

2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100062】

评级对象: 2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券

14渝发债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2018年5月4日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2017年5月10日

首次评级: AA/稳定/AAA/2014年3月14日

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.15	8.14	10.06	9.55
刚性债务	14.37	16.00	15.36	15.59
所有者权益	26.40	26.45	26.62	26.53
经营性现金净流入量	-0.09	1.71	3.52	-0.52
合并口径数据及指标:				
总资产	73.58	65.82	63.07	62.80
总负债	40.30	32.19	28.50	28.10
刚性债务	21.25	18.30	15.50	15.68
所有者权益	33.28	33.63	34.57	34.71
营业收入	11.55	6.83	10.41	1.42
净利润	-1.01	0.77	0.98	0.09
经营性现金净流入量	0.47	2.17	6.03	0.14
EBITDA	1.76	3.08	2.73	-
资产负债率[%]	54.76	48.91	45.19	44.74
权益资本与刚性债务 比率[%]	156.65	183.73	223.01	221.30
流动比率[%]	191.55	321.05	349.68	361.95
现金比率[%]	24.84	61.81	87.38	91.63
利息保障倍数[倍]	0.40	1.43	2.04	-
净资产收益率[%]	-3.00	2.31	2.89	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	1.74	10.31	40.76	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.21	10.96	-7.63	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.02	2.21	2.72	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.16	0.16	-
担保人合并口径数据及指标:				
	2015年	2016年	2017年	
总资产	1,374.11	1,500.75	1,542.25	
所有者权益	649.21	721.45	864.34	
营业收入	25.69	24.97	25.09	
资产负债率	52.75	51.93	43.96	

注:根据渝开发经审计的2015-2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算;根据重庆城投经审计的2015-2016年及未经审计的2017年财务数据整理、计算。

分析师

周文哲 zwz@shxsj.com
胡颖 huying@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对重庆渝开发股份有限公司(简称“渝开发”、发行人、该公司或公司)及其发行的2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券(简称“14渝发债”、本期债券)的跟踪评级反映了2017年以来渝开发在股东支持、债券担保方面保持优势,并在债务规模收缩、流动性方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在市场竞争压力及政策调控、营业收入及现金流波动及债务集中偿付等方面面临压力。

主要优势:

- **股东支持。**跟踪期内,重庆城投仍然为渝开发的控股股东,控股地位稳固。公司系重庆城投下属重要的经营实体,对其收入和利润贡献较大。公司在股东体系内地位较稳定,可获得一定股东支持。
- **债务规模收缩,财务结构稳健。**跟踪期内,渝开发债务规模有所收缩,且其期限结构趋于合理,财务杠杆保持在合理水平,公司即期偿债压力较小。
- **货币资金充足,流动性表现较好。**跟踪期内,渝开发销售资金回笼增加,目前货币现金较为充足,流动性指标表现较好。另外公司持有一定规模上市公司股票,变现能力较强,可为公司流动性提供进一步保障。
- **本期债券由重庆城投提供担保。**担保方重庆城投运营较稳定,资本实力强,财务较为稳健,为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保依然有效。

主要风险:

- **区域内房地产市场竞争压力及政策调控风险。**跟踪期内,渝开发主业所在区域重庆市房地产行业升温,大型企业涌入,区域竞争加剧。为

维持房地产行业平稳运行，当地调控政策趋严，或将对公司业务产生一定影响。

- 营业收入与现金流受项目周期影响大。渝开发目前在开发项目相对较少，个别项目的建设进度及销售情况变化会导致营业收入及现金流规模大幅波动。
- 个别项目销售业绩不佳。渝开发个别房地产项目销售回款难以覆盖前期投资，实际销售业绩不佳。
- 债务集中偿付压力。渝开发逾半的刚性债务集中于 2019 年到期，存在一定的集中偿付压力。

➤ 未来展望

通过对渝开发及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望维持稳定；本期债券由重庆城投提供全额无条件不可撤销连带责任担保，认为本期债券还本付息安全性极强，并维持其 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014 年重庆渝开发股份有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2014 年重庆渝开发股份有限公司公司债券（简称“14 渝发债”、本期债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据渝开发提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对渝开发的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2014〕618 号）核准，该公司于 2014 年 8 月发行本期债券，发行规模 10.00 亿元，债券期限为 5 年期，重庆市城市建设投资(集团)有限公司（简称“重庆城投”）为本期债券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本期债券证券代码“112219.SZ”，票面利率为 6.30%。本期债券募集资金全部用于补充公司流动资金。

截至 2018 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 13.30 亿元，付息情况正常。

该公司 2014 年以来公开债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。公司向中国证券监督管理委员会申请的公司债注册额度均已使用，目前尚未注册申请新债务融资工具额度。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 渝开发 MTN001	3.30	5 年	4.40	2016.12.01	3.3 亿元/2016 年 11 月	付息正常
14 渝发债	10.00	5 年	6.30	2014.08.12	10 亿元/2014 年 6 月	付息正常

资料来源：渝开发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观

经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求

为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司核心业务房地产开发与宏观经济发展密切相关。公司项目布局集中于重庆市内，经营情况受当地经济发展状况、人口因素、城镇化进程及政策调控等因素影响较大。

(2) 行业因素

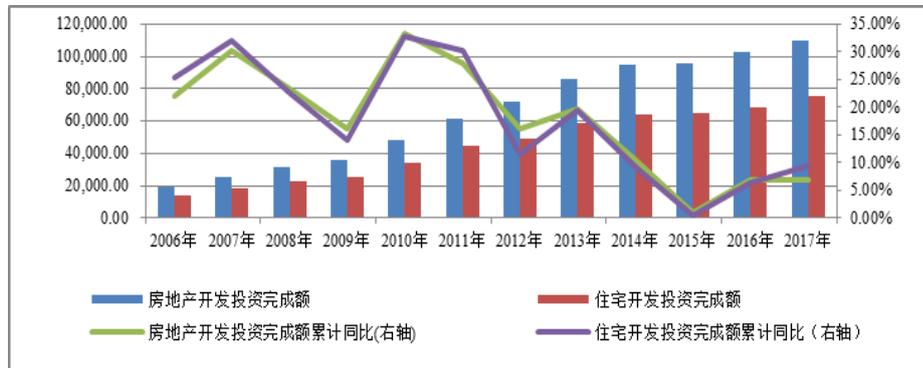
受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。短期内，在地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

A. 行业概况

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，同比增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，

2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

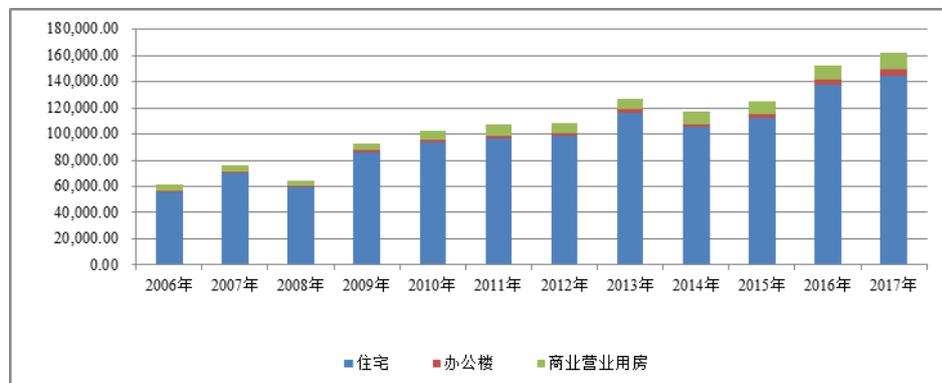
图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）

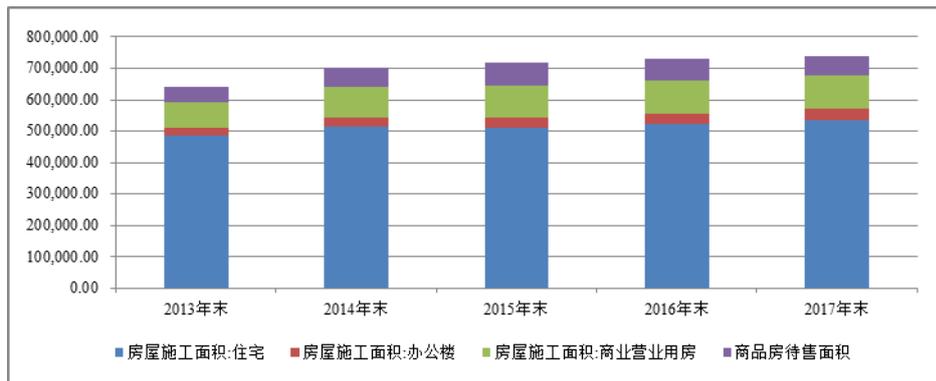


资料来源：Wind 资讯

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存¹持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年末，我国房地产市场库存为 73.66 亿平方米，较上年末基本持平；其中待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.27%，库存总体趋稳。

