

2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100020】

评级对象: 2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券

14渝发债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2019年4月8日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2018年5月4日

首次评级: AA/稳定/AAA/2014年3月14日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
货币资金	8.14	10.06	12.20
刚性债务	16.00	15.36	14.84
所有者权益	26.45	26.62	28.17
经营性现金净流入量	1.71	3.52	3.39
总资产	65.82	63.07	65.71
总负债	32.19	28.50	31.07
刚性债务	18.30	15.50	14.89
所有者权益	33.63	34.57	34.64
营业收入	6.83	10.41	5.40
净利润	0.77	0.98	0.44
经营性现金净流入量	2.17	6.03	5.29
EBITDA	3.08	2.73	1.78
资产负债率[%]	48.91	45.19	47.28
权益资本与刚性债务比率[%]	183.73	223.01	232.61
流动比率[%]	321.05	349.68	189.52
现金比率[%]	61.81	87.38	59.10
利息保障倍数[倍]	1.43	2.04	1.25
净资产收益率[%]	2.31	2.89	1.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.31	40.76	26.07
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.96	-7.63	11.31
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	2.72	2.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.12
担保方数据:	2015年	2016年	2017年
总资产	1,374.11	1,500.75	1,547.55
营业收入	25.69	24.97	25.20
资产负债率[%]	52.75	51.93	43.87
经营性现金净流入量	-38.90	8.91	69.33

注:根据渝开发经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算;担保方数据根据重庆城投经审计的2015-2017年度财务数据整理、计算。

分析师

周文哲 zww@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对重庆渝开发股份有限公司(简称“渝开发”、发行人、该公司或公司)及其发行的2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券(简称“14渝发债”、本期债券)的跟踪评级反映了2018年以来渝开发在股东支持、债券担保方面保持优势,并在刚性债务规模收缩方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在市场竞争压力及政策调控、营业收入及现金流波动及即期债务集中偿付等方面持续面临压力。

主要优势:

- **股东支持。**跟踪期内,重庆城投仍为渝开发的控股股东,控股地位稳固。公司系重庆城投下属较为重要的经营实体,对其收入和利润具有一定贡献,近年来公司在融资方面可获得股东的担保支持。
- **刚性债务规模收缩,财务结构较为稳健。**跟踪期内,渝开发刚性债务规模继续收缩,资产负债率维持在较合理水平,目前财务结构较为稳健。
- **货币资金较充足,流动性表现较好。**得益于渝开发销售资金持续回笼,目前货币资金较为充足,流动性指标表现尚可。另外公司持有一定规模上市公司股票,变现能力较强,可作为公司的流动性缓冲。
- **本期债券由重庆城投提供担保。**担保方重庆城投运营较稳定,资本实力强,财务较为稳健,为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保依然有效。

主要风险:

- **区域内房地产市场竞争压力及政策调控风险。**跟踪期内,渝开发主业所在区域重庆市房地产市场竞争力加剧,当地调控政策趋严,将对公司业务产生一定影响。

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

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

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

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

截至2019年3月末，该公司待偿还债券本金余额共计13.30亿元，付息情况正常。其中，14渝发债即将于2019年8月到期。

该公司2014年以来公开债券市场注册发行债务融资工具情况如图表1所示。公司向中国证券监督管理委员会申请的公司债注册额度均已使用，截至2019年3月末尚未注册申请新债务融资工具额度。

图表1. 公司注册发行债务融资工具概况

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

资料来源：渝开发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

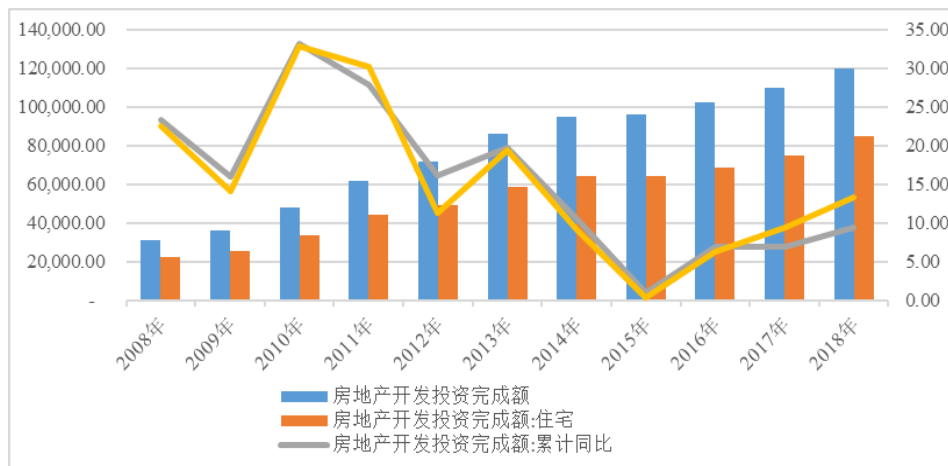
(2) 行业因素

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

A. 行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年同期增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年同期增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

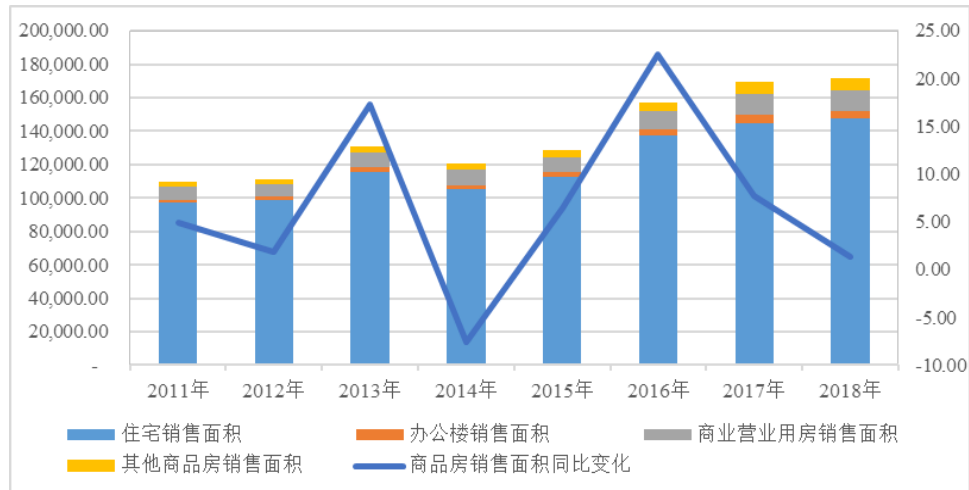
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市¹的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由 -27.37% 收窄至 -6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由 -5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018

¹ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018年全国商品房销售额为15.00万亿元，同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点；其中住宅销售金额12.64万亿元，同比增长14.7%，增速提高3.4个百分点。

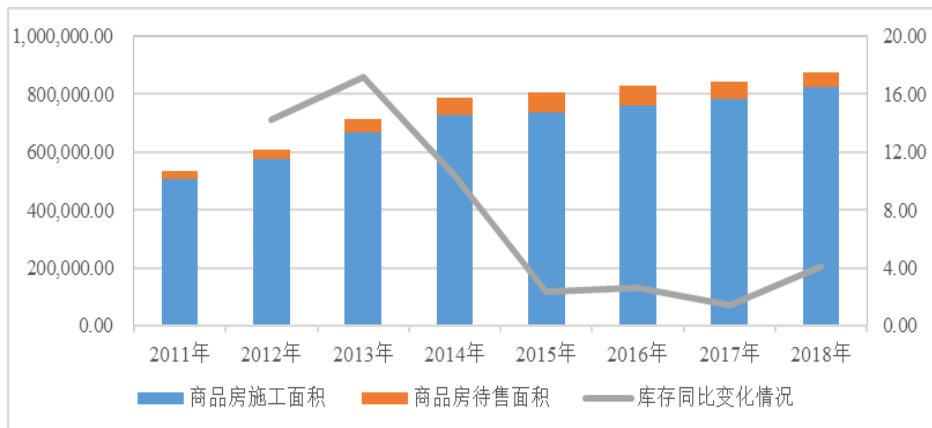
图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010年和2011年房地产投资的高速增长，带动了2012年和2013年库存的快速增长，随着2012年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自2014年7月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014年库存增速大幅回落。2015-2017年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至2018年末，我国商品房市场库存为87.47亿平方米，较上年增长4.08%；具体来看，商品房待售面积为5.24亿平方米，较上年末减少11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的78.15亿平方米增至82.23亿平方米，同比增长5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为59.51亿平方米，同比增长5.02%，其中待售面积为2.51亿平方米，较上年末减少16.82%，施工面积为57.00亿平方米，较上年末增长6.25%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2018年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 5. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中：住宅类用地推出面积 (亿平方米)	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%
各类用地成交面积 (亿平方米)	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中：住宅类用地成交面积 (亿平方米)	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金 (万亿元)	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中：住宅类用地出让金 (万亿元)	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%
住宅类用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%

