

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0319号

重庆渝垫国有资产经营集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“23渝垫专项债 01/23 渝垫 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01”信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二五年六月二十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2025年6月20日至2026年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2025年6月20日

重庆渝垫国有资产经营集团有限公司 主体及“23渝垫专项债01/23渝垫01”2025年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2025/6/20	AA/稳定	赵安然	张青源

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
23渝垫专项债01/ 23渝垫01	AA	AA	经营风险	区域环境	100.0%	61.0
				业务运营	100.0%	68.0
			财务风险	盈利与获现能力	45.0%	21.3
				债务负担	20.0%	14.0
				债务保障程度	35.0%	12.0
调整因素					无	
个体信用状况 (BCA)					a+	
评级模型结果					AA	
外部支持调整子级					2	
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

重庆渝垫国有资产经营集团有限公司是重庆市垫江县最重要的土地整理开发主体和基础设施建设主体，主要从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施建设和燃气销售及安装业务，同时还从事人力资源服务、环卫园林和物业管理服务等其他业务。垫江县国有资产管理服务中心为公司的控股股东和实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，重庆市及其下辖的垫江县经济实力仍很强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续获得股东及各方持续支持。同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性仍较差，短期偿付压力加大，资金来源对筹资活动存在一定依赖。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“23渝垫专项债01/23渝垫01”到期不能偿还的风险很低。

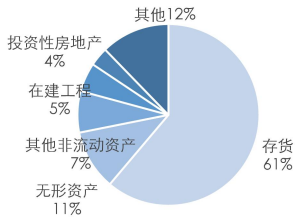
同业比较

项目	重庆渝垫国有资产经营集团有限公司	丰都县城市建设资产经营有限责任公司	重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司	重庆市南川区城市建设投资(集团)有限公司
地区	重庆市垫江县	重庆市丰都县	重庆市江津区	重庆市南川区
GDP总量(亿元)	-	428.41	1490.78	501.02
人均GDP(元)	-	-	111648	90732
一般公共预算收入(亿元)	30.01	30.23	68.29	28.98
政府性基金收入(亿元)	28.79	16.95	48.93	55.83
地方政府债务余额(亿元)	204.21	187.55	381.74	231.86
资产总额(亿元)	369.26	203.95	623.56	576.81
所有者权益(亿元)	207.62	78.37	257.99	175.18
营业收入(亿元)	21.94	2.29	27.11	18.93
净利润(亿元)	1.72	0.19	2.53	2.21
资产负债率(%)	43.77	61.58	58.63	69.63

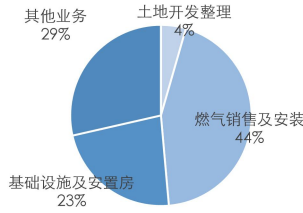
注1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA的同行业公司，表中数据年份均为2024年，标“-”为未获取数据(全文同)
注2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2024年)



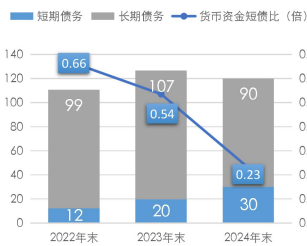
公司营业收入构成 (2024年)



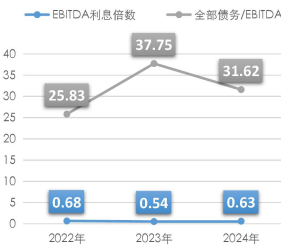
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2022年	2023年	2024年
资产总额	307.39	346.67	369.26
所有者权益	167.87	187.51	207.62
营业收入	17.02	18.16	21.94
净利润	2.52	1.68	1.72
全部债务	110.70	126.55	120.06
资产负债率	45.39	45.91	43.77
全部债务资本化比率	39.74	40.29	36.64

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2022年	2023年	2024年
地区	重庆市垫江县		
GDP 总量	530.61	568.89	-
人均 GDP (元)	81884	88681	-
一般公共预算收入	21.06	26.32	30.01
政府性基金收入	22.31	28.61	28.79
财政自给率	32.30	37.58	40.86

优势

- 跟踪期内, 重庆市经济实力依然很强, 其下辖的垫江县地区经济保持较快增长, 已形成先进材料、汽摩装备、食品药品及农产品加工 3 大主导产业, 综合经济实力很强;
- 公司继续从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施建设和燃气销售及安装业务, 主营业务仍具有很强的区域专营性;
- 作为垫江县最重要的基础设施建设主体, 公司在资金注入、财政补贴等方面获得股东及相关各方的持续支持。

关注

- 跟踪期内, 公司在建和拟建项目尚需投资规模较大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司代建业务回款周期较长, 流动资产中变现能力较弱的存货占比很高, 资产流动性仍较差;
- 公司短期债务规模持续增加, 债务结构趋于短期化, 短期偿付压力加大;
- 公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响, 稳定性较弱, 资金来源对筹资活动存在一定依赖。

评级展望

预计重庆市及垫江县地区经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 能够持续得到股东及相关各方的有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA (22 渝垫专项债 01/ 22 渝垫 01)	2024/06/24	丛晓莉、高敬一、 梅佳	《城市基础设施建设企业信用评级方法 (RTFU002202404) 》	阅读原文
AA/稳定	AA (18 渝垫债 01)	2018/05/15	卢筱、李佳怡	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年) 》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01	2024/06/24	6.00 亿元	2023/06/13~2030/6/13	-	-

注：“23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01”设置提前偿还条款、弹性配售选择权

跟踪评级说明

根据相关监管要求及重庆渝垫国有资产经营集团有限公司（以下简称“渝垫国资”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

渝垫国资前身为重庆渝垫国有资产经营有限责任公司，是由重庆市垫江县财政局于 2003 年 12 月出资设立，初始注册资本为人民币 0.80 亿元。2022 年 6 月，公司更为现名。历经数次增资及股权变更，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 5.77 亿元；垫江县国有资产管理服务中心（原名垫江县国有资产监督管理委员会，2020 年更为现名，以下简称“垫江县国资中心”）持有公司 89.06% 的股权，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有公司 7.14% 的股权，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司 3.80% 的股权，垫江县国资中心为公司控股股东和实际控制人。

公司作为重庆市垫江县最重要的基础设施建设主体，主要从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施建设和燃气销售及安装业务，同时还从事人力资源服务、环卫园林和物业管理服务等其他业务。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 9 家（详见下图表）。