¹包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2017 年前三季度，我国加大了住宅用地供应量，尤以一线城市力度最大。根据 CREIS 中指数据显示，一线城市共推地 1,787 万平方米，同比增长 97.10%；住宅用地共成交 1,678 万平方米，同比增长 98.90%。同时，我国部分一、二线城市通过价格熔断、自持比例竞争、配套建设竞争、缩短土地出让金支付时间等方式限制地价或提高拍地门槛。在加大土地供应力度、拍地限价等因素的共同作用下，目前平均溢价率已从 2016 年近 80% 的峰值水平下滑至 35% 左右。

图表 5. 2016 年及 2017 年前三季度我国 300 个城市土地供应情况

项目	2016 年度		2017 年前三季度	
	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	18.20	-10.90%	13.20	6.20%
各类用地成交面积（亿平方米）	15.40	-3.20%	11.10	6.00%
住宅用地推出面积（亿平方米）	8.00	-13.10%	6.10	13.40%
住宅用地成交面积（亿平方米）	6.80	-5.00%	5.30	14.90%
各类用地成交出让金（万亿元）	2.90	32.40%	2.65	35.10%
住宅用地出让金（万亿元）	2.26	42.30%	2.17	42.80%

资料来源：CREIS 中指数据

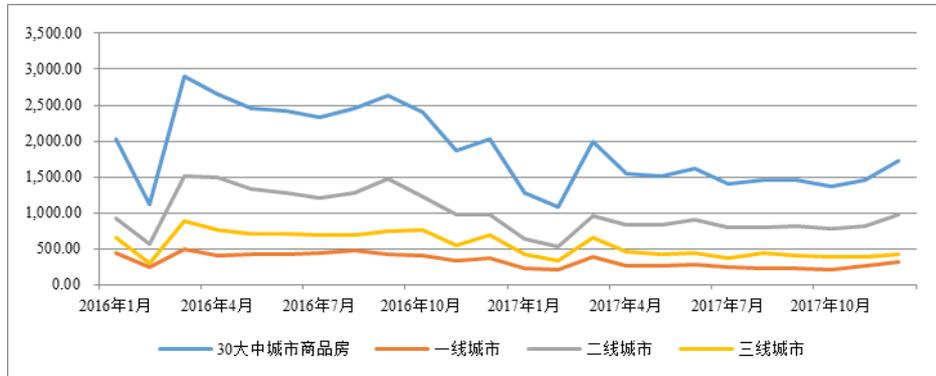
在加大土地总供给的同时，政府进一步强调地区土地的供需平衡。建房 [2017]80 号文要求强化住宅用地供应“五类”调控目标管理。对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。但鉴于土地出让收入是三、四线城市的地方财政重要来源之一，该政策的执行情况及其对整体楼市的影响存在较大不确定性。

B. 政策环境

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指

数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控，其中海南、河北从省级层面全面调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 6. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积²



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房和城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。并不属于“市场”范畴的住宅保障是否需要“市场”承担责任，并导致市场被持续的直接的政策干预，也值得深思。

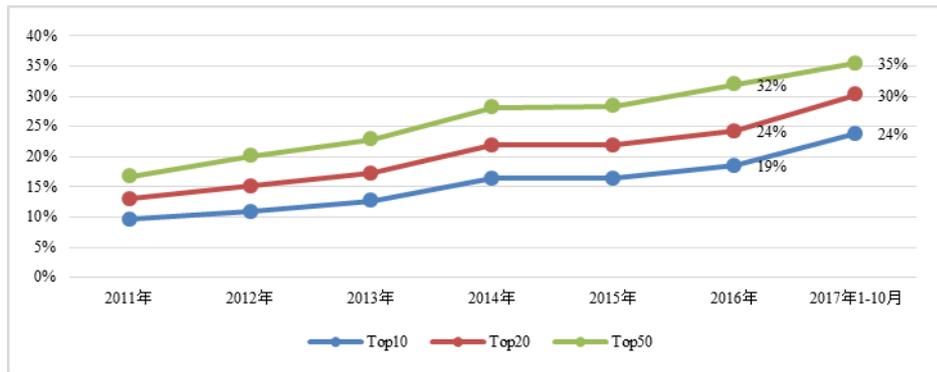
C. 竞争格局/态势

房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，行业企业普遍具有较大的债务融资需求。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2016 年及 2017 年 1-10 月，Top10/Top20/Top50 比值逐年提高。

² 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品房住宅数据。

图表 7. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

房地产开发企业在主要开发区域的相对市场份额及全国市场份额是判断其竞争地位的重要因素。房地产开发企业所拥有项目的地理分散度和产品多样性亦有利于分散其风险。房地产开发项目不仅指住宅，也包括商业、零售、工业和其他专业用途物业的开发，不同的产品和价格定位更有可能分散单个项目的投资风险。

目前，房地产开发企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑；销售毛利率基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平面临下滑压力。短期看，行业仍有较大规模已销售未结算收入，短期业绩可获一定保障，但行业长期盈利能力提升承压。行业整体处于较高的财务杠杆水平；房地产行业各项融资政策收紧后，外部融资难度明显加大，随着偿债高峰来临，房企偿债压力风险升高。此外，行业销售资金回笼情况不理想，现金流缺口扩大。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，一旦销售状况不理想，企业周转能力受阻，将面临流动性风险，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

除融资压力以外，以热点城市为主要业务区域的企业将面临拍地资金门槛提高以及信贷收紧的压力；以非热点城市为主要业务区域的企业将面临库存去化方面的压力。专注于个别热点城市的中型企业由于资金来源相对有限，在耗尽原有土地储备之后，或须调整整体经营策略及业务布局。专注于个别三、四线城市的小型房企则将面临市场有效需求有限、去库存政策效应减弱及自身被收购的风险。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年 9 月末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
保利南方集团有限公司	757.86	32.09	6,302.52	79.98	0.64	101.55	-308.45
万科企业股份有限公司	1,171.01	31.73	10,183.82	83.53	1.03	148.17	167.06
中国铁建房地产集团有限公司	84.15	20.75	1,348.55	85.14	0.31	6.73	-40.32
华夏幸福基业股份有限公司	308.90	56.43	3,364.84	81.64	0.62	62.24	-224.32
金地(集团)股份有限公司	206.74	34.57	1,966.02	73.45	0.95	32.03	-0.56
新城控股集团股份有限公司	168.56	37.38	1,488.19	88.48	0.41	20.49	-39.09
泰禾集团股份有限公司	159.84	27.04	1,835.87	85.48	0.21	13.98	-64.03
金科地产集团股份有限公司	180.74	18.69	1,421.86	84.85	0.33	10.84	-142.94
阳光城集团股份有限公司	155.21	21.39	1,963.86	86.30	0.26	6.79	58.56
绿地控股集团有限公司	1,803.89	13.92	7,710.93	87.82	0.33	87.39	306.52
广宇集团股份有限公司	25.62	13.78	83.62	60.97	2.95	1.50	5.73
卧龙地产集团股份有限公司	10.57	38.08	55.25	64.62	3.25	2.33	10.24
光明房地产集团股份有限公司	108.74	18.24	512.24	80.82	0.43	6.20	9.35
重庆渝开发股份有限公司	7.37	24.13	65.35	47.85	2.04	0.59	5.85
中交地产股份有限公司	4.18	21.18	276.69	91.05	0.23	-1.26	-28.18
新华联文化旅游发展股份有限公司	37.04	28.56	485.93	84.26	0.31	2.28	21.19
华远地产股份有限公司	55.94	23.00	293.97	74.81	0.66	6.04	6.62
格力地产股份有限公司	21.97	37.43	272.32	71.99	0.52	4.17	-8.30
重庆市迪马实业股份有限公司	64.01	22.83	363.56	78.76	0.49	5.00	7.33
广州珠江实业开发股份有限公司	31.29	37.67	130.75	70.94	0.56	4.64	4.39

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落。2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压。2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年

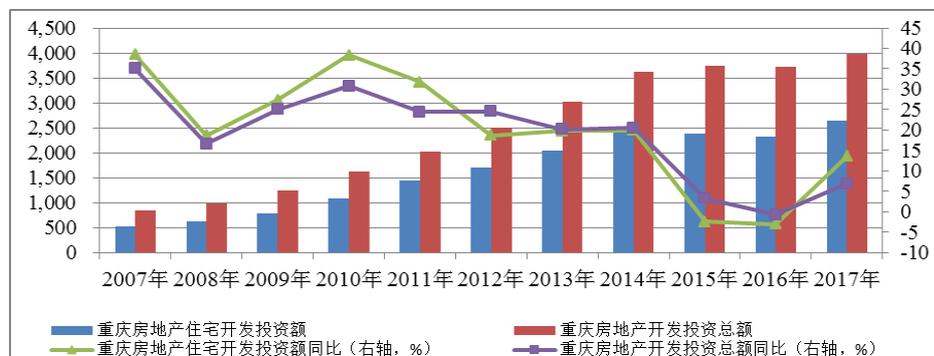
10月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017年2月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017年12月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018年及2019年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为5,001亿元和6,350亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

