



2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司 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：



2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司债券 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
19 金凤凰/19 金凤凰债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持贵州金凤凰产业投资有限公司（以下简称“金凤凰公司”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 金凤凰/19 金凤凰债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司电解铝销售业务实现大幅增长，工程业务可持续性较好；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性弱，应收款项存在较大的回收风险，资金压力较大，公司面临一定的短期偿债压力，且存在很大的或有负债风险等风险因素。重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“19 金凤凰/19 金凤凰债”的信用水平。

未来展望

- 随着公司电解铝扩产项目的投产及代建项目的结转，预计公司未来收入仍有一定保障。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 29 日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenh@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	206.22	195.32	186.70
所有者权益	101.28	99.77	97.22
总债务	42.19	35.72	36.11
资产负债率	50.89%	48.92%	47.93%
现金短期债务比	0.40	2.32	0.65
营业收入	52.98	32.51	33.58
其他收益	0.12	0.23	0.00
利润总额	1.84	3.17	2.57
销售毛利率	8.30%	9.10%	17.14%
EBITDA	4.38	5.71	7.15
EBITDA 利息保障倍数	1.17	1.74	1.91
经营活动现金流净额	3.70	7.08	15.33
收现比	60.39%	58.81%	99.81%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司电解铝销售实现大幅增长，工程业务可持续性较好。**受电解铝价格上涨影响，2021 年公司实现电解铝销售收入 51.80 亿元，同比增长 70.43%，电解铝扩产项目有序推进，未来电解铝销售业务仍具备一定的可持续性。截至 2021 年末，公司在建的委托代建项目规模较大，未来收入仍有一定保障。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性弱。**截至 2021 年末，公司资产主要由土地、开发成本、固定资产及应收款项等组成，其中存货中土地资产受限比例较高，公司资产流动性弱。
- **公司应收款项存在较大的回收风险。**截至 2021 年末，公司应收款项余额合计 24.57 亿元，计提坏账准备合计 5.73 亿元，部分款项账龄较长，应收对象存在一定的信用风险。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司在建代建项目及自营项目投资规模较大，尚需投入资金较多，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模为 42.19 亿元，短期债务规模增加，期末现金对短期债务的保障能力有所减弱。
- **公司面临很大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司及子公司兴仁市金凤凰融资担保有限公司（以下简称“金凤凰担保”）被列为次级及关注类贷款的对外担保余额较大，担保对象包括民营企业、个人及个体工商户，部分被担保对象多次被列为被执行人，公司面临很大的或有负债风险。此外，公司多次被列为被执行人，主要系公司为贵州东湖新城市建设投资有限公司（以下简称“东湖建投”）担保的借款到期未清偿，公司面临很大的代偿风险。

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	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	6
	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		非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			

业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	不良信用记录	调整幅度	-1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
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	2021-6-30	陈刚、陈洪	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2019-6-10	钟继鑫、邓艰	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

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
19金凤凰/19金凤凰债	10.00	10.00	2021-6-30	2026-8-19

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2019年8月19日发行7年期10亿元企业债，募集资金拟用于兴仁工业园陆官轻工区标准厂房项目、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场项目和补充公司营运资金。截至2021年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕，专项账户余额为15,490.93元，系公司自有资金。

三、发行主体概况

2020年6月，兴仁市财政局按照《中国农发重点基金投资协议》回购中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有的部分公司股权，本次股权回购完成后，兴仁市财政局持有公司股权比例上升至92.88%，截至2022年5月末，上述回购事项尚未完成工商变更登记。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本仍为人民币40,010万元，兴仁市财政局及农发基金分别持有公司92.88%及7.12%的股权，公司控股股东及实际控制人仍为兴仁市财政局，公司股权结构图见附录二。

公司主要承担兴仁市的基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。2021年，根据兴仁市金融服务中心文件《关于无偿将贵州铝兴新型材料有限公司划转贵州能投产业集团有限公司的批复》（仁金函（2021）28号）文件，公司将贵州铝兴新型材料有限公司无偿划转到贵州能投产业集团有限公司。跟踪期内公司合并范围内变化情况见下表。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、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
贵州仁义保安服务有限公司	100%	500.00	保安服务、安全技术防范系统设	新设

2、不再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	不再纳入的原因
贵州铝兴新型材料有限公司	100%	2,000.00	铝材料的研发；铝合金制造	无偿划出

资料来源：公司提供

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。

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。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、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

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。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

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。

行业及区域经济环境

兴仁市地处黔西南州中部，经济总量位列全州第二，矿产资源丰富；近年来工业保持较快增长带动区域经济实力提升，但人均GDP仍低于全国平均水平，房地产业较为低迷

区位特征：兴仁市为贵州省县级行政区，系黔西南州公路交通中心，拥有丰富的矿产资源，少数民族人口占比较高。兴仁市是贵州省黔西南布依族苗族自治州（本文简称“黔西南州”）下辖的两个县级市之一，地处贵州省西南部，黔西南州中部。2018年8月6日，经国务院批准，兴仁县撤县设市，同年9月，兴仁县退出贫困县。兴仁市是黔西南州公路交通中心，晴隆至兴义、惠水至兴仁高速公路，关岭至兴仁、兴仁至安龙高等级公路，213、309、313省道以及正在规划的贵阳至兴义铁路贯穿全境。此外，兴仁市市区距兴义机场50公里，距南北盘江水运码头70余公里，交通较为便利。兴仁市矿产资源丰富，煤矿在黔西南州内排列第三位，是国家地质矿产储量认定的“兴仁煤田”，已探明煤炭可采储量23.6亿吨；兴仁市是贵州省首个工业产金市，金矿在贵州省内列第二位，黄金远景储量超过100吨。兴仁市下辖18个乡、镇（街道），辖区面积1,785平方公里，截至2020年11月1日零时，常住人口42.58万人，较2010年的41.79万人增长1.88%，常住人口城镇化率为39.74%，人口增速及城镇化率均

不及黔西南州平均水平。兴仁市少数民族占比较高，居住汉、布依、苗、回、彝、黎、仡佬、侗、壮、白等 16 个民族，少数民族人口占 23.3%。

图 1 黔西南州区位图



图 2 兴仁市国土空间开发保护格局示意图



资料来源：黔西南州域国土空间总体规划（2021-2035年）（公众征求意见稿）、兴仁市国土空间总体规划编制工作推进情况

经济发展水平：兴仁市经济总量（GDP）在黔西南州 8 个县级行政区排名第 2，工业保持较快增长带动区域经济实力提升，但人均 GDP 仍低于全国平均，房地产业较为低迷。近年来兴仁市地区生产总值持续增长，但增速较为波动，2021 年实现地区生产总值 216.55 亿元，增长率 10.4%；人均 GDP 有所提升，但仍处较低水平，2021 年人均 GDP/全国人均 GDP 为 62.81%。2019-2021 年，兴仁市规模以上工业增加值分别同比增长 14.3%、6.6%和 17.5%，对经济增长有较大的拉动作用。截至 2021 年末，兴仁市三次产业结构为 16.9:40.8:42.3，第三产业比重低于贵州省平均水平，仍有较大提升空间。兴仁市房地产业及土地市场较为低迷，2019-2021 年房地产开发投资同比增速分别为-26%、75.1%和-50.4%，土地出让价款收入分别为 46.55 亿元、12.06 亿元和 19.27 亿元。

