



# 2023年广东三水发展控股投资有限公司公司债券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：

# 2023年广东三水发展控股投资有限公司公司债券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
23 发展 01/ 23 三水发展债	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：佛山市三水区交通区位优势明显，制造业基础雄厚，整体经济实力较强，广东三水发展控股投资有限公司（以下简称“三水发展”或“公司”）作为三水区重要的基础设施建设主体，已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务多元运营体系，其中工程代建业务具有较好的持续性，且 2022 年以来公司获得佛山市三水区国有资产监督管理局（以下简称“三水区国资局”）在资金注入方面一定的支持。同时，中证鹏元也关注到，公司资产以项目建设投入、应收款项为主，整体资产流动性较弱，2022 年公司持续加大融资力度以满足项目建设资金需要，公司债务规模迅速攀升。

## 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，未来较长的一段时期内公司所处的良好区域环境及平台地位仍将维持，公司工程代建业务仍将保持较好的持续性，未来收入有保障。

## 评级日期

2023 年 06 月 28 日

## 联系方式

**项目负责人：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员：**任思博  
rensb@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	136.06	113.14	121.04
所有者权益	60.42	53.01	55.71
总债务	28.41	12.90	12.30
资产负债率	55.59%	53.14%	53.97%
现金短期债务比	2.42	74.39	2.03
营业收入	13.94	11.31	7.96
其他收益	0.04	0.04	0.05
利润总额	0.62	3.46	1.43
销售毛利率	16.75%	15.56%	18.80%
EBITDA	1.96	4.26	2.12
EBITDA 利息保障倍数	2.49	10.61	5.58
经营活动现金流净额	-13.41	5.53	-0.13

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **佛山市三水区交通区位优势明显，制造业发展较好，未来区域发展潜力较大。**三水地处珠三角区承东启西，全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，整体经济实力较强，2022 年地方政府经营收入规模有所下降；全区制造业基础雄厚，正努力建设成广佛极点重要节点。
- **公司业务仍较多元化，工程代建业务具有较好的可持续性。**作为三水区重要的基础设施建设主体，公司已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务运营体系，同时公司还经营租赁、烟酒销售、墓地服务等业务；截至 2022 年末，公司在建项目规模较大，未来工程代建收入较有保障。
- **公司在股权划转、财政补贴等方面继续获得一定的外部支持。**截至 2022 年末，三水区政府通过股权无偿划转、财政拨款等方式充实公司资本实力，累计形成资本公积 32.39 亿元。此外，2020 年至 2023 年 4 月末，三水区国资局以现金出资方式共增加公司实收资本 5.48 亿元，有力增强公司资本实力。

## 关注

- **公司资产仍以项目建设投入和应收款项为主，部分应收款项回收存在较大不确定性，整体资产流动性较弱。**公司资产中代建项目和房地产开发投入、土地开发成本及其他应收款为主，2022 年末上述资产合计占公司总资产的 59.47%，其中代建业务回款依赖于项目建设进度和政府资金安排，资金回笼时间可能存在不确定性。应收政府单位及相关国有企业款项对公司营运资金形成较大占用，其他应收款中应收佛山市三水区云东海街道经济发展有限公司的往来款 3.33 亿元已计提坏账准备，对营运资金形成较大占用。
- **公司总债务迅速攀升，各项偿债指标均有所弱化，未来预计会持续加大融资力度以满足项目建设资金需要。**公司总债务以银行借款和发行债券为主，随着公司项目建设投入的增加，2022 年末公司总债务规模大幅增长至 28.41 亿元，各项偿债指标有所弱化。同时公司项目回款较慢，2022 年经营活动净现金流大额净流出，预计持续的业务扩张将给公司带来一定的资金压力。

## 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	评分要素	评分	
区域状况	区域状况评分	6/7	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况
	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			0
个体信用状况				aa+
外部特殊支持				0
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 aa+，反映了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。

### 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	AA+/23 三水发展债/23 发展01	2022-9-7	邹火雄、汪永乐	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy ffmx 2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评级方法和模型 (cspy ffmx 2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
23 发展 01/23 三水发展债	5.00	5.00	2022-9-7	2030-3-3

## 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2023年2月28日发行7年期5.00亿元公司债券，募集资金计划3亿元用于佛山市三水区绿色工业服务项目和佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目。截至2023年5月31日，“23发展01/23三水发展债”（以下简称“本期债券”）募集资金专项账户余额为162.35万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东和实际控制人仍为三水区国资局，持股比例为100.00%。截至2023年6月8日，公司注册资本、实收资本均为98,979万元。

公司仍是三水区重要的基础设施建设主体，主要从事三水区工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工等业务。2022年，公司合并报表范围新增4家子公司，无减少子公司，截至2022年末，公司纳入合并范围一级子公司共17家，详见附录四。

**表1 2022年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
瀚蓝（佛山三水）生物环保技术有限公司	51.00%	1.02	并购
佛山市三水淼港贸易有限公司	100.00%	0.10	股权转让
佛山市三水国致物流有限公司	100.00%	0.10	股权转让
佛山市三水国闰报关服务有限公司	100.00%	0.02	股权转让

资料来源：公司2022年审计报告，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。

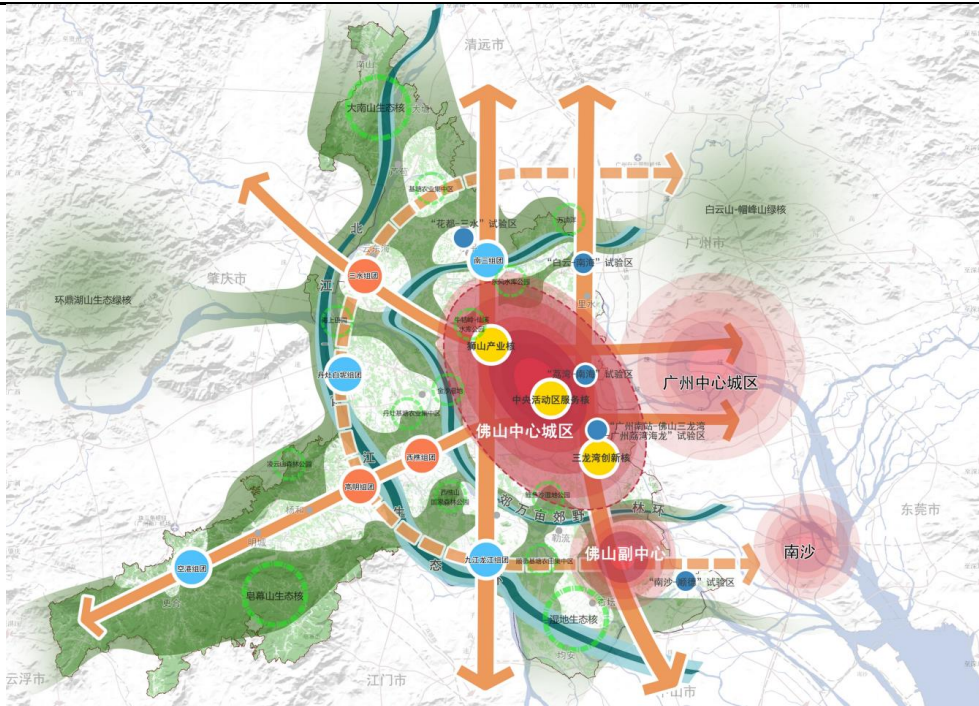
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面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

