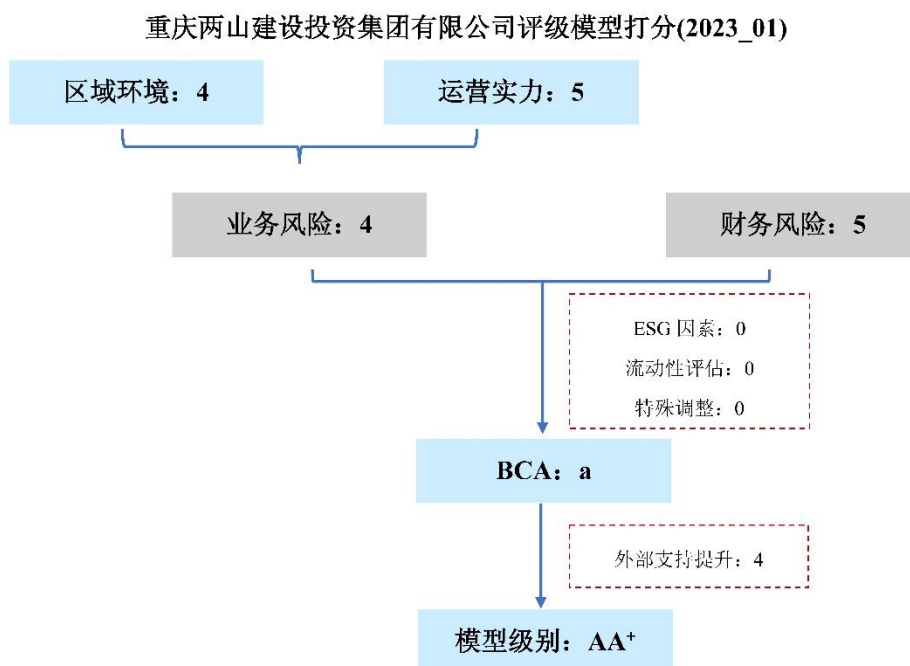
注：涪陵国投系“重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司”的简称，江津华信系“重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司”的简称，永川惠通系“重庆市永川区惠通建设发展有限公司”的简称。

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 渝两山债 /21 两山 01	AA+	AA+	2022/06/10	4.90	4.90	2021/10/29~2028/10/29	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；在债券存续期的第 3~7 年末逐年分别偿还债券本金的 20%
22 渝两山小微债 01 /22 璧微 01	AA+	AA+	2022/06/09	7.00	7.00	2022/06/24~2027/06/24	在债券存续期第 3~5 年末，分别偿还债券本金的 30%、30%和 40%

● 评级模型



● 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，两山建投仍为璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营主体，地位突出，承担璧山区主城区部分区域和璧山高新区规划范围内的基础设施建设和国有资产运营，专营性和竞争力强；在建及拟建项目较多，可供转让的土地充足，业务稳定性和可持续性强；但公司仍面临较大的资本支出压力，自营项目的资金平衡情况也有待关注；同时，土地收入仍系公司核心收入，但土地收回情况受政府规划和土地市场行情影响较大，存在一定的波动风险。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，两山建投所有者权益保持增长，资本实力较强；债务规模增速较快，总资本化比率有所上升，但仍保持在可控水平；短期债务规模及占比提升，EBITDA 不能有效覆盖利息支出，且非受限货币资金对短期债务的保障程度有限，公司面临一定的短期偿债压力。

■ 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两山建投个体基础信用等级无影响，两山建投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，璧山区政府支持能力强，对公司的支持意愿强，主要体现在璧山区较强的经济财政实力和良好的增长潜力；两山建投仍系璧山区最重要的地方投融资平台，持续获得璧山区政府在资产划转、资本注入和财政补贴等方面的大力支持，区域重要性强，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 渝两山债/21 两山 01”募集资金 4.90 亿元，拟全部用于偿还或置换公司 2021 年内到期的债券本金及利息。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月 15 日，募集资金已使用完毕。

“22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”募集资金 7.00 亿元，其中 6.00 亿元拟以委托贷款形式投放于重庆市璧山区政府管辖区域内或经璧山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）同意的其他区域的小微企业，1.00 亿元用于补充公司营运资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月 15 日，募集资金账户余额为 1.30 亿元。

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

璧山区位于重庆市西部，地处缙云山脉与云雾山脉之间的槽谷地带，全区幅员面积 915 平方公里，辖 6 个街道 9 个镇，截至 2022 年末常住人口 76.30 万。璧山区区位优势明显，坐拥“同城化发展先行区”和“西部（重庆）科学城重要功能区”定位，成渝、渝蓉、渝遂、九永高速穿境而过，交通方便快捷。近年来，依托璧山国家高新区重要平台，璧山区加快构建支撑高质量发展的智能制造产业体系，并形成“智能网联新能源汽车、电子信息、智能装备、大健康”四大优势产业。璧山区产业支撑强劲，且随着“成渝双城经济圈”的建设推进，璧山区面临良好的发展机遇，具备良好的增长潜力。

2022 年璧山区实现地区生产总值 920.95 亿元，GDP 增速为 3.6%，高出重庆市 GDP 增速 1.00 个百分点。分产业来看，2022 年璧山区第一产业、第二产业、第三产业分别增长 42.81 亿元、450.52 亿元、427.62 亿元，增速分别为 3.9%、4.8%、2.1%。2022 年受宏观经济下行、大规模留抵退税及其他不利因素影响，当年璧山区财政指标弱化明显，一般公共预算收入大幅下滑 18.0%至 43.56 亿元，其中税收收入占比下降至 45.68%；政府性基金收入亦跌至 65.94 亿元，同比下滑 33.3%；近年来璧山区财政平衡率在重庆下辖区县中处于较高水平，但整体上财政自给能力仍较一般，收支平衡对上级补助的依赖程度较大，且 2022 年财政平衡率有所下降。再融资环境方面，璧山区作为主城新区之一，近年来工业化和城镇化进程加速，投资建设力度大，地方政府债务规模快速攀升，2022 年末达 193.05 亿元，叠加当地融资平台数量较多，区域债务负担整体较重。区域内基础设施投融资企业融资渠道主要为银行借款和发行债券等，兼有一定的非标融资，发债利率及利差整体处于重庆市中低水平，发债主体未出现公开债务违约事件，整体再融资环境较好。但考虑到 2022 年璧山区地方政府综合财力减弱，2023 年仍需关注璧山区财政修复情况及区域经济对当地投融资平台再融资可能产生的影响。