表2 2021 年黔西南州县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 (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
兴义市	548.40	9.3%	54,616	38.15	78.37
兴仁市	216.55	10.4%	50,857	10.80	26.06
贞丰县	169.67	9.8%	55,213	10.24	14.26
安龙县	163.94	9.3%	43,624	13.99	26.50
望谟县	112.22	9.6%	47,713	4.52	9.94
普安县	112.14	10.1%	46,148	6.45	6.02
晴隆县	95.56	6.3%	40,803	5.73	-
册亨县	87.88	7.8%	46,326	4.51	-

注：各县市人均GDP=2021年GDP/第七次人口普查常住人口

资料来源：各市/县2021年经济运行统计数据、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 兴仁市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）	216.55	10.4%	191.64	3.5%	182.42	8.6%
固定资产投资	-	2.6%	-	9.6%	-	2.3%
社会消费品零售总额	-	12.9%	-	5.5%	23.75	5.4%
进出口总额（万美元）	-	-	766.3	38.3%	-	-
人均GDP（元）	50,857		45,075		42,907	
人均GDP/全国人均GDP	62.81%		62.22%		60.52%	

注：2021年人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：兴仁市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报、兴仁市12月统计月报（2021年），中证鹏元整理

产业情况：兴仁市薏仁米产业持续壮大，依托煤电优势，“煤电网铝+”产业快速发展。兴仁市是全国最大的薏仁米集聚地、东南亚最大的薏仁米加工及贸易中心。截至2021年5月，兴仁市薏仁米种植35万亩，实现薏仁米交易量15万吨，年综合产值约18亿元；发展薏仁米集团公司4家，规模以上企业11家，薏仁米加工企业515家，产品销往全国30多个省（市、区），出口到韩国、日本及东南亚等地。工业方面，兴仁市以煤为基础，做长以铝为中心的上下游产业链。2021年“煤电网铝+”循环经济产业完成37.83亿元，同比增长28.57%，占全市规模以上工业增加值的89.79%。全市原煤实际过站量676万吨，铝合金新材料产业集群发展，多个重点项目建成投产。

发展规划及机遇：兴仁市是黔西南州产业发展的“两大核心”之一。根据黔西南州《“十四五”工业发展规划》，兴仁市将以基础材料、化工及装备制造为主导产业，重点发展铝及铝加工、金属硅、电镀、汽车零部件、轨道交通零部件、煤化工、化工新材料、氟化工等产业。计划到2025年，兴仁市工业总产值达到500亿元，建设成贵州省新型工业化示范区。2022年，兴仁市将深入实施工业倍增行动，着力打造“煤电网铝+”循环经济和“煤电化”一体化产业集群，多个煤矿投产复产，推进多个重点项目建设。

财政及债务水平：兴仁市财政自给能力较弱，一般公共预算收入波动较大，地方政府债务余额持续扩张。兴仁市2021年实现一般公共预算收入10.80亿元，同比增长9.2%，税收收入实现4.37亿元，占比40.46%，财政自给能力较弱。近年来兴仁市政府性基金收入、一般公共预算收入波动较大，上级政府转移支付规模较为稳定，2019-2021年分别获得一般性转移支付16.42亿元、19.16亿元和18.61亿元。区域债务方面，2019-2021年兴仁市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为6.12%，增速低于黔西南州平均水平。

表4 兴仁市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	10.80	9.89	15.00

税收收入占比	40.46%	36.70%	52.40%
财政自给率	29.29%	28.65%	36.86%
政府性基金收入	26.06	12.47	47.51
地方政府债务余额	104.46	99.02	92.76

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：兴仁市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，兴仁市主要的投融资平台主要有 2 家，分别为东湖建投和金凤凰公司。其中，东湖建投主要负责兴仁市城市基础设施项目的投融资、建设运营和管理；金凤凰公司承担兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝生产销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。

表5 截至 2021 年末兴仁市投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
东湖建投	黔西南州布依族苗族自治州财政局	72.83	60.69%	7.61	49.57	兴仁市重要的基础设施建设主体
金凤凰公司	兴仁市财政局	101.28	50.89%	52.98	42.19	兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理主体，同时开展电解铝生产销售、供水等经营性业务

注：财务数据为 2021 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

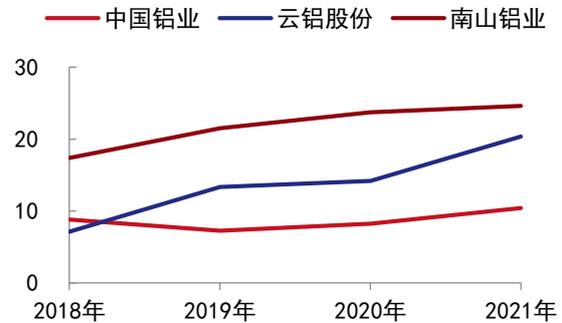
2021年电解铝价格和成本均大幅上涨，盈利能力有所改善，但仍面临一定的挑战

电解铝的生产主要采用冰晶石—氧化铝熔盐电解法，其主要原理是利用直流电通过原料氧化铝，利用碳素为阳极、冰晶石作为溶剂，在950度左右的高温下进行化学反应。全球大宗商品市场在经历了2020年新冠疫情带来的冲击并逐步走出谷底后，在2021年终于迎来了一波规模空前的上涨行情，电解铝价格创出近15年以来新高，10月最高为24,765元/吨。据安泰科研究，2021年电解铝行业平均价格和平均成本全部大幅上涨，但价格增长超过成本增加，企业经营状况大幅改善，2021年平均利润为3,471元/吨，相关上市公司销售毛利率有所提升。