**佛山市为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前；在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑**

**区位特征：佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市。**佛山市系广东省下辖地级市，地处广东省中部、珠三角腹地，毗邻深港澳、东接广州市、南邻中山市，是我国国家历史文化名城、重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一。佛山市现辖禅城区、南海区、顺德区、高明区和三水区，全市总面积3,797.72平方公里。截至2022年末，佛山市常住人口为955.23万人，常住人口城镇化率达95.22%，显著高于全省平均水平。佛山市地理位置优越，交通运输便利，截至2022年末，佛山市现有4C级佛山沙堤机场，规划建设4F级珠三角枢纽（广州新）机场，将与广州白云机场共同形成国际航空枢纽；已建成国家铁路5条、城际铁路2条，在建及近期拟建国家铁路6条（段）、城际铁路3条；境内拥有通航河流78条，通航里程1,075公里，建成高速公路通车里程560公里，与大湾区各城市之间基本实现2小时内通达。



**图1 佛山市域空间结构规划图**


资料来源：《佛山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

**经济发展水平：**佛山市经济发展处于国内较高水平，民营经济活跃，对外经济发展势头较好，**2022年经济总量（GDP）在广东省21个地级市中排名第3位**。依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，于2019年成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市，2022年全市人均GDP为全国人均GDP的1.55倍，经济发展处于国内较高水平。近年佛山市经济增速波动较大，2022年GDP增速低于全国水平，第二、三产业增速分别放缓至2.8%和1.0%，三次产业结构比为1.7:56.2:42.1，第二产业占比较2021年增长0.2个百分点，主导地位有所增强。近年佛山市固定资产投资同比增速波动较大，其中2020年增速较小，在工业投资带动下2021年投资增速快速恢复，2022年受房地产投资增速拖累影响增速为负。佛山民营经济活跃，2016-2020年期间全市市场主体数量年均增长14.27%，2022年佛山市共有8家企业入选中国民营企业500强，民间投资占固定资产投资规模的比重达72.1%。受益于良好的制造业基础，近年来佛山市对外经济保持良好发展态势，受出口增长强劲带动，2022年佛山市外贸进出口总额增速在珠三角九个地级市中排名第一。

**表2 2022年广东省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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
深圳市	32,387.68	3.3%	183,274	4,012.3	1,025.78
广州市	28,839.00	1.0%	153,625	1,854.7	1,629.2
<b>佛山市</b>	<b>12,698.39</b>	<b>2.1%</b>	<b>132,935</b>	<b>796.94</b>	<b>557.12</b>
湛江市	3,712.56	1.2%	52,787	146.89	76.75
汕头市	3,017.44	1.0%	54,504	127.96	52.5
梅州市	1,318.21	0.5%	34,085	83.96	22.78

云浮市	1,162.43	2.1%	48,538	100.41	20.02
-----	----------	------	--------	--------	-------

注：（1）“-”表示数据未公开披露；（2）佛山市人均 GDP 按其 2022 年末常住人口计算，其他各市人均 GDP 按 2021 年年末常住人口计算。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告和政府官网等，中证鹏元整理

**表3 佛山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）	12,698.39	2.1%	12,156.54	8.3%	10,816.47	1.6%
固定资产投资	-	-3.6%	-	7.6%	-	0.8%
社会消费品零售总额	3,593.57	1.0%	3,556.66	8.1%	3,289.09	-10.8%
进出口总额	6,637.8	7.7%	6,160.7	21.7%	5,060.3	4.8%
人均 GDP（元）	132,935.42		126,465		113,871	
人均 GDP/全国人均 GDP	155.12%		156.18%		157.18%	

注：“-”表示未获取该数据，2021 年和 2022 年人均 GDP 系根据当年末常住人口数据计算，2020 年人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：佛山市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：佛山制造业基础雄厚、门类齐全，已形成十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显，近年持续推动制造业数字化升级转型。**佛山市拥有国家级特色产业基地26个，各主要行业的本地产业配套率高达90%以上，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群、佛莞泛家居集群成为国家先进制造业集群，工业规模居全国第6、全省第2，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业门类齐全，依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团股份有限公司（股票代码：000333）、中国联塑集团控股有限公司（股票代码：2128.HK）、佛山市海天调味食品股份有限公司（股票代码：603288）等重点企业，2022年上市公司数量新增9家至79家，有90家企业入选广东制造业500强，数量居全省第一。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2022年佛山市全年全部工业增加值增速为2.7%，其中先进制造业增加值增长3.1%，占规模以上工业增加值的比重为50.6%，比上年提高1.2个百分点，优势传统工业增加值增长0.4%，其中服装业、建筑材料业和金属制品业增加值有所下降。2022年，佛山市持续推进制造业数字化智能化转型，朗华工业供应链智慧科技园、海天绿色之路产业智造示范基地等40个重大项目开工建设，436个省、市重点项目完成年度投资计划的140%，项目投资增长11.8%。

