

重庆悦来投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4242号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆悦来投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆悦来投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 悦来投资 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年六月十八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

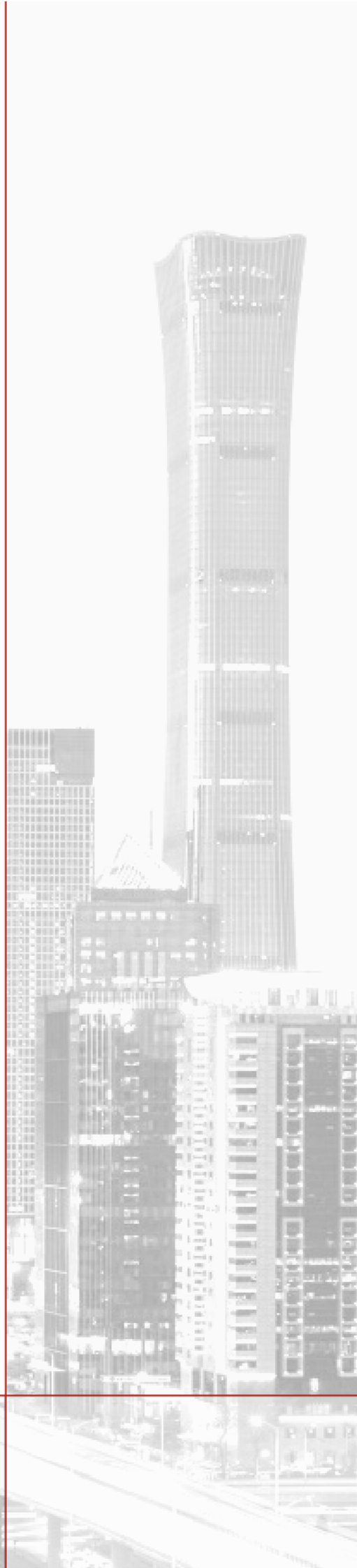
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



重庆悦来投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
重庆悦来投资集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/18
23 悦来投资 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，公司仍为重庆两江新区悦来片区最重要的土地一级开发和基础设施建设主体，区域内具备垄断优势；两江新区为重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，区域地位突出，外部发展环境良好。跟踪期内，公司土地一级开发收入确认模式变更为仅确认管理费收入，收入确认规模较小，但公司储备土地规模较大，出让及回款进度受土地市场行情和政府规划影响较大；随着悦来片区成熟度的提高，公司土地整理及相关基础设施建设进度放缓。会展及商业综合体等自营项目均未正式运营，未来收益实现有待观察。会展及酒店会议服务业务实现恢复性增长，成为公司重要收入来源。公司资产中土地开发投入、商业及住宅开发投入和酒店、会展中心等经营性房产规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司融资规模扩大，债务期限结构及债务指标表现良好，实际债务负担较轻；经营性房产的折旧对利润侵蚀明显，经营持续亏损，整体盈利指标表现弱。公司现金类资产对短期债务保障程度高，公司或有负债风险可控，间接融资渠道较为通畅。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在股权划转和财政补贴方面持续获得两江新区政府的有力支持。

评级展望

悦来片区定位为工业设计产业的核心承载地，公司作为悦来片区的城市运营者，未来将继续建设悦来国际会展城。随着存量土地的出让、会展及酒店会议服务业务的恢复、会展总部基地以及商业综合体等项目的投运，公司的经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司职能定位显著提升；公司获得大量优质资产注入，资本实力和盈利能力明显增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性下降，公司核心资产划出，政府支持程度减弱。

优势

- **外部发展环境良好。**两江新区为重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，区域地位突出。2023 年，两江新区直管区实现地区生产总值 2441.47 亿元，同比增长 6.5%；完成一般公共预算收入 121.81 亿元；一般公共预算收入实现正增长，财政收入质量良好，财政自给能力有所增强。
- **持续获得政府有力支持。**公司是重庆两江新区悦来片区最重要的土地一级开发和基础设施建设主体，持续得到政府在股权划转和财政补贴方面的有力支持。
- **会展及酒店会议服务业务实现恢复性增长。**2023 年，公司举办展览及会议数量、规模均有所增长，带动公司会展及酒店收入明显提高，上述业务板块能够为公司提供可观的利润与现金流。

关注

- **土地一级开发业务受政府规划和土地市场行情影响较大。**2023 年，公司土地一级开发收入确认模式变更为仅确认管理费收入，历史土地整治成本待政府回款冲抵。随着悦来片成熟度的提高，公司土地整理及相关基础设施建设进度放缓。公司储备土地规模较大，但出让及回款进度受土地市场行情和政府规划影响较大。
- **公司自营项目资金平衡情况有待观察。**公司会展总部基地以及商业综合体等项目均未正式运营，项目资金平衡依赖公司商业运营，未来收益实现有待观察。
- **公司经营持续亏损。**2021—2023 年，公司经营持续亏损，利润总额分别为-1.15 亿元、-2.56 亿元和-1.37 亿元。2023 年，公司期间费用中管理费用及销售费用分别占 71.07%和 31.66%，其中以酒店、会展中心等经营性房产为主的折旧与摊销 2.13 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aa	
外部支持调整因素：政府支持			+1	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

