

信用评级公告

联合〔2023〕2822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及其拟发行的2023年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆悦来投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，重庆悦来投资集团有限公司2023年度第一期中期票据信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年五月十五日

重庆悦来投资集团有限公司 2023年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期中期票据期限：3+2 年，附设在存续期第 3 年末公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务本息

评级观点

重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“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，外部发展环境良好，在资金注入、股权划转及财政补助等方面持续获得政府有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地出让金返还比例下降、土地出让进度有所放缓、存在一定资本支出压力等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

随着公司存量土地的出让以及地产项目的推进，公司的经营状况有望保持稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

评级时间：2023 年 5 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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

本次评级模型打分表及结果：

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	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素				--
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

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。2020—2022 年，两江新区经济稳步发展。2022 年，两江新区直管区实现地区生产总值 2426.63 亿元，同比增长 3.6%；两江新区直管区完成一般公共预算收入 111.40 亿元。
- 持续获得政府有力支持。**公司是重庆两江新区悦来片区的土地一级开发和基础设施建设主体，持续得到政府在资金注入、股权划转和财政补贴方面的有力支持。

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。**自 2021 年始，公司土地出让进度有所放缓，土地出让金返还比例下降，土地一级开发收入和利润明显减少，2021 年以来公司持续亏损。
- 公司存在一定资本支出压力。**公司房地产开发项目尚需投资规模较大，存在一定资本支出压力。

分析师：杨依水 孙 婧

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	43.86	37.69	33.97	33.50
资产总额（亿元）	234.89	229.97	230.75	231.41
所有者权益（亿元）	161.32	163.68	161.17	160.58
短期债务（亿元）	37.97	6.66	8.71	8.96
长期债务（亿元）	5.83	31.97	30.53	33.78
全部债务（亿元）	43.80	38.63	39.24	42.74
营业总收入（亿元）	49.27	20.92	5.98	0.44
利润总额（亿元）	13.17	-1.15	-2.56	-0.84
EBITDA（亿元）	16.25	1.37	-0.08	--
经营性净现金流（亿元）	-0.90	-3.09	-1.37	-4.18
营业利润率（%）	38.87	15.41	31.56	42.51
净资产收益率（%）	6.90	-0.73	-1.59	--
资产负债率（%）	31.32	28.82	30.16	30.61
全部债务资本化比率（%）	21.35	19.10	19.58	21.02
流动比率（%）	301.68	861.55	737.31	786.58
经营现金流动负债比（%）	-1.76	-17.74	-6.65	--
现金短期债务比（倍）	1.15	5.66	3.90	3.74
EBITDA 利息倍数（倍）	10.17	2.14	-0.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.70	28.28	-505.60	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	227.94	222.32	220.39	217.12
所有者权益（亿元）	156.41	158.72	156.40	156.00
全部债务（亿元）	43.79	37.67	35.76	35.73
营业总收入（亿元）	43.93	17.52	0.58	0.00
利润总额（亿元）	13.04	-1.23	-2.37	-0.59
资产负债率（%）	31.38	28.61	29.04	28.15
全部债务资本化比率（%）	21.88	19.18	18.61	18.64
流动比率（%）	231.67	677.63	573.40	652.86
经营现金流动负债比（%）	38.79	9.86	12.09	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；本报告将合并口径下公司长期应付款中有息部分调整至长期债务计算；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

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供数据整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2022/06/22	李 坤 张婧茜	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--
AA ⁺	稳定	2021/03/24	李 坤 韩晓昱	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--

声 明

一、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。

二、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。

三、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，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、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。

五、本报告系联合资信重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期（次）债券，有效期为本期（次）债券的存续期；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。

八、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

2023 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆悦来投资集团有限公司(以下简称“公司”)成立于 2010 年 4 月,由重庆市地产集团出资组建,初始注册资本为 3.00 亿元。2013 年 6 月,公司依据《重庆市国有资产监督管理委员会关于同意重庆悦来发展有限公司更名的批复》(渝国资〔2013〕263 号),变更为现名。2013 年 11 月,公司股东变更为重庆市两江新区管理委员会(以下简称“两江新区管委会”)。经多次增资,截至 2023 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 26.00 亿元,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。

截至 2023 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(见附件 1-2);拥有纳入合并范围的一级子公司 5 家。

截至 2022 年底,公司资产总额 230.75 亿元,所有者权益 161.17 亿元;2022 年,公司实现营业总收入 5.98 亿元,利润总额-2.56 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司资产总额 231.41 亿元,所有者权益 160.58 亿元;2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 0.44 亿元,利润总额-0.84 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:王菊梦。

二、本期中期票据概况

公司已取得中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注〔2021〕MTN 672 号”《接受注

册通知书》。公司计划在该注册框架下发行 2023 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行金额不超过 10.00 亿元(含),期限为 3+2 年,附设在存续期第 3 年末公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权。本期中期票据按年付息,到期一次还本,募集资金全部用于偿还公司有息债务本息。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年,地缘政治局势动荡不安,世界经济下行压力加大,国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调,加大了宏观政策实施力度,及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策,着力稳住经济大盘,保持经济运行在合理区间。

经初步核算,2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元,不变价同比增长 3.00%。分季度来看,一季度 GDP 稳定增长;二季度 GDP 同比增速大幅回落;三季度同比增速反弹至 3.90%;四季度经济同比增速再次回落至 2.90%。

生产端:农业生产形势较好,工业、服务业承压运行。2022 年,第一产业增加值同比增长 4.10%,农业生产形势较好;第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%,较 2021 年两年平均增速¹(分别为 5.55%、5.15%)回落幅度较大,主要是受需求端拖累,工业、服务业活动放缓所致。

