

重庆渝开发股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

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(2020)100025】

评级对象：重庆渝开发股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

19 渝债 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AAA/2020 年 4 月 22 日

首次评级：AA/稳定/AAA/2019 年 3 月 25 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	10.06	12.20	12.00
刚性债务	15.36	14.84	13.53
所有者权益	26.62	28.17	30.98
经营性现金净流入量	3.52	3.39	1.59
发行人合并数据及指标：			
总资产	63.07	65.71	65.02
总负债	28.50	31.07	27.67
刚性债务	15.50	14.89	13.53
所有者权益	34.57	34.64	37.35
营业收入	10.41	5.40	8.66
净利润	0.98	0.44	2.72
经营性现金净流入量	6.03	5.29	1.62
EBITDA	2.73	1.78	4.71
资产负债率[%]	45.19	47.28	42.55
权益资本与刚性债务比率[%]	223.01	232.61	276.06
流动比率[%]	349.68	189.52	266.59
现金比率[%]	87.38	59.10	87.93
利息保障倍数[倍]	2.04	1.25	5.75
净资产收益率[%]	2.89	1.26	7.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.76	26.07	6.98
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.63	11.31	41.87
EBITDA/利息支出[倍]	2.72	2.00	6.72
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.12	0.33
担保方数据：			
	2016 年	2017 年	2018 年
总资产	1,500.75	1,547.55	1,574.71
营业收入	24.97	25.20	20.54
资产负债率[%]	51.93	43.87	40.15
经营性现金净流入量	8.91	69.33	68.38

注：根据渝开发经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算；担保方数据根据重庆城投经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“19 渝债 01”、本次债券）的跟踪评级反映了 2019 年以来渝开发在股东支持、财务结构及债券担保方面保持优势，在业务发展空间方面取得的积极变化，同时也反映了公司在市场地位和市场环境方面持续面临风险，在投融资方面面临的压力有所加大。

主要优势：

- **股东支持。**跟踪期内，控股股东重庆城投对渝开发的资金支持力度加大，2019 年末提供了 5 亿元的股东借款。
- **主业发展空间有所扩大。**跟踪期内，渝开发新开工房地产业务量较大，且于 2020 年初新增了土地储备，后续业务发展空间有所扩大。
- **财务结构保持稳健。**跟踪期内，渝开发刚性债务规模继续得到压减，资产负债率维持在较合理水平，财务结构保持稳健。
- **本次债券由重庆城投提供担保。**担保方重庆城投的股东背景良好，资本实力强，财务较为稳健，其为本次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：

- **市场地位有限。**渝开发房地产开发主业规模相对较小，市场地位有限，其现金流状况及经营业绩易受项目开发、销售及结转周期等因素影响，近年来波动较为明显。
- **区域集中度高。**渝开发房地产开发业务主要集中于重庆市，其经营状况易受区域内房地产政策及市场环境变化的影响。

- 后续投融资压力将加大。跟踪期内，渝开发项目开发规模明显扩大，在建拟建项目的后续投入以及新增土地储备等因素将使得其所面临的投融资压力加大。

➤ 未来展望

通过对渝开发及其发行的本次债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望维持稳定；本次债券由重庆城投提供全额无条件不可撤销连带责任担保，认为本次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



重庆渝开发股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照重庆渝开发股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“19 渝债 01”、本次债券）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 2019 年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。

该公司于 2019 年 4 月取得证监会关于公司注册发行本次债券的批复（证监许可[2019]794 号），本次债券于 2019 年 7 月成功发行，发行规模为 3.79 亿元人民币，债券期限为 3+2 年，附第三年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权。重庆市城市建设投资(集团)有限公司（简称“重庆城投”）为本次债券本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本次债券代码“SZ.112931”，发行利率为 3.95%。本次债券募集资金用于偿还债务。

截至 2020 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 7.09 亿元，付息情况正常。同期末，公司尚在存续期内的债务融资工具情况如图表 1 所示。

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	3.30 亿元/2016 年 11 月	付息正常
19 渝债 01	3.79	3+2 年	3.95	2019.07.16	3.79 亿元/2019 年 4 月	未到付息期

资料来源：渝开发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫

情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

（2）行业因素

2019 年我国房地产开发投资增速不减，但各地市场分化较明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度持续提升。短期看，新冠疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中东部地区¹增长 7.7%，中部地区²增长 9.6%，西部地区³增长 16.1%，东北地区⁴增长 8.2%。

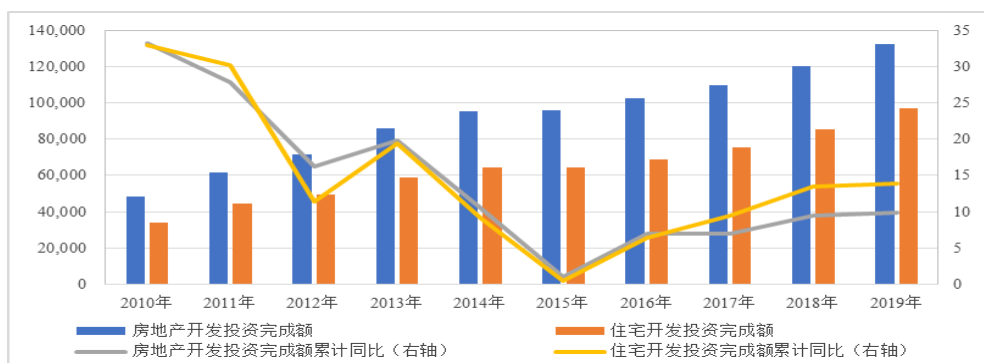
¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。

² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

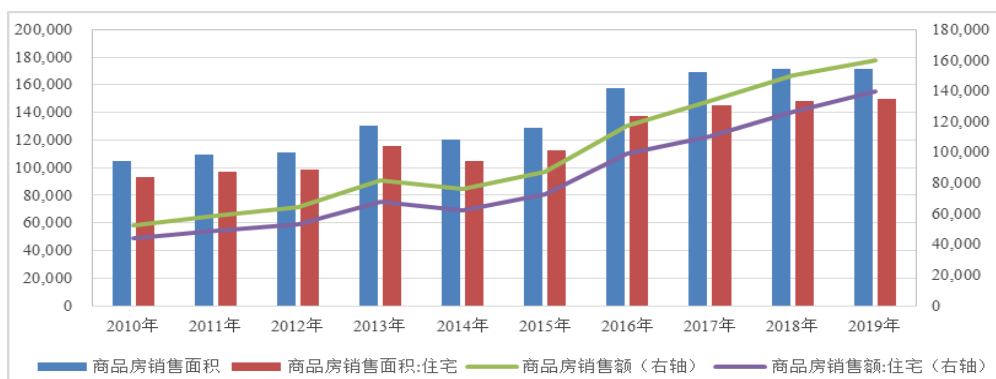
图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）



资料来源：国家统计局

⁵ 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资额为 21,963 亿元，同比下降 7.7%，降幅比 1-2 月份收窄 8.6 个百分点；全国商品房销售面积和金额分别为 21,978 万平方米和 20,365 亿元，同比分别下降 26.3%和 24.7%，降幅分别比 1-2 月份收窄 13.6 和 11.2 个百分点。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。同时，地方政府推地意愿更为强烈。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积（亿平方米）	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面构加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产中介机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度受部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价