图表 1 截至 2024 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
重庆市垫江县东部新区实业有限公司	东部实业	24352.38	82.13	投资设立
重庆市垫江县顺弘实业有限公司	顺弘开发	10000.00	100.00	投资设立
垫江县小厦建筑有限公司	小厦建筑	10000.00	100.00	投资设立
重庆垫江人力资源管理有限公司	垫江人力	10000.00	100.00	投资设立
重庆市垫江县兴农融资担保有限公司 ¹	垫江兴农担保	16000.00	93.75	投资设立
重庆立生实业有限公司	立生服务	1000.00	100.00	购买
重庆鼎发实业集团股份有限公司	鼎发实业	5453.32	52.01	无偿划转
重庆市新岑置业发展有限公司 ²	新岑置业	12349.23	100.00	投资设立
重庆东鸿城市运营管理有限责任公司	东鸿城市运营	32000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01”已按时还本付息，募集资金使用完毕。

¹ 公司与重庆兴农融资担保集团有限公司、垫江兴农担保签订的协议，协议约定原于 2011 年 12 月 1 日签署的《股权托管协议》自 2020 年 1 月 1 日起终止，公司不再将持有 41% 的垫江兴农担保的股权委托重庆兴农融资担保集团有限公司经营管理，原签订的股权托管协议终止，公司取得垫江兴农担保的控制权，采用成本法核算，纳入合并报表范围。

² 已于 2025 年 1 月 10 日注销。

个体信用状况

行业分析

以“控增化存”为核心的化债政策全面落地，地方化债压力有所减轻，监管“防风险”与“促发展”双轨并行

2024年以来，我国持续深化地方政府债务风险防控体系建设，以“控增化存”为核心的化债政策全面落地。随着各项化债补充政策落地以及置换隐性债务的地方政府债大规模供给，地方化债压力有所减轻。预计未来城投行业监管政策将延续“严控新增债务”的主基调，并更加注重“防风险”与“促发展”双平衡，加快推动城投公司改革转型，从“化债中发展”转向“发展中化债”。

城投公司信用风险总体可控，市场化转型加快推进，但所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势，需警惕转型过程中衍生的经营风险

随着“一揽子化债”政策全面落地，尾部城投公司短期流动性风险持续缓解，债务风险总体可控，预计城投公司公募债券违约的概率依然很低。然而在地方财政运行延续“紧平衡”的背景下，行业深层矛盾犹存，部分区域负面舆情仍时有发生，流动性紧张的局面尚未得到根本性缓解。长期来看仍需进一步理顺财政机制体制、转变地方经济发展模式、加快城投公司实质性转型。

当前市场及政策环境下，城投公司退平台和转型进程料将加速。但由于区域经济发展水平、资源禀赋、产业基础等差异，不同地区城投公司所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势。未来，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性转型带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，主要来自燃气销售及安装业务，土地开发整理收入持续下降，基础设施及安置房收入及占比大幅提升，综合毛利率有所下降

公司作为垫江县最重要的土地整理开发主体和基础设施建设主体，主要从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施建设和燃气销售及安装业务，同时还从事人力资源服务、环卫园林和物业管理服务等其他业务。

2022年以来，公司营业收入逐年增长，2022年~2023年主要来自土地开发整理和燃气销售及安装业务，2024年土地开发整理收入及占比大幅下降，基础设施及安置房收入及占比大幅提升。燃气销售及安装业务收入逐年上升，主要系工业用净化气收入增长所致；其他业务收入持续增加，主要系工程施工、人力资源服务、租赁等业务收入增长所致。近年来，公司毛利润整体呈下降趋势，综合毛利率持续下降。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022年		2023年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地开发整理	4.04	23.73	4.00	22.01	0.98	4.45
基础设施及安置房建设	0.68	3.97	0.44	2.40	5.01	22.83
燃气销售及安装	8.30	48.74	9.05	49.85	9.69	44.15
其他业务	4.01	23.56	4.67	25.74	6.27	28.57
营业收入	17.02	100.00	18.16	100.00	21.94	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
土地开发整理	1.92	47.54	2.27	56.91	0.61	62.04
基础设施及安置房建设	0.64	93.96	0.18	40.95	0.92	18.32
燃气销售及安装	1.87	22.52	2.03	22.47	2.25	23.27
其他业务	1.00	24.93	1.12	23.99	1.16	18.49
合计	5.42	31.86	5.61	30.88	4.94	22.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地开发整理

公司主要从事垫江县的土地开发整理，业务具有很强的区域专营性；但近年来土地开发整理收入及毛利润大幅下降，且公司暂无拟开发整理的土地项目，该业务收入的实现易受房地产市场行情及土地出让规划影响，未来存在一定的不确定性

公司主要从事垫江县范围内的土地开发整理业务，业务具有很强的区域专营性。该业务主要由公司本部负责。业务模式方面，公司受托整理开发的土地均按照垫江县政府 2012 年 8 月 6 日与公司签订的《土地一级开发委托合同》实施，公司负责规划范围内的土地的征地、拆迁、平整等工作，资金主要来源于自有资金和外部融资。待土地整理开发完成后，公司将土地移交至垫江县政府，垫江县政府按照相关规定与公司进行结算，对招拍挂出让的土地，垫江县政府按照土地出让金的 40% 返还给公司，公司确认为土地整理开发收入。公司将征拆成本及土地平整成本等一同结转为土地整理开发成本。

2022 年以来，土地开发整理收入大幅下降，毛利润总体下降，毛利率逐年提高。

图表 3 截至 2024 年末公司在开发土地整理项目情况（单位：亩、万元）

地块名称	地块面积	计划总投资	累计投资	尚需投资
天马片区	185.00	14850.30	14850.30	-
长安大道地块	55.04	4930.00	4930.00	-
东部新区 1 号地块	141.00	6345.00	5139.45	1205.55
东部新区 2 号地块	122.00	5490.00	4282.20	1207.80
桂溪街道三合片区	163.70	5285.95	5285.95	-
北城乐章北侧	28.09	1669.65	1669.65	-
牡丹文化旅游城	77.76	3499.20	3499.20	-
鼎发狮子坡	35.40	3120.00	1092.40	2027.60
合计	807.99	45190.10	40749.15	4440.95