¹为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率,下同

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核

心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推

升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力和提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车和轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路和人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化和环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能和加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的融资环境及国务院出台的“4 万亿”投资计划刺激下，城投企业数量及融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之加大。为了防范地方政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张，并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐

性债务保持“严监管常态化”管控,城投企业融资监管政策“有保有压”。

2014年,新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)先后出台,构建了地方政府债务管理的法律制度框架,明确了“开前门、堵后门”的核心监管思路。此后,中央政府一方面加快建立和完善地方政府举债融资机制,另一方面对2014年底地方政府存量债务进行甄别、清理,并通过发行地方政府债券进行置换,强调剥离城投企业地方政府融资职能。2017年,一系列地方政府隐性债务监管政策密集出台,奠定了“控增化存”的监管基调。2018年开始,国内经济下行压力加大,基础设施建设投资托底经济的作用再次凸显,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能前提下,政府持续加大基础设施领域补短板的力度,并在资金端提供较大力度的支持,发挥基础设施建设逆经济周期调节作用。

2021年,宏观经济有所恢复,地方政府隐性债务监管形势再度趋严。2021年4月,沪深交易所收紧城投企业公司债券发行审核条件,明确提出发行公司债券不得新增政府债务,并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月,银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门,从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理,并明确隐性债务主体认定标准,承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来,国内外环境复杂性、不确定性加剧,宏观经济下行压力进一步加大,“稳增长”压力凸显,城投企业融资监管政策“有保有压”。一方面,银行、保险等金融机构要在风险可控、依法合规的前提下,按市场化原则保障融资平台公司的合理融资需求;另一方面,监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控,财政部及地方政府持续对虚假化债等案例进行通报。

(3) 行业发展

2023年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支

持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧,仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。

目前,中国的基础设施建设尚不完善,城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大和城市治理现代化水平有待提升等问题。

“十四五”期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系,将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等。2023年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。

同时,隐性债务严监管基调延续,城投企业融资行为将更加规范,市场化转型也将持续推进。考虑到地方政府财政收支矛盾更加突出、2023年城投债到期兑付压力加大和债券市场融资情况持续分化等因素,仍需重点关注政府债务负担重、行政层级低、债券及非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

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。近年来,两江新区经济持续发展,受减税降费等多因素综合影响,一般公共预算收入波动下降。

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。

2020—2022 年，两江新区全域分别实现地区生产总值 3675.02 亿元、4206.94 亿元和 4578.55 亿元，其中，两江新区直管区（以下简称“直管区”）分别实现地区生产总值 1970.47 亿元、2270.79 亿元和 2426.63 亿元，同比分别增长 7.0%、11.8%和 3.6%。2022 年，直管区三次产业结构为 0.9:46.3:52.8；直管区实现规上工业总产值 4354.40 亿元，同比增长 5.8%；直管区固定资产投资同比下降 8.3%，其中，基础设施建设投资下降 8.7%。2022 年，直管区房地产开发投资 478.23 亿元，同比下降 40.5%，其中，住宅投资 363.81 亿元，下降 38.7%；办公楼投资 16.55 亿元，下降 31.7%；商业营业用房投资 32.68 亿元，下降 45.1%。

2020—2022 年，直管区分别完成一般公共预算收入 126.01 亿元、129.03 亿元和 111.42 亿元，同比分别变化-10.1%、2.4%和-13.7%。2022 年，直管区完成税收收入 92.59 亿元，同比下降 17.8%，占一般公共预算收入比重为 83.10%，收入质量较好，获得一般公共预算上级补助收入 57.61 亿元；同期，直管区一般公共预算支出 178.31 亿元，同比下降 18.4%，财政自给率为 62.49%，财政自给能力一般。

政府性基金收入方面，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，2021—2022 年，直管区完成政府性基金预算收入 9.40 亿元和 6.74 亿元；分别获得政府性基金上级补助收入 153.43 亿元、105.53 亿元。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本及实收资本均为26.00亿元，两江新区管委会为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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，职能定位明确。

两江新区实行“1+1+6+N”的开发模式，在两江新区管委会和重庆两江新区招商集团有限公司（招商合作局）的统筹安排下，设立了六大集团，由六大集团成立N个子公司进行两江新区的开发工作。各投资建设主体在业务类型及区域上有所区分，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，业务在区域内具有垄断优势。

表 2 截至 2022 年底重庆市两江新区主要开发主体信息（单位：亿元、%）

企业名称	业务范围	总资产	净资产	营业总收入	全部债务	全部债务资本化比率
重庆两江新区开发投资集团有限公司	两江新区工业区内土地开发，以及配置的基建、安置房建设等	2549.11	1442.83	88.54	710.11	32.98
重庆保税港区开发管理集团有限公司	保税港区唯一的开发建设运营主体	393.87	188.55	19.34	134.31	41.60
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	负责江北嘴中央商务区重要的市政基础设施项目的投融资和建设	381.98	196.93	13.15	134.04	40.50
重庆港务物流集团有限公司	重庆市重要的综合性港口物流经营企业，主要从事港航服务和商品贸易等业务	230.23	97.56	65.91	73.00	42.80
重庆两江新区产业发展集团有限公司	新能源及战略性新兴产业和新兴金融及十大战略性新兴产业的投资开发	/	/	/	/	/
公司	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	230.75	161.17	5.98	39.24	19.58

注：上表公司控股股东均为两江新区管委会；未获取到重庆两江新区产业发展集团有限公司相关财务资料；重庆港务物流集团有限公司数据为 2021 年底；除公司外，2022 年有息债务规模均未进行调整，实际债务水平或高于测算值

