

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0144 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“18 渝垫债 01”、“22 渝垫专项债 01/22 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“18 渝垫债 01”、“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”的信用等级均为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月八日

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，但不不对资料提供方和/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 2023 年 6 月 8 日至 2024 年 6 月 7 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
2023 年 6 月 8 日

重庆渝垫国有资产经营集团有限公司 主体及相关债项 2023 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	2023/6/8	AA/稳定	张若茜	任志娟

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
18 渝垫债 01	AA	AA
22 渝垫专项债 01/ 22 渝垫 01	AA	AA
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、基础设施和安置房建设、燃气供应等业务。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。		

评级模型				
一级指标		二级指标	权重	得分
经营规模		所有者权益	35%	21.0
业务运营		业务稳定性与持续性	10%	10.0
盈利与获现能力	净利润		15%	9.0
	净资产收益率		5%	2.3
	现金收入比		5%	3.0
债务负担和保障程度	全部债务资本化比率		15%	10.5
	货币资金短债比		5%	2.3
	EBITDA 利息倍数		5%	1.5
	全部债务/EBITDA		5%	2.3
基础评分输出结果			aa-	
调整因素			无	
个体信用状况（BCA）			aa-	
外部支持评价	外部支持能力		G3	
	外部支持意愿		S1	
评级模型结果			AA	
外部支持调整子级			1	
注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度				
注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度				
注 3：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				

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、基础设施和安置房建设、燃气供应等业务。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,重庆市经济实力依然很强,其下辖的垫江县经济实力仍较强;公司主营业务仍具有很强的区域专营性,继续获得股东及相关各方的有力支持。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,资金来源对筹资活动依赖较大。综上所述,东方金诚认为公司的偿债能力很强,“18 渝垫债 01”、“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”到期不能偿还的风险很低。

同业比较

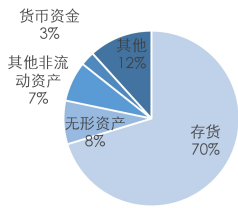
项目	重庆渝垫国有资产经营集团有限公司	重庆市潼南区城市建设投资(集团)有限公司	重庆新梁投资开发(集团)有限公司	重庆市铜梁区金龙城市建设发展(集团)有限公司	重庆市南川区城市建设投资(集团)有限公司
地区	重庆市垫江县	重庆市潼南区	重庆市梁平区	重庆市铜梁区	重庆市南川区
GDP 总量 (亿元)	530.60	558.51	577.16	733.63	421.42
人均 GDP (元)	82124*	81445	89761	106632	73778
一般公共预算收入 (亿元)	21.06	30.03	30.11	40.17	22.72
政府性基金收入 (亿元)	22.31	27.08	22.45	74.01	21.57
地方政府债务余额 (亿元)	124.34	111.16	160.51	141.31	115.25
资产总额 (亿元)	307.39	345.43	240.99	255.96	542.23
所有者权益 (亿元)	167.87	148.99	132.16	106.28	213.55
营业收入 (亿元)	17.02	9.43	12.45	15.49	16.83
净利润 (亿元)	2.52	1.95	1.24	2.38	2.71
资产负债率 (%)	45.39	56.87	45.16	58.48	60.62

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 2022 年，带“*”人均 GDP 根据“GDP/常住人口”近似估算，下页同

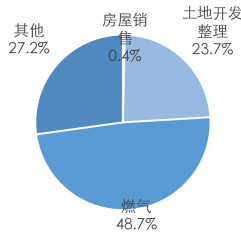
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



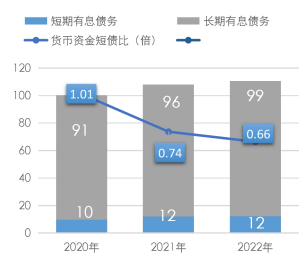
公司营业收入构成 (2022年)



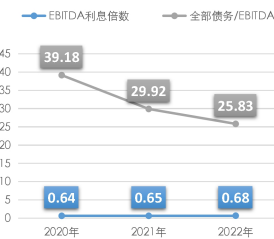
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
资产总额	258.29	277.96	307.39
所有者权益	147.64	155.71	167.87
营业收入	11.41	14.89	17.02
净利润	1.59	2.26	2.52
全部债务	100.38	108.00	110.70
资产负债率	42.84	43.98	45.39
全部债务资本化比率	40.47	40.95	39.74

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、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	重庆市垫江县		
GDP 总量	444.80	502.58	530.60
人均 GDP (元)	68358	77335*	82124*
一般公共预算收入	17.39	18.76	21.06
政府性基金收入	26.71	23.50	22.31
财政自给率	29.22	30.25	32.29
政府负债率	17.74	20.00	23.43

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, 战略新兴产业、高新技术产业等发展良好, 综合经济实力仍较强;
- 公司继续从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施和安置房建设、燃气供应等, 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, 公司继续在资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持。

关注

- 跟踪期内, 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;
- 公司经营和投资活动现金流均表现不佳, 资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计重庆市及垫江县经济将保持稳定增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 能够得到股东及相关各方的持续有力支持, 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 (RTFU002202208)》

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 (18 渝垫债 01)	2022/6/10	王文娟 张若茜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AA (18 渝垫债 01)	2018/5/15	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（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
18 渝垫债 01	2022/6/10	7.00	2018/11/30~2025/11/30	-	-
22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01	2022/5/23	6.00	2022/6/14~2029/6/14	-	-

注：“18 渝垫债 01”设置本金提前偿付条款，“22 渝垫专项债 01/22 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¹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。历经数次增资及股权变更，截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为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年改为现名，以下简称“垫江县国资中心”）持有公司87.29%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8.91%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，公司实际控制人为垫江县国资中心。