(3) 区域市场因素

2017年重庆市房地产市场明显升温，当年开发投资增速转正，商品房供给增加，交易活跃度提升，商品住宅价格持续上涨。土地市场整体供给持续下降情况下，因商品住宅价格上涨带动，住宅用地供应有所增长；开发商拿地热情增加，住宅用地成交价格大幅上升。2017年重庆房地产市场调控政策陆续出台，预计2018年调控政策将维持。

该公司主营业务集中于重庆市。投资方面，2015年以来重庆市房地产投资增速大幅放缓，2016年出现历史首次负增长。根据 Wind 数据显示，2017年重庆市房地产投资增速转正，当年开发投资额为3980.08亿元，同比增长6.80%；其中住宅开发投资额为2632.88亿元，同比增长13.50%。开发施工方面，2017年重庆市房屋新开工面积为5680.04万平方米，同比增长16.50%；其中住宅新开工面积为3759.63万平方米，同比增长25.40%，系2014年以来首次正增长。当年房屋竣工面积为5055.73万平方米，同比增长14.30%；其中住宅竣工面积为3316.37万平方米，同比增长7.50%。

图表 9. 2007年以来重庆房地产开发投资情况（单位：左轴：亿元、右轴：%）

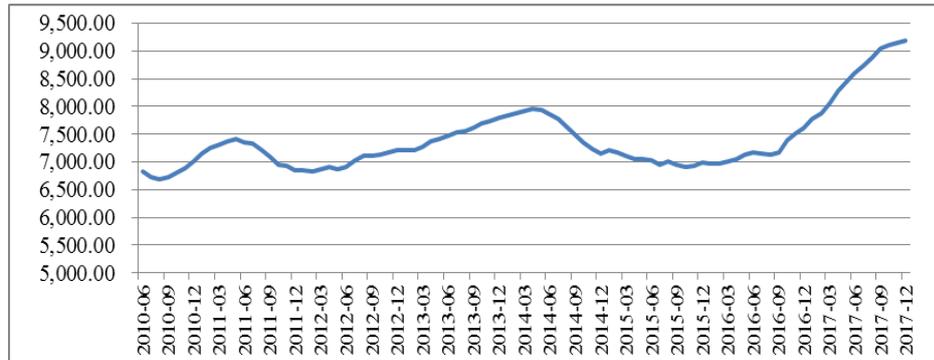


资料来源：Wind 资讯

商品房供应方面，根据 Wind 数据显示，2017年重庆商品房新增住宅预售面积为1671.39万平方米，同比增长53.10%。价格方面，2017年重庆住宅月

度均价大幅上涨，从1月的7781.00元/平方米涨至12月的9193.00元/平方米。商品房供应增加情况下，交易量亦有所增长，商品房价格上涨带动交易金额大幅提升。2017年重庆市商品房销售面积为6711.00万平方米，销售金额为4557.85亿元，同比分别增长7.30%和32.80%；其中商品住宅销售面积为5452.65万平方米，销售金额为3601.56亿元，同比分别增长6.80%和36.60%。

图表 10. 近年来重庆市房地产住宅月均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind 资讯

土地市场方面，2017年重庆市土地供应总面积持续减少，但受住宅价格上涨带动，住宅用地供应有所增加，占土地供应面积比重有所提高；开发商住宅用地拿地热情增加，拿地价格同比大幅上涨。根据Wind数据显示，2017年供应土地占地面积为4095.78万平方米，同比减少8.84%；其中住宅用地面积1320.15万平方米，同比增长33.04%，占土地供应总面积的比重升至32.23%，较上年增加10.15个百分点。当年成交土地占地面积为3670.26万平方米，同比减少4.25%；其中住宅用地成交面积为1202.50万平方米，同比大幅增长92.79%；以住宅土地成交和供应面积计算的住宅用地成交率同比增长28.23%至91.09%。2017年成交住宅用地楼面均价为3329.61元/平方米，同比大幅上涨1632.56元/平方米。拿地时间早，土地储备充裕的开发商将能够发挥一定成本优势。

政策方面，2017年重庆市相继出台政策以加强房地产市场的调控。1月，重庆市财政局、市国土资源和房屋管理局等6部门联合发布《关于加强“三无人员”个人住房房产税征管工作的通知》，在原征收房产税征收范围即独栋商品住宅和高档住房基础上，新增加了“三无人员”。之后重庆市多部门联合发出通知，要求自2月起抵押房地产不得用于预售，预售商品房不得用于抵押。若拟预售商品房所对应的土地使用权已抵押，则办理商品房预售许可前应注销抵押权登记。在取得商品房预售许可证后，开发商不得将已办理商品房预售许可的房屋用于抵押融资；金融机构不得接受开发企业用已办理预售许可的房屋作为抵押物。当年5月发布《关于优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求的通知》，优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求，暂停受理主城区范围内非首套住房公积金贷款申请。7月发布《关于贯彻执行住房限购政策有关事项的通知》，明确提出对于市区范围之内已经拥有了三套住房的居民，暂时停止在重庆市的部分区域购买住房；无住房的非重庆市户籍的家庭，在本市区的

部分区域只能够限购一套住房。9月发布《关于加强主城区新购住房再交易管理的通知》，规定重庆市主城区新购新建商品住房和二手住房须取得《不动产权证书》满两年后才能上市交易。另外，土地政策方面，5月重庆市国土资源和房屋管理局出台“拍卖+综合评标”新规，维护重庆土拍市场健康发展；当年8月新增规定竞买人有2家（含）及以上，将采用“拍卖+竞自持租赁房屋比例”方式。2018年，重庆市将坚持调控目标，保持房地产市场调控政策的连续性和稳定性，完善房地产市场长效机制，引导房地产市场平稳健康发展。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍以商品房开发销售为主要收入与利润来源，得益于重庆房地产升温，公司把握推盘节奏，加快项目去化，合同销售金额保持增长；公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，相较市场新进入者具有一定成本优势。会展中心运营业务收入持续下降，未来或将探索差异化路线。2017年得益于各项费用支出的压缩，公司主营业务盈利能力有所好转；随着房地产项目建设的持续开展，公司尚有一定融资需求。

该公司主要从事房地产开发与销售以及重庆国际会议展览中心（简称“会展中心”）的运营管理。房地产开发项目集中在重庆市区域内，开发业态以普惠型住宅和社区商业为主，为滚动开发模式，公司在重庆市内具备一定的品牌效应和市场认知度。该业务核心驱动因素是土地储备及成本控制能力，跟踪期内公司业务所处地区房地产市场升温，外地房企的涌入加剧区域竞争，土地价格走高及获取难度加大，但目前公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，相较市场新进入者具有一定成本优势。2017年公司通过把握推盘节奏，加快工程建设，强化成本管控，使得自身主业收入及盈利实现较大增长。会展中心运营业务方面，重庆市现有展览场馆规模及功能已基本能够满足市场需求，目前已进入平稳发展期。公司会展中心以场地租借为主，持续面临一定同业竞争压力，未来将探索差异化的发展路线。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	重庆市	基于现有储备土地滚动开发	土地储备及成本控制
会展中心运营	重庆市	场地租借	差异化

资料来源：渝开发

该公司其他业务主要包括隧道经营和房屋租赁等，占营业收入比重相对较小。隧道经营主要系公司控股子公司重庆道金投资有限公司（简称“道金公司”）于2006年1月28日与控股股东重庆城投签署《石黄隧道付费协议》，以5.00亿元向重庆城投收购石黄隧道20年期收费经营权，约定自道金公司于当年取得石黄隧道经营权后，重庆城投每年向道金公司支付人民币0.55亿元，按季支付。房屋租赁业务系公司房地产开发业务的下游延伸，收入主要来源于公司

住宅项目配套社区商业，规模有限。2017 年，隧道经营和房屋租赁收入分别为 0.53 亿元和 0.37 亿元，保持相对稳定；毛利率分别为 62.39% 和 46.48%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	11.55	6.83	10.41	1.42	1.66
其中：核心业务营业收入	9.49	4.86	9.27	1.14	1.37
在营业收入中所占比重（%）	82.19	71.15	89.08	80.57	82.90
其中：（1）商品房销售	8.53	3.90	8.38	0.94	1.17
在核心业务收入中所占比重（%）	89.81	80.22	90.43	82.28	85.50
（2）会议展览	0.97	0.96	0.89	0.20	0.20
在核心业务收入中所占比重（%）	10.19	19.78	9.57	17.72	14.50
毛利率（%）	23.21	34.97	24.33	23.47	32.32
其中：（1）商品房销售（%）	26.94	48.54	23.91	16.13	30.64
（2）会议展览（%）	12.44	11.90	7.84	25.76	15.29

