



2021年第一期醴陵市高新技术产业发展集团有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券2023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。

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：

2021年第一期醴陵市高新技术产业发展集团有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券2023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
21 醴陵高新债 01/21 醴高 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：醴陵市近年经济保持较快增长且经济体量在株洲市内排名首位，区域经济财政实力较强；醴陵市高新技术产业发展集团有限公司（以下简称“醴陵高新”或“公司”）为醴陵市重要的基础设施建设投融资主体，主要负责醴陵市经开区范围内的基础设施建设业务，在区域内业务竞争力较强且持续性较好，并继续获得醴陵市财政局较大力度的支持，同时重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产仍大量沉淀于土地资产、往来款及工程建设投入，整体资产流动性及收益性较弱；公司债务规模进一步攀升，面临的资金压力及债务压力仍较大等风险因素。

评级日期

2023年06月26日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时间内仍将作为醴陵市重要的基础设施投融资和建设主体之一，基础设施建设和土地整理等业务可以保持一定规模，且有望持续获得外部支持。

联系方式

项目负责人：蒋申
 jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
 wangqy@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	2022	2021	2020
总资产	227.39	200.31	168.60
所有者权益	100.64	92.47	79.52
总债务	95.91	86.68	70.98
资产负债率	55.74%	53.84%	52.83%
现金短期债务比	0.52	0.49	0.25
营业收入	18.26	14.28	26.94
其他收益	5.30	4.89	3.68
利润总额	0.72	1.50	1.59
销售毛利率	0.07%	5.04%	2.86%
EBITDA	4.07	4.74	3.16
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.72	0.83
经营活动现金流净额	6.58	-11.77	-25.41

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 醴陵市地处“湘赣边区域合作示范区”的核心区，交通便利且已融入长株潭半小时经济圈，经济体量在株洲市内排名首位，近年经济保持较快增长。2022年醴陵市实现地区生产总值875.7亿元，经济增速达5.4%，增速在株洲市区县（市）中排名靠前，经济综合实力和基本竞争力分别名列全国百强县第37位、第56位，经济发展水平较好，为公司发展提供了良好的基础。
- 作为醴陵市重要的基础设施建设投融资主体，公司业务在区域内竞争力较强，业务持续性较好。公司实际控制人为醴陵市财政局，公司受醴陵市经开区管委会委托进行醴陵市经开区范围内的城市基础设施建设任务，业务在区域内竞争力较强，截至2022年末，公司尚有一定规模的代建项目，且自营项目规模较大，业务持续性较好。
- 公司继续获得醴陵市财政局在资本金注入和政府补贴方面的大力支持。2022年醴陵市财政局注入公司7.50亿元资本金，增加资本公积，同时给予5.30亿元的政府补助，有效提升了公司的资本实力及利润水平。
- 三峡担保提供的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有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- 公司资产仍大量沉淀于土地资产、往来款及工程建设投入，大部分流动性受限于土地市场行情及当地政府的统筹安排，整体资产流动性较弱。公司资产以土地使用权、代建工程施工成本和应收政府部门及下属企业款项为主，部分土地资产未办理权证且近年土地市场下行，土地资产集中变现难度增加，代建工程施工成本和应收款项的回款依赖于当地政府的统筹安排，具有不确定性。2022年末公司使用权受限的资产账面价值占总资产的23.77%。
- 公司债务规模进一步攀升，各项偿债能力指标仍较弱，资金及债务压力仍较大。随着项目建设资金的投入以及与其他单位的往来款增加和债务的还本付息，公司面临较大的资金缺口，需通过外部融资平衡，2022年末总债务规模增至95.91亿元，占总负债的75.67%，现金短债比和EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标仍较弱，公司资金压力及偿债压力仍较大。
- 公司面临一定的或有负债风险。截至2022年末，公司对外担保余额为0.80亿元，担保对象为当地国有企业，但无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
醴陵市涪江投资控股集团有限公司	醴陵市最重要的基础设施建设主体，负责醴陵市基础设施建设、土地相关业务和房地产销售业务	625.52	270.70	30.42
醴陵市高新技术产业发展集团有限公司	主要从事湖南醴陵经济开发区基础设施建设业务	227.39	100.64	18.26

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-1
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是株洲市醴陵市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，醴陵市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与醴陵市政府的联系非常紧密以及对醴陵市政府非常重要。同时，中证鹏元认为醴陵市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/20 醴陵债	2022-06-27	蒋申、张涛	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	AA/16 醴陵高新债	2016-01-06	范刚强、林心平	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
21 醴陵高新债 01/21 醴高 01	8.00	8.00	2022-06-27	2028-09-24

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2021年9月发行7年期8亿元第一期县城新型城镇化建设专项企业债券，募集资金计划用于醴陵市五彩陶瓷特色产业小镇瓷旅融合建设项目及补充营运资金。截至2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.26万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2023年5月末，公司注册资本及实收资本仍为20.00亿元，截至2022年末，公司控股股东仍为醴陵市淥江投资控股集团有限公司，持有公司90%股权，实际控制人仍为醴陵市财政局，公司股权结构图见附录二。

公司主要业务为湖南醴陵经济开发区（以下简称“醴陵经开区”）范围内的基础设施建设。2022年公司新增纳入合并范围的子公司1家，具体见表1，截至2022年末纳入公司合并范围的子公司情况见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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
深圳市淥江贸易发展有限公司	100.00%	1.00	科技推广和应用服务业	投资