及摇号等政策、多城落户政策放宽。但自 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

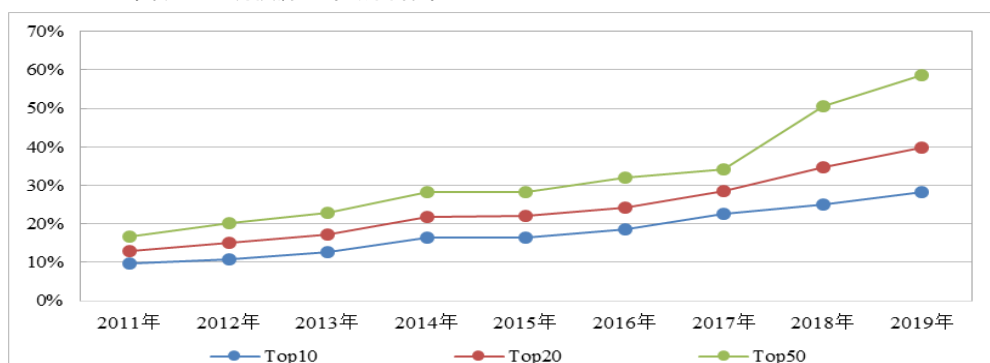
2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

针对新冠疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融

资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

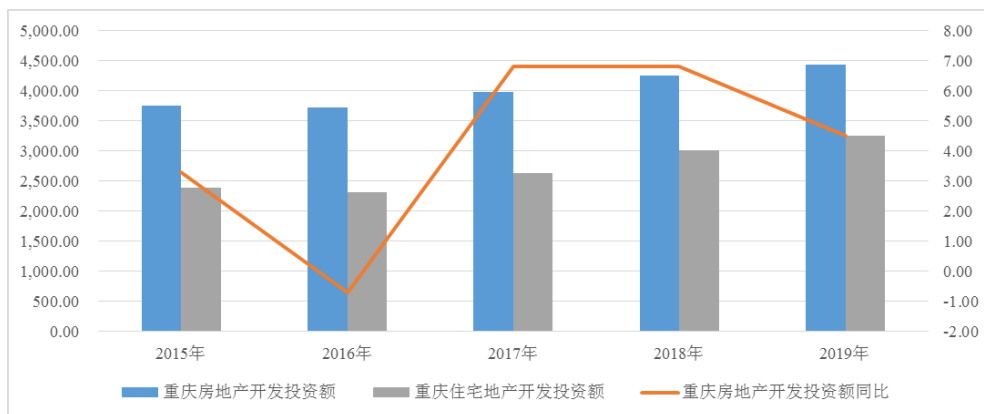
短期流动性压力上升。新冠疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

（3）区域市场因素

2019 年，重庆地区房地产开发投资增速同比有所下降，商品房成交量有所收缩，但商品住宅销售均价同比仍有所上涨，涨幅则有所收窄。2019 年重庆市土地市场先热后冷，全年看住宅用地价格涨幅较大，当年高溢价拿地项目盈利空间或受挤。

该公司房地产开发业务集中于重庆市。投资方面，重庆市房地产投资增速于 2016 年出现历史首次负增长，2017 年投资增速转正，2018 年增速维持，2019 年增速有所下降。根据 Wind 数据显示，2019 年重庆市房地产开发投资完成额为 4,439.30 亿元，同比增长 4.50%，增速下降 2.30 个百分点；其中住宅开发投资完成额为 3,246.77 亿元，同比增长 7.77%，较上年下降 6.63 个百分点。开发施工方面，2019 年重庆市新开工面积为 6,725.40 万平方米，同比减少 8.95%；其中住宅新开工面积 4,593.17 万平方米，同比减少 10.73%。当年房屋竣工面积为 5,069.17 万平方米，同比增长 24.14%；其中住宅竣工面积为 3,400.08 万平方米，同比增长 22.10%。

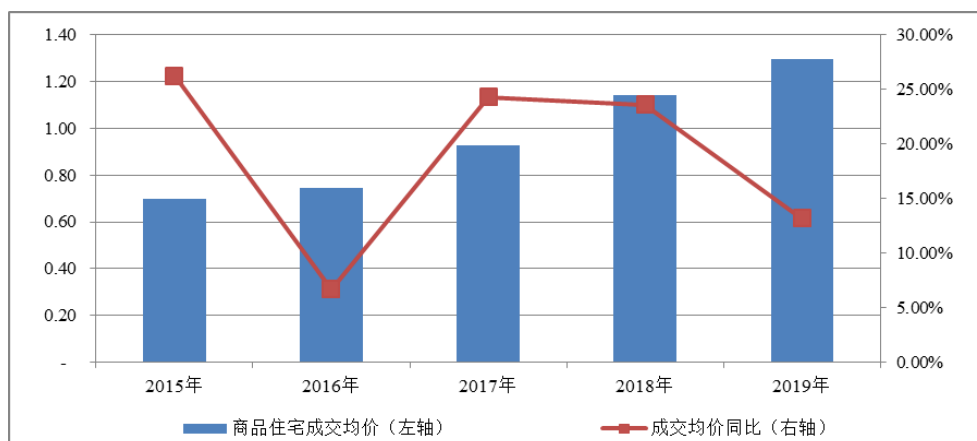
图表 6. 2015 年以来重庆房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

商品房交易方面，2019 年重庆市商品住宅交易量同比回落，但价格仍稳中有升。根据 Wind 数据显示，当年重庆市商品住宅成交面积为 2,338.95 万平方米，同比减少 15.27%；价格方面，2017-2019 年重庆市商品住宅成交均价分别为 0.92 万元/平方米、1.14 万元/平方米和 1.29 万元/平方米，由于以往年份房价基数较低，2016 年市场回暖以来价格提升较为明显，2019 年均价仍保持增长，但增幅较前两年有所收窄；2019 年，重庆市商品住宅成交量减价升情况下，成交金额为 3,024.70 亿元，同比微降 4.12%。

图表 7. 2015 年以来重庆市商品住宅成交均价走势（单位：万元/平方米）



资料来源：Wind

2019 年重庆市土地成交面积持续下降，但成交均价及土地溢价率同比有所上升。根据 Wind 数据，2019 年重庆市成交土地占地面积 3,456.36 万平方米，同比减少 1.42%；其中住宅用地占地面积为 1,169.76 万平方米，同比减少 1.07%。成交地块规划建筑面积为 5,535.83 万平方米，同比减少 3.88%；其中住宅用地建筑面积为 2,180.62 万平方米，同比减少 2.22%。整体看，当年土地成交量延续了 2014 年以来下降趋势。2019 年重庆市成交土地楼面均价为 2,137.20 元/平方米，同比提高 5.46%，平均溢价率为 12.97%，同比提升 3.66 个百分点；其中，住宅用地成交楼面均价为 4,379.79 元/平方米，同比提高 39.04%，平均溢价率为 15.32%，同比提升 3.49 个百分点。地价及溢价率的提高主要系上半年大型房企较集中补充土地储备所致。当年土地成交总价为 1,183.12 亿元，同比微增 1.37%；其中住宅用地成交总价为 955.06 亿元，同比大幅增加 35.96%。2019 年高溢价拿地项目的未来盈利空间或更易受挤压。

政策方面，2019 年重庆市持续推行房地产调控政策，主要对房产税、学区房进行了针对性的调整、管控。1 月，重庆住建委公告称自当年起主城区个人新购高档住房房产税纳税起征点由上年的 15,455 元/平方米调整为 17,630 元/平方米。4 月，重庆住建部下发《关于梳理别墅项目建设情况的通知》，暂停办理别墅项目预售许可及报送统计数据有关事项；5 月，重庆市教委公布政策，严禁民办学校招生与楼盘建设、销售挂钩；另外，重庆市对“四山”、“两江四岸”、“广阳岛”的土地实施严控，有效规划城市资源，也通过渝黔合作、西部陆海新通道等多项合作协议增强城市发展潜力。2020 年 1 月，中央提出“双城

