



2017年第一期石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年第一期石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
17 石柱鸿盛债 01/PR 石柱 01	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司（以下简称“鸿盛经济”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“17 石柱鸿盛债 01/PR 石柱 01”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司获得较大力度的外部支持，未来收入有一定保障，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的连带责任保证担保有效提升了“17 石柱鸿盛债 01/PR 石柱 01”的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，收入来源单一，后续收入存在不确定性，面临较大的集中偿债压力，存在一定或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来收入有一定保障，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 18 日

联系方式

项目负责人： 龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员： 陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	53.13	52.56	53.75
所有者权益	30.67	30.22	31.59
总债务	15.72	17.22	20.13
资产负债率	42.27%	42.51%	41.24%
现金短期债务比	0.02	0.05	0.57
营业收入	2.50	2.50	3.70
营业外收入	1.43	1.32	1.71
利润总额	0.57	0.81	0.87
销售毛利率	10.19%	13.88%	3.17%
EBITDA	1.41	1.71	2.04
EBITDA 利息保障倍数	1.23	1.42	1.46
经营活动现金流净额	2.41	1.18	1.90
收现比	51.18%	72.44%	65.06%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司尚未结算的开发成本规模较大。**截至 2021 年末，存货中有 23.13 亿元尚未结算的开发成本，能为公司未来收入提供一定保障。
- **公司获得较大力度的外部支持。**公司是石柱县重要的基础设施建设主体，2021 年继续获得政府补助，提升了公司的利润水平。
- **三峡担保为本期债券提供连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其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。

关注

- **公司面临较大的集中偿债压力。**2021 年末公司短期债务规模仍较大，未受限货币资金规模较小，现金短期债务比低，利润对总债务的保障程度持续下滑。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产仍主要由存货、应收款项和投资性房地产构成，其中存货主要为工程施工成本，应收款项及股权投资回收时间不确定且应收对象及投资对象中的重庆市量劲科技有限公司（以下简称“量劲科技”）存在不良信用信息，投资性房地产受限比例高，资产流动性较弱。
- **公司收入来源单一，未来业务持续性存在不确定性。**公司营业收入主要来源于基础设施代建业务，已签订代建协议的在建项目尚需投资规模不大，且近年新增项目规模相对较小，后续业务持续性存在不确定性。
- **公司存在一定或有负债风险。**2021 年末公司对外担保金额占同期净资产的比重较大，担保对象主要为国有企业，但规模较大且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	3			
	业务多样性	2			
业务状况等级		弱	财务风险状况等级		中等



指示性信用评分	a
调整因素	无 调整幅度 0
独立信用状况	a
外部特殊支持调整	2
公司主体信用等级	AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AAA	2021-6-25	王硕、张颜亭	城投公司主体长期信用评级方法 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AAA	2018-6-21	刘志强、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2017-8-10	桑竹、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17 石柱鸿盛债 01/PR 石柱 01	7.00	3.36	2021-6-25	2024-11-13

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年11月13日发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于西沱移民生态园给排水项目、石柱工业园区标准厂房建设项目及补充流动资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金两个专项账户余额分别为13.48万元和71.26万元¹。

三、发行主体概况

2021年公司名称和注册资本均未发生变化，截至2022年5月末，公司注册资本和实收资本仍为14,400.00万元，控股股东仍为重庆市石柱工业发展集团有限公司（以下简称“石柱工业集团”），实际控制人仍为石柱土家族自治县人民政府。2021年公司合并报表范围未发生变化。

2021年4月，根据县人民政府研究决定，任命陈建国为公司董事长，免除谢礼俊董事长职务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全

¹ 由于在重庆农村商业银行股份有限公司开户的募集账户久悬，公司已无法提供银行流水及对账单。

球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020 年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021 年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等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”。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造