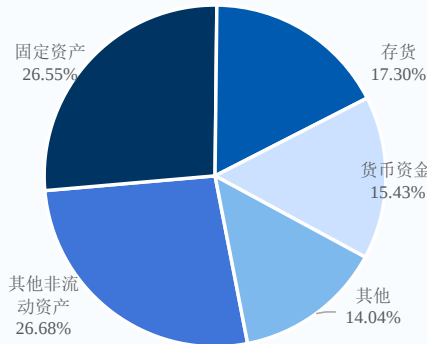
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	37.69	33.97	37.71	33.48
资产总额（亿元）	229.97	230.75	244.45	242.21
所有者权益（亿元）	163.68	161.17	155.62	154.94
短期债务（亿元）	6.66	8.71	3.18	0.20
长期债务（亿元）	31.97	30.53	54.72	58.98
全部债务（亿元）	38.63	39.24	57.90	59.17
营业总收入（亿元）	20.92	5.98	6.16	0.59
利润总额（亿元）	-1.15	-2.56	-1.37	-0.72
EBITDA（亿元）	1.37	-0.08	1.18	--
经营性净现金流（亿元）	-3.09	-1.37	-8.10	-5.04
营业利润率（%）	15.41	31.56	48.57	54.87
净资产收益率（%）	-0.73	-1.59	-0.95	--
资产负债率（%）	28.82	30.16	36.34	36.03
全部债务资本化比率（%）	19.10	19.58	27.12	27.64
流动比率（%）	861.55	737.31	620.36	1508.17
经营现金流动负债比（%）	-17.74	-6.65	-49.16	--
现金短期债务比（倍）	5.66	3.90	11.86	171.52
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	-0.09	0.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.28	-505.60	49.18	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	222.32	220.39	216.84	214.01
所有者权益（亿元）	158.72	156.40	141.98	141.43
全部债务（亿元）	37.67	35.76	46.63	46.61
营业总收入（亿元）	17.52	0.58	0.68	0.02
利润总额（亿元）	-1.23	-2.37	-1.82	-0.55
资产负债率（%）	28.61	29.04	34.52	33.92
全部债务资本化比率（%）	19.18	18.61	24.72	24.79
流动比率（%）	677.63	573.40	362.34	1260.01
经营现金流动负债比（%）	9.86	12.09	-18.74	--

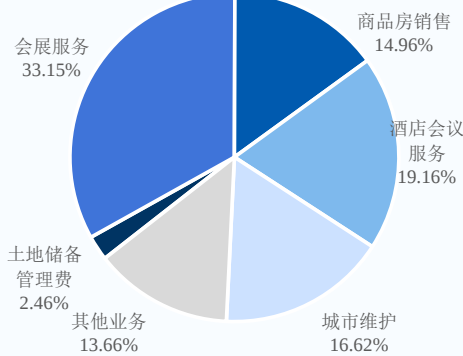
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度和提供数据整理

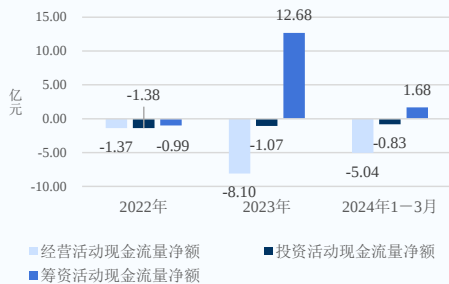
2023 年底公司资产构成



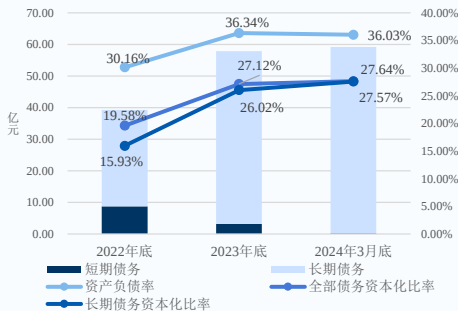
2023 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
23 悦来投资 MTN001	6.50 亿元	6.50 亿元	2028/05/23	调整票面利率，回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上表到期兑付日为不行权到期日

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 悦来投资 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/05/15	杨依水 孙 婧	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	全文阅读

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：孙 婧 sunjing1@lhratings.com

项目组成员：张 昶 zhangchang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 2010 年由重庆市地产集团出资组建，初始注册资本为 3.00 亿元。历经多次股权划转及增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 26.00 亿元，重庆两江新区管理委员会（以下简称“两江新区管委会”）持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司主要负责重庆市两江新区悦来片区的土地一级开发和基础设施建设业务，其业务涵盖基础设施建设、土地整理、商品房销售、酒店服务、会展服务等。跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设财务部（资本运营部）、经济运行部（招标采购部）、规划设计部（发展研究中心）等职能部门；合并范围内一级子公司 5 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 244.45 亿元，所有者权益 155.62 亿元；2023 年，公司实现营业总收入 6.16 亿元，利润总额-1.37 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 242.21 亿元，所有者权益 154.94 亿元；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.59 亿元，利润总额-0.72 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区悦来街道悦融一路 1 号；法定代表人：谢静。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，跟踪期内，公司已按期足额支付“21 悦来 01”“21 悦来 02”和“23 悦来投资 MTN001”的利息。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 悦来 01	15.00	15.00	2021/06/11	5 年
21 悦来 02	6.00	6.00	2021/06/11	5（3+2）年
23 悦来投资 MTN001	6.50	6.50	2023/05/23	5（3+2）年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

两江新区为重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，区域地位突出。2023 年，两江新区经济持续发展，一般预算收入实现正增长，财政收入质量良好，财政自给能力有所增强。

两江新区是重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，也是中国内陆第一个国家级开发开放新区，于 2010 年 6 月挂牌成立。两江新区位于重庆主城区长江以北、嘉陵江以东，包括江北区、北碚区、渝北区 3 个行政区部分区域，规划总面积 1200 平方公里，是统筹城乡综合配套改革试验的先行区、内陆重要的先进制造业和现代服务业基地、长江上游地区的金融中心和创新中心、内陆地区对外开放的重要门户和科学发展的示范窗口。

两江新区确立智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、新一代互联网及软件信息业 3 大主导产业，区域内落有长安汽车、赛力斯、京东方、万国半导体等行业龙头企业。2023 年，两江新区新能源汽车整车产量由上年 21.59 万辆增至 36 万辆，带动汽车产业实现产值 1847 亿元，同比增长 7.4%。

根据两江新区政府网站公开信息，2023 年两江新区全区实现 GDP4654.38 亿元，同比增长 5.5%，固定资产投资同比下降 5.8%，工业投资增长 6.0%。同年，两江新区直管区 GDP 增速高于重庆市平均水平（6.1%）；工业投资增长 15.8%，带动固定资产投资实现正增长。

图表 2 • 两江新区直管区主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	2270.79	2426.63	2441.47
GDP 增速（%）	11.8	3.6	6.5
固定资产投资增速（%）	5.1	-8.3	1.3
三产结构	0.9:43.2:55.9	0.9:46.3:52.8	0.9:43.1:56.0
人均 GDP（万元）	21.22	/	/