表 1：近年来璧山区地方经济财政概况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	747.09	874.54	920.95
GDP 增速（%）	4.8	10.4	3.6
人均 GDP（万元）	9.93	11.53	12.07
一般公共预算收入（亿元）	50.55	53.11	43.56

一般公共预算收入增速（%）	1.0	5.1	-18.0
税收收入占比（%）	61.88	63.28	45.68
一般公共预算支出（亿元）	76.65	76.13	67.89
财政平衡率（%）	65.95	69.76	64.16
政府性基金收入（亿元）	96.07	98.85	65.94
地方政府债务余额（亿元）	155.49	169.20	193.05

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，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：璧山区人民政府网，中诚信国际整理

璧山高新区于 2015 年 9 月在璧山工业园区基础上创建，系重庆市第二个国家级高新区，规划面积 80 平方公里。近年来，璧山高新区大力推动智能装备、信息技术、生命健康产业集群发展。先后获得“国家新型工业化示范基地”、“国家低碳工业园区（试点）”、“互联网+协同制造示范区”及“创新型产业集群（试点）”等国字号名片，成功纳入重庆国家自主创新示范区核心建设区范围，成为全国第一批智能化工业园区之一，纳入国家科技部科技服务业区域试点单位。根据“十四五”规划，至 2025 年，璧山高新区将实现规上工业总产值 1,800 亿元，年均增长 28%，规上工业企业产出强度达 145 亿元/平方公里，建成占地面积 7.5 平方公里棕树湖智慧城。

运营实力

中诚信国际认为，公司的业务风险处于中等水平。跟踪期内，公司控股股东由重庆市璧山区财政局变更为重庆市璧山区国有资产管理中心，公司仍作为璧山区最重要的基础设施建设主体，从事璧山区主城区部分区域和璧山高新区规划范围内的基础设施建设和土地出让，业务专营性和竞争力保持强劲；基础设施建设项目储备充足，自有可供转让的土地较多、区位较好，业务稳定性和可持续性好；公司亦维持璧山区重要的国有资本运营主体定位，持有大量可供出租或出售的资产，2022 年房屋销售与租赁收入有所增长。

但公司基础设施建设项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力，且自营项目的资金平衡情况有待关注；另外，作为公司核心收入来源的土地业务受区域规划和土地市场行情影响较大，存在一定的波动风险。

表 2：近年来公司营业总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
代建业务	0.82	3.87	2.94	0.07	0.32	100.00	0.09	0.43	100.00
工程回购业务	1.54	7.30	1.84	1.13	5.25	1.80	2.89	13.59	8.00
土地业务	16.83	79.64	8.24	19.25	89.46	5.04	14.02	65.79	3.85
租金业务	1.06	5.03	49.33	0.50	2.32	25.77	1.46	6.86	26.51
其他业务	0.88	4.16	18.14	0.57	2.64	-42.01	2.84	13.33	11.65
合计/综合	21.13	100.00	10.05	21.52	100.00	4.42	21.30	100.00	7.42

注：1、代建收入自 2021 年起采用净额法确认；2、其他收入包括利息收入、保费收入、安保服务收入、交易服务收入、汽车租赁收入、云巴票务收入等，2022 年增幅较大主要系新增房屋销售收入 2.39 亿元；3、加总数不等于合计数主要系四舍五入差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设业务

跟踪期内，公司继续开展璧山区主城区部分区域和璧山高新区规划范围内的基础设施建设项目，保持区域专营性；在建项目及拟建项目充足，业务稳定性和可持续性强，但项目仍需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；此外，公司自营项目投资规模较大，后续的资金平衡情况有待关注。

公司代建业务主要涉及璧山区范围内的基础设施、城市公共设施等项目。其中，璧山高新区范围

内的代建项目由重庆市璧山区高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）委托公司本部或子公司两山开发代建，公司配合高新区管委会完成工程项目立项、设计、招投标、建设、施工安全、工程质量监管、工程竣工验收、审计以及按照施工合同约定支付施工方工程款等工作，项目完工后移交高新区管委会。项目竣工验收且审计完成后，高新区管委会根据代建项目清单、代建协议、审计报告等与公司结算代建款及代建管理费，代建管理费率为代建成本的 8% 以内（增值税另外结算）。2020 年，公司新增工程回购业务，高新区管委会与公司签订相关协议，由公司作为业主实施的建设项目，按照工程完工百分比结算，每年底与高新区管委会结算一次，回购加成率控制在工程成本 8% 以内（增值税另外结算），2020 年执行加成率 7%。除璧山高新区、绿岛新区之外的大型代建项目，由璧山区政府及璧山区交通局委托璧山城投代建，项目完工后，璧山区财政局同璧山城投结算代建款及管理费，代建管理费率为代建成本的 5%（增值税另外结算）。此外，公司部分经济适用房等基础设施项目通过自主运营实现资金平衡。

2020~2022 年，公司分别实现代建收入 0.82 亿元、0.07 亿元和 0.09 亿元，工程回购收入 1.54 亿元、1.13 亿元和 2.89 亿元。2021 年以前，公司代建收入系按照项目建设开发成本加上管理费确认收入，自 2021 年起，公司按净额法确认代建收入。随着公司代建和回购项目陆续竣工结算，相关收入有望进一步增长，但基建业务的收入确认和回款情况有赖于璧山区政府财力状况和结算安排，后续回款情况值得关注。