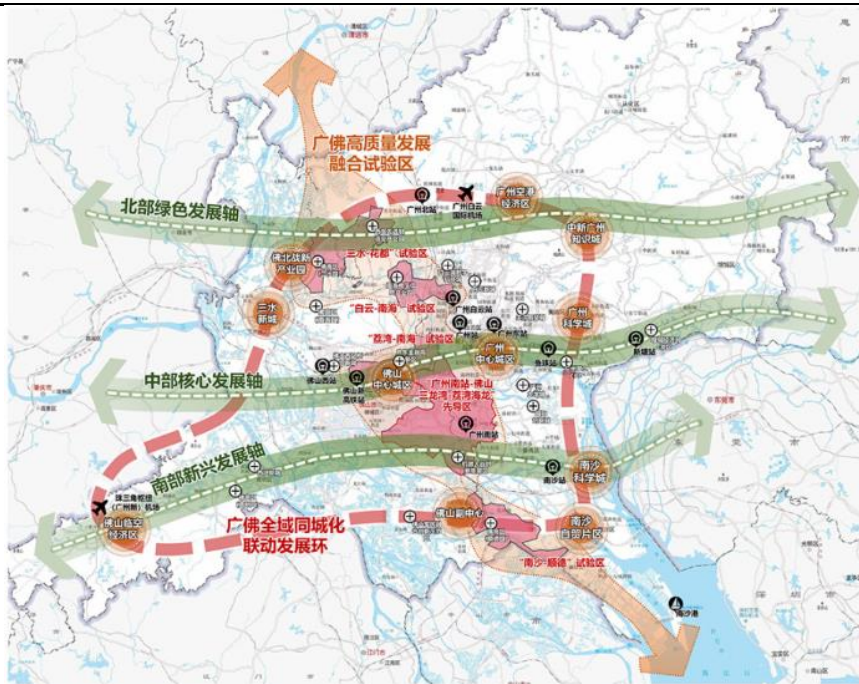
**发展规划及机遇：**在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”<sup>1</sup>建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”<sup>2</sup>区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州市为粤港澳大

<sup>1</sup> “双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

<sup>2</sup> “一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳市等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据广州市人民政府办公厅、佛山市人民政府办公室于 2022 年 8 月共同印发的《广佛全域同城化“十四五”发展规划》，广州市及佛山市拟打造“一区、三轴、一环”<sup>3</sup>的空间格局，通过共建互联互通的基础设施网络、资源共享的创新驱动发展、协同互补的现代产业体系、绿色低碳生态环境、共享优质均衡普惠的公共服务等措施，到 2025 年初步形成高品质现代化国际化都会区，推动广佛地区生产总值增长到 5 万亿元左右，实现广佛中心城区半小时通达、全域 1 小时通达、3 小时联通泛珠三角城市，并于 2035 年基本实现广佛全域同城化。上述发展规划的推出及落实，有望推动广佛全域同城高质量发展，提升区域发展能级及核心竞争力。

图 2 广佛区域“一区、三轴、一环”的空间格局



资料来源：广佛全域同城化“十四五”发展规划

**财政及债务水平：**佛山市财政实力较强、财政自给能力较好，但 2022 年一般公共预算收入规模有所下降。2020-2021 年佛山市一般公共预算收入持续增长，受留抵退税因素影响，2022 年佛山市一般公共预算收入规模较上年小幅减少，扣除留抵退税因素后的同口径增幅为 2.32%，同年地方一般公共预算支出同比下降 3.96%，财政自给率小幅上升。受房地产市场景气度低迷影响，佛山市 2022 年政府性基金收入下降幅度较大。区域债务方面，2021 年佛山市地方政府债务限额为 2,155.48 亿元，2022 年新增专项债券限额 432 亿元，截至 2022 年末，全市地方政府债务余额为 2,277.81 亿元，较 2021 年末大幅增长，但整体债务压力不大。

<sup>3</sup> 即南北向的广佛全域同城化引领区、东西向的广佛全域同城化发展轴（包括中部核心发展轴、南部新兴发展轴、北部绿色发展轴）、广佛全域同城化联动发展环。



**表4 佛山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	796.94	808.12	753.29
税收收入占比	56.29%	67.51%	67.82%
财政自给率	78.04%	76.00%	75.11%
政府性基金收入	557.12	1,163.50	1,125.38
地方政府债务余额	2,277.81	1,856.58	1,526.77

注：地方一般公共预算收入为扣除留抵退税因素后的同口径增幅；财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；“-”表示数据未披露。

资料来源：佛山市 2020 年预算草案、2020 年及 2022 年佛山市本级政府预算公开、2023 年佛山市本级政府预算公开，佛山市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**三水区承东启西，全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，整体经济实力较强，2022年地方政府经营收入规模有所下降；全区制造业基础雄厚，正努力建设成广佛极点重要节点，未来区域发展潜力较大**

**区位优势：**三水区承东启西，交通区位优势明显，全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设。三水区是佛山市市辖区，位于广东省中部、佛山市西北部。三水区地处珠三角通往粤西、粤西北和我国大西南地区的咽喉要冲，毗邻珠三角大中城市群及港澳地区，距广州市30公里。三水区总面积827.71平方千米，下辖西南、云东海2个街道和白坭、乐平、芦苞、大塘、南山5个镇，借力“中心环线”、佛山轨道4号线等重大交通建设，三水区正在大力构建三水新城、北江新区、西南老城“一环三区”强中心格局。2022年末，三水区全区常住人口87.80万人，较2010年末的62.26万人有明显增加，人口呈净流入状态，全区常住人口城镇化率为74.87%。

三水区交通便利，拥有三水港、西南口岸2个货运进出口码头，并有广茂、广珠铁路，贵广（南广）高速铁路、广佛肇城际轨道，肇花（珠外环）、西二环、二广（广三、广贺）、广昆（广肇）、广明、广佛肇高速公路，佛清从（在建）高速公路，G321、G324国道及S118、S269等省道过境，形成“四铁七高、四纵十三横”交通网络基础。抓住粤港澳大湾区建设和交通强国广东试点建设的机遇，三水区将全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，以“东联西拓北延”为方向，着力打造“七铁十一高、六纵十八横一环”现代化交通网络，推动与禅（城）桂（城）以及广州市、肇庆市、清远市等周边市区的路网对接，形成大湾区“公、铁、水”联运的综合铁路货运枢纽，向东拉近与广州市、深圳市的时空距离和心理距离，全方位接受大湾区中心城市辐射，向西分享中心城市强大集聚效应的红利，借势吸引大西南资源集聚。

