

2019 年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【897】号 01

债券简称：19 鱼台鑫达
债/19 鱼台 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡融
资担保集团股份有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2026 年
4 月 10 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3-7 个计息年度末
分别按照债券发行总额
20%的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
魏明阳 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
weimy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 28 日	2019 年 02 月 15 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对鱼台县鑫达经济开发投资有限公司（以下简称“鱼台鑫达”或“公司”）及其 2019 年 4 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，工程建设业务收入规模较大，且业务持续性较好，获得的外部支持力度仍较大，并且重庆三峡融资担保集团股份有限公司¹（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力，有息债务规模仍较大，随着本期债券成功发行，面临较大的刚性债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年鱼台县实现地区生产总值 201.76 亿元，同比增长 5.9%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 工程建设业务收入规模较大，且业务持续性较好。公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，2018 年实现工程建设收入 71,901.66 万元，规模较大。公司在建代建项目较多，业务持续性较好。

¹ 重庆三峡融资担保集团股份有限公司原名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018 年 06 月 08 日工商变更为现名。

- **获得的外部支持力度仍较大。**2018年鱼台县财政局向公司注入资产3.29亿元，提升了公司资本实力；此外，2018年公司获得当地政府基础设施建设补贴1.44亿元，有效提升了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**2018年末公司资产中土地资产、开发成本和应收款项合计占比达88.53%，应收款项回收时间存在一定的不确定性，存货难以即时变现且部分已用于抵质押，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2018年公司经营活动产生的现金净流出61,152.55万元，表现较差。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资209,118.03万元，未来仍存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模仍较大，随着本期债券成功发行，面临较大的刚性债务压力。**截至2018年末，公司有息债务规模328,886.72万元，规模仍较大，占总负债的比重为81.37%。随着本期债券成功发行，公司面临较大的刚性债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计60,980.00万元，占所有者权益的比重为14.38%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	828,208.47	745,647.64	539,897.49
所有者权益	424,041.91	369,030.55	304,039.12
有息债务	328,886.72	355,843.39	184,558.65
资产负债率	48.80%	50.51%	43.69%
流动比率	3.24	2.84	2.98
营业收入	71,952.36	71,722.71	47,644.10
其他收益	14,401.53	14,119.15	0.00
营业外收入	0.00	185.06	9888.16

利润总额	19,670.23	16,825.03	14,604.77
综合毛利率	14.07%	14.08%	16.67%
EBITDA	22,916.64	19,608.08	14,604.77
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.34	1.85
经营活动现金流净额	-61,152.55	-46,442.81	-189,271.79

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益	686,503.67	661,430.73	645,880.57
融资担保责任余额*	4,719,862.32	2,532,665.80	3,262,135.72
拨备覆盖率*	293.50%	274.98%	256.28%
融资担保放大倍数（倍）*	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2017-2018 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月10日发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划6亿元用于鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目，4亿元用于补充营运资金。截至2019年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.92亿元。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本仍为10亿元，控股股东和实际控制人均为鱼台县国有资产管理局。

2017年公司子公司鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司（以下简称“鑫兴城建”）单独出资成立鱼台县鑫聚港物流有限公司（以下简称“鑫聚港物流”），2018年纳入公司合并报表范围。截至2018年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共两家。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	合并方式
	直接	间接			
鱼台县鑫聚港物流有限公司	0.00%	100%	2,000	水上运输	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均

出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险

导意见》（国办发[2018]101号）

缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

鱼台县经济实力保持增长，但整体经济实力仍偏弱

2018年鱼台县实现地区生产总值201.76亿元，按可比价格计算，同比增长5.9%，增速有所放缓，且整体经济实力仍偏弱。其中，第一产业增加值47.68亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值73.80亿元，同比增长5.7%；第三产业增加值80.28亿元，同比增长7.3%，三次产业结构为23.6：36.6：39.8。按常住人口计算，2018年鱼台县人均GDP为44,226元，为全国人均GDP的68.42%，水平较弱。

2018年鱼台县规模以上工业增加值同比增长5.9%，规模以上工业企业实现主营业务收入60.05亿元，增长6.0%，实现利润总额3.23亿元，增长达55.2%，效益增加较快。2018年固定资产投资同比增加2.1%，其中房地产开发投资6.02亿元，增长59.3%，增速较快。

