



# 2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司 债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司债券2024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

- 该评级结果是考虑到：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”）是兴仁市重要的产业投资主体，下辖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”）是黔西南州“煤电铝+”产业链核心企业，2023年电解铝产销量持续增长；此外，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。同时中证鹏元也关注到，公司对外担保存在很大的代偿风险，面临较大的短期偿债压力，资产流动性较弱，应收款项存在较大的回收风险、项目推进存在不确定性等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望，我们认为电解铝行业景气度较高，公司收入仍有一定持续性。

## 评级日期

2024年7月23日

## 联系方式

项目负责人：郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉  
liyl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	256.59	231.93	206.22
所有者权益	108.75	105.63	101.28
总债务	56.34	53.25	42.19
营业收入	73.64	59.87	52.98
净利润	3.00	4.29	1.51
经营活动现金流净额	11.84	8.36	3.70
总债务/EBITDA	6.31	4.88	7.39
EBITDA 利息保障倍数	3.09	2.74	1.52
总债务/总资本	34.13%	33.52%	29.41%
经营活动现金流净额/总债务	21.01%	15.71%	8.78%
EBITDA 利润率	12.12%	18.21%	10.77%
总资产回报率	1.82%	2.89%	1.07%
现金短期债务比	0.33	0.44	0.34
销售毛利率	5.83%	12.02%	8.30%
资产负债率	57.62%	54.45%	50.89%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司仍是兴仁市重要的产业投资主体。**公司下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，2023年登高新材料产能扩张带动电解铝收入规模维持增长态势；同时公司开展基础设施建设、厂房出租、担保、材料销售等多种经营业务，具备业务多样性。
- **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

- **公司存在很大的代偿风险。**截至 2023 年末，公司合并口径对外担保金额 83 亿元，担保规模较上年末有所增长，占期末净资产的比重为 76.32%，其中部分被担保对象被列为被执行人、部分担保债务逾期未偿还，且对民营企业、个人的担保规模较大，公司存在很大的代偿风险。此外，截至 2024 年 6 月 25 日，公司存在 2 条被执行信息，被执行金额合计 4.47 亿元，均为因未履行担保责任列入被执行人。
- **公司短期偿债压力较大。**截至 2023 年末，公司总债务规模增长至 56.34 亿元，其中短期债务 27.90 亿元，现金短期债务比为 0.33。同时货币资金受限比例高，且合并口径内货币资金主要来自子公司登高新材料，2023 年末本部货币资金余额仅 0.03 亿元，考虑到公司对登高新材料管控程度较低，而债务主要集中于公司本部，短期偿债能力进一步弱化。
- **资产流动性较弱，应收款项存在较大的回收风险。**公司资产以土地、工程项目、应收款项、固定资产为主，其中土地资产受限比例较高，短期内大规模变现难度较大；工程项目结算安排受政府资金安排影响，存在较大的不确定性；应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险。
- **公司建设项目推进存在不确定性。**截至 2023 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，主要依赖外部融资解决投资资金缺口，但考虑到兴仁市再融资环境不佳，公司项目推进情况存在不确定性。
- **公司存在诉讼纠纷及税务风险。**因担保债务逾期，公司存在 2 条被执行信息；多家子公司股权被冻结，其中持有登高新材料的 51% 股权被冻结，对公司经营、财务状况产生一定不利影响。2024 年公司曾因欠税事宜被相关部门公告，需关注公司税务管理风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2024V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0），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	区域环境	2/7	财务状况	杠杆状况	7/9
	经营状况	7/7		盈利状况	弱
				流动性状况	4/7
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		中等
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0

	不良信用记录	-1
	补充调整	0
<b>个体信用状况</b>		<b>bbb+</b>
<b>外部特殊支持</b>		<b>5</b>
<b>主体信用等级</b>		<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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 **bbb+**，反映了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。

### 外部特殊支持

- 公司是兴仁市重要的产业投资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兴仁市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司下属子公司是兴仁市“煤电网铝+”产业链核心企业，对兴仁市产业发展非常重要。同时，中证鹏元认为兴仁市政府提供支持的能力很强，主要体现为兴仁市拥有丰富的煤炭资源，经济总量位列黔西南州第二位。

### 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	6.00	2023-6-27	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2023年12月28日，本期债券募集资金专户余额为4.10元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司股权结构发生变化。2023年11月，根据《关于贵州省资产管理股份有限公司收购中国华融资产管理股份有限公司贵州分公司持有贵州东湖新城市建设投资有限公司2笔不良债权实施债转股项目的专题会议纪要》及相关协议，贵州省资产管理股份有限公司（以下简称“贵州资管”）收购贵州东湖新城市建设投资有限公司（以下简称“东湖建投”）2笔不良债权共计5.90亿元，不良债权项下原保证人为金凤凰公司；收购完成后，以金凤凰公司股权置换该笔债权，并约定相关的退出、分红补足、抵质押方案等。2023年12月，金凤凰公司已完成工商变更，原股东中国农发重点建设基金有限公司退出，贵州资管持有金凤凰公司5.45%的股权；置换完成后，金凤凰公司不再承担原债权连带担保责任。

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本未发生变化。截至2023年末，公司注册资本、实收资本均为4.00亿元，兴仁市金融服务中心持有公司94.55%的股权，是公司控股股东，公司股权结构图见附录二。

公司仍是兴仁市重要的产业投资主体，下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，同时开展基础设施建设、材料销售、厂房出租等多元化业务。

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**基于政策引导和企业内生发展的需求，基础设施投资类企业转型加速，各地围绕产业投资或城市运营布局的地方产业投资（运营）企业陆续涌现，其信用风险受其所在区域的资源禀赋和政策支持力度差异而分化**