截至 2022 年末，公司主要在建的基础设施项目包括重庆都市快轨铜梁试验段、大兴经适房 A 组团、大兴经适房 B 组团、青杠经适房、中心企业家园等，主要的在建项目总投资为 122.81 亿元，已投资 68.16 亿元，未来仍需投资 54.98 亿元，资金来源主要为地方政府债券资金及公司自筹资金。另外，中心企业家园二期和中小企业集聚区项目为自营项目，后续通过公司自主运营实现资金平衡，项目投资规模较大，资金平衡情况有待关注。

表 3：截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	模式
中小企业家园（产业园区基础设施建设）	2020~2024	7.91	2.27	自建
璧山高新区中小企业集聚区项目	2021~2023	5.46	1.00	自建
两山丽苑定向经济适用房二期工程建设项目	2022~2025	2.14	0.51	自建
横三路（东林大道至黛山大道段）道路工程	2022~2023	0.69	0.20	回购
高新技术成果转化产业园区配套基础设施——青杠经适房	2021~2024	13.68	6.69	回购
璧山区新能源产业园区配套基础设施建设项目——大兴经适房 A 组团	2022~2025	14.09	6.14	回购
璧山区新能源产业园区配套基础设施建设项目——大兴经适房 B 组团	2021~2024	14.13	10.91	回购
重庆市璧山区新能源产业园区配套基础设施建设项目——拓展区片区道路 EPC 项目	2022~2024	13.94	7.11	回购
重庆都市快轨铜梁试验段（重庆市郊铁路尖顶坡至璧山段项目）	2014~2024	25.87	14.64	代建
璧山区轨道换乘枢纽及配套设施项目一站前广场与连接线工程	2017~2024	7.37	5.37	代建
黛山大道南延段项目	2016~2027	5.00	4.34	代建
港升土地项目	2016~2026	5.00	3.98	代建
垃圾填埋场建设项目	2016~2024	4.03	2.93	代建
轨道交通站前片区建设项目	2017~2023	3.50	1.74	代建
合计	--	122.81	67.83	--

注：部分项目投资规模有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司拟建的基础设施项目包括棕树家园保障房、中国长安璧山智能网联低碳产业园一期等，主要拟建项目计划投资合计为 29.92 亿元。整体上，公司在建及拟建项目尚需投资规

模较大，业务稳定性和可持续性很强，但未来亦面临较大的资本支出压力。

表 4：截至 2022 年末公司主要拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	计划建设周期	计划投资	模式
华道生物（重庆）细胞免疫治疗研发和生产转化基地	2022~2024	2.45	回购
西部（重庆）科学城专业市场集群基础设施建设项目（一期）	2023~2024	3.39	片区开发
中国长安璧山智能网联低碳产业园一期	2023~2024	5.80	代建
璧山新材料产业园项目一期工程	2023~2024	3.89	自建
棕树家园保障房	2023~2026	14.39	自建
合计	--	29.92	--

注：1、计划建设周期可能与实际工期存在出入；2、合计数与分项数加总存在差异，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地业务

公司可供转让的土地较多且区位较好，土地价值相对较高；土地相关收入仍为公司营业收入的主要来源，但土地转让易受区域规划和土地市场行情影响，存在一定的波动风险。

跟踪期内，公司土地相关业务的经营主体和模式均未发生变化，仍主要由子公司璧山城投和公司本部负责，公司通过招拍挂方式取得土地，璧山区财政局及高新区管委会根据市场情况有偿收回，收回价格为土地成本加成一定比例收益，公司收到款项后确认为营业收入。

2022 年，公司确认土地收入 14.02 亿元，毛利率为 3.85%，当年土地市场相对疲软，政府收回土地面积及收回土地均价均有所下滑，致使当期土地出让收入有所下降。土地收回情况受政府规划和土地市场行情影响较大，存在一定的波动风险。

表 5：近年来公司土地业务情况

	2020	2021	2022
政府收回土地面积（亩）	686.74	741.22	641.79
政府收回土地平均价格（万元/亩）	245.04	258.75	218.39
已确认土地收入（亿元）	16.83	19.25	14.02
土地平均成本（万元/亩）	224.84	239.14	209.98
土地总成本（亿元）	15.44	18.28	13.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司存货中待开发土地的账面价值为 101.87 亿元，面积合计约 5,410 亩，绝大部分为出让地，土地性质以商住用地为主，主要位于城区的核心区域，包括璧城街道、璧泉街道及青杠街道等，但尚有 10.64 亿元土地暂未办妥权证。公司土地资源较为充足，资产价值相对较高，为后续收入的实现提供了一定保障。

房屋租赁与销售业务

公司作为璧山区重要的国有资产运营主体，持有大量的可供出租或出售的资产，2022 年房屋销售与租赁收入上升，且随着璧山高新区招商引资的推进，未来公司房屋租赁和销售收入有望进一步增长，可为公司带来一定的现金流。

公司仍作为璧山区重要的国有资产运营主体，持有大量的公租房和标准厂房等，通过出租和出售平衡资金支出。

公司的房屋销售主要有两类，一类是销售拆迁安置还建房，执行标准内限价，房屋建筑成本与销

售价款的差额由政府补偿；另一类是建设拆迁安置房时配套建设的多余房屋，按照市场价格销售，盈亏由公司承担。2022 年，公司实现房屋销售收入 2.39 亿元，主要系两山丽苑房屋款。

公司租赁业务按照出租房屋类型执行不同的模式：公租房出租方面，租赁价格执行璧山区发改委指导价格，按照璧山高新区审核后的名单出租给企业或个人，租金由公司收取；厂房出租和 CBD 商业楼宇出租方面，根据璧山高新区招商引资的要求或者企业需求，公司将房屋出租给企业，并收取租金，价格执行协议价；商业门市配套租赁方面，将商业门市及配套挂牌出租，根据竞拍价格出租给个人或者企业，执行市场价格。2022 年，公司出租收入为 1.46 亿元，实现大幅增长，主要系公司新增企业天地厂房、新立路 76 号（众泰厂房）等租赁资产，以及部分厂房出租率有所回升所致。未来随着璧山高新区招商引资的推进，未来公司房屋租赁和销售收入有望进一步增长，可为公司带来一定的现金流。