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开数据整理

3. 人员素质

公司高级管理人员具备相关的管理经验，员工构成能满足日常经营管理需要。

截至报告出具日，公司高级管理人员包括总经理 1 人、副总经理 6 人和财务总监 1 人。

王菊梦女士，1963年9月生，中共党员，研究生学历；曾任原共青团四川省重庆市渝中区委书记，重庆市渝中区政府办公室副主任，重庆市渝中区外经办（外事办、侨办）主任，重庆北部新区党工委副书记、管委会副主任，重庆市北部新区管委会委员、重庆市高新区副主任，重庆两江新区党工委委员、管委会副主任；2017年7月至今任公司党委书记、董事长。

李辉先生，1976年1月生，中共党员，研究生学历；曾任重庆北部新区管委会办公室副主任，市纪委监委驻重庆两江新区纪工委副书记，市监察局派驻重庆两江新区监察室主任，重庆两江新区党工委管委会办公室主任；2022年11月至今任公司党委副书记、董事、总经理。

截至2023年3月底，公司在职工合计797人。从年龄分布来看，25岁及以下员工56人，26~35岁员工324人，36~45岁员工267人，46~55岁员工133人，55岁及以上17人；从文化程度来看，研究生学历员工73人，本科学历员工296人，专科及以下学历员工428人。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用信息公示报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91500112554062000F），截至2023年4月7日，公司本部无关注/不良类信贷信息记录。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年5月8日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，管理制度较为健全。

1. 法人治理结构

公司设董事会，董事会由5名董事组成，其中职工董事1名，非职工董事4名，非职工董事由

两江新区管委会委派或更换，职工董事由职工代表大会选举产生。董事任期3年，任期届满，可连选连任。截至报告出具日，公司董事均已到位。

公司设监事会，监事会成员为5人，其中职工代表监事2名，职工监事由职工代表大会选举产生，报两江新区管委会备案；非由职工代表担任的监事由两江新区管委会委派或更换。监事会设主席（监事长）1名，由两江新区管委会在公司监事会成员中指定。监事任期3年，任期届满，可连选连任。截至报告出具日，公司监事会主席暂时缺位。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘，经两江新区管委会同意，董事可兼任总经理。聘期3年，连聘可以连任。

2. 管理水平

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）等多个职能部门。公司的管理制度对各项管理业务的职责分工、运作流程进行了明确的规定，公司建立了比较健全的管理体系，已全面推行制度化的规范管理，制定了包括财务管理、投融资管理、对外担保管理、项目建设管理、子公司管理等一系列的管理制度。

财务管理方面，公司制定了《资金使用管理办法》、《财务管理办法》、《财务预算管理办法》等财务相关管理制度，对岗位分工与授权批准、预算编制的控制、预算执行的控制、预算调整的控制、预算分析与考核的控制五个方面做出了详细规定，并对财务部门职能、岗位职责、日常工作管理、支票管理、现金管理、会计档案管理以及处罚办法等方面进行了明确。公司及下属各子公司的资金管理采取“收支两条线”的管理模式，所有的资金由集团公司统一管理。

投融资管理方面，公司通过制定《重庆悦来投资集团有限公司投资管理办法》等相关管理办法，对公司的对外投资项目进行管理。各子公司实施的股权投资项目需由子公司制作申报材料，报集团公司批准。公司相关部门负责制定公司股权投资管理制度，负责建立子公司股权投资台账，做好投资计划的备案管理工作；公司财务部从资

金角度审核股权投资申报方案，负责拨付投资资金（资产）和税务登记备案管理工作等。公司对投融资实行年度计划管理，各类投融资列入年度投资计划，重点项目年度投资计划由集团公司相关部门组织编制，由相关部门会同财务部总体平衡，经董事会审核批准后实施。

对外担保管理方面，为规范担保行为，防范经营风险，公司制订了有关规定。公司对外担保实行统一管理，公司的分支机构不得对外提供担保。未经母公司董事会或股东会批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为其提供担保。公司对外提供担保时（不包括集团内部子公司相互担保），被担保方必须向公司提供反担保，或公司对被担保方享有不低于被担保债权金额的合法的债权。

项目建设管理方面，公司为加强和规范基本建设管理工作，制定了《招标、采购管理办法》、《工程造价管理办法》、《重庆悦来投资集团有限公司工程项目管理办法》等。公司对基本建设项目实行统一管理，分级负责。建设工程项目在前期准备阶段和控制管理阶段由相对应的部门档案员协助项目代表收集归档、分类管理，在完工后由部门档案员向档案专员移交，由档案专员将项目档案立卷编目、集中管理，其他个人不得自行分散保存有关工程项目资料。

子公司管理方面，公司从财务会计报告与财务分析制度、成本管理制度、年终盘点制度、财产清查制度、资金计划申报和款项支付管理制度、内部稽核制度等方面对子公司进行了制度约束和规范。财务方面，公司对下属公司在所辖范围

内实行统一集中管理，并制定了一系列对子公司的财务进行事前、事中和事后的控制与管理的财务管理制度；在人力资源管理方面，公司对子公司的人力资源和社保管理工作进行指导、监督和检查；在原材料采购方面，子公司生产经营活动中所需的原材料、动力、物资等，除部分低值易耗品由子公司自行采购外，均由集团公司进行统一招标采购。

七、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年，受公司土地出让金返还比例下降及土地出让规模减少影响，公司营业总收入大幅下降，综合毛利率波动较大。

2020—2022年，公司营业总收入降幅较大。分板块看，2020年及2021年，土地一级开发业务收入为公司主要收入来源，但随着土地出让进度放缓和土地出让金返还比例下降，土地一级开发业务收入大幅下降；商品房销售业务受当年房源交付数量影响波动较大。