规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

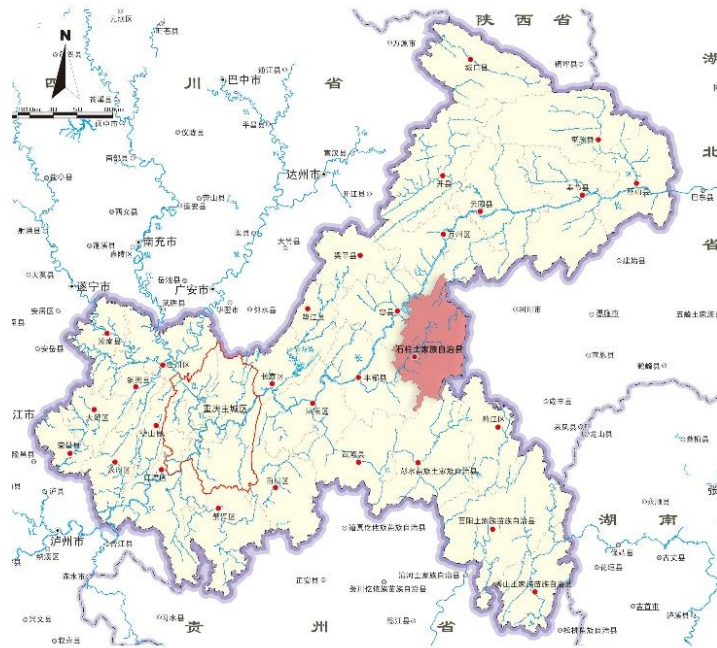
2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

石柱土家族自治县（以下简称“石柱县”）隶属于重庆市渝东南城镇群，经济和财政实力在重庆市各区县排名靠后，但县域生态环境较好，旅游和水能资源较为丰富，主要发展康养休闲旅游业和以绿色有机为核心的现代农业，在成渝双城经济圈建设以及“一区两群”等战略推动下，其康养旅游等产业迎来较大机遇，并对当地经济形成支撑

区位特征：石柱县隶属于重庆市“一区两群”发展规划中渝东南城镇群，具备公路、铁路和水路多元的交通方式，旅游资源和水能资源较为丰富，以土家族为主的少数民族人口占比较大。石柱县东接湖北省利川市，南连重庆市彭水县，西南临重庆市丰都县，西北界重庆市忠县，北与重庆市万州区接壤，地处长江上游南岸、重庆东部、三峡库区腹心，是集民族地区、三峡库区、革命老区、武陵山集中连片特困地区于一体的特殊县份。石柱县具备公路、铁路和水路多元的交通方式，有沪渝高速、沪渝南线高速穿过石柱县，渝利铁路在县域内设石柱县站，且县城临近长江水道。石柱县生态环境较好，旅游资源和水能资源较为丰富，县内有黄水国家森林公园国家级自然景区以及大风堡原始森林风景区、千野草场等5个国家4A级旅游景区；除长江过境水流量外，石柱县年平均径流量22.82亿立方米，水能理论蕴藏量30.95万千瓦。石柱县幅员面积3,014平方公里，辖3个街道、17个镇、13个乡，以土家族为主的少数民族人口占比较大，根据第七次全国人口普查数据，石柱县2020年常住人口为38.90万人，较2010年降低6.28%，人口呈净流出状态。

图1 石柱县区位图


资料来源：《石柱土家族自治县城乡总体规划（2013年编制）》，中证鹏元整理

经济发展水平：近年石柱县地区生产总值持续增长，但经济实力和增速在重庆市各区县排名仍靠后，整体经济发展情况较为落后。近年石柱县地区生产总值持续增长，2021 年全县实现地区生产总值 186.54 亿元，同比增长 7.8%，经济实力和增速在重庆市各区县排名均靠后。从产业结构来看，三次产业结构由 2019 年的 16.9：27.9：55.2 调整为 2021 年的 18.1：23.2：58.7，第三产业占比较大，且有所提升。近年石柱县固定资产投资波动较大，其中 2021 年同比大幅下降 18.4%，拖累地区经济增长，其中康养项目投资占全县固定资产投资比重达 42.0%，而工业投资仅占 13.51%，对投资的引领和带动作用较弱，2021 年石柱县房地产投资 27.57 亿元，受市场景气度下行影响亦同比下降 3.6%。受疫情影响，近年石柱县消费增速有所波动，随着居民生活水平不断提高及疫情稳定，2021 年石柱县实现社会消费品零售总额 97.38 亿元，同比增长 17.7%。近年石柱县进出口总额持续快速增长，但主要为进口，对经济拉动作用不强。石柱县人均 GDP 远低于全国平均水平，整体经济发展情况较为落后。

表1 2021 年重庆市部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
渝北区	2,235.61	8.5%	10.20	73.9	--
九龙坡区	1,736.38	9.2%	11.37	54.6	--
涪陵区	1,402.74	8.7%	12.58	60.9	75.9
永川区	1,144.17	9.4%	9.96	43.8	67.3
大足区	800.30	10.3%	9.59	46.0	51.1
黔江区	270.98	7.9%	5.56	14.3	10.7