资料来源：渝开发

2017 年，该公司实现营业收入 10.41 亿元，同比增长 52.48%，其中核心业务营业收入 9.27 亿元，同比增长 90.91%，主要系商品房销售结转收入增加所致。从收入构成看，2017 年公司实现商品房销售收入 8.38 亿元，占核心业务营业收入的 90.43%；实现会展运营收入 0.96 亿元，占核心营业收入的 14.07%。当年商品房销售毛利率为 23.91%，同比减少 24.63 个百分点，主要系上年土地出让金调整使得营业成本减少，毛利率增长，且本年结转的格莱美城、山与城项目毛利率较低所致；会展业务毛利率为 7.84%，同比减少 4.06 个百分点。2018 年一季度，公司实现营业收入 1.42 亿元，同比减少 14.15%。其中，商品房销售及会展业务分别实现收入 0.94 亿元和 0.20 亿元，毛利率分别为 16.13% 和 25.76%。

A. 商品房销售业务

图表 13. 渝开发房地产开发运营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月
房地产板块投资（亿元）	5.39	1.58	1.24	0.52	0.14
新开工面积（万平方米）	17.10	--	9.90	--	--
竣工面积（万平方米）	32.89	0.34	11.31	--	--
合同销售面积（万平方米）	7.91	11.86	12.68	0.53	5.72
合同销售金额（亿元）	3.99	6.11	7.75	0.28	3.40
合同销售均价（万元/平方米）	0.51	0.52	0.61	0.53	0.59

资料来源：渝开发

2017 年，该公司共完成房地产项目投资 1.24 亿元，新开工面积 9.90 万平方米，竣工面积 11.31 万平方米。当年公司完成销售面积 12.68 万平方米，完成合同销售金额 7.75 亿元，主要销售项目为上城时代、山与城、格莱美城以及星河 one 项目，上述项目分别实现合同销售面积 4.64 万平方米、3.13 万平方米、1.17 万平方米和 2.59 万平方米，分别实现合同销售金额 2.33 亿元、2.35 亿元、0.59 亿元和 2.48 亿元。得益于重庆市商品房价格提升，当年合同销售

均价较上年增长 0.09 万元/平方米至 0.61 万元/平方米。

图表 14. 截至 2018 年 3 月末公司主要销售项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	业态	完工时间	预计总投资	累计投资	累计合同销售面积	累计合同销售金额	剩余可售面积	去化率	累计回款金额
上城时代一期	高层住宅	2013	14.00	14.21	12.83	6.42	--	100%	6.42
上城时代二期		2015			21.14	10.36	--	100%	10.36
山与城一期	别墅、洋房住宅	2013	9.00	9.17	7.11	7.05	1.19	86%	7.03
山与城二期		2014	7.50	7.50	5.73	5.30	0.49	92%	5.21
山与城三期		2015	7.00	7.00	6.41	4.11	0.13	98%	4.04
格莱美城一期	高层	2017	2.50	2.50	4.23	1.96	2.10	67%	1.96
星河 one 一期	别墅	2017	3.50	3.50	3.11	3.00	0.58	84%	2.45
合计	--	--	43.50	43.88	60.56	38.20	4.49	--	37.47

资料来源：渝开发

从具体项目看，上城时代系该公司独资项目，目前已全部开发完毕。项目业态为高层住宅，一期和二期分别于 2012 年 1 月和 2014 年 2 月预售，目前已完全去化。两期累计投资共计 14.21 亿元，项目销售均已回款，金额合计 16.78 亿元。

山与城项目系公司与上海复地投资管理有限公司（简称“上海复地”）合作项目，坐落于重庆南山，目前已推盘销售的一期及二期业态为别墅，三期业态为洋房，预售时间分别为 2011 年 12 月、2012 年 9 月和 2013 年 1 月。前期因与业主发生纠纷、项目交通不便、生活配套不齐全等原因，经营状况未达预期。2017 年以来受益于房地产市场升温，项目销售有所好转，目前去化率逾 85%。山与城一至三期累计投资 23.67 亿元，目前合同销售金额合计 16.46 亿元，按目前剩余可售面积及销售均价计算，上述三期项目收益难以覆盖前期投资。

格莱美城为高层住宅项目，位于重庆西永，一期于 2016 年 1 月开始预售，目前商业及车库尚未销售，住宅部分已完全去化。该项目累计投资 2.50 亿元，实现回款仅 1.96 亿元。据公司预测，商业及车库部分未来约可实现销售额 1.20 亿元。

星河 one 项目系与上海复昭投资有限公司（简称“上海复昭”）的合作项目，涵盖叠拼、联排、商业等物业形态，一期于 2016 年 6 月开始预售，截至 2018 年 3 月末去化率逾 8 成。

图表 15. 截至 2018 年 3 月末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	业态	预计总投资	累计已投资	开/竣工时间	预售时间	建筑面积	未来计划投资额		
							2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
格莱美城二期	高层	4.23	1.70	2017 年-2019 年	2018.04	9.90	1.00	1.53	0.00
在建小计:	--	4.23	1.70	--	--	9.90	1.00	1.53	0.00
星河 one 二期	别墅	3.37	1.40	2018 年-2020 年	2018.11	5.46	0.65	0.75	0.57
巴南依山郡	住宅	0.30	0.06	--	--	0.36	--	--	--
南樾天宸	住宅	20.80	6.20	2018 年-2022 年	2020.10	32.00	0.20	4.43	1.57
华岩项目	住宅	19.00	2.60	2019 年-2024 年	2020.4	30.00	0.30	1.50	2.00
格莱美城三期	高层	2.50	0.60	2018.10-2020.12	2019.7	6.22	0.20	1.00	0.70
拟建小计:	--	45.97	10.86	--	--	74.04	1.35	7.68	4.84

项目名称	业态	预计总投资	累计已投资	开/竣工时间	预售时间	建筑面积	未来计划投资额		
							2018年4-12月	2019年	2020年
合计:	--	50.20	12.56	--	--	83.94	2.35	9.21	4.84

资料来源：渝开发

截至 2018 年 3 月末，该公司主要在建项目为格莱美城二期，拟建项目为星河 one 二期、巴南依山郡、南樾天宸及华岩 4 个项目。公司在建及拟建项目合计总投资 47.70 亿元，累计已投资 11.96 亿元，建筑面积合计 77.72 万平方米。其中格莱美城二期及星河 one 二期分别预计于 2018 年 4 月及 11 月预售，预售建筑面积合计 15.36 万平方米。公司预计于 2018 年 4-12 月、2019 年和 2020 年分别投资 2.51 亿元、8.21 亿元和 4.14 亿元用于上述 5 个项目建设。

图表 16. 截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况（单位：%，万元）

地块名称	拟建项目名称	权益比例	地块性质	土地出让金	宗地面积	拿地年份	权证获取情况/土地证号
重庆市房地产权证（沙坪坝区西永组团 Ja 分区 Ja08-3/02 地块）	格莱美城	100	出让	16132	2.16	2014	104D 房地证 2014 字第 01073 号
重庆市房地产权证（沙坪坝区西永组团 Ja 分区 Ja09-1/02 地块）	格莱美城	100	出让		3.00	2014	104D 房地证 2014 字第 01072 号
南岸区茶园-鹿角组团 A 标准分区 A69/01 宗地	南樾天宸	100	出让	52803	6.02	2015	106D 房地证 2015 字第 00426 号
南岸区茶园-鹿角组团 A 标准分区 A70/01 宗地	南樾天宸	100	出让		8.24	2015	106D 房地证 2015 字第 00427 号
九龙坡区大渡口组团 K 分区 38-3/02、37-2/02、37-3/02 宗地	--	100	出让	26111	18.75	2015	--
巴南区李家沱一鱼洞组团 F、J 分区 F5-2/03 号宗地	--	100	出让	5591	1.79	2013	202D 房地证 2013 字第 00028 号
渝北区两路组团 GA 标准分区 1-2、2-1、4-1 号宗地	星河 one	60	出让	38940	5.90	2013	201D 房地证 2013 字第 00586 号
渝北区两路组团 GA 标准分区 1-2、2-1、4-1 号宗地	星河 one	60	出让		5.86	2013	201D 房地证 2013 字第 00587 号
重庆市南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50	出让	40104	8.66	2010	106D 房地证 2011 字第 50028 号
重庆市南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50	出让		1.43	2010	106D 房地证 2011 字第 50029 号
南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50	出让		9.71	2010	106D 房地证 2013 字第 00161 号
南岸区黄桷垭 C 分区	山与城	50	出让		13.62	2010	106D 房地证 2010 字第 00139 号
合计	--	--	--	179681	85.14	--	--