2020—2022年，公司综合毛利率波动较大。2021年，因土地出让金返还比例下降影响，公司土地一级开发毛利率大幅下降；2022年，公司未实现土地出让收入，受会展及酒店服务、商品房销售业务毛利率高影响，公司综合毛利率明显上升。

2023年1—3月，公司实现营业总收入0.44亿元，占2022年营业总收入7.28%；综合毛利率为44.03%。

表3 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	43.84	88.97	38.67	17.40	83.18	8.93	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
酒店服务	0.30	0.61	80.78	0.39	1.88	80.03	0.31	5.16	73.24	0.14	33.00	78.16
商品房销售	2.56	5.19	47.62	0.29	1.41	54.71	2.42	40.53	40.24	0.01	3.01	20.29
会展服务	1.28	2.60	58.71	1.70	8.15	66.23	1.43	23.88	68.77	0.08	18.00	70.80
城市维护	1.22	2.48	7.12	0.87	4.18	7.97	0.84	14.07	6.48	0.15	35.41	8.01
其他业务	0.07	0.15	71.31	0.25	1.20	61.56	0.98	16.36	11.30	0.05	10.59	19.39
合计	49.27	100.00	39.18	20.92	100.00	16.18	5.98	100.00	39.27	0.44	100.00	44.03

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地一级开发

公司负责重庆市两江新区悦来片区的土地一级开发工作,随着悦来片区土地出让金返还政策到期,公司土地一级开发业务毛利率大幅下降。公司在建项目仍需较大规模投资,储备土地规模较大,但出让进度放缓,未来收入规模存在一定不确定性。

① 土地一级整理

公司承担悦来片区 18.67 平方公里土地的一级开发工作,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% 上解市财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。受此影响,土地一级整理业务毛利率大幅下降。

2022 年,公司与两江新区土地储备整治中心签订《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 年及 2023 年 1—3 月,公司未进行土地一级开发,管理费收入确认模式尚未明确。

2020—2022 年,公司土地出让面积分别为 962.33 亩、610.77 亩和 0 亩;分别确认土地一级开发收入 43.84 亿元、17.40 亿元和 0 亿元。截至 2023 年 3 月底,土地出让业务待回款金额为 14.08 亿元(含土地成本及收益),回款进度受两江新区财政局资金安排影响较大。

表 4 截至 2023 年 3 月底公司土地一级开发项目情况(单位:亿元)

项目名称	整治时间	计划总投资	已投资
会展城	2010—2018 年	290.00	271.33
生态城	2014—2019 年	70.00	67.27
创艺城	2015—2022 年	140.00	87.58
合计	--	500.00	426.18

注:计划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

截至 2022 年底,公司可供出让土地面积为 2130 亩,储备土地规模较大,但具体出让进度需受土地市场行情和政府规划影响较大。随着土地出让进程放缓,公司土地整理收入规模存在一定不确定性。

② 基础设施建设

公司在进行土地一级开发业务的同时,也承担了悦来片区内的基础设施建设任务,相关建设成本由土地出让收入进行平衡。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。

2022 年,公司持续对会展城、生态城和创艺城项目开展基础设施建设工作,当年实现投资 6.49 亿元,预计未来两年分别投入 8.07 亿元和 9.00 亿元。

表5 截至2022年底公司主要在建和拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	累计投资	2023年计划投资
在建项目				
合悦路	2021.12-2023.12	4.28	2.41	1.87
悦来滨江路（创艺城段）	2022.09-2024.09	1.79	0.80	0.62
彩悦路	2021.08-2023.10	2.92	1.78	0.85
清南环路一期（后河二号桥）	2021.03-2023.06	1.37	0.77	0.61
悦来第二小学	2021.06-2023.06	1.35	0.80	0.56
悦智路	2022.11-2024.12	1.64	0.55	0.50
小计	--	13.35	7.11	5.01
拟建项目				
悦来第四小学	2023.10-2025.08	2.50	--	0.44
悦来滨江路（创艺城段）二期	2024.10-2027.03	3.00	--	0.00
悦景路	2024.12-2026.12	2.28	--	0.00
多功城遗址公园环境整治与设施完善项目	2023.04-2024.12	0.46	--	0.25
悦来大道5号人行地通道改造	2023.05-2023.08	0.35	--	0.35
小计	--	8.59	--	1.04
合计	--	21.94	7.11	6.05

注：公司在建及拟建项目较多，上表仅对部分主要项目进行列示
资料来源：公司提供

（2）房地产开发

截至2023年3月底，公司可售房源较少；在建房地产项目后续待投资规模较大，存在一定的资本支出压力，未来资金平衡情况有待关注。

公司商品房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。

公司商品房销售收入主要来自嘉悦江庭和

新悦佳苑安置房项目。受交付房源数量影响，收入规模有所波动。截至2022年底，嘉悦江庭项目销售已接近尾声；新悦佳苑安置房项目为悦来片区首个安置房项目，已实现安置326套，剩余675套，公司已将剩余安置房转为商品房对外销售，截至2023年3月底，新悦佳苑项目剩余143套。

截至2023年3月底，公司拟建商品房开发项目为生态城住宅项目，该项目尚处于规划阶段，初步计划项目总投资12.06亿元，已投资7.55亿元均为土地成本。截至2023年3月底，公司主要在建房地产项目计划总投资66.58亿元，尚需投资45.67亿元，资金来源均为自筹。公司存在一定资本支出压力。

表6 截至2022年底公司在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建筑面积	总投资	累计已投资	可销售面积	已销售面积
嘉悦江庭项目	50.68	29.59	29.59	49.96	37.61
新悦佳苑安置房项目	9.61	3.22	3.22	安置面积：2.59	2.59
				市场销售面积：6.74	3.65
合计	60.29	32.81	32.81	59.29	43.85

