CREDIT RATING REPORT

报告名称

重庆两山建设投资集团有限公司2026年度主动评级报告

目录

评定等级及主要观点

评级对象

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

外部支持

评级结论

联系电话：+86-10-67413300　客服电话：+ 86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555　Email：dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市西城区三里河二区甲 18 号　　公司网站：www.dagongcredit.com

评定等级

信用等级： AA+pi

评级展望： 稳定

评级日期： 2026 年 11 月 18 日

报告编号： DGZX-RP【2026】1118089

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2026.9	2025	2024	2023
总资产	635.14	609.73	590.57	552.34
所有者权益	290.85	291.13	293.22	285.99
总有息债务	-	237.17	225.33	204.99
营业收入	7.43	23.64	28.33	26.61
净利润	0.33	3.31	3.95	4.49
经营性净现金流	0.91	5.04	9.02	-4.20
毛利率	23.50	23.82	22.15	11.40
总资产报酬率	0.31	1.32	1.35	1.23
资产负债率	54.21	52.25	50.35	48.22
债务资本比率	-	44.89	43.45	41.75
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	0.83	0.98	0.82
经营性净现金流/总负债	0.27	1.64	3.20	-1.69

注：根据公开资料获取 2023～2025 年及 2026 年 1～9 月财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，重庆康华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2024～2025 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2026 年 1～9 月财务报表未经审计。本报告 2023～2024 年财务数据分别使用 2024～2025 年财务报表期初数或上期数。

评级小组负责人： 付国晶

评级小组成员： 周春云

电话： 010-67413300

传真： 010-67413555

客服： 4008-84-4008

Email： dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

重庆两山建设投资集团有限公司（以下简称“两山建投”或“公司”）主要从事基础设施建设、土地业务和房屋销售等业务。本次评级结果表明，重庆市和璧山区地区生产总值均逐年增长，为公司发展提供良好的外部环境，公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，区域专营性较强，获得当地政府在资产划转及政府补助等方面的有力支持；但同时，公司面临较大的资金支出压力，需关注后续基础设施建设业务收入结算情况，以及土地业务收入确认和回款情况，资产流动性较弱，应收类款项对资金形成占用，且面临短期偿付压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 2023～2025 年，重庆市和璧山区地区生产总值均逐年增长，为公司发展提供良好的外部环境；
- 公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，承接重庆市璧山区人民政府（以下简称“璧山区政府”）下达的基础设施建设任务，同时承担区内重要的国有资产经营运营职能，区域专营性较强；
- 近年来，公司获得当地政府在资产划转及政府补助等方面的有力支持。

主要风险/挑战：

- 截至 2025 年末，公司主要在建及拟建自营项目面临较大的资金支出压力，且需关注后续基础设施建设业务收入结算情况，以及土地业务收入确认和回款情况；
- 2025 年末，以待开发土地为主的存货和以基建项目为主的其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱，且应收类款项在总资产中占比较高，对资金形成占用；
- 截至 2025 年末，期末现金及现金等价物余额

对短期有息债务覆盖程度较低，公司面临短期偿付压力。

展望

预计未来，重庆市和璧山区经济稳定发展，公司作为璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，将继续得到当地政府的支持。综合考虑，大公国际对未来 1～2 年两山建投的评级展望为稳定。

评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法与模型为《城市基础设施建设投融资企业信用评级方法与模型》，版本号为 PFM-CT-2026-V.6.0，该方法与模型已在大公国际官网公开披露。本次评级模型及结果如下表所示：

评级要素	档位/等级
要素一：财富创造能力	**8**
（一）区域环境	6
（二）运营实力	7
要素二：偿债来源与负债平衡	**7**
（一）偿债来源	7
（二）债务与资本结构	8
（三）保障能力分析	5
（四）现金流量分析	8
其他要素：调整项	**无**
基础信用等级	**$a+_{pi}$**
外部支持调整子级	**3**
模型结果	**$AA+_{pi}$**

外部支持说明：公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，能够获得当地政府在资产划转及政府补助等方面的有力支持。