资料来源：渝开发

土地储备方面，2016 年以来，该公司未新拿地。截至 2018 年 3 月末，公司拥有宗地面积 85.14 万平方米（权益宗地面积 63.73 万平方米），结合目前的开发节奏，公司测算现有储备土地可供其未来滚动开发 5 年左右。2018 年 4 月，公司取得华岩地块（九龙坡区大渡口组团）土地证，目前所拍土地均已获得土地证。2017 年重庆楼市升温，外来大型开发商纷纷进入，公司所处区域竞争压力有所加大，但由于公司储备土地拿地时间较早，拿地成本较低，能够发挥一定成本优势。

B. 会展中心运营业务

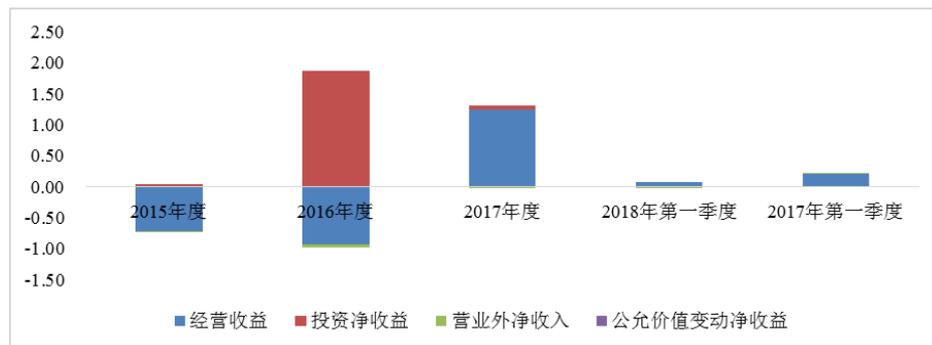
该公司旗下会展中心位于重庆市南岸区商业核心位置，2005 年 10 月投入使用，是西部地区设施配置较为先进的大型综合性会议及展览场地之一。会展中心总使用面积达 7 万平方米，包括 1.5 万平方米的无柱式展厅及 33 间各种规格的会议室。会展中心自投入使用以来，主要用于承租举办市政府及相关部门各种政策性展览和会议。同时，公司在场馆经营和会议、餐饮服务基础上延伸会展产业链。

根据该公司与重庆市市级机关事务管理局于 2006 年签署的《会展中心租赁框架协议》，重庆市市级机关事务管理局代表重庆市人民政府承租会展中心部分场馆、车库及其他配套设施，承租期不低于 8 年。该协议已于 2014 年到期且无续签。2015 年以来会展业务的发展更多依赖于公司自身的招商和运营能力。目前长期合作单位较少，租赁期多为一年以内。重庆区域内会展场馆规模及功能基本饱和，受其他大型场馆冲击，会展中心运营面临一定压力。2017 年，会展中心场地利用率为 46.14%，同比下降近 7 个百分点；实现营业收入 0.89 亿元，同比下降 7.62%。

为应对固定承租到期及同业竞争，该公司拟探索走差异化的发展路线，通过提高会展产品的质量、丰富会展中心业态等方式，以期提升会展中心的运营效率和盈利能力。此外，公司还与重庆市商务委、南岸区政府、控股股东重庆城投开展合作，共同出资 2000 万设立重庆市（南岸）会展专项资金，以进一步做强做优会展业务。

(2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年，该公司实现营业毛利 2.53 亿元，同比增加 0.14 亿元（增幅为 6.07%）。当年公司期间费用为 1.24 亿元，同比减少 0.69 亿元（降幅为 36.01%）。其中，管理费用为 0.36 亿元，同比减少 0.22 亿元，主要系公司本年根据财会[2016]22 号文将房产税、土地使用费及印花税的发生额列报税金及附加科目所致；财务费用为 0.56 亿元，同比减少 0.47 亿元，主要系借款减少导致利息支出缩减以及办理定期存单使得利息收入增加所致；销售费用较上年基本持平。

当年公司期间费用率为 11.86%，同比大幅下降 16.41 个百分点。2017 年公司税金及附加为 0.16 亿元，同比减少 0.77 亿元，主要系因土地增值税减少；资产减值损失为-0.11 亿元，同比减少 0.57 亿元，主要系因当年房地产回暖公司冲回以往计提的存货跌价准备。2017 年公司经营收益转正，为 1.25 亿元，主营业务盈利能力的改善主要得益于各项费用支出的压缩。

2018 年一季度，该公司实现营业毛利 0.33 亿元，同比下降 37.67%；期间费用 0.22 亿元，同比下降 27.02%；期间费率为 15.49%，同比减少 2.73 个百分点；当期经营收益 0.07 亿元，同比减少 0.13 亿元。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	11.55	6.83	10.41	1.42	1.66
营业毛利（亿元）	2.68	2.39	2.53	0.33	0.54
期间费用率（%）	19.60	28.27	11.86	15.49	18.22
其中：财务费用率（%）	10.81	15.18	5.43	8.83	9.61
全年利息支出总额（亿元）	1.72	1.39	1.00	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.34	0.29	0.27	-	-

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2017 年，该公司确认投资净收益 600 万元，为其持有的重庆农村商业银行股份有限公司（简称“重庆农商行”，股票代码 3618.HK）股票分红派息所产生（截至 2018 年 3 月末公司共持有 3000 万股，持股比例 0.32%）。当年投资净收益同比减少 1.82 亿元，主要系上年公司因转让子公司重庆会展中心置业有限公司 40% 股权确认 1.83 亿元投资收益而该项收益不具持续性。2017 年公司营业外收入为 442.48 万元，其中政府补助为 206.73 万元。2018 年一季度，公司确认营业外收入 20.59 万元。整体看，公司盈利受主营业务以外其他因素影响较小。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.04	1.88	0.06	--	--
其中：可供出售金融资产持有期间收益	0.06	0.06	0.06	--	--
长期股权投资收益	-0.02	-0.01	--	--	--
处置长期股权投资产生的收益	--	1.83	--	--	--
营业外收入（万元）	508.09	643.54	442.48	20.59	50.96

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将立足加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房供应体系，继续秉承“改革、转型、发展、突破”的经营方针，做优做强主营业

务，优化产业结构，培育拓展新的利润增长点，全面推进品牌建设，调整适应战略发展的管理架构。公司争取在项目续接方面实现良性循环，保持区域内市场竞争力，确保实现盈利目标。

根据该公司匡算，2018-2020 年，除房地产业务续接所需资金投入外，公司运营资金需求量分别为 2.80 亿元、1.45 亿元和 0.80 亿元。另外，2019 年公司发行的“14 渝发债”到期，公司或将存在一定债务循环融资需求。根据公司安排，2018-2020 年公司所需资金将通过债务融资方式获取，融资净额分别为 2.80 亿元、6.00 亿元和 2.50 亿元。

图表 20. 公司 2018-2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	5.64	8.21	4.14
其中：房地产项目（亿元）	5.64	8.21	4.14
营运资金需求（净额，亿元）	2.80	1.45	0.80
融资安排（净额，亿元）	2.80	6.00	2.50
其中：权益类融资（亿元）	--	--	--
债务类融资（亿元）	2.80	6.00	2.50

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，组织结构及管理制度得到不断修订完善。公司关联交易涉及金额较小，其影响相对可控。

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，控股股东仍为重庆城投。截至 2018 年 3 月末，重庆城投对公司持股比例为 63.19%。公司实际控制人保持为重庆市国有资产监督管理委员会（简称“重庆国资委”）。

跟踪期内，该公司根据自身发展和战略需要对组织结构进行重新调整和优化，加强横向协调，及对下属子公司的管控职能，完善母子公司管控界面，建立可操作的全面的集团管控组织体系。在高管人事变动方面，万先进先生因个人原因于 2017 年 8 月辞去公司副总经理职务；张莉女士因工作原因于 2017 年 9 月申请辞去公司监事职务，由于其辞职将导致监事会人员低于法定最低人数，因此至股东大会审议批准新监事期间，张莉女士仍将履行监事的相关职责。在管理方面，公司按照《企业内部控制基本规范》及《企业内部控制应用指引》、《上市公司内部控制指引》等相关文件，结合经营管理实际，持续对内控制度体系对照检查并持续改进和优化。2017 年，公司共修订制度 5 个，新增制度 6 个。

关联交易方面，2017 年公司向关联方购买隧道维护服务、灯旗杆广告、接受保险、车库租赁、物业服务等，涉及交易金额合计 205.23 万元；向关联

方出售商品房及提供隧道经营、立交改造、车库管理、物业服务、土地管护服务等，涉及交易金额合计 6690.75 万元；公司承包重庆城投相关资产缴纳经营收益 179.82 万元；公司向重庆城投租用办公用房发生租赁费用 54.00 万元。截至 2017 年末，公司应收关联方款项为 211.24 万元、应付关联方款项 714.03 万元。关联交易涉及金额较小。

