

# 重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司

## 2020 年、2021 年公司债 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：骆传伟 [chwluo@ccxi.com.cn](mailto:chwluo@ccxi.com.cn)

项目组成员：张逸菲 [yfzhang@ccxi.com.cn](mailto:yfzhang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1722号

## 重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“20 涪陵 03”、“21 涪陵 01”和“21 涪陵 03”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“涪陵国投”或“公司”）的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“20涪陵03”、“21涪陵01”和“21涪陵03”的债项信用等级为AA<sup>+</sup>。中诚信国际肯定了涪陵资源丰厚，经济实力稳步增强；公司区域地位和有力的外部支持；公司业务板块多元化，营业总收入逐年提升及公司拥有较优质的上市公司股权等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司总债务规模增长较快，存在较大偿债压力，面临一定资本支出压力及公司控股股东变更对公司的影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

涪陵国投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,068.48	1,124.71	1,275.63	1,336.52
所有者权益合计（亿元）	588.78	583.27	665.93	657.33
总负债（亿元）	479.70	541.44	609.70	679.19
总债务（亿元）	434.16	467.21	520.92	583.04
营业总收入（亿元）	54.41	60.32	70.17	17.00
经营性业务利润（亿元）	11.77	12.32	9.94	2.88
净利润（亿元）	10.51	14.66	18.04	2.30
EBITDA（亿元）	14.93	20.24	25.15	--
经营活动净现金流（亿元）	16.37	17.66	14.68	1.39
收现比(X)	1.07	1.00	1.05	0.95
营业毛利率(%)	31.69	29.50	25.59	26.63
应收类款项/总资产(%)	3.11	3.10	2.11	2.07
资产负债率(%)	44.90	48.14	47.80	50.82
总资本化比率(%)	42.44	44.48	43.89	47.01
总债务/EBITDA(X)	29.09	23.09	20.71	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.60	0.66	0.98	--

注：1、中诚信国际根据2019~2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制，且本评级报告中各期财务数据均采用期末数；2、中诚信国际将各期末“长期应付款”中的带息负债纳入长期债务核算；3、2022年一季度财务报表未经审计，且公司未提供2022年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

### 正面

■ **涪陵区资源丰富，经济实力稳步增强。**涪陵页岩气是中国首个实现商业化开发的页岩气田，近年来涪陵加快了页岩气、新一代信息技术、新能源汽车及智能汽车等战略性新兴产业培育，推动经济不断发展。2021年实现地区生产总值1,402.74亿元，同比增长8.7%。不断提升的综合实力为公司发展提供了良好外部环境。

■ **区域地位和有力的外部支持。**公司是涪陵区重要的国有资本运营主体，资本实力雄厚，兼备土地整理和产业运营职能，战略地位突出，2021年以来继续获得政府在财政补贴方面有力的支持。

■ **业务板块多元化，收入和净利润持续增长。**公司业务范围涵盖土地整治开发、保障性住房建设、食品加工、铝产品加工、

页岩气销售以及地票等多板块，收入来源多元化；受益于经营性项目盈利能力提升及业务规模的扩大，公司营业总收入及净利润呈增长态势。

■ **公司拥有较优质的上市公司股权。**截至2022年3月末，公司持有重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司（以下简称“涪陵榨菜”，股票代码：002507.SZ）35.26%的股权，居控股地位。涪陵榨菜是我国最大的榨菜加工企业，产品以榨菜制品为主，榨菜产品全国市场占有率第一。

### 关注

■ **总债务规模增长较快，存在较大偿债压力。**公司总债务规模逐年增长较快，2022年4~12月及2023~2025年，公司分别需要偿还债务148.52亿元、145.71亿元、115.24亿元和95.93亿元，偿债压力较大，需关注公司后续偿债资金安排。

■ **公司面临一定资本支出压力。**公司在整理地块投资规模较大，且项目资金大部分为自筹，公司面临一定的资本支出压力。

■ **关注公司控股股东变更对公司的影响。**2022年3月28日，公司发布公告，重庆市涪陵区人民政府决定将公司100%股权无偿划转至重庆市涪陵实业发展集团有限公司（以下简称“涪陵实业”）。上述股东变更事项已于2022年5月12日完成工商变更登记，公司控股股东由涪陵区国资委变更为涪陵实业，公司实际控制人仍为涪陵区国资委，需关注公司控股股东变化对公司未来定位、经营管理和外部支持获取的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

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

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿明显减弱；公司偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，流动性风险加重，再融资环境恶化等。

### 同行业比较

同区域基础设施投融资企业2021年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	总负债 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	1,275.63	665.93	47.80	609.70	70.17	18.04	14.68
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	559.60	227.06	59.42	332.54	23.66	4.16	1.46

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 涪陵 03	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/28	15.00	15.00	2020/07/31~2025/07/31	附第 3 年末公司调整票面利率 选择权及投资者回售选择权
21 涪陵 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/28	10.00	10.00	2021/03/09~2026/03/09	附第 3 年末公司调整票面利率 选择权及投资者回售选择权
21 涪陵 03	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/28	5.00	5.00	2021/04/30~2026/04/30	附第 3 年末公司调整票面利率 选择权及投资者回售选择权

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 涪陵 03”募集资金 15.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务和补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，募集资金已全部使用完毕。

“21 涪陵 01”募集资金 10.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，募集资金已全部使用完毕。

“21 涪陵 03”募集资金 5.00 亿元，拟全部用于偿还公司债务。根据公司提供的资料，截至 2022 年 5 月末，募集资金已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专

营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**涪陵区工业基础较好，近年来经济实力稳步增强，但受减税降费等因素影响，区域财政平衡压力有所增大**

重庆市涪陵区地处重庆市中部、三峡库区腹地，有渝东门户之称，是重庆市定位的中心城市，一小时经济圈核心城市和成渝经济区东部中心城市。

近年来，涪陵区经济不断发展，综合实力逐年提升。2021年，涪陵区实现地区生产总值1,402.74亿元，较上年可比增长8.7%。其中，第一产业实现增加值90.89亿元，可比增长6.4%；第二产业实现增加值782.78亿元，可比增长6.7%；第三产业实现增加值529.07亿元，可比增长12.0%；三次产业结构比由2020年的6.8:55.4:37.8调整至6.5:55.8:37.7，产业结构有所优化。涪陵区工业基础较好，已形成新材料、装备制造、清洁能源、食品医药和信息技术五大支柱产业，2021年实现工业增

加值619.66亿元，可比增长11.2%。2021年，涪陵区固定资产投资444.45亿元，同比增长7.5%，其中基础设施投资实现104.02亿元，同比增长16.7%。

2021年，涪陵区一般公共预算收入完成60.94亿元，同比增长10.5%，高于全重庆市平均水平1.4个百分点；其中税收收入49.02亿元，税收收入占比上升至80.44%；同期，一般公共预算支出为120.57亿元，财政平衡率上升至50.54%，财政自给能力有所提高。近年来，随着地价的攀升及土地出让规模的增加，涪陵区政府性基金收入规模呈上升趋势，2021年全区政府性基金预算收入完成75.86亿元，大幅增长26.9%。2021年末，涪陵区政府债务余额为211.12亿元。

表1：近年来涪陵区主要经济及财政概况（亿元、%）

	2019	2020	2021
GDP	1,178.66	1,225.08	1,402.74
GDP 增速	8.1	4.3	8.7
一般公共预算收入	54.44	55.14	60.94
一般公共预算收入增速	1.0	1.3	10.5
税收收入占比	78.80	74.85	80.44
一般公共预算支出	126.90	128.00	120.57
财政平衡率	42.90	43.08	50.54
政府性基金收入	66.85	59.77	75.86