项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源：Wind

B. 政策环境

2018年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继2019年3月5日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3月8日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

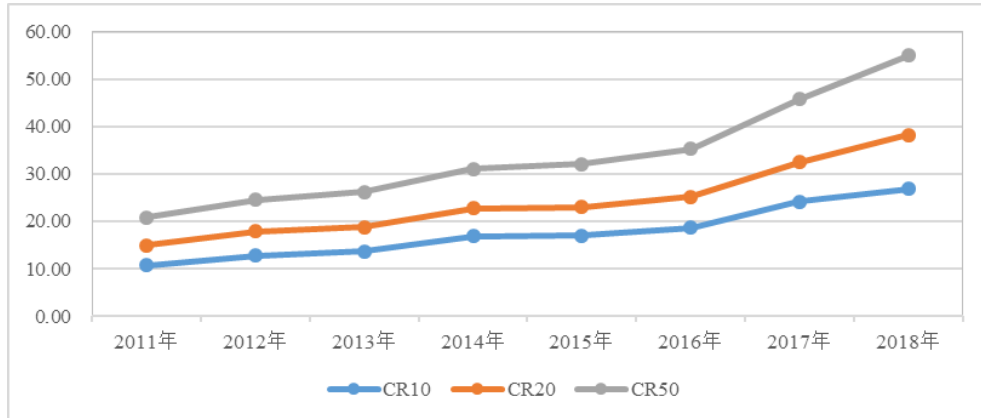
此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50该比值逐年提高，由10.75%/14.98%/20.90%提升至26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行

业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：Wind

2018年以来，房地产开发企业总体上营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内部分样本企业基本数据概览（2017年（末），亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
首创置业股份有限公司	212.92	28.54	1,414.21	62.49	0.52	27.97	44.54
珠海华发实业股份有限公司	199.17	28.18	1,396.83	62.75	0.32	17.78	112.99
新湖中宝股份有限公司	175.00	28.17	1,245.69	61.08	0.50	33.50	16.83
中国电建地产集团有限公司	185.58	19.53	984.10	55.29	0.39	9.51	24.67
四川蓝光发展股份有限公司	245.53	25.04	952.40	47.02	0.63	12.51	75.54
上海世茂股份有限公司	186.67	44.91	919.18	57.39	2.02	37.14	42.50
中粮地产（集团）股份有限公司	140.42	36.33	757.51	59.40	0.44	17.35	17.18
信达地产股份有限公司	152.16	28.16	719.53	67.00	0.27	10.65	144.12
苏州高新区经济发展集团总公司	81.15	28.50	696.61	69.25	0.46	9.36	30.44
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	94.78	37.89	694.20	52.85	1.58	31.59	20.09
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	64.51	0.49	19.88	16.79
重庆渝开发股份有限公司	5.40	23.76	65.71	38.51	2.33	0.44	5.29

资料来源：新世纪评级整理

注：渝开发数据为2018年（末）财务数据

D. 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。

2018年以来，我国房地产调控政策密集出台，调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人

们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。

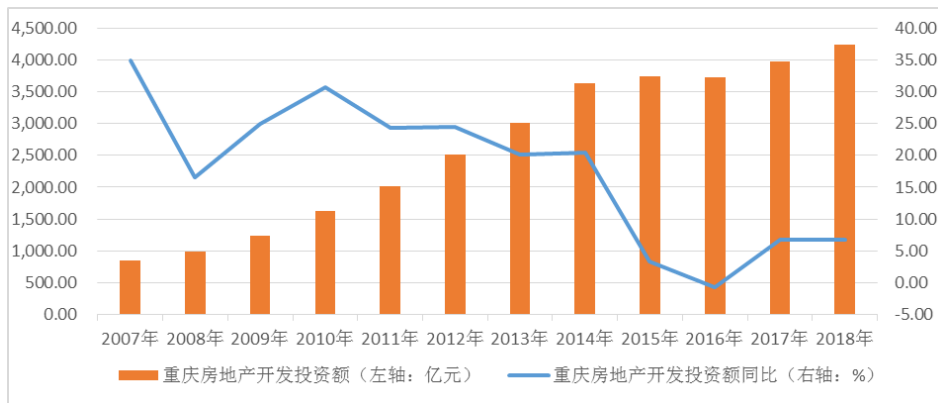
2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据Wind数据统计，2019年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过5,000亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

(3) 区域市场因素

2018年，重庆地区房企投资热情持续，当年重庆市房地产开发投资增速与上年持平；虽然新开工面积持续增加，但在楼市持续调控背景下，2018年住宅成交增量有所抑制，而价格仍持续上涨。

该公司主营业务集中于重庆市。投资方面，2015年以来重庆市房地产投资增速大幅放缓，2016年出现历史首次负增长，2017年以来投资增速有所回升。根据Wind数据显示，2018年重庆市房地产开发投资完成额为4,248.76亿元，同比增长6.80%，与上年持平；其中住宅开发投资完成额为3,012.65亿元，同比增长14.40%，较上年略有提升。开发施工方面，2018年重庆市新开工面积为7,386.16万平方米，同比增长30.00%；其中住宅新开工面积5,145.20万平方米，同比增长36.90%。当年房屋竣工面积为4,083.45万平方米，同比增长4.90%；其中住宅竣工面积为2,784.64万平方米，同比增长6.60%。

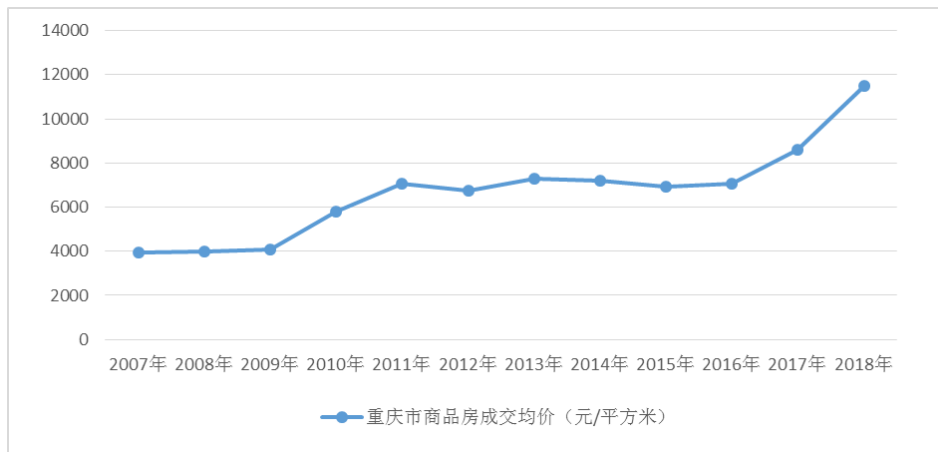
图表 8. 2008 年以来重庆房地产开发投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