注：评级模型所用的数据根据公开资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）出具的主动评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本次评级为主动评级。

二、经公开信息核查，评级对象或其发行人与大公国际不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公国际评级人员与评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公国际及评级项目组履行了勤勉尽责义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料均为已经正式对外公布的信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由信息公布方负责。大公国际对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公国际的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公国际对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公国际基于评级对象正式对外公布的信息作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公国际对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、主动评级信用等级和报告的有效期原则上为一年。主动评级有效期届满则自然终止。

八、本报告版权属于大公国际所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

九、未经大公国际书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

在本报告所载信用等级有效期内，大公国际根据实际需要，在对公开资料可获性、及时性、有效性进行评估基础上，可对主动评级项目进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果，出现无法收集到相关资料导致评级作业不能开展的情形，大公国际可终止或撤销评级。

评级对象

（一）主体概况

公司成立于 2010 年 3 月，前身为重庆两山建设投资有限公司，由重庆市璧山区财政局（以下简称“璧山区财政局”）[1]出资设立，初始注册资本为 5.00 亿元。后经多次增资及股权变更，截至 2026 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 6.85 亿元；重庆市璧山区国有资产管理中心（以下简称“璧山区国资中心”）持有公司 100.00%股权，为公司唯一股东及实际控制人。截至 2025 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 4 家。

截至本报告出具日，子公司存在按股权比例承接的借款因股东间未协商一致而存在债务逾期，需关注后续协商进展及款项偿还情况。

截至本报告出具日，子公司重庆两山产业投资有限公司（以下简称“两山投资”）存在一笔 1.00 亿元债务逾期；债权人为重庆康佳光电科技有限公司(以下简称“光电科技”)，康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）和两山投资分别持有光电科技 75%[2]和 25%股权。根据康佳集团于 2026 年 9 月 29 日发布的《关于控股子公司按股权比例向股东提供借款逾期的公告》，为提高资金使用效率，在考虑光电科技资金使用计划后，光电科技按照股权比例以同等条件向各股东提供一定金额的借款。截至目前，光电科技向康佳集团（含康佳集团的全资子公司）、两山投资分别提供了 3.00 亿元和 1.00 亿元借款。因康佳集团及两山投资就还款事宜尚未达成一致意见，均未能按照合同约定归还光电科技提供的借款，导致借款逾期。该笔债务系两山投资作为光电科技 25%股东，按股权比例承接的股东借款，非经营性负债或对外融资；还款需双方协商一致，需关注后续协商进展及款项偿还情况。

（二）公司治理结构

根据《重庆两山建设投资集团有限公司公司债券中期报告（2026 年）》，公司设董事会，成员为 7 人；不设监事会、监事，设审计委员会，成员为 3 人；设总经理 1 名。公司设财务融资部、风控合规部等 4 个职能部门，各部门分工明确，能够满足公司日常经营管理需求。

偿债环境

（一）宏观环境

2026 年前三季度，我国经济顶住复杂外部环境与国内结构性压力，延续稳中有进、向新向优的运行态势，三季度经济边际企稳、全年经济增长目标有望顺利实现。

2026 年前三季度，国民经济整体运行在合理区间，“稳、韧、新、优”特征延续，新质生产力持续赋能经济高质量发展。一是经济总量稳步攀升。前三季度 GDP 累计同比增长 4.6%，三季度增速较二季度回升，经济动能亦有所增强。二是消费市场分层复苏、提质升级。社会消费品零售总额温和增长，服务零售额增速显著高于商品零售，通讯器材、烟酒、粮油食品等品类表现较好，餐饮收入受假期消费提振回升，但汽车、家具、建筑装潢等大额耐用品和地产消费仍偏弱。三是投资结构持续优化、累计增速年内首次止跌。固定资产投资累计降幅与 1-8 月持平，9 月环比由负转正，制造业投资单月降幅大幅收窄，电子设备、铁路、船舶、航空航天等中游高技术链和出口链投资保持较快增长，高技术产业投资和设备购置投资增速亮眼，有效对冲整体投资波动压力；基建投资单月降

