

2019 年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【934】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：
费阳 何卫平

电话：
0755-82871640

邮箱：
fei@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

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 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 08 月 27 日	2019 年 06 月 28 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 2020 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（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，有息债务规模大幅增加，短期偿债压力较大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 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，2019 年实现工程建设收入 82,996.23 万元，同比增加 15.43%；公司主要在在建项目总投资 477,563.14 万元，已投资 281,696.31 万元，代建项目规模较大，业务持续性较好。
- 获得的外部支持力度仍较大。2019 年公司获得当地政府基础设施建设补贴 1.67 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。**2019 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 91.07%，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。**2019 年公司经营活动产生的现金净流出 137,909.85 万元，表现较差。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 245,396.50 万元，未来仍存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模 502,721.03 万元，同比大幅增加 52.86%，且公司现金短期债务比下降至 0.34，短期偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 63,187.00 万元，占所有者权益的比重为 14.53%，被担保对象主要为当地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。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,025,869.99	828,208.47	745,647.64
所有者权益	435,012.94	424,041.91	369,030.55
有息债务	502,721.03	328,886.72	355,843.39
资产负债率	57.60%	48.80%	50.51%
现金短期债务比	0.34	0.47	0.53
营业收入	83,125.62	71,952.36	71,722.71
其他收益	16,715.12	14,401.53	14,119.15
利润总额	19,194.02	19,670.23	16,825.03
综合毛利率	14.12%	14.07%	14.08%
EBITDA	25,334.71	22,916.64	19,608.08
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.10	1.39
经营活动现金流净额	-137,909.85	-61,152.55	-46,442.81
收现比	0.91	0.82	1.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12

所有者权益	69.34	68.65	66.14
融资担保责任余额*	294.29	471.99	253.27
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数（倍）*	5.45	8.92	4.53
当期担保代偿率*	1.69%	1.08%	1.16%

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2017-2019 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2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为6,850.52万元。

二、发行主体概况

2019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2019年末，公司注册资本仍为10.00亿元，控股股东和实际控制人均为鱼台县国有资产管理局。2019年9月，公司董事长、总经理、法定代表人变更为赵继勇。

2019年公司纳入财务报表合并范围的子公司无变化，截至2019年末，纳入合并报表范围的子公司仍为2家，分别为鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司和鱼台县鑫聚港物流有限公司。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法

体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方

式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（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

2019年鱼台县实现地区生产总值177.78亿元，按可比价格计算，同比增长2.9%，增速持续放缓，且整体经济实力仍偏弱。其中，第一产业增加值50.03亿元，同比增长1.0%；第二产业增加值50.91亿元，同比下降1.7%；第三产业增加值76.84亿元，同比增长8.0%，三次产业结构由2018年的23.6：36.6：39.8调整为28.1：28.7：43.2，第三产业占比有所提升。按常住人口计算，2019年鱼台县人均GDP为38,927元，为全国人均GDP的54.91%，水平较弱。

2019年鱼台县规模以上工业增加值同比增长0.85%，规模以上工业企业实现主营业务收入70.52亿元，增长1.3%，实现利润总额2.69亿元，下降3.0%。2019年固定资产投资趋缓，同比下降4.7%，其中房地产开发投资10.84亿元，增长80.1%，增速较快。

2019年鱼台县社会消费品零售总额为116.60亿元，增长0.8%；进出口总额6.59亿元，规模较小，同比增长45.9%。此外，2019年鱼台县金融机构存款余额为193.62亿元，同比增加13.9%；贷款余额为111.15亿元，同比增加59.3%。

表 1 鱼台县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	177.78	2.9%	201.76	5.9%
第一产业增加值	50.03	1.0%	47.68	3.4%
第二产业增加值	50.91	-1.7%	73.80	5.7%
第三产业增加值	76.84	8.0%	80.28	7.3%
规模以上工业增加值	-	0.85%	-	5.9%
固定资产投资	-	-4.7%	-	2.1%

社会消费品零售总额	116.60	0.8%	115.68	9.1%
进出口总额	6.59	45.9%	4.52	-30.3%
存款余额	193.62	13.9%	170.03	6.1%
贷款余额	111.15	59.3%	69.78	22.6%
人均 GDP（元）		38,927		44,226
人均 GDP/全国人均 GDP		54.91%		68.42%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年鱼台县国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年鱼台县实现公共财政收入10.52亿元，同比增加5.1%，其中税收收入8.54亿元，占公共财政收入比重为81.2%；实现政府性基金收入17.5亿元，同比增加25.9%。

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，负责鱼台县城市基础设施投融资与建设。2019年公司实现营业收入83,125.62万元，同比增长15.53%，其中工程建设收入82,996.23万元，占比99.84%。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，2019年为14.17%。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 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	82,996.23	14.17%	71,901.66	14.17%
房屋租赁	79.19	-21.91%	34.26	-181.81%
电费	50.20	0.00%	16.44	0.00%
合计	83,125.62	14.12%	71,952.36	14.07%