注：2021 年人均 GDP 由当年 GDP/两江新区第七次全国人口普查直管区常住人口计算；“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据两江新区 2023 年预算执行情况和 2024 年预算的报告，2023 年，两江新区全区一般公共预算收入 294.28 亿元，同比增长 11.9%；直管区税收收入增长 5%，带动一般公共预算收入实现正增长，财政收入质量良好，财政自给能力有所增强。2021—2023 年，直管区分别获得政府性基金上级补助收入 153.43 亿元、105.53 亿元和 61.43 亿元，受土地市场行情影响持续下降。截至 2023 年底，两江新区直管区政府债务余额 631.72 亿元，其中专项债务余额 621.11 亿元，一般债务余额 10.61 亿元，两江新区政府债务负担很重。

图表 3 • 两江新区直管区主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	129.03	111.42	121.81
一般公共预算收入增速（%）	2.4	-13.7	9.3

税收收入（亿元）	112.68	92.59	104.02
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	87.33	83.10	85.40
一般公共预算支出（亿元）	218.53	178.31	182.67
财政自给率（%）	59.04	62.49	66.68
政府性基金收入（亿元）	9.40	6.74	8.48
地方政府债务余额（亿元）	527.40	575.06	631.72

注：“/”表示数据未获取；自 2021 年起，两江新区新增国有土地使用权及城市基础设施配套费收入缴入市级金库
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

悦来国际会展城规划面积 18.67 平方公里，位于重庆两江新区核心腹地。悦来国际会展城作为重庆两江新区开发开放的核心平台，是构建具有国际竞争力和区域带动性会展经济产业生态圈的重要承载地，是首批国家绿色生态示范城区和首批国家级海绵城市试点区域，是重庆建设内陆国际会展名城和打造世界“设计之都”的核心承载地。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，公司作为重庆两江新区悦来片区最重要的土地一级开发和基础设施建设主体，在悦来片区基础设施建设领域具有垄断优势。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91500112554062000F），截至 2024 年 5 月 14 日，公司本部无不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事会成员发生变动，董事长由王菊梦女士变更为谢静女士。截至 2024 年 5 月底，公司董事会、监事会成员均到位。公司新增资金集中管理制度，对子公司的生产营运、项目资金等实行余额控制，超过余额部分归集至公司集中管理。整体看，公司领导层管理经验丰富，公司财务综合管控能力有所加强。

谢静女士，1975 年生，硕士学历；曾任重庆市外经贸委国际物流处处长、重庆两江新区贸易发展部部长、重庆两江新区现代服务业局局长、重庆两江新区产业发展集团有限公司副总经理，两江新区招商集团党总支书记、总经理；2024 年 2 月起任公司党委书记、董事长，两江新区招商集团党总支书记、总经理（兼）。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入及毛利率均有所增长，其中商品房销售收入大幅下降，会展及酒店会议服务收入占比过半。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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（%）
土地储备管理费	0.00	0.00	--	0.15	2.46	100.00	0.00	0.00	--
土地一级开发	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
商品房销售	2.42	40.53	40.24	0.92	14.96	56.23	0.04	6.43	32.46
会展服务	1.14	19.02	71.94	2.04	33.15	65.26	0.26	43.02	46.64
酒店会议服务	0.60	10.02	65.04	1.18	19.16	81.34	0.23	39.27	75.48

城市维护	0.84	14.07	6.48	1.02	16.62	11.33	0.07	10.97	29.45
其他业务	0.98	16.36	11.30	0.84	13.66	13.23	0.00	0.31	98.74
合计	5.98	100.00	39.27	6.16	100.00	51.77	0.59	100.00	55.33

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(1) 土地一级开发及基础设施建设业务

公司负责重庆市两江新区悦来片区的土地一级开发及基础设施建设工作，2023 年收入确认模式变更为仅确认管理费收入，历史成本待政府回款冲抵。随着悦来片区成熟度的提高，公司土地整理及相关基础设施建设进度放缓。公司储备土地规模较大，但出让进度及回款受土地市场行情和政府规划影响较大。

公司承担悦来片区 18.67 平方公里土地的一级开发及基础设施建设任务，公司每年根据片区发展需要，向两江新区管委会上报建设计划，并在得到两江新区管委会批复后开展相关项目建设，相关业务由公司本部负责。2021 年之前，根据公司与两江新区管委会签订的相关协议，公司将其负责的土地整理完成后移交给政府，土地由政府挂牌对外出让，两江新区财政局在收到土地出让金后，将土地成本（包括土地一级开发成本及基础设施建设成本）全额返还公司，剩余土地出让价款按规定提留后约 90% 返还公司。公司将土地整理成本返还金额和收益（即剩余土地出让价款提留后 90% 部分）的 55% 金额确认为土地一级开发收入，并将收益剩余的 45% 部分计入“资本公积”。根据渝两江财函〔2021〕17 号文件，2021 年悦来片区土地出让金 10% 上缴市政的政策到期后执行中心城区体制，土地出让金返还比例由 90% 调整至 28%，公司将土地整理成本返还金额和收益（即剩余土地出让价款提留后 28% 部分）确认为土地一级开发收入。2022 年，公司与两江新区土地储备整治中心（以下简称“土储中心”）签订《土地一级开发协议》，协议约定，公司可按照《关于主城区土地储备管理费计提标准的通知》（渝财建〔2022〕30 号）规定，每年度按实际发生土地一级开发费用计提土地储备管理费用并纳入土地成本列支，管理费最终以审计为准，与两江新区财政局办理结算。2022 年，公司未实现土地出让收入及管理费收入。2023 年，该项业务收入确认模式变更为仅确认管理费收入，历史土地整治及基础设施建设成本由存货调整至其他非流动资产核算，待土地出让后由政府回款冲抵。