资料来源：公司提供

表 7 截至 2023 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	项目简介	资金来源	计划总投资	累计投资
设计公园创新基地	兴城资产	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	自筹	7.83	1.77
悦来会展总部基地（悦来中心）	悦瑞文旅	会展配套产业、五星级艺术酒店、5A 甲级写字楼、高端商业等功能于一体的会展生态综合体	自筹	22.40	8.29
悦来汇	悦瑞文旅	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	自筹	20.35	6.92
悦来庄稼	悦瑞文旅	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	自筹	16.00	3.93
合计	--	--	--	66.58	20.91

注：随着项目进行，项目计划总投资额或有波动
资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务主要包括会展业务、酒店服务及城市维护业务。

会展业务

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 72.00 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 8.00 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。

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 5200.00 平方米的超级宴会厅 1 个，1000.00 平方米以上的超大型会议厅 3 个、50.00~350.00 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。

城市维护

公司物业管理业务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 2023 年 3 月底，公司城市维护面积 440.00 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。两江新区管委会按实际发生额拨付城市维护费用。

表 8 2022 年公司主要展览情况

时间	会议
6 月	三十一届华夏家博会、二十四届汽车工业展、新能源汽车巡展、半导体电子展
7 月	西洽会、跨境电商交易会、工艺品交易会
8 月	智博会、制冷展、摩博会

资料来源：公司提供

酒店服务

公司酒店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

4. 未来发展

根据渝府办〔2022〕2 号文件，悦来片区将作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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2023 年一季度财务报表未经审计。

截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 5 家。2021—2022 年，公司一级子公司未发生变动；2023 年 1—3 月，公司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。整体看，合并范围变化子公司规模小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产中以土地一级开发投入为主的存货和酒店、会展中心等固定资产规模较大，公司整体资产质量一般。

2020—2022 年底，公司资产规模变动不大，截至 2022 年底，公司资产构成以流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	153.29	65.26	149.82	65.15	151.29	65.56	149.88	64.77
货币资金	43.86	18.67	37.69	16.39	33.97	14.72	33.50	14.48
应收账款	15.99	6.81	19.00	8.26	16.77	7.27	14.22	6.15
存货	91.93	39.14	91.43	39.76	98.71	42.78	97.41	42.09
非流动资产	81.60	34.74	80.15	34.85	79.46	34.44	81.53	35.23
固定资产	68.43	29.13	67.20	29.22	65.74	28.49	64.70	27.96
无形资产	9.22	3.92	9.21	4.00	9.63	4.17	11.05	4.77
资产总额	234.89	100.00	229.97	100.00	230.75	100.00	231.41	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020—2022 年底，公司货币资金持续下降，年均复合下降 11.99%。截至 2022 年底，货币资金主要为银行存款，受限货币资金为函证保证金（110.34 万元）。

2020—2022 年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长 2.41%。截至 2022 年底，应收账款较上年底下降 11.72%，累计计提坏账准备 550.73 万元，计提比例 0.33%；从构成看，主要为应收两江新区财政局土地一级开发业务回款（占 98.83%），集中度高；账龄主要集中在 1~2 年以内。

2020—2022 年底，公司存货波动增长，年均复合增长 3.63%，截至 2022 年底，存货较上年底增长 7.97%，主要系土地开发和商品房开发投入增加所致；公司存货主要包括土地一级开发成本 60.80 亿元、产业商业及住宅开发成本 14.34 亿元、商品房开发成本 16.91 亿元和商品房 6.15 亿元；其中，产业商业及住宅开发成本主要为设计公园创新基地及智博村会展服务综

合体和生态城住宅项目的土地成本，商品房开发成本主要为悦来中心、悦来汇和悦来庄稼等项目投入。

2020—2022 年底，公司固定资产持续下降，年均复合下降 1.99%，主要系折旧影响。截至 2022 年底，公司固定资产主要为国博中心及重庆悦来温德姆酒店。

2020—2022 年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长 2.20%。截至 2022 年底，公司无形资产较上年底增长 4.56%，主要为土地使用权，其中账面价值为 1.51 亿元的土地权证尚在办理中。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司使用权受到限制的资产合计 12.92 亿元，占资产总额的比重为 5.60%，除受限函证保证金 110.34 万元外，均为用于抵押担保的存货。

3. 资本结构

所有者权益

公司所有者权益基本稳定，实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。

2020—2022 年底，公司所有者权益基本稳定，截至 2022 年底，公司所有者权益 161.17 亿元，主要由实收资本（占 16.13%）、资本公积（占 57.61%）和未分配利润（占 22.60%）构成。

2020—2022 年底，公司实收资本均为 26.00 亿元，均为货币资金；公司资本公积分别为 86.74 亿元、92.81 亿元和 92.85 亿元，截至 2022

年底，主要为两江新区政府注入资金及其他返还资金。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益较上年底小幅下降至 160.58 亿元，权益构成较上年底变动不大。

负债

公司负债及有息债务规模小幅波动下降，债务负担轻，集中偿付压力不大。

2020—2022 年底，公司负债规模波动下降，年均复合下降 2.74%。截至 2022 年底，公司负债构成以非流动负债为主。

表 10 公司负债主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	50.81	69.07	17.39	26.23	20.52	29.49	19.06	26.90
短期借款	0.00	0.00	3.30	4.98	4.20	6.04	4.20	5.93
其他应付款	4.43	6.02	3.78	5.70	3.67	5.27	4.11	5.80
一年内到期的非流动负债	37.97	51.61	3.36	5.07	4.51	6.48	4.76	6.72
其他流动负债	4.87	6.62	5.00	7.54	5.70	8.18	3.49	4.92
非流动负债	22.76	30.93	48.90	73.77	49.07	70.51	51.77	73.10
长期借款	3.63	4.94	10.96	16.53	9.52	13.68	12.27	17.32
应付债券	2.19	2.98	20.99	31.67	20.99	30.17	21.50	30.36
专项应付款	16.27	22.12	16.29	24.58	17.94	25.77	17.33	24.47
负债总额	73.57	100.00	66.29	100.00	69.59	100.00	70.83	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2022 年底，公司短期借款均为信用借款，借款年利率区间主要为 3.30%~3.55%。

