



重庆两山建设投资集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0442 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 31 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 ⁺
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。	
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。但也需关注公司资本支出压力较大、资产质量较差及债务快速增长、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	<p>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。</p> <p>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，致使股东及相关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。</p>	

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。**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，基建业务范围涵盖璧山区主城区部分区域和璧山高新区规划范围内的相关区域，同时承担区内重要的国有资产经营运营职能，区域专营性强，地位突出。
- **持续获得外部有力支持。**近年来持续获得璧山区政府在财政补贴等方面的有力支持，2021年~2023年公司分别获得财政补贴收入4.89亿元、5.18亿元和4.55亿元。

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保有一定的投资体量，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，整体资产质量较差。**公司应收类款项规模较大，截至2023年末合计为140.31亿元，应收类款项占总资产比重达26.01%，且回款周期较长，对资金形成较大占用，整体资产质量较差。
- **债务持续增长，获现能力弱化，面临一定短期偿债压力。**2023年以来公司有息债务继续增长，期末短期债务规模保持高位，收现比大幅下降，非受限货币资金对短期债务覆盖能力持续弱化，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：袁野 yyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

两山建投（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	462.30	522.82	539.55
经调整的所有者权益合计（亿元）	288.20	292.48	280.10
负债合计（亿元）	174.10	230.35	259.45
总债务（亿元）	144.93	185.15	208.26
营业总收入（亿元）	21.52	21.36	26.61
经营性业务利润（亿元）	3.01	3.33	1.95
净利润（亿元）	3.11	3.34	3.45
EBITDA（亿元）	6.00	7.17	9.17
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.49	-26.41	-3.04
总资本化比率（%）	33.46	38.76	42.65
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.37	0.96	0.87

注：1、中诚信国际根据两山建投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 2021~2023 年度审计报告整理，其中，2021 年、2022 年数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年数据采用 2023 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和其他非流动负债中的带息部分调入长期债务。

同行业比较（2023 年数据）

项目	两山建投	涪陵国投	永川惠通
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	璧山区	涪陵区	永川区
GDP（亿元）	983.00	1,626.37	1,281.4
一般公共预算收入（亿元）	53.19	70.02	50.1
经调整的所有者权益合计（亿元）	280.10	707.55	201.23
总资本化比率（%）	42.65	41.13	54.49
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.87	0.77	0.38

中诚信国际认为，璧山区市与涪陵区、永川区行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域环境相近；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，业务运营实力相近；公司权益规模处于比较组中等水平，但利息覆盖能力最高、财务杠杆居中，整体来看财务风险相近。同时，当地政府均具有强支持能力，并对上述公司具有强或很强的支持意愿。

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，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