表 6：截至 2022 年末公司主要的可供出租或出售的资产情况（万平方米）

资产名称	性质	建筑面积	运营模式
观音塘公租房	公租房及配套	6.74	出租
清明公租房	公租房及配套	7.72	出租
虎峰公租房	公租房及配套	4.07	出租
塘坊公租房	公租房及配套	16.02	出租
两山景苑公租房	公租房及配套	9.89	出租
两山丽苑二期经适房	经适房及配套	5.30	出租/出售
天安 CBD	商业写字楼	1.23	出租
展运一期	厂房	9.91	出租
双星大道 8 号（原蓝黛老厂区）	厂房	4.16	出租
金田厂房(派诺蒙房产)	厂房	7.42	出租
微电园标准厂房	厂房	13.06	出租
商品用房项目（璧山区车管所）	厂房	0.97	出租
红宇大道 1、2 号楼（平创、老金冠）	房屋	2.02	出租
中山南路 181 号 G 栋（君悦酒店）	房屋	0.20	出租
新立路 76 号（众泰厂房）	厂房	19.57	出租
璧山城投房产	房屋	12.47	出租/出售
企业天地厂房	厂房	0.17	出租
合计	--	120.92	--

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较低水平。跟踪期内，公司维持较高的定位，受益于政府的持续支持，2022 年所有者权益保持增长，资本实力较强；债务规模增幅较大，但财务杠杆水平相对可控；短期债务规模及占比提升，EBITDA 和经营活动净现金流不能有效覆盖利息支出，且非受限货币资金对短期债务的保障程度较弱。

资本实力与结构

公司区域地位突出，资产和权益规模继续增长，资本实力有所夯实；公司资产仍主要由存货和应收类款项构成，且存在部分林权资产，流动性和收益性一般，整体资产质量一般；2022 年公司负债增长较快，其中非标借款新增较多，财务杠杆率亦有所上升，但仍处于可控水平，未来公司展业仍面临较大的融资需求，财务杠杆水平或将进一步上升。

公司地位重要，跟踪期内仍作为璧山区最重要的基础设施投资运营及国有资产经营主体，承接璧

山区政府下达的基础设施建设任务。随着业务扩张及璧山区政府陆续的资产注入，公司资产规模保持增长，2022 年末总资产达 515.52 亿元，较年初增加 53.22 亿元。

公司主要从事土地、基础设施建设和房屋出租出售等业务，资产主要由货币资金、无形资产及上述业务形成的存货、应收类款项、投资性房地产等构成，并维持以流动资产为主的资产结构，2022 年末流动资产占总资产的比重为 73.99%。

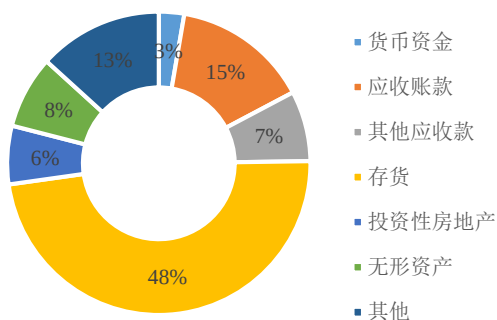
公司存货规模较大，2022 年末账面价值达 247.42 亿元，占总资产的 48.00%，主要包括开发成本 145.52 亿元和待开发土地 101.87 亿元，开发成本主要系尚未结转的基础设施项目建设成本和土地开发整理成本，待开发土地主要系土地使用权，土地用途以商住用地为主，且大部分土地已取得土地使用权证并缴纳土地出让金。2022 年末存货较年初增加 15.53 亿元，主要系项目投入对应的开发成本增加。

公司形成了较大规模的应收类款项，2022 年末合计 113.77 亿元，占总资产的 22.07%。其中，应收账款为 75.03 亿元，主要系应收高新区管委会、璧山区财政局等的土地款、工程款等；其他应收款为 38.74 亿元，主要为应收政府部门及重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司（以下简称“璧山国资”）等当地国有企业的往来款。其中，2022 年末应收璧山国资 11.76 亿元，借款形成主要原因系璧山国资收购重庆众泰汽车工业有限公司（以下简称“重庆众泰”）的股权及债权。整体看来，公司与政府及相关部门的资金往来规模较大且回款时间较长，未来回款情况值得关注。

公司投资性房地产主要包括房屋住宅、商业门面、商业车库、标准化厂房等，2022 年末账面价值为 32.13 亿元，较年初增加 8.81 亿元，主要系公司收购重庆众泰厂房等资产所致。同期末，公司无形资产账面价值为 39.93 亿元，其中林权 28.14 亿元，属公益性资产，且每年计提大额摊销，2022 年计提摊销 0.92 亿元。其他非流动资产较年初增加 14.29 亿元至 24.15 亿元，变动主要系 14.00 亿元公共租赁住房建设项目由存货调整至该科目，公司当期新增委托贷款 4.07 亿元，并减少众泰款项 3.90 亿元。

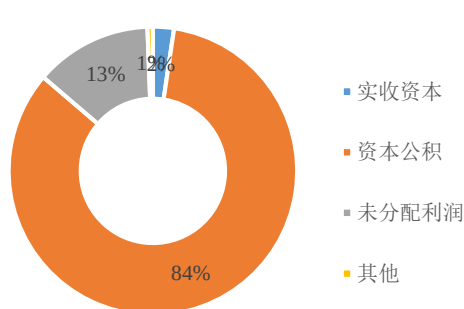
公司资产流动性和收益性一般，整体资产质量一般。流动性上，公司资产以存货和应收类款项为主，存货中的土地规模较大，且以出让地和商住用地为主，价值相对较高，但存货中仍有大量未结算项目，其回款情况有赖于璧山区政府财力状况及结算安排，相应变现能力有限；应收类款项规模亦较大，且应收账款整体账龄较长，对资金形成一定占用。收益性上，公司拥有较大规模的投资性房地产，为政府注入的房产及公司自行购买待未来增值出售的房产，近年来持续贡献了收入及现金流；但公司账上有一定规模的公益性林权资产，其收益性较差。