资料来源：公司 2018-2019 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%。2019 年公司共确认工程建设(不含税)收入 82,996.23 万元，同比增加 15.43%，

毛利率为 14.17%，与上年保持一致。

表 3 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
2019 年	日本沟（套楼）西片区	1,750.30	2,039.18
	王鲁镇二期棚改	1,077.72	1,255.60
	张黄镇棚改	5,717.88	6,661.61
	安居小区	975.00	1,135.92
	李阁镇棚改	3,173.25	3,696.99
	王鲁镇棚改	895.70	1,043.54
	城区管网	388.25	452.33
	全民健身广场	699.57	815.03
	鱼台县农村公路王庙镇大魏--杜庄	560.00	652.43
	王鲁馨苑（一期）棚改项目	8,252.83	9,614.94
	城区水环境综合治理项目	6,248.86	7,280.22
	农村路网提升工程（一期）	3,974.24	4,630.18
	旧城海子工程	363.64	423.65
	大聂片区棚户区改造项目	109.76	127.88
	中医院医养结合项目	17,347.80	20,211.03
	日本沟西片区棚改	12,615.21	14,697.34
	龙虾广场建设项目	7,088.42	8,258.35
		合计	71,238.43
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

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片区东区棚改项目工程、张黄中心片区域中村 2017-张黄三期、2016年一期棚改、大班额项目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，主要在建项目计划总投资 568,643.14 万元，已投资 323,246.64 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245,396.50万元，存在较大的资金支出压力。

表 4 截至 2019 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
山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目	91,080.00	41,550.33	否
日本沟片区东区棚改项目工程	136,175.35	37,686.08	是
张黄中心片区城中村 2017-张黄三期	110,088.00	73,878.29	是
2016 年一期棚改	59,828.00	40,169.72	是
大班额项目	48,863.00	24,178.93	是
运河北区棚户区改造项目	39,200.00	38,394.51	是
王鲁馨苑二期棚改项目	37,608.79	30,544.04	是
西支河片区 A 区、B 区、C 区棚户区改造项目	29,000.00	23,076.96	是
二郎庙棚改	16,800.00	13,767.78	是
合计	568,643.14	323,246.64	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司继续获得较大的外部支持

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，继续获得较大的外部支持。2019年公司获得当地政府基础设施建设补贴1.67亿元，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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司共2家。

资产结构与质量

公司资产增长较快，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

2019年末公司资产总额为1,025,869.99万元，同比增长23.87%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重为99.07%。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,054.03	8.00%	83,867.55	10.13%
应收账款	77,697.22	7.57%	67,986.28	8.21%
其他应收款	112,221.95	10.94%	83,765.06	10.11%
存货	744,397.95	72.56%	581,490.48	70.21%
流动资产合计	1,016,373.73	99.07%	823,411.31	99.42%
资产总计	1,025,869.99	100.00%	828,208.47	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为82,054.03万元，主要为银行存款，其中37,460.00万元定期存款用于质押以及银行承兑汇票保证金，使用受限。公司应收账款全部为应收鱼台县财政局的工程建设款，2019年末达78,087.65万元，计提坏账准备合计390.44万元，账面净值77,697.22万元。从账龄来看，均在1年以内，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。2019年末公司其他应收款为112,221.95万元，同比增加33.97%，主要系与济宁市欣欣城乡建设开发有限公司往来款大幅增加所致；其他应收款主要为与济宁市欣欣城乡建设开发有限公司的往来款42,291.35万元、鱼台县财政局的往来款40,703.36万元、鱼台县公共资源交易服务中心的土地处置款及保证金5,611.01万元、鱼台县张黄镇人民政府的往来款3,300.00万元和山东鲁王集团有限公司的资金拆借款3,000.00万元，公司前五大应收单位余额合计94,905.71万元，占比84.15%，其中部分应收对象为民营企业，存在一定的坏账风险。

存货是公司的核心资产，2019年末其账面价值为744,397.95万元，主要由土地使用权（272,841.35万元）和建设项目开发成本（471,556.60万元）构成，同比增加28.02%，主要系工程建设项目投资增加所致；存货中用于抵押的土地使用权账面价值为73,810.25万元，使用受限。

总的来看，2019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91.07%，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

公司营业收入有所增长，但利润主要依赖于政府补助

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。2019年实现营业收入83,125.62万元，同比增长15.53%，综合毛利率为14.12%，较为

