



重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1331 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 重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司 **AA+/稳定**

本次跟踪债项及评级结果 “20 涪陵 Y2”、“20 涪陵 03”、“21 涪陵 01”、“21 涪陵 03”、“22 涪陵 05” **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，跟踪期内涪陵区经济稳步增强，其经济财政实力在重庆市各区县中位于上游，潜在的支持能力强；重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“涪陵国投”或“公司”）仍为涪陵区重要的国有资本运营主体，区域地位突出，继续获得股东和政府的有力支持；同时，需关注公司土地整治和地票业务存在波动风险，面临一定资本支出压力，存量债务规模较大及短期偿债压力较大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，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：涪陵区经济实力显著提升，公司获取更优质上市公司股权或金融股权并能带来可观的收益，资产质量显著提高等。

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

正面

- **涪陵区资源丰富，经济实力稳步增强。**涪陵页岩气是中国首个实现商业化开发的页岩气田，近年来涪陵区页岩气、新一代信息技术、新能源汽车及智能汽车等战略性新兴产业发展良好，经济实力稳步增强，2022年涪陵地区生产总值突破1,500亿元，达1,504.37亿元，GDP增速为2.6%。涪陵区经济实力逐年提升，为公司发展提供了良好外部环境。
- **维持区域重要地位，持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司仍为涪陵区重要的国有资本运营主体，资本实力雄厚，兼备土地整理和产业运营职能，战略地位突出，2022年以来继续获得股东和政府资本注入、资产划转和财政补贴等方面的有力支持。
- **业务板块多元化，收入和净利润持续增长。**跟踪期内，公司业务范围仍涵盖土地整治开发、保障性住房建设运营、食品加工、铝产品加工及页岩气销售等多板块，收入来源较丰富；受益于经营性项目盈利能力提升及业务规模扩张，公司营业总收入及净利润保持增长。
- **公司拥有较优质的上市公司股权。**截至2023年3月末，公司持有重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司（以下简称“涪陵榨菜”，股票代码：002507.SZ）35.26%的股权，居控股地位。涪陵榨菜为我国最大的榨菜加工企业，产品以榨菜制品为主，榨菜产品全国市场占有率第一。

关注

- **关注市场波动及政策变化对土地整治及地票业务的影响。**公司土地整治开发和地票业务受土地市场行情及政府政策影响较大，存在一定的波动风险。
- **存在一定的资本支出压力。**公司项目建设及股权投资规模较大，且资金大部分为自筹，面临一定的资本支出压力。
- **存量债务规模较大，短期债务占比较高，面临较大的短期偿债压力。**2023年3月末公司总债务为544.77亿元，存量规模较大，短期债务占总债务的25.69%，短期偿债压力较大。

项目负责人：张逸菲 yfzhang@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

涪陵国投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	1,124.71	1,275.63	1,280.58	1,309.60
所有者权益合计（亿元）	583.27	665.93	677.41	672.18
经调整的所有者权益合计（亿元）	558.20	629.03	647.51	651.28
总负债（亿元）	541.44	609.70	603.17	637.42
总债务（亿元）	492.66	557.85	537.29	544.77
营业总收入（亿元）	60.32	70.17	71.46	16.38
经营性业务利润（亿元）	12.32	9.94	9.26	3.08
净利润（亿元）	14.66	18.04	20.79	2.86
EBITDA（亿元）	17.53	17.02	19.49	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	17.66	14.68	11.65	1.70
总资本化比率(%)	46.88	47.00	45.35	45.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.57	0.66	0.78	--

注：1、中诚信国际根据涪陵国投提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年及 2021 年数据使用下年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度数据采用期末数；2、中诚信国际将各期末或期初长期应付款和其他权益工具中的带息债务调入长期债务；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具中的永续债；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。

同行业比较（2022 年数据）

项目	涪陵国投	江津华信	永川惠通	渝隆集团
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	涪陵区	江津区	永川区	九龙坡区
GDP（亿元）	1,504.37	1,330.02	1,202.84	1,763.94
一般公共预算收入（亿元）	60.03	67.65	42.06	56.10
所有者权益合计（亿元）	677.41	244.43	205.60	283.01
总资本化比率（%）	45.35	54.93	51.81	63.13
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.78	0.80	0.34	0.45

注：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，渝隆集团系“重庆渝隆资产经营（集团）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

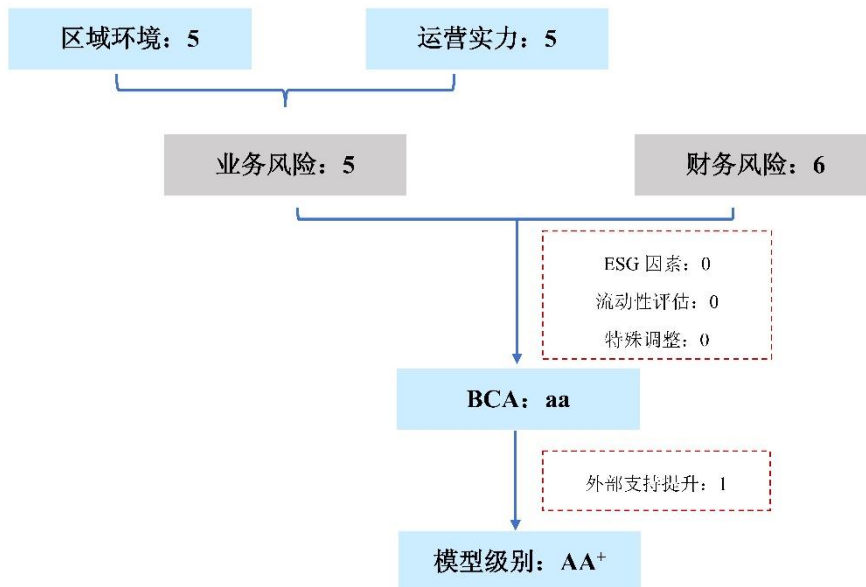
本次跟踪债项情况

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
20 涪陵 Y2	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	6.00	6.00	2020/03/13~2025/03/13 (5+N)	以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券
20 涪陵 03	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	15.00	15.00	2020/07/31~2025/07/31	附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 涪陵 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2021/03/09~2026/03/09	附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 涪陵 03	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	5.00	5.00	2021/04/30~2026/04/30	附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
22 涪陵 05	AA ⁺	AA ⁺	2022/05/30	10.00	10.00	2022/06/13~2027/06/13	--

注：“22 涪陵 05”兑付日为 2027 年 6 月 13 日，为非交易日，兑付顺延至 2027 年 6 月 14 日。

评级模型

重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，涪陵国投仍为涪陵区重要的国有资本运营主体，地位突出，承担涪陵区的土地整治和重点项目投资，业务稳定性和持续性很强；同时，公司业务多元化，经营性板块发展态势良好。但公司土地整治及出让受市场及政策影响，或存在一定的波动风险，电解铝业务周期性较强，且公司仍面临较大的资本支出压力。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，涪陵国投经调整的所有者权益继续增长，资本实力强劲；公司持有多家上市公司股票，收益性较好，但资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司财务杠杆水平相对可控，但存量债务规模较大，EBITDA 无法有效覆盖利息支出，短期债务规模及占比较大，面临较大的短期偿债压力。

■ 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涪陵国投个体基础信用等级无影响，涪陵国投具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，涪陵区政府支持能力强，对公司支持意愿强，主要体现在涪陵区较强劲的经济财政实力及增长潜力；涪陵国投仍系涪陵区重要的国有资本运营主体，持续获得政府在资本注入、股权划转和财政补贴等方面的有力支持，具备高度的重要性及与政府的关联性。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

“20 涪陵 Y2”募集资金 6.00 亿元，拟全部用于补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 5 月末，募集资金已全部使用完毕。

“20 涪陵 03”募集资金 15.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务和补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

“21 涪陵 01”募集资金 10.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

“21 涪陵 03”募集资金 5.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

“22 涪陵 05”募集资金 10.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，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

涪陵区地处重庆市中部、三峡库区腹地，东邻丰都，南接南川、武隆，西连巴南，北靠长寿、垫江，有渝东门户之称，是重庆市定位的中心城市、一小时经济圈核心城市和成渝城市群的重要节点城市。截至 2022 年末，涪陵区幅员面积 2,942 平方公里，辖 27 个乡镇街道，常住人口 111.52 万人，城镇化率达 73.36%。涪陵区区位优势突出，涪陵龙头港和黄旗港可常年停靠万吨巨轮，涪陵港和集装箱码头功能及运力居重庆前列，已实现江海联运，直通海外；渝怀、渝利和南涪三条国家级干线铁路交汇于涪陵，已建和在建的渝涪、南涪、沿江、机场第二高速等四条高速公路接转周边，涪陵距离重庆江北国际机场仅 80 公里。涪陵区是传统工业强区，且页岩气资源丰富，为国家级页岩气示范区，目前形成了材料、清洁能源、消费品、装备制造、生物医药、电子信息六大主导产业以及页岩气、新能源汽车及智能汽车等新兴产业。此外，涪陵作为农业大区，以榨菜、中药材为主导的“2+X”现代农业产业稳步壮大，榨菜全产业链年产值超过 130 亿元。