[1] 曾用名：璧山县财政局。
[2] 含康佳集团子公司。

幅延续收窄，新型政策性金融工具、专项债、地方结存限额等资金加速落地，四季度实物工作量有改善基础。四是外贸展现超强韧性。在全球贸易放缓、地缘冲突反复扰动的背景下，三季度出口增速进一步上扬，机电产品出口占比持续提升，集成电路、工业机器人等新质生产力产品主导出口结构升级，高端装备、绿色低碳产品成为拉动出口增长的核心动力。五是物价水平温和回升。名义 GDP 增速高于一二季度，GDP 平减指数连续两个季度为正，PPI 同比升至阶段高位，但涨价主要集中在上游和出口链，PPI 与 CPI 剪刀差走阔，成本向终端传导不畅，物价回升高度依赖外部输入而非内需全面复苏。

展望四季度，经济运行仍面临内外压力。从外部看，地缘冲突带来的输入性价格扰动持续，油价处于高位、回落节奏不确定，叠加全球贸易增速放缓与海外货币政策收紧，出口拉动效应面临一定压力。从国内看，财政靠前发力后增量空间收窄，房地产调整压力尚未完全消解，开发投资降幅扩大、销售降幅走阔，现房销售制度拉长回款周期，房企拿地和新开工意愿受压制；部分传统行业产能出清压力较大，工业产能利用率偏低，汽车行业尤为突出；居民消费倾向偏弱，收入向消费支出转化仍不充分。从政策应对看，宏观政策将延续积极有为基调，协同施策。财政政策聚焦提质增效，加快新型政策性金融工具、专项债、地方结存限额落地投放，抓实“六张网”、重大工程、设备更新、民生补短板项目建设，持续扩大有效投资、夯实内需底盘；9 月以来 8000 亿元新型政策性金融工具启动投放、9 月新增专项债发行放量、10 月启用 5500 亿元地方债结存限额，PSL 利率下调并将“六张网”纳入支持领域，四季度基建及制造业投资有望延续温和修复。货币政策维持适度宽松基调，保持市场流动性充裕，依托各类结构性工具精准赋能科技创新、小微企业、绿色发展等重点领域，促进新动能成长提速，夯实经济增长核心根基。综合来看，在政策协同、动能升级、外贸韧性加持下，四季度经济有望延续企稳态势，预计全年增长 4.6%左右，呈现“前高中低后稳”走势。

（二）行业环境

2025 年，城投行业监管政策进一步发力，围绕“去平台、控债务、市场化”部署，城投企业进入出清倒计时，化债工作从隐性债务延伸至经营性债务风险管控；展望未来，“十五五”时期，中央对于债务管控和债务化解的工作力度将持续加大，城投企业未来将主要围绕化债与转型两条主线纵深推进，剥离政府融资职能、构建自身造血能力成为其核心命题。

2025 年，城投行业监管政策在 2024 年基础上进一步发力，围绕“去平台、控债务、市场化”部署，政策力度逐级深化，覆盖范围持续扩大。“控债务”方面，一揽子化债方案进一步完善落实，降准、降息等金融政策组合拳出台，中央及地方全面防范债务风险，坚决遏制新增隐性债务，对违规举债和虚假化债严查快处，公开曝光 12 起隐性债务问责典型案例。化债工作整体延续前期严基调、实举措、强有力的特征。“去平台”和“市场化”方面，政策强调要有力有序有效推进地方融资平台出清、加快融资平台改革转型，城投企业进入出清倒计时。在“去平台”取得阶段性进展的同时，化债工作从隐性债务延伸至经营性债务管控，政策覆盖范围进一步拓展。

随着化债政策的持续发力与精准落地，化债成效进一步显现。在严监管的背景下，城投企业新增融资持续收紧，融资渠道结构调整，信用分化进一步加剧。城投债融资成本继续下行，发行趋于中长期化，同时置换债的发行大幅减轻了各地还本付息的压力，流动性风险有效缓释。全年来看，债务化解工作有序开展，城投企业剥离历史债务包袱，市场化转型进程快速推进，主动向城市综合运营服务商或产业投资平台转型，逐步提升自身造血能力。