2018年鱼台县社会消费品零售总额为115.68亿元，增长9.1%；进出口总额4.52亿元，规模较小，同比下降30.3%。此外，2018年鱼台县金融机构存款余额为170.03亿元，同比增加6.1%；贷款余额为69.78亿元，同比增加22.6%。

表 3 鱼台县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	201.76	5.9%	182.43	7.3%
第一产业增加值	47.68	3.4%	37.04	4.8%
第二产业增加值	73.80	5.7%	71.72	6.0%
第三产业增加值	80.28	7.3%	73.67	9.9%
规模以上工业增加值	-	5.9%	-	7.2%
固定资产投资	-	2.1%	161.8	4.1%
社会消费品零售总额	115.68	9.1%	106.03	10.2%
进出口总额	4.52	-30.3%	6.48	0.7%
存款余额	170.03	6.1%	160.23	12.7%

贷款余额	69.78	22.6%	56.94	8.4%
人均 GDP（元）		44,226		40,254
人均 GDP/全国人均 GDP		68.42%		67.47%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2017-2018 年鱼台县国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年鱼台县实现公共财政收入10.01亿元，同比略增0.04%，其中税收收入8.02亿元，占公共财政收入比重为80.07%；实现政府性基金收入13.90亿元，同比增加91.49%；同期鱼台县公共财政支出为26.81亿元，同比增加10.17%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为37.34%。

四、经营与竞争

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，负责鱼台县城区基础设施投融资与建设。2018年公司实现营业收入71,952.36万元，同比略增0.32%，其中工程建设收入71,901.66万元，占比99.93%。毛利率方面，公司工程建设业务收入规模很大，且均按固定回报率确定收入，故综合毛利率较为稳定，2018年为14.07%。公司其他收入主要为房屋租赁和代收电费收入，金额很小，对公司营业收入规模和毛利率影响很小。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	71,901.66	14.17%	71,709.77	14.17%
房屋租赁	34.26	-181.81%	12.94	-459.42%
电费	16.44	0.00%	0.00	-
合计	71,952.36	14.07%	71,722.71	14.08%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务收入规模较大，目前在建项目较多，业务持续性较好，但也存在较大的资金支出压力

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，自成立以来已先后参与投资建设多个项目，在鱼台县基础设施建设中具有重要地位。

公司与鱼台县人民政府签订委托建设框架协议，协议约定鱼台县人民政府委托公司从事市政基础设施项目的建设，由鱼台县人民政府下达投资计划，公司负责具体项目投建。每年末鱼台县人民政府确认结算公司当年工程实际造价和投资回报，投资回报为工程实际造价的 20%。2018 年公司共确认工程建设（不含税）收入 71,901.66 万元，同上年变动不大，毛利率为 14.17%，与上年保持一致。

表 5 公司工程建设业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	成本	收入
2018 年	大聂片区棚户区改造项目	18,751.46	21,846.36
	王鲁馨苑（一期）棚改项目	12,679.21	14,771.90
	城区水环境综合治理项目	7,695.74	8,965.91
	农村路网提升工程（一期）	6,923.92	8,066.70
	开发区路网	4,733.65	5,514.93
	城区管网	3,301.73	3,846.68
	湖西大堤加固	2,747.38	3,200.83
	鱼台一中教学楼扩建工程	2,000.00	2,330.10
	旧城海子工程	1,982.50	2,309.71
	鱼新三路东延	900.00	1,048.54
	合计	61,715.59	71,901.66
2017 年	农村路网提升工程（一期）	14,741.31	17,174.34
	农村饮水安全工程	13,714.17	15,977.67
	济徐路	10,025.02	11,679.63
	张黄望湖嘉苑棚改项目	8,491.83	9,893.39
	张黄镇中心片区棚改项目	6,337.00	7,382.91
	馨怡佳苑	3,781.80	4,405.98
	七所楼二套房建设项目	850.00	990.29
	农村道路硬化工程	670.92	781.65
	大李庄至湖西大堤连接线工程	658.32	766.98
	大李庄至湖西大堤第二标段工程	642.34	748.35
	盛乡街道规划支路雨污水工程	433.70	505.28
	北一环路、北二环路、湖陵三路、湖陵四路绿化工程	402.60	469.05
	济鱼路工程项目	400.00	466.02
	王鲁镇财政所拆迁	190.56	222.01
	工业路-王鲁段绿化	72.47	84.43
	阳光花城规划支路工程	57.32	66.78
	古亭路贯通工程	50.00	58.25
	湖陵二路南延道路绿化工程	19.12	22.28
	东鱼河湿地拆迁	12.41	14.45
	合计	61,550.88	71,709.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目主要包括日本沟东片区项目、李阁镇棚改、二郎庙棚改以及本期债券募投项目山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目等，计划总投资316,344.05万元，已投资107,226.02万元，除本期债券募投项目外，均为代建项目，公司工程建设业务持续