良好的资源条件、区位优势和产业基础为涪陵区经济发展提供了广阔的空间，近年来涪陵区各项经济指标均位于重庆市各区县前列。2022 年，涪陵区实现地区生产总值 1,504.37 亿元，GDP 增速为 2.6%，涪陵为重庆中心城区外首个千亿强区，2022 年 GDP 规模仍居全市第五位。

经济稳定增长，产业发展向好，有力支撑了涪陵区的财政实力。2022 年受宏观经济下行、房地产行业走弱、大规模留抵退税、旱情及其他不利因素影响，2022 年涪陵区财政指标略有弱化，一般公共预算收入和政府性基金收入小幅下滑，但幅度相对可控；涪陵区税收收入占比仍维持较高水平，税源基础相对厚实；当年涪陵区财政平衡率略有下降，整体财政自给能力偏弱，收支平衡对上级补助的依赖程度较大。再融资环境方面，涪陵区近年来投资建设任务重，债务规模快速攀升，债务压力较为突出，2022 年末地方政府债务余额为 233.52 亿元，同比增加 22.45 亿元；区内城投

企业融资仍依赖银行和直融等渠道，兼有一定体量的非标融资，2022 年涪陵区发债主体在资本市场上表现较为活跃，未出现债务违约事件，再融资渠道保持基本通畅。

表 1：近年来涪陵区经济财政概况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,225.08	1,402.74	1,504.37
GDP 增速（%）	4.3	8.7	2.6
人均 GDP（万元）	10.73	12.54	13.47
固定资产投资增速（%）	8.0	7.5	2.3
一般公共预算收入（亿元）	55.14	60.94	60.03
政府性基金收入（亿元）	59.77	75.86	72.90
税收收入占比（%）	74.85	80.44	80.19
公共财政平衡率（%）	43.08	50.54	49.75
地方政府债务余额（亿元）	182.07	211.07	233.52

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：重庆市涪陵区人民政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为涪陵区重要的国有资本运营主体，承担涪陵区的土地整治和重点项目投资，维持很强的业务竞争力和可持续性；同时，公司收入来源丰富，业务涵盖土地整治开发、保障性住房建设、食品加工、铝产品加工、页岩气销售以及地票等，营业收入及净利润保持增长，食品及铝产品产销仍为其核心收入来源，且依托涪陵区丰富的页岩气资源，页岩气相关收入未来或将进一步增长。但公司土地整治出让受土地市场行情及政府政策影响较大，存在一定的波动风险；安置房销售和地票业务的可持续性亦有待关注；公司投资规模较大，面临较大的资本支出压力；此外，电解铝业务属“两高一剩”产业，周期性较强，需关注其经营情况。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
食品加工	22.73	37.69	58.26	25.19	35.90	52.36	25.48	35.73	53.15	7.60	46.46	56.28
项目经营	12.70	21.06	8.49	16.18	23.06	10.80	14.37	20.15	-7.95	1.29	7.90	10.00
其中：土地整治开发	8.71	14.44	8.82	13.20	18.82	10.09	14.37	20.15	-7.95	1.29	7.90	10.00
市场化项目经营	3.99	6.62	7.77	2.97	4.24	13.98	--	--	--	--	--	--
页岩气销售	3.34	5.54	7.99	4.80	6.84	11.06	5.78	8.11	27.39	1.25	7.62	23.86
铝产品加工	11.54	19.13	5.52	21.11	30.09	5.07	24.30	34.07	9.14	5.97	36.46	8.02
其他业务	10.00	16.58	25.45	2.88	4.11	48.39	1.39	1.95	49.22	0.25	1.56	35.37
其中：地票项目	4.11	6.81	15.54	0.02	0.03	17.09	--	--	--	--	--	--
其他	5.89	9.77	47.23	2.86	4.07	94.79	1.39	1.95	49.22	0.25	1.56	35.37
合计/综合	60.30	100.00	29.44	70.15	100.00	25.56	71.32	100.00	23.68	16.36	100.00	32.23

注：1、除地票项目外的其他业务主要为保障房出租、担保、融资租赁等；2、各项加总数与合计数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

土地整治开发板块

公司仍为涪陵区重要的土地整治主体，土地整治业务模式清晰，区域专营性强；近年来收入和回款情况表现良好，2022 年土地整治收入有所增长，但毛利率下滑；在整理地块投资规模较大，维持很强的业务稳定性和可持续性，但亦面临一定的资本支出压力；公司土地资产仍较充足，随着土地的陆续出让，可为公司提供较可靠的收入保障。

跟踪期内，公司仍作为涪陵区内重要的土地整治开发主体，主要承担涪陵区内老城区棚户区拆迁

改造和工业园区土地整治工作。涪陵区政府根据城市整体发展规划、土地供应计划、城市建设用地指标下达情况等，委托公司对涪陵区内国有土地进行场地平整、道路铺设、供水、供电、供气等配套基础设施的建设工作，使得相关土地达到出让条件。

业务模式未发生变化，征地阶段，由公司会同涪陵区拆迁工作领导小组统一组织征地补偿工作。项目建设阶段，公司全部采取外包代建的模式，即公司与地区内资质优良的建设施工单位签订《建设工程施工合同》，由承包单位负责具体实施项目地块的拆迁、平整、配套基础设施建设等工作，同时公司根据项目进度或《建设工程施工合同》约定的其他方式向承包单位拨付工程款项。土地整理完毕后，由公司及国土局等相关部门对项目组织进行验收，确认地块达到条件后，地方土地主管部门按照土地供应计划，通过“招、拍、挂”方式组织土地的出让工作。随后，涪陵区财政局参考相关地块开发成本，加成合理利润后作为公司开发收入金额，公司土地开发整理收入不与相关土地出让挂钩。

近年来公司经整理的土地有序出让，土地整治开发收入逐年增长，且回款情况良好。2022 年土地整治业务收入有所增长，但毛利率下滑至-7.95%，主要系当年龙头港土地项目大幅亏损所致。

表 3：近年来公司土地整治出让情况（万元、亩）

年度	地块名称	投资金额	总面积	确认收入	已回款
2020 年	涪陵区崇义街道人民西路东侧	31,407.71	49.90	33,336.60	33,336.60
	涪陵区龙桥街道袁家村三、五组	15,416.40	506.15	17,188.40	17,188.40
	义和镇机房村 5 组	7,417.88	54.93	8,526.30	8,526.30
	义和镇机房村 4、5 组	8,658.41	55.03	9,952.20	9,952.20
	义和镇机房村 4、5、7 组	9,603.58	53.33	11,038.60	11,038.60
	涪陵区江北街道北坪村三组	6,887.88	43.95	7,031.92	7,031.92
	合计	79,391.87	763.29	87,074.02	87,074.02
2021 年	涪陵区马鞍街道两桂社区二组	8,503.40	37.30	10,055.00	10,055.00
	涪陵区李渡组团中心分区	38,219.79	166.00	42,949.18	42,949.18
	涪陵区江北组团北山坪 A 分区	3,047.36	21.60	3,457.02	3,457.02
	涪陵区李渡组团南区分区 F7-2/02、F7-3/02 地块	6,859.32	68.75	13,060.00	13,060.00
	李渡片区项目、义和基础设施项目	23,026.55	102.14	23,064.46	23,064.46
	产业园区、文旅项目	39,064.74	221.03	39,454.74	39,454.74
	合计	118,721.16	616.82	132,040.40	132,040.40
2022 年	产业园区、文旅项目	65,597.53	300.00	70,505.99	70,505.99
	涪陵区域中村（厂）拆迁整治工程	50,000.00	110.00	50,000.00	50,000.00
	龙头港土地项目	39,501.13	300.00	23,164.33	23,164.33
	合计	155,098.66	710.00	143,670.32	143,670.32
2023 年 1~3 月	产业园区、文旅项目	11,639.70	75.00	12,933.00	12,933.00
	合计	11,639.70	75.00	12,933.00	12,933.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司主要在整理的地块为涪陵区域中村（厂）拆迁整治工程、涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目、江东旧城改造综合整治项目等，总面积合计为 30,326.52 亩，项目总投资 368.59 亿元，已投资 339.64 亿元，仍需投资 28.95 亿元，未来仍面临一定的投资压力。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司主要在建土地整治开发项目情况（万元、亩）

项目名称	计划投资	已投资	总面积	2023.4~12 投资计划
涪陵区域中村（厂）拆迁整治工程	1,165,668.00	1,386,544.04	5,442.90	1,500.00
涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目	60,913.50	48,167.19	906.60	750.00
江东旧城改造综合整治项目	227,918.42	208,625.73	1,969.00	750.00