全国各地正陆续涌现出地方产业投资（运营）企业，究其原因是政策引导和企业内生发展需求的综合结果。一方面，近年来政策自上而下的推动基础设施投资类企业转型。2014年，修订后的《预算法》打开了地方政府举债的限制，并明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。随后多部委陆续发布相关政策，要求融资平台合规承接政府公益性项目，实现市场化经营，自负盈亏。2021年，原银保监会发布 15 号文，从债务管控的角度入手，要求银行不得对隐债主体新增流贷。2023 年，“35 号文”后基础设施投资类企业的债务管控进一步升级，从管债务升级到管主体。另一方面，传统的基础设施投资类企业自身盈利能力难以覆盖债务本息，而在经济高质量发展新阶段中，国有企业还需承担新的使命。自此，地方基础设施投资类企业转型由可选项成为必选项，推动各地政府筹建地方产业投资（运营）企业。

**表1 基础设施投资类企业转型政策概述**

时间	政策概述	相关文件
2014年	划清市场和政府的边界；开正门、堵偏门；剥离平台政府融资功能	国发〔2014〕43号文
2015年	大力推动融资平台公司与政府脱钩，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目	国办发【2015】42号
2015年	取消融资平台公司的政府融资职能，推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制	财预【2015】225号
2017年	推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资	财预【2017】50号
2018年	分类稳步推进地方融资平台公司市场化转型，剥离政府融资职能，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目	发改规划【2018】406号
2021年	支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏	国办发【2018】101号
2021年	对于承担地方政府隐性债务的客户，不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资	银保监发【2021】15号
2023年	财政部门加强全口径地方债务监管，推动融资平台转型发展，加快融资平台兼并整合	国办发【2023】35号

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

传统的基础设施投资类企业正围绕城市的产业、生活属性向地方产业投资（运营）企业转型，通过对区域内国有资产和资源的调配和利用，以市场化的手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能。围绕产业发展方面，传统的基础设施投资类企业正在向园区综合服务商、产业控股或金融控股平台发展等转变，如建设厂房及园区配套生活设施以获取厂房租金和其他服务收入，投资入股产业园区内企业、与园区企业共发展等，发挥地方产业投资（运营）企业对地区经济发展的引领和带动作用；围绕城市运转方面，传统的基础设施投资类企业正转型为城市综合运营服务商或房地产开发商，如开展供水、供电、供气业务、污水处理、垃圾处理、高速和铁路等交通建设运营、矿产和文旅等资源建设运营等。

整体而言，基础设施投资类企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，转型过程中有望获得地方政府较大的业务和资源倾斜力度。同时，地方产业投资（运营）企业仍将继续扎根于本地，故而当地的资源禀赋和政策支持力度很大程度上影响了其盈利和自身造血能力，从而使得信用风险有所分化。

## （二）区域经济和行业环境

**依托煤电优势，兴仁市“煤电网铝+”产业链初步形成，经济总量位列黔西南州第二，但仍属于经济发展水平低、债务负担重的区域**

**区位特征：**兴仁市拥有丰富的煤炭资源，交通基础设施仍待提升。兴仁市是黔西南州下辖的两个县级市之一，地处黔西南州中部，于2018年撤县设市并退出贫困县，2023年底常住人口42.16万人，其中

少数民族占比较高。兴仁市以公路交通为主，惠兴高速连通黔中都市圈，纳兴高速联系沪昆、广昆两大国家走廊；航空、水路运输较为便利，市区距兴义机场50公里，距南北盘江水运码头70余公里；铁路交通仍在规划建设中，总体交通基础设施成网水平较低。兴仁市矿产资源丰富，煤炭资源已探明储量21.5亿吨，是国家地质矿产储量认定的“兴仁煤田”，是全国200个重点产煤市之一；黄金远景储量超过100吨，是贵州省首个工业产金市。

**图1 兴仁市国土空间开发保护格局示意图**



资料来源：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：**兴仁市经济总量在黔西南州排名第2，工业发展取得一定成效，但整体经济发展水平欠佳。2023年兴仁市实现地区生产总值222.56亿元，同比增长6.70%，增速位列全州第一位；三次产业结构由2022年的18.06:39.02:42.92调整为2023年的16.44:40.72:42.83，2023年全市第一、二、三产业增加值增速分别为2.4%、9.0%和6.5%，产业结构持续优化。工业发展取得一定成效，2023年工业总产值214.04亿元，占比达33.6%，其中采矿业增幅较大。投资方面，受区域债务管控、房地产行业下滑等因素影响，2023年兴仁市基础设施投资、房地产开发投资同比分别下降23.6%、5.8%，工业投资同比增长15.8%。总的来说，2023年兴仁市工业经济有所好转，但经济总量、人均GDP仍处低位，整体经济发展水平欠佳。

**表2 2023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	560.44	2.30	55,467	34.92	65.49
兴仁市	222.56	6.70	52,789	11.29	24.78
安龙县	170.86	0.40	45,795	6.47	16.48
望谟县	121.26	4.80	52,562	2.98	6.39
普安县	118.86	5.90	50,322	5.31	6.47
晴隆县	95.82	0.60	42,119	3.86	4.45
册亨县	89.27	0.50	48,464	2.18	6.17

注：各县市人均 GDP=2023 年 GDP/2023 年末常住人口。

资料来源：各市/县 2023 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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	222.56	6.70%	209.85	-4.80%	216.55	10.40%
固定资产投资	-	-18.70%	-	-22.70%	-	2.60%
社会消费品零售总额	-	0.6%	-	-6.80%	-	12.90%
人均 GDP（元）		52,789		49,751		50,857
人均 GDP/全国人均 GDP		59.05%		57.93%		62.81%

注：2022 年人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口数据计算，2023 年人均 GDP 系根据 2023 年末常住人口计算。

资料来源：兴仁市 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、兴仁市 1-12 月经济运行情况（2023 年），中证鹏元整理