截至 2023 年底，公司土地整治类项目计划总投资额 6.92 亿元，计划 2024 年投资 1.75 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司主要基础设施项目尚需投资 5.16 亿元，拟建项目多为计划于 2025 年开工的道路、管线等项目，计划总投资 11.42 亿元。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设起止时间	项目总投资	项目已投资	2024 年计划投资
悦来四小	2023/10 - 2025/08	2.88	0.58	1.00
悦来滨江路（创艺城段）	2022/09 - 2024/09	1.79	0.89	0.18
合悦路二期	2023/12 - 2025/12	1.03	0.27	0.10
多功能城遗址公园环境整治与设施完善项目	2023/04 - 2024/12	0.46	0.25	0.21
悦智路	2022/11 - 2024/12	1.64	0.65	0.49
合计	--	7.80	2.64	1.98

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司该项业务待回款金额约 10.77 亿元，账期在 2~3 年，回款进度受两江新区财政局资金安排影响较大；公司未结算的受托土地整治（含基础设施建设）成本约 65 亿元，可供出让土地面积约 1012 亩（其中居住用地 548 亩、商业用地 614 亩；剩余 850 亩尚未规划用途）。整体看，随着悦来片区成熟度的提高，公司土地整治及基础设施建设进度放缓；公司储备土地规模较大，但出让进度及回款受土地市场行情和政府规划影响较大。

图表 6 • 截至 2024 年 3 月底公司土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
会展城	290.00	272.47
生态城	70.00	69.07
创艺城	140.00	91.48
合计	500.00	433.02

注：项目总投资和已投资包含土地一级整理及基础设施建设投资
资料来源：公司提供

(2) 房地产开发

公司住宅销售已接近尾声；会展总部基地以及商业综合体等项目均未正式运营，公司资本支出压力尚可，项目资金平衡依赖公司商业运营，未来收益实现有待观察。

公司房地产开发业务主要由子公司重庆悦瑞文化旅游发展有限公司（以下简称“悦瑞文旅”）和重庆悦来兴城资产经营管理有限公司（以下简称“兴城资产”）负责。房地产开发业务采用市场化运作模式，由子公司通过“招拍挂”方式取得土地进行开发。开发后的住宅参照市场价格进行定价，并直接对外销售获取收益，开发后的商业以出租等方式实现资金平衡。

跟踪期内，公司商品房销售收入主要来自新悦佳苑安置房项目转商品房销售部分，当年收入均已实现回款。截至 2024 年 3 月底，公司无拟建住宅开发业务，住宅销售业务已接近尾声。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在售住宅项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	项目总投资	项目已投资	可销售面积	已销售面积	2023 年销售收入
嘉悦江庭项目	50.68	29.59	29.59	49.96	37.62	0.03
新悦佳苑安置房项目	9.61	3.22	3.22	安置面积：2.59 市场销售面积：6.74	2.59 4.80	0.89
合计	60.29	32.81	32.81	57.35	45.01	0.92

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，由悦瑞文旅负责建设的悦来会展总部基地（悦来中心）已竣工，总投资 16.20 亿元，正在进行前期招商和运营工作；公司主要在建房地产项目 2024 年计划投资 6.90 亿元，资金来源均为自筹。整体看，公司资本支出压力尚可，项目资金平衡依赖公司商业运营，未来收益实现有待观察。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	计划建设起止时间	项目简介	项目总投资	项目已投资	2024 年计划投资
设计公园创新基地	兴城资产	2023/03 – 2025/05	展示中心、创新孵化中心、研究院、总部办公、服务中心、人才中心	8.71	3.45	2.20
悦来汇	悦瑞文旅	2021/06 – 2024/10	商务办公、购物餐饮、休闲娱乐、生态游玩、艺术体验等功能于一体的都市生态艺术商业综合体	20.35	8.92	3.70
悦来庄稼	悦瑞文旅	2022/03 – 2024/12	文化艺术街区、文化特色展馆、公益区等业态于一体的艺术设计微度假目的地、工业遗址保护展示区、创意设计产业聚集地	13.07	4.07	1.00
合计	--	--	--	42.13	16.44	6.90

注：项目总投资视项目实际进展或进行增加或缩减；项目已投资为财务口径，工程实际进度快于列示金额
 资料来源：公司提供

(3) 会展及酒店会议服务

2023 年，随着公共卫生事件影响消退，会展及酒店会议服务业务实现恢复性增长。公司举办展览及会议数量、规模均有所增长，带动酒店住宿、餐饮收入明显提升，已成为公司重要的收入来源，能够为公司带来可观的利润与现金流。

① 会展服务

公司会展业务由子公司重庆国际博览中心有限公司（以下简称“国博公司”）负责，主要负责重庆国际博览中心（以下简称“国博中心”）的运营。国博中心项目总投资约 72 亿元，主要包括展馆、会议中心、多功能厅以及沿江台地及附属用房，建筑面积共 60.20 万平方米，其中，展馆部分建筑面积 42.70 万平方米；多功能厅及重庆悦来国际会议中心建筑面积各约 8 万平方米；沿江台地及附属用房 3.40 万平方米。此外，国博中心室外展场面积 20.00 万平方米。2013 年 3 月，国博中心投入运营。会展业务的盈利来源于展会场地收入、服务收入、广告收入以及相关商业配套收入。2023 年，公司举办展览规模增大，首次引进展会比例为 44%，会展服务收入同比增长 79.51%，毛利率基本稳定。

图表 9 • 公司 2023 年主要展览情况

时间	展览
4 月	中国高等教育博览会、2023 中国零售业博览会、2023 年中国医学装备大会暨中国医学装备展览会
5 月	第五届中国西部国际投资贸易洽谈会
7 月	第十四届中国奶业大会

8 月	2023 中国国际智能产业博览会
9 月	中华医学会呼吸病学年会

资料来源：公司提供

② 酒店会议服务

公司酒店会议服务业务主要由子公司重庆悦来两江国际酒店会议管理有限公司（以下简称“酒店公司”）负责，收入主要来自于温德姆酒店和重庆悦来国际会议中心的运营。重庆悦来国际会议中心总建筑面积 8.20 万平方米，会议中心内设有面积 5200 平方米的超级宴会厅 1 个，1000 平方米以上的超大型会议厅 3 个、50~350 平方米会议室 28 个。温德姆酒店于 2014 年 10 月正式运营，建筑面积 5.50 万平方米，拥有客房 400 间，为悦来国际会议中心以及悦来片区国际博览中心举办大型商务会务接待的五星级配套酒店。