巫山县	208.80	9.4%	4.51	11.8	6.69
石柱县	186.54	7.8%	4.80	10.80	5.48

注：人均 GDP 使用第七次人口普查数据计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	186.54	7.8%	171.05	2.5%	159.38	0.8%
固定资产投资	96.60	-18.4%	118.43	7.5%	110.18	12.9%
社会消费品零售总额	97.38	17.7%	82.73	-2.6%	84.93	13.4%
进出口总额	32.43	39.6%	23.23	203.4%	7.66	98.1%
人均 GDP（元）		48,004		43,972		42,129
人均 GDP/全国人均 GDP		59.28%		61.22%		60.12%

注：2020 年人均 GDP=当年 GDP/第七次全国人口普查常住人口数。

资料来源：石柱县人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：石柱县聚焦“**转型康养、绿色崛起**”发展主题，主要发展**康养休闲生态旅游业**和**以绿色有机为核心的现代农业**。石柱县生态文化旅游资源丰富，近年**康养休闲生态旅游业**蓬勃发展，随着县内西沱古镇、万寿山、广寒宫于 2021 年成功创建国家 4A 级旅游景区，休闲生态旅游景区布局进一步优化提升，当年接待游客 1,715 万人次，创旅游综合收入 127.8 亿元。石柱县依托当地良好的生态环境，大力发展以绿色有机为核心的现代农业，是“中国黄连之乡”“中国辣椒之乡”“全国最大的莼菜生产基地”，2021 年实现农业总产值 56 亿元，同比增长 12.6%，未来石柱县将积极打造中国黄连农业公园、重庆辣椒博物馆等田园综合体和农旅综合体，做优做强现代山地特色高效农业，同时依托当地的药材、果蔬、调味品等农副产品发展**康养消费品精深加工业**和**医药产品制造业**。随着成渝地区双城经济圈建设高位推动，市域“一区两群”协调发展全面推进，石柱县自身交通区位得到提升，为其**康养旅游**等产业的发展带来了重大战略机遇，并对当地经济形成支撑。

财政及债务水平：石柱县一般公共预算收入持续增长且质量较好，但规模相对较小，财政自给能力较弱，政府债务余额增速较快。2021 年石柱县实现一般公共预算收入 10.81 亿元，同比增长 5.7%，其中税收收入占比 72.22%，一般公共预算收入质量较好。2021 年全区实现政府性基金收入 5.48 亿元，同比下降 31.7%，其中国有土地使用权出让收入 3.82 亿元，同比下降 44.32%。2021 年全县一般公共预算支出达到 45.91 亿元，财政自给率为 23.55%，财政自给能力较弱。区域债务方面，2019-2021 年石柱县政府债务余额持续扩张，复合增长率为 17.27%，增速较快。

表3 主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	10.81	10.23	10.00

税收收入占比	72.16%	73.31%	71.00%
财政自给率	23.55%	18.78%	19.05%
政府性基金收入	5.48	8.02	7.50
地方政府债务余额	75.91	63.13	55.20

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：石柱土家族自治县 2019-2021 年预算执行情况及人民政府门户网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，石柱县主要有两家平台，其中，重庆市石柱国有资产经营管理集团有限公司主要负责城市基础设施建设和房地产开发等业务，石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司主要负责石柱工业园区开发建设等业务。

表4 石柱县主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
重庆市石柱国有资产经营管理集团有限公司	石柱土家族自治县国有资产事务中心	52.69	48.41%	4.76	30.31	城市基础设施建设和房地产开发主体
石柱土家族自治县鸿盛经济发展有限公司	重庆市石柱工业发展集团有限公司	30.67	42.27%	2.50	15.72	石柱县工业园区建设主体

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是石柱县重要的基础设施建设和投融资主体，2021年收入仍主要来源于基础设施代建业务。虽然当期结算项目较少，但新增特许经营权转让收入，冲抵了代建收入减少的影响，2021年营业收入与上年基本持平。由于特许经营权转让业务的毛利率较低，2021年公司的销售毛利率较上年略有下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建	1.83	9.95%	2.32	10.50%
特许经营权转让	0.49	4.63%	-	-
其他	0.19	26.55%	0.18	58.16%
合计	2.50	10.19%	2.50	13.88%

注：其他收入主要为房屋租赁和出售房屋收入。

资料来源：公司提供

2021年公司基础设施代建业务收入规模下降，多数基础设施建设项目接近收尾，且新增项目规模相对较小，后续业务可持续性存在不确定性；但现存尚未结算的开发成本规模较大，仍能为公司提供一定的收入保障