**产业情况：依托煤电优势，兴仁市“煤电网铝+”产业链初步形成。**通过技改扩能、申报煤矿等，2023 年兴仁市煤炭产能持续增长，原煤过站量由 2022 年的 585 万吨提升至 720 万吨，供应电煤 515.94 万吨；同时建成风力、光伏发电 1.85 亿千瓦时，能源产业取得新进展。依托地方电网优势，以铝为中心的上下游产业链持续扩大，登高新材料实现 50 万吨满产，上游路兴碳素实现 45 万吨满产，下游欣昌年产 10 万吨高精端铝合金新材料、惠兴年产 25 万吨铝合金锭（棒）生产线、一道长通光伏组件生产基地等重点项目建成投产，铝及铝精深加工企业总产值达 160.6 亿元。总体而言，近年来兴仁市煤电铝产业蓬勃发展，但产业结构中传统产业占比较大，新动能支撑作用较弱。

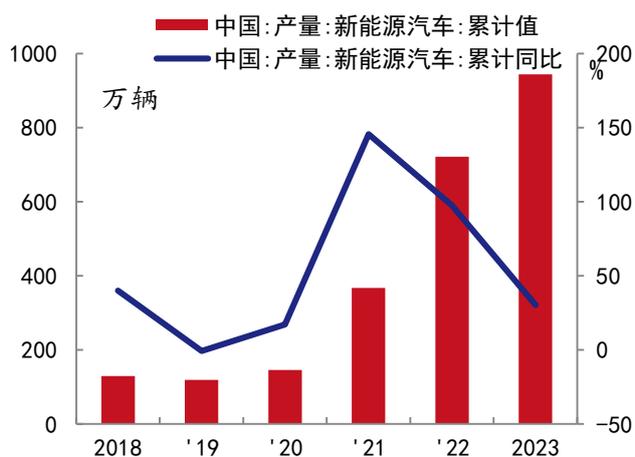
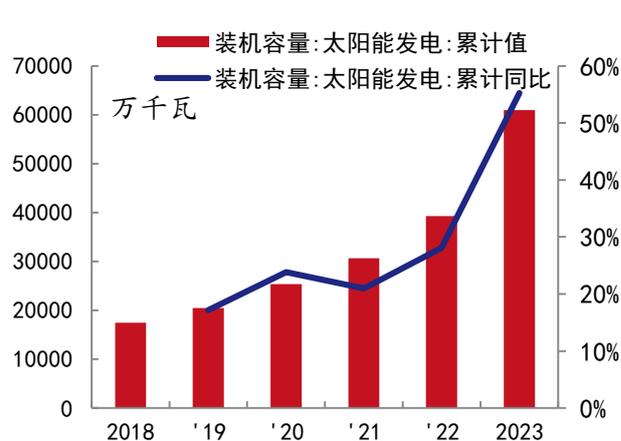
**发展规划及机遇：兴仁市是黔西南州产业发展的“两大核心”之一。**根据黔西南州《“十四五”工业发展规划》，兴仁市将以基础材料、化工及装备制造为主导产业，重点发展铝及铝加工、金属硅、电镀、汽车零部件、轨道交通零部件、煤化工、化工新材料、氟化工等产业。2024 年兴仁市计划全面夯实“煤电网铝+”循环产业链前端，做强铝及铝精深加工产业。

### （三）电解铝行业环境

**电解铝产能天花板抑制其供给弹性，新能源汽车和光伏带来增量需求，行业供需格局向好，电解铝在铝产业链利润分配中的相对强势地位有望维持，行业景气度较高**

2024 年电解铝行业仍有增量需求。从需求端来看，电解铝下游需求主要为建筑业（基建+房地产）、交通运输、耐用消费品和机械设备，近年来新能源汽车和光伏产业发展带动铝材需求持续增长，建筑铝需求减弱。建筑领域铝加工产品需求主要是铝型材，多应用于屋面、墙面、门窗以及室内装修，因此在房地产产业链中属于偏后期的需求。2023 年 2 月以来，在“保交楼”政策支持下，竣工面积率先迎来好转，短期内地产端铝消费有望小幅反弹。但考虑到开工至竣工周期平均在 3 年左右，随着“保交楼”政策影响趋弱，2024 年地产用铝需求难见明显改善。基建方面，2023 年政府专项债继续发力，基建托底效应明显，2023 年前 11 个月，基建投资累计同比增长 7.96%，预计 2024 年“稳增长”仍为经济发展的主旋律。

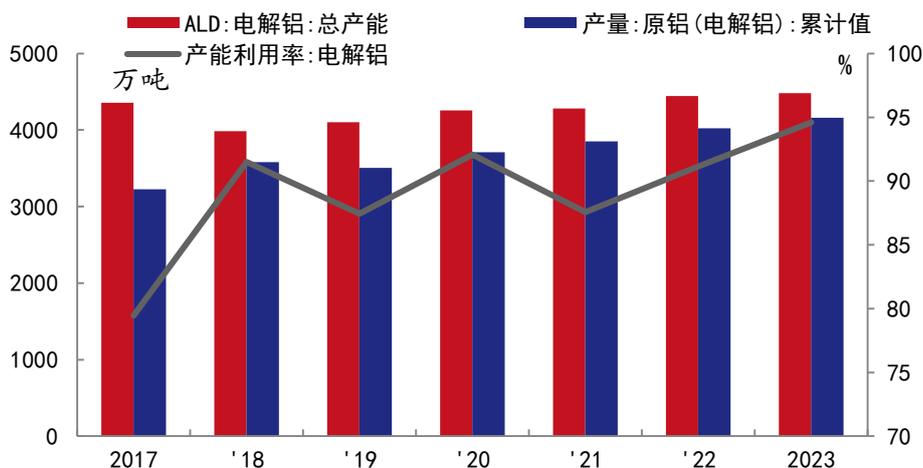
新能源产业方面，近年汽车轻量化和新能源汽车成为汽车用铝需求增长主要驱动力。根据《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》，预计2030年乘用车和电动车单车用铝量将较2021年分别增长63.5%和63.8%。近年来新能源汽车产销两旺，2023年新能源汽车产销分别完成944.30万辆和949.52万辆，同比分别增长30.30%和37.88%，市场渗透率达到31.6%。同时，光伏装机量高速增长，支撑铝需求较好表现，2023年光伏装机量6.09亿千瓦，增速55.24%。