2023 年，公共卫生事件影响消退，酒店会议服务业务实现恢复性增长。重庆悦来国际会议中心举办会议场次大幅增加，同时带动公司酒店住宿、餐饮收入增长。当年业务收入同比增长 97.07%，毛利率增加 16.30 个百分点。

（4）其他业务

公司其他业务主要为城市维护，主要由子公司兴城资产负责运营，主要负责悦来片区商业资产和物业管理、贸易购销等经营工作。截至 2024 年 3 月底，公司城市维护面积 481 万平方米，主要为市政环卫保洁、园林绿化养护、市政设施维护等。2023 年之前，由两江新区管委会按实际发生额拨付城市维护费用；2023 年，资金拨付主体为两江新区管委会或渝北区待明确，故未收到城市维护资金。截至 2024 年 3 月底，城市维护业务收入未回款金额为 35846.01 万元。

2 未来发展

悦来片区定位为工业设计产业的核心承载地，公司作为悦来片区的城市运营者，未来将继续建设悦来国际会展城，紧扣会展主责主业，做大做强会展经济。按照产业发展定位，协调关联产业发展，注重国际商务、会议展览、文化创意、生态宜居和休闲娱乐相结合，通过产业发展带动城市发展。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年度财务报告，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2023 年，公司合并范围新增一级子公司重庆两江新区文化传媒集团有限公司（以下简称“传媒公司”），系两江新区管委会无偿划入。2024 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 5 家。2023 年，公司作出会计差错更正，将受托整治成本调整计入其他非流动资产，由此影响，公司调增期初其他非流动资产 58.76 亿元，调减期初存货 58.76 亿元；2024 年一季度财务报表中，公司未对受托整治成本进行调整，仍计入存货。整体上看，公司合并范围变化子公司规模小，前期差错更正为报表内记账科目调整，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

2023 年，公司资产规模有所增长，主要系土地一级开发业务持续投入所致；公司资产中土地一级开发投入、商业及住宅开发投入和酒店、会展中心等资产规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

图表 10 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	151.29	65.56	102.16	41.79	162.70	67.17
货币资金	33.97	14.72	37.71	15.43	33.48	13.82
应收账款	16.77	7.27	15.04	6.15	11.06	4.57
其他应收款	0.29	0.12	5.20	2.13	8.99	3.71
存货	98.71	42.78	42.29	17.30	106.85	44.11

非流动资产	79.46	34.44	142.29	58.21	79.51	32.83
固定资产	65.74	28.49	64.90	26.55	64.40	26.59
其他非流动资产	0.00	0.00	65.21	26.68	0.00	0.00
资产总额	230.75	100.00	244.45	100.00	242.21	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

2023 年底，公司资产规模有所增长，主要系受托整治土地持续投入及应收土地整治款增长所致。截至 2023 年底，公司货币资金主要由银行存款构成，其中受限金额为 0.24 亿元，系尚未结案的合同纠纷导致司法冻结，货币资金使用受限规模较小。公司应收账款较上年底下降 10.33%，系两江新区财政局回款所致；公司应收账款主要为应收两江新区财政局的土地一级开发工程款及城市维护业务款（占 97.38%），集中度很高；应收账款账龄集中在 2 至 3 年，因地方政府财政承压，账龄有所延长；公司对应收账款累计计提坏账准备 555.12 万元。公司其他应收款较上年底增加 4.89 亿元，主要系公司退地¹后新增对土储中心的应收土地款（5 亿元）；其他应收款账龄集中在 1 年以内，账龄较短。公司存货较上年底下降 57.15%，其他非流动资产大幅增长，主要系公司将受托土地整治成本调入其他非流动资产中核算所致；存货主要由开发成本 36.66 亿元（主要为产业、商业及住宅开发投入）、开发产品 6.65 亿元（商品房）构成。公司固定资产较上年底下降 1.27%，变化较小，主要系折旧所致，固定资产主要由 63.69 亿元的酒店、会展中心等经营性房产构成。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅下降，公司未对受托整治成本进行调整，仍计入存货。截至 2024 年 3 月底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例较低。

图表 11 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（万元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2392.99	0.10%	司法冻结
存货	155894.94	6.44%	借款抵押
无形资产	3724.13	0.15%	借款抵押
合计	162012.06	6.69%	--

资料来源：公司提供

（2）资本结构

2023 年底，由于经营亏损以及公司按规定上缴利润，公司所有者权益有所下降；需关注公司经营亏损导致未分配利润持续下滑。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底下降 3.44%，主要系经营亏损以及按规定上缴利润所致。截至 2023 年底，公司实收资本 26.00 亿元，保持稳定。公司资本公积较上年底增长 0.31%，系两江新区管委会将传媒集团 100%国有股权无偿划转至公司所致，此外，公司进行前期差错更正，将拨付给兴城资产的水利专项资金抵消，调减期初资本公积 600 万元，调增期初长期应付款 600 万元。公司未分配利润较上年底下降 16.02%，主要系 2023 年经营亏损 1.48 亿元以及国有资本上缴利润 4.00 亿元所致。

2024 年 3 月底，由于经营持续亏损，公司所有者权益较上年底进一步下降 0.44%。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	26.00	16.13	26.00	16.71	26.00	16.78
资本公积	92.85	57.61	93.15	59.85	93.19	60.14
未分配利润	36.42	22.60	30.58	19.65	29.87	19.28
所有者权益合计	161.17	100.00	155.62	100.00	154.94	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