资料来源：公司2022年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季

度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

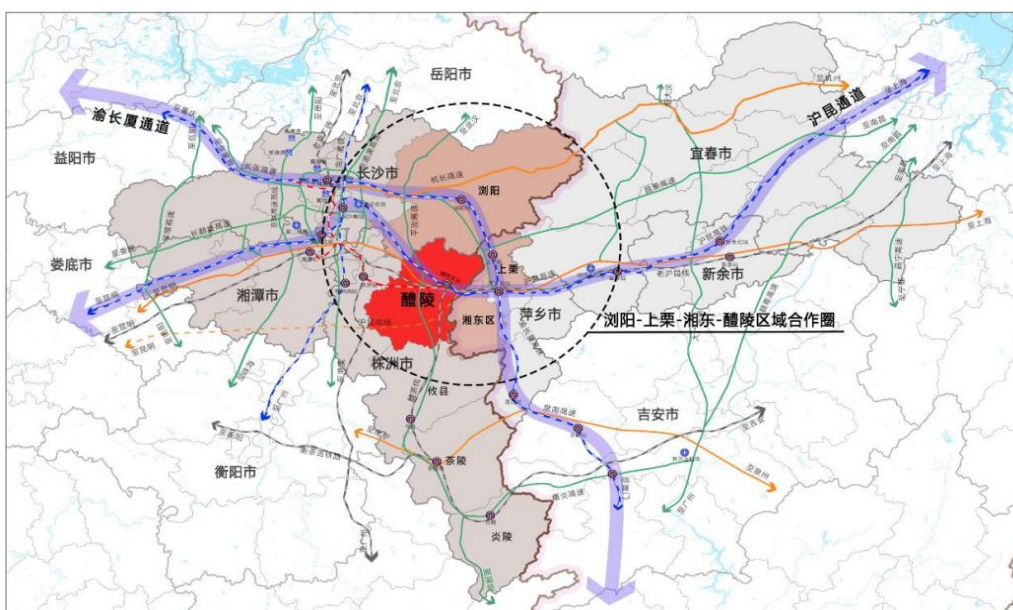
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

醴陵市地处“湘赣边区域合作示范区”的核心区，交通便利且已融入长株潭半小时经济圈，经济体量在株洲市内排名首位，但传统支柱产业税收贡献偏弱，面临一定转型升级压力，财政自给率偏低

区位特征：醴陵市地处“湘赣边区域合作示范区”的核心区，融入长株潭半小时经济圈，交通便利，具有一定区位优势。醴陵市为株洲市下辖县级市，位于湖南省东部，与长沙浏阳市、江西萍乡市交界，“三高”（沪昆高速、岳汝高速、莲株高速）、“三铁”（沪昆高铁、沪昆铁路、醴茶铁路）、106 国道、333 省道穿境而过，境内拥有 1 个高铁站以及直达湘江渌江 500 吨级航道，市区距株洲火车站 40 公里，距长沙黄花国际机场 40 分钟车程，融入长株潭半小时、珠三角 2 小时和长三角 4 小时经济圈，交通较为便利。醴陵市现辖 19 个镇、5 个街道、1 个省级经济开发区湖南醴陵经济开发区，总面积 2,157 平方公里，2021 年末常住人口 88.1 万人，较六次全国人口普查数据下降 7.00%。