展望未来，“十五五”时期，中央对于债务管控和债务化解的工作力度将持续加大，地方政府

债务压力将得到进一步缓释，随着城投企业出清工作的推进，城投企业退平台及市场化转型进程将进一步提速，城投企业的核心任务将从化解存量债务风险进一步延伸至重构市场化经营能力。在政策的导向下，城投企业未来将主要围绕化债与转型两条主线纵深推进，经营性债务将成为化解重点。剥离政府融资职能、构建自身造血能力是城投企业的核心命题，需关注城投企业经营性债务还本付息压力以及后续转型过程中带来的市场化风险。

（三）区域环境

2023～2025 年，重庆市和璧山区地区生产总值均逐年增长，为公司发展提供良好的外部环境。

重庆市位于我国西南部，长江上游，东邻湖北省、湖南省，南接贵州省，西靠四川省泸州市、内江市、资阳市、遂宁市，北连陕西省以及四川省广安市、达州市。重庆市面积 8.24 万平方千米，下辖 37 个区县（自治县），2025 年末常住人口 3,187.26 万人。2023～2025 年，重庆市地区生产总值分别为 30,614.28 亿元、32,046.73 亿元和 33,757.93 亿元，一般公共预算收入分别为 2,440.70 亿元、2,595.36 亿元和 2,735.83 亿元，均逐年增长。

璧山区因境内“山出白石，明润如璧”而得名，面积 915 平方公里，荣获全国美丽乡村先行区、义务教育优质均衡发展区、国家生态文明建设示范区、国家卫生区、全国双拥模范城等 20 余张“国字号”名片。截至 2025 年末，璧山区常住人口 77.19 万人。

2023～2025 年，璧山区地区生产总值分别为 983.0 亿元、1,039.9 亿元和 1,076.8 亿元，人均地区生产总值分别为 12.86 万元、13.57 万元和 13.99 万元，均逐年增长。同期，璧山区一般公共预算收入有所波动，分别为 53.19 亿元、50.06 亿元和 51.32 亿元，其中税收收入分别为 29.09 亿元、31.21 亿元和 32.50 亿元，逐年增长；以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入逐年减少，分别为 53.48 亿元、42.39 亿元和 38.86 亿元。同期，一般公共预算支出分别为 75.80 亿元、79.61 亿元和 74.18 亿元，政府性基金支出分别为 73.82 亿元、62.70 亿元和 66.77 亿元，均有所波动。2026 年 1～6 月，璧山区地区生产总值为 537.54 亿元，同比增长 5.5%。2026 年 1～8 月，璧山区一般公共预算收入为 45.72 亿元，同比增长 0.9%，其中税收收入 33.22 亿元，同比减少 6.7%；政府性基金收入为 13.20 亿元，同比增长 18.0%。

政府债务方面，2023～2025 年末，璧山区地方政府债务余额逐年增长，分别为 224.57 亿元、253.77 亿元和 276.93 亿元；其中 2025 年末，一般债务余额和专项债务余额分别为 52.01 亿元和 224.92 亿元。整体来看，2023～2025 年，重庆市和璧山区地区生产总值均逐年增长，为公司发展提供良好的外部环境。

财富创造能力

公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，承接璧山区政府下达的基础设施建设任务，同时承担区内重要的国有资产经营运营职能，区域专营性较强；截至 2025 年末公司待开发土地规模较大，业务可持续性较好，可供出租资产较多，为后续租赁收入形成一定支撑；但主要在建及拟建自营项目面临较大的资金支出压力，且需关注后续基础设施建设业务收入结算情况，以及土地业务收入确认和回款情况。

公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，承接璧山区政府下达的基础设施建设任务，基建业务范围涵盖璧山区主城区部分区域和璧山高新技术产业开发区（以下简称“璧山高新区”）规划范围内的相关区域，同时承担区内重要的国有资产经营运营职能，区域专营性较强。