资料来源：涪陵区人民政府网站，中诚信国际整理

2021年10月20日，中共中央、国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》（以下简称“《纲要》”），涪陵区被纳入了成渝地区双城经济圈的规划范围。《纲要》指出，强化涪陵区对渝东北、渝东南带动功能；发挥涪陵区国家级页岩气示范区引领作用；鼓励涪陵区创建国家级高新技术产业开发区，打造国家新型工业化产业示范基地；支持涪陵区打造区域性物流中心；推动涪陵区发展人文休闲、度假康养，打造成渝“后花园”。未来，随着成渝地区双城经济圈的加速推进，作为成渝城市群的重要节点城市，涪陵区将面临更多的发展机遇。

**公司控股股东变更，实际控制人仍为涪陵区国资委；子公司较多，仍面临综合管理难度**

根据《重庆市涪陵区人民政府关于重庆市涪陵实业发展集团有限公司高质量发展有关事项的通

知》和《重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会关于重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司国有股权划转的通知》，2022年3月，重庆市涪陵区人民政府将公司100%股权无偿划转至重庆市涪陵实业发展集团有限公司（以下简称“涪陵实业”），公司控股股东由涪陵区国资委变更为涪陵实业，实际控制人仍为涪陵区国资委。

公司业务范围较广，下属子公司较多，主要业务由子公司经营，仍面临一定的综合管理难度。

**作为涪陵区重要的土地整治主体，公司土地整治业务模式清晰，近年来收入和回款情况均较好，但在整理地块投资规模较大，面临一定的资本支出压力；公司土地资产较充足，随着土地的陆续出让，可为公司提供较可靠的收入保障**

跟踪期内，公司仍作为涪陵区内重要的土地整治开发主体，主要承担着涪陵区内老城区棚户区拆迁改造和工业园区土地整治工作。涪陵区政府根据城市整体发展规划、土地供应计划、城市建设用地指标下达情况等，委托公司对涪陵区内国有土地进行场地平整、道路铺设、供水、供电、供气等配套基础设施的建设工作，使得相关土地达到出让条件。跟踪期内，公司土地整治开发业务模式未发生变化。

2019~2021年及2022年1~3月，经公司整理并实现土地出让的面积分别为359.06亩、763.29亩、616.82亩和135.00亩，总投资金额分别为5.83亿元、7.94亿元、11.87亿元和1.79亿元，同期确认的土地整治开发收入分别为6.86亿元、8.71亿元、13.20亿元和1.80亿元。

**表 2：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月经公司整理的土地出让情况（万元、亩）**

年度	地块名称	总投资金额	总面积	确认收入	已回款
2019 年	崇义街道红光社区四、五组、荔枝街道黎明社区六组	7,743.50	33.01	9,110.00	9,110.00
	涪陵区大木乡迎新社区一组	24,216.50	246.13	28,490.00	28,490.00
	涪陵区崇义街道荔枝园社区四组	26,318.55	79.92	30,963.00	30,963.00
	<b>合计</b>	<b>58,278.55</b>	<b>359.06</b>	<b>68,563.00</b>	<b>68,563.00</b>
2020 年	涪陵区崇义街道人民西路东侧	31,407.71	49.90	33,336.60	33,336.60
	涪陵区龙桥街道袁家村三、五组	15,416.40	506.15	17,188.40	17,188.40
	义和镇机房村 5 组	7,417.88	54.93	8,526.30	8,526.30
	义和镇机房村 4、5 组	8,658.41	55.03	9,952.20	9,952.20
	义和镇机房村 4、5、7 组	9,603.58	53.33	11,038.60	11,038.60
	涪陵区江北街道北坪村三组	6,887.88	43.95	7,031.92	7,031.92
	<b>合计</b>	<b>79,391.87</b>	<b>763.29</b>	<b>87,074.02</b>	<b>87,074.02</b>
2021 年	涪陵区马鞍街道两桂社区二组	8,503.40	37.30	10,055.00	10,055.00
	涪陵区李渡组团中心分区	38,219.79	166.00	42,949.18	42,949.18
	涪陵区江北组团北山坪 A 分区	3,047.36	21.60	3,457.02	3,457.02
	涪陵区李渡组团南区分区 F7-2/02、F7-3/02 地块	6,859.32	68.75	13,060.00	13,060.00
	李渡片区项目、义和基础设施项目	23,026.55	102.14	23,064.46	23,064.46
	产业园区、文旅项目	39,064.74	221.03	39,454.74	39,454.74
<b>合计</b>	<b>118,721.16</b>	<b>616.82</b>	<b>132,040.40</b>	<b>132,040.40</b>	
2022 年 1~3 月	产业园区、文旅项目	17,910.00	135.00	18,000.00	18,000.00
<b>合计</b>	<b>17,910.00</b>	<b>135.00</b>	<b>18,000.00</b>	<b>18,000.00</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在整理的地块为涪陵区域中村（厂）拆迁整治工程、涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目、江东旧城改造综合整治项目等，总面积合计为 30,326.52 亩，项目总投资 368.59 亿元，已投资 336.31 亿元，仍需投资 32.28 亿元，

2022 年计划投资 2.20 亿元，未来仍面临一定的投资压力。

公司预计 2022 年经整理后可实现出让的土地面积约为 500 亩，可实现土地出让收入 10.00 亿元。

**表 3：截至 2022 年 3 月末公司主要在建土地整治开发项目情况（万元、亩）**

项目名称	项目投资概算	已投资	总面积	计划出让时间	2022 年投资计划
涪陵区域城中村（厂）拆迁整治工程	1,165,668.00	1,373,474.92	5,442.90	2020~2025 年	--
涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目	60,913.50	48,167.19	906.60	2020~2025 年	5,000.00
江东旧城改造综合整治项目	227,918.42	208,625.73	1,969.00	2020~2025 年	3,000.00
涪州古城建设项目	433,772.73	379,946.47	1,200.00	2020~2025 年	6,000.00
清溪铜铝工业园项目	203,502.40	179,712.51	6,500.00	2020~2025 年	3,000.00
龙头港土地项目	543,486.00	207,620.63	1,890.00	2020~2025 年	5,000.00
李渡片区项目	361,044.00	443,456.19	1,905.90	2020~2025 年	--
太极南湖片区拆迁整治	214,646.50	186,106.28	1,197.00	2020~2025 年	--
乡镇污水处理厂项目	146,484.00	76,264.22	231.90	2020~2025 年	--
蒿枝坝项目	174,006.00	147,811.99	6,000.00	2020~2025 年	--
巴国民俗文化村项目	35,730.00	33,588.76	530.22	2020~2025 年	--
蔺市场镇梨香溪综合整治项目	72,552.50	45,294.70	585.00	2020~2025 年	--
白涛工业园区华峰工业园拆迁整治工程	46,139.80	33,078.00	1,968.00	2020~2025 年	--
<b>合计</b>	<b>3,685,863.85</b>	<b>3,363,147.60</b>	<b>30,326.52</b>	-	<b>22,000.00</b>

注：2022 年计划投资金额含 2022 年 1~3 月已投资金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司账面土地面积合计 133,898.71 亩，价值合计 284.28 亿元，其中出让地面积 3,757.66 亩，账面价值 16.72 亿元；储备地面积 10,257.46 亩，账面价值 199.78 亿元；划拨地面积 14,601.79 亩，账面价值 27.26 亿元；林权面积 105,281.80 亩，账面价值 40.52 亿元。出让地由政府划拨、协议转让及公开竞买等方式获得；储备地主要通过土地整治开发业务形成，2012 年以前公司具备土地收储职能，项目形成的土地可作为储备地办理土地权证并入账；划拨地大多为涪陵区政府为支持公司发展划入的资产；林权可通过出租、自营或联营等方式产生运营收入。公司储备土地和划拨土地全部经涪陵区政府及相关部门文件批复，均履行了必要的划转程序并取得了相关权证。总体来看，公司土地资产较充足，价值较高。