商品房供应方面，根据 Wind 数据显示，2018 年度重庆市商品房新增住宅预售面积为 2,510.39 万平方米，同比增长 50.20%。随着项目积极开工，商品房供应量有所提升。价格方面，2017 年以来重庆商品房价格走高，2018 年均价为 11,514.13 元/平方米。在商品房供应增加情况下，交易量亦有所增长，商品房价格上涨带动交易金额大幅提升。2018 年，重庆市商品房销售面积为 6,536.25 万平方米，同比增长-2.60%，商品房销售金额为 5,272.70 亿元，同比增长 15.70%；其中商品住宅销售面积为 5,424.76 万平方米，同比增长-0.50%，销售金额为 4,442.87 亿元，同比增长 23.40%。

图表 9. 近年来重庆市商品房均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

土地市场方面，2018 年重庆市土地放量受控，房企拿地意向减弱。当年重庆市供地面积为 6,590.95 万平方米，同比下降 6.40%；其中住宅类用地面积为 1,657.54 万平方米，同比减少 6.42%。同期土地成交面积为 3,349.48 万平方米，同比减少 9.49%；其中住宅类用地成交面积为 1,526.60 万平方米，同比减少 4.60%。同期住宅楼面地价为 2,784.23 元/平方米，同比上升 572.55 元/平方米。

政策方面，2018 重庆市继续出台房地产调控政策，积极打击投机炒房行为，以控房价、控地价、稳市场为目标，同时进一步规范行业销售、融资等行为。1 月，重庆市将主城区个人新购高档住房房产税起征点由上年的 13,941 元/m²

调整为 15,455 元/m²。6 月，重庆市人民政府发布《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》，对已经拥有两套住房且相应购房贷款均未结清的居民家庭，继续暂停发放个人贷款；对不能提供一年以上重庆市纳税证明或者社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。另外，重庆还调整了 5 项房地产财税政策。下半年以来，重庆市积极整治和打击房地产领域违法违规行为，采取暂停网签、暂缓预售许可办理等行政限制措施，同时打击哄抬房价、炒卖房号、非法集资等行为。2019 年 1 月，重庆住建委公告称自当年起主城区个人新购高档住房房产税纳税起征点调至 17,630 元/m²。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍以商品房开发销售为主要收入与利润来源。公司项目存量有限，2018 年合同销售情况不及上年；公司业绩波动明显且个别项目存在收益不及预期。公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，具有一定成本优势。2018 年会展中心运营业务收入持续下降，当年重庆市（南岸）会展专项资金的到位或有利于该业务实现优化提升。随着房地产项目建设的持续开展，公司有一定规模支出预期，预计其融资需求或将有所提升。

该公司主要从事房地产开发与销售以及重庆国际会议展览中心（简称“会展中心”）的运营管理。房地产开发项目集中在重庆市区域内，开发业态以普惠型住宅和社区商业为主，采用滚动开发模式，公司在重庆市内具备一定的品牌效应和市场认知度。该业务核心驱动因素是土地储备及成本控制能力，2017 年以来重庆市房地产市场升温，外地房企的涌入加剧区域竞争，土地价格走高，获取难度加大。公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，具有一定成本优势。会展中心运营业务方面，重庆市现有展览场馆规模及功能已基本能够满足市场需求，目前已进入平稳发展期。公司会展中心以场地租借为主，持续面临一定同业竞争压力，公司正逐步探索差异化的发展路线。

图表 10. 公司主业基本情况

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

资料来源：渝开发

该公司其他主营业务主要包括隧道经营、房屋租赁及物业管理等，上述业务规模较小，对收入及盈利影响有限。隧道经营主要系公司控股子公司重庆道金投资有限公司（简称“道金公司”）于 2006 年 1 月 28 日与公司控股股东重庆城投签署《石黄隧道付费协议》，以 5.00 亿元向重庆城投收购石黄隧道 20 年期收费经营权，约定自道金公司于当年取得石黄隧道经营权后，重庆城投每年向道金公司支付人民币 0.55 亿元，按季支付，近年来隧道经营业务运营较稳定。房屋租赁及物业管理业务系公司房地产开发业务的下游延伸，前者收

入主要来源于公司住宅项目配套社区商业出租收入，2018 年实现收入 0.37 亿元（毛利率为 61.42%）；后者收入主要来源于公司开发项目物管费，2018 年该业务实现收入 0.24 亿元（毛利率为-6.92%），因代管资产仅发生成本同时人工成本上升使得毛利率为负。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	6.83	10.41	5.40
其中：核心业务营业收入	4.86	9.27	4.26
在营业收入中所占比重（%）	71.15	89.08	78.81
其中：（1）商品房销售	3.90	8.38	3.33
在核心业务收入中所占比重（%）	80.22	90.43	78.22
（2）会议展览	0.96	0.89	0.93
在核心业务收入中所占比重（%）	19.78	9.57	21.78
毛利率（%）	34.97	24.33	23.76
其中：（1）商品房销售（%）	48.54	23.91	21.19
（2）会议展览（%）	11.90	7.84	10.94

资料来源：渝开发

2018 年，该公司实现营业收入 5.40 亿元，同比下降 48.12%，其中核心业务营业收入 4.26 亿元，同比下降 54.05%，主要系当年销售规模压缩、商品房交房量减少以致结转收入下降所致。构成方面，2018 年公司实现商品房销售收入 3.33 亿元，占核心业务营业收入的 78.22%；实现会展运营收入 0.93 亿元，占核心营业收入的 21.78%。当年商品房销售毛利率为 21.19%，同比减少 2.72 个百分点；会展业务毛利率为 10.94%，同比增加 3.10 个百分点。

A. 商品房销售业务

图表 12. 渝开发房地产开发运营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
房地产板块投资（亿元）	1.58	1.24	2.43
新开工面积（万平方米）	--	9.90	6.31
竣工面积（万平方米）	0.34	11.31	--
合同销售面积（万平方米）	11.86	12.68	9.62
合同销售金额（亿元）	6.11	7.75	7.42
合同销售均价（万元/平方米）	0.52	0.61	0.77

资料来源：渝开发

2018 年，该公司共完成房地产项目投资 2.43 亿元，新开工面积 6.31 万平方米。当年公司完成合同销售金额 7.42 亿元，主要销售项目为山与城、格莱美城以及星河 one 项目，上述项目分别实现合同销售面积 1.29 万平方米、7.32 万平方米和 0.30 万平方米，分别实现合同销售金额 1.10 亿元、5.97 亿元和 0.35 亿元；由于格莱美城二期项目达到销售条件，该项目对当年销售贡献较大。公司签约销售面积为 9.62 万平方米，同比减少 24.13%；签约销售金额为 7.42 亿

元，同比下降 4.26%；得益于重庆市商品房价格持续上涨，当年公司合同销售均价较上年增加 0.16 万元/平方米至 0.77 万元/平方米。

图表 13. 公司主要销售项目情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	业态	完工时间	预计总投资	累计投资	累计合同销售面积	累计合同销售金额	剩余可售面积	去化率	销售均价	累计回款金额
上城时代一期	高层住宅	2013	14.00	14.21	12.83	6.42	--	100%	0.50	6.42
上城时代二期		2015			21.14	10.36	--	100%	0.49	10.36
山与城一期	别墅、洋房住宅	2013	9.00	9.17	7.38	7.26	0.92	89%	0.98	7.24
山与城二期		2014	7.50	7.50	6.16	5.77	0.06	99%	0.94	5.67
山与城三期		2015	7.00	7.00	6.51	4.20	0.03	99%	0.65	4.16
格莱美城一期	高层住宅	2017	2.50	2.50	4.24	1.96	--	100%	0.46	1.96
格莱美城二期		2018	3.98	3.15	7.32	5.97	--	100%	0.82	5.19
星河 one 一期	别墅	2017	3.50	3.50	3.34	3.26	0.43	90%	0.98	3.24
合计	--	--	47.48	47.03	68.92	45.20	1.44	--	--	44.24