图表1 截至2022年末公司历史沿革主要信息

时间	事项
2003年12月	公司系经垫江县人民政府《关于同意组建重庆渝垫国有资产经营有限责任公司的批复》（垫江府[2003]74号）批准设立，初始注册资本8000万元，由垫江县财政局代表垫江县人民政府出资。
2009年12月	根据垫江县财政局出具《关于渝垫公司资本公积转增注册资本的批复》（垫江财政发[2009]494号），公司用资本公积转增注册资本4000万元，公司注册资金由8000万元增加到12000万元。
2010年12月	根据垫江县财政局出具《关于渝垫公司要求将资本公积转增注册资本金的批复》（垫江财政发[2010]460号），公司以资本公积38000万元转增注册资本金，注册资本金变更为50000万元。
2011年6月	公司股东由垫江县财政局变更为垫江县国有资产监督管理委员会。
2015年12月	国开基金以货币出资方式增加公司注册资本2193.81万元，成为公司股东，持有公司3.80%股权，公司注册资本由50000万元增加至52193.81万元。
2016年8月	农发基金以货币出资方式增加公司注册资本5538.82万元，成为公司股东，持有公司9.59%股权，公司注册资本由52193.81万元增加至57732.63万元。
2022年12月	根据《重庆渝垫国有资产经营集团有限公司股权转让协议》，农发基金将其持有的公司0.68%股权（394.17万元）转让给垫江县国资中心。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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、基础设施和安置房建设、燃气供应、燃气设备安装等业务。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有13家（详见下图表）。

图表2 截至2022年末公司纳入合并报表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 ²	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	1000.00	100.00	投资设立

¹ 原名为重庆渝垫国有资产经营有限责任公司，2022年6月更为现名。

² 原名为垫江县顺弘新区开发有限公司，2022年6月更为现名。

图表 2 截至 2022 年末公司纳入合并报表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
垫江县云帆工程质量检测有限责任公司	云帆工程检测	300.00	100.00	购买
重庆垫江市政服务有限公司	垫江市政服务	2000.00	100.00	投资设立
重庆市垫江县兴农融资担保有限公司 ³	垫江兴农担保	12000.00	91.67	投资设立
重庆立生实业有限公司 ⁴	立生服务	300.00	100.00	购买
重庆鼎发实业集团股份有限公司	鼎发实业	4362.00	43.94	无偿划转
重庆渝东勘测设计研究院有限公司	渝东勘测	499.00	100.00	购买
重庆市垫江县同裕置业有限公司	同裕置业	28200.00	100.00	投资设立
重庆市新岑置业发展有限公司	新岑置业	12300.00	100.00	投资设立
垫江县工程技术服务有限责任公司	垫江技术服务	1000.00	100.00	购买

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 2023 年 5 月末，“18 渝垫债 01”已按时还本付息，募集资金已使用完毕；“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”尚未到还本付息日，募集资金已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023 年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

³ 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% 的兴农担保公司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，公司取得兴农担保公司的控制权，采用成本法核算，纳入合并报表范围。

⁴ 原名为重庆立生后勤服务有限公司，2022 年 9 月更为现名。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

近年来，公司营业收入有所增长，主要来自于土地开发整理、燃气等业务，综合毛利率水平较高

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土地开发整理、基础设施建设、安置房建设和燃气供应、燃气设备安装等业务。

2020年~2022年，公司营业收入有所增长，主要来自于土地开发整理、燃气等业务。其中，土地开发整理收入保持增长；房屋销售收入受项目销售进度放缓影响逐年下滑；燃气业务收入持续上升；其他业务逐年增长，主要系代办及中介服务收入、租金收入均出现增长，以及随着前期建设项目逐渐完工，子公司小厦建筑工程有限公司收入增加等因素综合所致。同期，受土地开发整理业务和燃气业务毛利率水平波动增长等影响，公司毛利润和综合毛利率均整体呈增长趋势，综合毛利率较高。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	11.41	100.00	14.89	100.00	17.02	100.00
房屋销售	0.65	5.70	0.44	2.94	0.06	0.36
土地开发整理	3.56	31.23	3.88	26.07	4.04	23.72
燃气	5.91	51.77	6.79	45.63	8.30	48.73
其他 ⁵	1.29	11.29	3.77	25.36	4.63	27.19
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	3.35	29.38	4.45	29.92	5.43	31.88
房屋销售	0.24	36.63	0.15	33.70	0.02	31.34
土地开发整理	1.44	40.29	1.29	33.18	1.92	47.54
燃气	1.28	21.72	1.77	26.02	1.87	22.52
其他	0.40	30.66	1.25	33.13	1.62	35.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理，四舍五入原因，部分分项总和不等于合计数。

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。

⁵ 其他包括驾校培训、代办及中介、工程施工、租金、利息及管理费等。

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。代建模式下，根据公司与垫江县人民政府（以下简称“垫江县政府”）签订的《项目委托代建框架协议》，待公司承建的项目竣工移交后，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基础设施建设收入并结转相应成本。自建模式下，公司将项目建设完成后转为固定资产并负责运营，通过运营收入收回成本并获得收益。

自成立以来，公司承担了垫江县内大量基础设施项目建设，这些项目的建成对于改善垫江县城面貌、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 2022 年末，公司已完工未结算的主要基础设施项目包括明月大道、长安大道、站前广场等项目，计划总投资 32.81 亿元。近年公司无竣工移交的基础设施建设项目，亦未确认基础设施建设收入。总体来看，公司基础设施建设业务回款周期较长，对资金形成一定占用。

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。根据公司与垫江县政府签订的《委托代建合同》，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。2020 年~2022 年，公司分别销售房屋面积 1.50 万平方米、0.95 万平方米和 0.18 万平方米，分别实现房屋销售收入 0.65 亿元、0.44 亿元和 0.06 亿元，逐年下降，主要系安置房销售面积逐年下降所致；同期，公司安置房销售业务毛利率分别为 36.63%、33.70%和 31.34%，毛利率水平逐年下降但仍维持在较高水平。

公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2022 年末，公司主要在建项目包括垫江县城市停车场建设项目、城市中心片区五期棚户区改造项目等，计划总投资 52.28 亿元，已投资 34.81 亿元，尚需投资 20.74 亿元。

图表 4 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务主体	计划总投资	累计投资	尚需投资
垫江县城市停车场建设项目	本部	13.16	13.16	-
城市中心片区五期棚户区改造项目	本部	10.80	4.36	6.44
垫江县县城新型城镇化建设示范项目	本部	9.07	3.35	5.72
新华街南延伸段及天竹路和天兰路道路工程	东部实业	3.50	1.75	1.75
桂西大道北二段	东部实业	2.50	2.00	1.39
文化片区道路工程	东部实业	2.50	2.00	0.60
桂西大道三期避险安置房	本部	2.20	2.00	0.30
桂西大道南延伸段道路工程	东部实业	1.80	0.92	0.88
东部片区道路基础设施建设项目-桂湖路道路工程	本部	1.80	1.44	1.04
春花大道南延伸段道路新建工程	顺弘开发	1.20	0.96	0.62
天龙道路新建工程	顺弘开发	1.0	0.80	0.62