公司是石柱县重要的基础设施建设主体，石柱县人民政府将工程建设项目委托公司代建。公司和石柱县人民政府对每个代建工程分别签订《委托代建协议》，约定由石柱土家族自治县财政局在预算中逐年拨付工程代建结算款给公司。代建工程结算金额由工程投资额和代建费用两部分组成，其中“石柱县

移民生态工业园区建设项目”和“石柱县易地扶贫搬迁西沱安置点建设项目”（以下简称“西沱安置项目”）的代建费用分别按工程投资额15%和18%计提，其他工程的代建费用一般按工程投资额8%计提。石柱县人民政府根据经石柱土家族自治县财政局投资评审中心审核后的工程投资额，确认工程进度。大部分代建基础设施工程均约定按工程进度结算，仅西沱安置项目约定具体结算时点。

根据石柱县人民政府办公室2020年1月下发的《石柱土家族自治县人民政府办公室关于变更委托代建项目回购主体的通知》，由石柱县人民政府与公司所签署的关于石柱县基础设施建设等项目委托代建协议于2020年1月起交由石柱县工业园区委员会进行回购确认，形成的债权债务一并转移至石柱县工业园区委员会进行核算，其他协议条款维持不变。2020-2021年新增基础设施代建项目已与石柱县工业园区委员会签署委托代建协议。

2021年公司代建业务收入为1.83亿元，主要来源于石柱县移民生态工业园区项目，毛利率与上年基本持平。

表6 2021年公司基础设施代建收入明细情况（单位：亿元）

项目名称	收入	毛利率
石柱县移民生态工业园区	1.67	10.43%
石柱县工业园区拓展区B区基础设施工程项目	0.01	4.63%
黄水镇城镇规划建设土地整治项目	0.12	4.63%
石柱县移民生态园太平桥片区基础设施建设项目	0.02	4.63%
合计	1.83	9.95%

资料来源：公司提供

公司2021年新增基础设施建设项目包括承接地（二期）基础设施建设、金彰新时代一期及其他零星项目，公司委托代建项目多数接近收尾阶段，新增项目规模相对较小，未来委托代建收入规模取决于未来完工比例，后续收入规模存在一定不确定性；但是截至2021年末存在23.13亿元开发成本，尚能为公司提供一定的收入保障。截至2021年末，公司主要在建基础设施代建项目计划总投资38.07亿元，尚需投资约1.04亿元²，同时本期债券募投项目石柱工业园区标准厂房建设项目中的下路B区标准厂房部分³尚需投资2.36亿元，公司面临一定的资金压力。

表7 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
石柱县移民生态工业园区建设项目	21.85	30.13
石柱县工业园区拓展区C区基础设施工程项目	8.64	8.69
石柱县工业园区拓展区A区基础设施工程项目	5.94	6.63
金彰新时代一期	0.80	0.16
幺店子垃圾填埋	0.30	0.19

² 尚需投资=计划总投资-累计投资，本文尚需投资额仅统计累计投资额小于计划总投资的项目，下同。

³ 工业园区标准厂房包括西沱生态园标准厂房及下路B区标准厂房。2018年因受水磨溪湿地县级自然保护区与西沱生态工业园区划归重叠的影响，西沱生态工业园区已整改退出，不再建设。因此目前西沱生态园标准厂房及西沱移民生态工业园给排水项目已全面停工并将恢复生态，下路B区标准厂房处于正常建设状态。

财信城市政道路建设项目	0.29	0.17
承接地（二期）基础设施建设	0.17	0.05
万力联兴汽车零部件生产项目（二期）边坡治理及场平工程	0.08	0.03
基础设施代建项目合计	38.07	46.06
石柱工业园区标准厂房建设项目（下路B区标准厂房）*	4.73	2.37
自营项目合计	4.73	2.37

注：（1）部分项目已投资额超过总投资额的原因是项目后期涉及整改，超出部分主要由整改支出构成；（2）标“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2021年，公司新增特许经营权转让收入0.49亿元，是在县政府安排下将下路工业园区污水处理厂经营权转让给重庆石柱三峡水环境综合治理有限责任公司，但该业务不具有可持续性。

2021年公司继续获得较大力度的外部支持

公司主要从事石柱县的基础设施代建业务，近年来持续获得当地政府在财政补助方面的较大支持。2021年，根据“石财【2021】25号”等文件，公司取得政府补助1.43亿元，为利润总额的2.52倍，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产主要由存货、应收款项、股权投资和投资性房地产构成，货币资金规模较小；存货主要为工程施工，应收款项及股权投资回收时间不确定且应收对象、投资对象存在不良信用信息，投资性房地产受限比例高，资产流动性较弱