资料来源：渝开发（截至 2018 年末）

从具体项目看，山与城项目系该公司与上海复地投资管理有限公司（简称“上海复地”）合作项目，开发主体为控股子公司重庆朗福置业有限公司（简称“朗福置业”）。该项目坐落于重庆南山，目前已推盘销售的一期及二期业态为别墅，三期业态为洋房，预售时间分别为 2011 年 12 月、2012 年 9 月和 2013 年 1 月。前期因与业主发生纠纷、项目交通不便、生活配套不齐全等原因，经营状况未达预期。2017 年以来受益于房地产市场升温，项目销售有所好转，目前综合去化率约 95%。截至 2018 年末，山与城一至三期累计投资 23.67 亿元，合同销售金额合计 17.23 亿元，按剩余可售面积及当前销售均价计算，上述三期项目收益难以覆盖前期投资。2019 年下半年公司计划启动山与城后续多期项目，计划总投入约 33 亿元。

格莱美城为高层住宅项目，开发主体为该公司本部。项目位于重庆西永，一期于 2016 年 1 月开始预售，截至 2018 年末已售罄并竣工交房。二期截至 2018 年末去化率已达 100%。一期及二期实际投资 5.65 亿元，实现销售额 7.93 亿元，实现回款 7.15 亿元。得益于重庆房地产升温，二期销售均价远高于一期，达到 0.82 万元/平方米，项目收益较好。目前三期在建中，尚未拿到预售许可。

星河 one 项目系该公司与上海复昭投资有限公司（简称“上海复昭”）的合作项目，项目开发公司为重庆捷兴置业有限公司。项目涵盖叠拼、联排、商业等业态，一期于 2016 年 6 月开始预售，截至 2018 年末去化率近 9 成。按照剩余可售部分和当前销售均价，该项目收益可勉强覆盖投资。公司计划于 2019 年四季度启动星河 one 二期，待投入约 2 亿元。

图表 14. 截至 2018 年末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	业态	预计总投资	累计已投资	开/竣工时间	预售时间	建筑面积	未来计划投资额		
							2019 年	2020 年	2021 年
格莱美城二期	住宅	3.98	3.15	2017 年-2019 年	2018.04	9.90	0.77	--	--
格莱美城三期	住宅	2.72	0.80	2018 年-2020 年	2019.07	6.22	1.00	1.45	--
在建小计:	--	6.70	3.95			16.12	1.77	1.45	--
巴南依山郡	住宅	0.75	0.62	--	--	0.36	--	--	--
星河 one 二期	住宅	3.37	1.45	2018 年-2020 年	2019.11	5.46	1	0.9	0.02
南樾天宸	住宅	20.8	6.05	2018 年-2022 年	2020.1	32.00	2.60	3.90	6.50
山与城 3.2 期 A 区	商住	1.75	0.17	2019 年-2021 年	2020.9	2.90	0.8	0.75	0.030
格莱美四期	商住	4.66	0.97	2019 年-2022 年	2019.09	12.30	0.56	1.86	1
华岩项目（贯金和府）	住宅	19.00	2.73	2019 年-2024 年	2020.04	30.00	1.20	2.20	3.50
拟建小计:	--	50.33	11.99			83.02	6.16	9.61	11.05
合计:	--	57.03	15.94	--	--	99.14	7.93	11.06	11.05

资料来源：渝开发

截至 2018 年末，该公司主要在建项目为格莱美城二期三期，预计总投资 6.70 亿元，累计投资 3.95 亿元。同期末，公司拟建项目包括星河 one 二期、南樾天宸、山与城 3.2 期 A 区、华岩项目等，预计总投资逾 50 亿元，前期累计投入 11.99 亿元。公司主要在建及拟建项目规模较大，建筑面积合计 99.14 万平方米，2019-2021 年公司计划分别投资 7.93 亿元、11.06 亿元和 11.05 亿元。

图表 15. 截至 2018 年末公司土地储备情况（单位：%，万元）

地块名称	拟建项目名称	权益比例	地块性质	土地出让金	宗地面积	土地证获取年份	权证获取情况/土地证号
重庆市房地产权证（沙坪坝区西永组团 Ja 分区 Ja08-3/02 地块）	格莱美城	100%	出让	16,132	2.16	2014	104D 房地证 2014 字第 01073 号
重庆市房地产权证（沙坪坝区西永组团 Ja 分区 Ja09-1/02 地块）	格莱美城	100%	出让		3.00	2014	104D 房地证 2014 字第 01072 号
南岸区茶园-鹿角组团 A 标准分区 A69/01 宗地	南樾天宸	100%	出让	52,803	6.02	2015	106D 房地证 2015 字第 00426 号
南岸区茶园-鹿角组团 A 标准分区 A70/01 宗地	南樾天宸	100%	出让		8.24	2015	106D 房地证 2015 字第 00427 号
九龙坡区大渡口组团 K 分区 38-3/02 宗地	华岩	100%	出让	26,111	2.28	2018	渝（2018）九龙坡区不动产权第 000243510 号
九龙坡区大渡口组团 K 分区 37-2/02 宗地					11.28	2018	渝（2018）九龙坡区不动产权第 000243288 号
九龙坡区大渡口组团 K 分区 37-3/02 宗地					5.19	2018	渝（2018）九龙坡区不动产权第 000243679 号
巴南区李家沱一鱼洞组团 F、J 分区 F5-2/03 号宗地	巴南依山郡	100%	出让	5,591	1.79	2013	202D 房地证 2013 字第 00028 号
渝北区两路组团 GA 标准分区 1-2、2-1、4-1 号宗地	星河 one	60%	出让	38,940	5.90	2013	201D 房地证 2013 字第 00586
渝北区两路组团 GA 标准分区 1-2、2-1、4-1 号宗地	星河 one	60%	出让		5.86	2013	201D 房地证 2013 字第 00587
重庆市南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50%	出让	40,104	8.66	2010	106D 房地证 2011 字第 50028 号
重庆市南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50%	出让		1.43	2010	106D 房地证 2011 字第 50029 号
南岸区黄桷垭组团 C 分区 C7-1-4/02 号	山与城	50%	出让		9.71	2010	106D 房地证 2013 字第 00161 号
南岸区黄桷垭 C 分区	山与城	50%	出让		13.62	2010	106D 房地证 2010 字第 00139 号
合计	--	--	--	179,681	85.14	--	--

资料来源：渝开发

注：华岩地块于 2012 年摘牌，因不具交地条件，该土地证于 2018 年办理完毕。

土地储备方面，2016年以来该公司未新拿地。截至2018年末，公司拥有宗地面积85.14万平方米（权益宗地面积63.73万平方米）。由于公司储备项目拿地时间较早，拿地成本较低，具有一定成本优势。2019年公司计划择机参与公开市场土地竞买，竞买土地价款控制在12亿元左右，以增加土地储备。若成功购入，预计公司土地储备将进一步增加。

B. 会展中心运营业务

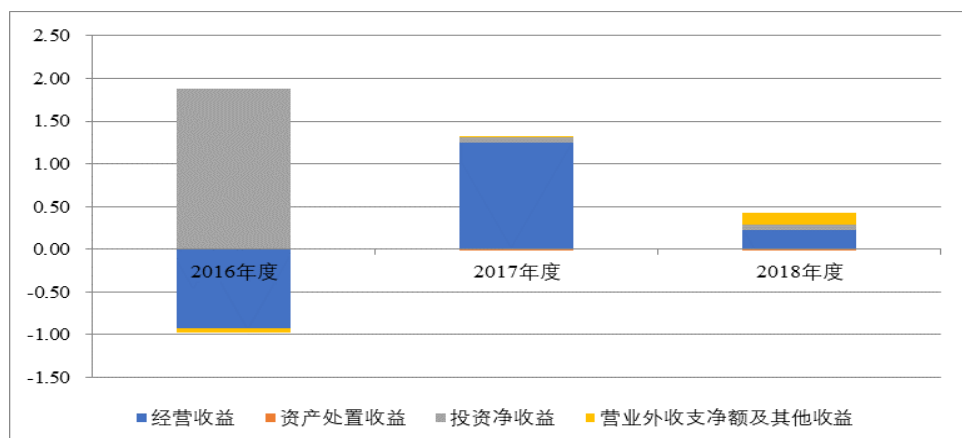
公司旗下会展中心位于重庆市南岸区商业核心位置，2005年10月投入使用，是西部地区设施配置较为先进的大型综合性会议及展览场地之一，总投资约为12亿元。会展中心总建筑面积达17.3万平方米，包括1.5万平方米的无柱式展厅及33间各种规格的会议室。会展中心自投入使用以来，主要用于承租举办市政府及相关部门各种政策性展览和会议。同时，公司在场馆经营和会议、餐饮服务基础上延伸会展产业链。