2020—2022 年底，随着工程款陆续结算，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 9.01%。截至 2022 年底，公司其他应付款主要是往来款、施工方向公司支付的各类基础设施建设工程保证金等。

表 11 截至 2022 年底公司账龄超过 1 年的重要其他应付款明细（单位：万元）

单位	金额	性质	账龄
重庆市渝北区国土资源整理储备中心	24716.79	往来款	3~4 年
重庆市水务资产经营有限公司	3161.00	保证金	3~4 年
重庆远丰股权投资合伙企业（有限合伙）	300.00	保证金	3~4 年

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 3.97 亿元和一年内到期的应付债券 0.52 亿元。

2020—2022 年底，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 8.14%。截至 2022 年底，主要为土地一级开发成本预估应付款。

2020—2022 年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长 61.84%。截至 2022 年底，抵押及保证借款余额 2.36 亿元，借款年利率为 4.60%；信用借款余额 7.16 亿元，借款年利率区间为 3.35%~4.90%。

截至 2023 年 3 月底，公司存续债券情况见下表。

表12 截至2023年3月底公司存续债券情况

债券名称	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	3+2 年

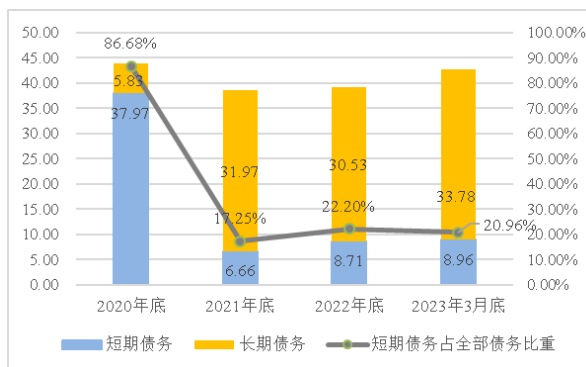
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020—2022 年底，公司专项应付款持续增长，年均复合增长 4.99%。截至 2022 年底，专项应付款主要包括财政拨付的海绵城建设项目资金和悦来水利建设项目资金。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额及负债结构较上年底变化不大。

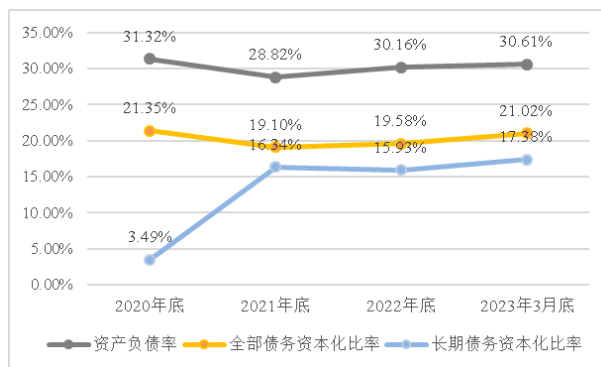
有息债务方面，2020—2022 年底，公司债务规模波动下降，年均复合下降 5.35%。截至 2022 年底，公司债务以债券融资和银行借款为主，债券融资占全部债务比重过半。债务指标方面，2020—2022 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率波动上升。2023 年 3 月底，上述指标均小幅上升。整体看，公司债务负担轻。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

债务期限分布如下表所示，公司集中偿付压力不大。

表 13 截至 2022 年底公司有息债务分布情况
(单位：亿元)

项目	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额	8.23	9.17	21.84	39.24

资料来源：公司提供

2. 盈利能力

2020—2022 年，受土地出让面积减少及土地出让金返还比例下降影响，公司营业总收入大幅下降，2021 年及 2022 年持续亏损。

2020—2022 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 65.16%；同期，公司营业成本持续下降，营业利润率波动下降。

2020—2022 年，公司期间费用持续下降，主要由管理费用构成；期间费用率（期间费用/营业总收入）分别为 10.08%、21.87%和 76.19%。2022 年，受营业总收入大幅下降但管理费用相

对稳定影响，公司期间费用率同比大幅增加。

受土地出让金返还比例下降及土地出让面积减少影响，公司 2021 年利润总额呈现亏损，2022 年亏损扩大，公司获得的各项补助对公司利润有一定补充。

表 14 公司盈利能力变化情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	49.27	20.92	5.98	0.44
营业成本	29.97	17.53	3.63	0.24
期间费用	4.97	4.57	4.56	1.05
其他收益	0.14	0.22	0.31	0.02
利润总额	13.17	-1.15	-2.56	-0.84
营业利润率	38.87	15.41	31.56	42.51
总资本收益率	5.89	-0.50	-1.19	--
净资产收益率	6.90	-0.73	-1.59	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，整体盈利能力弱。

2023年1—3月，公司实现营业总收入0.44亿元，主要来自酒店及城市维护服务，利润总额持续为负。

5. 现金流

2020—2022 年，随着土地出让业务收入和支出的持续缩减，公司经营活动现金流入和流出规模均持续下降，经营活动现金持续净流出；2021 年偿债高峰期后，公司融资活动规模有所缩减。