2021年末公司总资产与上期末基本持平，仍以流动资产为主。

货币资金以银行存款为主，截至2021年末其中0.14亿元因诉讼冻结，未受限货币资金仅0.03亿元，规模较小。

应收账款主要为应收石柱县工业园区管委会的代建工程款和应收民营企业重庆永昌鞋业有限公司（以下简称“永昌鞋业”）租金，账面余额分别为6.10亿元和411.59万元，分别占应收账款余额的98.50%和0.66%。公司应收账款账龄主要集中在3年内，2021年末同比增长26.86%，主要为本年代建项目结算新产生的应收代建工程款。公司其他应收款主要为与当地国有企业及政府部门的往来款和公司参股企业量劲科技的投资收益款，其中应收石柱土家族自治县工业园区管理委员会往来款6.72亿元，占其他应收

款余额的78.34%；应收量劲科技0.45亿元，占其他应收款余额的5.24%。公司应收款对象主要为国有企业及政府部门，款项回收风险较小，但回收时间易受应收单位资金安排的影响而具有不确定性，对资金形成一定占用；永昌鞋业、量劲科技为民营企业，且量劲科技经营情况较差，存在较多被执行人、限制高消费及失信信息，需持续关注经营情况及款项回收风险。

2021年末公司存货与上年末基本持平，其中开发成本23.13亿元、土地资产0.74亿元。开发成本为石柱县工业园区拓展区、石柱县移民生态工业园区等工程项目，在新增承接地（二期）基础设施建设、金彰新时代一期等基础设施项目及项目结算的综合影响下与上年末规模基本一致。土地资产包括5宗土地，其中2宗土地使用权受限，账面价值合计0.20亿元，受限原因分别是借款抵押以及与重庆长安建设工程有限公司合同纠纷诉讼冻结；1宗为划拨地，账面价值为189.38万元。

2021年末公司可供出售金融资产转入其他权益工具投资，金额仍为2.80亿元，全部为对量劲科技的投资，持股比例为24.56%，需持续关注量劲科技经营风险及其对该投资回收的影响。2021年末公司投资性房地产与上年基本持平，其中受限的房产账面价值为8.58亿元，占全部投资性房地产的94.81%。2021年末公司在建工程同比增加6.59%，仍主要由石柱工业园区标准厂房建设项目成本构成。

整体来看，2021年公司资产仍主要由项目开发成本、应收款项和投资性房地产构成，项目开发成本回款受政府资金安排影响较大，应收款项回收时间不确定，投资性房地产受限比例高。此外，截至2021年末，公司受限资产账面价值合计8.92亿元，占总资产的16.78%。整体而言，公司资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.17	0.31%	0.53	1.01%
应收账款	6.19	11.65%	4.88	9.28%
其他应收款	8.48	15.96%	8.67	16.50%
存货	23.87	44.92%	24.33	46.29%
流动资产合计	39.39	74.15%	38.95	74.11%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	2.80	5.33%
其他权益工具投资	2.80	5.27%	0.00	0.00%
投资性房地产	9.05	17.03%	9.03	17.19%
在建工程	1.86	3.49%	1.74	3.31%
非流动资产合计	13.73	25.85%	13.61	25.89%
资产总计	53.13	100.00%	52.56	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入来源单一，主要来自基础设施代建业务，政府补助对公司盈利贡献大

公司营业收入主要来源于基础设施代建业务。2021年公司营业与上年基本持平，虽然本年结算项目

规模较小，但新增的特许经营权转让收入削弱了此影响。受特许经营权转让业务毛利率较低的影响，2021年公司销售毛利率较上年略有下降。2021年末公司已签订委托代建协议的基础建设项目多数接近收尾阶段，新增项目规模相对较小，未来收入规模存在不确定性。2021年公司主营业务回款能力弱化，收现比下降至低水平。

公司主业盈利能力仍较差，营业利润继续为负。2021年公司收到政府补助是当期利润总额的2.52倍，极大提高了公司盈利水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
收现比	51.18%	72.44%
营业收入	2.50	2.50
营业利润	-0.70	-0.50
营业外收入	1.43	1.32
利润总额	0.57	0.81
销售毛利率	10.19%	13.88%