成本方面，氧化铝和电力成本为电解铝的主要生产成本。根据安泰科2021年7月的统计数据，电解铝的成本构成中氧化铝占比41%，电力成本占比30%。近年来由于氧化铝新建产能陆续投产并释放产量，国内氧化铝供应充足，行业供求格局逐步变为过剩，加之国外低价氧化铝进入中国市场，2021年1-8月，氧化铝价格维持低位运行。2021年9月以来，国内多地限电限产政策的推行使得市场预期供应端将趋紧，叠加动力煤、铝土矿、烧碱等原材料价格上涨，氧化铝生产成本有所上行；此外，海外氧化铝价格高位运行，进口货源有限，氧化铝流通货源紧缺状况继续升级。根据安泰科统计，2021年11月国内氧化铝价格触及4,048元/吨，较2021年4月2,500元/吨大幅上涨。

图3 电解铝及氧化铝价格走势（单位：元/吨）


资料来源：wind，中证鹏元整理

图4 电解铝行业内主要上市公司销售毛利率（单位：%）


资料来源：wind，中证鹏元整理

2021年铝价大幅上行有效改善相关企业的盈利能力和现金流，但行业仍面临产能限制及电力系统不确定性增加的挑战。一方面，受限于“碳中和”“碳达峰”政策，电解铝新增产能受到严格控制。2018年4月，发展改革委、工业和信息化部联合印发了《关于进一步做好严管严控电解铝新增产能有关工作的函》（发改办产业〔2018〕440号），就进一步严管严控电解铝新增产能提出了明确要求，预计未来电解铝行业将持续保持严管严控新增产能的高压态势。另一方面，电力系统不确定性增加，对电解铝产能的释放造成了较大影响。生产电解铝液要求在大电流、高温的情况下全年不间断运行，对电源可靠性、安全性要求很高。2021年下半年由于煤炭价格飙升，国内多省用电出现明显缺口，部分地区实行限电限产，导致了较大面积的停产。

五、经营与竞争

公司主要承担兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝生产销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。2021年公司实现营业收入52.98亿元，同比增长62.97%，主要系电解铝销售收入大幅增长所致。毛利率方面，公司综合毛利率下滑至8.30%，系电解铝销售业务占比提升，其毛利率较低所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电解铝销售收入	518,048.30	8.71%	303,971.46	7.80%
工程收入	7,044.16	9.71%	13,901.49	8.85%
厂房出租收入	3,039.28	30.58%	3,039.28	26.28%
废料销售收入	1,016.51	100.00%	3,448.81	100.00%
担保费收入	255.57	100.00%	149.62	100.00%

水费收入	216.00	-9.02%	197.04	-13.48%
物业管理收入	57.22	-45.50%	59.52	-32.41%
白酒销售收入	45.54	107.00%	31.94	51.10%
其他收入	35.03	-72.30%	260.14	100.00%
合计	529,757.61	8.30%	325,059.30	9.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年电解铝单价提高，销售收入大幅增长；公司产能稳定，电解铝行业下游需求向好，仍具备一定可持续性

公司电解铝销售业务主要来自于子公司贵州兴仁登高新材料有限公司（以下简称“登高新材料”）截至2022年5月末，公司和贵州能投产业集团有限公司分别持有登高新材料51%和49%的股权。登高新材料生产线共一条，产能为25万吨，厂址位于贵州省兴仁工业园巴铃重工区。贵州路兴实业有限公司（以下简称“路兴实业”）为登高新材料的生产服务代管方，负责具体的生产运营事务。公司按月付给路兴实业运行管理费，运行管理费计入电解铝业务成本¹。受原材料价格上涨及电解铝行业下游需求持续回暖影响，2021年登高新材料电解铝销售均价同比增加66.09%。公司主要客户包括兴仁市黔桂拓达房地产开发有限责任公司、贵州铝兴新型材料有限公司、贵州交通物流集团有限公司、贵州锦兴轻合金装备制造有限公司（以下简称“锦兴装备”）、贵州铝锦商贸有限公司（以下简称“铝锦商贸”）。其中，锦兴装备为公司关联方，登高新材料持有其30%的股权。

表7 登高新材料电解铝主要经营数据（单位：万吨、元/吨）

项目	2021年	2020年	2019年
产能	25.02	25.00	25.00
产量	25.02	25.00	16.45
销量	24.91	24.79	16.03
销售均价	20,796.80	12,521.33	12,191.93

资料来源：公司提供

采购方面，登高新材料铝水原材料主要为氧化铝、碳素等；此外，用电成本对电解铝的生产成本影响也较大。2021年，登高新材料生产成本为19,131.13元/吨，同比上涨86.30%。黔西南州为电力大州，用电均价远低于国内平均水平，2021年登高新材料用电均价为0.3727元/千瓦时（不含税），有效降低电解铝生产成本。受电解铝下游需求回暖销售价格提升影响，公司电解铝销售毛利率有所好转。

为扩大产能，登高新材料正在建设第二条电解铝生产线。截至2021年末，该产线已基本完成建设工

¹ 根据《贵州兴仁登高新材料有限公司电解铝生产代管合作协议》，公司支付的代管费用包括管理、财务、人力、商务、环保、综合等各项费用，费用结算模式为“基础费用+管理绩效”，其中基础费用为人工基本工资，管理绩效根据KPI指标、安全、消防和环保、设备等确定。

作，仍需投入约13.00亿元购买电解铝生产指标。该产线计划于2022年9月投产，投产后登高新材料年产能将提升至50万吨。考虑到公司扩产项目建设进度、电解铝行业下游需求向好，未来电解铝销售业务仍具备一定可持续性。

公司在建委托代建项目规模较大，仍面临较大的资金压力

公司是兴仁市基础设施建设投资业务主体，公司基础设施建设项目主要以“企业投资建设、政府一次性购买、资金分期支付”的模式运作，主要项目均与兴仁市政府签订政府委托代建协议书（以下简称“代建协议”）。根据代建协议，公司自行筹集项目建设资金及对项目进行投融资和建设管理，项目竣工后出具竣工审计报告或决算报告，兴仁市人民政府根据相应报告核定的金额加成10%确定购买款；购买款项由兴仁市财政局分三期支付，分别于项目竣工决算当年支付60%，第二年支付30%，第三年支付10%。在实际情况中，公司根据每年的政府购买协议按照决算金额的110%确认收入，根据兴仁市财政局各年拨款文件回收资金。

受当年结算项目金额较小影响，2021年公司工程收入大幅减少至0.70亿元。由于基础设施建设项目均按照政府购买协议约定的统一回报率结算，公司工程业务毛利率表现稳定。

表8 公司工程收入、成本明细（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2021年	工业园区土地开发	6,421.00	7,044.00

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建政府委托代建项目所需总投资约为70.25亿元，已投入资金29.49亿元，尚需投资44.59亿元，受项目资金不足影响，2021年公司在建项目新增投入较少。总的来说，公司在建及未结转的代建项目较多，未来收入仍有一定保障，同时尚需投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。