跟踪期内，该公司控股子公司捷兴置业因重庆市乐道广告有限公司为其提供 2016 年度广告服务时，所涉及的项目折页上使用了以时间表示距离的表述，因而违反《广告法》第二十六条规定，被重庆市工商行政管理局渝北区分局于 2017 年 8 月 16 日责令消除影响。目前捷兴置业已停止发布项目相关内容广告，相应范围影响已消除。控股子公司祁年房地产因无法通过登记的住所或经营场所取得联系，于 2017 年 10 月被重庆市工商行政管理局渝北区分局列入经营异常名录。目前祁年公司已在工商局办理了地址变更，预计 5 月解除异常。祁年房地产因与施工单位重庆渝康公司因建设工程施工合同纠纷被判罚，于 2017 年 4 月由重庆市第一中级人民法院判处偿还原告 1238.4307 万元。现经与渝康公司协调，上述款项预计于 2018 年 6 月底偿还。此外，该公司及其主要关联方无其他不良行为记录。

图表 21. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司/本部	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.1	无法提供	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.4	无	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2018.4	无	无	无	1
工商	公开信息披露	2018.4	无	无	1	1
质量	企业提供	2018.4	无	无	无	无
安全	企业提供	2018.4	无	无	无	无

资料来源：根据渝开发所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

注：“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯

财务

跟踪期内，该公司债务规模有所缩减，负债期限结构趋于合理，资产负债率持续下降，财务结构稳健。房地产市场升温背景下，公司房地产项目去化速度加快，经营性现金流保持净流入状态，且其规模同比大幅增加，对即期债务的偿付保障能力有所提升。得益于债务规模收缩及期限结构调整，公司流动性增强。

1. 数据与调整

天健会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行

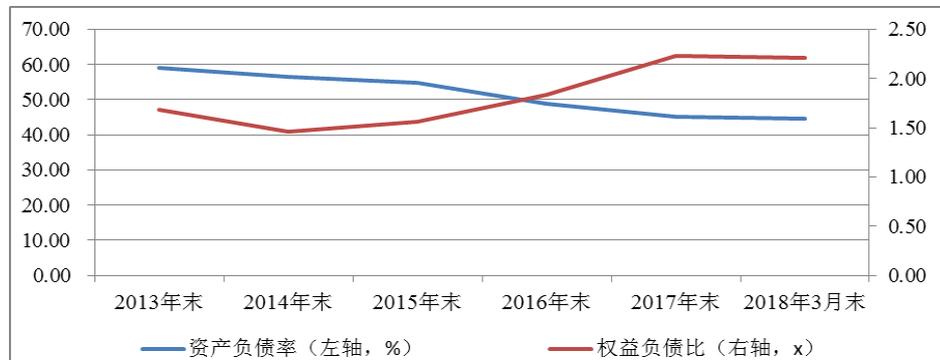
了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定，执行2017年财务部发布的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第16号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。公司2015-2017年报无重大调整。

2017年，该公司合并范围未发生变化。截至2017年末，公司合并范围二级子公司（以公司本部为一级）共计8家。财务数据具有一定可比性。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



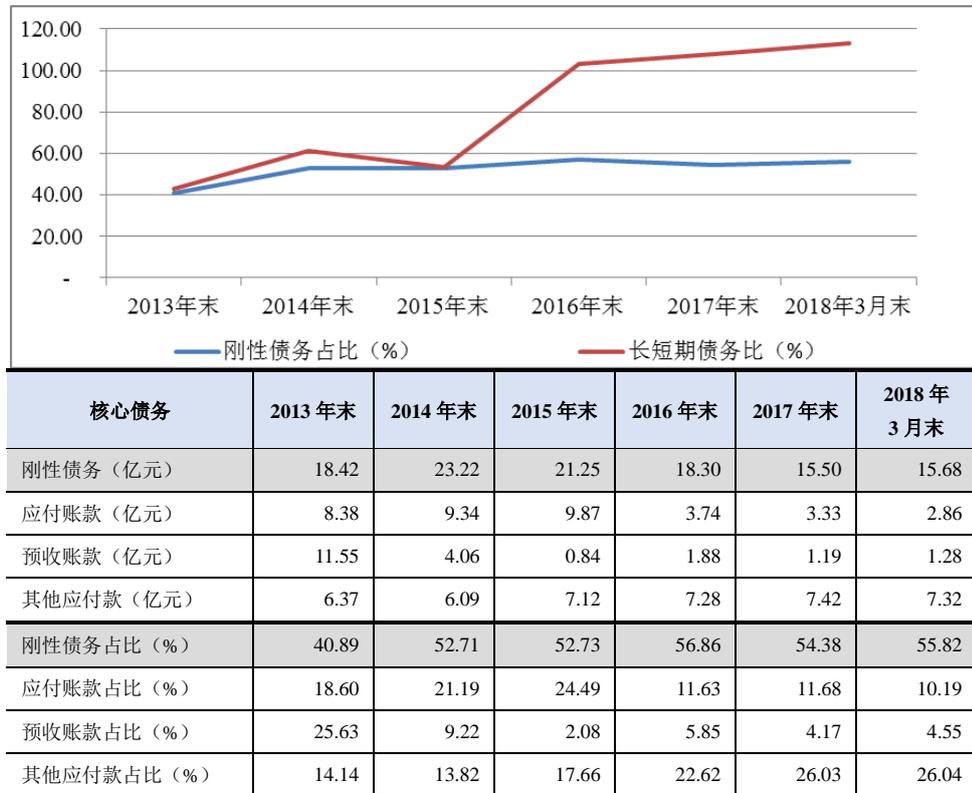
资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

近年来主要得益于负债的减少，该公司财务杠杆持续下降。2015-2017年末，公司负债总额分别为40.30亿元、32.19亿元和28.50亿元。2015-2017年，该公司分别实现净利润-1.01亿元、0.77亿元和0.98亿元，因2016年盈利状况有所改善，2017年公司派发上年度现金分红0.17亿元，实际公司经营积累留存企业金额不大，权益资本增幅较小。同期末所有者权益分别为33.28亿元、33.63亿元和34.57亿元。2015-2017年末，资产负债率分别为54.76%、48.91%和45.19%，财务结构维持稳健；同期末权益负债比分别为1.57、1.84和2.23，整体看权益资本对刚性债务的覆盖能力逐年提升。2018年3月末，公司资产负债率为44.74%，继续下降；权益债务比为2.21，与年初基本持平。

根据该公司的投融资规划，2018-2020年公司将增加债务融资，但鉴于目前稳健的财务结构，杠杆水平将维持在较合理区间。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2015 年以来占比超过 50%；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成，2017 年末分别为 3.33 亿元、1.19 亿元和 7.42 亿元。应付账款以工程款为主；预收账款主要系房地产项目预售形成；其他应付款主要为往来款，其中应付上海复和上海复昭款项分别为 4.79 亿元和 1.36 亿元。从债务期限结构来看，2015 年以来公司债务期限结构逐渐趋于长期，2015-2017 年末公司长短期债务比分别为 53.16%、103.06%和 107.81%，其中 2016 年末大幅增长主要系当年支付工程款使得应付账款减少，流动负债规模缩减，另外“16 渝开发 MTN001”的发行亦使得公司非流动负债增加所致。2018 年 3 月末，公司负债科目较年初变化均不大；长短期债务比进一步升至 113.08%。总体而言，公司目前负债结构与主业匹配性较好。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	4.94	6.63	7.47	2.19	0.98	1.15
其中: 短期借款	0.25	--	--	0.05	--	--
一年内到期非流动负债	4.44	6.27	6.91	1.80	0.70	0.66
应付票据	0.02	--	0.12	0.06	0.01	0.04
其他短期刚性债务	0.23	0.36	0.44	0.28	0.27	0.46
中长期刚性债务合计	13.48	16.59	13.78	16.11	14.52	14.53
其中: 长期借款	13.48	6.72	3.88	2.89	1.27	1.27
应付债券	--	9.87	9.90	13.22	13.25	13.26
综合融资成本 (年化, %)	--	--	7.54	6.26	5.99	5.77

资料来源: 根据渝开发所提供数据整理

注: 公司综合融资成本自 2015 年开始统计, 早期无该项数据

2015-2017 年末, 该公司刚性债务分别为 21.25 亿元、18.30 亿元和 15.50 亿元。其中, 中长期刚性债务占比从 2015 年末的 64.83% 升至 2017 年末的 93.68%。自 2014 年首次发行债券以来, 公司银行借款规模有所收缩, 直接融资占比逐年提升, 2017 年末公司应付债券占刚性债务比重超过 80%。融资成本方面, 根据公司提供的数据显示, 2015-2017 年末公司综合融资成本分别为 7.54%、6.26% 和 5.99%, 其中 2016 年下降尤为明显, 主要系因当年部分长期借款到期以及发行票面利率为 4.40% 的“16 渝开发 MTN001”所致。2018 年 3 月末, 公司刚性债务构成较年初未发生重大变化。