图表 4 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务主体	计划总投资	累计投资	尚需投资
天香路道路新建工程	顺弘开发	0.80	0.64	0.37
北城乐章安置房	本部	0.75	0.55	0.40
丹乡体育场	东部实业	0.60	0.48	0.38
白龙片区配套基础设施	东部实业	0.60	0.40	0.23
合计	-	52.28	34.81	20.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理，部分已完成投资项目为已完工未竣工移交项目

截至 2022 年末，公司拟建的基础设施项目包括垫江县迎春河保和寺传统风貌建设项目、垫江县软件产业聚集基地产业载体建设项目（一期）、垫江县软件产业聚集基地产业载体建设项目（二期）等，上述项目计划总投资 24.57 亿元。综合来看，公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表 5 截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
垫江县迎春河保和寺传统风貌建设项目	5.12
垫江县软件产业聚集基地产业载体建设项目（一期）	4.22
垫江县软件产业聚集基地产业载体建设项目（二期）	4.00
财富公馆	3.00
光伏发电建设项目	2.00
牡丹湖农产品集散中心	1.80
垫江县城市停车场充电桩建设项目	1.46
生活垃圾收集转运一体化建设项目	1.00
牡丹湖文化活动中心	0.80
垫江县南街传统街区更新项目（老旧资产改造盘活项目）	0.47
2023 年老旧小区改造	0.40
垫江县春花片区老旧小区改造配套基础设施建设项目（便民市场、小区道路）	0.30
合计	24.57

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，该业务具有很强的区域专营性；但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人民政府，垫江县人民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。

2020 年~2022 年，公司确认收入的土地面积分别为 658.94 亩、708.71 亩和 524.22 亩，

确认土地开发整理收入分别为 3.56 亿元、3.88 亿元和 4.04 亿元，毛利率为 40.29%、33.18% 和 47.54%，土地开发整理业务毛利率保持在较高水平。

图表 6 近年公司土地开发整理业务情况（单位：亩、万元）

地块名称	地块面积	确认收入
桂溪街道三合社区 1 号地块	104.60	3480.06
桂溪街道三合社区 2 号地块	104.55	3478.36
垫江县桂阳街道南阳路南侧	22.99	2185.62
垫江县桂溪街道东部新区	94.78	4062.00
桂阳街道明月大道南段西侧 A1 号地块	97.41	5912.38
桂阳街道明月大道南段西侧 A2 号地块	29.21	1772.95
桂阳街道明月大道南段西侧 C1 号地块	57.69	4072.76
白龙转盘西侧 7 号地块	64.93	4749.20
白龙转盘西侧 8 号地块	78.22	5721.16
桂阳街道西湖片区	4.56	198.09
合计（2020 年）	658.94	35632.58
桂溪街道白龙转盘西侧垫一中北侧地块	60.20	3907.90
垃圾填埋场地块	251.08	7192.56
桂溪街道白龙转盘西侧 1 号地块	78.84	4699.28
桂溪街道集体居委 8 组（北加油站）	5.19	533.52
新华街中段西侧、白银路北侧地块	42.00	3093.00
桂阳街道长安大道南侧 3 号地块	49.76	3361.63
桂阳街道明月大道南段西侧 B1 号地块	29.99	1545.90
桂溪街道白龙转盘西侧 4 号地块	95.13	6934.03
桂阳街道明月大道南段西侧 C2	45.44	2677.50
新华街北段东侧、回龙路南侧地块	21.44	2041.57
新华街北段西侧、白龙路北侧地块	29.64	2823.00
合计（2021 年）	708.71	38809.89
新华街北段西侧、回龙路南侧	47.56	4364.05
明月大道南段西侧	27.82	1504.77
明月大道南段西侧	60.01	3109.12
长安大道南侧	97.52	6587.88
新华街北段东侧、白龙路北侧	30.19	2875.14
白龙转盘西侧	81.90	5969.38
新华南街东侧、滨河西路北侧	59.85	4559.66
牡丹城南侧	40.98	3169.12
白龙转盘西侧	57.71	3439.67
桂溪小学地块	20.68	4807.51
合计（2022 年）	524.22	40386.30

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司在进行及拟进行的土地开发整理项目主要有桂溪街道三合片区、东部新区 1 号地块、东部新区 2 号地块、白龙转盘地块等，上述项目总面积为 1423.41 亩，计划总投资 6.20 亿元，已投资金额 5.00 亿元。2022 年~2024 年，公司计划每年完成土地开发整理 500 亩。总体来看，公司在建和拟建的土地开发整理项目规模较大，业务具有较强的可持续性，但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。

燃气经营

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

公司的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。公司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是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的安装价格依据垫江县发展和改革委员会文件确定。

公司在垫江县的管道燃气供应市场占有率为 95%。公司获得的《燃气经营许可证》处于有效期内⁶。公司的气源有较强保障，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》。近年公司燃气采购量有所波动，燃气采购价格亦随着燃气市场价格有所波动，详见下表。

图表 7 公司自产及外购燃气情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2020 年		2021 年		2022 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	2978	0.09	2728	0.78	2198	0.83
西南中石油外购	28647	1.31	31155	1.56	37057	1.32
合计	31625	-	33883	-	39255	-

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，2020 年~2022 年，公司燃气业务收入分别为 5.91 亿元、6.79 亿元和 8.30 亿元，毛利润分别为 1.28 亿元、1.77 亿元和 1.87 亿元，燃气业务为公司收入和利润的稳定来源。

图表 8 公司燃气销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2020 年		2021 年		2022 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	27877	1.54	29004.4	1.61	34402	2.06
居民用气	4313	1.66	4104.2	1.77	3957	1.86
合计	32220	-	33108.6	-	38359	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务辐射面广，近年来收入规模逐年增长，毛利率维持在较高水平，对公司营业收入和利润均形成有益补充

公司其他业务主要包括驾校培训、代办及中介、工程施工、资产租赁等，其中，驾校培训

⁶ 公司于 2018 年 6 月获得重庆市经济和信息化委员会颁发的《燃气经营许可证》，有效期为 2018 年 6 月~2023 年 6 月。

业务主要由子公司垫江驾校经营，工程施工业务主要由小厦建筑负责，代办及中介服务主要为子公司人力资服经营的垫江县人力资源服务业务，公司其他业务辐射面广，但规模均较小。