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司在开发的土地整理项目主要有天马片区和长安大道地块等，上述项目

计划总投资额合计 4.52 亿元，累计已投资 4.07 亿元。公司暂无拟开发整理的土地项目。总体来看，公司土地开发整理业务收入的实现易受房地产市场行情及土地出让规划影响，未来存在一定的不确定性。

基础设施及安置房建设

公司作为垫江县最重要的基础设施建设主体，主要从事垫江县范围内的基础设施及安置房建设，业务具有很强的区域专营性

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司东部实业和子公司顺弘开发负责，资金来源主要为自有资金、外部融资和财政拨款。公司基础设施建设业务采取代建和自建两种模式。自成立以来，公司承担了垫江县内大量基础设施项目建设，对改善垫江县城区面貌、提高居民生活环境和质量、促进经济发展发挥了重要作用。截至 2024 年末，公司已完工未结算的主要基础设施项目包括 2023 年老旧小区改造项目、垫江县桂西大道南延伸段道路工程及垫江县桂西大道三期避险安置建设项目，账面价值 1.90 亿元。

安置房建设业务方面，公司安置房建设业务主要由本部负责。根据 2012 年 8 月 6 日公司与垫江县政府签订的《土地一级开发委托合同》，公司负责建设安置房，待公司承建的安置房项目竣工移交后，垫江县政府按照实际发生的成本加成一定比例与公司结算，公司按结算总价款确认安置房建设收入并结转相应成本。此外，公司还将安置房余房销售确认为销售收入，相应结转安置房建设成本。

近年公司主要建设了松林小区、北安景苑、桂北二区二期、明月小区、南阳西湖小区、西湖小区二区、三合小区、春花小区等安置房项目，总建筑面积 77.43 万平方米。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2024 年末，公司主要在建项目如下表所示，计划总投资合计 18.02 亿元，已投资 9.79 亿元，尚需投资 8.23 亿元。

图表 4 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	计划总投资	累计投资	尚需投资
垫江县迎春河保和寺传统风貌建设项目	2023 年~2025 年	51216.00	40972.00	10244.00
软件产业聚集基地产业载体建设项目（一期）（财富 B 座）	2024 年~2026 年	42198.00	20249.00	21949.00
2023 年垫江县燃气管道老化更新改造工程	2023 年~2025 年	36916.00	4528.00	32388.00
垫江县老城片区排涝通道及设施建设项目	2024 年~2025 年	14200.00	3118.00	11082.00
垫江县软件产业道路工程（一标段）	2023 年~2025 年	13000.00	12295.00	705.00
垫江县软件产业道路工程（二标段）	2023 年~2025 年	13000.00	11382.00	1618.00
垫江县两河六沟抢险通道建设工程	2024 年~2025 年	9628.00	5348.00	4280.00
合计	-	180158.00	97892.00	82266.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司拟建基础设施项目主要包括牡丹湖智能化农贸市场建设项目等，上述项目计划总投资额合计 5.40 亿元。整体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表 5 截至 2024 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资
牡丹湖智能化农贸市场建设项目	25000.00
垫江县燃气智慧平台及物联感知设备更新改造工程	10800.00
垫江县城南片区燃气管道老化更新改造（二期）	6950.00
垫江县城东片区燃气管道老化更新改造（二期）	6300.00
垫江县东门片区迎春河封盖河道恢复排涝通道建设工程	4936.00
合计	53986.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

燃气销售及安装

公司在垫江县燃气供应市场的占有率很高，气源有较强保障，燃气业务是公司收入和利润的稳定来源

公司燃气业务主要由子公司鼎发实业负责，具体包括管道天然气销售、燃气接驳安装、压缩天然气（CNG）销售和工业用净化气销售等。鼎发实业将从外部采购和自行开采的原生气加工成净化气后对外销售，同时将原生气开采过程中产生的副产品对外销售，每月末根据实际发生的成本结转至主营业务成本。净化气的销售量按照实际输送量为准，按月直接与客户进行结算。燃气设备的安装业务成本和收入均按完工进度进行确认，在燃气设备安装完工经客户确认验收后与客户直接进行结算。燃气销售价格和燃气设备的安装价格依据垫江县发展和改革委员会文件确定。

鼎发实业在垫江县的管道燃气供应市场占有率约为 95%，获得的《燃气经营许可证》处于有效期内³。鼎发实业的气源有较强保障，与中国石油天然气股份有限公司西南油气田分公司签订了《天然气供用合同》。近年鼎发实业燃气采购量有所波动，燃气采购价格亦随着燃气市场价格持续增长，详见下表。

图表 6 鼎发实业自产及外购燃气情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	采购量	平均采购单价	采购量	平均采购单价	采购量	平均采购单价
自产	2198	0.83	1916	0.83	2753	0.83
西南中石油外购	37057	1.32	35687	1.36	38263	1.37
合计	39255	-	37603	-	41016	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司的燃气销售对象主要为垫江县内的居民和工商业企业，燃气销售量持续增长，工业用气平均销售单价有所波动，居民用气平均销售单价持续增长。2022 年以来，燃气经营业务收入持续增长，成为公司收入和利润的稳定来源。

³ 公司于 2023 年 5 月 6 日获得重庆市经济和信息化委员会颁发的《燃气经营许可证》（许可证编号：渝 201227000057G），有效期为 2023 年 5 月 6 日~2030 年 12 月 22 日。

图表 7 鼎发实业燃气销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	销售量	平均销售单价	销售量	平均销售单价	销售量	平均销售单价
工业用气	34402	2.06	34376	2.13	36415	2.08
居民用气	3957	1.86	3858	1.87	3751	1.99
合计	38359	-	38234	-	40166	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务收入规模逐年增长，对公司营业收入形成有益补充，毛利率有所下降

公司其他业务主要为人力资源服务、环卫园林和物业管理服务等业务，近年来收入逐年增长，毛利率有所下降。

其中，人力资源服务业务主要由子公司垫江人力负责，主要经营人力资源外包、劳务派遣、保安服务、物业服务、职业技能鉴定、建设工程施工、营地运营等业务。公司主要通过收取服务费获取收入。2022 年~2024 年，公司人力资源服务业务营业收入为 1.50 亿元、1.72 亿元和 1.82 亿元。

企业管理

产权结构

截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 5.77 亿元，垫江县国资中心为公司控股股东及实际控制人。