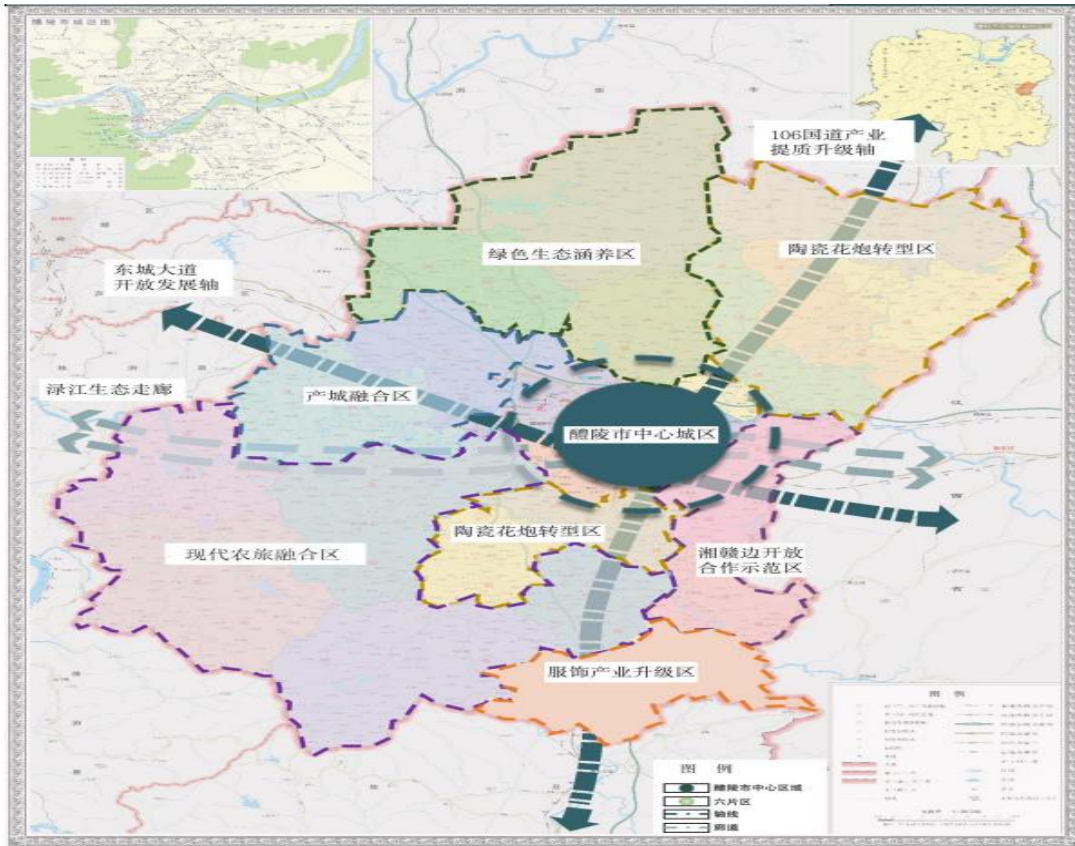
图1 醴陵市发展区位图



资料来源：醴陵市国土空间总体规划（2020-2035年）公众版

醴陵市规划建设形成“一心两轴六区”的城市格局，“一心”即以醴陵市中心城区为核心的综合服务中心，“两轴”分别为东部提升发展轴和湘赣融合发展轴；“六区”包括陶瓷花炮转型区、绿色生态涵养区、产城融合区、现代农业综合开发区、湘赣边开发合作示范区和服饰产业转型区。

图2 醴陵市国土空间发展格局（2020-2035）



资料来源：醴陵市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：醴陵市经济规模在株洲市区县（市）中排名第一，经济发展以第二产业为主，但近年来工业产业对经济增长贡献率有所下降。2022年醴陵市实现地区生产总值875.7亿元，经济增速达5.4%，增速在株洲市区县（市）中排名靠前，经济综合实力和基本竞争力分别名列全国百强县第37位、第56位，人均GDP表现略高于全国平均水平，区域经济整体表现良好。从产业结构上看，2022年醴陵市三次产业结构由2019年的8.4:51.8:39.8调整为8.8:54.0:37.2，第二产业占主导地位且比重上升，但在传统产业转型升级压力下，其对经济增长的贡献率由2019年的72.3%下滑至2022年的67.3%，其中，工业对经济增长贡献率达45.9%，拉动地区生产总值增长2.5个百分点。2022年醴陵市固定资产投资增速由负转正，其中，工业投资和高新技术产业投资分别增长19.5%和109.4%，为固定投资增长的主要推动因素，但房地产市场行情持续下滑，2022年商品房销售面积及销售额分别下降28.1%和28.5%，房地产开发投资下降51.5%。2022年醴陵市社会消费品零售总额同比增长2.6%，高于株洲市平均水平0.2个百分点。

表2 2022年株洲市区县（市）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
醴陵市	875.7	5.4%	9.96	30.89	47.53
天元区	545.1	4.5%	11.31	42.54	34.79
攸县	477.78	4.6%	7.65	20.28	12.04
芦淞区	466.6	0.3%	15.00	4.49	-
石峰区	371.6	6.5%	16.85	5.72	1.08
荷塘区	284.4	5.3%	8.27	3.97	-
茶陵县	262.8	5.2%	5.40	10.08	23.38
渌口区	177.0	6.0%	6.79	10.99	28.02
炎陵县	101.5	3.8%	6.40	4.7	2.33
云龙示范区 ¹	-	-	-	12.17	33.87

注：1）渌口区人均 GDP=2022 年 GDP/第七次全国人口普查常住人口数据；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县（市）统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

表3 醴陵市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	875.7	5.4%	825.2	9.7%	737.6	3.9%
固定资产投资	-	5.5%	-	-6.1%	-	4.2%
社会消费品零售总额	293.2	2.6%	285.9	14.4%	249.8	-2%
进出口总额（亿元）	40.41	2.2%	39.55	24.9%	4.88	-4.9%
人均 GDP（万元）		9.96		9.37		8.33
人均 GDP/全国人均 GDP		116.18%		115.68%		115.06%

注：1）人均 GDP=地区生产总值/常住人口；2）2020 年进出口总额单位为亿美元；3）“-”为数据未公开披露。

资料来源：2020-2022 年醴陵市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：醴陵市拥有陶瓷、烟花爆竹、服装三大传统产业，玻璃、电子信息等新兴产业持续发展但尚未形成规模，产业集中度高且面临一定产业转型升级压力。醴陵市盛产陶瓷、花炮，为国内四大“花炮之乡”²之一，也是世界釉下五彩瓷原产地、中国“国瓷”“红官窑”所在地，2022 年醴陵市陶瓷产业入选湖南省第一批先进制造业集群；根据醴陵市人民政府网站披露的数据³显示，醴陵市电瓷占世界市场的 30%左右，日用瓷占世界市场的 14%左右。陶瓷、烟花爆竹两大传统支柱产业占工业产值的比重高达 73%，服饰产业集群产值已突破千亿。醴陵市产业代表企业有株洲旗滨集团股份有限公司、湖南升华科技有限公司、湖南华联瓷业股份有限公司、湖南省韶峰服饰有限公司等。2022 全市工业总产值增长 7.9%，工业增加值为 374.6 亿元，增长 5.5%；其中，陶瓷、鞭炮烟花两大传统支柱产业产值增速分别增长 5.1%和 14.9%。服装行业产值增长 14.9%，新兴产业中，玻璃行业产值增长 3.7%，汽配行业产值