**图3 三水区区位图**


资料来源：百度地图，中证鹏元整理

**经济发展水平：**近年三水区地区生产总值保持增长，经济实力较强，2022年固定资产投资受房地产市场低迷影响大幅下降，导致2022年全区经济增速放缓。近年三水区地区生产总值（GDP）保持增长，2022年全区经济体量在佛山市五区中靠后，但整体经济实力较强，位列“2022年度全国综合实力百强区”榜单第32名，GDP同比增速与佛山市增速水平持平。2022年受房地产市场低迷影响，房地产开发投资下降52.4%，致使三水区固定资产投资较上年下降14.9%。2020-2022年，三水区社会消费品零售总额受宏观环境影响而有所波动，其中2022年较上年略有下降。此外，2020-2022年三水区进出口总额增速水平波动较大，但整体保持增长趋势，其中出口占比78.52%。近年三水区人均GDP持续增长，2022年人均GDP为全国人均GDP的2.04倍，经济发展水平较高。

**表5 2022年佛山市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
顺德区	4,166.39	0.8%	12.96	265.65	202.76
南海区	3,730.59	2.2%	10.17	258.41	183.85
禅城区	2,283.81	3.1%	17.09	114.02	98.05
<b>三水区</b>	<b>1,472.34</b>	<b>2.1%</b>	<b>17.45</b>	<b>69.25</b>	<b>26.34</b>
高明区	1,045.18	3.5%	22.09	44.06	21.23

注：顺德区、南海区人均 GDP 以其 2022 年末常住人口计算，其他区人均 GDP 数据来源于 2022 年国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：各区 2021 年经济运行简况和财政预决算报告、各区 2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**表6 三水区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）	1,472.34	2.1%	1,405.19	8.6%	1,251.13	0.3%
固定资产投资	-	-14.9%	-	5.7%	-	-22.4%
社会消费品零售总额	226.15	-0.7%	227.65	5.6%	215.51	-13.2%
进出口总额	373.9	5.8%	352.1	27.9%	275.6	9.1%
人均 GDP（万元）		17.45		17.37		15.58
人均 GDP/全国人均 GDP		203.62%		214.51%		215.01%

注：2020 年人均 GDP 以三水区第七次全国人口普查统计的常住人口计算。

资料来源：佛山市三水区 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：三水区制造业基础雄厚，已形成高端装备制造、泛家居、电子信息、食品饮料四大主导产业集群和生物医药、新材料两大新兴产业集群。**三水区经济结构以第二产业为主，2022 年三次产业结构比重为 3.10:72.58:24.32。三水区规模以上工业企业超 1,000 家，2022 年规模以上工业增加值 900.53 亿元，同比增长 3.4%。近年三水区不断加大招商引资力度，2022 年三水区招商引资额超 700 亿元，聚力打造“4+2”（高端装备制造、泛家居、电子信息、食品饮料四大主导产业集群，生物医药、新材料两大新兴产业集群）。高端装备制造方面，三水区以佛高区三水产业园为主阵地，大力引进骨干企业和上下游配套企业，培育了台一精工、盈捷精密、金银河（股票代码：300619.SZ）、星星制冷、恒力泰等优质企业。泛家居方面，三水区现有海尔滚筒洗衣机、日丰企业、箭牌家居（001322.SZ）、恒洁卫浴等优质企业，依托轻工纺织、智能家电等优势产业，推进三水区泛家居产业集群向“制造+服务”、“个性化定制”、“工程总承包商”等方向拓展。电子信息方面，三水区拥有盛路通信（股票代码：002446.SZ）、粤海信通讯等重点企业，依托佛高区云东海电子信息产业园、北江科技创新园等新一代电子信息产业载体建设，加快引进半导体、汽车电子、传感器等项目，配套支撑智能家电、汽车、高端装备制造等产业发展。食品饮料方面，引入百威、红牛、健力宝、可口可乐、嘉士伯重啤等 100 多家饮料食品企业，完善以“大健康”为主题食品饮料产业链，助推中国（三水）国际水都饮料食品基地扩容提质。生物医药方面，以佛北站新产业园为抓手，引入广东医谷·云东海生命科学院、朗华工业供应链智慧科技园等超百亿项目，大力发展生物医药新兴产业。新材料产业方面，聚焦先进金属材料、电子新材料及电子化学品、新能源材料等赛道，引入广东宁德邦普一体化新材料产业项目、星源材质（佛山）新材料科技有限公司等项目。

**发展规划及机遇：**根据《佛山市三水区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，三水区将坚持“东联西拓北延”，增强三水区承东启西的区位优势，努力建设成广佛极点重要节点。三水区将加快培育超 3,000 亿元装备制造、超 2,000 亿元泛家居、超 1,000 亿元食品饮料、超 1,000 亿元电子信息四大产业集群，构建具有三水特色的制造业高质量发展生产体系。

**财政及债务水平：**2020-2022 年三水区一般公共预算收入有所波动，政府性基金收入受土地出让规模影响较大，地方政府债务余额持续扩张。2020-2022 年三水区一般公共预算收入有所波动，其中 2022 年受宏观经济低迷及实施留抵退税政策影响，一般公共预算收入同比下降 3.2%；税收收入主要由增值税、企业所得税、土地增值税及契税构成，受增值税和企业所得税规模下降影响，近年三水区税收收入占比



持续下降。近年三水区财政自给率维持在88%左右，财政自给能力尚可。此外，受房地产市场低迷影响，2020-2022年三水区政府性基金收入随土地出让收入规模降低而持续下降。区域债务方面，2020-2022年末地方政府债务余额持续增长，地方政府经营收入对债务的覆盖能力有所减弱。

**表7 三水区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022	2021年	2020年
一般公共预算收入	69.25	71.52	67.72
税收收入占比	56.64%	69.21%	73.51%
财政自给率	87.60%	87.57%	89.15%
政府性基金收入	26.34	49.86	61.73
地方政府债务余额	195.60	177.71	172.67

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：2020-2021年政府决算报告及2022年政府预算报告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍为三水区重要的基础设施建设主体，主要负责三水区范围内交通和水利基础设施建设项目建设及三水区范围内公共排水设施养护，区域专营性较强，同时公司还开展生猪销售及屠宰加工、租赁、烟酒销售等市场化业务，呈现多元化业务运营模式

公司是三水区重要的基础设施建设主体，主要负责工程代建、公共排水设施养护、生猪销售及屠宰加工等业务，同时公司还经营租赁、烟酒销售、墓地服务等业务。2022年公司营业收入增长至13.94亿元，其中工程代建和生猪销售及屠宰加工系公司营业收入的主要来源，毛利润主要由工程代建、公共排水设施管养及租赁业务贡献。