2020年~2022年，公司其他业务收入逐年增长，毛利润小幅增长，毛利率整体较高。其他业务收入及毛利润逐年增长主要系代办及中介服务收入、租金收入均出现增长，以及随着前期建设项目逐渐完工，子公司小厦建筑工程施工收入增加等因素综合所致。

企业管理

产权结构

截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为5.77亿元，垫江县国资中心、国开基金和农发基金分别持股87.29%、3.80%和8.91%，垫江县国资中心为公司的控股股东及实际控制人。

治理结构

公司建立了由股东会、董事会、监事会与经营管理层组成的较完善的企业法人治理架构。股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构。

公司设董事会，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提名，职工代表出任的董事由公司职工通过职工大会民主选举产生。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，由垫江县国资中心提名产生。

公司设监事会，由5人组成，其中职工监事2人。非职工代表出任的，由垫江县国资中心委派或提名；职工代表出任的，由公司职工通过职工大会民主选举产生或更换。每届监事会中的职工代表的比例由股东会决定，但不得低于监事人数的三分之一。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，由垫江县国资中心提名，经全体监事过半数选举产生或罢免。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。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

公司本部下设综合部、土地经营部、财务部、资产运营部、融资部、发展部、业主项目部、施工管理部等13个职能部门，各部门分别制订了部门职责和岗位职责。

财务管理方面，公司制定了《公司财务管理制度》，对财务部职责、货币资金管理、财务监督、财务岗位管理等做了规定。资金管理方面，公司实行“收支两条线”对资金进行集中管理，公司所有资金实行预算和分级审批管理。

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2020年~2022年合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年~2022年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2022 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司为 13 家。2020 年，公司新增 2 家子公司，分别为垫江兴农担保和康科特建材；同时减少 3 家，分别为垫江县汽车综合性能检测站（已注销）、垫江县电影发行放映有限公司和垫江县路祥机动车检测有限公司。2021 年，公司新增 4 家子公司，分别为垫江保安、云帆工程检测、立生服务、垫江市政服务；减少 2 家，分别为垫江县机动车驾驶员培训学校和重庆康科特建筑材料有限公司。2022 年，公司新增 4 家子公司，分别为渝东勘测、同裕置业、新岑置业、垫江技术服务；减少 1 家，为重庆市垫江县保安有限责任公司（转为间接控股子公司）。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较差

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。

公司流动资产呈上升趋势，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2022 年末，公司货币资金充裕程度一般，主要为银行存款，辅以少量因融资产生的保证金（1.20 亿元）。近年来，公司其他应收款总体维持稳定，规模较小。2022 年末，公司其他应收款主要应收对象为垫江县朝阳实业有限公司（以下简称“朝阳实业”）（0.78 亿元）、垫江县陶瓷厂（0.13 亿元）、重庆美龙置业有限公司（0.12 亿元）、垫江县天虹水晶工贸有限公司（0.10 亿元）和垫江县东部新区管理委员会（0.10 亿元），均为往来款。存货为公司资产的重要组成部分，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而逐年增长。2022 年末，公司存货中棚户区改造项目账面余额为 41.33 亿元⁷、土地整治开发账面余额 78.97 亿元，代建项目开发成本为 89.09 亿元。同期末，公司其他流动资产主要为留抵增值税（0.38 亿元）、存出担保保证金（0.37 亿元）、预缴增值税（0.10 亿元）等。

图表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总计	258.29	277.96	307.39
流动资产合计	198.19	211.91	230.73
货币资金	9.77	8.88	8.08
其他应收款	1.75	1.73	1.76
存货	183.00	196.15	215.99
其他流动资产	1.82	1.93	1.00
非流动资产合计	60.11	66.05	76.66
长期应收款	9.62	9.35	8.67
投资性房地产	4.45	6.81	9.61
无形资产	20.43	24.94	24.67
其他非流动资产	17.17	14.74	22.68

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息和应收股利，东方金诚整理

近年来，公司非流动资产逐年增长，主要由长期应收款、投资性房地产、无形资产和其他非流动资产构成。

⁷ 棚户区改造项目系公司与垫江县人民签订《政府购买服务协议》，可变现净值高于账面成本，不存在减值。公司土地开发成本中“北岸景苑安置房”等项目存在账面价值小于已投资额的情况，这主要是安置房项目中已有部分对外出售，并结转实现收入，从而出现账面价值小于已投资额的情况。

公司长期应收款主要为应收朝阳实业、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的国开基金和农发基金转贷款，近年来小幅下降。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。2022 年末，公司其他非流动资产主要包括无偿划入的水库资产 12.96 亿元、基础设施项目 5.74 亿元、预付长期资产款 1.95 亿元和综合管廊项目 1.59 亿元，较上年末有所增长。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产为 1.75 亿元，占总资产的额比重为 0.57%，主要包括用于融资质押的投资性房地产 0.54 亿元以及因融资产生的保证金等 1.20 亿元。

资本结构

得益于股东及各方资产的注入，近年公司所有者权益逐年增长

近年来，公司所有者权益逐年增长，以资本公积为主。2020 年末~2022 年末，公司实收资本均为 5.77 亿元，全部为货币出资；资本公积逐年增长，主要系股东及相关各方向公司划拨项目建设资金、子公司股权、房产、土地使用权和公司收到政府专项债资金等资产所致。未分配利润保持增长，主要系公司历年经营活动产生的净利润累积。

图表 10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
所有者权益合计	147.64	155.71	167.87
实收资本	5.77	5.77	5.77
资本公积	130.15	136.49	145.42
未分配利润	7.60	8.74	9.78

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司负债总额持续增长，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短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2022 年末，公司短期借款主要为保证借款 1.30 亿元和信用借款 0.05 亿元，较上年末有所上升。公司应付账款逐年增长，2022 年末应付账款主要系应付的设备及工程款（3.62 亿元）、货款（0.10 亿元）。近年来，公司其他应付款持续增长，以往来款为主。2022 年末，公司其他应付款主要为公司与垫江县其他国有企业的往来款 17.57 亿元、保证金及押金 0.51 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 7.62 亿元、应付债券 2.00 亿元和长期应付款 1.20 亿元。

图表 11 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债合计	110.65	122.24	139.52
流动负债合计	16.14	23.56	36.33
短期借款	0.78	0.70	1.35
应付账款	1.39	1.77	3.72
其他应付款	4.47	10.54	18.23
一年内到期的非流动负债	6.65	9.20	10.82
非流动负债合计	94.51	98.68	103.18
长期借款	77.20	76.30	74.91
应付债券	11.53	16.03	20.62
长期应付款	2.76	5.27	6.41