¹ 株洲云龙示范区与株洲经开区实行“两块牌子、一套人马”合署办公，按副厅级架构运行，分别作为株洲市委、市政府的派出机构，行使市级行政管理权限。

² 花炮之乡，指的是湖南浏阳、醴陵和江西上栗、万载四地。

³ <http://www.liling.gov.cn/c1007/index.html>

增长 17.1%。但醴陵市以陶瓷、花炮为支柱的基本格局尚未改变，新兴产业还未形成规模，规模企业、产值过 10 亿的企业数量较少，工业投资增速持续放缓，或将一定程度上拖累当地的传统产业转型升级及新兴产业发展速度。

醴陵市计划将陶瓷产业打造成国家级产业集群，力争到 2025 年陶瓷产业实现集群规模超过 1,000 亿元，建设全国重要的陶瓷集散地和知名的陶瓷产业生态圈；服饰产业集群规模达到 1,500 亿元。近年来醴陵市陶瓷、花炮、服饰等传统产业向着自动化智能化方向升级，且玻璃、电子信息、汽配等新兴产业也有所发展。

发展规划及机遇：作为株洲市“东进发展”空间战略及“株醴都市圈”相关规划的主要载体，醴陵市未来发展预计将持续得到较好支持。据株洲市“十四五”规划，株洲向北共建长江经济带、向东对接长三角一体化发展、向南承接粤港澳大湾区产业转移、向西密切成渝双城经济圈协作。株洲市“东进发展”空间战略中明确表示，将加快建设航空城、服饰城，布局发展一批特色产业小镇；布局建设株醴新城，加快推进株醴融城，支持醴陵做大做强，将醴陵打造成为株醴都市圈的“副城”。

财政及债务水平：近年醴陵市一般公共预算收入质量持续提升，但财政税收规模相较经济体量而言仍偏小，财政自给能力较弱，地方政府债务压力有所增加。由于传统产业占比较高、相关产业附加值偏低、税收贡献能力不强，醴陵市地方一般公共预算收入相对其经济体量而言偏小，财政自给率偏低。近三年醴陵市税收收入规模有所提高，税收收入占比不断提升，地方财力来源稳定性有所增强。政府性基金收入方面，受房地产景气度下行影响，国有土地使用权出让收入下滑导致政府性基金收入同比下滑 15.94%。地方政府债务方面，2022 年末，醴陵市地方政府债务余额达 141.62 亿元，同比增长 7.43%，地方政府债务压力有所加大。

表4 醴陵市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	30.89	30.50	30.07
税收收入占比	72.09%	63.94%	56.03%
财政自给率	36.41%	37.04%	38.78%
政府性基金收入	47.53	56.54	50.99
地方政府债务余额	141.62	131.82	130.89

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：醴陵市2020-2022年度财政决算公开情况，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为醴陵市重要的基础设施建设投融资主体，受醴陵市经开区管委会委托进行醴陵市经开区范围内的城市基础设施建设任务，基础设施建设业务区域竞争力较强

公司主要承担了醴陵市经开区范围内的城市基础设施建设业务，2022年公司营业收入同比增长 27.87%至18.26亿元，主要系大宗商品销售收入规模大幅提升。代建工程施工和大宗商品销售收入系公

司营业收入的主要来源，但毛利润主要由代建工程施工业务贡献。房屋租赁、房产销售等其他收入对公司收入形成一定补充，但收入规模不大，盈利能力较弱。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工收入	1.09	5.96%	12.50%	6.38	44.68%	12.41%
大宗商品销售收入	16.92	92.65%	0.11%	5.83	40.83%	0.18%
土地出让收入	0.00	0.00%	-	1.58	11.06%	-4.53%
房产销售收入	0.04	0.22%	-27.64%	0.22	1.54%	3.38%
房屋租赁收入	0.15	0.82%	-59.24%	0.12	0.84%	-51.91%
自来水经营收入	0.00	0.00%	-0	0.08	0.56%	5.47%
其他零星收入	0.03	0.17%	40.25%	0.02	0.14%	29.71%
主营业务小计	18.23	99.82%	0.37%	14.23	99.65%	4.81%
其他业务小计	0.03	0.18%	-161.86%	0.05	0.35%	68.61%
合计	18.26	100.00%	0.07%	14.28	100.00%	5.04%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建工程施工业务

2022年受项目结算规模较小影响，公司代建工程施工收入大幅下滑，在建项目投资规模较大，业务持续性强，但项目回款有所滞后，且较大规模的自营项目所需建设资金主要依赖自筹，存在较大的资金压力

公司是醴陵经开区范围内基础设施建设重要主体。基础设施建设项目方面，醴陵经开区管委会指定公司对醴陵经开区范围内的城市基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，指定评审中心对代建项目投资额进行评审，支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照投资总额的一定比例确认项目收益。公司按照施工进度节点与经开区管委会进行结算，依据经开区管委会出具的收入确认函确认基础设施建设收入。公司与醴陵经开区管委会并未就回款时间进行约定，公司需先行垫付资金，经开区管委会付款进度受其资金安排的影响，回款时间存在一定不确定性。