**公司城乡建设用地挂钩指标业务已基本投资完毕且存量规模较大，2021 年因交易地票较少当期实现收入下降，但预计未来地票交易或可为公司带来一定的收入**

跟踪期内，公司仍作为涪陵区城乡建设用地挂钩指标业务的经营主体。截至 2022 年 3 月末，涪陵城乡统筹建设项目总占地面积为 1,089.96 公顷，已基本投资完毕。项目建成后形成“地票”共计约 14,983.28 亩。2019 年，公司交易地票面积 2,213 亩，

均价为 30 万元/亩，实现收入为 6.65 亿元；2020 年公司交易地票面积 1,368.83 亩，实现收入 4.11 亿元；2021 年交易地票较少，仅实现收入 0.02 亿元；2022 年 1~3 月，公司未进行地票交易。

2022 年，公司计划交易地票 1,000 亩，预计实现地票交易收入约 2 亿元。

**表 4：2019~2021 年公司地票业务经营情况**

	2019	2020	2021
价格（万元/亩）	30	30	30
面积（亩）	2,213	1,368.83	8.16
成本（万元）	56,797.87	34,683.95	202.96
实现收入（万元）	66,451.23	41,064.82	244.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司前期建设的大部分安置房（回迁房）和棚户区（危旧房）已基本完工，近年来相关销售收入逐年下降，未来仍可实现一定规模的收入；市场化经营项目资金投入规模较大，资金主要为自筹，面临一定的投融资压力**

目前，公司主要通过参与区内国有企业签订《建设项目代建及经营合同》协议，由重庆市涪陵城市建设投资集团有限公司（以下简称“涪陵城建”）组织建设棚户区（危旧房）改造项目以及征迁项目所需的安置房（回迁房）。跟踪期内，棚户区（危旧房）改造项目和安置房项目业务模式未发生变化。

截至 2022 年 3 月末，公司安置房项目主要包括白鹤印象安置房、风情别院安置房及大华公寓保障房等项目，建成面积为 200.69 万平方米，已投资合计为 62.46 亿元，公司前期建设的大部分安置房（回迁房）和棚户区（危旧房）已完工，资金来源

为自筹。公司建成安置房项目预计总销售金额 64.92 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司已销售金额 41.33 亿元，累计收到回款金额 41.33 亿元，经营回款整体情况较好。

**表 5：截至 2022 年 3 月末公司安置房项目情况（万元、平方米）**

项目	总投资额	已投资额	已建成面积	开售时间	预计销售金额	已销售金额	建设期间
白鹤印象安置房	23,781.00	28,537.00	110,510.00	2013	38,679.00	37,146.89	2011~2013
至上美地安置房	4,988.00	5,985.00	24,218.00	2013	8,476.00	8,149.99	2011~2013
书香临舍安置房	7,419.00	8,902.00	30,995.00	2011	10,848.00	9,500.35	2010~2011
风情别院安置房	13,578.00	16,293.00	66,337.00	2013	23,218.00	8,725.00	2011~2013
江东堤防拆迁安置小区	15,429.00	19,387.00	56,455.00	2015	21,718.00	21,455.86	2013~2018
海关片区拆迁安置房	19,614.00	20,986.00	68,940.00	2016	24,633.00	19,443.73	2013~2018
鸡爪坪安置房	22,160.00	28,701.00	86,506.00	2016	30,909.00	16,732.89	2013~2018
江东堤防插旗拆迁安置小区	62,346.00	66,819.00	218,732.00	2015	78,157.00	38,683.02	2013~2018
江江北坪村安置房	45,881.00	54,544.00	169,931.00	2015	43,726.00	35,341.23	2013~2018
两江名品安置房	28,635.00	25,060.00	98,481.00	2016	35,190.00	18,658.53	2013~2018
清溪再生有色金属特色产业园安置房	64,007.00	65,716.00	239,500.00	2014	61,633.00	26,020.48	2013~2018
新城元素安置房	17,965.00	16,549.00	52,108.00	2015	18,620.00	16,020.74	2013~2018
鹤鸣花苑安置房	30,415.00	35,608.00	102,752.00	2014	36,716.00	35,440.31	2013~2018
白涛化工园区保障房	29,725.00	52,432.00	118,900.00	2017	32,697.00	16,103.47	2013~2018
望江新村保障房	8,088.97	11,265.00	35,419.59	2017	12,391.00	9,769.49	2011~2017
火柴新村保障房	8,524.00	10,790.50	22,800.00	2017	11,869.00	9,608.42	2011~2017
城东公寓保障房	24,000.00	27,298.10	69,300.00	2017	30,027.00	14,787.33	2011~2017
兴涪公寓保障房	1,770.25	2,753.00	8,554.10	2017	3,028.00	2,903.37	2011~2017
华墨公寓保障房	4,921.67	6,247.86	23,200.00	2017	7,296.00	7,012.67	2011~2017
大华公寓保障房	53,400.55	56,064.30	204,200.00	2017	50,670.00	40,293.01	2011~2017
李渡教育公寓保障房	9,947.49	12,818.00	43,100.00	2017	14,099.00	11,857.61	2011~2017
华福裙安置房	24,913.00	24,913.00	68,700.00	2017	24,045.00	9,622.94	2011~2017
沙溪沟安置房	11,212.67	14,392.20	57,620.10	2017	20,167.04	-	2011~2017
龙桥石沱二期安置房	12,498.00	12,498.00	29,600.00	2017	10,360.00	-	2011~2017
<b>合计</b>	<b>545,219.60</b>	<b>624,558.96</b>	<b>2,006,858.79</b>	-	<b>649,172.04</b>	<b>413,277.32</b>	-

注：1、由于总投资额是计划投资额，故部分安置房项目实际投资额大于计划投资额；2、由于沙溪沟安置房和龙桥石沱二期安置房位置较偏，安置户优先选择城内的安置房，此两处安置房暂未开始安排安置。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019~2021 年，公司安置房销售面积分别为 14.11 万平方米、11.10 万平方米和 8.41 万平方米，

实现市场化项目经营收入分别为 4.67 亿元、3.99 亿元和 2.97 亿元。2022 年 1~3 月未实现相关收入。

**表 6：2019~2021 年公司安置房销售情况（平方米、万元）**

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入	销售面积	销售收入
白鹤印象安置房	1,429.68	510.84	658.18	236.98	81.54	29.36
至上美地安置房	1,408.37	503.24	541.87	194.50	67.13	24.10
江东堤防拆迁安置小区	4,694.88	1,677.83	322.70	116.27	39.98	14.40
海关片区拆迁安置房	8,169.03	3,039.79	5,944.29	2,141.09	4,312.16	1,560.71
鸡爪坪安置房	7,223.58	2,581.03	5,789.77	2,084.94	4,498.08	1,617.24
江东堤防插旗拆迁安置小区	8,501.46	3,041.08	6,656.01	2,398.01	5,169.87	1,859.90
江江北坪村安置房	9,978.27	2,567.63	7,835.30	2,802.79	5,789.36	1,976.99
两江名品安置房	9,456.41	3,379.55	6,456.99	2,311.12	5,016.23	1,794.88
清溪再生有色金属特色产业园安置房	8,356.78	2,179.13	10,029.98	3,564.05	9,226.47	3,064.34