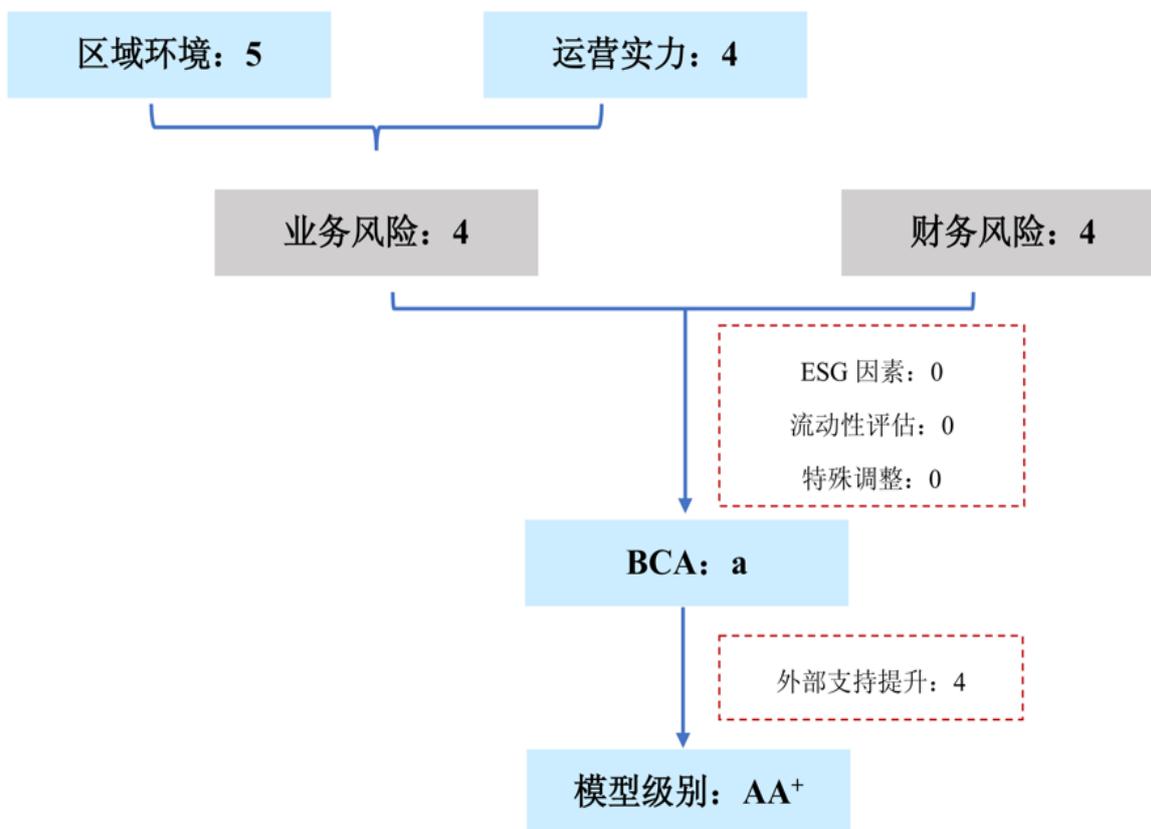
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债券余 额（亿元）	存续期	特殊条款
21 渝两山债 /21 两山 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	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 ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	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%

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
两山建投	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/06/27 至本报告出具日

● 评级模型

重庆两山建设投资集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 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, 主要体现在璧山区保持较好的经济实力, 公司是璧山区重要的基础设施建设主体, 跟踪期内在项目建设、政府补助等方面继续获得来自上级政府的支持, 区域重要性强, 与政府关联度高。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。

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_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基建行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基建企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/dtail/11066?type=1>。

区域环境

中诚信国际认为，依托区位优势和产业基础，跟踪期内璧山区的经济及财政实力增长，潜在的支持能力强；区域内未发生负面舆情，整体融资渠道保持相对畅通，但区内政府债务增长较快，后续债务化解及风险防范仍面临一定挑战。

凭借区位优势和良好的产业基础，跟踪期内璧山区经济持续增长。2023 年，璧山区 GDP 较上年增长 7.2%，GDP 和人均 GDP 在重庆市 38 个区县中分别排名第 13 位和第 6 位。一般公共预算收入较上年大幅增长 22.1%，其中税收收入增长 46.2%，税收收入占比回升，财政平衡情况亦有所改善。再融资环境方面，截至 2023 年末，璧山区地方政府债务余额为 224.58 亿元，区域内城投企业主要通过银行借款和发行债券的方式进行融资，非标融资较少，融资渠道保持畅通，债券发行利差在重庆市各区县中处于较低水平，但区域内政府债务增长较快，后续债务化解及风险防范仍面临一定挑战。未来仍需持续关注外部经济及政策因素对璧山区再融资环境可能产生的影响。

表 1：近年来璧山区地方经济财政概况

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	874.5	921.0	983.0
GDP 增速（%）	10.4	3.6	7.2
一般公共预算收入（亿元）	53.1	43.7	53.19
一般公共预算收入增速（%）	5.1	-18.0	22.1
税收收入占比（%）	63.28	45.68	54.69
一般公共预算支出（亿元）	76.13	67.89	75.80
财政平衡率（%）	69.75	64.16	70.17
政府性基金收入（亿元）	98.85	65.94	53.48
地方政府债务余额（亿元）	169.20	193.05	224.58