从经营活动来看，2020—2022 年，随着公司土地一级开发业务收入和支出的持续缩减，公司经营活动现金流入和流出规模均持续下降，购买商品、接受劳务支付的现金分别为32.57亿元、18.02 亿元和 13.31 亿元，2022 年主要为基建投资和房地产开发投入；经营活动现金流量净额持续为负。2020 年，公司土地一级开发收入中有部分未于当年收现，随着逐步回款，公司收入实现质量逐步改善。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入规模小；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。公司投资活动持续呈净流出状态。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	42.55	20.87	16.88	2.52
经营活动现金流出小计	43.45	23.95	18.25	6.71
经营活动现金流量净额	-0.90	-3.09	-1.37	-4.18
投资活动现金流入小计	0.62	0.52	0.00	0.04
投资活动现金流出小计	3.35	1.06	1.38	0.10
投资活动现金流量净额	-2.74	-0.54	-1.38	-0.06
筹资活动现金流入小计	9.25	39.83	6.78	3.67
筹资活动现金流出小计	14.38	42.37	7.76	0.26
筹资活动现金流量净额	-5.14	-2.54	-0.99	3.41
现金收入比	62.62	86.13	148.36	410.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从筹资活动来看，2021 年，随着到期债务大幅增加，公司筹资活动增多，筹资活动现金流入同比大幅增加 330.83%，主要来自银行借款、发行债券和股东资金注入；筹资活动现金流出同比增长 194.63%，主要用于偿还债务本息。2022

年，筹资活动现金流入及流出规模均大幅收窄。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 4.18 亿元，现金收入比 410.41%；投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.06 亿元和 3.41 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现很强，长期偿债能力指标明显弱化，间接融资渠道通畅。

从短期偿债能力指标看，2020—2022 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均波动上升。2023 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均有所上升，现金短期债务比略有下降但仍保持在较高水平，公司现金类资产对短期债务的保障程度好。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 大幅下降，公司长期偿债能力指标明显弱化。

表 16 公司偿债能力指标（单位：亿元，%，倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	301.68	861.55	737.31	786.58
速动比率	120.77	335.79	256.25	275.39
现金短期债务比	1.15	5.66	3.90	3.74
长期偿债能力指标				
EBITDA	16.25	1.37	-0.08	--
全部债务/EBITDA	2.70	28.28	-505.60	--
EBITDA 利息倍数	10.17	2.14	-0.09	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

对外担保方面，截至 2023 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司获得主要贷款银行授信额度70.80亿元，尚未使用的授信额度为46.47亿元，间接融资渠道通畅。

7. 公司本部财务分析

公司资产、权益、收入及利润主要集中在本部，公司本部债务负担轻。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 220.39 亿元，较上年底略有下降。资产构成以固定资产、存货和长期股权投资为主，占比分别为 29.73%、26.64%和 17.14%。截至 2022 年底，公司本部货币资金 27.30 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 63.99 亿元，较上年底略有增长。公司本部全部债务 35.76 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.04%和 18.61%，公司本部债务负担轻，现金短期债务比为 3.15 倍，公司本部短期偿债压力小。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益 156.40 亿元，较上年底下降 1.46%。其中，实收资本和资本公积分别占 16.62%和 59.34%。

2022 年，公司本部营业总收入为 0.58 亿元，较上年下降 96.69%，系当年无土地一级开发收入所致；利润总额为-2.37 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 2.23 亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.03 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-3.39 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司本部资产总额 217.12 亿元，所有者权益 156.00 亿元；全部债务 35.73 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.15%和 18.64%，现金短期债务比为 2.97 倍。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入为 0.00 亿元，利润总额为-0.59 亿元。

九、外部支持

公司在资金注入、股权划转和财政补助等方面获得有力的外部支持。

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，业务在区域内拥有垄断优势。

资金注入方面，2020 年，公司收到两江新区财政局拨付的国有资本经营收益返还款、土地出让金返还及园区建设资金 9.24 亿元；2021 年，公司收到两江新区财政局及重庆市财政局拨款 6.07 亿元，均计入“资本公积”。

股权划转方面，2022 年，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。

财政补贴方面，2020—2022 年，公司分别收到政府补助 0.14 亿元、0.22 亿元和 0.31 亿元，棘计入“其他收益”。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模不超过 10.00 亿元（含），按发行规模上限计算，分别占 2023 年 3 月底长期债务和全部债务的 29.60%和 23.40%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司债务，本期中期票据发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

以 2023 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 30.61%、21.02%和 17.38%上升至 33.48%、24.72%和 21.42%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司债务，本期中期票据发行后公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2023 年 3 月底债务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入对发行后长期债务的覆盖能力一般。

表 23 本期中期票据偿还能力测算

项目	2023 年 3 月底
发行后长期债务*（亿元）	43.78
经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	0.39
经营现金净流量/发行后长期债务（倍）	-0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-564.14

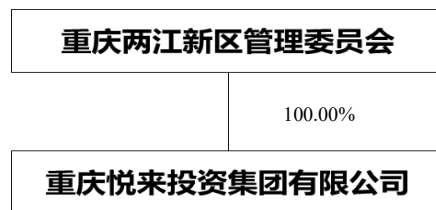
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额；经营活动现金流入、经营现金净流量和 EBITDA 均为 2022 年数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