近年来会展中心业务的发展主要依赖于该公司自身的招商和运营能力。目前长期合作单位较少，租赁期多为一年以内。重庆区域内会展场馆规模及功能基本饱和，受其他大型场馆冲击，会展中心运营面临一定压力。2018年，会展中心场地利用率为43.81%，出租率偏低。

为应对固定承租到期及同业竞争，该公司探索走差异化的发展路线，通过提高会展产品的质量、丰富会展中心业态等方式，以期提升会展中心的运营效率和盈利能力。此外，公司还与重庆市商务委、重庆市南岸区人民政府、控股股东重庆城投（含渝开发）开展合作，共同出资2,000万设立重庆市（南岸）会展专项资金，以进一步做强做优会展业务；该专项资金专款专用，主要用于补贴在会展中心举办的重点项目、补贴对外招展引会和宣传推广以及补贴会展中心建设和软硬件设备更新。2018年5月各出资方资金已到位（其中公司出资300万元），截至2018年末共确认专项资金补贴收益1,431.50万元。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018年，该公司分别实现营业毛利2.39亿元、2.53亿元和1.28亿元。同期，期间费用分别为1.93亿元、1.23亿元和1.07亿元。2017年，期间费用同比减少0.70亿元，主要系当期定期存单增加利息收入以及利息支出减少，导致财务费用同比减少45.50%；同时，公司根据财会[2016]22号文将房产税、土地使用税及印花税的发生额列报于税金及附加科目，当年管理费用同比减少37.64%综合所致。2018年公司期间费用进一步下降，主要因代理销售佣金及空置房物管费用减少，公司销售费用同比减少22.29%；同时，利息支出同比减少导致财务费用进一步压缩。2016-2018年，公司期间费用率分别为28.27%、11.86%和19.81%，呈波动性，2018年因收入缩减同比增加7.95个百分点。

近三年，该公司资产减值损失分别为0.46亿元、-0.11亿元和-0.10亿元，2017年及2018年为负主要系房地产回暖下公司冲回以往计提的存货跌价准备以及收回应收账款转回坏账准备所致。同期，公司经营收益分别为-0.93亿元、1.25亿元和0.22亿元，2017年收益转正主要系各项费用支出的压缩所致，2018年经营收益大幅下降的主要原因是房地产项目结转收入同比下降所致。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度
营业收入合计（亿元）	6.83	10.41	5.40
营业毛利（亿元）	2.39	2.53	1.28
期间费用率（%）	28.27	11.86	19.81
其中：财务费用率（%）	15.18	5.43	8.86
全年利息支出总额（亿元）	1.39	1.00	0.89
其中：资本化利息数额（亿元）	0.29	0.27	0.21

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2018年，该公司确认投资收益0.06亿元，为持有的重庆农村商业银行股份有限公司（简称“重庆农商行”，股票代码：3618.HK；截至2018年末公司共持有3,000万股，持股比例0.32%）股票分红，派息较稳定，近三年该项投资收益均为600万元。2018年公司确认0.14亿元会展专项资金补助，其他收益大幅增加。总体上，投资收益具有不确定性，政府补助较有限，公司盈利空间主要依赖于自身业务的开展。2018年，公司净利润为0.44亿元，较上年减少55.83%。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016年度	2017年度	2018年度
投资净收益	1.88	0.06	0.06
其中：可供出售金融资产持有期间收益	0.06	0.06	0.06
长期股权投资收益	-0.01	--	--
处置长期股权投资产生的收益	1.83	--	--
营业外净收入及其他收益	-0.05	0.006	0.15

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

中短期内该公司将继续加大房地产主业投资力度，适度参与土地竞买提高土地储备规模；同时，加大现有项目开发力度，加快项目开发周转，全力推进格莱美城、星河 one、南樾天宸等现有项目的后续开发。公司争取在项目续接方面实现良性循环，保持区域内市场竞争力，确保实现盈利目标。

根据该公司匡算，2019-2021 年，公司房地产项目支出金额分别为 11.47 亿元、26.75 亿元和 20.51 亿元，营运资金需求分别为 1.26 亿元、0.84 亿元和 0.84 亿元。公司拟通过债务融资方式募集资金，融资净额分别为 10.04 亿元、15.20 亿元和 6.00 亿元。

图表 19. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
房地产项目（亿元）	11.47	26.75	20.51
营运资金需求（净额，亿元）	1.26	0.84	0.84
融资安排（净额，亿元）	10.04	15.20	6.00
其中：债务类融资（亿元）	10.04	15.20	6.00

资料来源：渝开发

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，实际控制人仍为重庆国资委。公司关联交易涉及金额较小，其影响相对可控。

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，控股股东仍为重庆城投。截至 2018 年末，重庆城投对公司持股比例为 63.19%。公司实际控制人保持为重庆市国有资产监督管理委员会（简称“重庆国资委”）。跟踪期内，公司在组织架构、高管团队、管理制度方面无重大变化。

关联交易方面，2018 年该公司向关联方购买隧道维护服务、接受保险、车库租赁、物业服务等，涉及交易金额合计 190.80 万元；向关联方出售商品房及提供隧道经营、立交改造、车库管理、物业服务、土地管护服务等，涉及交易金额合计 5,810.76 万元；公司托管重庆城投相关资产缴纳经营收益 96.18 万元；公司应收关联方款项为 244.33 万元；公司应付关联方款项余额为 706.06 亿元，以应付控股股东重庆城投为主。整体看，除石黄隧道经营收入外，跟踪期内公司关联交易金额较小，对公司经营及财务的影响不大。

图表 20. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年（末）
关联采购	246.54	205.23	190.80
关联销售	5,706.50	6,690.75	5,810.76
关联应收款项	232.72	211.25	244.33
其中：应收账款	221.22	122.23	154.73

项目	2016年(末)	2017年(末)	2018年(末)
其他应收款	11.50	89.02	89.60
关联应付款项	239.05	714.04	706.06
其中：应付账款	203.21	100.72	31.24
其他应付款	35.84	613.32	674.82

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

跟踪期内，根据该公司提供的本部及下属 6 家子公司 2019 年 3 月《企业信用报告》、子公司重庆渝开发物业管理有限公司及子公司重庆捷兴置业有限公司（简称“捷兴置业”）2019 年 1 月《企业信用报告》，公司本部及下属二级子公司均不存在借款违约及欠息事项。

跟踪期内，该公司控股子公司重庆祈年房地产开发有限公司（简称“祈年房地产”）在工商局办理了地址变更，已于 2018 年 5 月解除异常。此外，该公司及其主要关联方无其他重大不良行为记录。

财务

跟踪期内，由于 14 渝发债即将于 2019 年 8 月到期，该公司刚性债务期限迅速趋于短期化，即期债务偿付压力明显上升；目前公司财务杠杆尚保持在较合理水平。随着未来项目持续投入，融资需求增加，债务规模或有上升的可能。近两年项目销售去化表现较好，经营性现金持续净流入，公司账面资金较为充裕。此外，公司持有有一定上市公司股票，资产变现能力较强，可为债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