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，中诚信国际整理。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，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。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、%）

项目	2021 年			2022 年			2023 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	0.07	0.32	100.00	0.09	0.42	100.00	0.02	0.07	100.00
工程回购业务	1.13	5.25	1.80	2.89	13.55	8.00	3.05	11.48	8.00
土地业务	19.25	89.46	5.04	14.02	65.62	3.85	21.04	79.07	4.77
租金业务	0.50	2.32	25.77	1.52	7.10	29.19	2.41	9.06	47.40
其他业务	0.57	2.64	-42.01	2.84	13.29	11.65	0.09	0.33	-103.06
合计/综合	21.52	100.00	4.42	21.36	100.00	7.66	26.61	100.00	8.70

注：1、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；2、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。公司代建业务和工程回购业务模式均未发生变化。

2021~2023 年，公司分别实现代建收入 0.07 亿元、0.09 亿元和 0.02 亿元，同期分别实现工程回购收入 1.13 亿元、2.89 亿元和 3.05 亿元。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 2023 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、中小企业家园等，主要的在建项目总投资为 151.79 亿元，已投资 96.94 亿元，未来仍需投资 54.85 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，自营项目投资规模合计 19.04 亿元，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 2023 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	3.21	自建
璧山高新区中小企业集聚区项目	2021~2023	5.46	3.26	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	1.02	自建
璧山新材料产业园项目一期工程	2023~2024	3.89	1.65	自建
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	12.93	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	7.54	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	11.65	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	1.97	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	18.84	代建
璧山区轨道换乘枢纽及配套项目——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
华道生物（重庆）细胞免疫治疗研发和生产转化基地	2023~2024	2.45	0.92	代建
中国长安璧山智能网联低碳产业园一期项目	2023~2024	5.80	2.60	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 -- 151.79 96.94 --

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 2023 年末，公司拟建的基础设施项目包括棕树家园保障房、西部（重庆）科学城专业市场集群基础设施建设项目（一期）等，主要拟建项目计划投资合计为 19.93 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 2023 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
C16-1/02 地块大跨度钢结构厂房	2024-2025	1.71	自建
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
来凤综合能源站项目	2024-2025	0.44	自建
棕树家园保障房	2024-2026	14.39	自建
合计	--	19.93	--

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，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，仍主要由子公司重庆市璧山区城市建设投资有限公司（以下简称“璧山城投”）和公司本部负责，公司通过招拍挂方式取得土地，璧山区财政局及璧山高新区管委会（以下简称“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。

2023 年，公司确认土地收入 21.04 亿元，毛利率为 4.77%，当年政府收回土地情况好转，致使当期土地出让收入大幅回升。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。

截至 2023 年末，公司存货中待开发土地的账面价值为 104.12 亿元，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 13.38 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，跟踪期内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。2023 年，由于当期新增部分房屋及厂房投入出租、追缴行政事业单位部分欠租及整体出租率的提高，公司出租收入及毛利率实现大幅增长，同期公司未实现房屋出售收入。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 5：截至 2023 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	10.39	出租
两山丽苑二期经适房	经适房及配套	5.30	出租/出售
两山丽苑商业街	商业及配套	8.98	出租
两山丽苑经适房	经适房	1.85	出售
经适房商业	商业	0.16	出租
两山秀苑二期	经适房	0.52	出售
清明经适房	经适房	0.26	出售
奥康经适房	经适房	0.03	出售
青杠统建优惠购房	经适房	0.04	出售
东林美地停车位	停车位	0.76	出租/出售
西部重庆科学城先进数据中心	厂房	1.12	出租
天安 CBD	商业写字楼	1.21	出租
展运一期	厂房	9.91	出租
牛角湾 7 号（原蓝黛老厂区）	厂房	4.52	出租
金田厂房(派诺蒙房产)	厂房	7.34	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	20.61	出租
璧山城投房产	房屋	7.74	出租/出售
企业天地厂房	厂房	3.21	出租
新能源汽车特色产业园	厂房	13.77	出租
专精特新产业园	厂房	7.17	出租
合计	--	155.69	--