2022年，公司基础设施代建收入大幅下滑，确认收入的工程施工项目仅为东富污水处理厂项目，毛利率较为稳定。截至2022年末，公司主要在的基础设施代建项目为陶子湖综合开发建设项目，代建项目规模较小。公司主要自营项目为中国陶瓷谷核心片区产业开发项目、电力电瓷电器产业开发项目、醴陵经开区横店产业园开发项目和东富化工产业园综合开发项目等。自营项目未来收益主要来源于厂房租售及相关配套收益，租售情况可能受未来招商引资及行情影响存在一定不确定性。

“16醴陵高新债”募投项目醴陵经济开发区标准化厂房建设项目已于2018年已完工，部分转入投资性房地产，已实现部分租赁收入，但受入驻园区企业数量及规模影响，未来出售出租标准厂房收入存在一定不确定性。截至2023年4月末，“20醴陵高新债”募投项目醴陵陶瓷绿色产业化试点项目已完成厂

房建设，正推进厂房供水供电绿色化等配套设施建设。“21醴陵01”募投项目醴陵电力电瓷产业园综合开发项目一期建设项目截至2022年末完成投资86.07%左右，项目仍在建设施工中，尚未开始运营，建设进度不及预期；截至2023年4月末，“21醴陵高新债01”募投项目醴陵市五彩陶瓷特色产业小镇瓷旅融合建设项目已完成建筑面积25.32万平方米，占总建筑面积28.13万平方米的90%，对已完工部分现已支付工程款7.28亿元，占总合同款的88%。但需注意的是，相关项目未来通过出售出租厂房、配套办公用房、物业管理、停车收入等实现相应收益，但后续能否按期实现预期收益存在一定的不确定性。

截至2022年末，公司主要在建、拟建项目计划总投资138.08亿元，已投资67.33亿元，尚需投资70.75亿元，在建自营项目规模较大，后续业务持续性较好，但未来收益实现存在不确定性，面临较大的资金压力。

表6 截至2022年12月31日公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资	代建/自营
陶子湖综合体开发建设项目	176,260.00	173,448.34	2,811.66	代建
代建项目合计	176,260.00	173,448.34	2,811.66	-
中国陶瓷谷核心区产业开发项目	665,330.00	356,690.03	308,639.97	自营
电力电瓷电器产业开发项目	169,951.00	88,103.40	81,847.60	自营
醴陵经开区横店产业园开发项目	62,900.00	19,917.20	42,982.80	自营
东富化工产业园综合开发项目	50,870.00	35,152.54	15,717.46	自营
自营项目合计	949,051.00	499,863.17	449,187.83	-
湖南醴陵湘赣多式联运国际物流港项目	255,500.00	0.00	255,500.00	-
拟建项目合计	255,500.00	0.00	255,500.00	-
合计	1,380,811.00	673,311.51	707,499.49	

注：其中电力电瓷电器产业开发项目包含“20醴陵高新债”募投项目醴陵陶瓷绿色产业化试点项目、“21醴陵01”募投项目醴陵电力电瓷产业园综合开发项目一期建设项目；中国陶瓷谷核心片区产业开发项目包含“21醴陵高新债01”募投项目醴陵市五彩陶瓷特色产业小镇瓷旅融合建设项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）大宗商品销售

2022年公司大宗商品销售收入规模大幅提升，但该业务盈利贡献能力很弱，上下游集中度很高

公司销售商品业务由子公司湖南新恒泰贸易发展有限公司（以下简称“恒泰贸易”）负责，主要为销售电解铜。经营方面，恒泰贸易根据下游客户订单情况整批或分批向上游供应商购买产品，与上游供应商、下游客户的结算方式均为先付款后交货，公司收到下游的货款后向上游采购。2022年集团贸易业务全部交由恒泰贸易负责，业务量有所回升，公司实现贸易业务收入16.92亿元，毛利率很低，对公司盈利贡献较弱。

表7 2022年公司销售商品前五大供应商和客户情况（单位：万元）

供应商	采购额（含税）	占总采购额比例
江西宸顺发金属材料有限公司	62,176.59	32.6%
济源市晨烨商贸有限公司	58,105.18	30.4%

江西翔林金属材料有限公司	47,875.60	25.0%
镇江豪西实业发展有限公司	14,823.25	7.8%
上海赣讯达国际贸易有限公司	8,005.77	4.2%
合计	190,986.39	100%
销售客户	销售额（含税）	占总销售额比例
上海秉悟贸易有限公司	68,510.49	40.5%
济源市耀德商贸有限公司	52,179.34	30.8%
新化融达商贸有限公司	16,538.75	9.8%
沈阳愉悦国际贸易有限公司	16,206.80	9.6%
济源市嘉尚商贸有限公司	15,708.71	9.3%
合计	169,144.09	100%

注：公司2022年采购额大于销售额主要系2022年12月份采购商品于2023年开始销售。
资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