性较好，但未来回购进度受政策与地方财政资金影响较大，存在一定的不确定性。同时，随着本期债券募投项目的逐步完工，公司未来有望实现一定规模的安置房、商业门面和车位销售收入。但主要在建项目尚需投资209,118.03万元，存在较大的资金支出压力。

表 6 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否代建
日本沟东片区项目	136,175.35	9,876.23	是
山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目	91,080.00	40,169.72	否
大聂棚改	31,365.00	18,751.46	是
西支河棚改	22,000.00	21,713.54	是
李阁镇棚改	18,923.70	3,181.48	是
二郎庙棚改	16,800.00	13,533.59	是
合计	316,344.05	107,226.02	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得较大的外部支持

根据《鱼台县财政局关于向鱼台县鑫达经济开发投资有限公司注入资本金的通知》，2018年鱼台县财政局向公司注入资产3.29亿元，提升了公司资本实力。此外，2018年公司获得当地政府基础设施建设补贴1.44亿元，有效提升了利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，2017年数据采用2018年度审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2018年公司新增并纳入合并报表范围子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产以土地资产、开发成本和应收款项为主，整体资产流动性较弱

2018年末公司资产总额为828,208.47万元，同比增长11.07%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产的比重为99.42%，与上年保持不变。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金为83,867.55万元，主要为银行存款，其中29,000.00万元定期存款用于质押，使用受限。公司应收票据及应收账款全部为应收鱼台县财政局的工程建设款，2018

年末达68,327.92万元，计提坏账准备合计341.64万元，账面净值67,986.28万元。从账龄来看，1年以内占比90.83%，账龄较短，且考虑到应收对象为当地政府部门，坏账风险较小，但受政府资金调剂影响，未来回收时间存在一定的不确定性。2018年末公司其他应收款为83,765.06万元，主要为与鱼台县财政局、鱼台县公共资源交易服务中心之间的往来款和土地处置款合计60,119.94万元，以及和山东鲁王集团有限公司、鱼台县张黄镇人民政府和济宁金宸置业有限公司之前的资金拆借款合计11,077.00万元，公司前五大其他应收单位余额合计71,196.94万元，占比84.57%，集中度较高，且部分应收对象为民营企业，存在一定的坏账风险。公司存货主要由土地使用权和建设项目开发成本构成，2018年末为581,490.48万元，同比增加18.92%，其中账面价值88,311.37万元的土地使用权被用于抵押，使用受限，此外公司账面上价值4,492.00万元的土地使用权尚未办妥产权证书。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	83,867.55	10.13%	128,433.46	17.22%
应收票据及应收账款	67,986.28	8.21%	52,771.96	7.08%
其他应收款	83,765.06	10.11%	70,033.57	9.39%
存货	581,490.48	70.21%	488,975.87	65.58%
流动资产合计	823,411.31	99.42%	741,309.17	99.42%
可供出售金融资产	1,700.00	0.21%	1,200.00	0.16%
投资性房地产	2,879.70	0.35%	2,976.24	0.40%
非流动资产合计	4,797.16	0.58%	4,338.47	0.58%
资产总计	828,208.47	100.00%	745,647.64	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。2018 年末公司可供出售金融资产账面价值 1,700.00 万元，为持有的山东双合煤矿有限公司、山东鱼台农村商业银行股份有限公司和鱼台中煤环境科技有限责任公司（以下简称“中煤环科”）股权。投资性房地产为子公司已出租的银都水韵豪庭商品房，因折旧增加，2018 年末账面价值下降至 2,879.70 万元，截至 2018 年 12 月 31 日，该商品房产产权证仍在办理中。