¹ 该地块原计划用于建设智博村会展服务综合体，项目原规划与悦来中心及悦来汇业态有所重合，故而退地处理；退地款项待土地再次出让后返还公司

2023 年底，公司融资规模扩大，负债总额有所增长；债务期限结构及债务指标表现良好，实际债务负担较轻，集中偿付压力不大。

图表 13 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

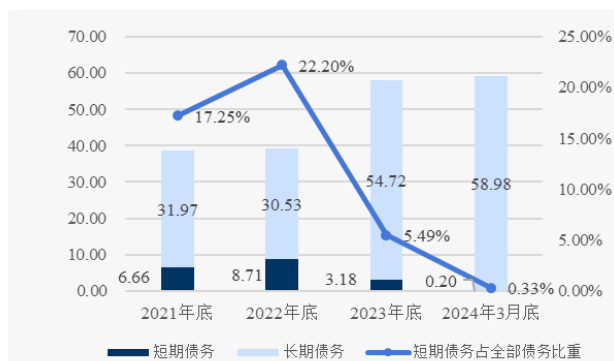
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	20.52	29.49	16.47	18.54	10.79	12.36
短期借款	4.20	6.04	0.20	0.22	0.20	0.22
其他应付款	3.67	5.27	3.78	4.26	4.00	4.58
一年内到期的非流动负债	4.51	6.48	2.98	3.36	0.00	0.00
其他流动负债	5.70	8.18	6.25	7.03	4.04	4.63
非流动负债	49.07	70.51	72.36	81.46	76.47	87.64
长期借款	9.52	13.68	27.23	30.65	30.82	35.32
应付债券	20.99	30.17	27.49	30.95	28.15	32.26
专项应付款	17.94	25.77	17.03	19.17	16.75	19.19
负债总额	69.59	100.00	88.83	100.00	87.26	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

2023 年底，公司负债总额较上年底增长 27.65%，主要系长期借款和债券融资规模扩大所致。截至 2023 年底，公司经营性负债规模较小，主要体现在同土储中心及区域国有企业的往来款、保证金形成的其他应付款，受托土地整治预估成本构成的其他流动负债以及为地方重大项目取得的专项应付款。

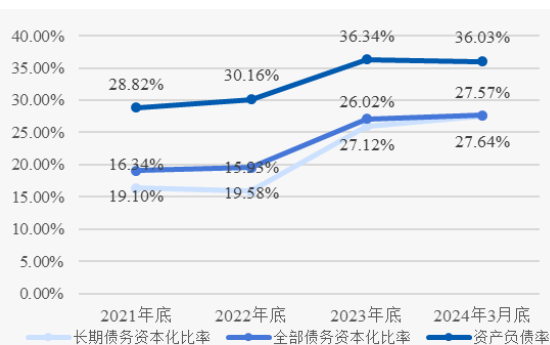
有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务 57.90 亿元，其中短期债务 3.18 亿元，公司长期债务占比高，融资渠道以银行借款和债券融资为主，占比分别为 51.37%和 48.61%，公司债务期限结构良好，对债券融资依赖程度较高；公司银行借款融资成本集中在 3.35%~3.90%，发行债券成本集中在 3.40%~4.50%。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底小幅增长。从债务指标来看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所提高。整体看，公司实际债务负担较轻。

图表 14 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

从债务期限分布看，公司债务期限结构以长期为主，集中偿付压力不大。

图表 16 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额 (亿元)	8.44	3.89	22.67	23.42	58.43
占有息债务的比例 (%)	14.44	6.66	38.80	40.08	100.00

注：上表假设“21 悦来 02”及“23 悦来投资 MTN001”于行权日全额回售；上表合计数与全部债务差异系公司 2024 年一季度应付债券统计数据含利息所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 盈利能力

公司会展和酒店相关服务收入规模增长，带动整体营业利润率快速提升，但经营性房产的折旧对利润侵蚀明显，年度经营亏损，整体盈利指标表现弱。

2023 年，公司营业总收入同比增长 3.02%，主要系会展和酒店相关服务收入较快增长所致，随着毛利率较高的服务类业务收入占比扩大，公司营业利润率快速提升，但营业利润无法覆盖期间费用，导致年度经营亏损。公司期间费用中管理费用及销售费用分别占 71.07%和 31.66%，其中以酒店、会展中心等经营性房产为主的折旧与摊销 2.13 亿元。

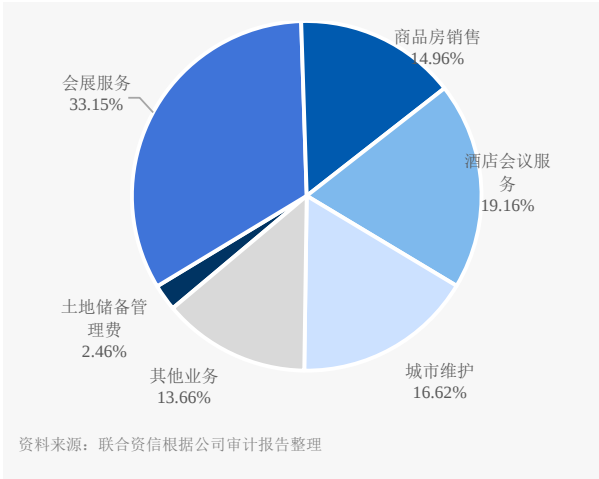
非经常性损益方面，2023 年获得会展补贴、产业园补助资金等合计 0.23 亿元，2023 年取得资产处置收益 0.42 亿元，对公司利润形成一定补充。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	5.98	6.16	0.59
营业成本	3.63	2.97	0.27
期间费用	4.56	4.94	1.07
其他收益	0.31	0.23	0.03
利润总额	-2.56	-1.37	-0.72
营业利润率	31.56	48.57	54.87
总资本收益率	-1.19	-0.64	--
净资产收益率	-1.59	-0.95	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 18 • 2023 年公司营业收入构成



（4）现金流

2023 年，受土地整治垫资以及项目投入规模较大影响，公司经营性现金流持续净流出。公司投资活动现金流规模较小。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模大，公司对外部融资需求大。

图表 19• 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	16.88	12.76	1.03
经营活动现金流出小计	18.25	20.86	6.07
经营活动现金流量净额	-1.37	-8.10	-5.04
投资活动现金流入小计	0.00	1.10	0.18
投资活动现金流出小计	1.38	2.17	1.01
投资活动现金流量净额	-1.38	-1.07	-0.83
筹资活动现金流入小计	6.78	30.98	2.13
筹资活动现金流出小计	7.76	18.30	0.45
筹资活动现金流量净额	-0.99	12.68	1.68
现金收入比（%）	148.36	127.87	116.06