图表 25. 公司银行借款及应付债券综合融资利率区间与期限结构 (单位: 万元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1-2 年 (不含 2 年)	2-3 年 (不含 3 年)	3-5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
4%-5% (不含 5%)	900	--	--	33000	--
5%-6% (不含 6%)	6100	6600	6100	--	--
6%-7% (不含 7%)	--	100000	--	--	--
合计	7000	106600	6100	33000	--

资料来源: 渝开发 (截至 2017 年末)

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 -2018Q1
营业周期 (天)	1,788.05	909.42	1,574.82	3,226.69	1,695.51	1,682.96
营业收入现金率 (%)	140.16	60.19	73.55	118.85	97.84	85.95
业务现金收支净额 (亿元)	-2.59	-3.28	-0.14	1.96	6.16	4.32

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q2 ~2018Q1
其他因素现金收支净额（亿元）	4.78	1.24	0.61	0.22	-0.13	0.003
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.19	-2.04	0.47	2.17	6.03	4.32
EBITDA（亿元）	2.88	3.62	1.76	3.08	2.73	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.17	0.08	0.16	0.16	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.86	2.11	1.02	2.21	2.72	--

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

2015-2017年该公司营业周期分别为1,574.82天、3,226.69天和1,695.51天，2017年营业周期较上年大幅缩短。因房地产业务特性，公司应收账款规模小，该指标主要反映的是存货去化周期，2017年公司房产销售去化速度约等于2015年水平。由于房地产项目销售回款与收入的确认不同步，公司营业收入现金率呈现波动状态，2015-2017年分别为73.55%、118.85%和97.84%。得益于销售去化速度加快，公司2017年经营性现金净流量同比大幅增加3.86亿元至6.03亿元。

2015-2017年该公司EBITDA呈现一定波动，分别为1.76亿元、3.08亿元和2.73亿元，2017年因费用化利息支出及折旧摊销金额减少，EBITDA同比有所回落。得益于刚性债务规模的压缩，EBITDA对利息的覆盖能力增强，虽然2017年公司EBITDA回落，但其对刚性债务覆盖倍数稳定在0.16，对全部利息支出覆盖程度则升至2.72。

（2）投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	1.10	--	--	--	--	--
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.005
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.10	--	--	--	-8.40	-8.40
投资环节产生的现金流量净额	1.24	0.04	0.04	1.80	-8.34	-8.34

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2015-2017年，该公司投资性现金净流量分别为0.04亿元、1.80亿元和-8.34亿元。2016年产生较大金额净流入主要系因处置子公司会展置业股权；2017年呈大额净流出主要系当年公司办理定期存款及大额存单所致，办理期限一般为6个月及以上。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q2
权益类净融资额	-0.38	0.17	0.43	0.47	-0.17	-0.17
债务类净融资额	-3.08	3.27	-3.79	-1.06	-3.74	-3.03
其中：现金利息支出	-1.52	-1.56	-1.59	-1.02	-0.97	-0.94
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.66	-0.20	-0.03	-0.003	-0.01	--
筹资环节产生的现金流量净额	-2.81	3.23	-3.39	-0.60	-3.92	-3.20

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2015-2017 年，该公司筹资性现金净流量分别为-3.39 亿元、-0.60 亿元和-3.92 亿元。近年来公司未增发股票，2015 年及 2016 年公司吸收投资收到的现金分别为 0.60 亿元和 0.47 亿元，系会展置业少数股东对会展置业增资，扣除分红后公司 2015-2017 年权益类净融资额分别为 0.43 亿元、0.47 亿元和-0.17 亿元；2015-2017 年债务类融资净额分别为-3.79 亿元、-1.06 亿元和-3.74 亿元，若不考虑现金利息支出，2016 年公司债务循环基本平衡，2017 年债务本金规模亦有所缩减。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	51.78	54.07	50.40	50.90	47.96	47.73
	67.97%	69.42%	68.49%	77.33%	76.05%	75.99%
其中：货币资金（亿元）	8.03	9.25	6.49	9.80	11.99	12.08
存货（亿元）	36.55	35.38	40.42	37.87	35.19	34.84
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	24.40	23.82	23.18	14.92	15.11	15.08
	32.03%	30.58%	31.51%	22.67%	23.95%	24.01%
其中：固定资产（亿元）	15.95	15.64	15.50	7.53	7.25	7.18
可供出售金融资产（亿元）	--	1.14	1.18	1.22	1.38	1.45
投资性房地产（亿元）	2.69	2.35	2.15	2.11	2.93	2.91
无形资产（亿元）	4.57	4.26	3.95	3.64	3.27	3.20
期末全部受限资产账面金额（亿元）	--	14.45	13.94	14.55	9.29	9.19
期末抵质押融资余额（亿元）	12.92	12.99	10.79	3.60	1.92	1.88
受限资产账面金额/总资产（%）	--	18.55%	18.94%	22.10%	14.73%	14.63%

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 73.58 亿元、65.82 亿元和 63.07 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比分别为 68.49%、77.33%和 76.05%。

2017 年末，该公司流动资产主要包括存货和货币资金。其中，存货为 35.19 亿元，同比减少 2.68 亿元，占资产总额的 55.79%；存货中开发成本为 25.26

亿元，开发产品 10.06 亿元。由于 2017 年重庆房地产市场回暖，公司冲回以往计提的存货跌价准备 0.41 亿元。货币资金为 11.99 亿元，同比增加 2.19 亿元，占资产总额的 19.00%；其中受限资金仅 309.44 万元（受限原因为作承兑汇票保证金、住房维修基金及按揭保证金），但货币资金中包括 8.47 亿元定期存款及大额存单，期限为 6 个月及以上，若未到期使用该部分资金将会对利息收入造成影响。

2017 年末，该公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产、投资性房地产及可供出售金融资产。其中，固定资产为 7.25 亿元（占资产总额的 11.49%），主要为公司自用房屋及建筑物，因折旧的计提，同比减少 0.28 亿元；7.12 亿元的固定资产因作为借款抵押物及用作资产而受限，受限比例为 98.28%。无形资产为 3.27 亿元（占资产总额的 5.19%），主要为隧道经营权及会展中心土地使用权；无形资产中 2.13 亿元因作为借款质押物而受限，受限比例为 65.21%。投资性房地产为 2.93 亿元（占资产总额的 4.65%），较上年增加 0.82 亿元，系存货转入；投资性房地产均采用成本法计量。可供出售金融资产为 1.38 亿元，系持有的重庆农商行 3000 万股份，因股票市值的提升，同比增加 0.16 亿元。

2018 年 3 月末，该公司资产科目账面价值较年初变化很小。货币资金、固定资产及无形资产受限部分账面价值分别为 599.44 万元、7.06 亿元和 2.07 亿元，全部受限资产合计 9.19 亿元，占资产总额的 14.63%。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	164.08	198.19	191.55	321.05	349.68	361.95
速动比率 (%)	31.08	39.28	27.91	65.64	93.09	97.70
现金比率 (%)	25.45	33.89	24.84	61.81	87.38	91.63

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

该公司流动比率由 2015 年末的 191.55% 升至 2017 年末的 349.68%。由于公司存货规模较大，且其中开发成本约占七成，难以短期迅速变现，判断公司资产流动性应剔除存货的影响。公司速动比率由 2015 年末的 27.91% 升至 2017 年末的 93.09%。2017 年销售回款速度加快，期末现金增加，同时负债规模有所压缩，当期末现金比率升至 87.38%。2018 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 361.95%、97.70% 和 91.63%，较年初进一步提升。整体看，随着公司债务期限结构的优化，近年来公司流动性情况有所好转。另外，公司持有重庆农商行 3000 万股股票，亦可作为资产变现的补充。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司对合并范围子公司的担保余额为 1400 万元，不

存在对合并范围以外公司的担保情况。另外，同期末因未决诉讼形成的预计负债共计 209.18 万元，金额较小，对企业的持续经营和财务情况未产生重大影响。

根据该公司提供的本部及重庆道金投资有限公司（简称“道金投资”）的《企业信用报告》，截至 2018 年 1 月 23 日，公司本部及道金投资无不良贷款和违约记录。

7. 母公司/集团本部财务质量

截至 2017 年末，该公司下属 8 家子公司中，除重庆朗福置业有限公司（简称“朗福置业”）、重庆捷兴置业有限公司（简称“捷兴置业”）及重庆祈年房地产开发有限公司（简称“祈年房地产”）持股比例分别为 50%、60% 和 51% 以外，其余子公司持股比例高。上述三家公司，公司均占有董事会控制权并派驻高管人员。整体看公司对子公司控制力较强。