新城元素安置房	7,110.28	2,540.82	4,410.76	1,588.51	871.45	313.85
鹤鸣花苑安置房	5,805.73	2,074.57	1,482.35	533.83	183.65	66.14
白涛化工园区保障房	9,636.23	2,767.13	9,592.98	3,457.46	10,919.92	3,879.23
望江新村保障房	5,272.41	1,884.00	4,405.31	1,587.04	3,422.44	1,230.93
火柴新村保障房	4,461.56	1,594.26	6,549.31	2,359.23	4,056.99	1,461.43
城东公寓保障房	7,871.64	2,812.79	7,040.91	2,538.50	5,470.01	1,968.59
兴涪公寓保障房	551.70	197.32	222.83	80.00	138.03	49.56
华墨公寓保障房	3,742.38	1,337.27	3,367.62	1,212.78	2,583.47	928.92
大华公寓保障房	26,539.85	8,131.53	17,361.32	6,251.65	12,963.15	4,549.30
李渡教育公寓保障房	6,187.58	2,211.01	5,808.51	2,092.54	4,232.73	1,523.00
华福裙安置房	4,740.19	1,701.43	6,559.68	2,362.95	5,091.53	1,832.77
<b>合计</b>	<b>141,138.01</b>	<b>46,732.25</b>	<b>111,036.69</b>	<b>39,914.24</b>	<b>84,134.19</b>	<b>29,745.64</b>

注：加总数与合计数存在尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

另外，截至 2022 年 3 月末，公司拟建自营项目为涪陵龙头港绿色物流仓储园区项目，计划总投资为 31.55 亿元，其中工程费用 27.55 亿元，工程建设其它费用 1.07 亿元，基本预备费 1.43 亿元，建设期利息 1.50 亿元。资金来源为公司自筹 6.55 亿元，本次募集资金 25.00 亿元。截至 2022 年 3 月末，该项目尚未开工建设。项目计划 2022 年底开工，建设期为 24 个月。该业务采取自营模式，未来主要依赖物流仓储用房出租收入、配套商业销售收入、除销售外配套商业出租收入及办公用房出租收入、停车场出租收入和广告牌出租收入进行资金平衡。

**涪陵榨菜销售覆盖面广，2021 年产量和销量略有下降，但受提价影响盈利能力和产销率较高，仍为公司业务中较为稳定的收入来源；随着涪陵榨菜完成定增募资，资本实力进一步增强，公司对其持股比**

### 例有所下降但仍为最大股东

公司食品加工业务的经营主体仍为子公司涪陵榨菜。跟踪期内，涪陵榨菜的产能、经营模式、上下游结算方式及市场布局未发生变化。

2019~2021 年，涪陵榨菜产量分别为 13.14 万吨、15.76 万吨和 15.32 万吨，总体生产较为稳定；同期，库存量分别为 2,055.17 吨、3,873.54 吨和 3,768.88 吨。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，涪陵榨菜的销售量分别为 13.85 万吨、15.58 万吨、15.32 万吨和 3.51 万吨，销量较大，主要系涪陵榨菜通过产品创新和广告推广知名度不断提高。公司销售均价逐年上升，由 2019 年的 1.44 万元/吨增至 2021 年的 1.64 万元/吨；销售收入随榨菜产品的销售均价的上升而不断增长，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，销售收入分别为 19.90 亿元、22.73 亿元、25.16 亿元和 6.89 亿元。

表 7：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月涪陵榨菜经营情况

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
销售量（吨）	138,473.84	155,773.08	153,231.12	35,124.00
生产量（吨）	131,440.26	157,591.45	153,201.89	39,789.02
库存量（吨）	2,055.17	3,873.54	3,768.88	6,463.32
销售均价（万元/吨）	1.44	1.46	1.64	1.96
销售收入（万元）	198,959.31	227,274.66	251,638.75	68,854.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

涪陵榨菜原材料采购主要包括初级农产品（主要为青菜头及其粗加工制品等）和工业产品（纸箱、包装袋、辅料等）。2021 年，涪陵榨菜向前五大供应商采购金额占采购总额比重为 24.68%，单一供应

商集中度较低。

表 8：2021 年涪陵榨菜前五大供应商（万元）

供应商	采购金额	占比
供应商 1	8,416.39	7.37%

供应商 2	7,350.32	6.44%
供应商 3	5,618.60	4.92%
供应商 4	3,478.08	3.05%
供应商 5	3,324.31	2.91%
<b>合计</b>	<b>28,187.70</b>	<b>24.68%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

涪陵榨菜建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，产品遍布沃尔玛、新玛特等全国各大连锁超市和各级农贸市场。公司销售对象主要系贸易公司，2021 年公司前五大销售客户占总销售额比重为 12.99%，单一客户集中度也较低。

重大投资项目方面，涪陵榨菜在建的重大项目主要包括 1.6 万吨/年脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目、辽宁开味食品有限公司年产 5 万吨泡菜生产基地建设项目、中国榨菜城-乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地项目，涪陵榨菜合计总投资 43.82 亿元，截至 2021 年末，已投资 4.49 亿元，以自有资金为主。

表 9：2021 年涪陵榨菜前五大客户（万元）

客户	销售金额	占比
客户 1	11,458.80	4.55%
客户 2	7,176.48	2.85%
客户 3	6,651.73	2.64%
客户 4	3,800.28	1.51%
客户 5	3,620.36	1.44%
<b>合计</b>	<b>32,707.64</b>	<b>12.99%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据涪陵榨菜 2020 年 11 月 12 日公开披露的《重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司 2020 年非公开发行 A 股股票募集资金使用可行性分析报告》，涪陵榨菜拟通过非公开发行不超过 33.00 亿元股票，募集资金用于乌江涪陵榨菜绿色智能化生产基地（一期）和乌江涪陵榨菜智能信息系统项目建设。项目达产后，公司将主要新增 40.7 万吨原料窖池（其中头腌池 9.5 万吨、发酵池 31.2 万吨）、原料加工车间及原料自动化加工设备；新增榨菜自动化生产线 10 条及配套环保工程和智能物流工程，实现产能 20 万吨/年。2020 年 12 月 3 日，涪陵榨菜向中国证监会报送了《重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司 2020 年非公开发行股票申请文件》。根据涪

陵榨菜 2021 年 1 月 14 日披露的《重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司关于非公开发行股票申请获得中国证监会核准批文的公告》，涪陵榨菜已收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2021〕68 号）（以下简称“批复”），核准涪陵榨菜非公开发行不超过 142,185,616 股新股，发生转增股本等情形导致总股本发生变化的，可相应调整本次发行数量。2021 年 5 月 18 日，本次定增已完成，公司持股比例由 39.65% 变更为 35.26%。总体来看，涪陵榨菜资本实力进一步增强，公司对其持股比例虽有所下降，但仍为最大股东。

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

公司铝产品业务经营主体仍为子公司重庆国丰实业有限公司（以下简称“国丰实业”），主要从事电解铝业务，业务主要包括电解氧化铝以及向下游客户销售铝锭或铝水（铝液）。

国丰实业主要采取以销定产的方式进行生产，产量主要取决于产能和订单量。截至 2022 年 3 月末，国丰实业的产能为 8 万吨/年。2019~2021 年，国丰实业产量分别 7.27 万吨、4.73 万吨和 8.13 万吨，产能利用率分别为 90.89%、59.09% 和 101.57%，产能利用率较高。

销售方面，国丰实业主要产品是铝锭和铝水，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，销量分别为 7.30 万吨、4.64 万吨和 8.21 万吨和 1.93 万吨。产品销售对象主要系重庆市内的铝产品加工企业，2021 年前五大客户的销售额 13.26 亿元，占比达 97.39%，集中度高且主要为民企。产销综合来看，由于国丰实业采取以销定产的方式进行生产，产销率始终保持在高位。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，产销率