表9 截至2021年末公司主要在建委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
农村基础设施建设	133,328.00	105,900.72	27,427.28
飞跃大道	28,647.20	4,514.46	24,132.74
金凤凰大道	12,469.38	6,635.27	5,834.11
兴仁六中	15,180.00	4,097.46	11,082.54
兴仁市职业技术学校	23,230.10	22,108.38	1,121.72
兴仁一中	30,839.00	20,206.25	10,632.75
土地开发整理（陆关、巴铃）	6,790.00	5,788.14	1,001.86
运煤专线	40,150.00	30,157.74	9,992.26
巴铃旅游小镇	36,591.26	18,241.25	18,350.01
巴铃重工业区基础设施配套	28,647.20	18,925.63	9,721.57
鲁础营回族乡小城镇建设	29,137.20	5,500.00	23,637.20
脱贫攻坚	317,529.00	14,526.23	303,002.77

巴铃重工区其他项目	-	38,291.62	-
合计	702,538.34	294,893.15	445,936.81

资料来源：公司提供

公司其他业务种类较多，丰富了收入来源，值得注意的是公司担保业务面临一定的代偿风险

公司还有担保业务、厂房出租收入、废料销售收入、水费收入，白酒销售业务和物业管理业务等业务类型，种类较多，丰富了公司的收入来源。

担保业务由子公司金凤凰担保负责。截至 2021 年末，金凤凰担保期末在保责任余额为 8.43 亿元，较 2021 年有所下滑，系被担保主体债务陆续偿付所致。金凤凰担保主要为对个人及兴仁市内民营企业的担保，以农业生产、商贸零售、食品饮料、纺织等行业为主。2021 年，金凤凰担保的担保代偿共 2 户，担保代偿率为 1.68%。考虑到担保的民营企业规模均较小，在宏观经济下行背景下，金凤凰担保面临一定的代偿风险。

表10 公司担保业务情况

指标	2021 年	2020 年
期末在保责任余额（万元）	84,300.00	124,228.00
在保户数（企业和个人）	95	130
担保代偿户数	2	3
担保代偿率	1.68%	2.40%

资料来源：公司提供

公司厂房出租业务由兴仁市金凤凰物管有限公司（以下简称“金凤凰物管公司”）负责，出租厂房为兴仁工业园陆官轻工区一期。截至 2021 年末，该厂房已整体出租给政府，厂房出租收入规模稳定。受厂房维修成本波动影响，毛利率有所波动。

公司废料销售业务由登高新材料负责，主要销售的是废料废渣。2021 年登高新材料生产效率提升，废渣有所减少。

公司在建的自营项目规模较大，未来运营后能够丰富公司的收入来源，但自营项目资金需求较多，公司面临较大的资本支出压力，同时需关注自营项目收益不及预期风险

公司在建自营项目较多，其中兴仁工业园陆官轻工区标准厂房、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场是本期债券募投项目。陆官轻工区标准厂房通过出租厂房获取租金收入，截至2021年末，兴仁工业园陆官轻工区（标准厂房）可出租面积为46.01万平方米，出租率为100%，实现租金收入3,039.28万元；贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场总建筑面积12.80万平方米，依据仓库、冻库、交易中心等不同出租功能，建成后可实现租金收入。

中证鹏元关注到，公司自主运营的在建项目资金需求仍较多，公司面临较大的资本支出压力；另外，自营项目未来收益来源于租赁、产品销售、供水、污水处理等，易受工业园区企业经营状况、地方招商引资情况的影响，存在一定不确定性。

表11 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	收益模式
陆官轻工区（标准厂房）	148,400.00	90,231.31	租赁
黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	51,100.00	26,557.42	租赁
巴铃重工区供水（一期）工程	15,964.02	8,041.68	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	5,924.63	4,035.49	收费
合计	221,388.65	128,865.90	-

资料来源：公司提供

公司仍获得一定力度的外部支持

公司是兴仁市重要基础设施建设主体，获得了一定力度的外部支持。2021年，公司收到政府补助合计 1,164.02 万元，对利润形成一定补充。

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中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告，审计报告均按照企业会计准则的规定编制。截至 2021 年末，纳入公司合并报表范围的子公司一共 6 家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产整体流动性弱，土地受限比例较高，应收款项存在较大的回收风险

随着业务规模的扩大，2021 年公司资产规模同比增长 5.58%，增至 206.22 亿元，资产结构较上年保持稳定，仍以流动资产为主。

表12 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	5.61	2.72%	4.67	2.39%
应收账款	9.72	4.72%	8.30	4.25%
预付款项	15.42	7.48%	8.20	4.20%
其他应收款（合计）	14.85	7.20%	20.13	10.31%
存货	108.49	52.61%	100.47	51.44%
流动资产合计	154.30	74.82%	142.30	72.85%
投资性房地产	6.45	3.13%	6.64	3.40%
固定资产	31.72	15.38%	32.96	16.87%
非流动资产合计	51.92	25.18%	53.02	27.15%
资产总计	206.22	100.00%	195.32	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司货币资金余额为5.61亿元，其中3.40亿元使用受限，主要为银行承兑汇票保证金及担保业务的担保保证金。

2021年末公司应收账款规模增长至9.72亿元，主要应收对象系兴仁市基本建设投资有限责任公司、兴仁市财政局、铝锦商贸、锦兴装备，前述对象应收账款余额合计10.95亿元，计提坏账准备合计1.23亿元，集中度高，部分应收款项账龄较长。2021年末，公司其他应收款账面余额为14.85亿元，同比下降26.25%。从欠款方来看，2021年末公司前五大其他应收款余额占比78.10%，集中度较高。公司应收兴仁县登高铝业有限公司²（以下简称“登高铝业”）的代偿款4.48亿元，计提坏账准备合计2.73亿元，登高铝业目前无实际经营，由登高新材料持股100%，但登高新材料对其实际无控制权，登高铝业由于未支付相关货款被多次列为失信被执行人。公司应收东湖建投往来款0.51亿元，东湖建投系兴仁市国有企业，2021年以来多次列为失信被执行人。截至2021年末，公司应收款项（应收账款及其他应收款）余额合计24.57亿元，计提坏账准备合计5.73亿元，部分款项账龄较长，应收对象存在一定的信用风险，公司存在较大的应收款项回收风险。

表13 截至2021年末按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单位：万元）

单位名称	期末余额	占比(%)	坏账准备 期末余额
兴仁市财政局	89,294.86	46.15	0.00
兴仁县登高铝业有限公司	44,773.71	23.14	27,348.54
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	6,404.90	3.31	320.24
兴仁市住房和城乡建设局	5,544.33	2.87	0.00
贵州东湖新城市建设投资有限公司	5,112.70	2.64	327.73
合计	151,130.51	78.11	27,996.51