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，跟踪期内得益于当期项目建设的持续推进，资产规模进一步增长，但由于部分子公司注销及部分子公司和林权资产划出，公司净资产规模有所回落，且应收类款项占比较高，对资金形成一定占用，整体资产质量较差；债务规模持续增长推升了财务杠杆水平；收现比大幅下降，EBITDA 和经营活动净现金流不能有效覆盖利息支出，偿债压力总体依然较大。

资本实力与结构

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，公司资产规模保持增长，2023 年末总资产达 539.55 亿元，较年初增加 16.73 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，2023 年末流动资产占总资产的比重为 73.90%。

公司存货规模较大，2023 年末账面价值达 246.82 亿元，占总资产的 45.75%，主要包括开发成本 142.68 亿元和待开发土地 104.12 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。

公司形成了较大规模的应收类款项，其中应收账款为 87.15 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 53.16 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，2023 年末应收璧山国资 15.12 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，跟踪期末公司应收类款项合计 140.31 亿元，应收类款项占比达 26.01%，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，2023 年末账面价值为 46.06 亿元，较年初增加 13.93 亿元，主要系公司在建工程中的西部（重庆）科学城先进数据中心项目（一期）以及璧山高新区中小企业集聚区项目转入所致。同期末，公司无形资产账面价值为 37.51 亿元，其中林权 26.39 亿元，属公益性资产，且每年计提大额摊销，2023 年计提摊销 0.71 亿元。其他非流动资产较年初减少 5.66 亿元至 18.49 亿元，变动主要系政府回购部分公共租赁住房使得当期公共租赁住房建设项目由 14.00 亿元减少为 8.19 亿元。

公司资产流动性不佳，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。此外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，整体资产质量较差。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务占比同比略有下降，债务仍以长期为主；由于近年来货币资金呈下降趋势，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力持续弱化。当期政府无偿划转停车位及房屋资产合计增加公司资本公积 1.07 亿元，但当期由于政府无偿划出并注销部分子公司¹，叠加自然规划局收回部分林地及林地本期摊销，共同导致公司资本公积较年初总体下降 14.77 亿元。公司资本公积下降，带动经调整的所有者权益回落，财务杠杆水平逐年上升。

表 6：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	6 个月以内	6 个月至 1 年	超过 1 年	合计金额	占比
债券融资	14.34	4.98	40.26	59.58	28.61%
银行贷款	3.58	3.21	104.35	111.14	53.37%
非金融机构贷款	1.71	4.21	17.61	23.53	11.30%
其他有息债务	-	8.12	5.89	14.01	6.73%
合计	19.63	20.52	168.11	208.26	—

资料来源：《重庆两山建设投资集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

¹ 无偿划出子公司包括重庆璧山融资担保有限责任公司、重庆拓恒讯物业管理有限公司、重庆市璧山建筑工程质量检测有限公司及重庆市璧山公共资源服务有限公司；注销子公司包括重庆市璧山区方圆建筑工程有限公司和重庆市璧山区黛山机关车辆服务有限公司。