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息和应付股利，长期应付款不含专项应付款，东方金诚整理

公司非流动负债逐年保持增长，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2022 年末，公司长期借款中保证借款（28.64 亿元）、质押借款（33.95 亿元）、抵押借款（8.73 亿元）和信用借款（3.59 亿元），借款资金主要用于基础设施及安置房建设和土地开发整理业务，利率维持在 5.2%~7%。公司应付债券有所增长，2022 年末主要为存续债券“18 渝垫债 01”、“20 渝垫 01”、“21 渝垫 01”和“21 渝垫 02”和“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”。同期末，公司长期应付款包括应付农发基金 1.55 亿元、远东国际融资租赁有限公司 1.28 亿元、垫江县小城镇污水管网工程项目金 0.79 亿元、重庆市城市建设发展有限公司 0.88 亿元、渝农商金融租赁有限责任公司 0.40 亿元、远东宏信（天津）融资租赁有限公司 0.43 亿元等。

近年公司全部债务持续上升，考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，预计未来全部债务将进一步增加

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，全部债务规模保持增长。2022 年末，公司全部债务为 110.70 亿元，其中银行贷款占比 74.55%、发行债券占比 20.43%，其他非银金融机构贷款占比 5.01%；全部债务中短期有息债务占比 11.00%，短期偿付压力一般。近年来，公司资产负债率稳步上升，处行业中等水平。考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，预计未来全部债务将进一步增加。

图表 12 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	100.38	108.00	110.70
长期有息债务	90.73	95.96	98.53
短期有息债务	9.65	12.05	12.17
资产负债率	42.84	43.98	45.39

资料来源：公司合并财务报表，全部债务相差 0.01 系四舍五入所致，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 2.50 亿元，担保比率为 1.49%，被担保企业为朝阳实业，为垫江县国有企业。整体来看，公司对外担保余额规模较小，代偿风险较小。

盈利能力

公司营业收入保持增长，主要收益率指标处于较低水平，盈利能力较弱

近年公司营业收入保持增长，营业利润率逐年上升；期间费用随之增长，主要为管理费用和销售费用。公司利润总额和净利润逐年上升，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，公司主要盈利指标处于较低水平，整体盈利能力较弱。

图表 13 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	11.41	14.89	17.02
营业利润率	27.33	28.37	30.65
期间费用	1.18	1.46	1.75
期间费用/营业收入	10.36	9.79	10.30
利润总额	2.16	2.89	3.49
其中：财政补贴	0.03	0.03	0.10
净利润	1.59	2.26	2.52
总资本收益率	0.69	0.94	1.00
净资产收益率	1.08	1.45	1.50

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

近三年公司经营和投资活动现金流均表现不佳，资金来源对筹资活动依赖较大

经营活动方面，2020 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的现金流入，主营业务获现能力维持在较高水平；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的现金流出。近年来公司经营活动现金流由净流出转为小额净流入，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的现金流出，公司投资活动现金持续净流出。

图表 14 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	14.46	21.23	35.70
现金收入比率 (%)	105.72	96.67	98.26
经营活动现金流出	29.10	24.58	34.88
投资活动现金流入	0.28	0.20	0.07
投资活动现金流出	4.80	4.28	6.59
筹资活动现金流入	33.70	21.81	22.39
筹资活动现金流出	13.85	16.52	17.56
现金及现金等价物净增加额	0.69	-2.14	-0.87

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公司取得借款辅以少量股东投入等形成的现金流入，公司筹资活动现金流入保持较高规模；筹资活动现金流出主要为用来偿还债务和相应

利息产生的现金流出。公司资金来源对筹资活动依赖较大。

偿债能力

考虑到公司作为垫江县最重要的基础设施建设主体，业务区域专营性、稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债指标来看，2020年末~2022年末，公司流动比率保持在很高水平，速动比率和现金比率处于较低水平，公司流动资产中流动性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，公司经营现金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很弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率整体有所下降，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度均较弱。

截至2022年末，公司2023年到期债务规模为12.17亿元（仅包括到期债务本金），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）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022年公司经营性净现金流为0.83亿元，表现为小额净流入，但对流动负债的保障程度很弱。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至2022年末，公司获得银行综合授信138.71亿元，尚未使用额度26.30亿元。直接融资方面，截至2022年末，公司已获得企业债券批文12.00亿元，其中6.00亿元尚未发行。

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和土地开发整理业务，业务区域专营性、业务稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

图表 15 公司偿债能力指标及债务期限结构（单位：亿元、%）



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（自主查询版），截至2023年5月6日，公司已结清贷款中有3笔关注类贷款⁸，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。

⁸ 根据公司提供的相关说明，3笔关注类贷款系国开行二类八级（关注四级）贷款，按照国开行的分类规则，公司3笔贷款为优良贷款。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1. 重庆市

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 2022 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 3213.34 万人，常住人口城镇化率 70.96%。

战略定位方面，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。

区位交通方面，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。铁路方面，重庆市建成“一枢纽十干线”铁路网，同时加快建设“米”字型高铁网，在建和营业里程 1768 公里；公路方面，重庆市高速公路通车里程 3841 公里；航空方面，重庆市拥有重庆江北国际机场、万州五桥机场等 5 个民用机场，开通国际航线达 106 条。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。

资源禀赋方面，重庆市矿产资源丰富，已探明储量的矿产有 38 种，同时拥有丰富的天然气、煤层气、石膏、粉石英等非金属矿产资源。重庆市拥有充足的水能资源，除三峡电站外，重庆市水能资源理论蕴藏量 1388 万千瓦，其中可开发的水能资源 760 万千瓦；全市已建大小水电站 1000 余座，装机容量 61.9 万千瓦。重庆市旅游资源亦较为丰富，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，截至 2022 年末拥有国家 A 级景区 272 个，其中 5A 级景区 11 个，4A 级景区 140 个。

重庆市经济保持平稳增长，工业经济稳健运行，第三产业对地区经济的贡献较大，经济实力依然很强

凭借着其突出的战略定位、明显的区位优势及丰富的自然资源，近年来重庆市经济保持增长，经济实力很强。2022 年，重庆市区地区生产总值为 29129.03 亿元，增速位 2.6%，较上一年有所放缓；人均 GDP 为 90663 元，在 31 个省（自治区、直辖市）中排名第 10 位。