涪州古城建设项目	433,772.73	396,613.49	1,200.00	600.00
清溪铜铝工业园项目	203,502.40	179,712.51	6,500.00	375.00
龙头港土地项目	543,486.00	207,620.63	1,890.00	3,750.00
李渡片区项目	361,044.00	444,320.20	1,905.90	--
太极南湖片区拆迁整治	214,646.50	188,762.39	1,197.00	375.00
乡镇污水处理厂项目	146,484.00	76,264.22	231.90	375.00
蒿枝坝项目	174,006.00	147,811.99	6,000.00	225.00
巴国民俗文化村项目	35,730.00	33,588.76	530.22	375.00
蔺市场镇梨香溪综合整治项目	72,552.50	45,294.70	585.00	225.00
白涛工业园区华峰工业园拆迁整治工程	46,139.80	33,078.00	1,968.00	225.00
合计	3,685,863.85	3,396,403.85	30,326.52	9,525.00

注：涪陵区城中村（厂）拆迁整治工程和李渡片区项目实际投资金额超过计划投资金额，主要系实际征拆成本超出投资预算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司投资性房地产中的土地资产合计 27,530.04 亩，价值合计 242.55 亿元，其中出让地面积 2,670.79 亩、划拨地面积 14,601.79 亩、储备地面积 10,257.46 亩，账面价值分别为 141,610.66 万元、277,932.77 万元和 2,005,997.67 万元。出让地由政府划拨、协议转让及公开竞买等方式获得；划拨地大多为涪陵区政府为支持公司发展划入的资产；储备地主要系早期土地整治开发业务形成，2012 年以前公司具备土地收储职能，项目形成的土地可作为储备地办理土地权证并入账。总体来看，公司土地资产储备充足，价值较高，为公司后续土地整治收入的实现提供了良好的保障。

地票板块

公司城乡建设用地挂钩指标业务已投资完毕，地票存量规模较大，2022 年以来未新增地票交易，地票业务的可持续性有待关注。

根据《重庆市人民政府关于统筹城乡户籍制度改革的意见》（渝府发[2010]78 号）、《重庆市户籍制度改革农村土地退出和利用办法（试行）》（渝办发[2010]203 号）等文件要求，对于符合准入条件、自愿转为城镇居民的农村居民可以自愿退出其农村宅基地使用权、房屋所有权，并一次性获得补偿。通常补偿费用包括房屋和地上构（附）着物补偿费、土地使用权补偿费、农村集体经济组织补偿费和安置费（购房补助费）等。前述退地补偿费用全部由公司安排资金予以支付。

完成退地补偿后，对于土地利用总体规划确定的城镇建设用地扩展边界范围内的土地，按照相关规定可以办理农村土地征收手续，原有农村集体所有的土地转为国有土地，相关业务模式和前述土地整治开发基本相同；对于土地利用总体规划确定的城镇建设用地扩展边界范围外的土地，由公司委托资质优良的施工单位组织实施复垦，同时公司根据项目进度或协议约定的其他方式向施工单位拨付工程款项。复垦完毕后，经重庆市、区两级土地行政主管部门组织验收，确认复垦形成的耕地质量和数量达到相关要求后，向公司核发城乡建设用地挂钩指标凭证，即“地票”。凭“地票”公司可以向重庆市农村土地交易所（以下简称“土地交易所”）提出交易申请，由土地交易所组织对“地票”进行公开拍卖。经重庆市土地资源和房屋管理局审核通过后，土地交易所拨付“地票”价款。公司作为业主，在涪陵城乡统筹建设项目中形成的地票收益归其所有。此外，公司在复垦中形成的国有建设用地建设指标也可根据有关规定在涪陵区内有偿平衡。

涪陵城乡统筹建设项目总占地面积为 1,089.96 公顷，已投资完毕。项目建成后形成“地票”共计

约 14,983.28 亩，计入存货中的开发产品。2021 年交易地票规模大幅减少，仅实现收入 0.02 亿元；2022 年及 2023 年 1~3 月，公司未进行地票交易，地票业务的可持续性有待关注。

表 5：近年来公司地票业务经营情况

	2020	2021
价格（万元/亩）	30.00	30.00
面积（亩）	1,368.83	8.16
成本（万元）	34,683.95	202.96
实现收入（万元）	41,064.82	244.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

市场化项目经营板块

公司前期建设的安置房（回迁房）和棚户区（危旧房）均已完工，近年来相关销售收入逐年下降，2022 年以来公司未取得安置房销售收入，部分资产转为自持，相关租金收入有望增长，但前期投入的回收周期或将拉长，资金平衡情况有待关注。

公司主要通过与区内国有企业签订《建设项目代建及经营合同》协议，由重庆市涪陵城市建设投资集团有限公司（以下简称“涪陵城建”）组织建设棚户区（危旧房）改造项目以及征迁项目所需的安置房（回迁房）。所建设的安置房（回迁房）一部分用于拆迁居民“产权置换”补偿，通常每户拆迁居民可以享受 30 平方米/人的标准安置房，同时每人还可按优惠价格（约 3,500 元/平方米）购买不超过 5 平方米的安置房（回迁房），超出部分需由拆迁居民按市场价格购买。所建安置房的剩余部分，主要系配套的商业设施、门面等，由所受托方负责对外按照市场价格进行销售。棚户区（危旧房）改造项目所建设的保障性住房部分可以由公司以经物价管理部门核定的价格对外出租或出售。

在棚户区（危旧房）改造项目和安置房项目建设期间，公司按照项目工程进度或者《建设项目代建及经营合同》协议约定，向受托企业支付项目工程款，同时按照项目总投资金额计提一定比例的代建工程费作为受托企业利润，比例通常为 1.5%。安置房（回迁房）以及配套商业设施、门面等的销售收入则由受托单位向公司返还，作为公司的市场化项目经营收入。棚户区（危旧房）改造项目所建设的保障性住房对外销售和出租形成的收入亦作为公司的市场化项目经营收入。

截至 2023 年 3 月末，公司安置房项目主要包括白鹤印象安置房、风情别院安置房及大华公寓保障房等项目，建成面积为 200.69 万平方米，已投资合计为 62.46 亿元，公司前期建设的大部分安置房（回迁房）和棚户区（危旧房）已完工，资金来源为自筹。公司建成安置房项目预计总销售金额 44.61 亿元，截至 2023 年 3 月末，公司已销售金额 41.33 亿元，累计收到回款金额 41.33 亿元。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司安置房项目情况（万元、平方米）

项目	总投资额	已投资额	已建成面积	开售时间	预计销售金额	已销售金额	建设期间
白鹤印象安置房	23,781.00	28,537.00	110,510.00	2013	38,679.00	37,146.89	2011~2013
至上美地安置房	4,988.00	5,985.00	24,218.00	2013	8,476.00	8,149.99	2011~2013
书香临舍安置房	7,419.00	8,902.00	30,995.00	2011	10,848.00	9,500.35	2010~2011
风情别院安置房	13,578.00	16,293.00	66,337.00	2013	10,320.00	8,725.00	2011~2013
江东堤防拆迁安置小区	15,429.00	19,387.00	56,455.00	2015	21,718.00	21,455.86	2013~2018
海关片区拆迁安置房	19,614.00	20,986.00	68,940.00	2016	20,540.00	19,443.73	2013~2018
鸡爪坪安置房	22,160.00	28,701.00	86,506.00	2016	18,012.00	16,732.89	2013~2018

江东堤防插旗拆迁安置小区	62,346.00	66,819.00	218,732.00	2015	40,158.00	38,683.02	2013~2018
江北北坪村安置房	45,881.00	54,544.00	169,931.00	2015	37,580.00	35,341.23	2013~2018
两江名品安置房	28,635.00	25,060.00	98,481.00	2016	19,465.00	18,658.53	2013~2018
清溪再生有色金属特色产业园安置房	64,007.00	65,716.00	239,500.00	2014	28,954.00	26,020.48	2013~2018
新城元素安置房	17,965.00	16,549.00	52,108.00	2015	17,620.00	16,020.74	2013~2018
鹤鸣花苑安置房	30,415.00	35,608.00	102,752.00	2014	36,716.00	35,440.31	2013~2018
白涛化工园区保障房	29,725.00	52,432.00	118,900.00	2017	17,581.00	16,103.47	2013~2018
望江新村保障房	8,088.97	11,265.00	35,419.59	2017	11,391.00	9,769.49	2011~2017
火柴新村保障房	8,524.00	10,790.50	22,800.00	2017	10,869.00	9,608.42	2011~2017
城东公寓保障房	24,000.00	27,298.10	69,300.00	2017	15,960.00	14,787.33	2011~2017
兴涪公寓保障房	1,770.25	2,753.00	8,554.10	2017	3,028.00	2,903.37	2011~2017
华墨公寓保障房	4,921.67	6,247.86	23,200.00	2017	7,296.00	7,012.67	2011~2017
大华公寓保障房	53,400.55	56,064.30	204,200.00	2017	42,890.00	40,293.01	2011~2017
李渡教育公寓保障房	9,947.49	12,818.00	43,100.00	2017	13,099.00	11,857.61	2011~2017
华福裙安置房	24,913.00	24,913.00	68,700.00	2017	10,560.00	9,622.94	2011~2017
沙溪沟安置房	11,212.67	14,392.20	57,620.10	2017	3,212.00	--	2011~2017
龙桥石沱二期安置房	12,498.00	12,498.00	29,600.00	2017	1,100.00	--	2011~2017
合计	545,219.60	624,558.96	2,006,858.79	--	446,072.00	413,277.32	--