**图2 2021年以来新能源汽车产销两旺**

**图3 2023年光伏装机规模快速上升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

电解铝行业供需持续紧平衡。2023年行业产量继续增加、产能利用率处于近10年高位，且库存整体下行，主要得益于新能源产业带来的增量需求，行业处于供需紧平衡，考虑到行业供给侧改革明确的4,500万吨电解铝产能“天花板”，预期国内电解铝供应将持续偏紧。

**图4 2020年以来电解铝产量持续上涨**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

电解铝在铝产业链利润分配环节中处于相对强势地位。一般而言，电解铝的生产成本大体呈现4:4:2

的结构，即电力40%、氧化铝40%、阳极碳素及其他20%。因电力成本相对较为稳定，氧化铝价格波动是影响电解铝企业生产成本变动的重要因素，而氧化铝议价能力较弱，截至2023年，氧化铝总产能达10,342万吨，按1.95:1的折算比例，已超电解铝的4,500万吨产能上限需求。此外，电解铝为存量行业，但仍有市场增量空间，使得电解铝价格弹性优于氧化铝，因此铝产业链利润呈现两头小、中间大的格局。考虑到实现铝产业链的利润重新分配需要较长时间，预计短期扰动不改电解铝行业在未来一段时间内将处于景气度高位趋势。2023年铝价的主要驱动逻辑仍为宏观因素，美联储加息带来偏弱情绪，铝价中枢下移但底部支撑相对较强，行业盈利能力高位回落。展望2024年，在行业供需紧平衡、美联储降息预期下，预计铝价中枢上移。

**图5 2023年以来氧化铝和电解铝价格高位小幅回落**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

电解铝区域产能较为集中。截至2023年底，我国电解铝建成总产能为4,481.10万吨，产能主要集中于山东（714万吨）、新疆（653.50万吨）、内蒙古（655.70万吨）和云南（586.00万吨），上述四个地区产能占比达58.23%。受到环保政策及部分地区减煤政策影响，从2019年开始我国电解铝产能逐步由煤电资源丰富地区向云贵川等清洁能源丰富的地区进行转移，其中云南地区为第一大转入区，水电资源丰富的云南省建成的电解铝产能占比由2018年底的5%增加至2023年底的13.07%。

## 五、经营与竞争

公司仍是兴仁市重要的产业投资主体，子公司登高新材料是兴仁市煤电铝产业链核心企业，业务重要性较高且收入维持较高增速；同时开展基础设施建设、材料销售、厂房出租等多元化业务

公司主要承接兴仁市本级、工业园区的基础设施建设项目，同时下辖子公司登高新材料开展电解铝销售业务。电解铝销售业务仍是公司营业收入及利润的主要来源，2023年登高新材料购买13.6万吨电解铝产能指标，产销量持续增长，带动公司收入同比增长23.00%；基础设施建设业务方面，2023年工程收

入小幅增长，但结算受财政资金安排影响，仍存在较大的不确定性。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电解铝销售收入	70.51	95.74%	4.09%	56.88	95.02%	10.04%
废料销售收入	1.11	1.50%	100.00%	1.21	2.02%	100.00%
工程收入	0.75	1.02%	8.85%	0.59	0.98%	8.85%
材料销售收入	0.73	0.99%	17.20%	0.53	0.88%	15.07%
厂房出租收入	0.30	0.41%	25.71%	0.30	0.51%	24.61%
土地转让收入	0.04	0.05%	-147.93%	0.17	0.29%	-13.12%
担保费收入	0.04	0.05%	100.00%	0.05	0.09%	100.00%
其他业务	0.17	0.24%	26.26%	0.13	0.21%	33.66%
<b>合计</b>	<b>73.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.83%</b>	<b>59.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.02%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

#### （一）电解铝生产及销售业务

公司下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，收入规模维持增长态势，但公司对登高新材料管控力度偏弱

子公司登高新材料负责电解铝的生产和销售业务，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。公司引入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，登高新材料按月向路兴实业支付运行管理费，运行管理费计入电解铝业务成本<sup>1</sup>。

**表5 登高新材料电解铝主要经营数据**

项目	单位	2023年	2022年
产能	万吨	48.88	35.28
产量	万吨	44.78	34.53
销量	万吨	44.35	34.53
销售均价	元/吨	15,894.81	19,400.00
销售额	亿元	70.51	66.00
单位成本	万元/吨	1.54	1.60

资料来源：公司提供

登高新材料系黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，总产能在西南区域排名靠前，同时享受黔西南州煤炭资源、电力资源优势。2023年2月，公司向山东南山铝业股份有限公司购买13.6万吨电解铝

<sup>1</sup> 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。

产能指标，标的总价9.02亿元，公司电解铝产能提升至48.88万吨，规模优势进一步凸显。

登高新材料电解铝销售主要采用经销模式，前五大客户主要为贸易商，终端客户主要系周边企业。2023年受市场价格回落影响，销售均价有所降低，电解铝销售毛利率下降5.95个百分点至4.09%。采购方面，登高新材料铝水原材料主要为氧化铝、碳素阳极等；用电成本对电解铝的生产成本影响也较大。2023年，登高新材料生产成本为1.54万元/吨，降幅不及销售均价降幅。

公司经营过程中产生的废料和废渣处置，其他产品（氧化铝、残极炭块）销售对公司收入及利润形成较好补充，2023年公司实现废料销售业务收入为1.11亿元，毛利率100%；实现材料销售收入0.73亿元，毛利率17.20%。