治理结构

公司设股东会、董事会、监事会及经营管理层。

股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构。

董事会由 5 人组成。非职工代表出任的董事由垫江县国资中心委派或更换，职工董事由公司职工代表大会或者职工大会以无记名投票方式选举产生。董事任期每届三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 名，由垫江县国资中心指定。

监事会由 5 人组成，其中职工代表监事 2 人，非职工代表监事 3 人。非职工代表出任的，由垫江县国资中心委派；职工代表担任的监事由职工代表大会或者职工大会以无记名投票方式选举产生。监事任期每届为三年，监事任期届满，可连选连任。监事会设主席一人，由垫江县国资中心在其委派的监事会成员中指定，由全体监事过半数选举产生。2024 年 7 月，公司监事会主席离任，暂未完成工商变更，截至本报告出具日，监事会主席空缺。

公司设经理层，由 5 人组成，由垫江县国资中心提名推荐，依法由董事会决定聘任或者解聘，聘任期每届三年，任期届满，可以连任。其中总经理 1 名，总经理对董事会负责，负责公司的生产经营管理工作。

管理水平

公司本部下设职能部门 7 个，分别为综合部、党群人力部、总工办、财务融资部、法务监

审部、资产运营部和工程管理部，各部门分别制订了部门职责和岗位职责。

管理制度方面，公司制定了财务管理制度、财务预算管理办法、资金集中管理实施细则（试行）、经济责任审计实施办法（试行）等制度。财务管理方面，财务管理制度对财务内部管理体系、资金管理、投资管理、融资管理等方面做了规定。资金管理方面，公司对所属二级公司及以下的子公司资金实行集中管理。子公司管理方面，公司制定了《子公司管理暂行办法》，对子公司管理做了规定。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度可满足现有经营需要。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年~2024年合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；重庆康华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年~2024年合并财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2024年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共9家。2023年，公司新增3家直接控股子公司，分别是投资设立的重庆市垫江县驰宇置业有限公司（以下简称“驰宇置业”）、重庆市垫江县丹富置业有限公司（以下简称“丹富置业”）和重庆市垫江县驰远置业有限公司（以下简称“驰远置业”）。2024年，公司增加1家直接控股子公司，原东部实业直接控股的东鸿城市运营变为直接控股子公司；减少8家直接控股子公司，其中驰宇置业、丹富置业、驰远置业、重庆垫江市政服务有限公司、重庆市垫江县同裕置业有限公司被吸收合并后注销，垫江县云帆工程质量检测有限责任公司、垫江县工程技术服务有限公司股权处置，重庆渝东勘测设计研究院有限公司变为间接控股子公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，资产流动性较差；部分应收对象存在被执行记录，公司对其款项的回收存在一定的风险

近年来，随着项目建设投入增加，公司资产总额逐年增长，结构上以流动资产为主。

公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和预付款项构成。2024年末，公司存货主要为土地开发整理成本和基础设施及安置房代建项目开发成本，近年来随着项目建设投入增加波动上涨。同期末，公司存货主要包括棚户区改造项目18.77亿元、土地整治开发成本152.15亿元、代建项目开发成本51.40亿元。公司货币资金充裕程度一般，主要为银行存款6.93亿元，辅以少量库存现金，2024年末受限资金130万元。

近年来，公司其他应收款有所增长，但整体规模不大。2024年末，公司其他应收款前五名应收对象分别为重庆垫江泰泽城市运营管理有限公司（购房款，1.95亿元）、垫江县朝阳实业有限公司（以下简称“朝阳实业”）（股权收购款，0.78亿元）、重庆红星美龙置业有限公司⁴

⁴ 经中国执行信息公开网查询，2024年~2025年，重庆红星美龙置业有限公司存在8笔被执行记录，公司及公司执行董事被限制消费措施。

(借款, 0.58 亿元)、重庆梁瑞房地产开发有限公司⁵ (借款, 0.29 亿元)、垫江县澄溪镇农业服务中心 (往来款, 0.23 亿元)。同期末, 公司预付款项主要为预付工程款及资产购置款等。东方金诚关注到, 公司部分应收对象存在被执行记录, 公司对其款项的回收存在一定的风险。

图表 8 公司资产主要构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总额	307.39	346.67	369.26
流动资产	230.73	233.43	249.42
存货	215.99	207.66	225.82
货币资金	8.08	10.50	6.93
其他应收款	1.76	3.84	5.51
预付款项	0.69	4.73	4.99
非流动资产	76.66	113.25	119.84
无形资产	24.67	24.63	39.54
其他非流动资产	22.68	38.00	27.19
在建工程	1.37	16.36	19.04
投资性房地产	9.61	11.35	12.45
长期应收款	8.67	10.05	8.98

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

近年来, 公司非流动资产逐年增长, 主要由无形资产、其他非流动资产、在建工程、投资性房地产和长期应收款构成。

公司无形资产主要为垫江县政府于 2010 年无偿划拨的储备土地使用权及公司招拍挂取得的土地使用权。无形资产中土地使用权大部分正处于开发阶段, 其中两块划拨取得地块 (房地证 305 字第 21001159 号、房地证 305 字第 21001160 号) 目前正处于整理开发阶段, 整理开发完毕之后在符合相关法律法规、履行相关程序的前提下进行出让获得收益。公司无形资产中通过招拍挂取得的土地均已取得使用权证并缴纳土地出让金, 公司已利用部分土地建设完成驾校、检测站、财富大厦写字楼等用于自身生产经营使用的设施。2024 年末土地使用权同比增加 15.17 亿元主要为原无偿划入的土地由其他非流动资产调整至此科目所致, 均获取权证。2024 年末, 公司其他非流动资产主要包括垫江县政府无偿划入的水库资产 12.96 亿元、基础设施项目 11.71 亿元、综合管廊项目 1.59 亿元等。公司在建工程主要为代建项目 16.55 亿元及公共停车位经营权项目等自建自营项目, 近年来随项目投资增加而增长。公司投资性房地产主要为存货及在建工程转入的部分房产、固定资产中部分房产改变用途转入的房产以及实际控制人无偿划入的房产, 主要用于对外出租。公司长期应收款主要为借款、国开基金和农发基金转贷款、项目回购款及保交楼专项借款, 主要应收对象为朝阳实业、垫江县华辰水利投资有限公司、垫江县澄溪镇农业服务中心等, 2024 年基金款有所减少。