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司预付款项大幅提升至15.42亿元，主要系当期新增对铝锦商贸预付材料采购款6.78亿元，对资金形成了占用。随着项目施工的推进及招拍挂获取土地，2021年末公司存货账面价值为108.49亿元，同比增长7.98%。截至2021年末，存货中开发成本35.02亿元，系公司在建及已完工待政府购买的代建项目；拟开发土地共132宗，账面价值为70.04亿元，总面积为620.16万平方米，主要系商住及工业用地，其中政府投资或注入的土地价值2.55亿元，其余为公司通过招拍挂取得。截至2021年末，公司存货中已用于抵押的土地账面价值为14.82亿元；此外，根据《抵押反担保合同》，公司以自有的17宗土地为本期债券提供抵押反担保，面积合计140.64万平方米，2021年末账面价值合计23.08亿元。截至2021年末，公司受限的土地账面价值合计37.90亿元，占公司存货土地价值的54.11%。

² 登高铝业原股东为班光习、周琳，2017年11月14日股东变更为登高新材料。2021年登高铝业被黔西南布依族苗族自治州中级人民法院、宜兴市人民法院、百色市田阳区人民法院等多地法院列为失信被执行人。

公司投资性房地产全部为以成本计量的兴仁工业园陆官轻工区标准厂房，截至2021年末账面价值为6.45亿元，其中未办妥权证厂房账面价值1.89亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，受固定资产计提折旧影响，2021年公司非流动资产规模小幅下降。

总体来说，公司资产主要由土地、开发成本、固定资产及应收款项等组成，应收款项存在较大的回收风险，土地受限比例较高，资产流动性弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入大幅增长，信用减值损失对利润形成较大侵蚀

公司主营业务为电解铝销售、基础设施建设等，受电解铝产能释放及单价提高影响，2021年公司实现营业收入52.98亿元，同比增长62.97%，但收现比表现一般。

受电解铝业务占比提升影响，公司销售毛利率有所下滑。2020-2021年，公司应收款项计提信用减值损失分别为2.06亿元和1.17亿元，2021年信用减值损失有所减少，但仍对当期利润形成较大侵蚀。2021年，公司政府收到政府补助等合计1,164.02万元，较2020年的3.45亿元大幅缩减，受此影响，公司当年实现利润总额同比下降42.15%。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

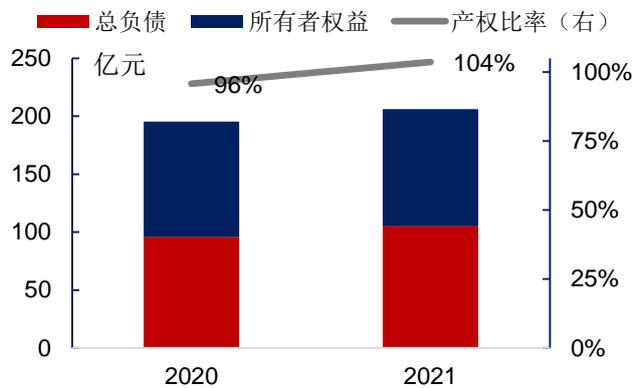
指标名称	2021年	2020年
收现比	60.39%	58.81%
营业收入	52.98	32.51
营业利润	1.89	-0.03
其他收益	0.12	0.23
营业外收入	0.00	3.22
利润总额	1.84	3.17
销售毛利率	8.30%	9.10%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

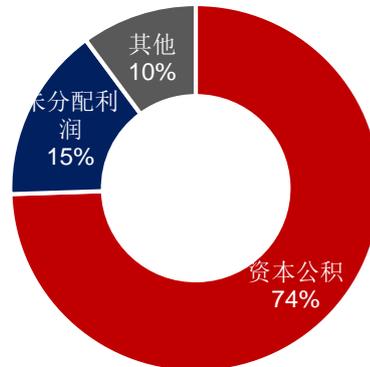
资本结构与偿债能力

公司偿债能力指标下滑，面临一定的短期偿债压力

受益于留存收益累积及少数股东权益增加，2021年末公司所有者权益增长至101.28亿元。期末公司负债总额增加至104.94亿元，综合影响下，2021年末公司产权比率上升至104%，所有者权益对负债覆盖程度趋弱。

图5 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图6 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

截至2021年末，公司应付票据均为银行承兑汇票。公司应付账款主要为应付工程款，其中应付中国有色金属工业第十四冶金建设公司的工程款规模较大，占期末应付账款余额的55.98%，为应付铝板带加工及配套铝液工程项目工程款项。受销售规模扩大影响，公司2021年末销货合同相关的合同负债大幅增长至7.24亿元。截至2021年末，公司其他应付款规模为30.46亿元，主要为向其他单位的暂借往来款，主要应付对象包括东湖建投、贵州振兴市政建设投资有限公司等。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款3.39亿元、应付债券2.21亿元及长期应付款0.40亿元。

非流动负债方面，截至2021年末，公司长期借款余额20.04亿元，包括质押、抵押和保证借款，抵质押物大部分为公司土地资产。应付债券系公司发行的7年期企业债“19金凤凰/19金凤凰债”，期末债券待偿还本金余额为10.21亿元，其中2022年将偿还20%的本金。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

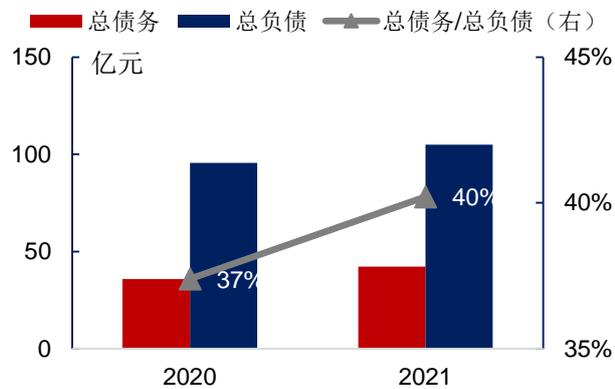
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	5.00	4.76%	0.00	0.00%
应付账款	21.82	20.80%	23.89	25.00%
合同负债	7.24	6.90%	0.48	0.51%
其他应付款（合计）	30.46	29.03%	32.91	34.44%
一年内到期的非流动负债	6.00	5.72%	2.01	2.11%
流动负债合计	76.75	73.14%	61.64	64.51%
长期借款	20.04	19.09%	23.05	24.12%
应付债券	8.00	7.62%	10.21	10.69%
非流动负债合计	28.19	26.86%	33.91	35.49%
负债合计	104.94	100.00%	95.55	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为42.19亿元，同比增长18.11%，系登高新材料营运资金需求提升