注：预计销售金额根据实际情况有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年及 2021 年，公司安置房销售面积分别为 11.10 万平方米和 8.41 万平方米，分别实现市场化项目经营收入 3.99 亿元和 2.97 亿元。2022 年以来，公司未再新增安置房销售收入，计划自行运营安置房产，截至 2023 年 3 月末，公司未销售安置房面积合计 78.58 万平方米，预计未来可产生一定的租赁收入，租金收入有望增长，但前期投入的回收周期或将拉长，资金平衡情况有待关注。

表 7：近年来公司安置房销售情况（平方米、万元）

项目	2020 年		2021 年	
	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入
白鹤印象安置房	658.18	236.98	81.54	29.36
至上美地安置房	541.87	194.50	67.13	24.10
江东堤防拆迁安置小区	322.70	116.27	39.98	14.40
海关片区拆迁安置房	5,944.29	2,141.09	4,312.16	1,560.71
鸡爪坪安置房	5,789.77	2,084.94	4,498.08	1,617.24
江东堤防插旗拆迁安置小区	6,656.01	2,398.01	5,169.87	1,859.90
江北北坪村安置房	7,835.30	2,802.79	5,789.36	1,976.99
两江名品安置房	6,456.99	2,311.12	5,016.23	1,794.88
清溪再生有色金属特色产业园安置房	10,029.98	3,564.05	9,226.47	3,064.34
新城元素安置房	4,410.76	1,588.51	871.45	313.85
鹤鸣花苑安置房	1,482.35	533.83	183.65	66.14
白涛化工园区保障房	9,592.98	3,457.46	10,919.92	3,879.23
望江新村保障房	4,405.31	1,587.04	3,422.44	1,230.93
火柴新村保障房	6,549.31	2,359.23	4,056.99	1,461.43
城东公寓保障房	7,040.91	2,538.50	5,470.01	1,968.59
兴涪公寓保障房	222.83	80.00	138.03	49.56
华墨公寓保障房	3,367.62	1,212.78	2,583.47	928.92
大华公寓保障房	17,361.32	6,251.65	12,963.15	4,549.30
李渡教育公寓保障房	5,808.51	2,092.54	4,232.73	1,523.00
华福裙安置房	6,559.68	2,362.95	5,091.53	1,832.77
合计	111,036.69	39,914.24	84,134.19	29,745.64

注：各项加总数与合计数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

另外，截至 2023 年 3 月末，公司拟建自营项目为涪陵龙头港绿色物流仓储园区项目。该项目尚未开始建设，计划总投资为 31.55 亿元，其中工程费用 27.55 亿元，工程建设其它费用 1.07 亿元，基本预备费 1.43 亿元，建设期利息 1.50 亿元，资金通过发行企业债等方式自筹。项目计划建设期为 24 个月，该项目采取自营模式，未来主要依赖物流仓储用房出租收入、配套商业销售收入、除销售外配套商业出租收入及办公用房出租收入、停车场出租收入和广告牌出租收入进行资金平衡。

食品加工板块

涪陵榨菜销售覆盖面广，2022 年产销量略有下降，但得益于价格上涨，销售收入小幅增长，食品加工业务仍为公司提供了稳定的经营性收入来源。

公司食品加工板块仍主要由子公司涪陵榨菜负责具体经营。涪陵榨菜是我国最大的榨菜加工企业，产品结构以榨菜制品为主，辅以榨菜酱油、辣椒制品、萝卜制品等其他调味品、佐餐等产品，其中榨菜产品全国市场占有率第一。涪陵榨菜生产的“乌江”牌榨菜曾先后荣获“中国名牌产品”、“国家质量免检产品”、“中国驰名商标”等十多项荣誉称号，产品不仅畅销国内市场，还远销日本、美国等多个国家和地区。

经营模式方面，涪陵榨菜建立有大宗物资采购部，负责原料、辅料和包装物资的采购，原料上主要采用“公司+合作社+农户”的采购模式；其他物资主要采用年度招标方式，确定供应商和物资价格，并根据生产订单计划，实施按订单采购。涪陵榨菜的生产实行以销定产，即在接受订单的情况下根据客户订单要求安排生产，产品检验合格后准时送达客户指定接收地点，生产加工实现机械化和自动化。涪陵榨菜采用经销制为主和电商平台补充的方式实现产品的销售，最大化覆盖市场终端；销售货款主要采用先款后货的结算方式。

2022 年榨菜业务的产销量有所下滑，但销售均价整体有所上升，由 2020 年的 1.46 万元/吨增至 2022 年的 1.82 万元/吨，带动销售收入增长，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现销售收入 25.48 亿元和 7.60 亿元。

表 8：近年来涪陵榨菜经营情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
销售量（万吨）	15.59	15.32	14.03	4.20
生产量（万吨）	15.76	15.32	14.13	4.03
库存量（万吨）	0.38	0.38	0.48	0.31
销售均价（万元/吨）	1.46	1.64	1.82	1.81
销售收入（亿元）	22.73	25.19	25.48	7.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

涪陵榨菜原材料采购主要包括初级农产品（主要为青菜头及其粗加工制品等）和工业产品（纸箱、包装袋、辅料等）。2022 年，涪陵榨菜向前五大供应商采购金额占采购总额比重为 24.74%，单一供应商集中度较低。

表 9：2022 年涪陵榨菜前五大供应商（万元、%）

供应商	采购金额	占比
供应商 1	8,422.99	8.31
供应商 2	6,031.55	5.95

供应商 3	5,013.65	4.94
供应商 4	3,307.55	3.26
供应商 5	2,311.61	2.28
合计	25,087.35	24.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

涪陵榨菜建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，产品遍布沃尔玛、新玛特等全国各大连锁超市和各级农贸市场。公司销售对象主要系贸易公司，2022 年公司前五大销售客户占总销售额比重为 12.52%，单一客户集中度亦较低。

重大投资项目方面，涪陵榨菜在建的重大项目主要包括 1.6 万吨/年脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目、辽宁开味食品有限公司年产 5 万吨泡菜生产基地建设项目、中国榨菜城-乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地项目、坪山公司 1 万吨/年豆瓣酱技改项目等，涪陵榨菜合计总投资 49.94 亿元，截至 2022 年末，已投资 4.77 亿元，以自有资金为主。

表 10：2022 年涪陵榨菜前五大客户（万元、%）

客户	销售金额	占比
客户 1	11,582.28	4.55
客户 2	6,804.43	2.67
客户 3	6,591.55	2.59
客户 4	3,786.79	1.49
客户 5	3,142.36	1.23
合计	31,907.41	12.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铝产品加工板块

公司铝产品加工业务产能利用率和产销率仍保持高位，随着重庆市中涪南热电有限公司股权收购完成，2021 年以来铝产品加工板块收入大幅提升，但下游客户集中度高且主要为民企，仍需关注下游市场的价格和需求波动对该业务板块经营的影响。

为推动涪陵区电铝产业一体化，做长铝产业链，涪陵区政府通过招商引资与华峰集团有限公司（以下简称“华峰集团”）签订战略合作协议，由华峰集团在涪陵区建设年产 50 万吨高端铝板带箔项目，该项目对铝产业上游产品需求量极大，公司为华峰铝板带箔项目提供配套公司铝产品业务经营主体仍为子公司重庆国丰实业有限公司（以下简称“国丰实业”），主要从事电解铝业务，业务主要包括电解氧化铝以及向下游客户销售铝锭或铝水（铝液）。

国丰实业主要采取以销定产的方式进行生产，产量主要取决于产能和订单量。截至 2023 年 3 月末，国丰实业的产能为 8 万吨/年。2022 年及 2023 年 1~3 月，国丰实业产量分别为 8.17 万吨和 2.02 万吨，产量有所提升，同期产能利用率分别为 102.08%和 101.35%。

表 11：近年来国丰实业电解铝产销情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
销售量（万吨）	4.64	8.21	8.04	2.03
生产量（万吨）	4.73	8.13	8.17	2.02
库存量（万吨）	0.09	0.00	0.13	0.12
产能（万吨）	8.00	8.00	8.00	8.00
产能利用率（%）	59.09	101.57	102.08	101.35
销售均价（万元/吨）	1.26	1.65	1.75	1.62
销售收入（亿元）	5.86	13.53	14.08	3.28