2023 年公司营业收入较上年有所增长，跟踪期内经营活动净现金流有所改善，但对利息的保障能力整体仍较弱，且经营活动获现能力弱化，当期收现比大幅下降至 0.58。公司投资活动净现金流缺口有所收窄，主要系当期基建等项目投入支出有所收紧所致；跟踪期由于偿债规模相对较大，公司偿还债务支付的现金同比有所增长，筹资活动现金流净流入规模有所减少。由于利息支出的逐年增长，EBITDA 对利息的覆盖能力逐年弱化。得益于经营活动现金流缺口的收窄，跟踪期经营活动净现金流利息覆盖指标有所改善，但依然无法对其形成有效覆盖。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
货币资金	25.60	13.98	7.50
应收账款	62.60	75.03	87.15
其他应收款	39.20	45.77	53.16
存货	231.90	247.42	246.82
投资性房地产	23.32	32.13	46.06
无形资产	39.59	39.93	37.51
其他非流动资产	9.87	24.15	18.49
总资产	462.30	522.82	539.55
流动资产占比	78.30	74.30	73.90
资本公积	243.97	246.13	231.36
经调整的所有者权益	288.20	292.48	280.10
总债务	144.93	185.15	208.26
短期债务占比	19.97	22.68	19.28
资产负债率	37.66	44.06	48.09
总资本化比率	33.46	38.76	42.65
经营活动产生的现金流量净额	-10.49	-26.41	-3.04
投资活动产生的现金流量净额	2.81	-15.31	-10.34
筹资活动产生的现金流量净额	13.94	30.57	6.86
收现比	1.03	1.01	0.58
非受限货币资金/短期债务	0.87	0.33	0.19
EBITDA	6.00	7.17	9.17
EBITDA 利息覆盖倍数	2.37	0.96	0.87
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-4.15	-3.55	-0.29

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 2023 年末，公司受限资产合计 38.70 亿元，占当期末总资产的 7.17%，存在一定的抵质押融资空间。

表 8：截至 2023 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	617.11	诉讼冻结
投资性房地产	109,960.56	融资租赁、抵押担保、银行借款
存货	260,548.11	抵押担保、银行借款
固定资产	5,910.65	银行借款
无形资产	9,956.36	融资租赁
合计	386,992.79	--

注：截至 2023 年 12 月 31 日，《璧山高新区棚户区（城中村）改造项目购买服务协议》、《璧山棕树片区棚户区（城中村）改造项目购买服务协议》权益及项下收益已质押。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保金额为 12.14 亿元（具体见附表三），占同期末净资产的比例为 4.33%；由于跟踪期子公司璧山担保的划出，公司不再从事承担对民营企业的担保

业务，但公司依然存在 1 笔对民营企业重庆吉厦房地产开发有限公司的保证担保 0.50 亿元，民营企业资质和风险承受能力较弱，存在一定的代偿风险；重庆恒通电动客车动力有限公司系公司参股公司²，当期担保余额为 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，目前经营情况正常。

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 2024 年 3 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。

未决诉讼（仲裁）方面，2023 年 7 月公司发布公告称，公司与重庆中科建设（集团）有限公司（以下简称“中科建设”）就璧山区两山丽苑经济适用房项目建设工程款产生争议，中科建设向重庆仲裁委员会申请仲裁（案号：2023 渝仲字第 178 号），请求判令公司支付包括无争议工程款在内的金额合计 31,464.86 万元。截至本报告出具日，该案尚在仲裁过程中。该案仲裁前及仲裁过程中，公司已累计支付工程款项及退还质保金合计 66,872.39 万元，对于剩余应支付工程款的具体金额，公司与中科建设未达成一致，且公司认为根据投资建设合同的约定，最终结算金额应以政府审计机关出具的审计结果为准，因该项目尚未完成政府审计，公司无法依据中科建设报送数据或工程造价咨询单位审核结果直接支付款项，需根据该案仲裁结果进行支付。中诚信国际将持续关注公司涉及仲裁事项的最新进展及剩余应支付工程款的支付情况，并及时评估其对公司日常经营及整体信用状况可能产生的影响。

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

截至 2023 年末，公司账面非受限货币资金为 7.44 亿元；同期末，公司可用银行授信余额为 24.15 亿元，可用在手批文 7.30 亿元。此外，近年来璧山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；公司作为璧山区重要的基础设施建设主体，公司可在项目回款和补助等方面获得来自璧山区政府的支持。同期，公司短期债务规模为 40.15 亿元，存在一定的短期偿债压力。整体来看，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。