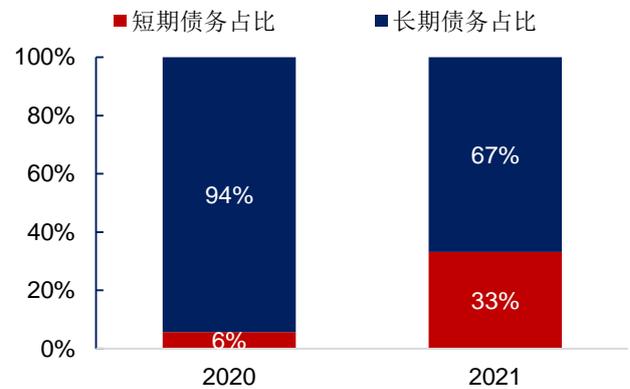
所致。受新增短期借款、部分长期债务将在一年内到期影响，公司短期债务占比大幅提升至33%，公司面临一定的短期偿债压力。

图 7 2021 年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司资产负债率为50.89%，较前一年末小幅上升1.97个百分点。2021年公司短期债务增加，期末现金对短期债务的保障能力明显减弱。2021年公司收入规模大幅增长，但政府补贴大幅减少，导致当期EBITDA有所下滑，当期EBITDA利息保障倍数降低至1.17。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	50.89%	48.92%
现金短期债务比	0.40	2.32
EBITDA 利息保障倍数	1.17	1.74

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（2022年6月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷账户，存在欠息一笔，欠息金额为9.94万元；已结清信贷信息存在次级账户一个，关注类账户16个；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。根据公司提供的材料，2022年6月22日，该笔欠息已偿还。

表17 截至 2022 年 6 月 6 日公司本部不良类信贷记录汇总（单位：万元）

类别	贷款机构	借款余额	笔数	欠息金额	异常情况
未结清信贷	皖江金融租赁股份有限公司	600.67	1	9.94	欠息
	洛银金融租赁股份有限公司	3,237.50	1	-	展期

	贵州兴仁农村商业银行股份有限公司	-	1	-	次级
已结清信贷	万向信托股份有限公司	-	3	-	关注
	国家开发银行贵州省分行	-	13	-	关注

资料来源：公司信用报告（2022年6月6日），中证鹏元整理

根据公司提供的信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，子公司金凤凰担保（2022年5月25日）、登高新材料（2022年5月25日）、金凤凰物管公司（2022年5月31日）、贵州薏苡酒业有限公司（2022年6月2日）、兴仁市金凤凰水务有限公司（2022年6月2日）及贵州仁义保安公司（2022年6月8日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷账户无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额35.57亿元，占期末净资产的比重为35.12%，其中公司本部对外担保金额27.13亿元，担保对象主要为兴仁市国有事业单位，部分被担保企业被列为被执行人；子公司金凤凰担保对外担保金额合计8.43亿元，主要为对民营企业、个人及个体商户的担保。

表18 截至2021年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	担保到期日
兴仁市人民医院*	2,750.00	保证	2024/8/26
贵州恒创投资开发有限公司*	894.74	保证	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司*	5,238.95	保证	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司*	3,000.00	保证	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司*	5,000.00	保证	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司*	4,000.00	保证	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司*	5,000.00	保证	2038/8/16
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	1,017.50	保证	2027/9/20
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	8,232.50	保证	2027/9/20
贵州泛亚实业（集团）有限公司	2,800.00	保证	2022/1/20
兴仁市扶贫开发投资有限公司	18,700.00	保证	2035/3/18
兴仁市扶贫开发投资有限公司	900.00	保证	2023/1/20
兴仁一中	9,000.00	保证	2023/7/13
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	7,347.77	保证	2021/3/15
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	7,323.36	保证	2021/8/8
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	4,300.00	保证	2019/12/1
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	6,803.22	保证	2022/5/3
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	7,500.00	保证	2020/6/7
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	24,500.00	保证	2022/12/30
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	8,500.00	保证	2022/12/30
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	6,310.00	保证	2019/12/31
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	6,574.54	保证	2022/9/24

贵州东湖新城市建设投资有限公司*	21,400.00	保证	2035/3/18
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	2,414.89	保证	2023/12/28
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	22,000.00	保证	2022/11/3
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	67,000.00	抵押	2022/9/12
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	12,800.00	抵押	2024/9/24
合计	271,307.47		

注：以上不包含子公司兴仁市金凤凰融资担保有限公司对外担保；*表示截至 2022 年 6 月 13 日，被担保方存在被执行记录

数据来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司提供的企业信用报告，截至2022年6月6日，公司本部被列为关注类的担保余额为3.79亿元，主要系为东湖建投担保所致；截至2022年5月25日，子公司金凤凰担保被列为关注类余额为1,389.40万元，被列为不良类余额1,749.58万元。总体而言，公司存在很大的或有负债风险。

根据中国执行信息公开网信息查询结果，截至2022年5月30日，公司共有10条被执行信息，合计被执行金额为13.47亿元。具体信息见下表。经向公司了解，案号(2022)鄂01执307号系公司与国通信托有限责任公司的借款纠纷，案号(2022)黔2322执1179号系公司与自然人吴某云的工程合同纠纷，其余均为公司为东湖建投对外融资提供连带责任保证担保产生。公司被执行金额较大，或将对公司经营、财务和信用状况产生较大不利影响。截至2022年6月20日，已有5笔被执行记录被撤销。

表19 截至 2022 年 5 月 30 日公司被执行信息（单位：万元）

序号	立案时间	案号	执行法院	标的金额
1	2022 年 1 月 20 日	(2022)浙 01 执 131 号	杭州市中级人民法院	9,049.08
2	2022 年 2 月 8 日	(2022)鄂 01 执 307 号*	武汉市中级人民法院	14,495.82
3	2021 年 12 月 16 日	(2021)浙 01 执 1440 号*	杭州市中级人民法院	5,447.22
4	2022 年 2 月 14 日	(2022)湘 0104 执 1460 号*	长沙市岳麓区人民法院	9,438.66
5	2022 年 2 月 14 日	(2022)甘 01 执 149 号*	兰州市中级人民法院	4,917.41
6	2022 年 5 月 23 日	(2022)黔 01 执恢 197 号	贵阳市中级人民法院	20,019.32
7	2022 年 5 月 23 日	(2022)黔 01 执恢 198 号	贵阳市中级人民法院	22,404.93
8	2022 年 5 月 23 日	(2022)黔 01 执恢 199 号	贵阳市中级人民法院	19,909.39
9	2022 年 5 月 23 日	(2022)黔 01 执恢 196 号*	贵阳市中级人民法院	29,000.00
10	2022 年 4 月 11 日	(2022)黔 2322 执 1179 号	兴仁市人民法院	3.00
合计				134,684.84