产销率 (%)	98.19	101.07	98.41	100.51
---------	-------	--------	-------	--------

注：1、“销售量*销售均价”与销售收入不一致系四舍五入所致；2、2023 年 1~3 月产能利用率系年化指标。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，采购原材料主要为氧化铝粉、阳极碳素和电力。其中氧化铝主要向周边的氧化铝厂家购买，炭块向市场采购，电力主要向电网公司采购，目前国丰实业正积极争取直购电、丰枯电价等政策，以期进一步降低生产成本，同时自备热电联产发电机组 350MW 一套以及龙潭输变电工程，以保障生产用电，公司通过国丰实业收购重庆市中涪南热电有限公司（以下简称“中涪南热电”）股权并纳入合并范围，实现铝电一体化经营。2022 年，国丰实业前五大供应商采购金额共计 13.19 亿元，占采购总额比重为 58.70%，供应商集中度较高。国丰实业与上游供应商的结算方式以承兑汇票为主，账期依照合同约定，一般为一个月。

表 12：2022 年铝产品加工主要原材料采购情况

内容	数量（吨）	金额（万元）
矿石（氧化铝）	153,096.14	40,878.00
氟化铝	1,393.95	1,165.82
炭块	38,371.12	22,436.37
合计	192,861.21	64,480.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：2022 年国丰实业前五大供应商情况（万元）

供应商	采购额	占比
中电投国际铝业贸易有限公司	59,028.67	26.27%
重庆市博赛矿业（集团）有限公司	20,456.13	9.10%
重庆市和佳碳素制品有限公司	30,983.88	13.79%
贵州广铝氧化铝有限公司	11,226.53	5.00%
贵州华锦铝业有限公司	10,189.45	4.53%
合计	131,884.65	58.70%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，国丰实业主要产品是铝锭和铝水，2022 年及 2023 年 1~3 月，销量分别为 8.03 万吨和 2.03 万吨。产品销售对象仍主要系重庆市内的铝产品加工企业，集中度高且主要为民企。产销综合来看，由于国丰实业采取以销定产的方式进行生产，产销率始终保持在高位。2022 年及 2023 年 1~3 月，产销率分别为 98.41%和 100.51%。结算方面，下游客户按月以现金方式结算，账期依照合同约定，一般为一个月。

公司铝产品加工业务产能利用率和产销率整体保持在高位，但下游客户仍集中度高且主要为民企，电解铝业务亦属“两高一剩”产业，周期性较强，需关注下游市场价格和需求波动对该业务板块经营的影响。

表 14：2022 年国丰实业主要销售客户情况（万元）

销售客户	销售额	占比
重庆东庆铝业有限公司	26,728.82	18.60%
重庆天启铝业有限公司	94,612.75	65.85%
重庆东杰物资有限公司	6,408.03	4.46%
重庆新诚钰国际贸易股份有限公司	5,723.38	3.98%
合计	133,472.98	92.90%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

页岩气销售板块

页岩气公司上下游稳定，涪陵区页岩气储量丰富，该板块未来具有较好的发展前景，可为公司带来稳定的现金流入。

跟踪期内，公司页岩气销售仍主要由子公司重庆市涪陵页岩气产业投资发展有限公司（以下简称“页岩气公司”）运营。业务模式仍未发生变化，公司的页岩气主要采购于中石化重庆涪陵页岩气销售有限责任公司（以下简称“中石化”），涪陵区政府与中石化签订战略合作协议，约定中石化每年给予页岩气公司固定 3 亿方的销售量，销售的主要客户为重庆涪陵四合燃气有限公司，页岩气公司不进行页岩气的终端销售。中石化及时向页岩气公司提供对天然气年度需求预测量、季度需求预测量和月度需求预测量，经过确认调整后，页岩气公司按照合同约定提取天然气，其后向客户重庆涪陵四合燃气有限公司供气，天然气价格包括天然气出厂价格和天然气管道运输价格，价格主要根据国家价格主管部门即时公布的相关规定和计算方法计算。

近年来公司购气量和售气量基本保持一致，2022 年及 2023 年 1~3 月分别为 3.25 亿立方米和 0.69 亿立方米，有所提升；天然气采购单价分别为 1.35 元/立方米和 1.29 元/立方米；工业用气的价格根据市场需求调整，近年来有所波动，2022 年增至 1.74 元/立方米。页岩气公司只赚取中间差价，同期分别实现销售收入 5.78 亿元和 1.25 亿元，因售气量及用气价格提升，2022 年页岩气销售收入有所增长。

表 15：近年来页岩气销售情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
销售收入（亿元）	3.34	4.29	5.78	1.25
销售成本（亿元）	3.07	3.73	4.20	1.16
毛利润（亿元）	0.27	0.56	1.58	0.09
购气量（亿立方米）	2.50	3.00	3.25	0.69
售气量（亿立方米）	2.50	3.00	3.25	0.69
工业用气价格（元/立方米）	1.54	1.42	1.74	1.74
天然气采购价格（元/立方米）	1.34	1.35	1.35	1.29

注：销售收入为不含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

另外，考虑到涪陵页岩气田是国家级页岩气示范区，探明储量约 9,000 亿立方米，是全球除北美之外最大的页岩气田。依托涪陵区丰富的页岩气资源，公司页岩气业务的可持续发展有良好保障。

其他板块

公司其他板块包括租金业务、担保业务和融资租赁业务等，可对营业收入形成一定补充，但租金业务和担保业务目前收入体量较小，融资租赁业务收入规模和盈利水平有所下降；此外，公司的担保及融资租赁业务存在一定的或有风险，需保持关注。

租金业务：公司的房屋及商业门面授权委托子公司重庆市国宜物业管理有限责任公司（以下简称“国宜公司”）进行租赁管理，由国宜公司代收租金，每月将租金全额上缴给母公司，每年按照市场行情调整租金标准。国宜公司的日常管理开支由母公司全额拨付。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司租金收入分别为 1,270.16 万元、2,591.19 万元、2,202.20 万元和 312.79 万元，有所波动。未来公司将继续整合全区经营性房产资源，租金收入有望进一步提升。

担保业务：公司担保业务主要由子公司重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司（以下简称“银科担保”）和重庆国农融资担保有限公司（以下简称“国农担保”）负责。国农担保为支持辖区内农业及涉农专案的发展，主要客户为涪陵区涉农专案企业；银科担保主要客户为涪陵区内贸易类、建筑类公司。银科担保和国农担保主要在重庆市范围内开展业务，业务范围包括贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，担保收入分别为 1,680.59 万元、1,158.88 万元、1,027.53 万元和 276.79 万元，受宏观经济环境及其他不利因素影响，收入规模呈持续下滑趋势。截至 2023 年 3 月末，国农担保的担保余额为 2.65 亿元，担保费率为 1%，2022 年代偿金额 202.38 万元，追偿金额为 318.06 万元，担保代偿率为 0.82%。同期末，银科担保的担保余额 6.32 亿元，担保费率 1.1%，2022 年代偿金额为 1,757.46 万元，追偿金额为 1,716.93 万元，担保代偿率为 2.96%。

融资租赁业务：公司融资租赁业务由子公司重庆国兴融资租赁有限公司（以下简称“国兴公司”）负责，业务范围主要包括融资租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保等业务等。截至 2023 年 3 月末，国兴公司已收回投放项目本金 0.47 亿元，已收回租金 0.56 亿元，应收租金余额为 17.91 亿元；同期，国兴公司开始回收租金的项目共 65 个，租金本息回收率为 62.49%。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司融资租赁业务收入为分别为 1.33 亿元、0.89 亿元、0.61 亿元和 0.10 亿元，同期，毛利率分别为 52.78%、29.65%、12.64% 和 -35.40%，2021 年由于投放项目大幅减少，服务费收入规模亦大幅缩减，毛利率降幅较大；2022 年以来受经济整体下行的影响，融资租赁收入继续下滑，毛利率亦进一步下降。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于股东的大力支持，公司经调整的所有者权益保持增长，资本实力进一步增强；2022 年财务杠杆率有所下降，整体处于相对可控水平，资本结构较好；存量债务规模较大，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力较弱，短期债务规模及占比较大，非受限货币资金难以有效覆盖短期债务，面临较大的短期偿债压力。

资本实力与结构

公司维持突出的区域地位，资产和权益规模保持增长，资本实力强劲；公司持有涪陵榨菜等多家上市公司股权，资产收益性较好，但开展土地整治和项目建设所形成的资产流动性较弱，整体资产价值一般；公司财务杠杆率仍处于可控水平，资本结构良好。

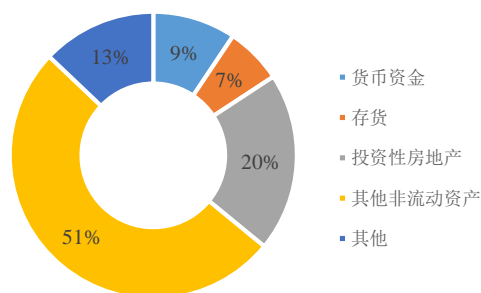
公司仍作为涪陵区重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，地位重要，公司资产规模保持增长，2022 年末总资产达 1,280.58 亿元，较年初新增 4.95 亿元。公司目前形成了“土地开发、实业投资、资本运营、金融服务”四大业务板块，资产主要由货币资金及上述业务形成的存货、投资性房地产、其他非流动资产等构成，并仍呈现以非流动资产为主的资产结构，2023 年 3 月末非流动资产占总资产的比重为 79.59%，且预计未来其资产结构将保持相对稳定。