总的来看，2018 年末公司资产中土地资产、开发成本和应收款项合计占比达 88.53%，应收款项的回收在时间上存在一定的不确定性，存货难以即时变现且部分抵押，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入较为稳定，但利润主要依赖于政府补贴

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，绝大部分营业收入来自于工程建设。2018年实现营业收入71,952.36万元，同比略增0.32%，综合毛利率为14.07%，较为稳定。目前在建项目较多，未来工程建设业务收入来源有较好的保障。且随着本期债券募投项目的逐步完工，公司未来有望实现一定规模的安置房、商业门面和车位销售收入。

2018年公司获得当地政府财政补贴14,401.53万元，占当年利润总额的73.21%，公司利润主要依赖于政府补助。

根据财政部、国家税务总局《关于专项用途财政性资金企业所得税处理问题的通知》（财税【2011】70号），对于公司及子公司来自文件规定的财政性资金收入为不征税收入，免征该部分收入企业所得税及附加税。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	71,952.36	71,722.71
其他收益	14,401.53	14,119.15
营业利润	19,670.36	18,255.80
利润总额	19,670.23	16,825.03
综合毛利率	14.07%	14.08%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，目前在建项目尚需投资规模较大，仍存在较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要来自于工程建设业务收入以及收到的政府补助、往来款、暂收款和存款利息收入等，经营活动现金流出主要来自于工程建设业务成本支出以及支付的往来款和暂付款等。2018 年公司收现比为 0.82，收现能力有所转弱。2018 年公司支付的往来款及暂付款较多，经营活动产生的现金净流出 61,152.55 万元，表现较差。

公司投资活动现金流规模较小，2018 年净流出 3,480.48 万元，主要系当年新增对中煤环科的股权投资所致。筹资活动方面，2018 年公司无新增投资资金流入且借款规模减少，筹资活动产生的现金净流入 5,067.12 万元，同比大幅下降 94.78%。

截至 2018 年末，公司主要在建项目计划总投资 316,344.05 万元，尚需投资 209,118.03 万元，未来仍存在较大的资金支出压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.82	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	58,813.02	77,018.94
收到的其他与经营活动有关的现金	168,503.30	115,843.28
经营活动现金流入小计	227,316.32	192,862.22
购买商品、接受劳务支付的现金	139,527.78	158,401.02
支付的其他与经营活动有关的现金	147,591.56	79,632.10
经营活动现金流出小计	288,468.87	239,305.03
经营活动产生的现金流量净额	-61,152.55	-46,442.81
投资活动产生的现金流量净额	-3,480.48	-86.28
筹资活动产生的现金流量净额	5,067.12	97,047.63
现金及现金等价物净增加额	-59,565.91	50,518.54

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，随着本期债券成功发行，面临较大的刚性债务压力

2018年末公司负债总额404,166.57万元，同比增长7.31%，所有者权益424,041.91万元，同比增长14.91%，主要系当年政府注入资产所致。2018年末公司产权比率为95.31%，考虑到公司资产中土地资产、开发成本和应收款项占比较大，权益对负债的覆盖程度较弱。从负债结构来看，2018年末公司流动负债占比62.87%。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	404,166.57	376,617.09
所有者权益	424,041.91	369,030.55
产权比率	95.31%	102.06%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期非流动负债构成，2018 年末公司短期借款为 4,000.00 万元，为子公司鑫聚港物流通过济宁市财信投资咨询有限公司取得的委托贷款。公司其他应付款主要为向非金融机构的借款和与其他单位之间的往来款，2018 年末为 220,781.20 万元，占总负债的比重为 54.63%，其中向济宁市财金投资有限公司借款 131,958.00 万元、向洛银金融租赁股份有限公司借款 11,440.16 万元、向中国康富国际租赁公司借款 5,883.75 万元，与鱼台县康泉农业开发有限公司往来款 11,480.00 万元。应付余额前五大单位欠款合计 166,676.92 万元，占其他应付款的比重达 75.49%。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2018 年末为 25,526.20 万元。