截至 2024 年末, 公司受限资产合计 16.38 亿元, 占资产总额的比重为 4.44%, 主要包括货币资金 130 万元、存货 8.70 亿元、固定资产 0.19 亿元、无形资产 3.78 亿元、投资性房地产 3.69 亿元。

⁵ 经中国执行信息公开网查询, 2024 年~2025 年, 重庆梁瑞房地产开发有限公司存在 9 笔被执行记录。

资本结构

得益于股东及相关各方的资产注入，跟踪期内公司所有者权益保持增长

近年来，公司所有者权益逐年增长，以资本公积为主。2022年以来，公司实收资本保持稳定，全部为货币出资；资本公积逐年增长，2023年主要系财政拨款入项目资本金19.70亿元和中央预算资金0.11亿元所致；2024年主要系财政拨款入项目资本金19.04亿元、中央预算资金0.39亿元以及以前年度无偿划入房产评估入账增加1.44亿元所致。未分配利润持续减少，主要系公司历年经营活动产生的净利润累积，2023年末同比下降主要系公司补交房产税和土地使用税时产生1.02亿元滞纳金所致，2024年末同比下降主要系公司缴纳国有资本收益1.70亿元所致。

图表9 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022年末	2023年末	2024年末
所有者权益	167.87	187.51	207.62
实收资本	5.77	5.77	5.77
资本公积	145.42	165.54	186.20
未分配利润	9.78	9.00	8.40

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额保持增长，以非流动负债为主

近年来，公司负债总额持续增长，结构上以非流动负债为主。公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、合同负债等构成。

近年来，公司其他应付款持续增长，以往来款为主。2024年末，公司其他应付款主要为公司与垫江县其他国有企业和政府部门的往来款28.06亿元、借款0.49亿元等。同期末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款7.55亿元、应付债券9.40亿元和长期应付款3.05亿元。公司合同负债2024年末大幅增长，主要为工程款及其他不动产销售款增加所致。2024年末，公司短期借款主要为保证借款2.76亿元和质押借款3.48亿元，较上年末大幅上升。公司应付账款总体增长，2024年末主要包括应付的净化天然气款（1.38亿元）以及工程款（1.08亿元）。

图表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年末	2023年末	2024年末
负债总额	139.52	159.16	161.63
流动负债	36.33	49.77	69.53
其他应付款	18.23	25.82	29.15
一年内到期的非流动负债	10.82	12.84	20.01
合同负债	1.19	0.97	7.05
短期借款	1.35	2.90	6.70
应付账款	3.72	5.87	5.06

图表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
非流动负债	103.18	109.40	92.10
长期借款	74.91	75.26	68.71
应付债券	20.62	25.22	16.68
长期应付款	6.41	7.60	5.46

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债总体减少，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2024 年末，公司长期借款主要借款银行包括中国农业发展银行、国家开发银行、交通银行、建设银行、农业银行、光大银行、重庆银行等。借款期限主要介于 2~20 年之间，借款利率介于 3.45%~7.00%。公司应付债券有所减少，2024 年末主要为存续债券“21 渝垫 01”和“21 渝垫 02”、“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”和“23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01”，募集资金主要用于业务运营及补充公司流动性等。同期末，公司长期应付款主要包括应付重庆市城市建设发展有限公司 1.78 亿元、农发基金 1.01 亿元、垫江县小城镇污水管网工程项目金 0.75 亿元、渝农商金融租赁有限公司 0.54 亿元及远东国际融资租赁有限公司 0.34 亿元等。

跟踪期内，公司全部债务有所下降，但短期债务规模持续增加，债务结构趋于短期化，短期偿付压力加大

近年来，随着公司基础设施及安置房建设和土地整理业务的开展，公司融资需求不断加大，全部债务规模波动增长。2024 年末，公司全部债务虽有所下降，但短期债务规模持续增加，债务结构趋于短期化，当年规模占全部债务比重为 25.12%，短期偿付压力加大。近年来，公司资产负债率有所下降，考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，预计未来全部债务及负债率仍将维持当前水平。

图表 11 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
全部债务	110.70	126.55	120.06
短期债务	12.17	19.61	30.16
长期债务	98.53	106.93	89.90
资产负债率	45.39	45.91	43.77

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司对外担保余额为 9.26 亿元，担保比率为 4.46%，被担保企业均为垫江县国有企业。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，主要收益率指标处于较低水平，盈利能力依然较弱

近年来，公司营业收入保持增长，营业利润率持续下降；期间费用持续增长，主要为管理费用和销售费用。公司利润总额持续下降，净利润略有增长，其中财政补贴收入占比很低，利润总额对财政补贴依赖较小。从盈利能力指标看，公司总资本收益率及净资产收益率处于较低水平，整体盈利能力较弱。

图表 12 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	17.02	18.16	21.94
营业利润率	30.65	29.05	20.91
期间费用	1.75	1.89	2.04
期间费用/营业收入	10.30	10.43	9.31
利润总额	3.49	2.55	2.46
其中: 财政补贴	0.10	0.07	0.03
净利润	2.52	1.68	1.72
总资本收益率	1.00	0.64	0.65
净资产收益率	1.50	0.90	0.83

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响, 稳定性较弱, 资金来源对筹资活动存在一定依赖

经营活动方面, 2022 年以来, 公司经营活动现金流入主要为收到项目结算款及往来款等形成, 主营业务获现能力较强; 经营活动现金流出主要为支付基础设施项目工程款、材料款以及往来款等形成。近年来公司经营活动现金流持续净流入, 净流入规模有所增长, 整体来看, 公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响, 稳定性较弱。

投资活动方面, 近年来, 公司投资活动现金流入规模较小, 投资性现金流出主要系购建固定资产和无形资产形成, 公司投资性现金流持续净流出。

图表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入	35.70	36.98	56.06
现金收入比率 (%)	98.26	84.54	111.34
经营活动现金流出	34.88	36.30	49.97
经营活动净现金流	0.83	0.67	6.09
投资活动现金流入	0.07	0.05	0.12
投资活动现金流出	6.59	16.66	11.90
投资活动净现金流	-6.52	-16.61	-11.78
筹资活动现金流入	22.39	39.28	34.44
筹资活动现金流出	17.56	21.02	31.02
筹资活动净现金流	4.83	18.25	3.42
现金及现金等价物净增加额	-0.87	2.32	-2.27