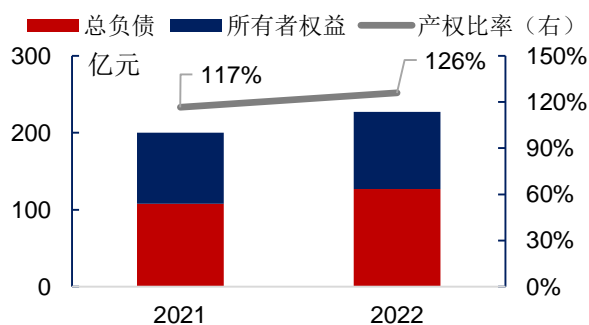
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增纳入合并范围的子公司1家，详见表1，截至2022年末纳入公司合并范围的子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，仍以项目建设成本、土地资产和应收款项为主，资产流动性受制于土地市场行情及当地政府的统筹安排，且仍有部分受限资产，整体资产流动性较弱

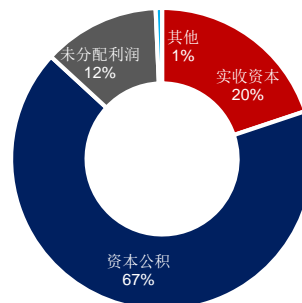
得益于政府无偿注入资本金，2022年公司所有者权益增加至100.64亿元，资本实力有所增强。2022年应付往来款增加，负债规模提升，综合影响下产权比率有所提升，所有者权益对负债的覆盖程度下滑。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要以存货（代建基础设施项目投入成本和土地使用权）和应收款项（醴陵经开区管委会代建项目款及与当地国有企业的往来款等）为主。截至2022年末公司存货主要包括开发成本46.47亿元和存量土地86.78亿元；其中，开发成本主要为公司项目投资额（受结算进度和政府结算安排影响，部分项目投资额尚未结算，计入存货开发成本）；土地使用权账面价值为86.78亿元，主要用途为工业用地、商业用地、城镇住宅用地等，其中用途为公共设施用地账面价值1.30亿元；用途为文体娱乐用地账面价值1.13亿；未办理权证土地账面价值14.34亿元，公司土地资产价值易受政府城市规划及土地一级市场影响，且近年房地产市场行情下行影响，集中变现难度增加。2022年末，公司已抵押的存货账面价值为22.53亿元，占存货比重为16.83%。2022年末，公司应收账款规模大幅增长，主要为应收醴陵经开区管委会代建基础设施工程项目款项16.41亿元，其中应收民企湖南瓷谷邦和房地产开发有限公司1.34亿元和醴陵市新瑞置业有限公司销售土地款0.88亿元，账龄1-2年，计提坏账比例低，存在一定的回收风险。公司其他应收款主要为与醴陵经开区管委会等政府部门及相关单位往来款等，账龄在4年以上占比为43.56%，对公司资金存在较大占用。公司应收款项回收风险不大，但回收时间受政府资金安排存在不确定性。

其他资产方面，截至2022年末，公司货币资金主要为银行存款和保证金，其中因保证金、质押存款而受限的货币资金为5.87亿元，占货币资金的38.98%。预付款项主要为预缴土地款，因征地拆迁尚未办理不动产权证。投资性房地产以房屋建筑物为主，均按成本法后续计量。2022年末公司已抵押的投资性房地产账面价值为5.40亿元，占投资性房地产比重为99.08%。

受限资产情况，截至2022年末，公司受限资产主要为存货、投资性房地产以及货币资金中的保证金及质押存款，受限资产规模合计54.05亿元，占总资产的23.77%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.06	6.62%	6.36	3.18%
应收账款	21.39	9.41%	19.16	9.56%
预付款项	12.37	5.44%	14.78	7.38%
其他应收款	36.57	16.08%	24.28	12.12%
存货	133.87	58.87%	124.89	62.35%
流动资产合计	220.07	96.78%	192.61	96.15%
投资性房地产	5.45	2.40%	5.59	2.79%
非流动资产合计	7.32	3.22%	7.71	3.85%
资产总计	227.39	100.00%	200.31	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司大宗商品销售收入及占比大幅提升，收入规模大幅增长，但贸易业务盈利能力很弱，

政府补助对公司利润形成很大支撑

2022年公司营业收入同比增长27.87%，主要系大宗商品销售收入大幅增长所致。2022年公司代建施工项目结算规模较少，工程施工收入同比大幅下滑82.92%。毛利率方面，受毛利率较低的大宗商品销售收入占比大幅提升影响，2022年公司综合毛利率大幅下滑至0.07%，盈利能力很弱。2022年公司收现比提升至1.00，业务回款情况较好，但工程代建施工业务回款情况受政府资金安排影响，回款时间存在一定的不确定性。

公司继续获得较大力度的外部支持，2022年获得政府补助5.30亿元，占当期利润总额的736.11%，政府补助仍是公司重要的利润来源。

表 9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	18.26	14.28
营业利润	0.79	1.58
其他收益	5.30	4.89
利润总额	0.72	1.50
销售毛利率	0.07%	5.04%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大且持续增长，后续项目建设资金仍需债务融资满足，各项偿债能力指标较弱，现存债务及后续债务的扩张使公司面临较大的债务压力