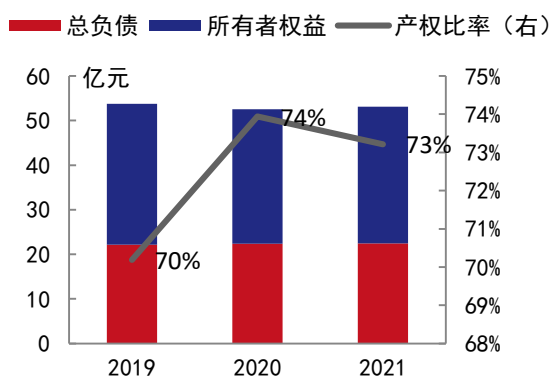
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务有所下降但规模仍较大，短期债务占比较高，存在较大的集中偿债压力

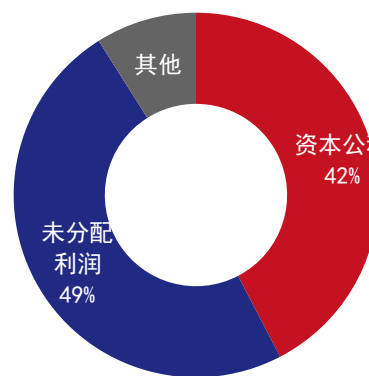
2021年公司负债及所有者权益均与上年持平，产权比率稳定。截至2021年末，公司所有者权益仍主要由资本公积和未分配利润构成。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，受新增长期借款的影响，公司非流动负债占比小幅上升，但仍以流动负债为主。

其他应付款（不含应付利息）主要为往来款、押金保证金和企业间借款，2021年末同比增长19.00%，主要系往来款增加。一年内到期的非流动负债同比减少25.27%，主要系借款到期偿还所致，但在负债中的占比仍较大，公司面临较大的集中偿付压力。

长期借款主要为信用借款、保证借款及抵押并保证借款，利率区间为4.50%-6.90%，2021年末为满足项目建设资金需求同比大幅增长59.80%。应付债券为本期债券，2021年末随转入一年内到期的非流动负债而有所下降。

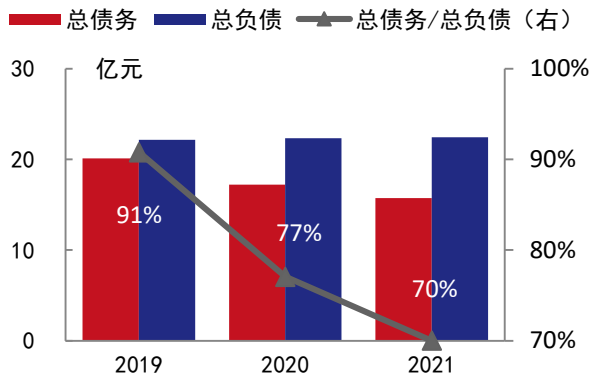
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	5.37	23.91%	4.44	19.88%
一年内到期的非流动负债	7.18	31.98%	9.61	43.02%
流动负债合计	13.31	59.29%	14.36	64.29%
长期借款	6.28	27.97%	3.93	17.59%
应付债券	2.21	9.86%	3.32	14.85%
非流动负债合计	9.14	40.71%	7.98	35.71%
负债合计	22.46	100.00%	22.34	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

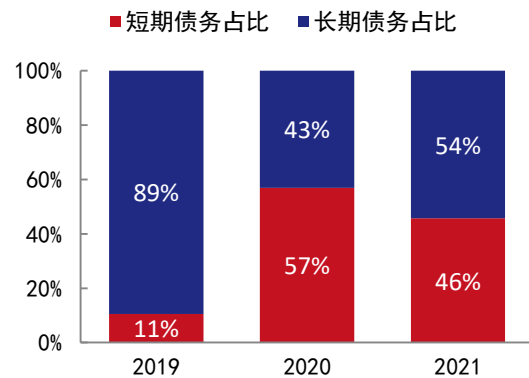
受借款到期偿还的影响，总债务在总负债中的占比下降。受新增长期借款的影响，长期债务占比超过短期债务，但短期债务规模仍较大，公司仍面临较大的集中偿付压力。

图 4 2021 年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，公司资产负债率稳定。由于偿还债务导致货币资金流出，2021年末公司现金短期债务比进一步下降，现金类资产对短期债务的保障水平极弱，短期偿债压力加大。受利润水平下降的影响，2021年公司EBITDA利息保障倍数较上年略有下降；整体来看公司偿债压力较大。