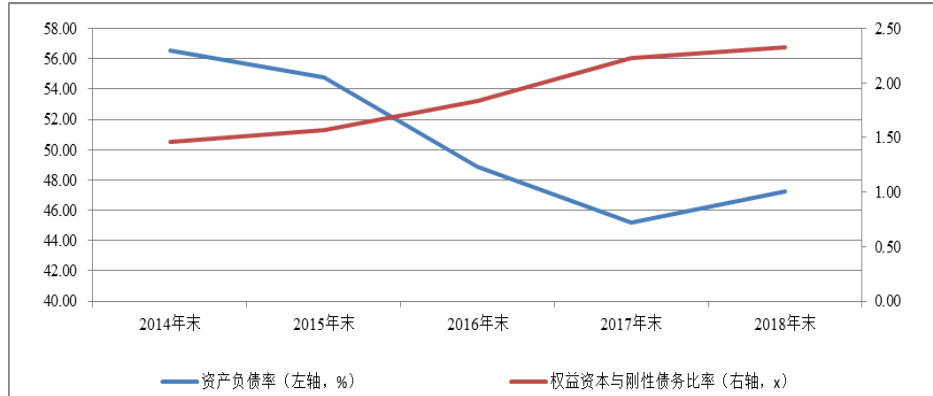
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

2018 年，该公司合并范围未发生变化。截至 2018 年末，公司合并范围二级子公司共计 8 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



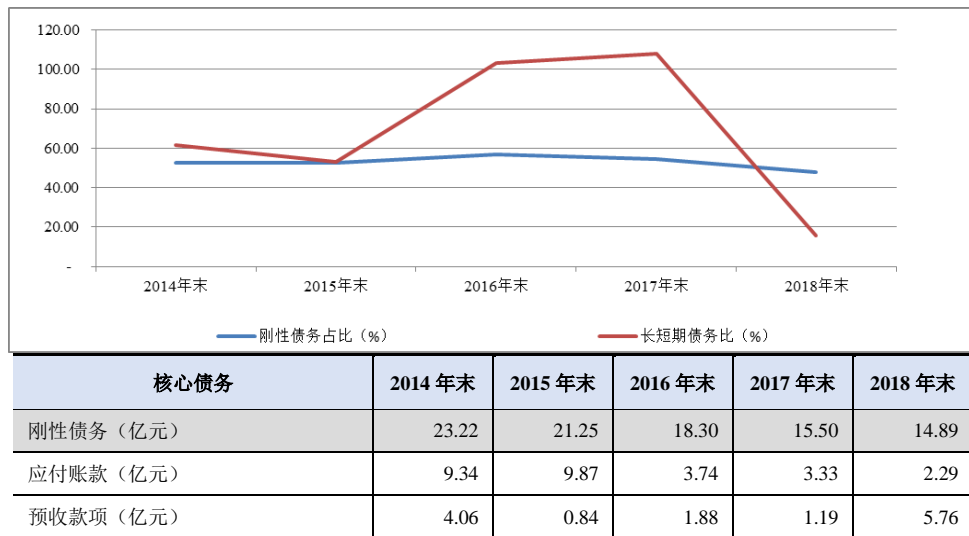
资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 32.19 亿元、28.50 亿元和 31.07 亿元；同期末，资产负债率分别为 48.91%、45.19%和 47.28%，先降后升，目前尚保持在较合理水平。2016-2018 年，公司分别实现净利润 0.77 亿元、0.98 亿元和 0.44 亿元，2017-2018 年公司各派发上年度现金分红 0.17 亿元，实际公司经营积累留存企业金额不大，权益资本增幅较小。2016-2018 年末，公司所有者权益分别为 33.63 亿元、34.57 亿元和 34.64 亿元。同期末，权益资本与刚性负债比分别为 1.84、2.23 和 2.33，在权益资本增幅有限下，其对刚性债务的覆盖能力逐年提升。

根据该公司投融资规划，中短期内公司将增加债务融资，负债规模或将提升；但鉴于目前稳健的财务结构，杠杆水平预计尚可维持在较合理区间。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	23.22	21.25	18.30	15.50	14.89
应付账款 (亿元)	9.34	9.87	3.74	3.33	2.29
预收款项 (亿元)	4.06	0.84	1.88	1.19	5.76

核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
其他应付款 (亿元)	6.09	7.12	7.28	7.42	7.36
刚性债务占比 (%)	52.71	52.73	56.86	54.38	47.94
应付账款占比 (%)	21.19	24.49	11.63	11.68	7.36
预收款项占比 (%)	9.22	2.08	5.85	4.17	18.54
其他应付款占比 (%)	13.82	17.66	22.62	26.03	23.71

资料来源：根据渝开发所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，近五年占比在 50% 上下；除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成，2018 年末分别为 2.29 亿元、5.76 亿元和 7.36 亿元。应付账款以工程款为主；预收账款主要系房地产项目预售形成；其他应付款主要为往来款，其中应付上海复地和上海复昭款项分别为 4.79 亿元（包括朗福财务资助款 1.90 亿元）和 1.36 亿元。从债务期限结构来看，2016-2017 年公司债务期限结构趋于长期；2018 年因 14 渝发债即将于 2019 年到期而转入流动负债科目，以及因格莱美二期集中去化使得预收账款规模增加，债务期限结构急剧短期化。近三年末，公司长短期债务比分别为 103.06%、107.81% 和 15.47%。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	6.63	7.47	2.19	0.98	10.98
其中：短期借款	--	--	0.05	--	--
一年内到期非流动负债	6.27	6.91	1.80	0.70	10.64
应付票据	--	0.12	0.06	0.01	0.08
其他短期刚性债务	0.36	0.44	0.28	0.27	0.27
中长期刚性债务合计	16.59	13.78	16.11	14.52	3.91
其中：长期借款	6.72	3.88	2.89	1.27	0.61
应付债券	9.87	9.90	13.22	13.25	3.30
综合融资成本 (年化, %)	--	7.54	6.26	5.99	5.79

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

注：公司综合融资成本自 2015 年开始统计，早期无该项数据

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 18.30 亿元、15.50 亿元和 14.89 亿元。2018 年刚性债务期限结构变化较大，主要系 14 渝发债即将于 2019 年到期，长期借款规模迅速缩减所致。自 2014 年首次发行债券以来，公司银行借款规模逐年收缩，直接融资占比逐年提升，2017 年末公司应付债券占刚性债务比重近 90%。2016-2018 年末，公司银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）分别为 4.74 亿元、1.97 亿元和 1.27 亿元，绝大部分为抵质押借款，少部分保证借款系公司本部为下属子公司融资做担保。融资成本方面，根据公司提供的数据显示，2016-2018 年末公司综合融

资成本分别为 6.26%、5.99%和 5.79%，逐年递减。2016 年下降尤为明显，主要系当年部分长期借款到期以及发行票面利率为 4.40%的“16 渝开发 MTN001”所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入现金率 (%)	60.19	73.55	118.85	97.84	188.68
业务现金收支净额 (亿元)	-3.28	-0.14	1.96	6.16	5.46
其他因素现金收支净额 (亿元)	1.24	0.61	0.22	-0.13	-0.17
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-2.04	0.47	2.17	6.03	5.29
EBITDA (亿元)	3.62	1.76	3.08	2.73	1.78
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.17	0.08	0.16	0.16	0.12
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.11	1.02	2.21	2.72	2.62

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

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

由于房地产项目销售回款与收入确认不同步，公司营业收入现金率呈现较大波动，2016-2018 年分别为 118.85%、97.84%和 188.68%。得益于销售去化使得资金回笼速度加快，公司 2017 年及 2018 年经营性现金净流量分别为 6.03 亿元和 5.29 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2016-2018 年，分别为 3.08 亿元、2.73 亿元和 1.78 亿元，逐年递减。2017 年在利润总额大幅增长下，因费用化利息支出及折旧摊销金额减少，当年 EBITDA 同比有所回落。2018 年利润规模的下降导致 EBITDA 进一步下滑。近三年 EBITDA 无法对刚性债务形成有效覆盖，但对利息的覆盖程度较为稳定。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	--	--	--	--	--
取得投资收益收到的现金	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.11
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	--	1.75	-8.40	-1.87
投资环节产生的现金流量净额	0.04	0.04	1.80	-8.34	-1.93