整体来看，我国电解铝产能存在刚性总量约束，随着公司持续投入，公司电解铝生产业务已初具规模优势，在国内电解铝供应持续偏紧及黔西南州具有较强的电力优势的背景下，公司电解铝销售业务仍具备较强竞争优势，收入具备一定的可持续性。中证鹏元关注到，实际业务中公司不参与登高新材料的业务管理，对子公司管控力度偏弱；因担保债务纠纷，公司持有的登高新材料51%的股权被冻结，主要是担保债务逾期相关诉讼，对公司经营造成一定不利影响。

## （二）基础设施建设业务

**公司主要负责工业园区及部分学校、道路的基础设施代建项目，在建代建项目待投资规模较大，但跟踪期内新增投入及结算收入规模较小，受资金进展影响，未来项目推进和结算时间存在一定的不确定性**

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。

2023年公司结算的项目为鲁础营回族乡小城镇建设项目，当年结算收入为0.75亿元，结算规模小幅增长，毛利率较为稳定。受限于资金到位情况，跟踪期内，公司代建项目投入较少；截至2023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35.01亿元，尚需投资39.37亿元；同期末存货中开发成本余额合计39.13亿元，需关注代建项目结算进度。

整体而言，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，但受兴仁市财政资金较为紧张影响，结算及回款时间存在较大的不确定性；此外，项目尚需投资规模较大，公司投资资金依赖外部融资，但兴仁市整体再融资环境表现不佳，资金到位及项目推进情况存在不确定性。

**表6 截至 2023 年末公司主要在建委托代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
农村基础设施建设	13.33	12.7	0.63
飞跃大道	2.86	0.45	2.41
金凤凰大道	1.25	0.70	0.55
兴仁六中	1.52	0.41	1.11
兴仁市职业技术学校	2.32	2.61	0
兴仁一中	3.08	2.88	0.20
土地开发整理（陆关、巴铃）	0.68	0.58	0.10
运煤专线	4.02	3.57	0.45
巴铃旅游小镇	3.66	2.15	1.51
巴铃重工区基础设施配套	2.86	2.65	0.21
鲁础营回族乡小城镇建设	2.91	0.75	2.16
脱贫攻坚	31.75	1.71	30.04
巴铃重工区其他项目	-	3.85	-
<b>合计</b>	<b>70.25</b>	<b>35.01</b>	<b>39.37</b>

资料来源：公司提供

### （三）其他业务

#### 公司担保业务在保余额较大，担保业务面临一定的代偿风险

担保业务由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”）负责，主要为对个人及兴仁市内民营企业的担保，担保范围以农业生产、商贸零售、食品饮料、纺织等行业为主。截至 2023 年末，金凤凰担保期末在保责任余额为 10.70 亿元，同比增长 38.04%。2023 年金凤凰担保的担保代偿共 1 户，担保代偿率为 0.59%。金凤凰担保提供担保对象主要为小规模民营企业、个人等，其中多家被担保人被列为被执行人，存在一定的担保代偿风险。

**表7 公司担保业务情况**

指标	2023 年	2022 年
期末在保责任余额（万元）	107,030.39	77,534.65
在保户数（企业和个人）（户）	102	83
担保代偿户数（户）	1	1
担保代偿率	0.59%	0.71%

资料来源：公司提供

#### 公司自营项目开始进入运营期，需关注自营项目收益及进度不及预期风险

公司在建自营项目较多，主要为工业园区厂房、供水等项目建设，其中兴仁工业园陆官轻工区标准厂房和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，可出租面积为 46.01 万平方米，该厂房已整体出租给政府，厂房出租收入规模稳定，

2023年实现厂房出租收入0.30亿元；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，本期债券募投项目之一贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场建设进度及项目收益均不及预期，2023年未投入建设，实际完工时间存在不确定性；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8 截至2023年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	收益模式
兴仁工业园陆官轻工区（标准厂房）	14.84	10.44	租赁
贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	5.11	2.66	租赁
巴铃重工区供水（一期）工程	1.60	0.64	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	0.59	0.41	收费
<b>合计</b>	<b>22.14</b>	<b>14.15</b>	-

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

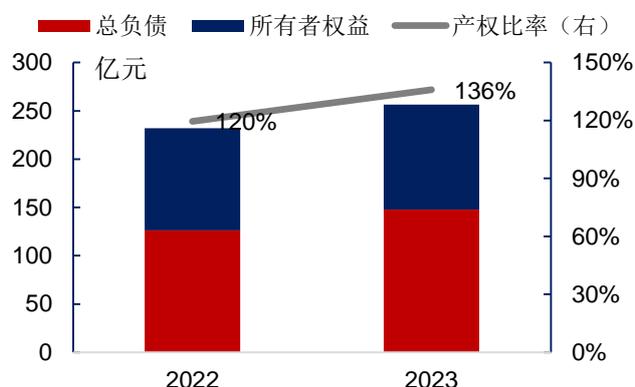
### 财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告，审计报告均按照企业会计准则的规定编制。跟踪期内，公司新设贵州金凤凰新材料新能源有限公司、无偿划出贵州腾飞实业有限公司。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共7家，详见附录四。

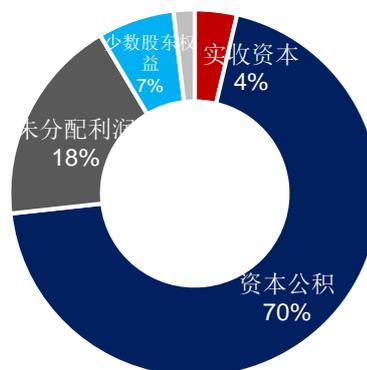
### 资本实力与资产质量

受益于经营积累和业务规模的扩大，公司资本实力及资产规模均有一定增长，公司资产仍以土地、工程项目、应收款项、固定资产为主，其中应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险，**资产流动性较弱**