公司非流动负债全部为长期借款，2018 年末达 150,078.60 万元，占总负债的比重为 37.13%，均为非信用贷款，主要为公司及子公司向中国农业发展银行鱼台支行、德邦证券股份有限公司、国家开发银行山东省分行、华夏银行股份有限公司济宁分行等单位借款，抵质押物主要为公司棚改项目应收账款、土地使用权和定期存单。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,000.00	0.99%	4,000.00	1.06%
其他应付款	220,781.20	54.63%	252,374.47	67.01%
一年内到期的非流动负债	25,526.20	6.32%	2,700.00	0.72%
流动负债合计	254,087.97	62.87%	261,167.09	69.35%
长期借款	150,078.60	37.13%	115,450.00	30.65%
非流动负债合计	150,078.60	37.13%	115,450.00	30.65%
负债合计	404,166.57	100.00%	376,617.09	100.00%
其中：有息债务	328,886.72	81.37%	355,843.39	94.48%

注：有息债务=短期借款+其他应付款中的有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款，中证鹏元未取得公司 2018 年其他应付款所有明细。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模 328,886.72 万元，同比下降 7.58%，但规模仍较大，占总负债的比重为 81.37%。随着本期债券成功发行，公司面临较大的刚性债务压力。

2018 年末公司资产负债率为 48.80%，较去年下降 1.71 个百分点。公司资产仍以流动资产为主，流动比率处于较高水平，但存货增加加快，速动比率有所下降。考虑到公司流动资产中土地资产、开发成本及应收款项占比较高，存货变现能力较弱，应收款项回收时间存在一定不确定性，公司即期偿付能力受限。随着利润总额增长，2018 年公司 EBITDA 同比增加 16.87%。由于资本化利息支出增加较多，2018 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 1.10，公司偿债能力有所下滑。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	48.80%	50.51%
流动比率	3.24	2.84
速动比率	0.95	0.97
EBITDA（万元）	22,916.64	19,608.08
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.34
有息债务/EBITDA	14.35	19.10

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

三峡担保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有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担保证责任的期间为本期债券存续期间及债券到期之日起二年。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，转增股本10.50亿元。2018年6月，渝富资管将持有公司50%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2019年4月30日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表13 截至2019年4月30日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入为三峡担保最重要收入来源，2018年已赚担保费、投资收益、利息净收入分别占营业收入的52.41%、23.61%和18.02%。受担保业务收入下滑的影响，2018年三峡担保实现营业收入11.39亿元，同比下降7.98%；其中，已赚担保费5.97亿元，同比下降19.48%。三峡担保投资收益主要来自可供出售金融资产持有期间取得的投资收益，2018年实现投资收益2.69亿元，同比增长40.63%。三峡担保利息收入主要来源于委托贷款、小额贷款和存款利息收入，2018年三峡担保实现利息净收入2.05亿元，同比下降1.2%。受借款类担保和保本基金担保规模下降的影响，三峡担保的担保业务规模有所下降，2018年当期担保发生额为279.86亿元，同比下降7.92%；截至2018年末，担保余额为807.17亿元，同比下降14.04%；融资担保责任余额为471.99亿元，融资担保净资产放大倍数为8.92倍。

三峡担保风险准备金计提充分，截至2018年末担保风险准备金余额为28.72亿元，同比增长7.96%；拨备覆盖率293.50%，同比提升18.52个百分点；准备金覆盖率为6.08%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保担保代偿情况有所好转，2018年当期担保代偿额4.44亿元，同比下降14.64%；当期担保代偿率为1.08%，同比下降0.08个百分点；2018年末累计担保代偿率为1.43%，同比下降0.09个百分点。

截至2018年12月31日，三峡担保资产总额为117.00亿元，所有者权益合计为68.65亿元；2018年度，三峡担保实现营业收入11.39亿元，利润总额3.49亿元。