图表 16 重庆市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	25002.79	3.9	27894.02	8.3	29129.03	2.6
人均 GDP（元）	78002*	-	86879	7.8	90663	2.5
三次产业结构	7.2: 40.0: 52.8		6.9: 40.1: 53.0		6.9: 40.1: 53.0	
规模以上工业增加值	-	5.8	-	10.7	-	3.2
第三产业增加值	13207.25	2.9	14787.05	9.0	15423.12	1.9
全社会固定资产投资	-	3.9	-	6.1	-	0.7
社会消费品零售总额	-	1.3	-	18.5	13926.08	-0.3

资料来源：重庆市 2020 年~2022 年国民经济和社会发展统计公报，标“*”数根据“GDP/常住人口”近似估算，东方金诚整理

近年来，重庆市积极承接沿海产业转移、培育产业集群，已形成以汽车制造业、电子制造业、装备制造业、化学医药产业、材料产业、消费品行业和能源业为支柱的“6+1”多产业协同发展的格局，集聚了长安汽车、上汽通用、现代汽车、宗申动力、力帆股份等知名汽车及摩托车企业，以及惠普、宏基、华硕、思科等电子信息龙头品牌商。汽车制造业方面，重庆市重视增强汽车产业链的稳定性和竞争力，博世庆铃氢燃料电池发动机、比亚迪动力电池二期等项目

取得较大进展，长安、福特等新车型陆续上市，实现了“整车+零部件”的双提升；2022年，重庆市汽车产业增加值同比增长10.2%。电子制造业方面，重庆市加快电子制造业补链成群步伐；2022年，重庆市获批共建全国首个跨省域电子信息先进制造集群，电子产业增加值同比增长17.3%。同时，医药产业、材料产业、消费品产业、能源产业转型步伐加快，2022年增加值分别同比增长6.1%、3.9%、2.1%、11.3%。

近年来，重庆市以金融、商贸物流及旅游等为代表的服务业发展较快；重庆市第三产业增加值分别同比增长2.9%、9.0%和1.9%。重庆市金融业发展水平较高，已成为西部地区功能性金融中心，对第三产业增长贡献较大；2022年，重庆市金融业增加值为2491.02亿元，同比增长2.4%。商贸物流方面，2022年，重庆市入选首批国家综合货运枢纽补链强链城市，智慧长江物流工程一期建成投用，万州机场航空口岸正式开放，获批国家市场采购贸易试点；批发和零售业增加值为2816.74亿元，同比增长2.0%；交通运输、仓储和邮政业增加值为1083.96亿元，同比下降0.9%。2022年重庆市实现旅游业增加值1063.26亿元，同比下降1.2%，占地区生产总值比重为3.7%。

根据《重庆市2023年政府工作报告》，预计2023年，重庆市实现地区生产总值同比增长6.0%以上；规模以上工业增加值同比增长8.0%；固定资产投资同比增长10.0%；社会消费品零售总额同比下降6.0%。

重庆市一般公共预算收入有所波动，但获得了上级财政较大力度的支持，综合财政实力很强

近年来，受经济下行和房地产行业深度调整等因素影响，重庆市一般公共预算收入有所波动，2020年~2022年的增速分别为-1.9%、9.1%和-2.5%。从收入结构来看，重庆市一般公共预算收入以税收收入为主，主要税种包括增值税、企业所得税、契税、城市维护建设税等。

重庆市政府性基金收入有所下降，主要受土地出让数量及出让价格影响，但整体规模较大，是地区财力的重要组成部分。重庆市地处我国西部地区，能够获得“一带一路”、长江经济带等优惠政策，近年来上级政府每年给予重庆市较大规模的财政资金，对重庆市财政收入贡献较大。

近年重庆市一般公共预算支出和政府性基金支出有所波动，地方财政自给程度一般。截至2022年末，重庆市地方政府债务余额为10071亿元，其中一般债务余额为3180亿元，专项债务余额为6891亿元。

图表 17 重庆市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	4553.00	4643.40	3857.33
一般公共预算收入	2095.00	2285.45	2103.38
其中：税收收入	1431.00	1543.40	1270.89
政府性基金收入	2458.00	2357.94	1753.95
2 上级补助收入	2406.00	2154.13	2404.00
列入一般公共预算的上级补助收入	2156.00	2050.31	2309.00
列入政府性基金的上级补助收入	250.00	103.82	95.00
财政收入 (1+2)	6959.00	6797.53	6261.33

图表 17 重庆市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政支出	8027.00	7788.08	7847.99
一般公共预算支出	4894.00	4835.06	4892.78
政府性基金支出	3133.00	2953.02	2955.21
2 上解上级支出	49.00	61.00	61.00
财政支出 (1+2)	8076.00	7849.08	7908.99
地方债务限额	7542.00	8903.00	10281.00
地方债务余额	6799.00	8610.00	10071.00
政府负债率 (%)	27.19	30.87	34.57

资料来源：重庆市 2020 年~2021 年财政决算草案、重庆市 2022 年预算执行情况，东方金诚整理

根据《关于重庆市 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，预计 2023 年，重庆市一般公共预算收入为 2280 亿元，同比增长 8.4%；其中，税收收入为 1460 亿元，同比增长 14.9%。同年，全市一般公共预算支出为 5279.27 亿元，同比增长 2.9%。

2. 垫江县

垫江县位于重庆市主城东北隅，1997 年 12 月，垫江县正式隶属重庆直辖市。垫江县在重庆市规划的经济发展四大片区中，居于渝东北片区，是重庆主城都市区和渝东北片区重要接点，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。截至 2022 年末，垫江县下辖 2 个街道、22 个镇、24 个乡镇，总面积为 1518 平方公里，全县常住人口 64.61 万人，常住人口城镇化率 49.20%。

区位优势方面，垫江县交通较为便利。截至 2022 年末，全县公路通车里程 4438 公里，其中等级公路 3665.9 公里。G50 沪渝、G42 沪蓉高速公路和渝万城际铁路贯通全境，1 小时可达重庆主城、江北机场和长江深水码头。高铁方面，设有垫江站的渝万城际铁路正在建设中。

资源禀赋方面，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 级景区垫江县恺之峰旅游区、3A 级景区垫江李花源生态旅游区和垫江仙草园等景区。

近年来，垫江县工业实力不断提升，战略新兴产业、高新技术产业等得到较好发展，工业产业结构有所优化；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，综合经济实力较强