**表8 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
工程代建	5.72	41.01%	14.58%	4.08	36.10%	16.88%
生猪销售及屠宰加工	3.93	28.20%	3.23%	5.07	44.85%	1.56%
公共排水设施管养	0.57	4.06%	58.40%	0.08	0.71%	87.01%
租赁业务	0.39	2.76%	94.58%	0.41	3.60%	97.01%
烟酒销售	0.25	1.76%	15.37%	0.24	2.15%	17.12%
墓地业务	0.15	1.09%	79.13%	0.13	1.14%	67.68%
BOT项目建造收入	1.22	8.73%	0.00%	-	-	-
其他	1.73	12.38%	30.20%	1.30	11.45%	30.74%
<b>合计</b>	<b>13.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.75%</b>	<b>11.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.56%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）工程代建业务

公司仍承担三水区交通和水利等基础设施建设项目，2022年公司工程代建收入有所增长，主要在建的代建项目投资规模较大，业务可持续性较好，但所需资金规模较大，面临较大资金压力

公司工程代建业务主要由公司二级子公司佛山市三水区交通建设投资有限公司（以下简称“三水交建”）和佛山市三水区水利投资建设有限公司（以下简称“三水水利”）负责。公司工程代建项目为来自于三水区人民政府、佛山市三水区南山镇人民政府、佛山市三水云东海新城开发投资有限公司等三水区镇街政府或其下属公司委托的交通和水利基础设施建设项目。具体模式为：三水交建与三水区人民政府于2016年1月签署了框架协议《佛山市三水区交通建设投资有限公司基础设施建设项目建设管理-移交协议书》，对于三水区人民政府委托的工程代建项目，三水交建于每年年末根据三水区政府工程验收进度确认代建成本及收入，收入按照实际支出成本加成管理服务费确认，其中管理服务费按建设成本（包括结算总价、管理成本、融资成本等费用）的15%计取；对于镇街政府或其下属公司委托代建的项目，三水交建或三水水利与委托方签订相关项目协议，委托方按照协议约定支付代建成本和管理费，该类项目无固定的代建管理费率。

2022年公司工程代建业务收入有所增长，主要来源于虹岭路西延线工程、永大线工程、兴云路工程等项目。截至2022年末，公司主要在建、拟建的代建项目包括塘西三期工程、三水区荷园路工程等，计划总投资合计25.46亿元，累计已完成投资13.68亿元，上述项目尚需投资11.78亿元，业务可持续性较好。此外，公司还负责建设佛山市三水区绿色工业服务项目、佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目（即本期债券募投项目）等项目建设和运营，上述两个项目计划投资额分别为4.62亿元、2.30亿元，截至2022年末已投入0.59亿元、0.32亿元，合计还需投入6.01亿元，整体来看，公司未来或将面临较大的资金压力。

**表9 截至 2022 年末公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资
塘西三期工程	7.99	7.85
三水区荷园路工程	5.18	0.29
兴云路工程	4.99	3.22
油金桥扩建工程	2.95	1.39
三水区油金大桥扩建工程南支线工程	1.26	0.09
文锋西路改造工程	1.04	0.54
三水区环站北路道路工程	0.85	0.00
三水区北江大道南延线工程	0.59	0.05
三水区广三南路连线工程	0.41	0.25
三水区沙头大道东西连通道路工程	0.20	0.00
<b>合计</b>	<b>25.46</b>	<b>13.68</b>

资料来源：公司提供

## （二）公共排水设施管养业务

**公司2021年新增公共排水设施管养业务，2022年业务收入大幅增长，盈利能力相对较强，对毛利润贡献加大**

公司公共排水设施管养业务主要由子公司佛山市三水区淼通排水工程有限公司（以下简称“淼通公司”）负责。根据三水区政府2020年7月公布的《佛山市人民政府关于推进排水设施建设管理体制改革的实施意见》（佛府【2020】1号）等文件指示，三水区政府授权委托淼通公司负责全区排水设施建设、运营和管养，淼通公司与各镇政府、街道办签订委托管理协议，明晰各方权责，对全区排水设施实施统一规划、统筹建设、统一运行维护。公共排水设施管养业务的主要业务模式为通过建设、升级、管理、维护三水区城市排水设施向区政府获取5.5万元/公里的管养费。随着淼通公司受区政府指示承担更多城市排水设施管理责任，公共排水设施管养业务收入大幅上升，2022年公司实现公共排水设施管养费收入5,658.29万元，毛利率水平下降至58.40%。

### （三）BOT项目建造业务

**公司2022年新增三水区环保项目BOT业务，业务领域进一步多元化拓展**

公司BOT项目建造业务由2022年以增资扩股方式获得51.00%股权的子公司瀚蓝（佛山三水）生物环保科技有限公司（以下简称“瀚蓝三水公司”，曾用名：成功环保工程（佛山）有限公司）负责。BOT项目建造业务为投资、建设佛山市三水绿色环保项目。

2009年2月6日，原佛山市三水区建设局与瀚蓝三水公司签订《佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目特许权协议》，特许授权瀚蓝三水公司投资、建设、运营与维护佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目并收取垃圾处理费的权利，佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目现处于正常运营状态。2019年8月15日，由于政府机构改革，佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目监管职能由佛山市三水区建设局变更为佛山市三水区城市管理和综合执法局（以下简称“三水区城管局”）。

根据三水区政府要求，佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目将通过工艺提升将垃圾处理方式由填埋变更为焚烧发电，对三水区白泥坑垃圾卫生填埋场进行生活垃圾资源化提质改造，故实施佛山市三水绿色环保项目。根据《佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目特许权协议补充协议（二）》，佛山市三水绿色环保项目建设期为2年，特许经营期限至2052年12月31日，特许经营期届满之日，瀚蓝三水公司将该项目无偿完好移交给三水区城管局。截至2022年末，该项目累计已投资约17,322万元。瀚蓝三水公司作为主要责任人按照合同履行进度平价转结确认建造服务收入，2022年公司实现BOT项目建造收入1.22亿元。