表14 2016-2018年三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益合计	686,503.67	661,430.73	645,880.57
现金类资产	149,806.92	201,917.41	197,086.14
营业收入	113,903.27	123,776.37	149,555.53
已赚担保费	59,693.62	74,138.87	99,012.31
利息净收入	20,520.16	20,768.37	22,460.46
投资收益	26,896.30	19,125.10	24,165.13
利润总额	34,934.97	48,870.92	72,959.24
净资产收益率	4.46%	6.12%	9.60%
担保余额*	8,071,721.26	9,389,829.58	10,844,110.33
融资担保责任余额*	4,719,862.32	2,532,665.80	3,262,135.72
当期担保发生额*	2,798,614.21	3,039,484.48	6,047,279.67
拨备覆盖率*	293.50%	274.98%	256.28%
准备金覆盖率*	6.08%	10.50%	7.51%
融资担保放大倍数（倍）*	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%
累计代偿回收率*	53.91%	44.23%	44.78%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径。（2）2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。（3）融资担保责任余额和融资担保放大倍数2016-2017年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。资料来源：三峡担保2017-2018年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月14日），公司本部曾于2017年5月21日欠息100,581.04元，已于2017年5月24日结清；子公司鑫兴城建曾于2019年4月21日欠息27,0526.47元，已于2019年4月23日结清，根据中国农业银行股份有限公司鱼台县支行出具的说明，原因系还款账户资金余额不足造成扣息失败，非恶意欠息行为。除此以外，公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计60,980.00万元，占所有者权益的比重为14.38%，被担保对象主要为济宁市欣欣城乡建设开发有限公司、鱼台县经济技术开发区有限公司和鱼台县第二中学等国有企业和事业单位，但均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
济宁市欣欣城乡建设开发有限公司	30,000.00	2034/2/16	否
济宁市欣欣城乡建设开发有限公司	13,637.00	2032/2/16	否
鱼台县第二中学	2,350.00	2020/12/7	否
鱼台县中医院	2,350.00	2020/12/12	否
山东省鱼台县第一中学	2,250.00	2021/12/7	否
山东省鱼台县第一中学	1,743.00	2020/2/21	否
山东省鱼台县第一中学	600.00	2021/2/21	否
鱼台县人民医院	2,050.00	2020/8/11	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	1,380.00	2020/12/13	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	1,200.00	2020/12/13	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	1,020.00	2020/12/13	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	960.00	2020/12/13	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	960.00	2020/12/13	否
鱼台县经济技术开发区有限公司	480.00	2020/12/13	否
合计	60,980.00	-	-

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年鱼台县实现地区生产总值201.76亿元，同比增长5.9%，区域经济保持增长，继

续为公司发展提供了良好基础。公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，2018年实现工程建设收入71,901.66万元，规模较大，且在建代建项目较多，业务持续性较好。此外，获得的外部支持力度仍较大，并且三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，2018年经营活动产生的现金净流出61,152.55万元，表现较差，2018年末主要在建项目尚需投资209,118.03万元，未来仍存在较大的资金支出压力。有息债务规模仍较大，随着本期债券成功发行，面临较大的刚性债务压力，以及存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	83,867.55	128,433.46	67,914.92
其他应收款	83,765.06	70,033.57	26,051.40
存货	581,490.48	488,975.87	388,861.21
总资产	828,208.47	745,647.64	539,897.49
短期借款	4,000.00	4,000.00	3,000.00
其他应付款	220,781.20	252,374.47	176,318.65
一年内到期的非流动负债	25,526.20	2,700.00	0.00
长期借款	150,078.60	115,450.00	54,975.00
总债务	404,166.57	376,617.09	235,858.38
有息债务	328,886.72	355,843.39	184,558.65
所有者权益	424,041.91	369,030.55	304,039.12
营业收入	71,952.36	71,722.71	47,644.10
其他收益	14,401.53	14,119.15	0.00
营业利润	19,670.36	18,255.80	4,719.23
营业外收入	0.00	185.06	9,888.16
净利润	19,724.35	16,339.79	14,604.77
经营活动产生的现金流量净额	-61,152.55	-46,442.81	-189,271.79
投资活动产生的现金流量净额	-3,480.48	-86.28	-900.00
筹资活动产生的现金流量净额	5,067.12	97,047.63	238,508.43
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	14.07%	14.08%	16.67%
收现比	0.82	1.07	0.32
产权比率	95.31%	102.06%	77.58%
资产负债率	48.80%	50.51%	43.69%
流动比率	3.24	2.84	2.98
速动比率	0.95	0.97	0.83
EBITDA（万元）	22,916.64	19,608.08	16,090.94
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.34	1.85
有息债务/EBITDA	14.35	19.10	11.47

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司	100,000	62.50%	0.00%	城乡建设开发
鱼台县鑫聚港物流有限公司	2,000	0.00%	100%	水上运输

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+其他应付款中的有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。