近年来，垫江县地区经济保持较快发展。2022 年，垫江县地区生产总值为 530.60 亿元，在重庆市下辖 38 个区（县）中排名处于中游水平，同比增长 4.3%，高于重庆市增速 1.7 个百分点，经济实力较强。同年，根据垫江县 2022 年常住人口计算，当年人均 GDP 为 82124 元，较上年增长 4789 元。

图表 18 垫江县主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	444.80	4.0	502.58	9.3	530.60	4.3
人均 GDP（元）	68358	-	77335	-	82124	-
工业增加值	108.20	4.5	-	12.7	112.87	3.9
第三产业增加值	189.10	2.3	233.60	9.6	235.80	2.7
固定资产投资	171.00	14.5	-	12.3	-	14.2
社会消费品零售总额	212.13	0.2	271.76	28.1	277.70	2.2
三次产业结构	13.4: 44.1: 42.5		12.7: 42.8: 44.5		12.3: 43.3: 44.4	

资料来源：2020 年~2022 年垫江县国民经济和社会发展统计公报，表中人均 GDP 系按照“GDP/常住人口”估算所得，东方金诚整理

近年来，得益于战略新兴产业、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，工业产业结构有所优化。2022 年，新材料、汽摩装备、消费品三大主导产业产值占规上工业总产值的 85.7%。垫江县拥有天圣制药、捷力轮毂、中昆材料等重点企业，近年来围绕重点产业加大项目引资力度，内资引进国瑞集团投资 50 亿元建成投用的全市首个智能装配式建筑产业园，外资引进全球第三大聚酯纤维产品制造商韩国汇维仕项目。2022 年，中材渝建节能环保材料、碧桂园新材料西部生产基地等 32 个项目成功落户，瑞谷星汽车零部件及智能农机产业园等 10 个亿元级项目落地动建。

近年在旅游业、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。2020 年~2022 年，垫江县分别接待游客约 525 万人次、700 万人次和 671.8 万人次，实现旅游总收入 27.0 亿元、45.0 亿元和 42.78 亿元。商贸物流业方面，垫江县已形成牡丹园等社区商圈，正在推进渝东国际农贸城、爱琴海购物公园、汽车商贸城等商圈建设，近三年社会消费品零售总额保持增长。金融业方面，2022 年末，垫江县金融机构人民币存款余额为 489.2 亿元，比上年增长 9.7%；贷款余额为 489.0 亿元，其中，短期贷款为 62.1 亿元，增长 13%；中长期贷款为 250.7 亿元，下降 3.3%。

垫江县一般公共预算收入逐年增长，税收收入占比有所下降；上级补助是财政收入的重要来源，综合财政实力较强

2020 年~2022 年，垫江县一般公共预算收入逐年增长，增速分别为 4.3%、7.9%和 12.3%；税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 65.44%、66.78%和 55.26%，税收占比有所下降。垫江县政府性基金收入以土地出让收入为主，近年持续下滑，政府性基金收入的实现易受房地产市场波动及政府土地出让规划等因素影响，存在一定的不确定性。垫江县持续获得上级政府较大力度的转移支付支持，上级补助收入是当地财政收入重要的来源。

图表 19 垫江县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	44.10	42.26	43.37
一般公共预算收入	17.39	18.76	21.06
其中：税收收入	11.38	12.53	11.64
政府性基金收入	26.71	23.50	22.31
2 上级补助收入	40.88	31.90	38.92
列入一般公共预算的上级补助收入	36.67	29.82	37.27
列入政府性基金的上级补助收入	4.21	2.08	1.65
财政收入（1+2）	84.98	74.15	82.29
1 地方财政支出	92.43	91.59	103.47
一般公共预算支出	59.51	61.99	65.21
政府性基金支出	32.92	29.60	38.25
2 上解上级支出	2.82	2.78	2.55
财政支出（1+2）	95.25	94.37	106.01
地方债务余额	78.91	100.50	124.34
政府负债率	17.74	20.00	23.43

资料来源：垫江县 2020 年~2021 年财政决算报告和 2022 年财政预算执行情况，东方金诚整理

2020 年以来，垫江县一般公共预算支出逐年增长，增速分别为-15.4%、4.20%和 5.20%。同期，政府性基金支出呈波动增长。从收支平衡的角度看，垫江县财政自给率⁹分别为 29.22%、30.25%和 32.29%，财政自给程度较低。

政府债务方面，截至 2022 年末，垫江县政府债务余额为 124.34 亿元，较上年增长 23.84 亿元，其中一般债务余额为 46.56 亿元，专项债务余额为 77.78 亿元。

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较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

作为垫江县最重要的基础设施建设主体，公司在资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关的有力支持

目前，垫江县范围内基础设施建设类国有企业共有 3 家，分别为公司、朝阳实业和重庆兴垫实业有限责任公司（以下简称“兴垫实业”），上述公司的控股股东均为垫江县国资中心。其中，朝阳实业主要负责垫江工业园区区域内的基础设施建设等业务；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的有力支持。

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%股权等股权资产以及垫江县土地收购储备中心土地使用权等资产，截至 2022 年末，累计形成资本公积 145.42 亿元。其中，2020 年，垫江县财政局向公司拨入资金 8.79 亿元及垫江县土地收购储备中心相关资产 10.07 亿元。2021 年，公司收到中央预算内资金 2.24 亿元；垫江县财政局向公司拨入项目资本金 3.77 亿元；垫江县财政

⁹ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

局向公司划入房屋建筑物 0.30 亿元。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。

在财政补贴方面，2020 年~2022 年，公司分别获得补贴收入 307.93 万元、327.10 万元和 1044.75 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，股东及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

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、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用较强。