2022 年末，公司货币资金为 97.51 亿元，主要系银行存款，较年初减少约 33.90 亿元，主要系公司偿还到期的债券所致，2023 年 3 月末，因新储备偿债资金，公司货币资金增至 122.76 亿元；公司存货主要系土地开发整理和安置房业务所对应的开发成本以及已完工未结算项目，2022 年末较

年初减少 11.63 亿元至 81.87 亿元，主要系项目结转所致，2023 年 3 月末存货为 83.67 亿元，变动不大；投资性房地产主要为公司通过项目投资开发或政府划转所形成的土地使用权及房产，2022 年末和 2023 年 3 月末，投资性房地产均为 264.14 亿元，其中土地使用权价值达 242.55 亿元，主要系公司拥有的出让地、储备地和划拨地，2022 年末投资性房地产大幅下降、其他非流动资产大幅增加，主要系林权由“投资性房地产”转至“其他非流动资产”，2022 年末对应账面价值为 40.01 亿元；其他非流动资产主要系公司投资建设的暂无明确持有和处置意图的项目，包括重庆市涪陵区城市发展投资集团有限公司代建工程、城中村（厂）集体土地整治工程、涪州古城项目和保障性住房项目（安置和商用房）等，因项目持续投入，近年来其他非流动资产持续增加，2023 年 3 月末账面价值为 669.91 亿元。

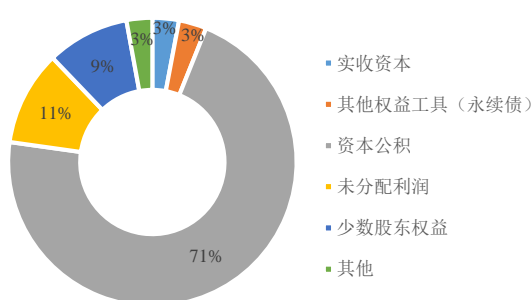
公司资产中存货和其他非流动资产占比较大，主要为项目投入成本，资金投入规模大，且回收期较长，且公司投资性房地产中储备地、划拨地和林权规模较大，变现能力较弱，资产流动性整体较弱；按照 2023 年 3 月 31 日收盘价格计算，公司持有的重要上市公司股票总市值合计约为 106.85 亿元，公司持有的长期股权投资和金融资产近年来贡献了一定规模的投资收益，2020~2022 年分别实现投资收益 1.66 亿元、1.41 亿元和 1.18 亿元，且公司页岩气等实业板块可贡献稳定经营性现金流，资产收益性整体较好。公司资产收益性较好，但流动性较弱，整体资产价值一般。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 16：截至 2023 年 3 月末公司持有的主要上市公司股票情况

股权名称	股票代码	总市值（亿元）	持股比例（%）	公司持股市值（亿元）
涪陵榨菜	002507.SZ	224.84	35.26	79.28
太阳能	000591.SZ	267.78	2.31	6.19
太极集团	600129.SH	238.85	7.92	18.92
国城矿业	000688.SZ	195.03	0.89	1.74
三峰环境	601827.SH	118.15	0.61	0.72
合计	--	--	--	106.85

注：市值按照 2023 年 3 月 31 日收盘价计算。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

2022 年公司资本公积保持增长及未分配利润累积，带动经调整的所有者权益增长，2022 年经调整的所有者权益为 647.51 亿元，较年初增加 18.48 亿元。2022 年末资本公积较年初净增加 7.62 亿元，其中，2022 年 5 月公司控股股东由涪陵区国资委变更为涪发集团，2022 年 10 月¹公司将参股公司重庆涪陵能源实业集团有限公司 33.31% 股权无偿划转至涪发集团，资本公积相应减少 9.29

¹ 2022 年 12 月，公司发布了《重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司关于无偿划转股权公告》，股权划转基准日为 2022 年 10 月 1 日。

亿元，2022 年 12 月，涪发集团向公司货币出资 20.00 亿元，资本公积相应增加。

2022 年因负债和债务有所减少，公司财务杠杆水平略有下降，整体处于可控水平。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，预计公司净债务和财务杠杆率将有所增长。

表 17：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	87.28	131.41	97.51	122.76
其他应收款	12.78	9.46	14.23	16.55
存货	91.00	93.20	81.87	83.67
其他应收款	12.78	9.46	14.23	16.55
投资性房地产	304.34	306.58	264.14	264.14
其他非流动资产	524.80	585.30	671.84	669.91
总资产	1,124.71	1,275.63	1,280.58	1,309.60
流动资产占比	17.59	20.67	18.49	20.41
实收资本	20.00	20.00	20.00	20.00
其他权益工具	25.07	36.90	29.90	20.90
资本公积	442.60	470.50	478.13	478.13
少数股东权益	32.32	58.22	59.54	62.31
所有者权益合计	583.27	665.93	677.41	672.18
经调整的所有者权益合计	558.20	629.03	647.51	651.28
资产负债率	48.14	47.80	47.10	48.67
总资本化比率	46.88	47.00	45.35	45.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流分析

2022 年经营活动现金流维持净流入状态，但净流入规模有所减少；投资活动现金流持续净流出且缺口较大；总债务规模持续攀升，公司对外部融资存在较强的依赖性，2022 年因到期债务规模较大，筹资活动净现金流由正转负。

公司经营活动现金流主要核算的是计入存货、已明确用途的项目现金流入和流出，包括贸易采购销售、项目投入和政府回款、征地补偿款发放和支付及往来款等。公司经营活动净现金流近年来均为正，主要系子公司涪陵榨菜回款逐年增加以及公司页岩气和铝产品加工业务经营情况较好使得公司现金流入较多。2022 年经营活动保持净流入状态，但净流入规模有所减少，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。公司经营性业务回款情况良好，2022 年收现比仍处于较高水平，整体经营获现能力较强。

公司投资活动现金流主要核算的是计入其他非流动资产、暂未确定用途、投资建设周期较长的项目现金流入和流出。近年来因项目建设力度较大且投资回报周期较长，公司投资活动净现金流均呈较大规模的净流出状态，其中 2021 年收回投资减少和投资支出增长使得缺口进一步扩大，2022 年有所回落。

如前所述，公司投资活动的资金缺口逐年增加，经营活动净现金流虽为正，但不足以抵补投资活动净流出，加之债务偿付规模逐年增长，公司外部融资需求进一步加剧。2022 年因偿还债务规模较大，且前期储备了大量偿债资金，当年融资力度相对减弱，使得公司筹资活动现金流由正转负，呈小幅净流出状态。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，公司在资本市场较为

活跃，外部融资渠道基本通畅。总体来看，公司通过外部融资叠加政府拨款等筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额随公司融资力度和偿债规模节奏变化而有所波动。

表 18：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	17.66	14.68	11.65	1.70
投资活动产生的现金流量净额	-46.69	-71.93	-45.72	-3.54
筹资活动产生的现金流量净额	1.62	82.45	-3.55	19.48
其中：取得借款收到的现金	207.82	235.81	194.38	52.84
偿还债务支付的现金	200.79	183.69	206.76	34.56
现金及现金等价物净增加额	-27.41	25.19	-37.61	17.64
收现比	1.00	1.05	1.02	0.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债能力

公司存量债务规模较大，还本付息压力较重，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力较弱，且短期债务规模及占比较大，非受限货币资金难以有效覆盖短期债务，面临较大的短期偿债压力。

2022 年公司债务到期压力大，2021 年底公司提前储备了大量偿债资金，故 2022 年公司总债务较 2021 年有所下降，2022 年末公司总债务为 537.29 亿元，仍维持较大规模。涪陵国投债务以债券融资和银行借款为主，其中银行借款以抵质押借款为主，同时兼有融资租赁融资，但规模相对较小，整体来看公司债务类型及渠道较为多元。期限结构方面，公司短期债务占总债务的比重较高，2023 年 3 月末达 25.69%，短期债务主要为一年内到期的长期债务，公司近两年债务滚续压力较重，债务结构有待优化。

表 19：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

融资余额	2023.4~12 到期	2024 年到期	2025 年到期	2026 年到期	2027 年及 以后到期
银行借款	170.92	37.35	39.54	24.88	48.19
债券融资	262.09	44.00	94.20	85.89	29.00
非标融资	105.82	43.24	41.54	11.71	5.47
合计	538.83	124.59	175.28	122.48	82.66

注：1、非标融资包括融资租赁、信托、债权融资计划、理财直融工具等；2、到期债务未统计应付票据（2023 年 3 月末为 6.31 亿元）及利息，采用票面额、未扣除相关融资费用，且按实际分期还本金额统计，与财务报表口径计算的总债务略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司利息支出多作资本化处理，费用化利息规模较小，故 EBITDA 受费用化利息支出影响较小，利润总额为其主要构成。公司债务体量大且整体呈增长态势，使得利息支出规模较大，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平较弱。此外，2023 年 3 月末公司短期债务规模及占比仍处于较高水平，非受限货币资金对短期债务的保障程度不足，公司面临较大的短期偿债压力。