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

经营活动方面，公司经营活动现金流量以经营业务款项收支和往来款为主。2023 年公司销售商品、接受劳务收到的现金 7.88 亿元，同比下降 11.21%，导致公司现金收入比进一步下滑，但整体上看，公司收现质量较高。同期，受土地一级开发业务模式变化影响，2023 年公司土地整治垫资支出计入支付其他与经营活动有关的现金，该项支出规模较大导致经营活动现金缺口明显扩大。

公司投资活动现金流入规模较小。2023 年，公司支付方舱投资款等其他与投资活动有关的现金 1.18 亿元，公司投资活动现金持续净流出。公司筹资活动前现金流量净额持续为负，2023 年资金缺口扩大至 9.16 亿元。

从筹资活动来看，2023 年，为应对筹资活动前资金缺口扩大和集中偿债压力，公司筹资活动现金流入量大幅增长，主要为银行长期借款规模扩张。同期，公司筹资活动现金流出明显扩大，主要为偿还债务本息支付的现金，另有 4.00 亿元用于国企上缴利润。2023 年，公司筹资活动现金大额净流入 12.68 亿元。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模大，公司对外部融资需求大。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金持续净流出，主要系公司土地一级开发项目继续投入所致；投资活动现金净流出 0.83 亿元，筹资活动现金净流入 1.68 亿元。

2 偿债指标

公司短期偿债指标表现良好、长期偿债指标表现较弱，公司或有负债风险可控，间接融资渠道较为通畅。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	737.31	620.36	1508.17
	速动比率（%）	256.25	363.53	517.73
	现金短期债务比（倍）	3.90	11.86	171.52
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-0.08	1.18	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-505.60	49.18	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	-0.09	0.96	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度报整理

从短期偿债指标看，2023 年底，受会计科目核算调整影响，公司流动比率有所下降，但速动比率有所上升，整体上看，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2023 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 11.86 倍，保障程度高。截至 2024 年 3 月底，公司以长期债务置换短期债务，短期偿债指标较上年底明显提升。整体看，公司短期偿债指标表现良好。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 由负转正，EBITDA 对利息支出保障程度尚可，全部债务/EBITDA 指标表现弱。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁。

截至 2024 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度 57.80 亿元，尚未使用授信额度 25.03 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由公司本部和子公司国博公司、酒店公司承担，公司本部对子公司管控力度强。公司资产、负债主要集中在公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大，本部债务负担较轻，偿债压力不大。

（五）ESG 方面

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司土地整理、基础设施建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。根据公司提供的相关情况说明和公开信息查询，公司过去一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚。悦来生态城为国家首批“海绵城市”试点区域，充分利用区域内山地地形，有效控制雨水径流，打造海绵综合系统；利用嘉陵江水、城市污水作为主要冷热源，利用水源热泵技术、分布式能源等技术组合，打造重庆可再生能源集中供能生态绿色项目。

社会责任方面，公司主要承担悦来片区 18.67 平方公里的城市规划、建设以及运营管理工作，建设或运营的项目主要供给公共产品或服务。同时，公司积极响应政府政策，多次组织开展志愿服务工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，作为悦来国际会展城的开发商与运营商，完成政府下达的交通基础设施投资建设和运营管理任务，紧扣会展主责主业，持续强化会展经济，拓展会展经济全产业链，推进招商引资。公司对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

两江新区为重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，区域地位突出。公司是重庆两江新区悦来片区最重要的土地一级开发和基础设施建设主体，区域内具备垄断优势，在股权划转和财政补贴等方面获得两江新区管委会的有力支持。

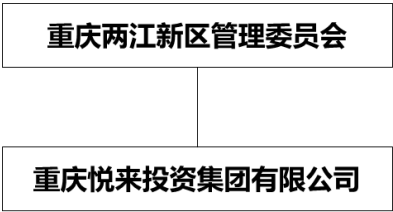
公司实际控制人为两江新区管委会，两江新区作为重庆市下辖的副省级新区、国家级新区，区域地位突出。2023 年，两江新区经济持续发展，财政自给能力有所增强。公司作为两江新区悦来片区最重要的土地一级开发和基础设施建设主体，区域内具备垄断优势，可在股权划转和财政补贴等方面获得两江新区管委会的有力支持。

股权划转方面，根据渝两江管〔2022〕197 号文件，两江新区管委会将重庆两江新区产业发展集团有限公司持有的传媒公司 100%股权无偿划转至公司，2023 年增加公司资本公积 0.35 亿元。财政补贴方面，2023 年，公司收到政府补助 0.23 亿元，计入“其他收益”。