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2016-2018 年，该公司投资性现金净流量分别为 1.80 亿元、-8.34 亿元和 -1.93 亿元。2016 年产生较大金额净流入主要系因处置子公司会展置业股权；2017 年和 2018 年呈大额净流出主要系当年公司办理定期存款及大额存单所致，办理期限一般为 1 个月或半年期。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.17	0.43	0.47	-0.17	-0.17
债务类净融资额	3.27	-3.79	-1.06	-3.74	-1.56
其中：现金利息支出	1.56	1.59	1.02	0.97	0.86
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.20	-0.03	-0.003	-0.01	0.0004
筹资环节产生的现金流量净额	3.23	-3.39	-0.60	-3.92	-1.73

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2016-2018 年，该公司筹资性现金净流量分别为-0.60 亿元、-3.92 亿元和 -1.73 亿元，呈持续净流出状态。近年来公司未增发股票，2016 年公司吸收投资收到的现金为 0.47 亿元，系会展置业少数股东对会展置业增资所致。近两年公司均有支付现金分红，2016-2018 年公司权益类净融资额分别为 0.47 亿元、-0.17 亿元和-0.17 亿元；同期公司债务类融资净额分别为-1.06 亿元、-3.74 亿元和-1.56 亿元，若不考虑现金利息支出，2016 年公司债务循环基本平衡；2017-2018 年公司以偿还债务为主，收缩融资规模。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产	金额（亿元）	54.07	50.40	50.90	47.96	50.99
	占总资产比重	69.42%	68.49%	77.33%	76.05%	77.60%
其中：货币资金（亿元）		9.25	6.49	9.80	11.99	15.90
存货（亿元）		35.38	40.42	37.87	35.19	33.97
非流动资产	金额（亿元）	23.82	23.18	14.92	15.11	14.72
	占总资产比重	30.58%	31.51%	22.67%	23.95%	22.40%
其中：固定资产（亿元）		15.64	15.50	7.53	7.25	6.98
可供出售金融资产（亿元）		1.14	1.18	1.22	1.38	1.10
投资性房地产（亿元）		2.35	2.15	2.11	2.93	3.22
无形资产（亿元）		4.26	3.95	3.64	3.27	2.98
期末全部受限资产账面金额（亿元）		14.45	13.94	14.55	9.29	7.13
受限资产账面金额/总资产		18.55%	18.94%	22.10%	14.73%	10.85%

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 65.82 亿元、63.07 亿元和 65.71 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比分别为 77.33%、76.05% 和 77.60%。

2018 年末，该公司流动资产主要包括存货和货币资金。其中，存货为 33.97 亿元，同比减少 1.22 亿元，占资产总额的 51.70%。存货中开发成本为 27.04 亿元，开发产品 6.93 亿元。由于 2018 年重庆房地产市场回暖，公司冲回以往计提的存货跌价准备 0.05 亿元；货币资金为 15.90 亿元，同比增加 3.91 亿元，占资产总额的 24.20%。其中受限资金金额小，仅为 0.28 亿元（受限原因系作为银行承兑汇票保证金、住房维修基金以及按揭保证金、会展专项补贴资金）。

2018 年末，该公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产、投资性房地产及可供出售金融资产。其中，固定资产为 6.98 亿元（占资产总额的 10.62%），主要为公司自用房屋及建筑物，因折旧的计提同比减少 0.27 亿元；6.85 亿元的固定资产因作为借款抵押物及用作资产而受限，受限比例为 98.14%。无形资产为 2.98 亿元（占资产总额的 4.54%），主要为隧道经营权及会展中心土地使用权。投资性房地产为 3.22 亿元（占资产总额的 4.90%），较上年增加 0.24 亿元，系存货转入；投资性房地产均采用成本法计量。可供出售金融资产为 1.10 亿元，系持有的重庆农商行 3,000 万股份，因股票市值的下降，同比减少 0.28 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	198.19	191.55	321.05	349.68	189.52
速动比率 (%)	39.28	27.91	65.64	93.09	63.19
现金比率 (%)	33.89	24.84	61.81	87.38	59.10

资料来源：根据渝开发所提供数据整理

由于该公司存货规模较大，且其中开发成本约占七成，难以短期迅速变现，判断公司资产流动性应剔除存货的影响。公司速动比率波动大，2016-2018 年末分别为 65.64%、93.09% 和 63.19%，2018 年同比下降主要系一年内到期的非流动负债增加所致。2017-2018 年销售回款较快，期末现金均有增加，但因 14 渝发债的重分类导致近两年现金比率出现较大差异。整体看，公司资金较为充裕，加上持有的重庆农商行 3,000 万股股票，亦可作为资产变现的补充。

6. 表外事项

根据审计报告所载，该公司对朗福置业提供的财务资助逾期余额为 15,500 万元，目前逾期款项暂未偿还。另外，同期末因未结案被诉案件形成

的预计负债共计 500.44 万元，金额较小，对公司的持续经营和财务情况预计不会产生重大影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

截至 2018 年末，该公司下属 8 家子公司中，除对朗福置业、捷兴置业及祈年房地产持股比例分别为 50.00%、60.00% 和 51.00% 以外，其余子公司持股比例高。上述三家公司，公司均占有董事会控制权并派驻高管人员。整体看公司对子公司控制力较强。

该公司本部承担融资及部分房地产项目开发职能。2018 年末，公司本部总资产为 53.57 亿元，主要包括 17.91 亿元的存货、12.20 亿元的货币资金、4.23 亿元的其他应收款（主要系以往来款的形式划拨给子公司的资金）、9.37 亿元的投资性房地产及 8.07 亿元的长期股权投资；总负债为 25.41 亿元，主要包括 14.84 亿元的刚性债务、5.38 亿元预收款项及 4.27 亿元的其他应付款；所有者权益为 28.17 亿元。2018 年公司本部实现收入 0.49 亿元，净利润 1.92 亿元；经营性现金净流量为 3.39 亿元。公司偿债资金主要来源于自身房地产去化现金流以及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东重庆城投资本实力雄厚，公司于 2014 年及 2016 年发行的 14 渝发债和 16 渝开发 MTN001 均获得重庆城投的担保支持，截至 2018 年末重庆城投对公司担保债券担保余额合计 13.30 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2018 年末，该公司共获得银行授信 8.00 亿元，其中五大商业银行授信额度为 6.10 亿元（占总授信的比重为 76.25%）；已使用授信额度为 6.20 亿元。

图表 29. 金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	已使用额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	8.00	6.20	4.35%-5.39%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	6.10	6.10	5.39%	抵押
其中：大型国有金融机构占比	76.25%	98.39%	--	--

资料来源：根据渝开发所提供数据整理（截至 2018 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 14 渝开发：外部担保

本期债券由重庆城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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

2015-2017年，重庆城投分别实现营业收入25.69亿元、24.97亿元和25.20亿元，略有波动；综合毛利率分别为41.11%、25.87%和40.24%，2016年毛利率下滑主要系储备油销售业务成本倒挂所致，2017年重庆城投退出储备油销售业务，毛利率有所回升。2015-2017年重庆城投净利润逐年增长，分别为6.70亿元、8.37亿元和11.06亿元，重庆城投主营业务公益性较强，盈利能力弱，利润主要来源于投资收益（同期分别为8.84亿元、17.30亿元和5.06亿元，其中2016年金额较大主要系转让中新大东方股权所致）。