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 年末公司经调整的所有者权益¹为 262.24 亿元，小幅增长，其主要由资本公积构成，资本公积主要为政府注入的储备地、林地使用权、投资性房地产及拟开发土地使用权，当年资本公积净减少，其中高新区管委会无偿化入房屋资产 0.59 亿元，但林权摊销和缴纳土地使用税使得相应资本公积减少 0.92 亿元。

财务杠杆方面，随着业务的持续开展，公司负债增长较快，2022 年末达 225.14 亿元，其中非标借款新增较多，财务杠杆比率亦有所上升，但仍保持在可控水平，资产负债率和总资本化比率在 45% 以下。2022 年末公司总负债较年初增加 51.05 亿元，主要系长期应付款和其他非流动负债增加。长期应付款中非标借款为 18.56 亿元，较年初新增 18.22 亿元，地方政府债资金为 28.71 亿元，较年初新增 12.30 亿元。其他非流动负债 15.78 亿元系 2022 年新增，包括星鹏项目借款 10.00 亿元和国开基础设施基金有限公司借款 5.78 亿元。随着项目建设推进，预计公司未来仍存在一定的外部融资需求，叠加债务的还本付息，财务杠杆有进一步上升的压力。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	442.71	462.30	515.52
货币资金	19.15	25.60	13.94
应收账款	68.21	62.60	75.03
其他应收款	37.24	39.20	38.74
存货	218.73	231.90	247.42
流动资产合计	345.83	362.00	381.41
投资性房地产	23.73	23.32	32.13
固定资产	4.94	18.37	20.05
在建工程	14.46	2.52	8.22
无形资产	40.02	39.59	39.93
其他非流动资产	8.87	9.87	24.15
非流动资产合计	96.88	100.30	134.11
流动资产占比	78.12	78.30	73.99
总负债	158.63	174.10	225.14
长期应付款	17.10	16.76	47.27
其他非流动负债	--	--	15.78
所有者权益	284.08	288.20	290.38
实收资本	6.85	6.85	6.85
资本公积	242.06	243.97	243.64
经调整的所有者权益合计	254.10	259.14	262.24
资产负债率	35.83	37.66	43.67

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为资本公积科目中政府注入的林权，2022 年末账面价值为 28.14 亿元。

总资本化比率	33.54	35.87	40.70
--------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2022 年受往来款流出影响，公司经营活动净现金流出规模有所扩大；投资活动现金流呈大幅净流出状态；当年公司加大对外融资力度，筹资活动净现金流大幅增加；公司经营发展对外部融资存在较强的依赖性，需持续关注相关政策及融资环境变化对其再融资能力的影响。

近年来公司营业收入较为平稳，作为主要营收来源的土地收入按进度回款，2022 年收现比略有下滑，但仍维持在较高水平。

公司经营活动现金流出主要是公司支付的土地成本、基础设施建设款及往来款；经营活动产生现金流入主要是结算款、财政补贴、保证金及往来款形成的现金流入。2022 年因往来款流出较多，经营活动现金流净流出规模进一步扩大。

公司购建资产及对外投资使其投资活动现金流出规模较大，且部分股权投资尚未进入回报周期，投资活动现金流入规模整体较小，2022 年投资活动现金流呈大幅净流出状态。

公司经营活动和投资活动形成的资金缺口主要由筹资活动现金流补足，近年来公司筹资活动现金流入和流出均保持较大规模，整体呈净流入状态，2022 年净流入规模大幅增加，主要系公司为满足项目建设及债务偿还的资金需求，加大了对外融资力度。公司经营发展对外部融资存在较强的依赖性，通过银行借款、债券发行和融资租赁等多渠道来弥补资金缺口，外部融资渠道相对通畅，但需持续关注相关政策及融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表 8：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	5.08	-10.49	-26.28
投资活动产生的现金流量净额	-16.17	2.81	-15.31
筹资活动产生的现金流量净额	10.33	13.94	30.46
现金及现金等价物净增加额	-0.75	6.25	-11.13
销售商品、提供劳务收到的现金	29.43	22.23	21.46
营业收入	21.13	21.52	21.28
收现比	1.39	1.03	1.01

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，公司债务规模增幅较大，短期债务占比上升，债务结构有待优化；EBITDA 和经营活动净现金流不能有效覆盖利息支出，且非受限货币资金对短期债务的保障程度不足，面临一定的短期偿债压力。

因业务扩张和还本付息需要，公司外部债务融资需求不断推升，有息债务规模保持增长，2022 年末公司总债务达 179.95 亿元，较年初增加 35.02 亿元。公司债务类型及渠道仍较为多元，债务以银行借款和债券融资为主，同时兼有非标融资，非标融资主要为融资租赁、国开基金和农发基金借款，其中，融资租赁主要系 2022 年新增，非标融资成本整体可控。期限结构方面，公司短期债务主要系一年内到期的长期债务，短期债务占总债务比重上升，债务期限结构有待优化。

表 9：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	余额	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期
银行借款	92.64	15.76	7.26	22.87
债券融资	59.88	14.04	22.44	23.40
非标融资	26.67	4.80	4.66	17.21
合计	179.18	34.61	34.36	60.48

注：到期债务分布根据企业实际偿还情况所得，与财务报表口径存在一定差异，故此处的债务合计与 2023 年到期债务同根据财报计算的总债务和短期债务存在差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司资产折旧和摊销规模较大，但利润总额仍为 EBITDA 的主要构成，考虑到利润总额中贡献度较高的其他收益主要系政府补助资金，利润总额较为依赖政府补助。2022 年末公司 EBITDA 和经营活动净现金流不能有效覆盖利息支出，且非受限货币资金对短期债务的保障程度偏低，公司面临一定的债务到期兑付压力。