2023～2025 年，公司营业收入有所波动，分别为 26.61 亿元、28.33 亿元和 23.64 亿元，2024 年以来收入主要来源于房屋销售、土地业务和租赁业务等；毛利率分别为 11.40%、22.15%和 23.82%，逐年提高。

公司基础设施建设业务分为代建和回购、以及自营两种模式。代建业务主要涉及璧山区范围内的基础设施、城市公共设施等项目，其中璧山高新区范围内的代建项目由璧山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）委托公司本部或子公司重庆两山建设开发有限公司代建，公司配合高新区管委会完成工程项目立项、设计、招投标等工作，项目完工后移交高新区管委会。项目竣工验收且审计完成后，高新区管委会根据代建项目清单、代建协议、审计报告等与公司结算代建款及代建管理费，代建管理费率为代建成本的 8%以内（增值税另外结算）。2020 年，公司新增工程回购业务，高新区管委会与公司签订相关协议，由公司作为业主实施的建设项目，按照工程完工百分比结算，每年底与高新区管委会结算一次，回购加成率控制在工程成本 8%以内（增值税另外结算），2020 年执行加成率 7%。除璧山高新区、绿岛新区之外的大型代建项目，由璧山区政府及重庆市璧山区交通局委托重庆市璧山区城市建设投资有限公司（以下简称“璧山城投”）代建，项目完工后，璧山区财政局同璧山城投结算代建款及管理费，代建管理费率为代建成本的 5%（增值税另外结算）。此外，公司部分经济适用房等基础设施项目通过自主运营实现资金平衡。2023～2024 年，公司代建及项目回购业务收入分别为 3.42 亿元和 0.01 亿元，2024 年受达到结算进度的项目减少的影响，收入同比大幅减少；2025 年因没有达到结算进度的项目，当期未实现代建及项目回购收入。公司基础设施建设项目结算时间受政府财政安排和项目建设影响较大，收入结算时间和规模存在不确定性，需关注后续收入结算情况。截至 2025 年末，公司主要在建的代建和回购类基础设施项目计划总投资 85.31 亿元，已投资 66.24 亿元，资金来源主要为地方政府债券资金及公司自筹资金；暂无拟建代建和回购类项目。同期，公司主要在建自营项目计划总投资 28.35 亿元，已投资 20.58 亿元；拟建自营项目计划总投资 11.41 亿元，尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。公司自营项目投资资金主要来源于自筹和外部融资，主要通过完工后对外出租、出售来实现收益，需关注自营项目建成后运营及资金平衡情况。

土地业务由公司本部和子公司璧山城投负责，公司通过招拍挂方式取得土地，璧山区财政局及高新区管委会根据市场情况有偿收回，收回价格为土地成本加成一定比例收益，公司收到款项后确认为营业收入。2023～2025 年，公司土地业务收入分别为 20.87 亿元、14.61 亿元和 7.48 亿元，受市场行情影响收入逐年减少。2025 年末，公司存货中的待开发土地账面价值为 63.32 亿元，大部分为出让性质的商住用地，主要位于城区的核心区域，包括璧城街道、璧泉街道及青杠街道等，但尚有 7.79 亿元土地暂未办妥权证。整体来看，公司待开发土地规模较大，业务可持续性较好，但土地收回情况受政府规划和土地市场行情影响较大，且回款较为滞后，需关注后续收入确认和回款情况。

房屋租赁与销售业务方面，公司作为璧山区重要的国有资产运营主体，持有大量的公租房和标准厂房等，通过出租和出售平衡资金支出。租赁业务按照出租房屋类型执行不同的模式，公租房出租方面，租赁价格执行重庆市璧山区发展和改革委员会指导价格，按照璧山高新区审核后的名单出租给企业或个人，租金由公司收取；厂房出租和 CBD 商业楼宇出租方面，根据璧山高新区招商引资的要求或者企业需求，公司将房屋出租给企业并收取租金，价格执行协议价；商业门市配套租赁方面，将商业门市及配套挂牌出租，根据竞拍价格出租给个人或者企业，执行市场价格。2023～2025 年，租赁收入分别为 2.06 亿元、3.44 亿元和 2.67 亿元，有所波动。截至 2025 年末，公司主要的可