外部支持

跟踪期内，璧山区的经济和财政实力继续增长，GDP、人均 GDP 及一般公共预算收入在重庆市下属 38 个区县中分别排名第 13 名、第 6 名和第 9 名，地方债务风险整体可控。公司仍然是璧山区重要的基础设施建设主体，维持较强的区域重要性，其股权结构、业务开展、投融资布局、未来发展战略等受到政府的影响，并在项目建设、政府补助方面继续获得来自政府的支持。综上，璧山区政府的支持能力强，并对公司保持强的支持意愿，可为公司带来强的外部支持。

² 公司对重庆恒通电动客车动力系统有限公司持股比例为 66%，但不纳入合并范围。

跟踪债券信用分析

“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，截至 2023 年末均已按用途使用。

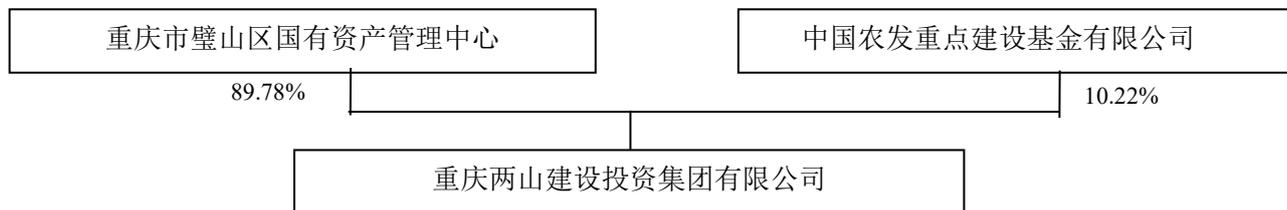
“22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”募集资金 7.00 亿元，其中 6.00 亿元拟以委托贷款形式投放于重庆市璧山区政府管辖区域内或经璧山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）同意的其他区域的小微企业，1.00 亿元用于补充公司营运资金。根据《重庆两山建设投资集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，截至 2023 年末，募集资金账户余额为 0.86 亿元。

“21 渝两山债/21 两山 01”和“22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，虽然公司债务压力较大，但考虑到公司外部支持有力，债券本金接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券到期偿付压力较小。

评级结论

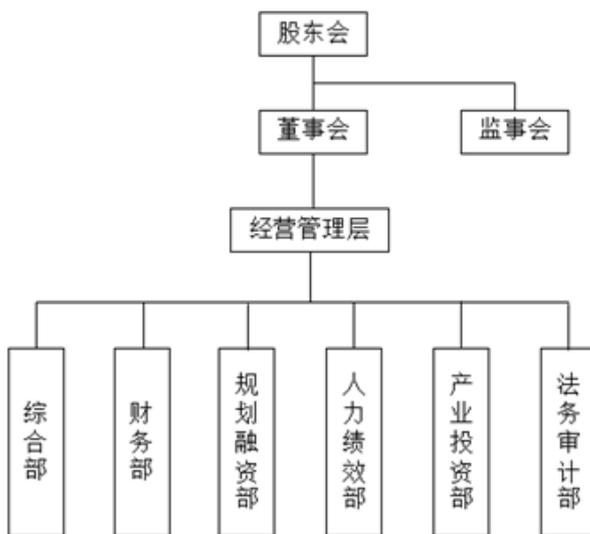
综上所述，中诚信国际维持重庆两山建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“21 渝两山债/21 两山 01”和“22 渝两山小微债 01/22 璧微 01”的债项信用等级为 **AA+**。

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
重庆两山高新建设有限公司	100.00
重庆市璧山区城市建设投资有限公司	99.22
重庆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
重庆两山物业服务有限公司	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：1、上表仅列示一级子公司；2、2023 年公司无偿划出子公司包括重庆璧山融资担保有限责任公司、重庆拓恒讯物业管理有限公司、重庆市璧山建筑工程质量检测有限公司及重庆市璧山公共资源服务有限公司；注销子公司包括重庆市璧山区方圆建筑工程有限公司和重庆市璧山区黛山机关车辆服务有限公司；新纳入合并范围子公司为重庆两山物业服务有限公司。