经济圈”概念，谋划推动成渝地区建设，重庆城市价值不断凸显。

2020 年以来新冠疫情对重庆市房地产投资到位和商品房销售产生一定的负面影响。2020 年 1-2 月重庆市房地产开发投资完成额 286.09 亿元，同比减少 40.00%；商品住宅成交面积和金额分别为 100.70 万平方米和 234.08 亿元，同比分别减少 60.50%和 21.04%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主营业务仍以商品房开发销售为主，同时涉及物业租赁、隧道经营和物业管理等业务。2019 年因项目集中开工，房地产开发规模同比明显扩大。由于已开盘项目剩余可售部分规模不大，当年合同销售金额同比有所减少。公司计划新增土地储备，加之在建与拟建项目的持续推进，预计未来投融资压力将有所加大。公司收入波动较大，2019 年商品房销售结转收入同比大幅增长，其他业务收入保持相对稳定。因当年结转项目盈利空间较大，公司盈利规模同比有所扩大。

跟踪期内，该公司仍主要从事房地产开发与销售、存量商业及重庆国际会议展览中心（简称“会展中心”）的出租和运营管理。公司房地产开发项目仍集中在重庆市区域内，在重庆市内具备一定的品牌效应和市场认知度。开发业态仍以住宅为主，采用滚动开发模式。房地产开发业务核心驱动因素是土地储备，2017 年以来重庆市房地产市场升温，外地房企的涌入加剧区域竞争，土地价格走高，获取难度加大。但鉴于公司存量土地拿地时间较早，成本相对较低，当前土地储备仍较为充足，可保证未来数年业务开展需要。物业租赁业务方面，公司持有的租赁物业主要包括会展中心和开发项目配套商业等。因重庆市现有展览场馆规模及功能已基本饱和，受其他大型场馆冲击，公司会展中心持续面临一定同业竞争压力，公司正逐步探索差异化的发展路线。

图表 8. 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	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	重庆市	土地储备
物业租赁	重庆市	管理

资料来源：渝开发

该公司其他主营业务主要包括隧道经营和物业管理等。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 日与公司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，重庆城投每年按季向道金公司支付费用，近年来隧道经营业务运营稳定，2019 年获得运营收入 0.52 亿元。物业管理业务系公司房地产开发业务的配套服务，收入主要来源于公司开发项目物管费，规模较小，2019 年该业务实现收入 0.23 亿元，毛利率为-28.68%，因对自持及待售物业收取的管理费收入合并抵消致毛利率为负。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	10.41	5.40	8.66
其中：核心业务营业收入	9.64	4.62	7.87
在营业收入中所占比重（%）	92.61	85.63	90.85
其中：（1）商品房销售	8.38	3.33	6.60
在核心业务收入中所占比重（%）	86.92	72.02	83.89
（2）物业租赁	1.26	1.29	1.27
在核心业务收入中所占比重（%）	13.08	27.98	16.11
毛利率（%）	24.33	23.76	42.61
其中：（1）商品房销售（%）	23.91	21.19	47.56
（2）物业租赁（%）	24.01	25.26	25.17

资料来源：渝开发

该公司房地产业务规模相对较小，经营业绩易受主要项目的开发、销售与收入结转周期影响，受单个项目因素影响也较为明显。公司 2019 年确认营业收入 8.66 亿元，其中核心业务营业收入 7.87 亿元，同比增长 70.35%，仍以房地产开发销售业务为主。公司当年结转商品房销售收入 6.60 亿元，占核心业务营业收入的 83.89%；物业租赁（含房屋租赁和会展中心运营）收入为 1.27 亿元，占 16.11%。2019 年公司商品房销售毛利率为 47.56%，同比上升 26.37 个百分点，主要系因当年结转的格莱美城二期项目利润空间大；近年来物业租赁毛利率保持相对稳定，2019 年为 25.17%，同比微降 0.09 个百分点。

A. 商品房销售业务

图表 10. 公司房地产开发运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
房地产项目投资（亿元）	1.24	2.43	4.23
新开工面积（万平方米）	9.90	6.31	50.60
竣工面积（万平方米）	11.31	-	9.90
合同销售面积（万平方米）	12.68	9.62	4.53
合同销售金额（亿元）	7.75	7.42	4.23
合同销售均价（万元/平方米）	0.61	0.77	0.93

资料来源：渝开发

2019 年，主要因南樾天宸、贯金和府等项目开工，全年新开工面积达 50.60 万平方米，当年完成房地产项目投资 4.23 亿元，同比明显增加。全年公司合同销售面积和金额分别为 4.53 万平方米和 4.23 亿元，同比分别减少 52.91% 和 42.99%，主要系当年可售项目规模缩减所致；销售均价则同比增加 0.16 万元/平方米至 0.93 万元/平方米。公司当年主要在售项目为格莱美城三期，该项目合同销售面积和金额分别为 4.10 万平方米和 3.67 亿元。

图表 11. 公司近年来主要销售项目情况（单位：亿元、万平方米、万元/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	销售均价	累计回款金额
山与城一期	别墅、洋房住宅	2013	9.00	9.17	7.58	7.31	0.72	91%	0.96	7.27
山与城二期		2014	7.50	7.50	6.16	5.80	0.06	99%	0.94	5.80
山与城三期		2015	7.00	7.00	6.51	4.20	0.03	99%	0.65	4.20
格莱美城一期	高层住宅	2017	2.50	2.50	4.24	1.96	-	100%	0.46	1.96

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	销售均价	累计回款金额
格莱美城二期		2019	3.98	3.50	7.32	5.97	-	100%	0.82	5.94
格莱美城三期		2020	2.72	1.66	4.10	3.67	0.85	83%	0.90	3.23
星河 one 一期	别墅	2017	3.50	3.50	3.68	3.75	0.06	99%	1.02	3.75
合计	-	-	36.20	34.83	39.59	32.66	1.72	-	-	32.15

资料来源：渝开发（截至 2019 年末）

从具体项目看，山与城项目系该公司与上海复地投资管理有限公司（简称“上海复地”）合作开发，由项目子公司重庆朗福置业有限公司（简称“朗福置业”）实施。该项目坐落于重庆南山，一期及二期业态为别墅，三期为洋房，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，销售状况未达预期。2017 年以来受益于房地产市场升温，项目销售情况有所好转，至 2019 年末一至三期综合去化率已达 96%。截至 2019 年末，山与城一至三期累计投资 23.67 亿元，合同销售金额合计 17.31 亿元，按剩余可售面积及当前销售均价计算，上述三期项目收益难以覆盖前期投资。山与城 3.2 期 A 区计划于 2020 年 7 月开工。

格莱美城为高层住宅项目，开发主体为该公司本部。项目位于重庆西永，一期于 2016 年 1 月开始预售，已于 2018 年售罄并竣工交房；二期亦于 2018 年售罄。一期及二期实际投资 6.00 亿元，实现销售额及现金回笼 7.93 亿元，收益情况较好。三期于 2018 年 10 月开工，计划总投资 2.72 亿元，截至 2019 年末累计已投资 1.66 亿元，项目于 2019 年 5 月预售，截至当年末累计合同销售金额为 3.67 亿元，去化率 83%，销售情况较好。四期项目业态为商住楼，于 2019 年末开工，预计 2020 年 7 月预售。

星河 one 项目系该公司与上海复昭投资有限公司（简称“上海复昭”）的合作开发，由项目开发子公司重庆捷兴置业有限公司（简称“捷兴置业”）实施。项目涵盖叠拼、联排、商业等业态，一期于 2016 年 6 月开始预售，截至 2019 年末去化率已达 99%，但项目累计销售金额仅为 3.75 亿元，勉强覆盖投资。星河 one 二期于 2019 年 8 月开工建设，预计于 2020 年 5 月开盘。