表 10：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	128.26	144.93	179.95
短期债务	30.92	28.94	41.68
其中：一年内到期的非流动负债	22.50	23.31	35.84
短期债务占比	30.92	28.94	41.68
EBITDA	5.75	6.00	7.34
其他收益	3.54	4.89	5.18
EBITDA 利息覆盖倍数	1.09	2.37	0.99
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.96	-4.15	-3.53
非受限货币资金/短期债务	0.61	0.87	0.33

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，公司受限资产规模及占比不大，截至 2022 年末，公司受限资产合计 38.15 亿元，占当期末总资产的 7.40%，存在一定的抵质押融资空间。

表 11：截至 2022 年末公司受限资产情况（万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	184.61	农民工工资保证金
投资性房地产	58,184.82	融资租赁、抵押担保、银行借款
存货	323,080.93	抵押担保、银行借款
合计	381,450.36	--

注：截至 2022 年 12 月 31 日，市郊铁路(轨道延伸线)尖顶坡至璧山段工程项目权益及收益已质押。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 7.76 亿元，占同期末净资产的比例为 2.67%；其中，璧山担保开展担保业务，对外担保余额合计 0.41 亿元，被担保单位均为民营企业，资质和风险承受能力较弱，存在一定的代偿风险；重庆恒通客车有限公司系公司参股公司，担保余额为 0.59 亿元，系 2019 年公司按持股比例为其提供担保；其余被担保方均为璧山区国有企业，目前经营正常。

表 12：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

担保方	被担保方	被担保方类型	担保金额
两山建投	重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司	国企	33,552.12
璧山城投	重庆绿发城市建设有限公司	国企	24,000.00
两山建投	重庆国隆农业科技发展有限公司	国企	10,000.00

两山建投	重庆恒通客车有限公司	--	5,940.00
璧山担保	重庆市惠川鞋业有限公司	民企	190.00
璧山担保	重庆市正发有色金属有限公司	民企	700.00
璧山担保	重庆速腾机械制造有限公司	民企	450.00
璧山担保	重庆瑞通精工科技股份有限公司	民企	900.00
璧山担保	重庆三木云创汽车部件有限公司	民企	900.00
璧山担保	重庆恒久成实钢管有限责任公司	民企	600.00
璧山担保	重庆文星园林工程有限责任公司	民企	230.00
璧山担保	重庆惠程未来智能电气有限公司	民企	100.00
合计		--	77,562.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2015 年，为配合璧山区招商引资，公司同众泰控股集团共同出资成立了重庆众泰。后重庆众泰不能清偿到期债务，公司为其提供的大额担保发生代偿。2020 年璧山区政府组织成立重庆众泰监管小组，并召开化解重庆众泰风险的专题会，研究形成了银行债权整体收购方案，由璧山区国有企业璧山国资整体收购银行对重庆众泰的债权并分期支付收购款，以释放公司对重庆众泰的银行连带保证责任担保。2022 年，公司对重庆众泰的股权及债权已转让至璧山国资，公司对璧山国资其他应收款的回收情况有待关注。

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，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也未发生已发行债券到期未偿付本息的情况。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营主体，无显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司土地业务和基础设施业务保持基本稳定或小幅增长，租金业务收入预计因租赁资产增长和产业落地璧山而有所增长，公司收入预计小幅增长，盈利水平将较 2022 年保持基本稳定。

——2023 年，公司项目建设的投资规模预计约 10~20 亿元，股权类投资规模预计在 5 亿元左右。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年净新增债务类融资约 20 亿元。

预测

表 13：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（%）	35.87	40.70	38.59~47.16
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.37	0.99	0.75~1.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

² 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，公司流动性偏弱，未来一年流动性来源不能完全覆盖流动性需求，存在一定的流动性缺口。

近年来公司经营活动净现金流呈大规模净流出态势，2022 年末公司非受限货币资金为 13.92 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，同期末公司金融机构授信总额为 262.11 亿元，尚未使用授信额度为 40.61 亿元。此外，璧山区各国有企业间可进行临时资金拆借，亦可为公司提供一定的流动性支持；公司为璧山区最重要的基础设施投融资企业，也可获得政府的持续资金支持；且公司近年来在资本市场保持良好的认可度，预计再融资渠道未来将保持畅通，但仍需持续关注政府政策及融资环境变化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、外部投资及债务偿还。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于基础设施建设及股权投资，资金需求较为旺盛。同时，公司面临一定的短期偿债压力，截至 2022 年末，公司短期债务为 41.68 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 7~8 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，公司流动性一般，未来一年流动性来源可基本覆盖流动性需求。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司积极履行作为地方基础设施投融资企业的社会责任，治理体系和治理结构较为健全，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，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，需重视环境管理、资源管理及排放物管理等，截至目前，公司尚未受到监管处罚，且在环境争议事件管理上优于行业平均水平。

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、产品质量事故及劳动诉讼事项等。同时，公司在员工责任、安全管理、社会贡献等方面表现较好。

治理方面，公司战略规划清晰，符合行业政策和公司经营目标，公开市场中信息披露较为及时，近年来未出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。但对璧山城投管控力度较弱，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，璧山区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

璧山区大力发展“装备制造、电子信息、食品医药”三大主导产业，积极培育机器人产业和低碳

³ 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。

包装产业，工业基础较好，经济实力稳步增强，经济财政指标在重庆市居中上游；此外，璧山高新区作为国家级高新区，具备良好的发展基础，工业产值较高，招商引资情况良好，璧山区政府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，2022 年璧山区财力指标下滑，且近年来债务不断增长，截至 2022 年末地方政府债务达 193.05 亿元，在重庆市下辖区县中居第十位，需关注未来财政修复情况及政府债务叠加城投平台债务后可能带来的系统性风险。