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

筹资活动方面, 公司筹资活动现金流入主要是取得借款辅以少量股东投入等形成, 公司筹资活动现金流入保持较高规模, 2023 年大幅增长主要系取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金规模大幅度增加所致; 筹资活动现金流出主要为用来偿还债务和相应利息产生;

筹资性现金流持续净流入，净流入规模波动较大。总体来看，公司资金来源对筹资活动依赖程度有所减弱。2022年以来，现金流状况有所波动。

偿债能力

考虑到公司承担了垫江县范围内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，近年来，公司流动比率保持在很高水平，速动比率处于较低水平，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，对流动负债的实际保障能力较弱；公司货币资金对短期有息债务覆盖程度逐年下降。同时，公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响而稳定性较弱，对流动负债的保障程度较弱。从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率持续下降，全部债务资本化比率有所波动，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度均较弱。

图表 14 公司偿债能力指标（单位：%）

项目	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)
流动比率	635.03	469.05	358.70
速动比率	40.59	51.77	33.93
货币资金短债比(倍)	0.66	0.54	0.23
经营现金流动负债比率	2.28	1.36	8.75
长期债务资本化比率	36.99	36.32	30.22
全部债务资本化比率	39.74	40.29	36.64
EBITDA利息倍数(倍)	0.68	0.54	0.63
全部债务/EBITDA(倍)	25.83	37.75	31.62

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至2024年末，公司2025年到期债务规模为30.16亿元，未来到期债务公司计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款）等方式偿还。经营活动所得资金方面，2024年公司经营性净现金流为6.09亿元，但公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响而稳定性较弱，存在一定的不确定性。间接融资方面，截至2024年末，公司获得银行综合授信224.24亿元，未使用额度为26.30亿元；直接融资方面，公司暂无储备的债券批文额度。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了垫江县内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性、业务稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（授信机构版），截至2025年4月9日，公司已结清贷款中有3笔关注类贷款⁶，未结清贷款信息中无不良或关注类记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券均按时兑付本息。

⁶ 根据公司提供的相关说明，关注类贷款形成的主要原因为2007年6月30日至2012年9月30日期间，国家开发银行股份有限公司重庆市分行从严格控制地市政府融资平台公司贷款的资产质量分类，将公司名下贷款项目资产质量分类统一列为“关注类”。但上述贷款还本付息一切正常，已于2008年7月14日正常还款。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025年一季度GDP延续较快增长；二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025年一季度GDP同比增长5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过100%。这意味着从4月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

区域经济和财政状况

1.重庆市

作为成渝经济区的双核之一和西部大开发的重要战略支点，伴随“双圈”战略的深入实施，重庆市经济保持平稳增长，汽摩、电子信息、材料等支柱产业增长较为明显，第三产业对地区经济的贡献较大，经济实力依然很强

作为西部地区唯一的中央直辖市，重庆市地处中、西部地区结合部。截至 2024 年末，重庆市下辖 38 个区县（26 个区、8 个县、4 个自治县），同时设有国家级新区——重庆两江新区，总面积 8.24 万平方公里，常住人口 3190.47 万人。重庆市作为成渝经济区的双核之一和西部大开发的重要战略支点，处在“一带一路”和长江经济带的联结点上，是西部地区经济核心增长极，在国家区域发展战略中具有突出地位。重庆市充分发挥区位优势，打造西部国际综合交通枢纽和国际门户枢纽。重庆市建成“一枢纽十干线”铁路网，高速公路通车里程 4251 公里，拥有重庆江北国际机场、万州五桥机场等 5 个民用机场。此外，重庆市形成以中欧班列、长江黄金水道等为支撑的开放通道，且逐步推进中国（重庆）自由贸易试验区，打造内陆国际物流枢纽和口岸高地。重庆市矿产资源丰富，拥有充足的水能资源，拥有长江三峡、世界文化遗产大足石刻、世界自然遗产武隆喀斯特和南川金佛山等景观。

重庆市地区生产总值保持平稳增长，经济总量在全国各区县中处中游水平，人均 GDP 在全国范围内居中上游水平。重庆市以汽摩、电子信息、材料等支柱产业增长较为明显，汽车产业增加值增长 26.7%，全域入选工业和信息化领域北斗规模应用试点城市；高端摩托车、新能源及新型储能、人工智能等产业稳步增长。重庆市加快培育西部金融中心和国际消费中心城市，服务业发展持续向好，第三产业对地区经济贡献较大。2024 年，重庆市规模以上工业增加值同比增长 7.3%，全社会固定资产投资同比增长 0.1%。

跟踪期内，重庆市一般公共预算收入有所上升，继续获得较大规模的上级补助收入，综合财政实力依然很强

2024 年，重庆市一般公共预算收入有所上升；其中税收收入占比为 58.62%，同比上年有所下降，主要税种包括增值税、企业所得税、房产税、契税、土地使用税等，收入结构有待进一步优化。同年，重庆市政府性基金收入为 1722.60 亿元，是地区财政收入的有益补充。跟踪期内，重庆市得到了上级政府给予的较大规模的财政资金，对重庆市财政收入贡献较大。同期，重庆市财政自给率为 46.17%，地方财政自给程度一般。

截至 2024 年末，重庆市地方政府债务余额为 14425.36 亿元，控制在限额以内；债务管理方面，重庆市印发了《关于加强地方政府债务管理的通知》、《关于印发重庆市政府性债务风险应急处置预案的通知》等文件加强对地方政府债务的管控，并定期对政府债务管理情况、地方政府债务相关信息进行披露，整体政府债务风险相对可控。

图表 15 重庆市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	29129.03	30145.79	32193.15
GDP 增速	2.6	6.1	5.7
人均 GDP（元）	90663	94135	100889
规上工业增加值增速	3.2	6.6	7.3
固定资产投资增速	0.7	4.3	0.1
一般公共预算收入	2103.42	2440.77	2595.36
政府性基金收入	1753.95	1878.62	1722.60
上级补助收入	2411.24	2673.39	2900.96
税收收入占比	60.42	60.48	58.62

图表 15 重庆市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
财政自给率	42.99	46.01	46.17
地方政府债务余额	10071.00	12258.00	14425.36
政府负债率	34.57	40.66	44.81

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：重庆市 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2023 年财政决算情况，2024 年预算执行情况，东方金诚整理