图表 12. 截至 2019 年末主要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		
							2020 年	2021 年	2022 年
格莱美城三期	住宅	2.72	1.66	2018.10-2020.07	2019.05	5.01	1.00	0.79	-
格莱美城四期	商住	5.60	1.24	2019.12-2020.12	2020.07	9.19	1.50	2.00	0.86
星河 one 二期	住宅	3.17	1.53	2019.08-2021.08	2020.05	2.87	1.00	0.50	0.14
南樾天宸一期	住宅	7.40	2.58	2019.06-2021.06	2020.06	8.67	3.00	1.50	0.32
贯金和府一期	住宅	10.43	2.67	2019.12-2021.12	2020.09	13.93	3.00	2.50	2.00
在建小计:	-	29.32	9.68	-	-	39.67	9.50	7.29	3.32
南樾天宸二期	住宅	4.70	1.20	2020.10-2022.10	2021.07	9.10	0.40	1.20	1.80
山与城 3.2 期 A 区	商住	1.75	0.62	2020.07-2022.07	2021.05	2.90	0.26	0.50	0.37
拟建小计:	-	6.45	1.82	-	-	12.00	0.66	1.70	2.17
合计:	-	35.77	11.50	-	-	51.67	10.16	8.99	5.49

资料来源：渝开发

截至 2019 年末，除上述后期滚动开发项目外，该公司主要在建及拟建项目还包括贯金和府和南樾天宸；在建及拟建项目建筑面积合计 51.67 万平方米，预计总投资达 35.77 亿元，含拿地成本的已累计投资金额为 11.50 亿元，剩余待投资金额达 24.27 亿元，公司 2020-2022 年计划分别投资 10.16 亿元、8.99 亿元和 5.49 亿元。

图表 13. 截至 2019 年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	总建筑面积	剩余可开发建筑面积
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	52,803	6.02	2015	106D 房地证 2015 字第 00426 号	14.08	5.28
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	19.68	15.1
九龙坡区大渡口组团 K 分区 37-2/02 宗地	贯金和府	100	出让	26,111	11.28	2015	渝（2018）九龙坡区不动产权第 000243288 号	22.00	8.90
九龙坡区大渡口组团 K 分区 37-3/02 宗地	贯金和府	100	出让		5.19	2015	渝（2018）九龙坡区不动产权第 000243679 号	6.60	6.60
巴南区李家沱一鱼洞组团 F、J 分区 F5-2/03 号宗地	巴南依山郡	100	出让	2,134	0.20	2013	202D 房地证 2013 字第 00028 号	0.60	0.60
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	38,940	5.90	2013	201D 房地证 2013 字第 00586	19.90	19.90
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		
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	40,104	8.66	2010	106D 房地证 2011 字第 50028 号	62.40	62.40
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	-	-	-	160,092	76.11	-	-	145.26	118.78

资料来源：渝开发

土地储备方面，截至 2019 年末该公司存量土地均为 2015 年及以前年份摘得，宗地面积合计 76.11 万平方米，对应总建筑面积 145.26 万平方米，扣除已开发部分后剩余可开发建筑面积为 118.78 万平方米，土地储备较充裕，可满足未来几年的开发需要。另外，根据《关于授权公司经理团增加土地储备的议案》（详见公司第八届董事会二十六次会议及 2019 年第三次临时股东大会决议），公司经理团队自批准之日起至 2020 年末，可根据市场情况择机参与公开市场土地（招拍挂）竞买，竞买土地总价款控制在 30 亿元以内。公司已于 2020 年 1 月竞得重庆市北碚区蔡家组团地块，宗地面积为 19.24 万平方米，建筑面积 22.99 万平方米，成交总价为 14.73 亿元，截至目前土地出让金已支付。

因在售项目规模不大，该公司销售环节受 2020 年新冠疫情短期影响相对有限。但在建项目开复工有所延后，预售时间较之前规划亦有所延迟。整体看，公司 2019 年新开工规模大，加之新增土地储备因素，预计未来三年房地产投资规模将显著扩大。

B. 物业租赁业务

该公司物业租赁业务主要经营主体为重庆渝开发资产经营管理有限公司和重庆国际会议展览中心经营管理有限公司，前者主要负责房屋物业的租赁，后者主要负责会展中心的运营。

房屋租赁系该公司房地产开发业务的下游延伸，公司自持的房屋物业主要为开发建设的住宅项目配套的社区商业物业，截至 2019 年末总可出租面积约为 12 万平方米，除上城时代、凤天锦园和国汇中心出租率较低外，其他物业基本满租。

图表 14. 截至 2019 年末公司主要房屋物业租赁情况

项目	业态	总建筑面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	出租率 (%)	单位租金 (元/平方米/日)	2019 年租金 收入(万元)
橄榄郡	社区商业	0.42	0.42	100%	4.51	690.86
祈年悦城	社区商业	2.95	2.86	97%	0.79	825.70
上城时代	社区商业	2.15	1.24	58%	0.70	317.80
国汇中心	写字楼	1.31	0.97	74%	1.58	557.24
新干线大厦	社区商业	0.89	0.89	100%	2.21	717.42
凤天锦园	社区商业	0.39	0.28	72%	1.07	110.19
合计	-	8.11	6.66	-	-	3,219.21

资料来源：渝开发

该公司所持有的会展中心位于重庆市南岸区商业核心位置，于 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。会展中心总投资约为 12 亿元，总建筑面积达 17.33 万平方米，包括 1.50 万平方米的无柱式展厅及 33 间各种规格的会议室。自投入使用以来，主要用于举办各种政策性展览和会议。该公司与重庆市市级机关事务管理局于签署的《会展中心租赁框架协议》⁶自 2014 年到期以来，会展中心业务的发展主要依赖于该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。由于重庆区域内会展场馆规模及功能基本饱和，受重庆国际博览中心等其他大型场馆冲击，会展中心运营面临一定压力。2017-2019 年，会展中心场地利用率分别为 46.14%、43.81%和 40.38%，因展会规模缩减，场地利用率持续下降。

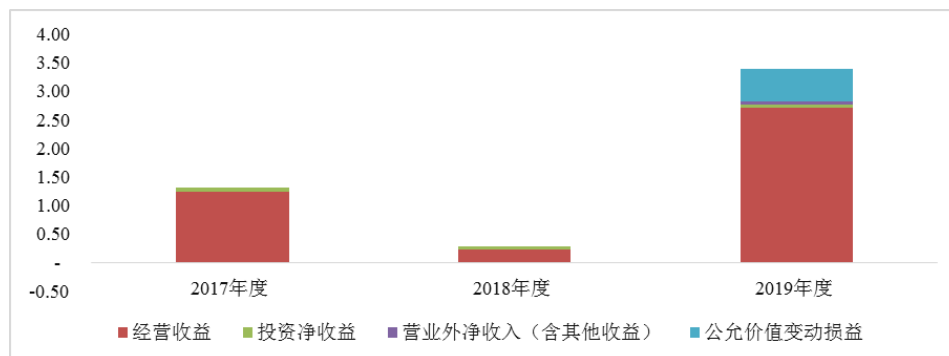
为应对政府承租协议到期及同业竞争，该公司探索走差异化的发展路线，通过提高会展产品的质量、丰富会展中心业态等方式，以期提升会展中心的运营效率和盈利能力。此外，公司还与重庆市商务委、重庆市南岸区人民政府、控股股东重庆城投（含渝开发）开展合作，共同出资设立重庆市（南岸）会展专项资金，以进一步做强做优会展业务；该专项资金专款专用，主要用于补贴在会展中心举办的重点项目、补贴对外招展引会和宣传推广以及补贴会展中心建设和软硬件设备更新。自会展专项资金成立以来，截至 2019 年末累计收到各出资方资金总额为 4,500 万元，累计使用 3,613.67 万元。