同时，璧山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：公司系璧山区最重要的基础设施建设和国有资本投资运营主体，承接璧山区的重点项目建设和重大投资，职能定位明确，业务专营性突出，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由重庆市璧山区国有资产管理中心（以下简称“璧山区国资中心”）直接控股，按照璧山区政府规划进行城市建设和国有资产经营，在股权关系、运营管理和业务开展上，公司与璧山区政府保持高度关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司持续获得璧山区政府在资产划转、资本注入和财政补贴方面的有力支持。资产划转方面，2020 年，璧山区国资中心将重庆市璧山建筑工程质量检测有限公司、重庆市璧山区龙腾保安服务有限公司划转至公司，增加资本公积 0.20 亿元，高新区管委会无偿划转璧山区两山秀苑 12 套公共用房，增加资本公积 0.02 亿元；2021 年，璧山区国资中心将重庆市璧山区公共资源交易服务公司划入公司，增加资本公积 0.39 亿元；2022 年，高新区管委会无偿划转房屋资产，增加资本公积 0.59 亿元。资本注入方面，2020 年，高新区管委会拨入子公司两山产业资本金增加资本公积 1.00 亿元、拨付公司项目资本金增加资本公积 0.19 亿元，璧山区财政局拨付发展资金增加资本公积 0.47 亿元、拨入土地溢价款增加资本公积 0.49 元；2021 年，高新区管委会拨入子公司两山产业资本金增加资本公积 6.77 亿元。财政补贴方面，2020~2022 年，公司分别收到财政补贴 3.54 亿元、4.89 亿元和 5.18 亿元。

表 14：2022 年璧山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
重庆两山建设投资集团有限公司	璧山区国资中心 85.40%	璧山区最重要的基础设施建设主体	515.52	290.38	43.67	21.30	3.53	29.78
重庆绿发实业集团有限公司	璧山区国资中心 100.00%	主要从事璧山区服务业和经营性资产运营	--	--	--	--	--	--
重庆国隆农业科技发展集团有限公司	璧山区国资中心 100.00%	主要服务于璧山区乡村振兴	--	--	--	--	--	--
重庆市璧山区城市建设投资有限公司	重庆两山建设投资集团有限公司 99.42%	璧山区重要的基础设施建设主体，负责除璧山高新区和璧山现代服务业发展区范围以外的基础设施建设和土地整理	199.98	147.52	26.23	7.85	1.64	30.90

注：“大股东及持股比例”为截至 2023 年 5 月 19 日的直接持股情况，“债券余额”仅统计截止 2023 年 5 月 19 日母公司发债情况。

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，璧山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，两山建设与江津华信、永川惠通、涪陵国投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很强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，璧山区与涪陵区、江津区、永川区的行政地位相当，均属重庆市主城新区，GDP 规模较其他区略逊色，但整体经济财政实力大体相当，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。两山建设与上述平台均为当地政府实际控制的重要的城市基础设施建设或国有资本运营主体，当地政府对其均具有强支持意愿。

其次，除涪陵国投经营性业务发展相对突出外，两山建设的外部经营环境风险和业务风险与其他可比对象相比并没有显著差异。政府类业务上，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。

最后，两山建设的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产、权益、营收和净利润规模在比较组中均处于中等水平，整体资本实力和盈利能力较强；公司债务规模相对较小，财务杠杆亦较低，比较组 EBITDA 均难以完全覆盖利息支出，但公司 EBITDA 利息覆盖倍数高于比较组平均水平；公司债券余额与可用金融机构授信相对较低，但整体而言，公司与可比对象近年来均依赖外部融资，资本市场认可度良好，再融资能力较强。

表 15：2022 年同行业对比表

	两山建设	涪陵国投	江津华信	永川惠通
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	璧山区	涪陵区	江津区	永川区
GDP（亿元）	920.95	1,504.37	1,330.02	1,202.84
GDP 增速（%）	3.6	2.6	3.2	3.5
人均 GDP（万元）	12.07	13.47	9.79	10.49
一般公共预算收入（亿元）	43.56	60.03	67.65	42.06
公共财政平衡率（%）	64.16	49.75	58.30	39.89
政府债务余额（亿元）	193.05	233.52	246.73	171.70
控股股东及持股比例	璧山区国资中心 85.40%	重庆市涪陵实业 发展集团有限公 司 100.00%	重庆市江津区国 有资产监督管理 委员会 100.00%	重庆永川城市发 展集团有限公司 100.00%
职能及地位	璧山区最重要的基础设施建设和国有资本投资运营主体	涪陵区重要的国有资本运营主体，兼备土地整理和产业运营职能	江津区重要的基础设施和园区开发投资建设主体，承担德感工业园和白沙工业园的土地整治和基础设施建设任务	永川新城范围内的土地整治及基础设施建设主体
核心业务及收入占比	土地业务 65.79%、工程回 购业务 13.59	食品加工业务 35.73%、铝产品 加工 34.07%、土 地整治开发 20.15%	基础设施建设 29.79%、土地整 治 31.24%	土地整治业务 62.00%、基础设 施代建业务 34.64%
总资产（亿元）	515.52	1,280.58	592.01	464.27
所有者权益合计（亿元）	290.38	677.41	244.43	205.60
资产负债率（%）	43.67	47.10	58.71	55.72

总债务（亿元）	179.95	537.29	297.91	230.05
总资本化比率（%）	40.70	45.35	54.93	52.81
营业总收入（亿元）	21.30	71.46	24.58	16.91
净利润（亿元）	3.53	20.79	4.10	2.07
EBITDA（亿元）	7.34	19.49	6.24	3.73
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.99	0.78	0.80	0.34
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-26.28	11.65	-9.94	5.09
可用银行授信余额（亿元）	40.61	295.03	84.80	77.27
债券融资余额（亿元）	29.78	268.69	148.67	148.25