抗风险能力及结论

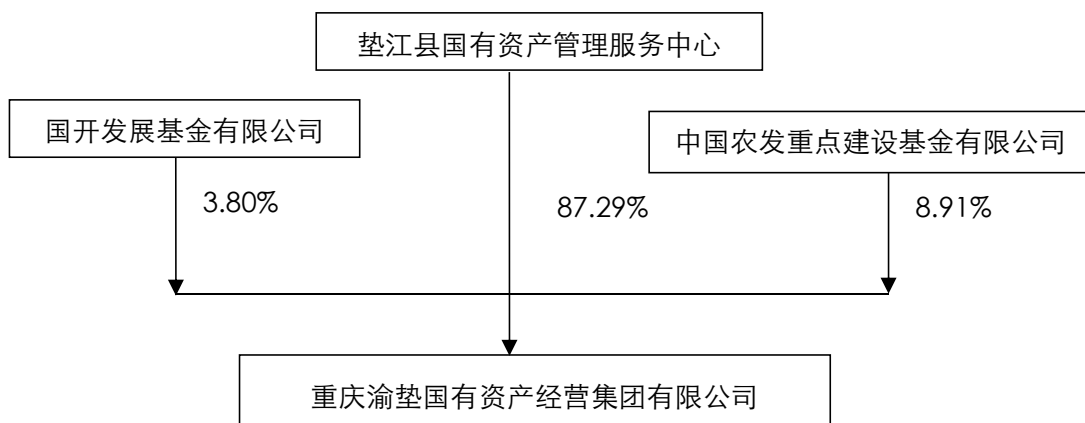
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事垫江县范围内的土地开发整理、基础设施和安置房建设、燃气供应等，业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司在建和拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司代建业务回款周期较长，流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性仍较差；跟踪期内，公司经营和投资活动现金流均表现不佳，资金来源对筹资活动依赖较大。

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，战略新兴产业、高新技术产业等发展良好，综合经济实力仍较强；作为垫江县最重要的基础设施建设主体，公司继续在资产划拨和财政补贴等方面获得股东及相关各方的有力支持。

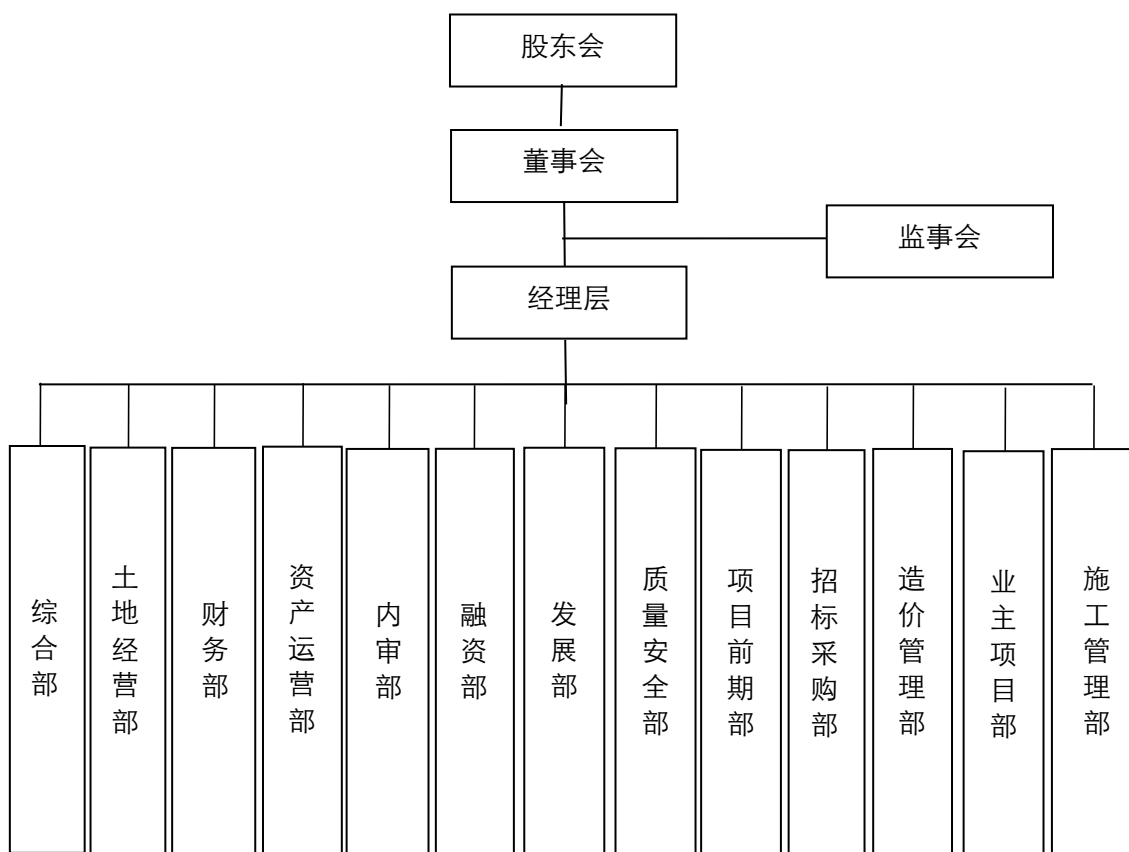
综上所述，公司自身偿债能力很强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“18 渝垫债 01”、“22 渝垫专项债 01/22 渝垫 01”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2022 年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	2020 年	2021 年	2022 年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	258.29	277.96	307.39
其中：存货	183.00	196.15	215.99
货币资金	9.77	8.88	8.08
无形资产	20.43	24.94	24.67
其他非流动资产	17.17	14.74	22.68
负债总额	110.65	122.24	139.52
其中：应付债券	11.53	16.03	20.62
一年内到期的非流动负债	6.65	9.20	10.82
长期借款	77.20	76.30	74.91
全部债务	100.38	108.00	110.70
其中：短期有息债务	9.65	12.05	12.17
所有者权益	147.64	155.71	167.87
营业收入	11.41	14.89	17.02
净利润	1.59	2.26	2.52
经营活动产生的现金流量净额	-14.64	-3.35	0.83
投资活动产生的现金流量净额	-4.52	-4.08	-6.52
筹资活动产生的现金流量净额	19.85	5.29	4.83
主要财务指标			
营业利润率（%）	27.33	28.37	30.65
总资本收益率（%）	0.69	0.94	1.00
净资产收益率（%）	1.08	1.45	1.50
现金收入比率（%）	105.72	96.67	98.26
资产负债率（%）	42.84	43.98	45.39
长期债务资本化比率（%）	38.06	38.13	36.99
全部债务资本化比率（%）	40.47	40.95	39.74
流动比率（%）	1227.55	899.36	635.03
速动比率（%）	94.08	66.87	40.59
现金比率（%）	60.50	37.70	22.25
货币资金短债比（倍）	1.01	0.74	0.66
经营现金流动负债比率（%）	-90.69	-14.23	2.28
EBITDA 利息倍数（倍）	0.64	0.65	0.68
全部债务/EBITDA（倍）	39.18	29.92	25.83

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（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
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+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期有息债务=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=长期有息债务+短期有息债务

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。