表11 公司偿债能力指标

项目	2021年	2020年
资产负债率	42.27%	42.51%
现金短期债务比	0.02	0.05
EBITDA 利息保障倍数	1.23	1.42

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年5月11日）及控股股东石柱工业集团（报告查询日为2022年5月5日）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，2021年11月还款记录显示存在展期。

或有事项分析

1、被执行人

因与重庆长安建设工程有限公司的合同纠纷，2021年1月5日公司被纳入被执行人，执行金额0.14亿元，截至评级报告出具日期该被执行记录已消除；同一原因，2022年3月10日、2022年3月18日，公司被纳入被执行人，执行金额合计0.89亿元，法定代表人被限制高消费，截至评级报告出具日期限制高消费记录及被执行记录已消除。

2、对外担保

截至2021年末，公司对外担保金额占期末净资产的39.78%，担保对象主要为国有企业，但规模较大且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表12 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期间	是否有反担保
重庆市石柱国有资产经营管理（集团）有限公司	39,000.00	2016.8.25-2034.8.24	否
石柱土家族自治县宏港经济发展有限公司	30,000.00	2016.5.27-2034.5.26	否
重庆市石柱国有资产经营管理（集团）有限公司	27,000.00	2017.2.21-2035.2.20	否
重庆石柱农旅融合发展集团有限公司	25,000.00	2017.12.21-2032.12.20	否
石柱土家族自治县卫家保安服务有限公司	1,000.00	2020.7.31-2022.7.30	否
合计	122,000.00	--	--

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

石柱县经济和财政实力在重庆市各区县排名靠后，但县域生态环境较好，旅游和水能资源较为丰富，主要发展康养休闲旅游业和以绿色有机为核心的现代农业，在成渝双城经济圈建设以及“一区两群”等战略推动下，其康养旅游等产业迎来较大机遇，为公司发展提供了一定的基础。公司是石柱县主要基础设施建设主体之一，获得了当地政府在财政补贴方面较大力度的支持。考虑到公司资产以工程投入、土地资产及应收款项，对公司资金占用较大且遇到极端情况资产集中变现存在一定难度，削弱了其流动负债的保障能力。公司新增代建项目规模相对较小，未来收入存在一定的不确定性。同时，2021年末公

司短期有息债务规模较大，当期EBITDA利息保障倍数下降、现金短期债务比低，公司面临较大的集中偿债压力。此外，2021年末公司对外担保金额占同期净资产的比重较大，公司被纳入被执行人，存在一定的或有负债风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

三峡担保为本期债券提供连带责任保证担保，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，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

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，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，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2020年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
合计	483,000.00	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，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，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，致使营业收入进一步下滑。

表14 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%

合计	107,400.06	100.00%	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%
----	------------	---------	------------	---------	------------	---------

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

表15 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 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，三峡担保主体信用等级为AAA，其提供的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。

十、结论

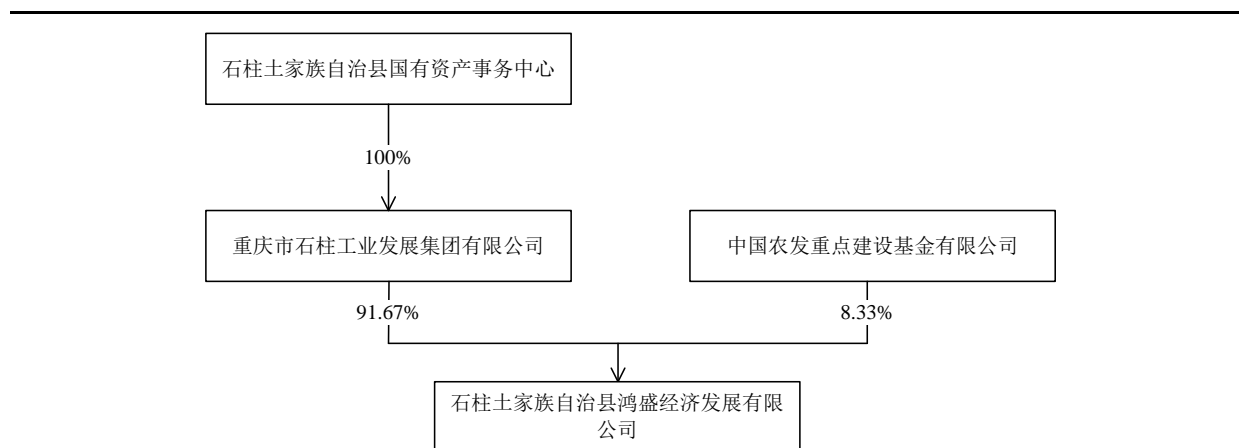
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“17石柱鸿盛债01/PR石柱01”信用等级为AAA。