2. 垫江县

垫江县位于重庆市主城东北隅，在重庆市规划的经济发展四大片区中，居于渝东北片区，是重庆 1 小时经济圈和渝东北翼的重要节点，亦是渝川东部陆上交通枢纽和渝东北地区商贸流通、物资集散地。垫江县总面积为 1518 平方公里，截至 2024 年末，全县常住人口 63.14 万人。垫江县交通较为便利，地处成渝地区双城经济圈东向腹地、重庆主城都市区与渝东北三峡库区城镇群重要联结点，沪渝、沪蓉两条高速在此交汇，郑渝高铁纵贯全境，1 小时可达重庆主城、江北机场和长江深水码头。垫江县天然气资源丰富，为国家重点开发地区，主要有卧龙河气田、沙坪场气田等；垫江县旅游资源较为丰富，县内有国家 4A 级旅游景区垫江县恺之峰旅游区、垫江牡丹樱花世界，3A 级景区垫江李花源生态旅游区和垫江仙草园等景区。

跟踪期内，垫江县工业实力不断提升，已形成先进材料、汽摩装备、食品药品及农产品加工 3 大主导产业；同时，在旅游业和商贸物流业的带动下，垫江县第三产业发展良好，综合经济实力很强

近年来，垫江县地区经济保持较快发展，经济总量在重庆市各区县中处中下游水平，人均 GDP 在全国范围内居中上游水平。得益于战略性新兴产业、高新技术产业等产业的较好发展，垫江县工业经济保持增长。垫江县已形成先进材料、汽摩装备、食品药品及农产品加工 3 大主导产业，2024 年分别实现产值 123.3 亿元、47.2 亿元、42.7 亿元。

近年来在旅游业、商贸物流业的带动下，垫江县第三产业发展较快，第三产业增加值稳步增长。依托丰富的旅游资源，垫江县每年举办垫江牡丹文化节等旅游节庆活动，旅游业对第三产业发展形成一定支撑。2024 年，垫江县接待游客人次、游客总花费分别增长 12.6%、18.9%。商贸物流业方面，明月山网货研发加工营销基地建成投用，渝东农特产品电商物流产业园开工动建。

跟踪期内，垫江县一般公共预算收入有所增长，获得较大规模的上级补助收入，综合财政实力很强；但垫江县一般公共预算收入中税收收入占比持续下降，收入质量有待提升

近年来，垫江县一般公共预算收入逐年增长，但结构以非税收收入为主，税收收入占比持续下降，收入质量有待提升。同期，垫江县政府性基金收入规模较大，但易受房地产市场和土地出让计划等因素影响，未来收入存在不确定性。垫江县获得一定规模的上级补助收入，是财政收入的重要补充。债务管控能力方面，垫江县印发《地方政府债券发行管理办法》等文件，加强对地方政府债务的管控，并定期对政府债务管理情况、地方政府债务相关信息进行披露，整体政府债务管控情况较好。

图表 16 垫江县主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	530.61	568.89	-
GDP 增速	4.3	6.9	5.6
人均 GDP（元）	81884	88681	-
规上工业增加值增速	4.9	4.4	5.1
固定资产投资增速	14.2	10.7	8.2
一般公共预算收入	21.06	26.32	30.01
政府性基金收入	22.31	28.61	28.79
上级补助收入	38.91	44.68	39.03
税收收入占比	55.25	48.13	45.61
财政自给率	32.30	37.58	40.86
地方政府债务余额	124.34	170.98	204.21
政府负债率	23.43	30.06	-

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP，资料来源：垫江县 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2023 年财政决算情况、2024 年财政预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对重庆市和垫江县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

作为垫江县最重要的基础设施建设主体，公司在资金支持、财政补贴等方面获得股东及相关部门的持续支持

目前，垫江县范围内基础设施建设类国有企业共有 2 家，分别为公司和重庆兴垫实业集团有限公司（以下简称“兴垫实业”），上述企业的控股股东均为垫江县国资中心。其中兴垫实业主要负责各乡镇区域的基础设施建设；公司则主要负责垫江县城区及周边相关基础设施及保障房建设和土地开发整理业务，在资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关部门的持续支持。

资产划拨及资金支持方面，公司自成立以来，累计获得垫江县财政局及垫江县国资中心划入的鼎发实业 54.93%股权、垫江驾校 100%股权等股权资产，垫江县土地收购储备中心土地使用权等实物资产以及货币资金等，截至 2024 年末累计形成资本公积 186.20 亿元。其中 2022 年，垫江县财政局分别向公司拨入中央预算内资金 3.93 亿元、项目资本金 2.85 亿元、划入房屋及建筑物 2.31 亿元、拨入国有资本投入资金 0.13 亿元；2023 年，垫江县财政局向公司拨入项目资本金 19.70 亿元、中央预算资金 0.11 亿元；2024 年，垫江县财政局向公司拨入项目资本金 19.04 亿元、中央预算资金 0.39 亿元以及以前年度无偿划入房产评估入账增加 1.44 亿元。

财政补贴方面，2022 年~2024 年，公司分别获得补贴收入 1044.75 万元、729.78 万元和 308.03 万元。

考虑到公司在垫江县的基础设施建设领域中发挥重要作用，股东及相关部门将继续给予公司持续支持，其对公司的支持意愿较强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对重庆市及垫江县的地区经济及财政实力、股东及相关部门对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关部门对公司的支持作用较强。