新冠疫情以来，该公司房屋物业出租率未受到重大影响，因减免部分租户租金，租赁收入同比有所减少。疫情对会展中心场馆使用率产生的负面影响相对较大，根据公司测算，2020 年第一季度场馆使用率仅 14.32%，同比下降近 20 个百分点。

⁶ 其中约定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。

(2) 盈利能力

图表 15. 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=营业总收入-营业总成本⁷

2017-2019 年，该公司分别实现营业毛利 2.53 亿元、1.28 亿元和 3.69 亿元。同期期间费用分别为 1.23 亿元、1.07 亿元和 1.14 亿元。2019 年因职工薪酬增加，公司管理费用同比增加 36.28%；因债务规模收缩，利息支出减少，财务费用同比下降 19.91%。同期公司期间费用率分别为 11.86%、19.81%和 13.13%，波动较大，主要因房地产销售收入结转波动所致。

2017-2019 年，该公司资产减值损失（含信用减值损失）分别为-0.11 亿元、-0.10 亿元和-0.07 亿元，主要系公司冲回以往计提的存货跌价准备及收回应收账款转回坏账准备所致。同期公司经营收益分别为 1.25 亿元、0.22 亿元和 2.70 亿元，因房地产项目收入结转等因素而大幅波动。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	10.41	5.40	8.66
营业毛利（亿元）	2.53	1.28	3.69
期间费用率（%）	11.86	19.81	13.13
其中：财务费用率（%）	5.43	8.86	4.43
全年利息支出总额（亿元）	1.00	0.89	0.70
其中：资本化利息数额（亿元）	0.27	0.21	0.16

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2017-2019 年，该公司确认的投资收益均为 0.06 亿元，系来自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；截至 2019 年末公司共持有 3,000 万股，持股比例为 0.26%）股票分红派息。同期，公司营业外净收入及其他收益合计金额分别为 0.006 亿元、0.15 亿元和 0.16 亿元，系所获政府补助。另外，2019 年公司持所有的重庆农商行股票由可供出售金融资产转入交易性金融资产计量，当年确认公允价值变动收益 0.57 亿元。

总体看，该公司盈利主要来自房地产主业，受自身业务规模较小及主要项

⁷ 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

目开发、销售及结转周期等影响大，经营业绩年度间波动较为明显。2017-2019 年公司净利润分别为 0.98 亿元、0.44 亿元和 2.72 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益	0.06	0.06	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	-	-	-
处置长期股权投资产生的收益	-	-	-
营业外净收入及其他收益	0.006	0.15	0.16

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

根据该公司估算，2020-2022 年房地产业务支出金额分别为 31.50 亿元、15.67 亿元和 10.21 亿元，每年营运资金需求净额均为 1.22 亿元。公司拟通过债务融资方式满足资金需求，融资净额分别为 21.07 亿元、10.50 亿元和 6.00 亿元。

图表 18. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度
房地产业务（亿元）	31.50	15.67	10.21
营运资金需求（净额，亿元）	1.22	1.22	1.22
融资安排（净额，亿元）	21.07	10.50	6.00
其中：债务类融资（亿元）	21.07	10.50	6.00

资料来源：渝开发

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定。2019 年重庆城投加大了对公司的资金支持力度。

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 2019 年末，重庆城投对公司持股比例为 63.19%；实际控制人仍为重庆市国有资产监督管理委员会。跟踪期内，公司组织架构、高管团队、管理制度等无重大变化。

关联交易方面，2019 年该公司向关联方购买隧道维护服务、接受保险、车库租赁、物业服务等产生的交易金额合计为 151.99 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、土地管护服务等产生的交易金额合计为 5,866.62 万元；公司因托管重庆城投相关资产而向后者缴纳经营收益 171.27 万元。公司 2019 年末应收关联方款项为 218.85 万元；应付关联方款项为 5.06 亿元，主要系重庆城投向公司提供 5.00 亿元借款所致，

重庆城投对公司的资金支持力度加大。

图表 19. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
关联采购	205.23	190.80	151.99
关联销售	6,690.75	5,810.76	5,866.62
关联应收款项	211.25	244.33	218.85
其中：应收账款	122.23	154.73	125.25
其他应收款	89.02	89.60	93.60
关联应付款项	714.04	706.06	50,605.41
其中：应付账款	100.72	31.24	162.75
其他应付款	613.32	674.82	50,442.66

资料来源：根据渝开所提供数据整理

根据所提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 10 日该公司本部无欠贷欠息事项。根据 2020 年 4 月 7 日的国家企业信用信息公示系统查询结果，公司本部及主要下属子公司无行政处罚、经营异常和严重违约的情形。

财务

跟踪期内，该公司财务结构保持稳健，债务期限结构有所改善。随着未来项目开发的持续推进，公司融资需求将增加，债务规模预计将扩张，财务杠杆将上升。2019 年公司经营性现金流维持净流入状态，但规模有所缩减。公司资产仍以流动资产为主，货币资金较为充裕。

3. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 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）及其他补充规定。

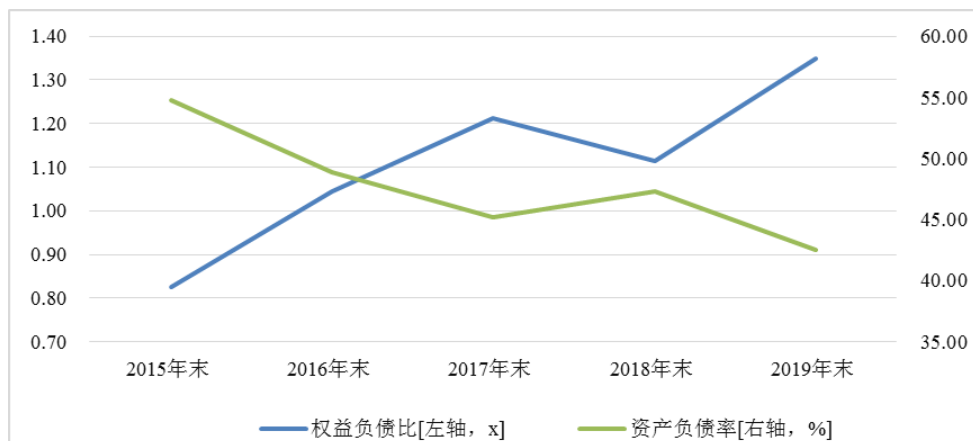
2017-2019 年，该公司合并范围未发生变化。截至 2019 年末，公司合并范围子公司共计 8 家。

该公司 2018 年度和 2019 年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《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）和《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）文件的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的 2018 年末和 2019 年末“其他应付款”均不包含“应付利息”和“应付股利”；将 2018 年度和 2019 年度财务报表中分别于“其他应付款”和“一年内到期的非流动负债”中列示的“应付利息”（金额分别为 0.27 亿元和 0.08 亿元）纳入刚性债务（其他短期刚性债务）核算。另外，本评级报告将 2019 年末“其他应付款”中重庆城投借款（金额为 5.01 亿元）纳入刚性债务（其他短期刚性债务）核算，故将相应金额从“其他应付款”余额中扣除后列示。

4. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



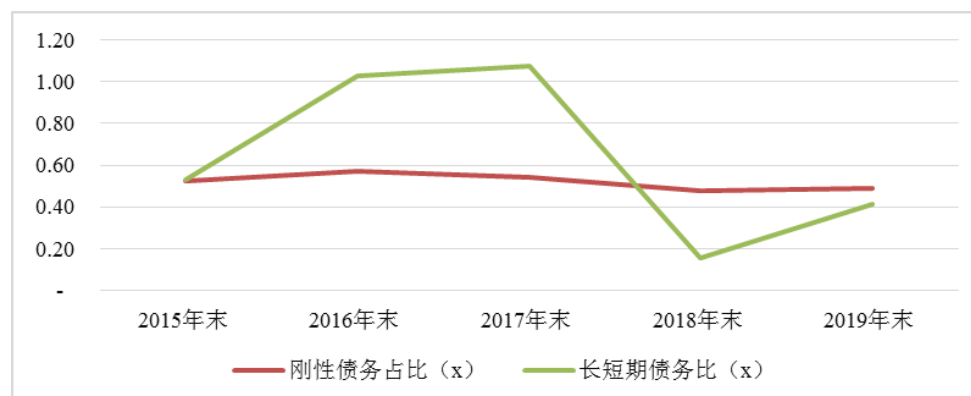
资料来源：根据渝开发所提供数据绘制。

2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 28.50 亿元、31.07 亿元和 27.67 亿元，所有者权益分别为 34.57 亿元、34.64 亿元和 37.35 亿元；同期末资产负债率分别为 45.19%、47.28%和 42.55%，其中 2019 年末资产负债率同比下降 4.73 个百分点，主要系因经营积累增加的同时，刚性债务及预收账款减少。总体而言，公司财务结构保持稳健，同期末权益资本与刚性负债比分别为 2.23、2.33 和 2.76，所有者权益对刚性债务的覆盖能力随着刚性债务的净偿还及经营积累的增加而持续提升。

该公司后续房地产开发投资规模较大，除销售回款外，资金缺口将主要通过增加债务融资满足，预计负债规模将扩大，财务杠杆将上升。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	15.50	14.89	13.53
应付账款 (亿元)	3.33	2.29	1.96

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
预收款项（亿元）	1.19	5.76	3.67
其他应付款（亿元）	7.42	7.36	7.27
刚性债务占比（%）	54.38	47.94	48.90
应付账款占比（%）	11.68	7.36	7.09
预收款项占比（%）	4.17	18.54	13.25
其他应付款占比（%）	26.03	23.71	26.28

资料来源：根据渝开发所提供数据绘制。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

负债构成方面，2019 年末该公司负债仍以刚性债务为主，占比为 48.90%；除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成，2019 年末分别为 1.96 亿元、3.67 亿元和 7.27 亿元。应付账款以尚未结算的工程款为主；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，其中应付项目合作方上海复地和上海复昭款项分别为 4.79 亿元（包括朗福置业财务资助款 1.90 亿元）和 1.36 亿元。

从负债期限结构来看，2017-2019 年末该公司长短期债务比分别为 107.81%、15.47%和 41.29%。2017 年末公司债务期限结构趋于长期；2018 年因 14 渝发债将于一年内到期转入流动负债科目，同时当年格莱美二期集中去化使得预收账款规模增加，以致当年末负债期限结构明显短期化；2019 年 14 渝发债到期，公司发行长期债券（19 渝债 01），且格莱美城二期、山与城二三期等项目结转致预收款项减少，当年末长短期债务比有所提升。

（3）刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	0.98	10.98	5.77
其中：短期借款	-	-	-
一年内到期长期借款	0.70	0.66	0.61
应付票据	0.01	0.08	0.07
其他短期刚性债务	0.27	10.25	5.09
中长期刚性债务合计	14.52	3.91	7.76
其中：长期借款	1.27	0.61	0.67
应付债券	13.25	3.30	7.09
综合融资成本（年化，%）	5.99	5.79	5.20

资料来源：根据渝开发所提供数据整理。

注：上表其他短期刚性债务包括一年内到期的应付债券和应付利息，2019 年末还包括股东借款。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 15.50 亿元、14.89 亿元和 13.53 亿元，刚性债务规模有所收缩。2019 年 14 渝发债到期偿付，另外公司收到重庆城投借款，综合影响下当期末其他短期刚性债务较上年末减少 5.16 亿元

至 5.09 亿元；当年公司成功发行 19 渝债 01，当年末应付债券较上年末增加 3.79 亿元至 7.09 亿元。2019 年末，公司中长期刚性债务占刚性债务总额的比重为 57.35%，较上年末提高 31.09 个百分点。自 2014 年首次发行债券以来，公司银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）规模明显收缩，直接融资占比大幅提升，2019 年末银行借款占刚性债务总额比重不足 10%，应付债券占比约为 50%，其余主要为股东借款。2017-2019 年末，公司银行借款余额分别为 1.97 亿元、1.27 亿元和 1.28 亿元，绝大部分为抵质押借款，少部分保证借款系公司本部为下属子公司融资做担保。融资成本方面，根据公司提供的数据显示，2017-2019 年末公司综合融资成本分别为 5.99%、5.79%和 5.20%，逐年递减。2019 年下降尤为明显，主要得益于当年发行的 19 渝债 01 票面利率较低。

图表 23. 公司 2019 年末借款及应付债券利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3 年及以上
4%以内	-	-	-	3.79
4%~5%（不含 5%）	5.00	3.30	0.60	-
5%及以上	0.61	0.01	0.06	-
合计	5.61	3.31	0.66	3.79

资料来源：渝开发

5. 现金流量

（1）经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入现金率（%）	97.84	188.68	82.24
业务现金收支净额（亿元）	6.16	5.46	1.45
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.13	-0.17	0.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.03	5.29	1.62
EBITDA（亿元）	2.73	1.78	4.71
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.12	0.33
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.72	2.00	6.72

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。

该公司房地产业务规模有限，受项目开发投入、销售及结转因素影响，近年来营业收入现金率及经营环节现金流相关数据波动较为明显。2017-2019 年公司营业收入现金率分别为 97.84%、188.68%和 82.24%，经营性现金流量净额分别为 6.03 亿元、5.29 亿元和 1.62 亿元，其中 2019 年同比缩减 69.34%，主要系当年销售回款减少且房地产开发支出增加较多。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2017-2019 年分别为 2.73 亿元、1.78 亿元和 4.71 亿元，同样受收入结转周期影响而波动较大。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
取得投资收益收到的现金	0.06	0.06	0.06
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	-0.11	-0.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-8.40	-1.87	10.64
投资环节产生的现金流量净额	-8.34	-1.93	10.67

资料来源：根据渝开发所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司投资性现金净流量分别为-8.34 亿元、-1.93 亿元和 10.67 亿元。2017 年呈大额净流出主要系办理大额定期存款所致，2019 年因收回到期的大额存单本金及利息，投资环节现金流回正且大幅增加。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	-0.17	-0.17	-0.02
债务类净融资额	-3.74	-1.56	-2.04
其中：现金利息支出	0.97	0.86	0.85
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.01	0.0004	-0.02
筹资环节产生的现金流量净额	-3.92	-1.73	-2.08

资料来源：根据渝开发所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司筹资性现金净流量分别为-3.92 亿元、-1.73 亿元和 -2.08 亿元，呈持续净流出状态。因支付现金分红，公司 2017-2019 年权益类净融资额分别为-0.17 亿元、-0.17 亿元和-0.02 亿元；同期债务类融资净额分别为-3.74 亿元、-1.56 亿元和-2.04 亿元，因偿还债务规模大于新增债务规模而持续为负。

6. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产	金额（亿元）	47.96	50.99	52.20
	占总资产比重	76.05%	77.60%	80.29%
其中：货币资金（亿元）		11.99	15.90	15.55
存货（亿元）		35.19	33.97	33.75