供出租或出售的资产包括塘坊公租房、两山景苑公租房、新立路 76 号（众泰厂房）等，建筑面积合计 159.35 万平方米，可供出租资产较多，为后续租赁收入形成一定支撑。房屋销售方面，2023 年房屋销售收入为 0.17 亿元；2024 年，因移交结算青杠经适房项目，按成本加一定比例的管理费确认房屋销售收入 10.15 亿元；2025 年确认房屋销售收入 13.36 亿元，主要是结转销售大兴经适房 B 组团住宅等项目。

偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利能力

2023～2025 年，公司净利润逐年减少；2025 年其他收益对利润形成重要补充。

2023～2025 年，公司期间费用以财务费用为主，规模有所波动；期间费用率逐年提高。同期，公司其他收益分别为 3.16 亿元、1.33 亿元和 6.41 亿元，均为补贴收益，2025 年其他收益对利润形成重要补充；投资收益分别为 2.06 亿元、-0.01 亿元和 0.40 亿元，2023 年主要为处置交易性金融资产取得的投资收益，2025 年同比增加，主要是持有的重庆绿发实业集团有限公司（以下简称“绿发实业”）长期股权投资权益法下确认投资收益 0.20 亿元，以及处置重庆得博科技有限公司债权取得投资收益 0.22 亿元；公允价值变动收益分别为-0.18 亿元、2.09 亿元和 0.36 亿元，2024 年主要为按公允价值计量的投资性房地产产生的收益。同期，公司净利润分别为 4.49 亿元、3.95 亿元和 3.31 亿元，逐年减少；总资产报酬率有所波动，净资产收益率逐年下降。

2026 年 1～9 月，公司营业收入为 7.43 亿元，毛利率为 23.50%；净利润为 0.33 亿元，同比有所减少，其他收益为 1.58 亿元，对公司利润形成重要补充。

2、资产可变现性

2023 年以来，公司总资产规模持续增长；2025 年末以待开发土地为主的存货和以基建项目为主的其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱，且应收类款项在总资产中占比较高，对资金形成占用。

2023～2025 年末，公司总资产规模分别为 552.34 亿元、590.57 亿元和 609.73 亿元，逐年增长，资产结构以流动资产为主，主要包括货币资金、应收类款项、存货、长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产。2023～2025 年末，货币资金分别为 7.45 亿元、7.36 亿元和 9.44 亿元，有所波动；应收账款分别为 85.24 亿元、109.81 亿元和 128.42 亿元，逐年增长，2025 年末应收账款欠款方主要为高新区管委会和璧山区财政局，合计占比为 99.48%；其他应收款分别为 52.22 亿元、55.86 亿元和 72.35 亿元，逐年增长，2025 年末累计计提坏账准备 0.68 亿元，按欠款方归集的期末余额前五名合计占比为 86.88%。同期，存货分别为 262.72 亿元、126.98 亿元和 112.39 亿元，逐年减少，其中 2024 年末同比减少，主要是将待清理及待回购项目 55.63 亿元重分类至其他非流动资产，同时按照政府安排将子公司璧山城投账面 48.94 亿元代建项目资产无偿划转至重庆市璧山区国有资产经营管理有限公司，另将 12.45 亿元土地使用权变更持有意图重分类至投资性房地产所致；2025 年末，存货主要为开发成本和待开发土地，其中待开发土地 63.32 亿元，其中 7.79 亿元尚未办妥权证。同期，长期股权投资分别为 0.17 亿元、54.11 亿元和 54.79 亿元，其中 2024 年末同比大幅增加，主要是璧山区国资中心将绿发实业 30%股权无偿划入子公司璧山城投所致，2025 年末主要是对绿发实业投资 53.04 亿元；投资性房地产分别为 33.19 亿元、55.69 亿元和 57.98 亿元，逐年