十一、结论

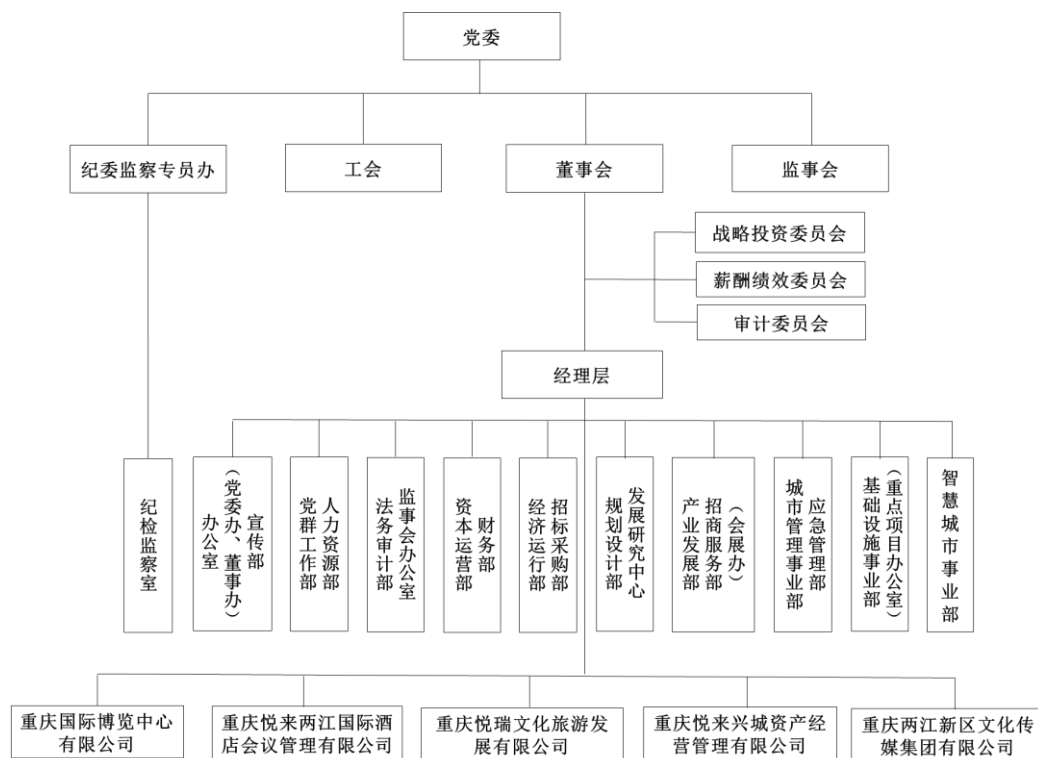
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺, 本期中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	企业名称	注册资本(万元)	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	重庆国际博览中心有限公司	32500.00	服务业	100.00	投资设立
2	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
3	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
4	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
5	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：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.86	37.69	33.97	33.50
资产总额（亿元）	234.89	229.97	230.75	231.41
所有者权益（亿元）	161.32	163.68	161.17	160.58
短期债务（亿元）	37.97	6.66	8.71	8.96
长期债务（亿元）	5.83	31.97	30.53	33.78
全部债务（亿元）	43.80	38.63	39.24	42.74
营业总收入（亿元）	49.27	20.92	5.98	0.44
利润总额（亿元）	13.17	-1.15	-2.56	-0.84
EBITDA（亿元）	16.25	1.37	-0.08	--
经营性净现金流（亿元）	-0.90	-3.09	-1.37	-4.18
财务指标				
现金收入比（%）	62.62	86.13	148.36	410.41
营业利润率（%）	38.87	15.41	31.56	42.51
总资本收益率（%）	5.89	-0.50	-1.19	--
净资产收益率（%）	6.90	-0.73	-1.59	--
长期债务资本化比率（%）	3.49	16.34	15.93	17.38
全部债务资本化比率（%）	21.35	19.10	19.58	21.02
资产负债率（%）	31.32	28.82	30.16	30.61
流动比率（%）	301.68	861.55	737.31	786.58
速动比率（%）	120.77	335.79	256.25	275.39
经营现金流动负债比（%）	-1.76	-17.74	-6.65	--
现金短期债务比（倍）	1.15	5.66	3.90	3.74
EBITDA 利息倍数（倍）	10.17	2.14	-0.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.70	28.28	-505.60	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；本报告将合并口径下公司长期应付款中有息部分调整至长期债务计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	34.13	29.48	27.30	24.23
资产总额（亿元）	227.94	222.32	220.39	217.12
所有者权益（亿元）	156.41	158.72	156.40	156.00
短期债务（亿元）	37.97	6.65	8.68	8.15
长期债务（亿元）	5.82	31.02	27.08	27.58
全部债务（亿元）	43.79	37.67	35.76	35.73
营业总收入（亿元）	43.93	17.52	0.58	0.00
利润总额（亿元）	13.04	-1.23	-2.37	-0.59
EBITDA（亿元）	15.98	0.93	-2.22	--
经营性净现金流（亿元）	18.98	1.56	2.23	-2.98
财务指标				
现金收入比（%）	66.83	83.80	685.92	0.00
营业利润率（%）	38.55	8.94	71.63	-103.31
总资本收益率（%）	5.98	-0.55	-1.15	--
净资产收益率（%）	7.06	-0.79	-1.51	--
长期债务资本化比率（%）	3.59	16.35	14.76	15.02
全部债务资本化比率（%）	21.88	19.18	18.61	18.64
资产负债率（%）	31.38	28.61	29.04	28.15
流动比率（%）	231.67	677.63	573.40	652.86
速动比率（%）	111.45	333.55	255.74	280.96
经营现金流动负债比（%）	38.79	9.86	12.09	--
现金短期债务比（倍）	0.90	4.43	3.15	2.97
EBITDA 利息倍数（倍）	17.05	5.54	-15.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.74	40.29	-16.12	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；公司未提供本部折旧、摊销及利息支出情况，相关指标未计算，用“/”标示；公司本部的有息债务规模未进行调整，债务相关指标可能高于测算值

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	
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	
总资本收益率	(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%
经营现金流动负债比	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

联合资信评估股份有限公司关于 重庆悦来投资集团有限公司 2023 年度第一期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。