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末
非流动资产	金额（亿元）	15.11	14.72	12.81
	占总资产比重	23.95%	22.40	19.71
其中：固定资产（亿元）		7.25	6.98	6.72
可供出售金融资产（亿元）		1.38	1.10	-
投资性房地产（亿元）		2.93	3.22	3.11
无形资产（亿元）		3.27	2.98	2.69
期末全部受限资产账面价值（亿元）		9.29	7.13	13.29
受限资产账面价值/总资产		14.73%	10.85%	18.90%

资料来源：根据渝开发所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 63.07 亿元、65.71 亿元和 65.02 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比分别为 76.05%、77.60%和 80.29%。

2019 年末，该公司流动资产主要包括存货和货币资金。存货为 33.75 亿元（占资产总额的比重为 51.91%），同比减少 0.66%；其中开发成本为 26.30 亿元，开发产品为 7.47 亿元，当年末累计计提存货跌价准备 0.03 亿元。货币资金为 15.55 亿元（占资产总额的比重为 23.92%），同比减少 2.24%。当年末新增交易性金融资产 1.67 亿元，主要系因公司执行新金融工具准则，将所持的重庆农商行股权从可供出售金融资产科目调整至此科目核算所致。

2019 年末，该公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产和投资性房地产。固定资产为 6.72 亿元（占资产总额的比重为 10.34%），主要为公司自用房屋及建筑物，主要因折旧的计提而较上年末减少 0.29 亿元。无形资产为 2.69 亿元（占资产总额的比重为 4.14%），主要为隧道经营权及会展中心土地使用权。投资性房地产为 3.11 亿元（占资产总额的比重为 4.78%），均采用成本法计量，主要因折旧的计提而较上年末减少 3.29%。

2019 年末，该公司受限资产账面价值合计 13.29 亿元，较上年末增长 86.40%。其中受限货币资金为 0.21 亿元，系作为银行承兑汇票保证金、住房维修基金以及按揭保证金、会展专项补贴资金；固定资产和存货分别为 6.59 亿元和 6.49 亿元，主要作为借款抵押物而受限。整体来看，公司资产受限规模较小，对资产流动性的影响可控。

7. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	349.68	189.52	266.59
现金比率	87.38	59.10	87.93

资料来源：根据渝开发所提供数据整理。

2017-2019 年末该公司流动比率分别为 349.68%、189.52%和 266.59%，其中 2018 年末比率较低主要系因 14 渝发债将于一年内到期而调整至流动负

债所致。由于该公司流动资产中存货规模较大，且以开发成本为主，其变现能力易受开发进度、预售证获取及市场环境等多重因素影响。若剔除存货来看，公司货币资金较为充裕，对流动负债的覆盖程度高，2017-2019 年末现金比率分别为 87.38%、59.10%和 87.93%。另外，公司持有的港股上市公司重庆农商行 3,000 万股股票，变现能力亦较强，可作为流动性补充。

8. 表外事项

根据审计报告所载，2019 年 1 月 28 日北城致远集团有限公司申请仲裁，要求公司下属捷兴置业支付工程款，因双方就工程款金额存在争议，目前正在仲裁过程中。截至 2019 年末该公司未结案被诉案件（含往年结转）涉案金额共计 5,965.90 万元。另外，截至同期末公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供按揭贷款担保合计 4.15 亿元，该担保属于阶段性担保，代偿风险较小。

9. 母公司/集团本部财务质量

截至 2019 年末，该公司下属 8 家子公司中，除对朗福置业、捷兴置业及祈年房地产持股比例分别为 50.00%、60.00%和 51.00%以外，其余子公司持股比例均高于 90%。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。2019 年末，公司本部总资产为 53.75 亿元，主要包括 18.12 亿元的存货、12.00 亿元的货币资金、4.38 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）、9.01 亿元的投资性房地产及 8.07 亿元的长期股权投资；总负债为 22.77 亿元，主要包括 13.53 亿元的刚性债务、3.44 亿元的预收款项及 4.26⁸亿元的其他应付款；所有者权益为 30.98 亿元。2019 年公司本部实现收入 6.11 亿元，净利润 2.82 亿元；经营性现金净流量为 1.59 亿元。公司偿债资金主要来源于自身房地产项目去化现金流以及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东重庆城投资本实力雄厚，能够通过提供担保和拆借资金等形式给予公司支持。公司 2014 年以来发行的债券均由重庆城投担保，截至 2019 年末存续债券担保余额合计 7.09 亿元。同期末，重庆城投向公司拆借资金本金余额为 5.00 亿元。

⁸ 扣除重庆城投借款本息余额。

2. 金融机构支持

截至 2019 年末，该公司共获得银行授信 12.70 亿元，其中五大商业银行授信额度为 11.50 亿元（占总授信的比重为 90.55%）；已使用授信额度为 6.77 亿元。

图表 29. 金融机构的信贷支持

机构类别	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）	12.70	6.77	4.99%~5.39%	抵押
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）	11.50	6.17	5.23%~5.39%	抵押
其中：大型国有金融机构占比	90.55	91.14	-	-

资料来源：根据渝开发所提供数据整理（截至 2019 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 19 渝债 01：外部担保

本次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。

重庆城投为重庆市基础设施建设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、公租房建设及房地产开发等业务板块。近年来，重庆城投城市基础设施建设、路桥维护与管理、土地整治、公租房建设等业务运营稳定；市场化经营的房地产开发销售业务主要由该公司运营。

2016-2018 年，重庆城投分别实现营业收入 24.97 亿元、25.20 亿元和 20.54 亿元，略有波动；综合毛利率分别为 25.87%、40.24%和 41.91%，2017 年以来因退出储备油销售业务，毛利率明显上升。2016-2018 年年重庆城投净利润分别为 8.37 亿元、11.06 亿元和 5.12 亿元，由于主营业务公益性较强，盈利能力弱，利润主要来源于投资收益，同期分别为 17.30 亿元、5.06 亿元和 4.78 亿元。

2016-2018 年末，重庆城投实收资本为 200 亿元，未发生改变；所有者权益分别为 721.45 亿元、868.66 亿元和 942.41 亿元，主要因持续收到重庆市政府城建资金、项目资本金等专项拨款及土地出让金返还，其权益资本得到持续扩充。2016-2018 年末，重庆城投负债总额分别为 779.30 亿元、678.90 亿元和 632.30 亿元，负债规模持续缩减。为满足城市基础设施建设、公租房项目等对资金的长期需求，重庆城投主要通过发行中长期债券、长期借款的方式筹集资金，债务期限结构较为合理，2016-2018 年末长短期债务比分别为 229.32%、193.69%和 117.66%。同期，重庆城投资产负债率分别为 51.93%、43.87%和 40.15%，得益于资本的补充，资产负债率有所下降。

由于土地储备整治、房地产开发业务现金收支周期及往来款等多种因素影

响，重庆城投经营活动现金流量净额有所波动，2016-2018 年分别为 8.91 亿元、69.33 亿元和 68.38 亿元，其中 2017 年以来大幅增加主要系当期土地整治业务收到的政府返还资金较多所致。

重庆城投是经重庆市政府授权筹集、管理城市建设资金的国有专业投资公司，是重庆市主要的基础设施建设和投资主体，能够持续获得重庆市政府在项目投融资、债务偿还等方面的有力支持。重庆城投与多家银行保持了良好的合作关系，融资渠道畅通。截至 2019 年 3 月末，重庆城投获得银行授信额度合计 782.27 亿元，尚未使用额度 412.74 亿元。同时，重庆城投货币资金充足，可为其债务偿付提供一定程度的保障。