该公司本部承担融资及部分房地产项目开发职能。2017 年末，公司本部总资产为 49.82 亿元，主要包括 16.57 亿元的存货、10.06 亿元的货币资金、9.33 亿元的投资性房地产、8.07 亿元的长期股权投资和 4.19 亿元的其他应收款（主要系以往来款的形式划拨给子公司的资金）；总负债为 23.20 亿元，主要包括 15.36 亿元的刚性债务及 6.16 亿元的其他应付款；所有者权益为 26.62 亿元。2017 年公司本部实现收入 5.19 亿元，净利润 0.22 亿元；经营性现金净流量为 3.52 亿元。公司偿债资金主要来源于自身房地产去化现金流以及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司共获得银行授信 10.60 亿元，其中未使用额度 0.60 亿元。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用额 度	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	10.60	10.60	10.00	4.35%-5.39%	抵押、质押、 信用担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	9.90	9.90	9.90	4.90%-5.39%	抵押、质押、 信用担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	93.40%	93.40%	99.00%	--	--

资料来源：根据渝开发所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 14 渝开发：外部担保

本期债券由重庆城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

重庆城投成立于 1993 年 2 月，由重庆市建设委员会和重庆市财政局共同发起组建的国有控股公司，经多次增资，截至 2017 年末其实收资本增至 200.00 亿元。

截至 2017 年末，重庆城投未经审计的合并口径资产总额为 1542.25 亿元，所有者权益为 864.34 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 843.13 亿元）。2017 年实现营业收入 25.09 亿元，同比小幅增长 0.49%；实现净利润 10.91 亿元，同比增长 30.40%。重庆城投账面受限资产合计 42.39 亿元（未包含该公司受限资产）。另外，截至 2017 年末，重庆城投不存在未履行法院生效判决、所负数额较大债务到期未清偿情况，亦无对外担保。

重庆城投是重庆市城市基础设施的主要投资建设主体，目前已形成城市基础设施建设、路桥维护与管理、土地整治储备、公租房建设、储备油管理、房地产开发及会展经营等业务板块。依托重庆市政府的大力支持，重庆城投各项业务运营较为稳定。重庆城投资本实力强，资产负债率处于较合理水平，加上货币资金较充裕、融资能力较强，可为本期债券本息到期足额偿付提供有效保障。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍以商品房开发销售为主要收入与利润来源，得益于重庆房地产升温，公司把握推盘节奏，加快项目去化，合同销售金额保持增长；公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，相较市场新进入者具有一定成本优势。2017 年因结转项目毛利率较低，当年综合毛利率同比有所下滑；得益于各项费用支出的压缩，公司主营业务盈利能力有所好转。跟踪期内，公司债务规模有所缩减，负债期限结构趋于合理，资产负债率持续下降，财务结构较为稳健。在房地产市场升温背景下，公司房地产项目去化速度加快，经营性现金流保持净流入状态，且其规模同比大幅增加，对即期债务的偿付保障能力有所提升。得益于债务规模收缩及期限结构调整，公司流动性增强。随着房地产项目建设的持续开展，以及应付债券的到期，公司未来尚有一定融资需求。

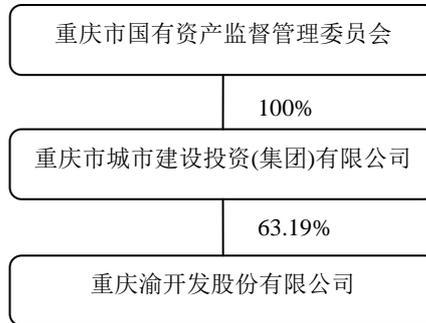
本期债券担保方重庆城投运营较为稳定，资本实力强，提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保依然有效。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）重庆市房地产市场政策风向及房价波动情况；（3）该公司房产项目销售去化及盈利

情况；（4）公司土地储备规模变化情况；（5）在建拟建项目投融资情况及资金平衡能力；（6）担保方重庆城投的信用质量变化。

附录一：

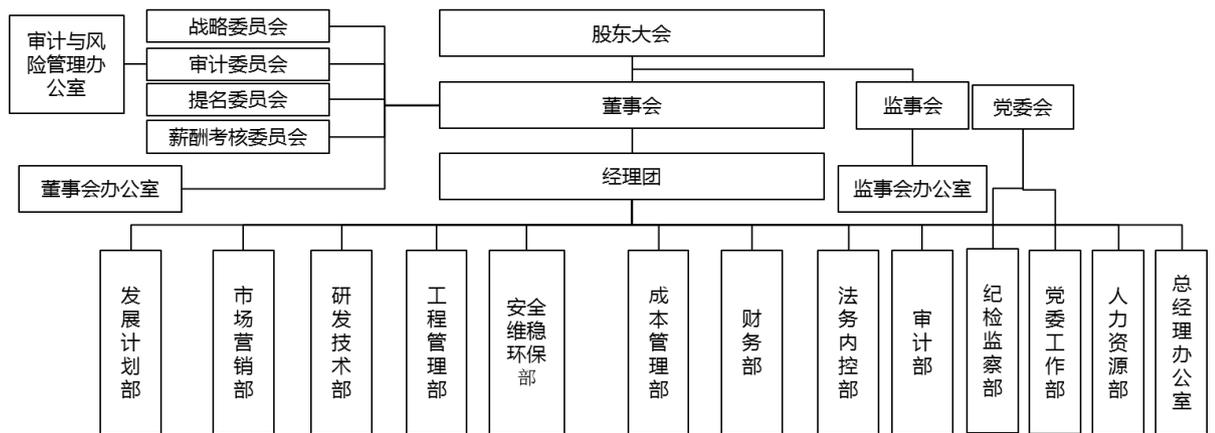
公司与实际控制人关系图



注：根据渝开发提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据渝开发提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业 务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)
重庆市国有资产监督管理委员会	重庆市国资委	集团最高层级法人实体	--	--	--	--	--	--	--	--
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	重庆城投	公司之控股股东	--	城市建设 投资	542.05	864.34	25.09	10.91	101.35	26.68
重庆渝开发股份有限公司	渝开发	本级	--	房地产	15.36	26.62	5.19	0.22	3.52	2.04
重庆渝开发新干线置业有限公司	新干线置业	子公司	95	房地产	--	1.14	0.08	-0.04	-0.02	0.04
重庆祈年房地产开发有限公司	祈年房地产	子公司	51	房地产	--	0.23	--	-0.001	-0.005	-0.001
重庆朗福置业有限公司	朗福置业	子公司	50	房地产	--	5.51	1.82	0.20	0.93	0.34
重庆捷兴置业有限公司	捷兴置业	子公司	60	房地产	--	3.84	1.68	0.18	1.35	0.25
重庆渝开发物业管理有限公司	渝开发物业	子公司	100	服务业	--	0.29	0.36	0.07	0.09	0.08
重庆道金投资有限公司	道金投资	子公司	97	投资	0.09	2.42	0.52	0.22	-0.001	0.52
重庆渝开发资产经营管理有限公司	渝开发资产	子公司	100	资产经营 管理	--	0.46	0.24	0.11	0.12	0.16
重庆国际会议展览中心经营管理有限公司	国际会展中心	子公司	100	服务业	0.05	2.40	0.89	0.03	0.03	0.05

注：根据渝开发 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	73.58	65.82	63.07	62.80
货币资金 [亿元]	6.49	9.80	11.99	12.08
刚性债务[亿元]	21.25	18.30	15.50	15.68
所有者权益 [亿元]	33.28	33.63	34.57	34.71
营业收入[亿元]	11.55	6.83	10.41	1.42
净利润 [亿元]	-1.01	0.77	0.98	0.09
EBITDA[亿元]	1.76	3.08	2.73	-
经营性现金净流入量[亿元]	0.47	2.17	6.03	0.14
投资性现金净流入量[亿元]	0.04	1.80	-8.34	-0.00
资产负债率[%]	54.76	48.91	45.19	44.74
权益资本与刚性债务比率[%]	156.65	183.73	223.01	221.30
流动比率[%]	191.55	321.05	349.68	361.95
现金比率[%]	24.84	61.81	87.38	91.63
利息保障倍数[倍]	0.40	1.43	2.04	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	1,574.82	3,226.69	1,695.51	-
毛利率[%]	23.21	34.97	24.33	23.47
营业利润率[%]	-5.94	13.86	12.71	4.71
总资产报酬率[%]	0.90	2.86	3.17	-
净资产收益率[%]	-3.00	2.31	2.89	-
净资产收益率*[%]	0.26	4.28	2.72	-
营业收入现金率[%]	73.55	118.85	97.84	107.13
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.74	10.31	40.76	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.21	10.96	-7.63	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.02	2.21	2.72	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.16	0.16	-

注：表中数据依据渝开发经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) + 365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。