稳定。目前公司代建项目较多，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。

2019年公司获得当地政府财政补贴16,715.12万元，占当年利润总额的87.09%，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 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	83,125.62	71,952.36
其他收益	16,715.12	14,401.53
营业利润	19,194.02	19,670.36
利润总额	19,194.02	19,670.23
综合毛利率	14.12%	14.07%

资料来源：公司 2018-2019 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。2019 年公司收现比为 0.91，主营业务现金回款表现尚可。2019 年公司支付的项目工程款、往来款及暂付款较多，经营活动产生的现金净流出 137,909.85 万元，表现较差。

公司投资活动现金流规模较小，2019 年净流出 1,728.76 万元，主要系当年新增对济宁银行股份有限公司的股权投资所致。筹资活动方面，受本期债券成功发行以及新增借款规模较大所致，2019 年筹资活动现金净流入 129,365.09 万元。

截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 568,643.14 万元，尚需投资 245,396.50 万元，未来仍存在较大的资金支出压力。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.91	0.82

销售商品、提供劳务收到的现金	75,848.97	58,813.02
收到的其他与经营活动有关的现金	214,558.48	168,503.30
经营活动现金流入小计	290,407.45	227,316.32
购买商品、接受劳务支付的现金	201,338.19	139,527.78
支付的其他与经营活动有关的现金	225,977.32	147,591.56
经营活动现金流出小计	428,317.31	288,468.87
经营活动产生的现金流量净额	-137,909.85	-61,152.55
投资活动产生的现金流量净额	-1,728.76	-3,480.48
筹资活动产生的现金流量净额	129,365.09	5,067.12
现金及现金等价物净增加额	-10,273.52	-59,565.91

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率上升较快，其中有息债务规模大幅增加，短期偿债压力较大

2019年末公司负债总额590,857.04万元，同比增加46.19%，主要系本期债券发行成功及新增借款规模较大所致；2019年末公司所有者权益为435,012.94万元，同比增加2.59%。综合影响下，公司产权比率上升至135.83%，权益对负债的覆盖程度较弱。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	590,857.04	404,166.57
所有者权益	435,012.94	424,041.91
产权比率	135.83%	95.31%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债是公司负债的主要构成部分，2019年末占比为55.25%。2019年末公司短期借款为9,000.00万元，由保证借款和质押借款组成。应付票据为银行承兑汇票，2019年末其余额为8,000.00万元。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，2019年末为230,596.67万元，占总负债的比重为39.03%，其中向济宁市财金投资有限公司借款128,857.00万元（有息借款）、与鱼台县人民医院的往来款23,246.63万元、向洛银金融租赁股份有限公司借款8,571.74万元（有息借款）、与鱼台县康泉农业开发有限公司往来款7,974.00万元、与中国电建集团山东电力建设有限公司保证金5,915.00万元，应付余额前五大单位欠款合计174,564.36万元，占其他应付款的比重达75.70%；2019年末公司其他应付款中有息债务规模为146,373.75万元。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，2019年末为74,950.60万元。

2019 年末公司长期借款为 163,418.55 万元，占总负债的比重为 27.66%，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县支行、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。应付债券系本期债券。截至 2019 年末，公司有息债务规模为 502,721.03 万元，占负债总额的 85.08%，同比大幅增加 52.86%，主要系本期债券发行成功及新增借款规模较多所致。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,000.00	1.52%	4,000.00	0.99%
应付票据	8,000.00	1.35%	0.00	0.00%
其他应付款	230,596.67	39.03%	220,781.20	54.63%
一年内到期的非流动负债	74,950.60	12.69%	25,526.20	6.32%
流动负债合计	326,460.36	55.25%	254,087.97	62.87%
长期借款	163,418.55	27.66%	150,078.60	37.13%
应付债券	98,112.13	16.61%	0.00	0.00%
非流动负债合计	264,396.68	44.75%	150,078.60	37.13%
负债合计	590,857.04	100.00%	404,166.57	100.00%
其中：有息债务	502,721.03	85.08%	328,886.72	81.37%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司资产负债率为 57.60%，较去年上升 8.80 个百分点，主要系本期债券发行成功及新增借款规模较大所致。受一年内到期的长期借款大幅增加的影响，2019 年末公司现金短期债务比下降至 0.34，短期偿债压力较大。随着利润总额增长，2019 年公司 EBITDA 增加至 25,334.71 万元。由于利息支出增加较多，2019 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.94，公司偿债能力有所下滑。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	57.60%	48.80%
现金短期债务比	0.34	0.47
EBITDA（万元）	25,334.71	22,916.64
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.10
有息债务/EBITDA	19.84	14.35

资料来源：公司 2018-2019 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月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%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2020年5月31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11 截至2020年5月31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、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2019年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的57.69%、23.99%和13.00%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费有所回升，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入继续下滑。2019年三峡担保实现营业收入11.11亿元，同比下降2.50%；其中，已赚担保费为6.41亿元，同比增长7.32%；随着存款规模的增加，利息净收入为2.66亿元，同比增长29.82%；而受投资规模下降和投资产品结构调整的影响，投资收益为1.44亿元，同比下降46.31%。