受益于经营利润累积、联营公司引入少数股东等，2023年末公司所有者权益增长至108.75亿元，同比增长2.95%。随着业务规模的扩大，2023年公司负债总额同比增长17.07%，期末产权比率持续上升，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。

**图6 公司资本结构**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

**图7 2023 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司资产规模同比增长10.64%，存量资产仍以存货、固定资产和应收款项为主。

公司存货规模较为稳定，仍以拟开发土地和开发成本为主，2023年末账面价值分别为69.90亿元、39.13亿元。截至2023年末，公司存货中拟开发土地共131宗，账面价值合计69.90亿元，总面积为610.93万平方米，主要系商住及工业用地；开发成本38.15亿元，系公司在建及已完工待结转基础设施建设项目。截至2023年末，公司存货中受限资产规模为43.24亿元，主要为用于抵押借款的土地资产，占土地资产账面价值的61.86%，受限比例较高。

随着公司业务规模的扩大，公司应收款项有所增长，部分款项账龄较长，应收对象存在一定的信用风险，存在较大的回收风险。截至2023年末，公司应收账款账面余额为13.70亿元，计提坏账准备4.81亿元，较上年度新增坏账准备1.91亿元；公司应收账款中应收政府及相关单位、关联方款项占比30.11%，前五大应收对象中，应收兴仁市基本建设投资有限责任公司（黔西南州工业投资（集团）有限公司下属企业）款项5.76亿元，账龄为3-4年，累计计提坏账准备4.61亿元，回收进度存在不确定性。

公司预付款项主要由电解铝生产销售业务产生，2023年规模大幅增长，第一大预付对象为贵州铝锦商贸有限公司（以下简称“铝锦商贸”，控股股东为兴仁市金融服务中心），往来频繁，截至2023年末，预付氧化铝、阳极炭块采购款至铝锦商贸14.13亿元，需关注单一对象信用风险。

其他应收款为往来款，2023年小幅增长，前五大应收对象分别兴仁市财政局、兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司、兴仁县登高铝业有限公司、兴仁市住房和城乡建设局、贵州振兴市政建设投资有限公司。2023年末公司应收兴仁县登高铝业有限公司（以下简称“登高铝业”）的代偿款2.88亿元，计提坏账准备合计2.79亿元，登高铝业目前无实际经营，2017年登高新材料通过股权收购，取得登高铝业100%股权，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，信用风险很大。

截至2023年末，公司货币资金余额为9.94亿元，其中8.80亿元因银行承兑汇票保证金或借款质押担

保而受限，0.68亿元系担保业务的担保保证金，可动用资金规模较小。公司固定资产主要是登高新材料的房屋及机器设备、公司本部持有的办公楼等，2023年随着生产规模扩大。公司在建工程主要系自营项目建设成本，2023年登高新材料300kt/a铝板带加工及配套铝液项目投产转出，在建工程规模有所降低。2023年登高新材料购入13.6万吨电解铝生产指标，交易总对价9.02亿元，无形资产规模大幅增长。

截至2023年末，公司受限资产规模合计63.90亿元，占当期总资产规模的24.90%，主要系受限土地资产、房产、货币资金、无形资产等，用于保证金和借款抵质押。

整体而言，公司资产以土地、工程项目、应收款项、固定资产、无形资产为主，其中土地资产受限比例较高，短期内大规模变现难度较大，工程项目结算安排受政府资金安排影响，存在较大的不确定性，应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险，公司资产流动性较弱。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.94	3.87%	11.61	5.00%
应收账款	8.90	3.47%	6.62	2.85%
预付款项	21.93	8.55%	14.65	6.32%
其他应收款	26.08	10.16%	25.13	10.84%
存货	111.61	43.50%	110.55	47.67%
<b>流动资产合计</b>	<b>179.71</b>	<b>70.04%</b>	<b>169.09</b>	<b>72.91%</b>
固定资产	36.73	14.31%	29.31	12.64%
在建工程	5.37	2.09%	9.18	3.96%
无形资产	22.31	8.69%	13.97	6.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>76.88</b>	<b>29.96%</b>	<b>62.83</b>	<b>27.09%</b>
<b>资产总计</b>	<b>256.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>231.93</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

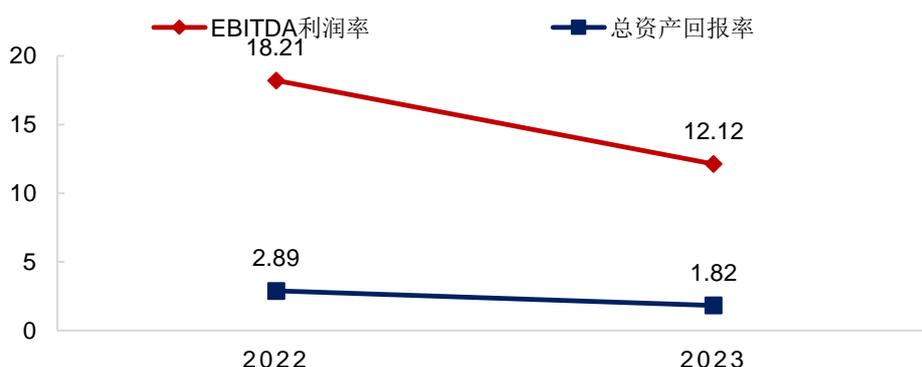
随着电解铝产能释放，2023年公司营业收入持续增长，未来仍具备一定的可持续性，政府补助对公司利润形成较好补充，需关注铝价波动对公司盈利能力产生的影响

2023年电解铝销售业务及关联产品销售处置收入合计占比98.23%，是公司收入的主要来源。2023年公司结转工程收入有所增长，但整体结算进度仍存在不确定性。此外，公司涉及材料销售、厂房出租、土地转让和担保等多个业务板块，收入规模较小。考虑到电解铝行业供需格局向好，预计未来公司收入仍有较强的持续性。