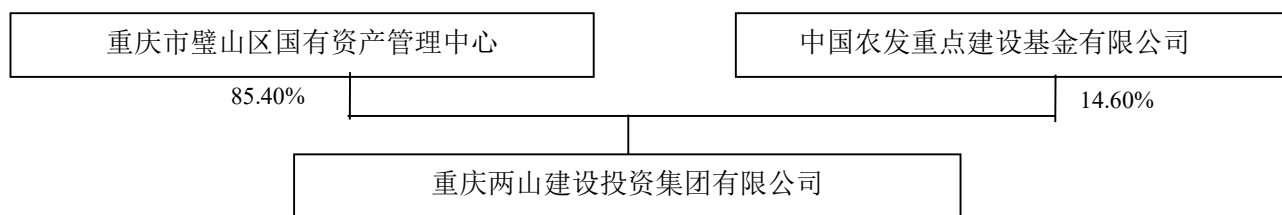
注：1、“控股股东及持股比例”为截至 2023 年 5 月 19 日的直接持股情况；2、“可用银行授信余额”两山建投为 2022 年末数据，涪陵国投、江津华信、永川惠通为 2023 年 3 月末数据；3、“债券余额”仅统计截止 2023 年 5 月 19 日母公司发债情况，未包含境外债。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

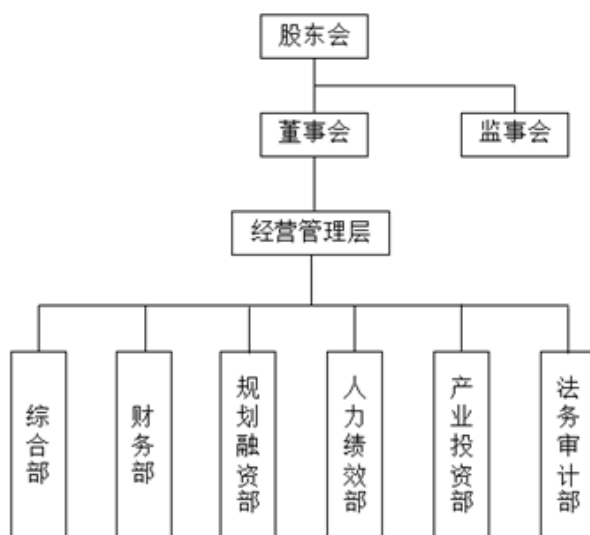
综上所述，中诚信国际维持重庆两山建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 渝两山债/21 两山 01”和“22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：重庆两山建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



企业名称	持股比例（%）
重庆两山建设开发有限公司	90.09
重庆两山产业投资有限公司	100.00
重庆璧山融资担保有限公司	100.00
重庆两山高新建设有限公司	100.00
重庆市璧山建筑工程质量检测有限公司	100.00
重庆市璧山区城市建设投资有限公司	99.42
重庆市璧山公共资源服务有限公司	100.00
重庆星鹏置业发展有限公司	20.14
重庆鸿文置业发展有限公司	100.00
重庆昌淼置业发展有限公司	100.00
重庆棕树置业发展有限公司	100.00
重庆云意轩置业发展有限公司	100.00
重庆觅云置业发展有限公司	100.00
重庆千青置业发展有限公司	100.00
重庆拓恒迅置业发展有限公司	100.00
重庆天荣置业发展有限公司	100.00
重庆东跃置业发展有限公司	100.00

注：上表仅列示一级子公司。



资料来源：公司提供

附二：重庆两山建设投资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
货币资金	191,475.57	256,025.53	139,377.26
非受限货币资金	187,951.63	250,487.78	139,192.65
应收账款	682,053.38	625,951.62	750,270.89
其他应收款	372,442.95	392,045.91	387,445.80
存货	2,187,322.99	2,318,979.47	2,474,249.04
长期投资	48,553.94	66,096.28	92,258.71
在建工程	144,562.35	25,170.13	82,226.20
无形资产	400,237.91	395,934.74	399,257.73
总资产	4,427,072.27	4,622,958.44	5,155,200.58
其他应付款	195,670.63	113,254.67	133,262.10
短期债务	309,151.08	289,447.10	416,796.90
长期债务	973,492.00	1,159,897.63	1,382,750.36
总债务	1,282,643.07	1,449,344.73	1,799,547.25
总负债	1,586,311.79	1,740,983.35	2,251,447.79
利息支出	52,822.28	25,299.28	74,424.94
经调整的所有者权益合计	2,541,039.66	2,591,429.47	2,622,382.22
营业总收入	211,303.39	215,165.67	213,027.74
经营性业务利润	30,886.87	30,107.21	35,302.03
其他收益	35,373.70	48,919.84	51,821.64
投资收益	3.83	2,040.26	-229.30
营业外收入	81.18	47.80	57.24
净利润	30,816.98	31,083.18	35,276.73
EBIT	39,103.79	42,165.13	49,050.15
EBITDA	57,492.29	60,020.03	73,400.43
销售商品、提供劳务收到的现金	294,296.34	222,308.66	214,580.06
收到其他与经营活动有关的现金	687,890.93	610,737.61	293,564.47
购买商品、接受劳务支付的现金	316,968.11	177,485.21	198,712.62
支付其他与经营活动有关的现金	588,832.38	751,681.75	556,066.33
吸收投资收到的现金	--	495.00	--
资本支出	147,694.82	35,842.31	140,367.38
经营活动产生的现金流量净额	50,841.87	-104,945.41	-262,779.75
投资活动产生的现金流量净额	-161,694.23	28,085.41	-153,136.62
筹资活动产生的现金流量净额	103,348.26	139,396.15	304,621.24
现金及现金等价物净增加额	-7,504.10	62,536.15	-111,295.13
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	10.05	4.42	7.42
期间费用率(%)	9.13	9.87	10.78
应收类款项/总资产(%)	23.82	22.02	22.07
收现比(X)	1.39	1.03	1.01
资产负债率(%)	35.83	37.66	43.67
总资本化比率(%)	33.54	35.87	40.70
短期债务/总债务(%)	24.10	19.97	23.16
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.96	-4.15	-3.53
总债务/EBITDA(X)	22.31	24.15	24.52
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.21	0.18
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.09	2.37	0.99

注：1、中诚信国际根据两山建设提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理，其中，2020 年、2021 年数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年数据采用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将各期末其他应付款中的带息部分调入短期债务，各期末长期应付款中的带息部分调入长期债务，2022 年末其他非流动负债中的带息部分调入长期债务；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，中诚信国际将资本公积中的林权视为公益性资产，对所有者权益进行调整；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
盈利能力	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
	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