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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.17	0.53	1.22
应收账款	6.19	4.88	4.74
其他应收款	8.48	8.67	3.74
存货	23.87	24.33	31.08
流动资产合计	39.39	38.95	41.24
可供出售金融资产	0.00	2.80	2.80
其他权益工具投资	2.80	0.00	0.00
投资性房地产	9.05	9.03	8.75
在建工程	1.86	1.74	0.92
非流动资产合计	13.73	13.61	12.51
资产总计	53.13	52.56	53.75
其他应付款	5.37	4.44	1.69
一年内到期的非流动负债	7.18	9.61	1.60
流动负债合计	13.31	14.36	3.69
长期借款	6.28	3.93	13.58
应付债券	2.21	3.32	4.42
长期应付款	0.04	0.18	0.00
非流动负债合计	9.14	7.98	18.48
负债合计	22.46	22.34	22.17
总债务	15.72	17.22	20.13
营业收入	2.50	2.50	3.70
所有者权益	30.67	30.22	31.59
营业利润	-0.70	-0.50	-0.82
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.57	0.81	0.87
经营活动产生的现金流量净额	2.41	1.18	1.90
投资活动产生的现金流量净额	-0.63	-0.82	-0.42
筹资活动产生的现金流量净额	-2.29	-1.05	-3.24
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	10.19%	13.88%	3.17%
收现比	51.18%	72.44%	65.06%
资产负债率	42.27%	42.51%	41.24%
现金短期债务比	0.02	0.05	0.57
EBITDA（亿元）	1.41	1.71	2.04
EBITDA 利息保障倍数	1.23	1.42	1.46

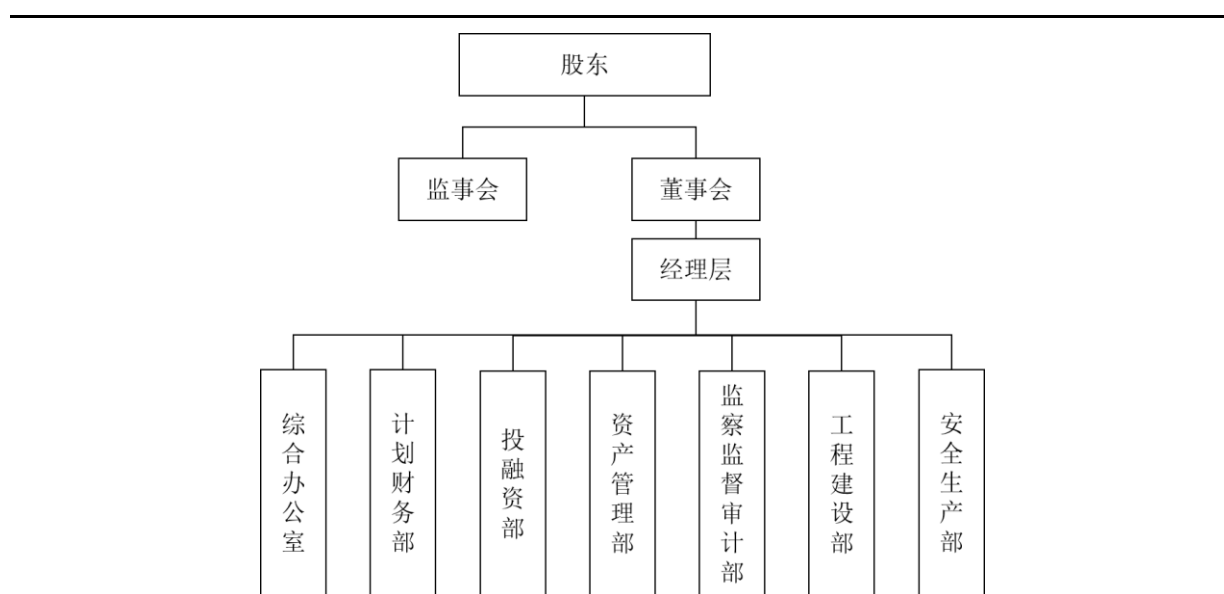
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
石柱土家族自治县临港经济开发有限公司	5,000.00	100.00%	建筑安装业

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

三、债务人主体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。

四、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。