增长；其他非流动资产分别为 23.65 亿元、79.49 亿元和 79.96 亿元，2025 年末包括重庆都市快轨铜梁试验段（重庆市郊铁路尖顶坡至璧山段项目）14.64 亿元、公共租赁住房建设项目一期工程项目 8.19 亿元等。2026 年 9 月末，总资产规模为 635.14 亿元，较 2025 年末有所增加。整体来看，2025 年末，公司以待开发土地为主的存货和以基建项目为主的其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱，且应收类款项在总资产中占比较高，对资金形成占用。

受限资产方面，截至 2025 年末[3]，公司受限资产账面价值合计 91.72 亿元，主要为用于融资抵押的存货和投资性房地产等；受限资产占总资产和净资产的比重分别为 15.04%和 31.51%。

（二）债务及资本结构

2023～2025 年末，公司负债总额和资产负债率均逐年增长；总有息债务逐年增长，截至 2025 年末，期末现金及现金等价物余额对短期有息债务覆盖程度较低，公司面临短期偿付压力；被担保企业区域集中度较高，面临一定或有风险。

2023～2025 年末，公司负债总额逐年增长，分别为 266.35 亿元、297.34 亿元和 318.60 亿元，负债结构以非流动负债为主，主要包括应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。2023～2025 年末，应付账款分别为 20.74 亿元、19.33 亿元和 18.60 亿元，逐年减少；一年内到期的非流动负债分别为 31.76 亿元、38.69 亿元和 64.73 亿元，2025 年末主要包括一年内到期的长期借款 26.86 亿元、一年内到期的应付债券 28.50 亿元；长期借款分别为 93.76 亿元、103.54 亿元和 131.68 亿元，2025 年末以保证借款和抵押借款为主；应付债券分别为 40.26 亿元、40.43 亿元和 19.17 亿元，2025 年末同比减少主要是转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款分别为 46.63 亿元、55.92 亿元和 57.51 亿元，2025 年末包括 10.25 亿元融资租赁等长期应付款以及 47.26 亿元专项应付款。同期，资产负债率分别为 48.22%、50.35%和 52.25%，逐年上升。2026 年 9 月末，公司负债总额为 344.29 亿元，较 2025 年末继续增长；资产负债率为 54.21%，较 2025 年末有所上升。

2023～2025 年末[4]，公司总有息债务分别为 204.99 亿元、225.33 亿元和 237.17 亿元，逐年增长，且占总负债比重较高，面临较大债务压力。2025 年末，短期有息债务 72.71 亿元，占总有息债务比重为 30.66%，期末现金及现金等价物余额为 9.44 亿元，对短期有息债务覆盖程度较低，公司面临短期偿付压力。

2023～2025 年末，公司所有者权益分别为 285.99 亿元、293.22 亿元和 291.13 亿元，小幅波动；其中实收资本保持不变，均为 6.85 亿元；资本公积小幅波动，分别为 233.43 亿元、236.04 亿元和 234.40 亿元，其中 2024 年末同比小幅增加，系按照璧山区国企改革总体要求，公司划入多家公司股权，并划出部分资产所致[5]；未分配利润逐年增长，分别为 43.31 亿元、45.13 亿元和 47.66 亿元。2026 年 9 月末，所有者权益为 290.85 亿元，较 2025 年末小幅减少。

截至 2025 年末[6]，公司对外担保余额 33.26 亿元，担保比率为 11.42%，被担保企业均为当地国有企业，区域集中度较高，公司面临一定或有风险。

[3] 公开渠道未查询到截至 2026 年 9 月末公司受限资产明细。
[4] 公开渠道未查询到截至 2026 年 9 月末公司有息债务明细。
[5] 2024 年无偿划入多家公司股权合计增加资本公积 55.14 亿元，划出代建项目和应收债权合计减少资本公积 51.82 亿元。
[6] 公开渠道未查询到截至 2026 年 9 月末公司对外担保数据。

（三）现金流

2023～2025 年，公司经营性净现金流波动较大，投资性现金流持续净流出；筹资性现金流持续净流入，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较大。