八、跟踪评级结论

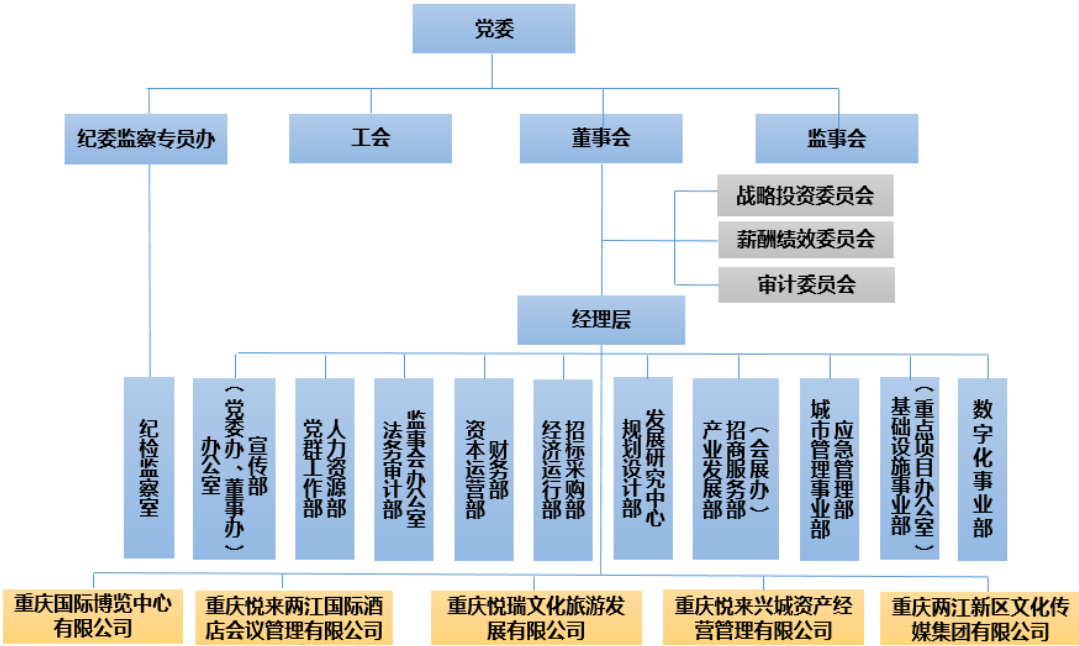
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 悦来投资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
重庆国际博览中心有限公司	32500.00	服务业	100.00	--	投资设立
重庆悦来两江国际酒店会议管理有限公司	15000.00	服务业	100.00	--	投资设立
重庆悦来兴城资产经营管理有限公司	160000.00	服务业	100.00	--	投资设立
重庆悦瑞文化旅游发展有限公司	80000.00	旅游项目、地产开发	100.00	--	投资设立
重庆两江新区文化传媒集团有限公司	2000.00	信息服务	100.00	--	无偿划转

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供信息整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.69	33.97	37.71	33.48
应收账款（亿元）	19.00	16.77	15.04	11.06
其他应收款（亿元）	0.35	0.29	5.20	8.99
存货（亿元）	91.43	98.71	42.29	106.85
长期股权投资（亿元）	0.89	0.98	0.96	0.92
固定资产（亿元）	67.20	65.74	64.90	64.40
在建工程（亿元）	1.66	1.36	0.70	2.07
资产总额（亿元）	229.97	230.75	244.45	242.21
实收资本（亿元）	26.00	26.00	26.00	26.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	163.68	161.17	155.62	154.94
短期债务（亿元）	6.66	8.71	3.18	0.20
长期债务（亿元）	31.97	30.53	54.72	58.98
全部债务（亿元）	38.63	39.24	57.90	59.17
营业总收入（亿元）	20.92	5.98	6.16	0.59
营业成本（亿元）	17.53	3.63	2.97	0.27
其他收益（亿元）	0.22	0.31	0.23	0.03
利润总额（亿元）	-1.15	-2.56	-1.37	-0.72
EBITDA（亿元）	1.37	-0.08	1.18	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	18.02	8.87	7.88	0.69
经营活动现金流入小计（亿元）	20.87	16.88	12.76	1.03
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.09	-1.37	-8.10	-5.04
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.54	-1.38	-1.07	-0.83
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.54	-0.99	12.68	1.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.20	0.33	0.39	--
存货周转次数（次）	0.19	0.04	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	86.13	148.36	127.87	116.06
营业利润率（%）	15.41	31.56	48.57	54.87
总资本收益率（%）	-0.50	-1.19	-0.64	--
净资产收益率（%）	-0.73	-1.59	-0.95	--
长期债务资本化比率（%）	16.34	15.93	26.02	27.57
全部债务资本化比率（%）	19.10	19.58	27.12	27.64
资产负债率（%）	28.82	30.16	36.34	36.03
流动比率（%）	861.55	737.31	620.36	1508.17
速动比率（%）	335.79	256.25	363.53	517.73
经营现金流动负债比（%）	-17.74	-6.65	-49.16	--
现金短期债务比（倍）	5.66	3.90	11.86	171.52
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	-0.09	0.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.28	-505.60	49.18	--

注：2024 年一季度财务数据未经审计；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；“--”代表不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	29.48	27.30	29.08	28.28
应收账款（亿元）	17.40	14.12	10.95	8.77
其他应收款（亿元）	5.01	5.17	8.28	8.37
存货（亿元）	54.29	58.71	0.00	64.85
长期股权投资（亿元）	37.70	37.79	38.11	38.12
固定资产（亿元）	66.94	65.52	57.57	57.14
在建工程（亿元）	1.64	1.11	0.66	0.92
资产总额（亿元）	222.32	220.39	216.84	214.01
实收资本（亿元）	26.00	26.00	26.00	26.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	158.72	156.40	141.98	141.43
短期债务（亿元）	6.65	8.68	2.73	0.00
长期债务（亿元）	31.02	27.08	43.90	46.61
全部债务（亿元）	37.67	35.76	46.63	46.61
营业总收入（亿元）	17.52	0.58	0.68	0.02
营业成本（亿元）	15.84	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-1.23	-2.37	-1.82	-0.55
EBITDA（亿元）	0.93	-1.45	0.18	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.68	3.98	4.10	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	18.91	13.00	7.42	0.26
经营活动现金流量净额（亿元）	1.56	2.23	-2.53	-2.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.74	-1.03	-0.92	-0.28
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.46	-3.39	5.22	0.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.10	0.04	0.05	--
存货周转次数（次）	0.28	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	83.80	685.92	604.70	0.00
营业利润率（%）	8.94	71.63	78.30	93.29
总资本收益率（%）	-0.55	-1.15	-0.93	--
净资产收益率（%）	-0.79	-1.51	-1.28	--
长期债务资本化比率（%）	16.35	14.76	23.62	24.79
全部债务资本化比率（%）	19.18	18.61	24.72	24.79
资产负债率（%）	28.61	29.04	34.52	33.92
流动比率（%）	677.63	573.40	362.34	1260.01
速动比率（%）	333.55	255.74	362.34	523.39
经营现金流动负债比（%）	9.86	12.09	-18.74	--
现金短期债务比（倍）	4.43	3.15	10.66	*
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	40.29	-24.64	265.02	--

注：2024 年一季度财务数据未经审计；未获取公司本部资本化利息，相关指标“/”表示；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；“--”代表不适用、“*”代表无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持