### （四）生猪销售及屠宰加工等业务

公司生猪销售及屠宰加工业务收入规模有所下降，烟酒销售、租金业务等对公司收入形成一定补充，租赁业务毛利率持续较高，对毛利润贡献较大

生猪销售及屠宰加工业务由子公司佛山市三水区国宏肉类加工有限公司（以下简称“三水国宏”）负责。2020年6月前，子公司三水国宏主要负责三水区生猪集中屠宰，并以屠宰量确认屠宰加工服务收入。2020年6月，三水国宏应《佛山市深化屠宰行业改革优化生猪定点屠宰厂（场）设施方案的通知》要求，实行“屠宰制”改革，自此实行生猪采购、屠宰、冷链配送的采屠销一体化的经营模式，即三水国宏在生猪供应商处采购生猪，并聘请劳务公司进行屠宰，然后销售给下游客户。2022年公司生猪销售及屠宰加工业务营业收入有所下降，毛利率仍处于较低水平。

烟酒销售业务主要由子公司佛山市三水区金叶发展有限公司（以下简称“三水金叶”）运营，其主要从事卷烟酒类零售，即通过设立烟酒专卖店销售香烟、酒类获取销售收入。公司租金业务由公司本部及子公司佛山市三水区宏升基础设施投资有限公司、三水金叶、佛山市三水区宏益资产管理有限公司（以下简称“宏益资产”）、佛山市三水区国杰物资有限公司（以下简称“国杰物资”）等负责运营，主要业务模式为通过出租商铺、写字楼、土地、厂房等资产，向承租人获取租金收入。2022年，公司烟酒销售收入和租金收入与上年持平，对公司营业收入形成一定补充，且租赁业务毛利率持续较高，对毛利润贡献较大。

**作为三水区重要的基础设施建设主体，2022年以来公司在资本注入方面持续获得来自三水区政府的支持**

作为三水区重要的基础设施建设主体，公司继续获得一定的外部支持，2022年至2023年6月8日，三水区国资局对公司多次增加，以现金出资方式合计增加公司实收资本5.42亿元，有力增强公司资本实力。

## 六、财务分析

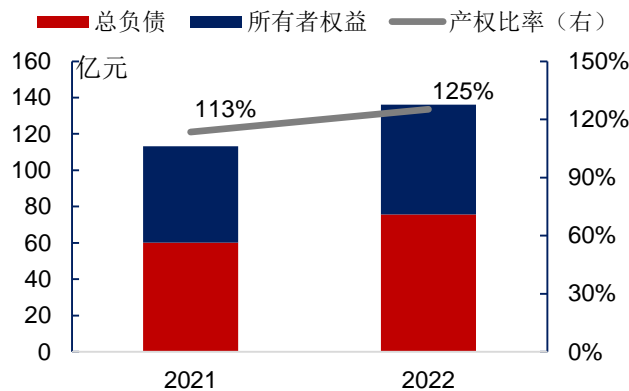
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增4家子公司，无减少，变化情况详见表1。

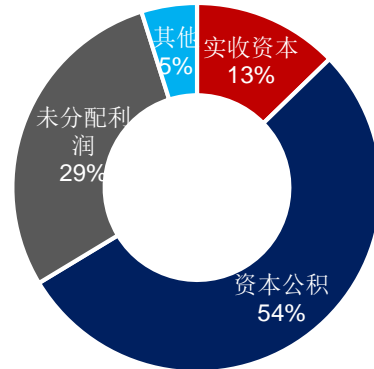
### 资本实力与资产质量

**2022年公司资产规模有所增长，资产以代建项目和房地产开发项目建设投入、土地资产及应收款项为主，部分应收款项回收存在较大不确定性，整体资产流动性较弱**

受益于股东资金注入，2022年末公司所有者权益有所增长；2022年末公司总负债规模亦有所增长。综合来看，2022年末公司产权比率增长至125.20%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为政府注入股权和资金形成的资本公积、未分配利润和实收资本。

**图 4 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

**图 5 2022 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

受益于股东注入资本金和建设投入的增加，2022年末公司资产规模增长至136.06亿元。公司资产中存货占较大比重，主要由合同履约成本（账面价值45.68亿元）和开发成本（账面价值14.08亿元）构成。其中，合同履约成本主要为公司工程代建业务塘西三期工程、虹岭路西延线工程等在建项目和由佛山市三水区淼城建设投资有限公司（以下简称“淼城投资”）负责的保利淼景苑、保利淼景花园房地产开发项目的建设开发支出；开发成本主要为公司早期接受三水区人民政府委托进行的健力宝塑料厂、三水区西南街道江边仓片区土地一级开发成本以及淼城公司以“招拍挂”方式获得的账面价值7.08亿元普通商品住房用地。根据三水区土地储备中心、佛山市三水区南山镇人民政府（以下简称“南山镇政府”）分别与公司子公司签订的收回国有土地使用权补偿协议书，2020-2021年三水区土地储备中心和南山镇政府以15.95亿元的价格有偿收回公司存货中8宗账面价值为11.76亿元的土地使用权，截至2022年末公司收到来自佛山市三水区财政局的土地补偿款5.17亿元。其他应收款主要为应收三水区土地储备中心土地补偿款和政府单位及国有企业往来款，2022年末应收佛山市三水区云东海街道经济发展有限公司<sup>4</sup>的往来款3.33亿元已全额计提坏账准备，对营运资金形成较大占用。

其他资产构成方面，2022年末公司货币资金与上年基本持平。2022年末公司在建工程账面价值大幅上升，主要系交通综合枢纽站建设工程、西南电子通信智造产业项目、佛山市三水区绿色工业服务项目、佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目等项目建设投入大幅增加。其他非流动金融资产主要为对佛山农村商业银行股份有限公司、佛山广三高速公路有限公司等的投资。截至2022年末，公司投资性房地产账面价值上升至9.44亿元，由账面价值为7.85亿元的房屋及建筑物和账面价值为1.58亿元的土地使用权构成，主要为可供出租的厂房、商铺、住宅等资产，其中账面价值为1.03亿元的资产未办

<sup>4</sup> 佛山市三水区云东海街道经济发展有限公司控股股东为佛山市三水区云东海街道国有资产管理办公室，持股比例为100.00%。



妥权证。

受限资产方面，2022年末公司受限资产合计0.47亿元，占期末总资产的比重为0.35%；其中货币资金中0.32亿元因用作履约保证金而使用受限，另有存货中保利森景苑楼盘项目在预售阶段因向购房人就个人房屋抵押贷款提供连带责任保证担保而形成账面价值0.15亿元的受限资产，公司整体受限资产规模较小。