表12 2017-2019年三峡担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%	74,138.87	59.90%
利息净收入	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%	20,768.37	16.78%
投资收益	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%	19,125.10	15.45%
其他收入	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%	9,744.03	7.87%
合计	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%	123,776.37	100.00%

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年三峡担保本部当期担保发生额为252.82亿元，同比下降9.66%；期末担保余额为841.06亿元，同比增长4.20%。由于债券融资担保责任余额以《融资担保公司监督管理条例》施行之日2017年10月1日为时间节点采取新老划断方式计算，2019年末三峡担保本部融资担保责任余额下降至294.29亿元，融资担保放大倍数由上年末的8.92倍下降为5.45倍。

截至2019年12月31日，三峡担保资产总额为127.87亿元，所有者权益合计为69.34亿元；2019年度，三峡担保实现营业收入11.11亿元，利润总额3.20亿元。

表 13 2017-2019 年三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
营业收入	11.11	11.39	12.38
已赚担保费	6.41	5.97	7.41
利息净收入	2.66	2.05	2.08
投资收益	1.44	2.69	1.91
利润总额	3.20	3.49	4.89
净资产收益率	4.13%	4.46%	6.12%
担保余额*	841.06	807.17	938.98
融资担保责任余额*	294.29	471.99	253.27
当期担保发生额*	252.82	279.86	303.95
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数*	5.45	8.92	4.53
当期担保代偿率*	1.69%	1.08%	1.16%

注 1：“*”表示数据为母公司口径。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据原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，自 2018 年起根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算，2019 年同时根据《重庆市地方金融监督管理局关于进一步加强融资担保行业有关监管工作的通知》计算。

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告及三峡担保提供，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2017年1月1日至报告查询日（2020年7月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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；从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月20日），子公司鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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2019年12月31日，公司对外担保金额合计63,187.00万元，占所有者权益的比重为14.53%，被担保对象主要为当地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 14 截至 2019 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	2032/2/23	否
济宁市欣欣城乡建设开发有限公司	13,637.00	2032/2/16	否
鱼台县人民医院	2,500.00	2021/8/24	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
鱼台县第二中学	2,350.00	2020/12/7	否
鱼台县康泉农业开发有限公司	4,600.00	2025/11/21	否
鱼台县康泉农业开发有限公司	900.00	2022/6/27	否
鱼台县清河建筑安装工程有限公司	4,600.00	2022/3/18	否
合计	63,187.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，2019年实现工程建设收入82,996.23万元，同比增加15.43%，且主要在建代建项目总投资477,563.14万元，已投资281,696.31万元，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，2019年经营活动产生的现金净流出137,909.85万元，表现较差，2019年末主要在建项目尚需投资245,396.50万元，未来仍存在较大的资金支出压力。截至2019年末，公司有息债务规模为502,721.03万元，同比大幅

增加52.86%，现金短期债务比下降至0.34，短期偿债压力较大，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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	82,054.03	83,867.55	128,433.46
其他应收款	112,221.95	83,765.06	70,033.57
存货	744,397.95	581,490.48	488,975.87
总资产	1,025,869.99	828,208.47	745,647.64
短期借款	9,000.00	4,000.00	4,000.00
应付票据	8,000.00	0.00	0.00
其他应付款	230,596.67	220,781.20	252,374.47
一年内到期的非流动负债	74,950.60	25,526.20	2,700.00
长期借款	163,418.55	150,078.60	115,450.00
总负债	590,857.04	404,166.57	376,617.09
有息债务	502,721.03	328,886.72	355,843.39
所有者权益	435,012.94	424,041.91	369,030.55
营业收入	83,125.62	71,952.36	71,722.71
其他收益	16,715.12	14,401.53	14,119.15
营业利润	19,194.02	19,670.36	18,255.80
利润总额	19,194.02	19,670.23	16,825.03
经营活动产生的现金流量净额	-137,909.85	-61,152.55	-46,442.81
投资活动产生的现金流量净额	-1,728.76	-3,480.48	-86.28
筹资活动产生的现金流量净额	129,365.09	5,067.12	97,047.63
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	14.12%	14.07%	14.08%
收现比	0.91	0.82	1.07
产权比率	135.83%	95.31%	102.06%
资产负债率	57.60%	48.80%	50.51%
现金短期债务比	0.34	0.47	0.53
EBITDA（万元）	25,334.71	22,916.64	19,608.08
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.10	1.39
有息债务/EBITDA	19.84	14.35	18.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+应付票据+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+应付债券+其他非流动负债

附录三 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。