2022年公司总债务规模同比增长10.65%至95.91亿元，主要系新增规模较大的应付票据影响。公司总债务以银行借款、应付票据、应付债券和非标融资为主。总债务以长期债务为主，短期债务规模占比提升。截至2022年末，短期借款主要为质押和抵押+担保借款；应付票据主要系银行及商业承兑汇票和信用证；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款4.65亿元、应付债券5.30亿元和长期应付款8.80亿元；长期借款主要系保证+抵押借款13.70亿元、保证+抵押+质押借款7.97亿元和保证借款2.00亿元等；应付债券主要系公司发行的企业债、非公开项目收益债等，其中2022年公司新发行“22醴陵高新债”3.00亿元和“22醴陵高新债02”2.50亿元；长期应付款主要系非标融资款，主要系融资租赁款2.90亿元、信托融资款5.17亿元和其他非金融机构融资款1.24亿元。

经营性债务方面，2022年末，公司应付账款主要系应付的材料采购款、工程款和土地出让金等。其他应付款主要系往来款17.62亿元和保证金及押金2.14亿元等，其中2022年其他应付款大幅提升主要系新增较多往来款。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.05	1.61%	1.00	0.93%
应付账款	7.88	6.22%	5.98	5.55%
应付票据	9.05	7.14%	0.90	0.83%
其他应付款	19.77	15.60%	10.28	9.53%
一年内到期的非流动负债	18.75	14.79%	16.08	14.91%
流动负债合计	58.70	46.31%	34.96	32.42%
长期借款	24.21	19.10%	23.81	22.08%
应付债券	32.54	25.67%	32.54	30.17%
长期应付款（合计）	11.00	8.68%	16.22	15.04%
非流动负债合计	68.04	53.69%	72.88	67.58%
负债合计	126.75	100.00%	107.84	100.00%
总债务	95.91	75.67%	86.68	80.37%
其中：短期债务	29.85	23.55%	17.99	16.68%
长期债务	66.06	52.12%	68.69	63.69%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司2022年资产负债率有所提升，现金短期债务比和EBITDA保障倍数仍处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度和EBITDA对利息支出的保障程度仍较弱。公司债务规模较大，叠加项目建设存在一定的资金需求，存在一定的流动性缺口，资产及时变现能力较弱且部分回款受限于当地政府的统筹安排，现金类资产部分受限，截至2022年末公司尚无授信额度，整体来看，较大的债务规模及流动性缺口使公司面临较大的刚性债务压力。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	55.74%	53.84%
现金短期债务比	0.52	0.49
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.72

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面：公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《醴陵市高新技术产业发展集团有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开查询，公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面：根据公司提供的《醴陵市高新技术产业发展集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚情况的说明》及公开信息查询，近年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，2022年以来未曾出现董事长、董事及高级管理人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月17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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额0.80亿元，占期末净资产的比重为0.79%，担保对象为当地国有企业，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 12 截至 2022 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	担保方式	是否有反担保
醴陵市聚成农业开发有限公司	8,000.00	2030/12/19	保证	否
合计	8,000.00	--	-	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是株洲市醴陵市政府下属重要企业，醴陵市财政局持有公司90.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，醴陵市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与醴陵市政府的联系非常紧密。公司实际控制人为醴陵市财政局，公司基础设施建设业务及政府支持来自醴陵市政府部门及相关单位，醴陵市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，近年醴陵市政府对于公司的支持力度较大，2022年公司获得5.30亿元的政府补助，有效提升了公司的利润水平，展望未来，公司与醴陵市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对醴陵市政府非常重要。作为醴陵市重要的基础设施建设主体，公司在基建和片区开发上对醴陵市贡献很大，若公司债务违约会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

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有效提升了本期债券的信用水平

根据公司与三峡担保签订的《担保授信及追偿合同》，三峡担保对公司本期债券进行担保。根据三峡担保出具的《担保函》，三峡担保保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证责任期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表 13 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的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，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费

标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。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，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当时代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表 14 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18

净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，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，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

醴陵市地处“湘赣边区域合作示范区”的核心区，经济体量在株洲市内排名首位，作为株洲市“东进发展”空间战略及“株醴都市圈”相关规划的主要载体，醴陵市未来发展预计将持续得到较好支持，外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。公司作为醴陵市经开区范围内的基础设施建设及土地整理开发主体，在区域内业务竞争力较强且业务持续性较好，虽然在建项目建设对资金需求较大，公司债务规模较大且进一步攀升，资金及债务压力较大，但公司业务持续性较强，未来收入来源较有保障，作为醴陵市重要的基础设施建设主体，公司在业务、资本金方面将持续获得醴陵市政府较大力度的支持，且三峡担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平，整体来看公司的抗风险能力尚可。

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“21醴陵高新债01/21醴高01”的信用等级为 AAA。