毛利率方面，受电解铝价格高位小幅回落影响，公司电解铝销售业务毛利率有所降低，同期公司销售毛利率降低6.19个百分点，需持续关注铝价波动对公司毛利率的影响。

2023年公司计提信用减值损失1.55亿元，主要系计提应收款项坏账准备，对当期利润形成了一定侵蚀；政府补助有效提升公司利润水平，2023年公司共获得政府补助3.04亿元，主要系基础设施建设补贴。综合影响下，2023年公司利润总额有所降低，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有降低。

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司总债务持续增长，一年内到期债务规模较大，货币资金集中于子公司，公司本部现金保有量很低，短期面临较大的偿债压力

随着登高新材料购买产能指标、扩产，2023年公司总债务规模持续增长，仍主要由银行借款、应付债券、非标借款、应付票据构成。公司短期借款主要系抵质押借款和保证借款，2023年新增质押借款。应付票据均为银行承兑汇票，2023年规模有所降低。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券和融资租赁款项，此外，另有短期应付贵金所非标融资产品0.50亿元列入其他流动负债科目。公司长期借款主要系抵押、保证和质押借款，抵质押物主要为公司土地资产。应付债券主要系本期债券及贵金所私募债券。

从债务到期分布看，公司短期债务规模为27.90亿元，其中本期债券将于2024年8月还本付息2.46亿元，考虑到未受限货币资金规模较小，公司仍面临较大的短期偿债压力。

其他债务方面，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37.19%，为应付铝板带加工及配套铝液工程项目工程款项。公司其他应付款主要是应付关联公司往来款项，整体规模有所增长。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.94	8.07%	5.90	4.67%

应付票据	7.30	4.94%	9.60	7.60%
应付账款	33.50	22.66%	20.24	16.03%
其他应付款	50.39	34.08%	42.58	33.72%
一年内到期的非流动负债	8.16	5.52%	8.09	6.41%
<b>流动负债合计</b>	<b>119.41</b>	<b>80.76%</b>	<b>97.46</b>	<b>77.17%</b>
长期借款	24.44	16.53%	21.71	17.19%
应付债券	4.00	2.71%	7.12	5.64%
<b>非流动负债合计</b>	<b>28.44</b>	<b>19.24%</b>	<b>28.83</b>	<b>22.83%</b>
<b>负债合计</b>	<b>147.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>126.29</b>	<b>100.00%</b>
总债务	56.34	38.11%	53.25	42.16%
其中：短期债务	27.90	18.87%	24.42	19.33%
长期债务	28.44	19.24%	28.83	22.83%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

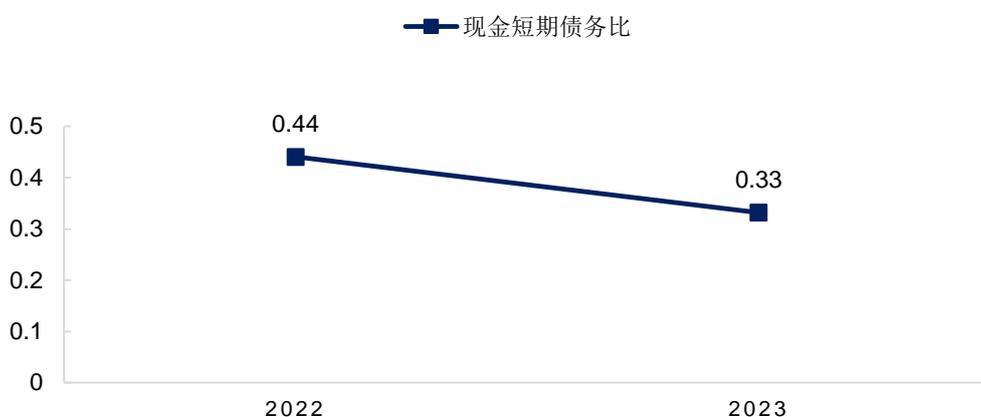
偿债指标方面，随着融资规模的扩大，2023年末公司资产负债率提高至57.62%，整体负债经营水平较高。受益于利润规模增长，公司EBITDA利息保障倍数有所提升。受益于登高新材料产销规模增长，2023年公司经营活动现金流净额有所提升。

**表11 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	11.84	8.36
资产负债率	57.62%	54.45%
总债务/EBITDA	6.31	4.88
EBITDA 利息保障倍数	3.09	2.74
总债务/总资本	34.13%	33.52%
经营活动现金流净额/总债务	21.01%	15.71%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

同时短期债务提升，2023年公司现金短债比持续降低，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍很低，短期偿债压力较大。考虑到公司货币资金主要来自登高新材料，2023年末公司本部货币资金余额仅0.03亿元，短期偿债能力指标表现或进一步走弱。截至2023年末，公司共获得银行授信42.62亿元，其中尚未使用授信额度为16.93亿元。

**图9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司存在一定的安全生产、环保、诉讼、税务风险，需关注对子公司的管控情况

#### 环境方面

2024 年 4 月，公司实施的巴铃重工区至龙场工业园连接道路项目，因公司逾期未缴纳水土保持补偿费，被兴仁市综合行政执法局处以 28.11 万元的罚款。

子公司登高新材料从事有色金属冶炼行业，具备高耗能、重污染等特征，已列入 2023 年度环境监管重点单位名录，登高新材料在生产经营中可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。

#### 社会方面

根据国家税务总局黔西南州税务局 2023 年第 4 期欠税公告，公司欠税余额合计 1.93 亿元，主要是企业所得税、城镇土地使用税和增值税。根据国家税务总局黔西南州税务局 2024 年第 1 期欠税公告，子公司登高新材料欠税余额合计 0.63 亿元，主要是增值税、企业所得税。根据公司提供的说明，截至 2024 年 7 月 16 日，公司所欠税额尚未缴纳，登高新材料缴纳部分税款，剩余欠税及滞纳金合计 0.29 亿元。