分别为 100.45%、98.19%、101.07% 和 96.75%。结算方面，下游客户以现金按月结算，账期依照合同约定，一般为一个月。

**表 10：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月国丰实业电解铝产销情况（吨、万元/吨、万元）**

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
销售量	73,042.90	46,417.23	82,126.57	19,302.35
生产量	72,716.35	47,272.95	81,254.33	19,950.28
库存量	16.52	872.24	--	647.93
产能	80,000.00	80,000.00	80,000.00	80,000.00
产能利用率	90.89%	59.09%	101.57%	99.76%*
销售均价	1.22	1.26	1.65	1.93
销售收入	89,043.76	58,552.91	135,332.16	37,193.15
产销率	100.45%	98.19%	101.07%	96.75%

注：销售量\*销售均价与销售收入不一致系四舍五入所致；2022 年 1~3 月产能利用率系年化指标。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 11：2021 年国丰实业主要销售客户情况（万元）**

客户	销售额	占比
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	52,618.78	38.88%
重庆东庆铝业有限公司	53,868.76	39.80%
重庆天启铝业有限公司	14,826.38	10.96%
重庆东杰物资有限公司	7,523.13	5.56%
重庆新诚钰国际贸易有限公司	3,791.08	2.80%
<b>合计</b>	<b>132,628.13</b>	<b>98.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，采购原材料主要为氧化铝粉、阳极碳素和电力。其中氧化铝主要向周边的氧化铝厂家购买，炭块向市场采购，电力主要向电网公司采购，目前国丰实业正积极争取直购电、丰枯电价等政策，以期进一步降低生产成本，同时自备热电联产发电机组 350MW 一套以及龙潭输变电工程，以保障生产用电，公司通过国丰实业收购重庆市中涪南热电有限公司股权并纳入合并范围，实现铝电一体化经营。2021 年，国丰实业前五大供应商采购金额共计 4.90 亿元，占采购总额比重为 87.74%，供应商集中度较高。国丰实业与上游供应商的结算方式以承兑汇票为主，账期依照合同约定，一般为一个月。

**表 12：2021 年铝产品加工主要原材料采购情况**

内容	数量（吨）	金额（万元）
矿石（氧化铝）	158,135.76	38,810.07
氟化铝	1,099.94	748.95
炭块	41,266.72	16,308.11
<b>合计</b>	<b>200,502.42</b>	<b>55,867.13</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 13：2021 年国丰实业前五大供应商情况（万元）**

供应商	采购额	占比
中电投重庆铝业国际贸易有限公司	12,476.44	22.33%
重庆市博赛矿业（集团）有限公司	11,434.48	20.47%
重庆市和佳碳素制品有限公司	10,340.53	18.51%
贵州广铝公司氧化铝有限公司	8,577.89	15.35%
贵州华锦铝业有限公司	6,189.57	11.08%
<b>合计</b>	<b>49,018.91</b>	<b>87.74%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司铝产品加工业务产能利用率和产销率始终保持高位，但下游客户集中度高且主要为民企，需关注下游市场的价格和需求变动对该业务板块经营的影响。

**页岩气公司上游供应商和下游客户稳定，综合考虑涪陵区丰富的页岩气储量，该板块未来具有较好的发展前景；随着售气量的增多，2021 年页岩气收入有所上升**

公司页岩气销售业务的经营主体仍为子公司重庆市涪陵页岩气产业投资发展有限公司（以下简称“页岩气公司”），跟踪期内，业务模式、上下游客户、约定供应量等均未发生变化。截至 2021 年末，页岩气公司总资产为 15.29 亿元，净资产为 7.64 亿元，资产负债率为 50.00%；2021 年，页岩气公司实现营业总收入 4.37 亿元，净利润为 0.31 亿元。

2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，页岩气公司购气量分别为 3.00 亿立方米、2.50 亿立方米、3.00 亿立方米和 0.69 亿立方米，整体较为稳定。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月天然气采购单价分别为 1.35 元/立方米、1.34 元/立方米、1.35 元/立方米和 1.29 元/立方米。工业用气的价格根据市场需求调整，近年来有所波动。页岩气公司只赚取中间差价，同期分别实现销售收入 4.59 亿元、3.34 亿元、4.29 亿元和 1.63 亿元，毛利润分别为 0.81 亿元、0.27 亿元、0.56 亿元和 0.37 亿元。

**表 14：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月页岩气销售情况**

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
销售收入（亿元）	4.59	3.34	4.29	1.63
销售成本（亿元）	3.77	3.07	3.73	1.26
毛利润（亿元）	0.81	0.27	0.56	0.37

购气量 (亿立方米)	3.00	2.50	3.00	0.69
售气量 (亿立方米)	3.00	2.50	3.00	0.92
工业用气价格 (元/立方米)	1.63	1.54	1.42	1.42
天然气采购价格 (元/立方米)	1.35	1.34	1.35	1.29

注：销售收入为不含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司融资租赁业务收入规模有所下降，租金业务和担保业务目前收入规模仍较小，对营业收入形成一定的补充；但公司的担保及融资租赁业务均存在一定的或有风险，需保持关注

租金业务方面，公司的房屋及商业门面授权委托子公司重庆市国宜物业管理有限责任公司（以下简称“国宜公司”）负责租赁管理，由国宜公司代收租金，每月将租金全额上缴给母公司，每年按照市场行情调整租金标准。国宜公司的日常管理开支由母公司全额拨付。2019~2021年及2022年1~3月，公司租金收入分别为1,637.38万元、1,270.16万元、2,591.19万元和319.79万元，收入有所波动。未来公司将继续整合全区经营性房产资源，租金收入有望进一步提升。

公司担保业务主要由子公司重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司（以下简称“银科担保”）和重庆国农融资担保有限公司（以下简称“国农担保”）负责，主要在重庆市范围内开展业务，业务范围包括贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等。2019~2021年及2022年1~3月，担保收入分别为2,224.82万元、1,680.59万元、1,158.88万元和296.50万元，受疫情影响，收入规模呈持续下滑趋势。截至2021年末，国农担保的担保余额为30,642.57万元，担保费率为2%，2021年代偿金额403.09万元，追偿金额为313.47万元，担保代偿率为2.2%；截至2021年末，银科担保的担保余额74,489.62万元，担保费率为2%，2021年代偿金额为1,777.19万元，追偿金额为1,032.85万元，担保代偿率为3.29%。

公司融资租赁业务由子公司重庆国兴融资租赁有限公司（以下简称“国兴公司”）负责，业务范围主要包括融资租赁业务、向国内外购买租赁财产、

租赁财产的残值处理及维修、租赁交易咨询和担保等业务等。截至2021年末，国兴公司已收回投放项目本金4.15亿元，已收回租金0.80亿元，应收租金余额为1.94亿元；同期，国兴公司开始回收租金的项目共118个，租金本息回收率为23.41%。2019~2021年及2022年1~3月，公司融资租赁业务收入为分别为1.30亿元、1.33亿元、0.99亿元和0.14亿元，同期，毛利率分别为56.04%、52.78%、36.64%和15.25%，2020年受疫情影响当期毛利率有所下降；2021年，由于投放项目大幅减少，服务费收入规模亦大幅缩减，毛利率降幅较大。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年财务报告以及未经审计的2022年一季度财务报表，均为合并口径。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，且均采用年末数据。