2023～2025 年，公司经营性净现金流分别为-4.20 亿元、9.02 亿元和 5.04 亿元，波动较大，其中 2024 年受主业投入减少以及支付的往来款减少等因素影响，经营性现金流同比转为净流入；投资性净现金流分别为-9.85 亿元、-20.47 亿元和-11.95 亿元，持续净流出，其中 2024 年净流出规模同比增加，主要是自营项目投资扩大等因素所致；筹资性净现金流分别为 9.24 亿元、11.41 亿元和 9.00 亿元，持续净流入，其中筹资活动现金流入分别为 61.38 亿元、83.22 亿元和 96.63 亿元，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较大。2026 年 1～9 月，公司经营性净现金流为 0.91 亿元，投资性净现金流为-8.81 亿元，筹资性净现金流 15.88 亿元。

外部支持

公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，近年来获得当地政府在资产划转及政府补助等方面的有力支持。

璧山区主要投融资企业除公司外，还包括重庆国隆农业科技产业发展集团有限公司（以下简称“重庆国隆”）、绿发实业。其中重庆国隆是璧山区农村资源运营、农业生产服务公司，承担服务园区发展、农村基础设施建设、农业产业引导等功能；绿发实业定位为国有资产经营、城市资源运营公司，承担服务园区发展、城市基础设施建设、第三产业引导、服务民生、城市发展的功能，主要负责资产经营、城市基础设施建设和运营、生活性服务业拓展等业务。公司是璧山区最重要的基础设施建设和国有资本运营平台，近年来获得当地政府在资产划转及政府补助等方面的有力支持。

资产划转方面，2023 年，根据《璧山高新区管委会关于通过以物抵债解决“东林美地”项目有关问题的请示》（重庆市璧山区人民政府璧高新区文〔2023〕号文），无偿划转东林美地停车位，增加资本公积 0.10 亿元；根据《国有产权无偿划转协议》，高新区管委会无偿划转璧山区璧泉街道东林大道 92 号企业天地房屋，增加资本公积 0.98 亿元。2024 年，无偿划入重庆璧山融资担保有限公司 100%股权[7]、重庆两山拓恒建设发展有限公司[8]100%股权以及绿发实业 30%股权，合计增加资本公积 55.14 亿元；无偿划入资产增加资本公积 0.10 亿元。2025 年，无偿划入资产增加资本公积 1.25 万元。

政府补助方面，2023～2025 年，公司获得的计入其他收益的补贴收益分别为 3.16 亿元、1.33 亿元和 6.41 亿元。

评级结论

综合分析，大公国际评定两山建投信用等级为 $AA+_{pi}$，评级展望为稳定。

[7] 2025 年将重庆璧山融资担保有限公司 100%股权无偿划转至璧山区财政局，减少资本公积 1.08 亿元。
[8] 曾用名：重庆拓恒迅物业管理有限公司。

附件 1 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率（%）	（1－营业成本/营业收入）× 100%
EBIT	利润总额＋计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT＋折旧＋摊销
EBITDA 利润率（%）	EBITDA/营业收入×100%
总资产报酬率（%）	EBIT/年末资产总额×100%
净资产收益率（%）	净利润/年末净资产×100%
现金回笼率（%）	销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率（%）	负债总额/资产总额×100%
债务资本比率（%）	总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
总有息债务	短期有息债务＋长期有息债务
短期有息债务	短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）+其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）+其他长期有息债务
担保比率（%）	担保余额/所有者权益×100%
经营性净现金流/流动负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
经营性净现金流/总负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
存货周转天数[9]	360 /（营业成本/年初末平均存货）
应收账款周转天数[10]	360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	（流动资产-存货）/ 流动负债
现金比率（%）	（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
扣非净利润	净利润-公允价值变动收益-投资收益-汇兑收益-资产处置收益-其他收益-（营业外收入-营业外支出）
可变现资产	总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数（倍）	EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
EBITDA 利息保障倍数（倍）	EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[9] 前三季度取 270 天。
[10] 前三季度取 270 天。

附件 2 信用等级符号和定义

一般主体主动评级信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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。
BB_{pi}		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

注：除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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。