注：*表示截至 2022 年 6 月 20 日，该被执行记录尚未撤销

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

总的来说，公司对外担保规模较大，多家被担保方被列为被执行人，被列为关注类及不良类的担保余额较大，其中公司对东湖建投的担保因未履行担保责任多次被列为被执行人，公司面临很大的代偿风险。

八、抗风险能力分析

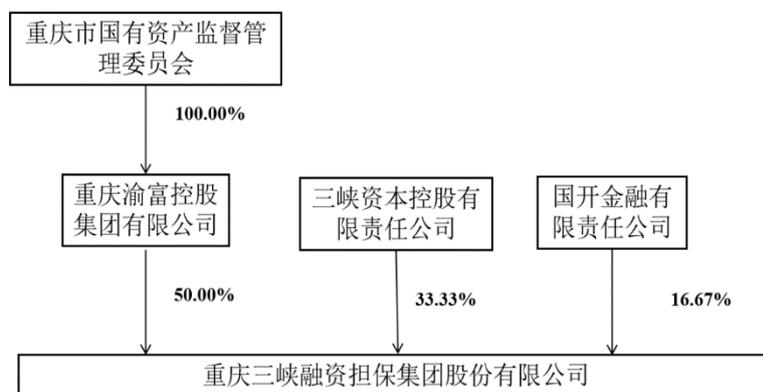
兴仁市地处黔西南州中部，经济总量位列全州第二，矿产资源丰富。近年来兴仁市工业保持较快增长，区域经济实力提升。公司系兴仁市重要的产业投资平台，承担兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝生产销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。虽然公司债务规模较大，且持续的项目建设对资金的需求较大，公司面临较大的偿债压力，公司存在部分非标借款展期的情况，但公司基础设施建设业务持续性较强，电解铝业务实现大幅增长，且持续获得政府一定力度的支持，整体来看，抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

三峡担保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信用水平

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，初始注册资本为5.00亿元。三峡担保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“渝富集团”）。截至2021年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富集团，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（以下简称“重庆国资委”）。

图9 截至2021年末三峡担保股权结构图



资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。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，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表20 三峡担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	9.04	69.81%	6.92	64.45%	6.41	57.69%
利息净收入	3.32	25.64%	2.18	20.31%	2.66	23.99%
投资收益	0.16	1.24%	1.11	10.30%	1.44	13.00%
其他收入	0.50	3.86%	0.53	4.94%	0.59	5.32%
合计	12.95	100.00%	10.74	100.00%	11.11	100.00%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表21 三峡担保母公司担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	658.33	284.35	252.82
当期解除担保额	605.66	276.97	218.93
期末在保余额	901.12	848.44	841.06
其中：融资担保	818.55	757.49	781.02
发行债券担保	651.32	619.81	664.81
借款类担保	165.98	135.27	112.62
其他融资担保	1.25	2.41	3.59
非融资担保	82.57	90.96	60.04
融资担保责任余额	480.20	356.28	294.29
当期担保代偿项目数	32	41	26
当期担保代偿额	5.88	3.68	3.71
当期担保代偿率	0.97%	1.33%	1.69%
累计担保代偿额	41.52	35.64	31.96
累计担保代偿率	1.35%	1.44%	1.46%
累计代偿回收额	16.97	12.41	11.22
累计代偿回收率	40.87%	34.81%	35.09%
融资担保放大倍数	8.49	6.33	5.45

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，三峡担保在保债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种。2021年三峡担保债券担保业务规模大幅增长，当期担保发生额同比上升334.79%，在保余额同比增长5.08%。三峡担保的债券担保业务客户主要分布在重庆、湖北、江西、四川、山东和湖南等地，截至2021年末，三峡担保债券担保业务前五大客户的担保余额为56.08亿元，占母公司净资产的91.95%；在保债券主要为城投类企业发行的企业债，发行人主体信用等级以AA为主；反担保措施一般为不动产抵押、第三方连带责任保证等。

三峡担保借款类担保主要为银行贷款担保。为支持中小微企业和三农企业的发展，2018年以来三峡担保加大业务投入和产品创新力度，陆续开发推出速贷保、结算流量贷、政府采购贷等标准化产品。标准化产品坚持小额分散原则，单笔担保金额一般在500万元以下。2020年以来三峡担保加快标准化产品担保业务的推广，与重庆农商行合作，面向“三农”、小微客户推出了“旺农贷-渝农贷”互联网贷款担保产品，业务上线以来累计为近30万户“三农”、小微客户提供普惠金融服务，借款类担保业务规模进一步上升，2021年母公司借款类担保发生额为192.48亿元，同比增加334.79%；截至2021年末借款类担保余额为165.98亿元，同比增长22.71%。

三峡担保非融资担保业务主要为履约保函担保和诉讼保全担保等。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，开始开展电子投标保函业务，于当年4月初开具首单电子投标保函。2021年非融资担保发生额为150.62亿元，同比增长10.78%；非融资担保的担保余额有所下降，截至2021年末担保余额为82.57亿元，同比下降9.23%。

担保业务质量方面，三峡担保担保代偿项目主要为借款类担保项目，2021年当期担保代偿额整体较上年有所增加，但受2021年当期解保规模大幅增加的影响，2021年当期担保代偿率同比下降了0.36个百分点至0.97%，累计担保代偿率同比下降了0.09个百分点至1.35%。三峡担保的担保代偿回收情况有所改善，2021年累计代偿回收额为16.97亿元，累计代偿回收率为40.87%，同比上升6.06个百分点。截至2021年末三峡担保应收代偿款账面价值为9.28亿元，较年初上升了27.22%。代偿项目主要来自制造业、建筑业、租赁和商务服务业等行业。在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注三峡担保在保项目的风险情况和代偿项目回收情况。