### 公司业务板块较多，近年来营业收入和经营性业务利润持续增加；但受部分板块毛利率下降影响，公司2021年综合营业毛利率进一步下降，且部分板块毛利率仍较低

2021年公司营业总收入为70.17亿元，较上年增加9.85亿元，主要来源于食品加工、土地整治开发、页岩气销售及铝产品加工业务收入进一步提升。2021年，公司食品加工收入为25.19亿元，较上年增加2.46亿元，主要是由于当期榨菜销售均价有所上涨；土地整治开发项目收入为13.20亿元，较上年增加4.49亿元，主要系受当期土地出让进度影响；铝产品加工收入为21.11亿元，较上年大幅增加主要系收购中涪南热电有限公司所致；公司页岩气售气量有所上升，销售收入增加至4.80亿元。此外，公司市场化项目经营收入为2.97亿元，其他收入为2.90亿元，经营性业务收入为营业收入提供了一定补充。2022年一季度营业收入为17.00亿元。

2021年，公司综合毛利率较上年下降3.91个百分点。其中，食品加工业务毛利率较上年有所下

降，但仍处于高位，主要系涪陵榨菜市场占有率较高，具有较强的产品定价能力，近年来主要榨菜产品价格较高所致；土地整治开发业务毛利率增幅较大，主要系土地价格上升所致；随着采购方复工复产，公司页岩气销售板块毛利率逐步回升；铝产品加工毛利率增幅较大，主要是由于电解铝均价上升；市场化项目经营毛利率有所上升；地票项目毛利率亦随地票价格上涨有所提升。2022年一季度，公司营业毛利率为26.63%。

**表 15：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
食品加工	19.90	22.73	25.19	6.89
项目经营	11.53	12.70	16.18	1.80
其中：土地整治开发	6.86	8.71	13.20	1.80
市场化项目经营	4.67	3.99	2.97	--
页岩气销售	4.59	3.34	4.80	1.63
铝产品加工	9.03	11.54	21.11	5.77
其他业务	9.37	10.02	2.90	0.91
其中：地票项目	6.65	4.11	0.02	--
其他	2.72	5.91	2.88	0.91
<b>合计</b>	<b>54.41</b>	<b>60.32</b>	<b>70.17</b>	<b>17.00</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
食品加工	58.61	58.26	52.36	52.33
项目经营	16.38	8.49	10.80	4.91
其中：土地整治开发	15.00	8.82	10.09	4.91
市场化项目经营	18.40	7.77	13.98	--
页岩气销售	17.70	7.99	11.06	23.10
铝产品加工	2.05	5.52	5.07	3.88
其他业务	28.83	25.45	48.70	25.72
其中：地票项目	14.53	15.54	17.09	--
其他	63.70	32.33	48.97	25.72
<b>综合</b>	<b>31.69</b>	<b>29.50</b>	<b>25.59</b>	<b>26.63</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用合计较上年增加2.43亿元，其中销售费用增加1.16亿元，主要系品牌宣传费用增加；管理费用较上年增加0.85亿元，主要系人工费用增加以及新增项目前期费用；同期财务费用增加0.44亿元，主要是由于当年利息支出的大幅增加，但由于有一定规模的利息收入，公司财务费用仍为负。2021年公司营业总收入较上年虽有所上升，但不及期间费用增长幅度，当期期间费用率有所上升，总体来看，公司期间费用控制能力尚可。

2021年公司经营性业务利润较上年有所下降，

主要系当期毛利率下降以及期间费用增加所致；营业外损益和公允价值变动收益均较上年有所增加，当期利润总额上升22.34%。2021年，公司获得政府补助为8.30亿元，公司利润对政府补助有一定的依赖。

**表 16：近年来公司盈利能力相关指标(亿元)**

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	4.59	4.46	6.89	1.62
营业总收入	54.41	60.32	70.17	17.00
期间费用率(%)	8.43	7.39	9.82	9.50
经营性业务利润	11.77	12.32	9.94	2.88
公允价值变动收益	0.12	0.95	1.87	--
投资收益	0.94	1.66	1.41	0.23
营业外损益	0.76	2.70	8.12	-0.01
其他收益	0.23	0.13	0.19	0.11
利润总额	13.42	17.44	21.33	3.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021年受益于项目的推进及涪陵榨菜增发股份的影响，公司总资产和净资产继续呈增长态势；债务规模当期有所增长，公司资产负债率和总资本化比率虽均较上年有所上升，但仍处于较低水平**

受益于公司项目投资的发展及涪陵榨菜增发股份的影响，公司总资产逐年递增，主要由货币资金、存货、投资性房地产和其他非流动资产构成。2021年末公司货币资金较上年末增加44.13亿元至131.41亿元，主要系银行存款，受限的货币资金为33.52亿元，主要为到期日为三个月以上且拟持有至到期的定期存款本金及利息以及用于担保的定期存款或通知存款。2021年末，公司存货为93.20亿元，主要系土地开发整理和安置房业务所对应的开发成本以及已完工未结算项目。公司投资性房地产主要为公司通过项目投资开发及政府划转所形成的土地使用权、房产和林权，其中土地使用权价值284.28亿元。公司其他非流动资产主要包括重庆市涪陵区城市发展投资集团有限公司代建工程、城中村（厂）集体土地整治工程、涪州古城项目、保障性住房项目（安置和商用房）和江东片区工程项目等，2021年末较上年末增加60.50亿元主要系重庆市涪陵区城市发展投资集团有限公司代建工程和产业园区和城中村（厂）集体土地整治工程等项目

目成本增加所致。2022年3月末，公司货币资金较上年末增加42.05亿元，主要系当期银行借款、债券和信托等产品融资资金到账较多所致，其他资产构成整体变化不大。

公司负债规模呈增长态势，以非流动负债为主。截至2021年末及2022年3月末，长期借款分别为99.27亿元和107.46亿元；同期应付债券分别为284.55亿元和347.20亿元，长期应付款分别为60.91亿元和65.41亿元。随着公司业务的发展，债务规模逐年上升，公司债务以长期债务为主，符合公司主营业务投资规模较大、建设周期长且资金回笼周期较长的特点。近年来，随着公司总债务的上升，公司资产负债率和总资本化比率呈逐年上升趋势，但是短期债务/总债务比重较低，债务结构较好。

得益于资产注入及盈利的累积，近年来公司所有者权益总体呈增长趋势。各期末，实收资本均为20.00亿元。资本公积近年来持续增加，2021年末资本公积较上年末增加27.90亿元主要系当年涪陵榨菜增发所致。截至2022年3月末，资本公积主要包括土地使用权（含储备地）228.48亿元、林权40.61亿元、房屋37.01亿元、货币资金68.72亿元、股权18.46亿元以及其他资本公积77.31亿元。截至2022年3月末，公司发行的永续债合计为32.12亿元，计入其他权益工具。2021年末，公司少数股东权益较上年末增加25.89亿元，主要系涪陵榨菜增发股份所致。同期末，公司未分配利润随着利润的累积呈逐年增加态势。

资产质量方面，公司资产中存货和其他非流动资产占比较大，主要为项目投入成本，且公司投资性房地产包括储备地、划拨地和林权规模较大，变现能力较弱，总体来看，公司资产流动性较弱。资产收益性方面，按照2022年3月31日收盘价格计算，公司持有的重要上市公司总市值合计约为122.68亿元，市值较高，且公司页岩气等实业板块经营效益较好，公司资产收益性整体较好。此外，根据《太极集团关于控股股东增资事宜获得重庆市涪陵区人民政府批复的公告》，涪陵区国资委同意

太极集团有限公司以非公开协议方式引入中国中药有限公司对其增资，公司将同步参与增资。2020年12月14日，上述股权划转已完成登记，公司持有太极集团总股本比例由原来的2.34%上升至7.92%。2021年，太极集团净利润由正转负，为-5.77亿元，主要系销售费用增加以及投资收益减少所致。