**表10 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	10.31	7.58%	10.38	9.17%
其他应收款	20.90	15.36%	19.43	17.17%
存货	60.01	44.11%	54.91	48.54%
<b>流动资产合计</b>	<b>94.93</b>	<b>69.77%</b>	<b>85.62</b>	<b>75.68%</b>
在建工程	8.90	6.54%	1.43	1.27%
其他非流动金融资产	5.79	4.26%	4.97	4.40%
投资性房地产	9.44	6.93%	8.13	7.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>41.13</b>	<b>30.23%</b>	<b>27.51</b>	<b>24.32%</b>
<b>资产总计</b>	<b>136.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>113.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司收入规模继续增长，工程代建业务可持续性较好，公共排水设施管养业务盈利水平较高，有力支撑公司利润

受益于工程代建业务和公共排水设施管养业务收入规模的增长以及新增BOT项目建造收入，2022年公司营业收入有所增长。从毛利率来看，受收入结构变化影响，2022年公司销售毛利率略有提升。此外，公司投资的佛山广三高速公路有限公司、佛山市三水区农村信用合作联社、广东烟草佛山市有限责任公司形成的投资收益仍对公司利润总额形成有效补充。

作为三水区城市基础设施建设的重要主体，公司2021-2022年分别获得财政补助0.04亿元、0.03亿元，分别占同期利润总额的1.12%、4.99%，政府补助对利润总额贡献较小。

**表11 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	13.94	11.31
营业利润	0.59	3.64
其他收益	0.04	0.04
投资收益	1.36	1.13
资产处置收益	-0.001	4.19



利润总额	0.62	3.46
销售毛利率	16.75%	15.56%

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

近年公司债务规模扩张较快，以长期债务为主，各项偿债指标有所弱化，2022年经营活动现金大额净流出，未来预计会持续加大融资力度以满足项目建设资金需要

受项目投资规模增加影响，近年来公司外部融资规模持续增加，截至2022年末，公司总债务规模增长至28.41亿元。公司短期债务占总债务的比例较低，主要由短期借款构成，均为信用借款和保证借款。长期债务是公司主要的融资增量，主要包括长期借款和应付债券，长期借款均为保证借款和信用借款，应付债券为3只5年期私募债。其余主要负债中，其他应付款主要为应付政府单位及国有企业往来款；长期应付款主要为专项应付款23.15亿元和三水区油金大桥投资借款等其他长期应付款0.62亿元，均为无息负债，其中三水区油金大桥投资借款0.38亿元为已逾期借款，具体情况见“七、其他事项分析”。

**表12 截至 2022 年末公司主要债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	2.40%-4.60%	13.01	4.13	0.27	2.57	6.04
债券融资	3.20%-4.00%	15.34	0.00	0.00	0.00	15.34
<b>合计</b>	-	<b>28.35</b>	<b>4.13</b>	<b>0.27</b>	<b>2.57</b>	<b>21.38</b>

资料来源：公司提供

**表13 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	3.98	5.26%	0.00	0.00%
其他应付款	18.40	24.32%	19.12	31.79%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.37</b>	<b>34.86%</b>	<b>21.52</b>	<b>35.79%</b>
长期借款	8.88	11.74%	2.22	3.69%
应付债券	15.34	20.27%	10.54	17.53%
长期应付款	23.77	31.42%	24.65	41.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>49.27</b>	<b>65.14%</b>	<b>38.61</b>	<b>64.21%</b>
<b>负债合计</b>	<b>75.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>60.13</b>	<b>100.00%</b>
总债务	28.41	37.56%	12.90	21.45%
其中：短期债务	4.14	5.47%	0.14	0.22%
长期债务	24.28	32.09%	12.76	21.22%

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着债务融资规模扩大，2022年末公司资产负债率上升至55.59%，同期利息支出规模上升明显，EBITDA对利息的覆盖能力下降明显，但仍保持在较高水平。随着公司短期借款规模的上

升，2022年末现金短期债务比大幅下滑，但公司短期债务规模不高，短期偿付压力不大。

公司流动性需求主要来自于项目建设，但考虑到公司2022年经营活动现金流大额净流出，公司预计会持续加大债务融资力度以满足项目建设资金需要。截至2022年末，公司银行授信剩余额度35.83亿元，能提供一定流动性支持。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	55.59%	53.14%
现金短期债务比	2.42	74.39
EBITDA 利息保障倍数	2.49	10.61

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一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，根据《公司法》及有关法律法规，公司制定了《广东三水发展控股投资有限公司章程》（以下简称“公司章程”），并设立了包括董事会、监事会、经营管理机构在内的法人治理机构。根据公司章程，公司不设股东会，由国有资产监督管理机构形式股东会职权；公司设董事会，成员为 7 人，其中股东代表董事 2 人，外部董事 4 人，由国有资产监督管理机构委派产生，职工代表董事 1 人由公司职工代表大会选举产生。公司设监事会，成员 5 人，其中 3 人由国有资产监督管理机构委派，2 名职工代表由公司职工代表大会选举产生。公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。

### 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，公司本部（报告查询日：2023年5月23日）、子公司淼城投资（报告查询日：2023年5月24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；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。

公司三级子公司佛山市三水区大南路投资管理有限公司（以下简称“大南公司”）、广东三水油金实业股份有限公司（以下简称“油金公司”）分别存在一笔借款逾期。大南公司于2001年3月与中国工商银行股份有限公司佛山分行（以下简称“佛山工行”）签订《固定资产借款合同》，向佛山工行借款4,500万元，借款期限为2001年3月至2009年9月。油金公司于2007年5月与中国工商银行股份有限公司佛

山三水支行（以下简称“佛山三水工行”）签订了《人民币资金借款合同》，借款总额为2,500万元，借款期限为2007年7月至2008年5月。上述两笔款项逾期后，银行向法院起诉要求大南公司和油金公司还款，随后法院出具了执行裁定书。大南公司、油金公司已于2015年与佛山工行、佛山三水工行分别签订《执行和解协议书》就上述两笔借款达成和解，并偿还了部分借款，若大南公司、油金公司有新的资产注入，银行有权向法院申请恢复执行。截至报告出具日，大南公司向佛山工行借款余额为1,706.47万元、油金公司向佛山三水工行借款余额为2,142.03万元，上述两笔借款余额计入“长期应付款”。