截至2021年末三峡担保的总资产规模为110.25亿元，较2019年末下降了13.78%，主要系重庆市小微企业融资担保有限公司股权划出所致。资产结构方面，截至2021年末货币资金余额为18.09亿元，其中受限货币资金余额为2.39亿元，主要为开展担保业务而质押给银行的定期存款。应收代偿款账面价值为9.28亿元，同比增长27.22%；已累计计提坏账准备10.45亿元，计提比例为52.97%，需关注应收代偿款的回收风险。三峡担保债权投资主要是委托贷款，截至2021年末净值为8.29亿元，同比增长24.29%，已计提1.26亿元减值准备，需关注委托贷款的回收风险。三峡担保发放贷款主要为小额贷款业务，2021年末净值为4.56亿元，较上年末小幅增加，需关注小额贷款的回收风险。截至2021年末三峡担保其他债权投资账面价值为18.47亿元，同比增长33.65%，投资资产配置以债券为主。从资产分类来看，截至2021年末三峡担保母公司I级资产占比为57.64%、I级和II级资产合计占比为80.78%，III级资产占比为18.09%，均满足相关监管规定，整体资产流动性较好。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，三峡担保负债总额为43.40亿元，包括未到期责任准备金16.21亿元、担保赔偿准备金11.05亿元、应付债券5.87亿元和存入保证金2.53亿元，合计占负债总额的比例为82.16%。截至2021年末三峡担保所有者权益66.85亿元，其中实收资本仍为48.30亿元，一般风险准

备5.28亿元。截至2021年末三峡担保融资担保放大倍数为8.49，整体而言，融资担保放大倍数处于较高水平。

盈利能力方面，随着在保规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.56%，带动当年三峡担保的营业收入同比增长20.60%。三峡担保营业支出主要为提取担保赔偿准备金、业务及管理费和信用减值损失，2021年计提的信用减值损失有所上升，主要系应收代偿款减值损失增加所致；2021年三峡担保利润规模有所增加，利润总额同比增长了34.01%，净资产收益率同比上升1.27个百分点至5.57%，近年整体盈利能力持续增强。

表22 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	12.95	10.74	11.11
其中：已赚担保费	9.04	6.92	6.41
利息收入	3.32	2.18	2.66
投资收益	0.16	1.11	1.44
营业支出	7.59	6.69	7.92
其中：提取担保赔偿准备金	2.14	1.93	2.10
业务及管理费	1.83	1.85	2.26
信用减值损失	2.25	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	2.03	3.28
营业利润	5.36	4.05	3.18
利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
净资产收益率	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆国资委，股东实力强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务等方面给予三峡担保较大力度支持。

综上，三峡担保的控股股东背景强，可提供有力支持，此外三峡担保担保业务发展基础好，资本实力较强，近年整体盈利能力持续增强，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，三峡担保代偿规模仍较大，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款存在一定回收风险等风险因素。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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“19金凤凰/19金凤凰债”

的信用等级为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	5.61	4.67	1.48
存货	108.49	100.47	100.34
流动资产合计	154.30	142.30	132.05
固定资产	31.72	32.96	34.82
非流动资产合计	51.92	53.02	54.64
资产总计	206.22	195.32	186.70
短期借款	3.00	0.00	0.00
应付账款	21.82	23.89	25.63
其他应付款（合计）	30.46	32.91	25.95
一年内到期的非流动负债	6.00	2.01	2.28
流动负债合计	76.75	61.64	55.65
长期借款	20.04	23.05	22.11
应付债券	8.00	10.21	10.21
长期应付款	0.15	0.65	1.51
非流动负债合计	28.19	33.91	33.83
负债合计	104.94	95.55	89.48
总债务	42.19	35.72	36.11
营业收入	52.98	32.51	33.58
所有者权益	101.28	99.77	97.22
营业利润	1.89	-0.03	-0.34
其他收益	0.12	0.23	0.00
利润总额	1.84	3.17	2.57
经营活动产生的现金流量净额	3.70	7.08	15.33
投资活动产生的现金流量净额	-1.15	-1.59	-12.48
筹资活动产生的现金流量净额	-4.05	-3.26	-9.41
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	8.30%	9.10%	17.14%
收现比	60.39%	58.81%	99.81%
资产负债率	50.89%	48.92%	47.93%
现金短期债务比	0.40	2.32	0.65
EBITDA（亿元）	4.38	5.71	7.15
EBITDA 利息保障倍数	1.17	1.74	1.91

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

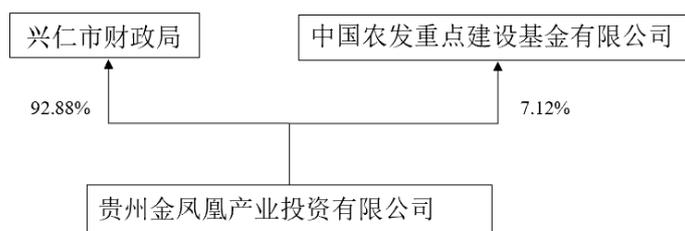
附录二 三峡担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	18.09	17.82	27.32
应收代偿款	9.28	7.29	6.38
委托贷款	0.00	6.67	5.24
发放贷款和垫款	4.56	4.50	4.92
存出保证金	28.64	26.52	23.61
可供出售金融资产	0.00	20.18	19.43
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1.71	0.00	0.00
债权投资	8.29	0.00	0.00
其他债权投资	18.47	0.00	0.00
其他权益工具投资	1.24	0.00	0.00
总资产	110.25	108.61	127.87
未到期责任准备金	16.21	12.72	13.41
担保赔偿准备金	11.05	10.03	9.35
存入保证金	2.53	2.90	4.07
应付债券	5.87	5.99	5.99
总负债	43.40	40.70	58.53
实收资本	48.30	48.30	46.50
其他权益工具	0.00	2.01	2.01
一般风险准备	5.28	4.89	4.55
未分配利润	5.14	5.00	6.48
所有者权益合计	66.85	67.90	69.34
营业收入	12.95	10.74	11.11
担保业务收入	12.66	6.66	7.70
营业利润	5.36	4.05	3.18
利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
经营和财务指标（母公司）	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	658.33	284.35	252.82
当期解除担保额	605.66	276.97	218.93
期末在保余额	901.12	848.44	841.06
融资担保责任余额	480.20	356.28	294.29
当期担保代偿项目数	32	41	26
当期担保代偿额	5.88	3.68	3.71
当期担保代偿率	0.97%	1.33%	1.69%
累计担保代偿额	41.52	35.64	31.96
累计担保代偿率	1.35%	1.44%	1.46%

累计代偿回收额	16.97	12.41	11.22
累计代偿回收率	40.87%	34.81%	35.09%
融资担保放大倍数	8.49	6.33	5.45
净资产收益率*	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：*为合并口径，三峡担保 2019-2021 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 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
兴仁市金凤凰融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等
兴仁市金凤凰水务有限公司	36,000.00	100.00%	自来水生产与供应
兴仁市金凤凰物管有限公司	1,200.00	100.00%	物业管理
贵州薏苡酒业有限公司	500.00	60.00%	健康酒类产品的研发、生产和销售
贵州兴仁登高新材料有限公司	100,000.00	51.00%	复合材料、高分子材料等技术开发
贵州仁义保安服务有限公司	500.00	100.00%	保安服务

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、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。