**表 17：截至 2022 年 3 月末公司持有重要上市公司股权情况**

股权名称	股票代码	总市值 (亿元)	持股比例 (%)	公司持股市 值(亿元)
涪陵榨菜	002507.SZ	288.57	35.26	101.75
太阳能	000591.SZ	263.42	3.00	7.90
太极集团	600129.SH	125.41	7.92	9.93
国城矿业	000688.SZ	185.38	0.88	1.63
西南证券	600369.SH	289.06	0.23	0.66
三峰环境	601827.SH	131.58	0.61	0.80
<b>合计</b>	--	--	--	<b>122.68</b>

注：市值按照 2022 年 3 月 31 日收盘价计算。

资料来源：中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项余额为 27.68 亿元，占当期末总资产的 2.07%。同期末，长期应收款为 15.11 亿元，主要为公司子公司融资租赁不断开展，融资租赁款项计入长期应收款所致；其他应收款包括往来款项和关联公司款项，其中对山西金德成信矿业有限公司的 2.06 亿元往来款，其股东甘肃万星实业股份有限公司已于 2019 年 10 月申请破产清算，中诚信国际将对其款项回收情况保持持续关注。

**表 18：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	101.58	87.28	131.41	173.46
存货	94.04	91.00	93.20	94.17
投资性房地产	306.13	304.34	306.58	306.61
其他非流动资产	467.13	524.80	585.30	595.22
非流动资产/总资产(%)	79.78	82.41	79.33	76.53
<b>总资产</b>	<b>1,068.48</b>	<b>1,124.71</b>	<b>1,275.63</b>	<b>1,336.52</b>
实收资本	20.00	20.00	20.00	20.00
其他权益工具	53.00	25.07	36.90	32.12
资本公积	424.00	442.60	470.50	470.60
未分配利润	47.49	52.98	61.88	56.74
<b>所有者权益合计</b>	<b>588.78</b>	<b>583.27</b>	<b>665.93</b>	<b>657.33</b>
短期债务/总债务(X)	0.27	0.12	0.22	0.18
资产负债率(%)	44.90	48.14	47.80	50.82
总资本化比率(%)	42.44	44.48	43.89	47.01
应收类款项/总资产(X)	3.11	3.10	2.11	2.07

营业总收入	54.41	60.32	70.17	17.00
营业毛利率(%)	31.69	29.50	25.59	26.63
经营性业务利润	11.77	12.32	9.94	2.88
利润总额	13.42	17.44	21.33	3.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021年，受益于公司食品加工等业务经营状况良好，经营活动现金呈净流入状态，投资活动净现金流近年来持续表现为净流出状态，且缺口有所扩大；债务分布较为均匀但各期到期规模较大，仍面临一定的偿债压力**

公司经营活动净现金流近年来均呈净流入状态，主要系子公司涪陵榨菜回款逐年增加以及公司页岩气和铝产品加工业务经营情况较好导致公司现金流入较多。2021年公司收到其他与经营活动有关的现金为52.91亿元，主要是收到的政府补助及公司与区内其他国有企业因资金周转形成的往来款，其中，2021年有所增加主要是由于往来款增多。2021年，公司经营活动现金流出较上年有所增加，主要系当年往来款的增加所致。公司近年来收现比均超过1.00，主营业务回款情况良好。投资活动净现金流近年来均呈净流出状态，但主要由于收回投资增加以及投资支出加大，2021年缺口增加。公司投资活动缺口主要依赖筹资活动弥补，2021年公司加大融资力度以及当年偿还债务同比有所减少，经营活动净现金流大幅提升。

偿债指标方面，由于公司项目投入的增加，公司总债务规模呈增长态势，2021年，由于债务规模的增加不及EBITDA增幅，总债务/EBITDA有所下降，随着EBITDA的增加使得EBITDA利息覆盖倍数有所上升。2021年，公司经营活动净现金流利息覆盖倍数为0.57，经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力较弱；同期，经营活动净现金流/总债务为0.03，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力亦很弱。截至2022年3月末，受益于货币资金增幅较大，公司货币资金/短期债务上升至1.67，货币资金可完全覆盖短期债务。

**表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2019	2020	2021	2022.3
--	------	------	------	--------

经营活动净现金流(亿元)	16.37	17.66	14.68	1.39
投资活动净现金流(亿元)	-32.54	-46.69	-71.93	-7.22
筹资活动净现金流(亿元)	32.64	1.62	82.45	48.33
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.04	0.03	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.66	0.57	0.57	--
货币资金/短期债务(X)	0.85	1.57	1.17	1.67
收现比(X)	1.07	1.00	1.05	0.95
总债务/EBITDA(X)	29.09	23.09	20.71	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.60	0.66	0.98	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司整体偿债压力较大，较充足的授信为公司提供了备用流动性支持；公司对外担保金额不大，且担保对象主要为国有企事业单位，代偿风险较小**

根据公司提供的资料，截至2022年3月末，公司需偿还债务为615.16亿元，其中2022年4~12月及2023~2025年，公司分别需要偿还债务148.52亿元、145.71亿元、115.24亿元和95.93亿元，各年度到期规模较大，中诚信国际将持续关注公司的还款计划安排及偿付情况。

截至2022年3月末，公司获得的授信额度为545.32亿元，已使用额度为273.01亿元，未使用额度为272.32亿元，备用流动性较充足。

截至2022年3月末，公司受限资产账面价值合计为141.13亿元，包括受限的货币资金33.07亿元，因抵质押借款而受限的土地使用权和房屋合计为100.13亿元、林权7.93亿元，占公司总资产的比重为10.56%。

截至2022年3月末，公司对外担保金额为9.76亿元，占净资产比重为1.48%，担保对象为重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司和重庆市涪陵高速公路建设投资有限公司，目前正常经营，或有负债风险较小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月6日，母公司不存在未结清不良信贷信息，但存在一笔已结清欠息记录，系成都银行股份有限公司重庆分行欠息，产生于2018年11月23日，结清于2018年11月24日，根据公司提供的资料，此笔欠息为银

行系统未及时划扣所致，非不良欠息。除此之外，母公司未出现过已发行债券到期未支付利息或未偿还本金的情形。

## 外部支持

**公司作为涪陵区重要的国有资本运营主体，资本实力雄厚，兼备土地整理和国有资产运营职能，获得了资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持**

资产注入方面，2019年，根据涪城管文[2019]40号文件，将市政资产收益权评估入账，增加公司资本公积 25.21 亿元；根据涪财政发[2019]605号文件，将深圳市罗湖区人民北路水产大厦办公房地产无偿划转至公司，增加资本公积 0.18 亿元；根据涪财政函[2019]50号文件，将乡镇法庭办公综合楼权属无偿划转至公司，增加资本公积 54.81 万元。2020年，根据涪财政函[2020]298号文件、涪财政函[2020]335号及涪财政函[2020]297号等文件，涪陵区政府将行政事业单位资产无偿划转至公司，增加资本公积 7.86 亿元。

股权划转方面，2020年，根据渝国资[2020]571号和涪国资发[2020]376号文件，公司收到太极集团有限公司无偿划转的重庆太极实业（集团）股份有限公司 31,074,504 股（占总股本的 5.58%）股份，公司增加资本公积 4.14 亿元。