2015-2017年末，重庆城投所有者权益分别为649.21亿元、721.45亿元和868.66亿元，主要因持续收到重庆市政府城建资金、项目资本金等专项拨款及土地出让金返还，其权益资本得到持续扩充。同期末实收资本分别为60亿元、200亿元和200亿元，2016年末大幅增长主要系根据渝国资[2016]454号文件以资本公积转增资本。2015-2017年末，重庆城投负债总额分别为724.90亿元、779.30亿元和678.90亿元，2017年因偿还到期债务，负债规模较大幅度缩减。为满足城市基础设施建设、公租房项目等对资金的长期需求，重庆城投主要通过发行中长期债券、长期借款的方式筹集资金，债务期限结构较为合理，2015-2017年末长短期债务比分别为300.32%、229.32%和193.69%。同期，重庆城投资产负债率分别为52.75%、51.93%和43.87%，得益于资本的补充，资产负债率有所下降。

由于土地储备整治、房地产开发业务现金收支周期及往来款等多种因素影响，重庆城投经营活动现金流量净额有所波动，2015-2017年分别为-38.90亿元、8.91亿元和69.33亿元，2017年大幅增加，主要系当期土地整治业务收到的政府返还资金较多所致。

重庆城投是经重庆市政府授权筹集、管理城市建设资金的国有专业投资公司，是重庆市主要的基础设施建设和投资主体，能够持续获得重庆市政府在项目投融资、债务偿还等方面的有力支持。重庆城投与多家银行保持了良好的合作关系，融资渠道畅通。截至2018年3月末，重庆城投获得银行授信额度合计958.64亿元，尚未使用额度464.99亿元。同时，重庆城投货币资金充足，可为其债务偿付提供一定程度的保障。

经新世纪评级信用评审委员会评定，重庆城投主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。[详见 2018 年 6 月 27 日出具的新世纪跟踪 [2018]100515《重庆市城市建设投资（集团）有限公司及其发行的 11 渝城投债与 13 渝城投债跟踪评级报告》]

跟踪评级结论

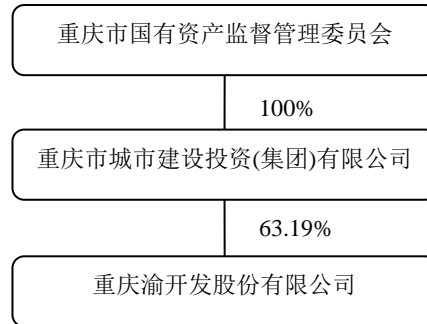
跟踪期内，该公司仍以商品房开发销售为主要收入与利润来源。公司项目存量有限，2018 年合同销售情况不及上年；公司业绩波动明显且个别项目存在收益不及预期。公司土地储备尚充足，且拿地时间较早，具有一定成本优势。2018 年会展中心运营业务收入持续下降，当年重庆市（南岸）会展专项资金的到位或有利于该业务实现优化提升。随着房地产项目建设的持续开展，公司有一定规模支出预期，预计其融资需求或将有所提升。公司产权结构保持稳定，实际控制人仍为重庆国资委。公司关联交易涉及金额较小，其影响相对可控。由于 14 渝发债即将于 2019 年 8 月到期，该公司刚性债务期限迅速趋于短期化，即期债务偿付压力明显上升；目前公司财务杠杆尚保持在较合理水平。随着未来项目持续投入，融资需求增加，债务规模或有上升的可能。近两年项目销售去化表现较好，经营性现金持续净流入，公司账面资金较为充裕。此外，公司持有有一定上市公司股票，资产变现能力较强，可为债务偿付提供一定保障。

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

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）重庆市房地产市场政策风向及房价波动情况；（3）该公司房产项目销售去化及盈利情况；（4）公司土地储备规模变化情况；（5）在建拟建项目投融资情况及资金平衡能力；（6）即期债务偿付资金安排及到位情况；（7）担保方重庆城投的信用质量变化。

附录一：

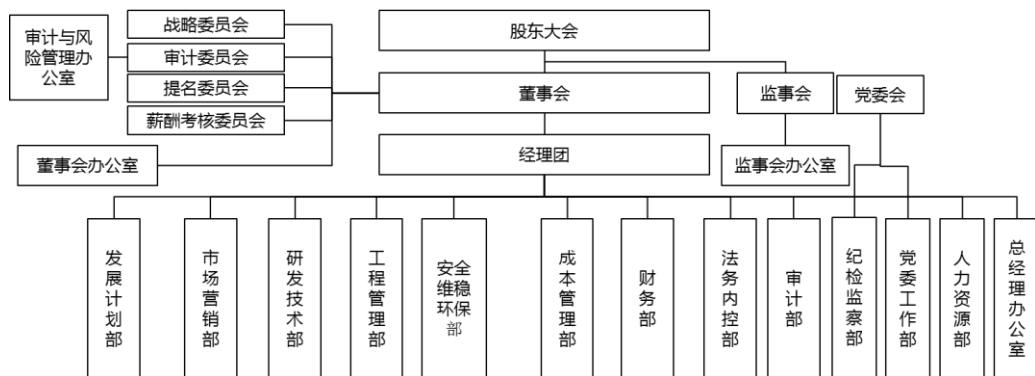
公司与实际控制人关系图



注：根据渝开发提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据渝开发提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	EBITDA(亿元)	
重庆市国有资产监督管理委员会	重庆市国资委	集团最高层级法人实体	--	--	--	--	--	--	--	--	
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	重庆城投	公司之控股股东	--	城市建设投资	542.05	864.34	25.09	10.91	101.35	26.68	
重庆渝开发股份有限公司	渝开发	本级	--	房地产	14.89	34.64	5.40	0.44	5.96	1.78	母公司口径
重庆渝开发新干线置业有限公司	新干线置业	子公司	95	房地产	--	1.29	0.06	0.15	0.03	0.08	
重庆祈年房地产开发有限公司	祈年房地产	子公司	51	房地产	--	0.31	--	0.08	-0.003	0.08	
重庆朗福置业有限公司	朗福置业	子公司	50	房地产	--	5.59	1.88	0.08	1.00	0.31	
重庆捷兴置业有限公司	捷兴置业	子公司	60	房地产	--	4.06	1.39	0.22	0.47	0.09	
重庆渝开发物业管理有限公司	渝开发物业	子公司	100	服务业	--	0.14	0.37	0.07	0.02	0.51	
重庆道金投资有限公司	道金投资	子公司	97	投资	--	2.64	0.52	0.22	0.22	0.06	
重庆渝开发资产经营管理有限公司	渝开发资产	子公司	100	资产经营管理	--	0.38	0.14	0.02	0.04	0.19	
重庆国际会议展览中心经营管理有限公司	国际会展中心	子公司	100	服务业	--	0.37	0.93	0.16	0.13	--	

注：根据渝开发 2018 度审计报告附注及所提供的其他资料整理；重庆城投数据为 2017 年（末）数据。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	65.82	63.07	65.71
货币资金 [亿元]	9.80	11.99	15.90
刚性债务[亿元]	18.30	15.50	14.89
所有者权益 [亿元]	33.63	34.57	34.64
营业收入[亿元]	6.83	10.41	5.40
净利润 [亿元]	0.77	0.98	0.44
EBITDA[亿元]	3.08	2.73	1.78
经营性现金净流入量[亿元]	2.17	6.03	5.29
投资性现金净流入量[亿元]	1.80	-8.34	-1.93
资产负债率[%]	48.91	45.19	47.28
权益资本与刚性债务比率[%]	183.73	223.01	232.61
流动比率[%]	321.05	349.68	189.52
现金比率[%]	61.81	87.38	59.10
利息保障倍数[倍]	1.43	2.04	1.25
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	3,226.69	1,695.51	3,072.56
毛利率[%]	34.97	24.33	23.76
营业利润率[%]	13.86	12.71	8.02
总资产报酬率[%]	2.86	3.17	1.72
净资产收益率[%]	2.31	2.89	1.26
净资产收益率*[%]	4.28	2.72	0.84
营业收入现金率[%]	118.85	97.84	188.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.31	40.76	26.07
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.96	-7.63	11.31
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	2.72	2.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.12

注：表中数据依据渝开发经审计的 2016~2018 年度整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。