经新世纪评级信用评审委员会评定，重庆城投主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。[详见 2019 年 6 月 27 日出具的新世纪跟踪[2019]100698《重庆市城市建设投资（集团）有限公司及其发行的 14 渝城投 MTN001、15 渝城投 MTN001 与 16 渝城投 MTN001 跟踪评级报告》]

跟踪评级结论

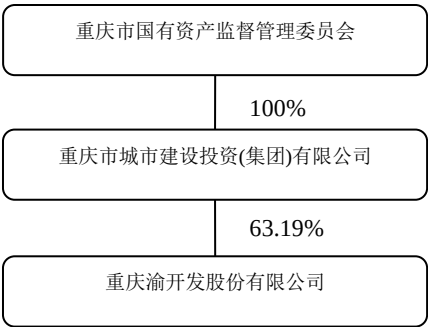
跟踪期内，该公司主营业务仍以商品房开发销售为主，同时涉及物业租赁、隧道经营和物业管理等业务。2019 年因项目集中开工，房地产开发规模同比明显扩大。由于已开盘项目剩余可售部分规模不大，当年合同销售金额同比有所减少。公司计划新增土地储备，加之在建与拟建项目的持续推进，预计未来投融资压力将有所加大。公司收入波动较大，2019 年商品房销售结转收入同比大幅增长，其他业务收入保持相对稳定。因当年结转项目盈利空间较大，公司盈利规模同比有所扩大。跟踪期内，公司财务结构保持稳健，债务期限结构有所改善。随着未来项目开发的持续推进，公司融资需求将增加，债务规模预计将扩张，财务杠杆将上升。2019 年公司经营经营性现金流维持净流入状态，但规模有所缩减。公司资产仍以流动资产为主，货币资金较为充裕。

本次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）新冠疫情对公司主营业务开展的影响；（4）公司拿地节奏和土地出让金支付计划；（5）在建拟建项目投融资、预售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：

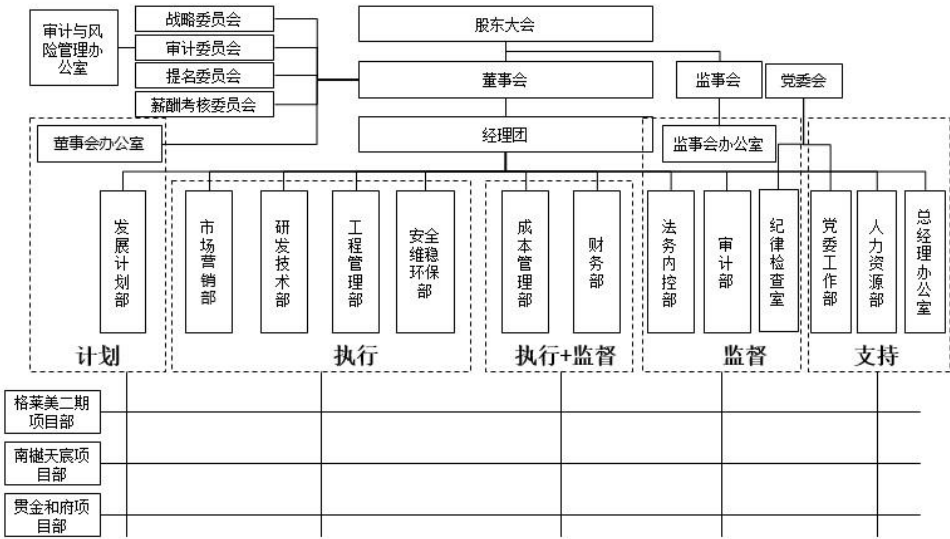
公司与实际控制人关系图



注：根据渝开发提供的资料绘制（截至 2019 年末）

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 2019 年末）

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	2019 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
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	2018 年（末）数据
重庆渝开发股份有限公司	渝开发	本级	-	房地产	13.53	30.98	6.11	2.82	1.59	母公司口径
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	-	0.93	0.07	0.02	0.03	
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	-	0.31	-	0.0004	0.002	
重庆朗福置业有限公司	朗福置业	子公司	50	房地产	-	5.68	0.48	0.09	0.07	
重庆捷兴置业有限公司	捷兴置业	子公司	60	房地产	-	4.13	0.49	0.07	0.15	
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	-	0.13	0.38	0.05	-0.07	
重庆道金投资有限公司	道金投资	子公司	97	投资	-	2.86	0.52	0.22	-0.13	
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	-	0.36	0.26	0.03	0.07	
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	-	0.29	0.86	0.07	-0.09	

注：根据渝开发 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	63.07	65.71	65.02
货币资金 [亿元]	11.99	15.90	15.55
刚性债务[亿元]	15.50	14.89	13.53
所有者权益 [亿元]	34.57	34.64	37.35
营业收入[亿元]	10.41	5.40	8.66
净利润 [亿元]	0.98	0.44	2.72
EBITDA[亿元]	2.73	1.78	4.71
经营性现金净流入量[亿元]	6.03	5.29	1.62
投资性现金净流入量[亿元]	-8.34	-1.93	10.67
资产负债率[%]	45.19	47.28	42.55
权益资本与刚性债务比率[%]	223.01	232.61	276.06
流动比率[%]	349.68	189.52	266.59
现金比率[%]	87.38	59.10	87.93
利息保障倍数[倍]	2.04	1.25	5.75
担保比率[%]	-	6.59	11.11
营业周期[天]	1,695.51	3,072.56	2,492.82
毛利率[%]	24.33	23.76	42.61
营业利润率[%]	12.71	8.02	39.68
总资产报酬率[%]	3.17	1.72	6.16
净资产收益率[%]	2.89	1.26	7.55
净资产收益率*[%]	2.72	0.84	8.44
营业收入现金率[%]	97.84	188.68	82.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.76	26.07	6.98
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.63	11.31	41.87
EBITDA/利息支出[倍]	2.72	2.00	6.72
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.12	0.33

注：表中数据依据渝开发经审计的 2017-2019 年审计报告数据整理、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：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	1,500.75	1,547.55	1,574.71
货币资金 [亿元]	140.39	156.00	159.06
刚性债务[亿元]	633.79	542.04	465.70
所有者权益 [亿元]	721.45	868.66	942.41
营业收入[亿元]	24.97	25.20	20.54
净利润 [亿元]	8.37	11.06	5.12
EBITDA[亿元]	19.99	26.72	18.79
经营性现金净流入量[亿元]	8.91	69.33	68.38
投资性现金净流入量[亿元]	-38.90	-84.04	-38.08
资产负债率[%]	51.93	43.87	40.15
长短期债务比[%]	229.32	193.69	117.66
权益资本与刚性债务比率[%]	113.83	160.26	202.36
流动比率[%]	188.72	186.99	143.99
速动比率 [%]	63.11	75.74	58.83
现金比率[%]	60.24	68.35	55.28
利息保障倍数[倍]	0.52	0.62	0.45
有形净值债务率[%]	108.51	78.43	67.25
担保比率[%]	-	-	-
毛利率[%]	25.87	40.24	41.91
营业利润率[%]	36.13	49.66	23.27
总资产报酬率[%]	1.22	1.25	0.75
净资产收益率[%]	1.22	1.39	0.57
净资产收益率*[%]	1.35	1.36	0.52
营业收入现金率[%]	184.33	192.62	217.93
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.27	29.64	26.22
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.18	9.51	10.43
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.36	-6.29	11.61
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.99	-2.02	4.62
EBITDA/利息支出[倍]	0.60	0.87	0.73
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.05	0.04

注：表中数据依据重庆城投经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录六：

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。