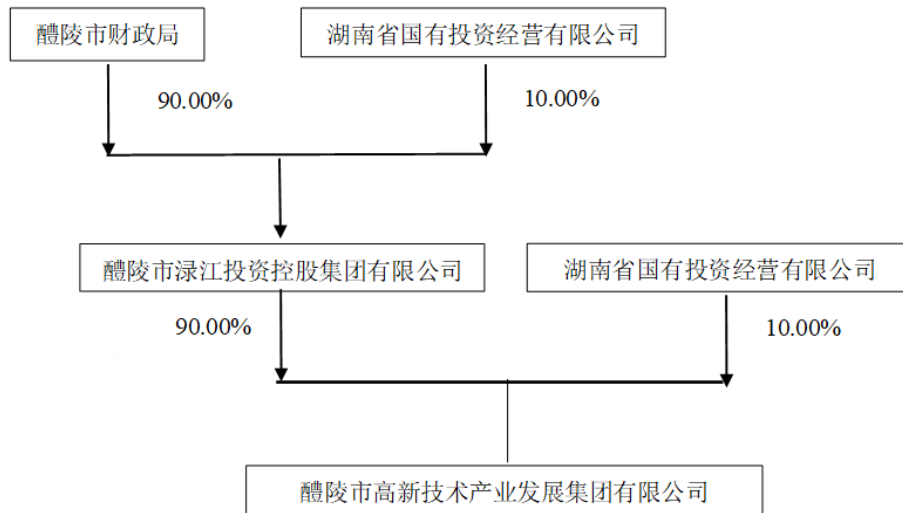
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	15.06	6.36	5.21
其他应收款（合计）	36.57	24.28	24.17
其他应收款	36.57	24.28	24.17
存货	133.87	124.89	111.35
流动资产合计	220.07	192.61	160.76
固定资产	0.27	0.29	0.23
在建工程	0.00	0.02	0.00
非流动资产合计	7.32	7.71	7.84
资产总计	227.39	200.31	168.60
短期借款	2.05	1.00	0.10
应付账款	7.88	5.98	8.31
应付票据及应付账款	16.93	6.88	9.31
其他应付款（合计）	19.77	10.28	3.32
其他应付款	19.77	10.28	2.44
一年内到期的非流动负债	18.75	16.08	20.28
流动负债合计	58.70	34.96	35.30
长期借款	24.21	23.81	26.63
应付债券	32.54	32.54	20.27
长期应付款	9.31	12.33	6.59
非流动负债合计	68.04	72.88	53.78
负债合计	126.75	107.84	89.08
其中：短期债务	29.85	17.99	21.37
总债务	95.91	86.68	70.98
所有者权益	100.64	92.47	79.52
营业收入	18.26	14.28	26.94
营业利润	0.79	1.58	1.66
其他收益	5.30	4.89	3.68
利润总额	0.72	1.50	1.59
经营活动产生的现金流量净额	6.58	-11.77	-25.41
投资活动产生的现金流量净额	1.97	-2.16	-2.59
筹资活动产生的现金流量净额	-4.64	15.17	29.02
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	0.07%	5.04%	2.86%
资产负债率	55.74%	53.84%	52.83%
短期债务/总债务	31.12%	20.75%	30.11%
现金短期债务比	0.52	0.49	0.25

EBITDA (亿元)	4.07	4.74	3.16
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.72	0.83

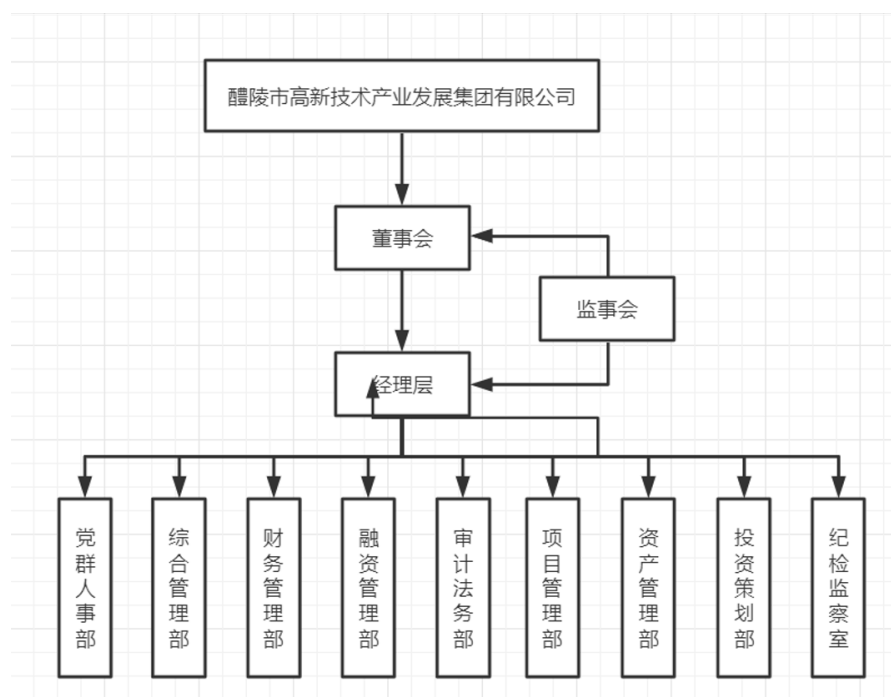
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
醴陵市滨城开发建设有限公司	2.00	100%	土地收储整理；基础设施建设；市政公共设施投资建设等
醴陵市高新技术产业投资经营管理有限公司	2.00	100%	园林绿化工程施工；基础设施、市政公共设施投资建设等
醴陵市高新技术基础设施投资建设有限公司	4.50	100%	基础设施的投资建设、管理及配套服务、城镇化建设等
湖南新恒泰贸易发展有限公司	1.00	100%	货物销售；房屋租赁；建筑劳务分包等
醴陵市新恒泰置业有限公司	1.00	100%	房地产开发、经营；物业管理等
湖南湘赣边内陆港有限公司	2.00	100%	装卸搬运和仓储
醴陵高新众微创新创业投资合伙企业（有限合伙）	1.00	99.90%	商业服务
深圳市涿江贸易发展有限公司	1.00	100.00%	科技推广和应用服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。