表 20：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	492.66	557.85	537.29	544.77
短期债务	55.50	112.51	157.84	139.93
其中：短期借款	11.35	18.18	30.64	38.93
一年内到期的非流动负债	42.46	91.50	119.25	94.69
短期债务占比	11.27	20.17	29.38	25.69

长期债务	437.16	445.34	379.45	404.84
其中：长期借款	118.85	99.27	90.37	109.89
应付债券	265.22	284.55	219.97	228.90
EBITDA	17.53	17.02	19.49	4.06
EBITDA 利息覆盖倍数	0.57	0.66	0.78	0.52
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.57	0.57	0.46	0.22
非受限货币资金/短期债务	1.31	0.87	0.38	0.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 154.25 亿元，主要系受限的货币资金、土地、房产及林权，占当期末总资产的 11.70%，仍存在一定的抵押融资空间。

表 21：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（万元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	448,455.99	履约保证金、定期存款或通知存款等
土地	869,753.32	借款抵押物
林权	79,316.42	借款抵押物
房产	145,018.16	借款抵押物
合计	1,542,543.89	--

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 3 月末，公司对外担保余额²为 48.55 亿元，占同期末净资产的 7.22%，2022 年重庆市涪陵区国开投资有限公司不再纳入公司合并范围，对内担保转为对外担保，并新增对股东涪发集团的担保，故对外担保余额有所增长，另外，被担保方均为涪陵区国有企业，目前经营正常，或有负债风险较小。同期末，公司无重大未决诉讼。

表 22：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保对象	企业性质	担保余额
重庆市涪陵区国开投资有限公司	国企	200,810.00
重庆市涪陵实业发展集团有限公司	国企	194,300.00
重庆市涪陵高速公路建设投资有限公司	国企	60,416.68
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	国企	30,000.00
合计	--	485,526.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月，母公司不存在未结清不良信贷信息，但存在一笔已结清欠息记录，系成都银行股份有限公司重庆分行欠息，产生于 2018 年 11 月 23 日，结清于 2018 年 11 月 24 日，根据公司提供的相关资料，此笔欠息为银行系统未及时划扣所致，非不良欠息。除此之外，母公司未出现过已发行债券到期未支付利息或未偿还本金的情形。

² 不含国农担保、银科担保开展担保业务发生的对外担保。

假设与预测³

假设

- 2023 年，公司仍作为涪陵区重要的国有资本运营主体，无显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司市场化项目经营和地票业务收入预计仍不能实现收入，土地整治、食品加工、页岩气销售、铝产品加工等业务收入预计保持平稳或小幅增长，公司总体的营业收入及盈利水平将同以往基本保持稳定。
- 2023 年，公司项目的建设投资规模预计约为 25~35 亿元，股权类投资规模约 5~15 亿元。
- 公司债务规模将维持增长态势，2023 年净新增债务类融资约 20~35 亿元。

预测

表 23：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 (%)	47.00	45.35	41.07~50.20
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.66	0.78	0.49~0.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

近年来公司经营活动净现金流保持较大规模的净流入状态，2023 年 3 月末公司非受限货币资金为 77.92 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 555.32 亿元，尚未使用授信额度为 295.03 亿元，备用流动性充足。此外，涪陵区经济基础好，区域内企业存在一定临时拆借资金的空间；作为涪陵区重要的国有资产运营主体，可持续获得政府的资金支持；且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现活跃，再融资渠道未来将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、对外投资及还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于土地整理、基础设施建设及外部投资，有一定体量的资金需求。同时，公司债务存量及到期规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 544.77 亿元，未来一年的到期债务约 139.93 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 25.06 亿元，整体还本付息规模较大。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁴

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，注重安全管理、产品责任、投资者责任等方面，治理结构和运行相对完善，但子公司数量较多、层级较广，对公司管控能力提出进一步要求。目前公司 ESG 表现未对其持续经营和信用风险造成显著的负面影响。

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、电解铝、食品加工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，且在环境管理和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，公司在产品责任、员工责任、安全管理、客户责任、投资者责任等方面表现较好。

治理方面，公司战略规划清晰，公开市场中信息披露较为及时，近年来未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，但公司子公司数量众多、层级较多，且行业跨度较大，对公司管控能力提出进一步要求。

外部支持

中诚信国际认为，涪陵区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

近年涪陵区发展呈良好态势，经济财政实力居重庆市上游，区内工业稳步增长，各支柱产业总体发展情况良好，发展质量和效益不断提升。成渝地区双城经济圈建设和全市“一区两群”协调发展，亦为涪陵区发展提供了良好战略机遇。但同时，近年来涪陵区债务不断增长，截至 2022 年末地方政府债务达 233.52 亿元，在重庆市下辖区县中居第六位，且未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，涪陵区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司作为涪陵区重要的国有资产运营平台，资本实力雄厚，兼备土地整理和国有资产运营职能，负责区内的土地整治、棚户区改造和安置房建设等，以及区内重点项目和重点产业投资，区域专营优势突出，业务规模大，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为涪陵区国资委，并按照涪陵区政府规划进行城市建设，在股权关系、战略规划和业务经营上，公司与涪陵区政府保持高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司持续获得股东及涪陵区政府在资本注入、资产划转和财政补贴等方面的大力支持。资本注入方面，2022 年涪发集团向公司货币出资 20.00 亿元，计入资本公积。资产划转方面，2020 年，涪陵区政府将行政事业单位资产无偿划转至公司，增加资本公积 7.86 亿元，公司还收到太极集团有限公司无偿划转的重庆太极实业（集团）股份有限公司 31,074,504 股（占总股本的 5.58%）股份，增加资本公积 4.14 亿元；2022 年，涪陵区政府将重庆财达实业有限责任公司股权和重庆市涪陵区电影大型放映公司资产无偿划转至公司，分别增加资本公积 0.10 亿元和

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

0.32 亿元。财政补助方面，2020~2022 年，公司获得分别政府补助⁵2.87 亿元、8.30 亿元和 8.70 亿元。

表 24：2022 年涪陵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
重庆市涪陵实业发展集团有限公司	涪陵区国资委 100.00%	涪陵区最重要和规模最大的国有资本投资（运营）主体	--	--	--	--	--	27.40
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	重庆市涪陵实业发展集团有限公司 100.00%	涪陵区重要的国有资本运营主体，从事土地整理和产业运营业务	1,280.58	677.41	47.10	71.46	20.79	275.89
重庆市涪陵新城区开发(集团)有限公司	涪陵区国资委 100.00%	涪陵区新城区重要的城市基础设施建设主体，主要承担新城区内土地整理、基础设施建设、投资和招商引资等业务	560.95	254.26	54.67	19.25	3.64	128.70
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	涪陵区国资委 95.13%	涪陵区重要的交通基础设施建设和旅游资源的开发建设主体，承担了区内交通基础设施和部分安置房代建任务以及景区经营	255.06	95.76	62.46	18.70	1.92	53.10

注：“大股东及持股情况”为截至 2023 年 6 月 10 日的直接持股情况，“债券余额”仅统计截至 2023 年 6 月 10 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，涪陵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，涪陵国投与江津华信、永川惠通、渝隆集团等可比公司的外部经营环境风险和业务风险存在一定个体差异，财务风险处于同业较低水平，但当地政府均具有强支持能力，并对上述公司的支持意愿强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，涪陵区与江津区、永川区、九龙坡区等的行政级别相同，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。涪陵国投与上述平台均由当地政府实际控制，系当地重要的城市基础设施建设或国有资产投资运营主体，当地政府对其支持意愿强。

其次，涪陵国投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象存在一定的个体差异。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较强；同时公司经营板块发展相对突出，面临市场化风险和更高的多元化经营能力要求。

最后，涪陵国投的财务风险在同业中处于较低水平。公司资产和权益规模显著高于比较组，资本实力强劲，但同时债务规模也更为突出；营业收入和利润规模较可比对象更大；财务杠杆处于行业较低水平，同时债务结构合理，但公司与可比对象的 EBITDA 对利息覆盖能力均较弱；近年来上述公司均依赖外部融资，市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力相对较强。