抗风险能力及结论

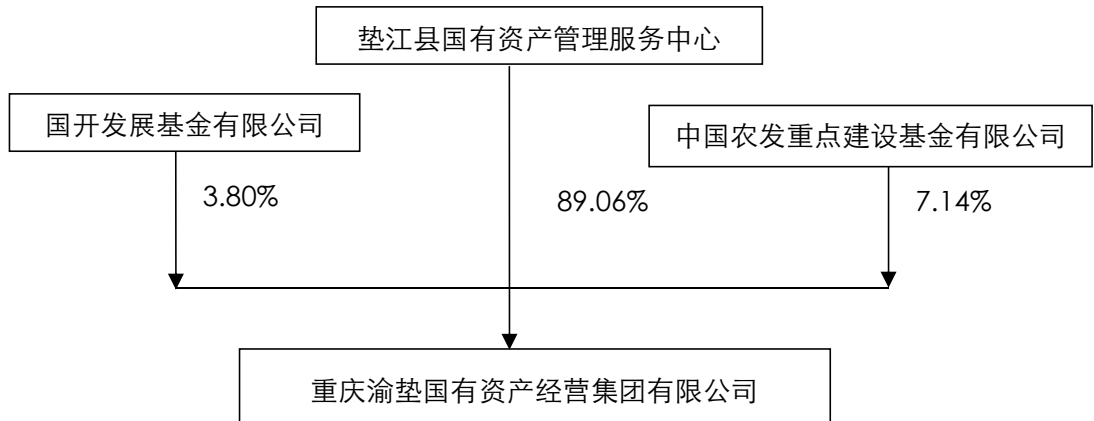
东方金诚认为，公司继续从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施建设和燃气销售及安装业务，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚关注到，公司在建和拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司代建业务回款周期较长，流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性仍较差；公司短期债务规模持续增加，债务结构趋于短期化，短期偿付压力加大；公司经营性现金流易受项目结算款和往来款等影响，稳定性较弱，资金来源对筹资活动存在一定依赖。

重庆市经济实力依然很强，其下辖的垫江县地区经济保持较快增长，已形成先进材料、汽摩装备、食品药品及农产品加工 3 大主导产业，综合经济实力很强；作为垫江县最重要的基础设施建设主体，公司在资金注入、财政补贴等方面获得股东及相关各方的持续支持。

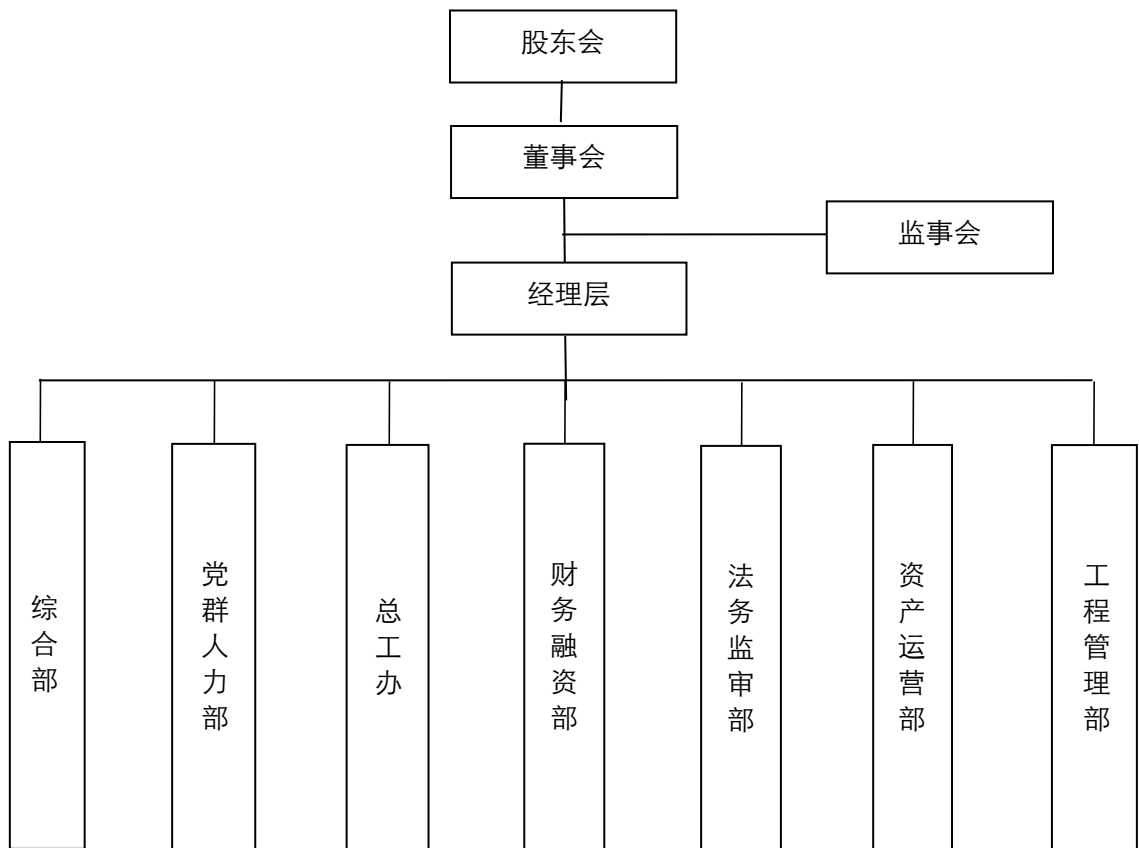
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“23 渝垫专项债 01/23 渝垫 01”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2025 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)
主要财务数据 (单位: 亿元)			
资产总额	307.39	346.67	369.26
存货	215.99	207.66	225.82
无形资产	24.67	24.63	39.54
其他非流动资产	22.68	38.00	27.19
在建工程	1.37	16.36	19.04
负债总额	139.52	159.16	161.63
长期借款	74.91	75.26	68.71
其他应付款	18.23	25.82	29.15
一年内到期的非流动负债	10.82	12.84	20.01
应付债券	20.62	25.22	16.68
全部债务	110.70	126.55	120.06
其中: 短期债务	12.17	19.61	30.16
所有者权益	167.87	187.51	207.62
营业收入	17.02	18.16	21.94
净利润	2.52	1.68	1.72
经营活动产生的现金流量净额	0.83	0.67	6.09
投资活动产生的现金流量净额	-6.52	-16.61	-11.78
筹资活动产生的现金流量净额	4.83	18.25	3.42
主要财务指标			
营业利润率 (%)	30.65	29.05	20.91
总资本收益率 (%)	1.00	0.64	0.65
净资产收益率 (%)	1.50	0.90	0.83
现金收入比率 (%)	98.26	84.54	111.34
资产负债率 (%)	45.39	45.91	43.77
长期债务资本化比率 (%)	36.99	36.32	30.22
全部债务资本化比率 (%)	39.74	40.29	36.64
流动比率 (%)	635.03	469.05	358.70
速动比率 (%)	40.59	51.77	33.93
货币资金短债比 (倍)	0.66	0.54	0.23
经营现金流动负债比率 (%)	2.28	1.36	8.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.68	0.54	0.63
全部债务/EBITDA (倍)	25.83	37.75	31.62

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。