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）	2021	2022	2023
货币资金	256,025.53	139,802.38	74,972.85
非受限货币资金	250,487.78	139,617.76	74,355.74
应收账款	625,951.62	750,270.89	871,531.30
其他应收款	392,045.91	457,701.95	531,626.80
存货	2,318,979.47	2,474,249.04	2,468,227.40
长期投资	66,096.28	92,838.97	105,707.09
在建工程	25,170.13	82,226.20	83,248.72
无形资产	395,934.74	399,257.73	375,085.49
总资产	4,622,958.44	5,228,248.58	5,395,503.00
其他应付款	113,254.67	133,269.90	169,298.44
短期债务	289,447.10	419,896.17	401,515.89
长期债务	1,159,897.63	1,431,600.36	1,681,130.38
总债务	1,449,344.73	1,851,496.53	2,082,646.27
总负债	1,740,983.35	2,303,468.50	2,594,470.18
利息支出	25,299.28	74,424.94	105,173.61
经调整的所有者权益合计	2,881,975.09	2,924,780.08	2,801,032.82
营业总收入	215,165.67	213,580.74	266,101.42
经营性业务利润	30,107.21	33,333.79	19,525.43
其他收益	48,919.84	51,821.64	45,458.84
投资收益	2,040.26	-155.57	20,624.19
营业外收入	47.80	59.60	173.97
净利润	31,083.18	33,422.86	34,495.04
EBIT	42,165.13	47,193.92	62,178.31
EBITDA	60,020.03	71,681.63	91,659.17
销售商品、提供劳务收到的现金	222,308.66	214,580.06	154,591.76
收到其他与经营活动有关的现金	610,737.61	294,729.24	321,657.74
购买商品、接受劳务支付的现金	177,485.21	198,712.62	171,271.17
支付其他与经营活动有关的现金	751,681.75	558,390.76	326,064.52
吸收投资收到的现金	495.00	0.00	0.00
资本支出	35,842.31	140,367.38	117,518.73
经营活动产生的现金流量净额	-104,945.41	-264,110.33	-30,447.61
投资活动产生的现金流量净额	28,085.41	-153,136.62	-103,378.76
筹资活动产生的现金流量净额	139,396.15	305,662.05	68,564.34
现金及现金等价物净增加额	62,536.15	-111,584.90	-65,262.03
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	4.42	7.58	8.70
期间费用率(%)	9.87	11.91	14.81
应收类款项/总资产(%)	22.02	23.10	26.01
收现比(X)	1.03	1.01	0.58
资产负债率(%)	37.66	44.06	48.09
总资本化比率(%)	33.46	38.76	42.65
短期债务/总债务(%)	19.97	22.68	19.28
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-4.15	-3.55	-0.29
总债务/EBITDA(X)	24.15	25.83	22.72
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.17	0.23
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.37	0.96	0.87

注：1、中诚信国际根据两山建投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 2021~2023 年度审计报告整理，其中，2021 年、2022 年数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年数据采用 2023 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，其他非流动负债中的带息部分调入长期债务；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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：重庆两山建设投资集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

担保方	被担保方	企业类型	担保金额（单位：亿元）
璧山城投	重庆迈康商业管理有限公司	国企	5.00
璧山城投	重庆绿发城市建设有限公司	国企	4.00
两山建设	重庆国隆农业科技发展有限公司	国企	1.00
两山建设	重庆绿发城市建设有限公司	国企	0.95
两山建设	重庆恒通电动客车动力系统有限公司	国企	0.59
两山开发	重庆吉厦房地产开发有限公司	民企	0.50
璧山城投	重庆璧优鲜现代农业发展有限公司	国企	0.10
合计	--	--	12.14

注：“两山开发”系“重庆两山建设开发有限公司”的简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
资产负债率	负债总计/资产合计
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总计
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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，影响报表使用者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。

附五：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