⁵ 政府补助包括其他收益及营业外收入中与企业日常活动无关的政府补助。

表 25：2022 年同行业对比表

	涪陵国投	江津华信	永川惠通	渝隆集团
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	涪陵区	江津区	永川区	九龙坡区
GDP（亿元）	1,504.37	1,330.02	1,202.84	1,763.94
GDP 增速（%）	2.6	3.2	3.5	2.7
人均 GDP（万元）	13.47	9.79	10.49	11.51
一般公共预算收入（亿元）	60.03	67.60	42.06	56.10
公共财政平衡率（%）	49.75	58.29	39.89	58.85
政府债务余额（亿元）	233.52	246.73	171.70	271.03
控股股东及持股比例	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%	九龙坡区国资委 100.00%
职能及地位	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	九龙坡区最重要的基础设施建设投融资主体和国有资产经营主体
核心业务及收入占比	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%	土地整治及出让 39.92%，工程建设 3.23%
总资产（亿元）	1,280.58	592.01	464.27	807.75
所有者权益合计（亿元）	677.41	244.43	205.60	283.01
资产负债率（%）	47.10	58.71	55.72	64.96
总债务（亿元）	537.29	297.91	230.05	462.35
短期债务（亿元）	157.84	59.77	43.71	99.51
总资本化比率（%）	45.35	54.93	52.81	63.13
营业总收入（亿元）	71.46	24.58	16.91	33.67
净利润（亿元）	20.79	4.10	2.07	2.18
EBITDA（亿元）	19.49	6.24	3.73	7.20
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.78	0.80	0.34	0.45
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.65	-9.94	5.09	16.52
可用银行授信余额（亿元）	295.03	79.32	77.27	241.53
债券融资余额（亿元）	275.89	139.80	148.25	92.30

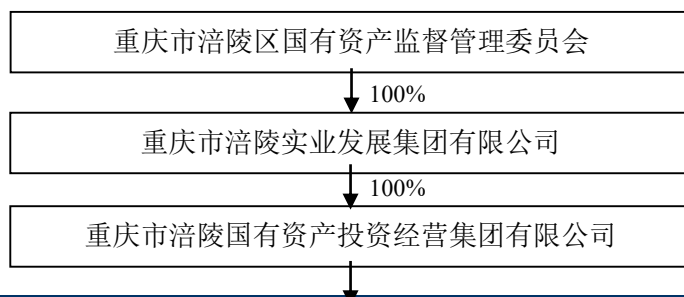
注：1、“控股股东及持股比例”为截至 2023 年 6 月 10 日的直接持股情况；2、“可用银行授信余额”为 2023 年 3 月末数据；3、“债券余额”仅统计截止 2023 年 6 月 10 日母公司发债情况。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

评级结论

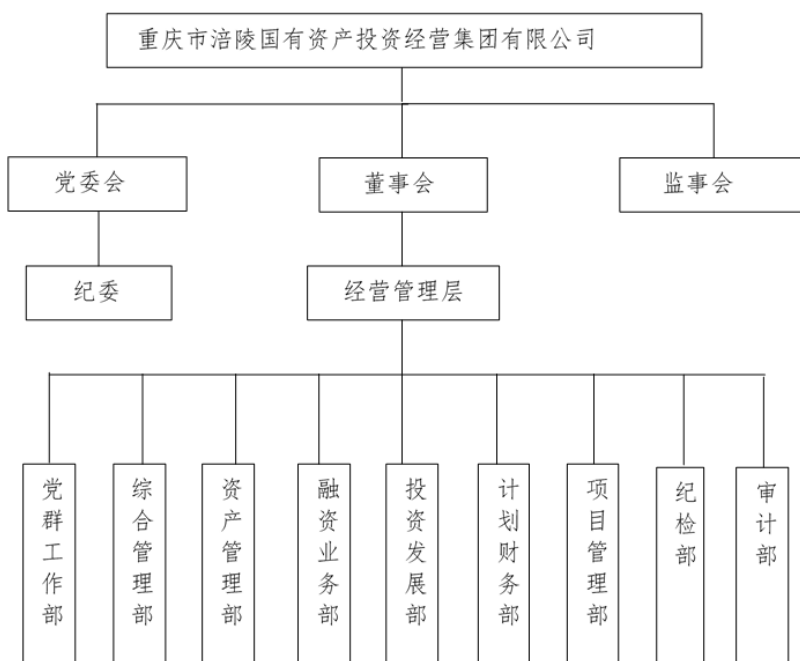
综上所述，中诚信国际维持重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 涪陵 Y2”、“20 涪陵 03”、“21 涪陵 01”、“21 涪陵 03”和“22 涪陵 05”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2023 年 3 月末)



子公司名称	级次	持股比例 (%)
重庆国农融资担保有限公司	一级	100.00
重庆市涪陵区江元实业发展有限公司	一级	100.00
重庆市涪陵区金渠企业孵化器有限责任公司	一级	100.00
重庆市国宜物业管理有限责任公司	一级	100.00
重庆市涪陵区国融典当有限责任公司	一级	94.50
重庆市涪陵区国展产业基金管理有限公司	一级	90.00
重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司	一级	92.50
重庆国兴融资租赁有限公司	一级	55.00
重庆升信置业有限公司	一级	51.00
重庆市涪州古城文化旅游开发建设有限责任公司	一级	51.00
重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司	一级	35.26
重庆国丰实业有限公司	一级	74.34
重庆国昌能源有限公司	一级	100.00
重庆市涪陵区国盛股权投资基金有限公司	一级	99.00
重庆涪陵公共资源交易有限公司	一级	49.00
重庆涪陵慧谷科创产业发展有限公司	一级	51.00
重庆财达实业有限责任公司	一级	99.56

注：1、以上仅列示部分子公司；2、公司持有涪陵榨菜 35.26%的股权，居于实质控股地位，纳入合并范围；公司持有重庆涪陵公共资源交易有限公司 49.00%的股权，为最大股东且具有实际控制权，根据《关于设立重庆涪陵公共资源交易平台的出资协议书》，各出资方同意将其纳入公司合并范围。



资料来源：公司提供

附二：重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	872,804.03	1,314,093.72	975,051.34	1,227,628.58
非受限货币资金	726,959.99	978,891.93	602,750.10	779,172.59
应收账款	29,292.18	14,622.36	40,336.52	51,394.29
其他应收款	127,770.75	94,623.58	142,290.46	165,468.29
存货	909,992.90	931,969.52	818,674.15	836,745.42
长期投资	327,576.85	518,094.65	401,008.23	401,008.23
在建工程	95,717.33	99,337.72	133,307.53	146,077.67
无形资产	41,560.67	75,646.34	72,210.37	71,191.13
总资产	11,247,111.64	12,756,283.59	12,805,806.36	13,095,958.47
其他应付款	167,763.40	151,529.61	174,701.82	277,557.36
短期债务	554,990.36	1,125,094.70	1,578,369.14	1,399,302.62
长期债务	4,371,645.76	4,453,361.99	3,794,513.59	4,048,375.01
总债务	4,926,636.11	5,578,456.69	5,372,882.73	5,447,677.62
总负债	5,414,439.74	6,097,029.90	6,031,723.30	6,374,164.99
利息支出	308,885.47	256,518.62	250,649.55	--
经调整的所有者权益合计	5,581,971.91	6,290,253.69	6,475,083.06	6,512,793.48
营业总收入	603,194.08	701,715.95	714,555.24	163,766.85
经营性业务利润	123,240.89	99,390.41	92,640.27	30,841.18
其他收益	1,287.67	1,941.62	3,227.71	185.84
投资收益	16,590.88	14,084.77	11,801.32	2,650.38
营业外收入	27,555.49	81,378.90	84,113.91	53.13
净利润	146,585.68	180,358.04	207,904.26	28,560.74
EBIT	157,090.44	150,493.72	170,088.45	--
EBITDA	175,314.27	170,231.78	194,943.68	--
销售商品、提供劳务收到的现金	603,211.78	738,616.24	726,830.42	155,642.76
收到其他与经营活动有关的现金	497,179.06	529,107.83	477,358.14	108,490.55
购买商品、接受劳务支付的现金	308,987.69	442,305.64	463,306.78	123,403.19
支付其他与经营活动有关的现金	540,304.81	579,596.19	524,952.00	85,208.24
吸收投资收到的现金	49,278.29	335,363.44	46,750.00	10,389.46
资本支出	323,763.66	341,882.95	445,175.50	25,779.80
经营活动产生的现金流量净额	176,621.88	146,786.64	116,478.20	16,995.11
投资活动产生的现金流量净额	-466,873.24	-719,301.59	-457,174.51	-35,421.23
筹资活动产生的现金流量净额	16,165.04	824,455.69	-35,499.07	194,848.60
现金及现金等价物净增加额	-274,130.23	251,931.93	-376,141.82	176,422.48
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	29.44	25.56	23.68	32.23
期间费用率(%)	7.40	9.83	10.02	12.73
应收类款项/总资产(%)	3.10	2.11	2.62	2.79
收现比(X)	1.00	1.05	1.02	0.95
资产负债率(%)	48.14	47.80	47.10	48.67
总资本化比率(%)	46.88	47.00	45.35	45.55
短期债务/总债务(%)	11.27	20.17	29.38	25.69
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.57	0.57	0.46	--
总债务/EBITDA(X)	28.10	32.77	27.56	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.15	0.12	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.57	0.66	0.78	--

注：1、中诚信国际根据涪陵国投提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年及 2021 年数据使用下年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度数据采用期末数；2、中诚信国际将各期末或期初长期应付款和其他权益工具中的带息债务调入长期债务；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具中的永续债；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
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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	
现金流	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