## 八、结论

佛山市三水区交通区位优势明显，制造业基础雄厚，整体经济实力较强，区域发展潜力较大。公司作为三水区重要的基础设施建设主体，已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务运营体系，同时公司还开展了租赁、烟酒销售、墓地服务等业务，业务多元化程度较高，公司在建项目规模较大，工程代建业务具有较大的持续性。虽然公司债务规模上升较快，但作为公司主要收入来源之一的工程代建业务收入较有保障，且2022年以来公司获得三水区政府在资金注入方面一定的支持，整体来看公司具备较强的抗风险能力。

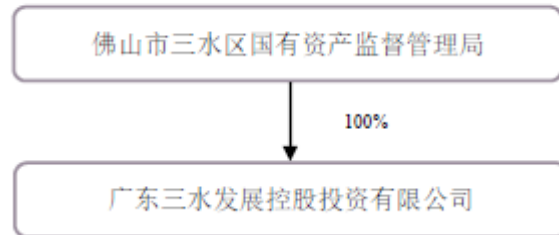
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“23发展01/23三水发展债”信用等级为AA+。

## 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	10.31	10.38	9.08
其他应收款	20.90	19.43	31.28
存货	60.01	54.91	50.42
流动资产合计	94.93	85.62	91.45
固定资产	5.76	5.44	4.79
在建工程	8.90	1.43	5.09
非流动资产合计	41.13	27.51	29.59
资产总计	136.06	113.14	121.04
短期借款	3.98	0.00	0.00
应付账款	1.77	0.48	0.59
其他应付款	18.40	19.12	29.74
一年内到期的非流动负债	0.15	0.14	4.34
流动负债合计	26.37	21.52	35.10
长期借款	8.88	2.22	2.00
应付债券	15.34	10.54	5.96
长期应付款	23.77	24.65	19.14
非流动负债合计	49.27	38.61	30.23
负债合计	75.64	60.13	65.33
其中：短期债务	4.14	0.14	4.34
总债务	28.41	12.90	12.30
所有者权益	60.42	53.01	55.71
营业收入	13.94	11.31	7.96
营业利润	0.59	3.64	1.50
其他收益	0.04	0.04	0.05
利润总额	0.62	3.46	1.43
经营活动产生的现金流量净额	-13.41	5.53	-0.13
投资活动产生的现金流量净额	-9.61	0.88	-3.25
筹资活动产生的现金流量净额	22.96	-5.15	0.64
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	16.75%	15.56%	18.80%
资产负债率	55.59%	53.14%	53.97%
短期债务/总债务	14.55%	1.05%	35.30%
现金短期债务比	2.42	74.39	2.03
EBITDA（亿元）	1.96	4.26	2.12
EBITDA 利息保障倍数	2.49	10.61	5.58

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

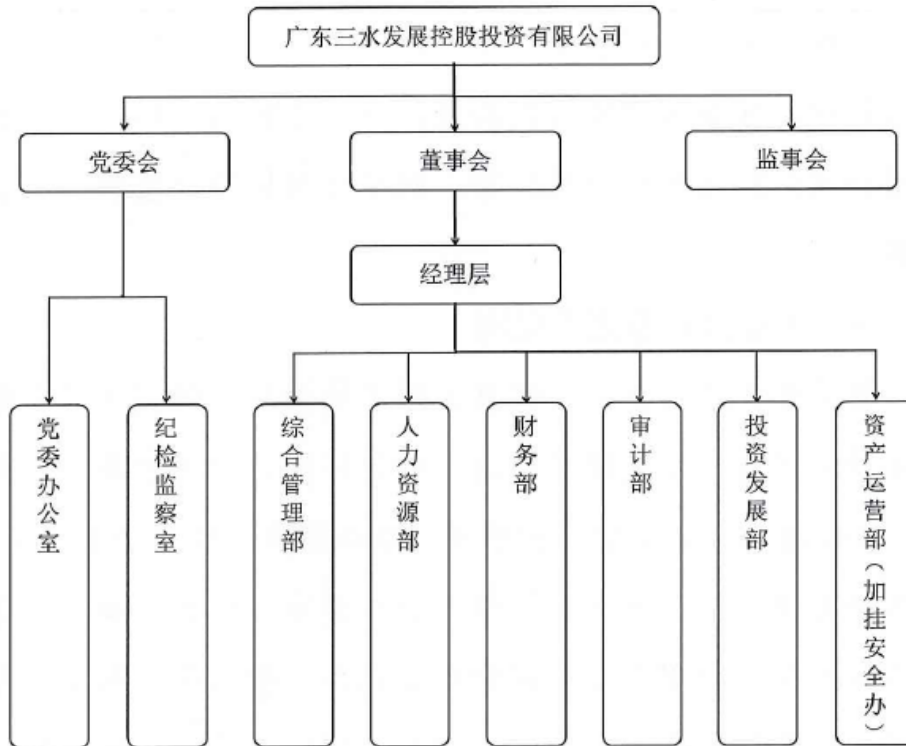
## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月 8 日）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
佛山市三水盈港货运码头有限公司	0.11	100.00%	码头港口经营管理
佛山市三水区永安服务有限公司	0.01	100.00%	机动车驾驶培训
佛山市三水区先达服务有限公司	0.05	100.00%	机动车检车
佛山市三水区万达机动车综合服务有限公司	0.05	100.00%	交通拯救及停车场经营
佛山市三水区国宏肉类加工有限公司	0.07	100.00%	生猪屠宰及肉品配送
佛山市三水区西影文化传播有限公司	0.02	100.00%	电影放映服务
佛山市三水区文翔文化有限公司	0.01	100.00%	停车场服务及场地租赁
佛山市三水泰鼎盈和投资有限公司	0.001	100.00%	融资专项资金咨询
佛山市三水区淼才投资有限公司	0.02	100.00%	招商引资服务
佛山市三水区金融投资控股有限公司	2.50	100.00%	金融投资管理
佛山市三水安泰墓园公司	0.04	70.00%	殡葬及墓园服务
佛山市三水区金叶发展有限公司	3.50	100.00%	烟酒销售及市场经营管理
瀚蓝（佛山三水）生物环保技术有限公司	1.02	51.00%	环保及市政工程
佛山市三水淼港贸易有限公司	0.10	100.00%	国内贸易、批发
佛山市三水国致物流有限公司	0.10	100.00%	国内货物运输代理
佛山市三水国闰报关服务有限公司	0.02	100.00%	报关、报检业务
佛山市三水区淼城建设投资有限公司	7.05	100.00%	旧城区改造及资产投资管理

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。