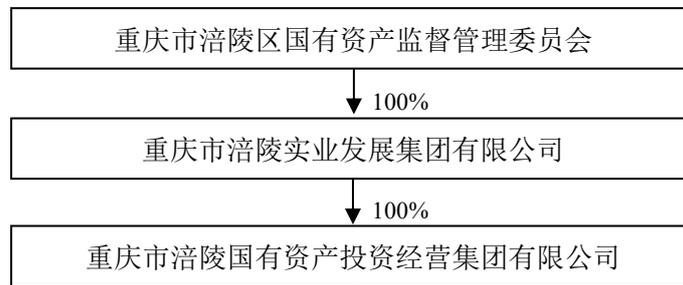
财政补助方面，2019~2021年，公司获得政府补助<sup>1</sup>分别为 1.05 亿元、2.87 亿元和 8.30 亿元，为公司业务开展及运营提供了良好的资金支持。

## 评级结论

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

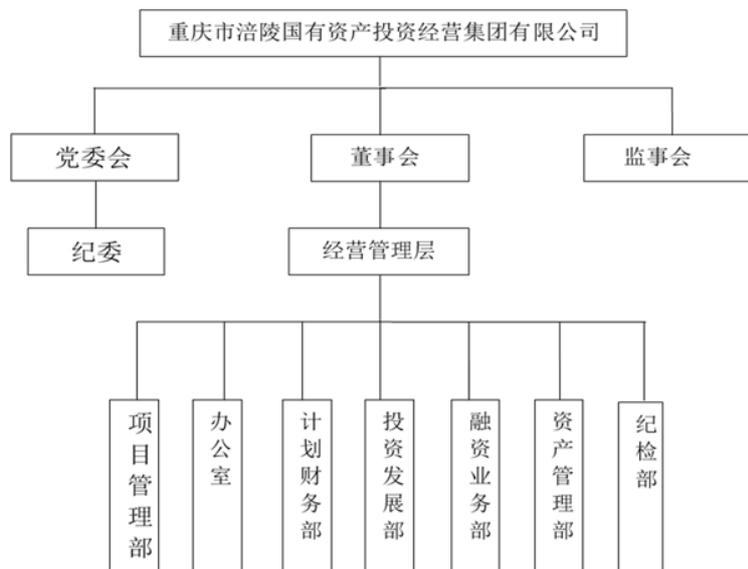
<sup>1</sup> 2019~2021年的财政补助为营业外收入中与企业日常活动无关的政府补助及其他收益合计数。

## 附一：重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至本报告出具日）



子公司名称	级次	持股比例（%）
重庆国农融资担保有限公司	一级	100.00
重庆市清溪有色金属园区建设开发有限公司	一级	100.00
重庆市涪陵区江元实业发展有限公司	一级	100.00
重庆市涪陵区金渠企业孵化器有限责任公司	一级	100.00
重庆市国宜物业管理有限责任公司	一级	100.00
重庆市涪陵区国融典当有限责任公司	一级	94.50
重庆市涪陵区国展产业基金管理有限公司	一级	90.00
重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司	一级	92.50
重庆国兴融资租赁有限公司	一级	55.45
重庆升信置业有限公司	一级	51.00
重庆市涪州古城文化旅游开发建设有限责任公司	一级	51.00
重庆市涪陵区国开投资有限公司	一级	4.76
重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司	一级	35.26
重庆国丰实业有限公司	一级	74.34
重庆国昌能源有限公司	一级	51.00
重庆市涪陵区国盛股权投资基金有限公司	一级	99.80
重庆涪陵公共资源交易有限公司	一级	49.00

注：1、公司持有涪陵榨菜 35.26% 股权，居于实质控股地位，根据“同一控制下企业合并”纳入合并范围；公司 2017 年 11 月受让山东省国际信托有限公司持有的重庆市涪陵区国开投资有限公司少数股权，受让后公司持有重庆市涪陵区国开投资有限公司 100% 股权，2019 年 3 月 21 日股权变更，公司持股由 100% 降至 4.76%，但日常经营决策权仍由公司掌握，因此仍纳入合并范围内；公司持有重庆涪陵公共资源交易有限公司 49.00% 的股权，但为其最大股东且具有实际控制权，根据《关于设立重庆涪陵公共资源交易平台的出资协议书》，各出资方同意将其纳入公司合并范围。



资料来源：公司提供

## 附二：重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,015,796.01	872,804.03	1,314,093.72	1,734,632.87
应收账款	28,847.41	29,292.18	14,622.36	20,224.50
其他应收款	113,352.13	127,770.75	94,623.58	105,515.39
存货	940,406.97	909,992.90	931,969.52	941,716.20
长期投资	215,740.25	327,576.85	518,094.65	524,310.62
在建工程	202,795.66	95,717.33	99,337.72	116,276.58
无形资产	38,543.80	41,560.67	75,646.34	74,711.75
总资产	10,684,823.82	11,247,111.64	12,756,283.59	13,365,222.19
其他应付款	109,063.45	167,763.40	151,529.61	171,469.39
短期债务	1,191,783.78	554,990.36	1,125,094.70	1,038,033.67
长期债务	3,149,809.55	4,117,101.94	4,084,076.49	4,792,411.86
总债务	4,341,593.32	4,672,092.30	5,209,171.19	5,830,445.53
总负债	4,797,027.46	5,414,439.74	6,097,029.90	6,791,946.64
费用化利息支出	2,963.17	9,743.36	18,448.94	--
资本化利息支出	244,599.97	299,142.11	238,069.68	--
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	379,860.25	323,241.44	582,182.05	594,431.60
所有者权益合计	5,887,796.36	5,832,671.91	6,659,253.69	6,573,275.55
营业总收入	544,087.41	603,194.08	701,715.95	170,019.49
经营性业务利润	117,747.47	123,240.89	99,390.41	28,848.89
投资收益	9,407.82	16,590.88	14,084.77	2,304.12
净利润	105,115.88	146,585.68	180,358.04	23,022.39
EBIT	137,161.24	184,130.60	231,788.22	--
EBITDA	149,271.35	202,354.43	251,526.28	--
销售商品、提供劳务收到的现金	580,435.62	603,211.78	738,616.24	162,237.12
收到其他与经营活动有关的现金	559,471.64	497,179.06	529,107.83	204,914.27
购买商品、接受劳务支付的现金	325,791.56	308,987.69	442,305.64	113,101.06
支付其他与经营活动有关的现金	572,388.96	540,304.81	579,596.19	214,302.88
吸收投资收到的现金	6,627.62	49,278.29	335,363.44	0.00
资本支出	315,147.71	323,763.66	341,882.95	51,228.22
经营活动产生现金净流量	163,720.76	176,621.88	146,786.64	13,925.58
投资活动产生现金净流量	-325,381.54	-466,873.24	-719,301.59	-72,230.47
筹资活动产生现金净流量	326,374.39	16,165.04	824,455.69	483,319.80
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	31.69	29.50	25.59	26.63
期间费用率(%)	8.43	7.39	9.82	9.50
应收类款项/总资产(%)	3.11	3.10	2.11	2.07
收现比(X)	1.07	1.00	1.05	0.95
总资产收益率(%)	1.33	1.68	1.93	--
资产负债率(%)	44.90	48.14	47.80	50.82
总资本化比率(%)	42.44	44.48	43.89	47.01
短期债务/总债务(X)	0.27	0.12	0.22	0.18
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.04	--
FFO利息倍数(X)	0.51	0.53	0.86	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.66	0.57	0.57	--
总债务/EBITDA(X)	29.09	23.09	20.71	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.36	0.22	--
货币资金/短期债务(X)	0.85	1.57	1.17	1.67
EBITDA利息覆盖倍数(X)	0.60	0.66	0.98	--

注：1、中诚信国际根据2019-2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制，且本评级报告中各期财务数据均采用期末数；2、中诚信国际将各期末“长期应付款”中的带息负债纳入长期债务核算；3、2022年一季度财务报表未经审计，且公司未提供2022年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。