因对东湖建投承担连带责任保证担保的债务逾期，公司因未履行担保责任被列为被执行人。公司对外担保规模较大，未来随着债务陆续到期，涉诉案件及金额存在进一步增加的可能。

#### 治理方面

引入贵州资管作为投资人后，2023年12月公司修改《公司章程》，设立股东会，公司重大资产处置（资产价值大于6,000万元）、对外担保事项等重大事项须经股东会全体股东同意；在公司实现业绩承诺的前提下，贵州资管代表股东会决定公司利润分配方案。公司董事会成员仍由兴仁市政府委派，公司组织结构未发生重大变动。

根据仁府专议【2022】7号文，子公司登高新材料由贵州能投产业集团有限公司（以下简称“能投公司”，持有登高新材料49%的股权）负责管理，公司对登高新材料人事、财务、业务等未实际管控，需关注公司对子公司的管控情况。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷账户；已结清信贷信息存在次级账户3个，关注类账户16个，系公司对贵州兴仁农村商业银行、万向信托股份有限公司、国家开发银行的借款逾期所致；公司本部其他借贷交易还款责任余额46.55亿元，其中关注类余额4.07亿元，担保类余额3.85亿元。

## （三）或有事项分析

**公司对外担保规模很大，因对东湖建投的担保涉及多笔诉讼纠纷，对公司经营、财务及信用状况产生一定不利影响**

截至2023年末，公司合并口径对外担保余额83亿元，占同期末公司净资产的76.35%。公司本部担保金额为45.61亿元，担保对象主要为兴仁市国有事业单位，其中对东湖建投、兴仁市人民医院的担保金额为23.96亿元，截至2024年6月25日，上述被担保方存在被执行记录；登高新材料对外担保金额为26.69亿元，主要系对当地国有企事业单位担保；金凤凰担保对外担保金额合计10.70亿元，主要为对民营企业、个人及个体商户的担保。

截至2023年末，公司合计9.60亿元担保已超过到期日，主要系对东湖建投、民营企业、个人及个体商户的担保，被担保方因资金紧张尚未偿还。公司对外担保规模较大，部分被担保方被列为被执行人，对民营企业、个人担保规模较大，同时存在一定规模的逾期未偿还担保，存在很大的代偿风险。

**表12 截至2023年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保人	担保人	到期日	担保余额
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2035/3/18	2.06
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/9/24	0.57
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2019/12/31	0.62
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/5/3	0.66
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/6/25	0.24
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2024/11/15	0.38
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/12/30	2.45

贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/12/30	0.84
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2012/11/3	2.20
兴仁市人民医院	公司本部	2024/8/26	0.26
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2038/8/16	0.08
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2030/8/31	0.44
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2038/8/16	0.44
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2038/8/16	0.46
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2030/8/31	0.26
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2030/8/31	0.26
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2030/8/31	0.35
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2030/8/31	0.35
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2038/8/16	0.85
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2040/2/4	1.54
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	公司本部	2027/9/20	0.10
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	公司本部	2027/9/20	0.82
兴仁市扶贫开发投资有限公司	公司本部	2026/1/3	0.15
兴仁市扶贫开发投资有限公司	公司本部	2035/3/18	1.76
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.74
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.72
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.69
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.62
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.45
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.40
贵州恒创投资开发有限公司	公司本部	2028/12/25	0.01
贵州金松食品有限公司	公司本部	2026/12/28	0.34
个人保捷贷	公司本部	2024/6/23	0.29
个人保捷贷	公司本部	2024/8/25	0.34
贵州黔仁茶生态农业旅游开发有限公司	金凤凰担保	2027/11/22	0.16
贵州省盘江红酒业有限公司	金凤凰担保	2024/6/27	0.10
贵州省紫萁生物科技有限责任公司	金凤凰担保	2024/1/20	0.07
兴仁市扶贫开发投资有限责任公司	金凤凰担保	2035/3/18	1.85
兴仁县良友商贸有限公司	金凤凰担保	2022/7/14	0.05
郑玉	金凤凰担保	2024/12/17	0.03
贵州兴仁聚丰薏苡有限公司	金凤凰担保	2024/3/3	0.02
胡仁勇	金凤凰担保	2024/2/9	0.05
贵州鑫辉光电科技有限公司	金凤凰担保	2024/6/24	0.02
贵州供销惠农薏苡实业有限公司	金凤凰担保	2024/6/22	0.04
贵州鼎鑫建筑工程有限公司	金凤凰担保	2024/6/24	0.05
兴仁市惠泽移民发展服务有限公司	金凤凰担保	2024/6/27	0.05

贵州祥联商贸有限公司	金凤凰担保	2024/6/27	0.05
贵州阳创投资开发有限公司	金凤凰担保	2024/6/27	0.05
贵州振兴市政建设投资有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.05
贵州钒圳商贸有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.04
贵州崧汇商贸有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.04
贵州省海宏生态农业开发有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.05
贵州省辉宏机械租赁有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.05
贵州琨杰商贸有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.05
贵州仁信农业开发有限公司	金凤凰担保	2022/9/29	0.04
兴仁市坪上小尖山屠宰有限公司	金凤凰担保	2024/9/21	0.03
贵州蕙品田园生物科技有限公司	金凤凰担保	2024/12/27	0.04
贵州越晨建设有限公司	金凤凰担保	2025/1/4	0.04
贵州泛亚实业（集团）有限公司	金凤凰担保	2024/1/24	0.20
兴仁县安盛工贸有限责任公司	金凤凰担保	2025/1/28	0.05
贵州君晟达商贸有限公司	金凤凰担保	2025/1/29	0.05
兴仁城投交科新材料有限公司	金凤凰担保	2025/1/28	0.05
贵州放马坪文化旅游投资有限公司	金凤凰担保	2025/2/7	0.18
贵州荣仕纺织制衣水洗科技有限公司	金凤凰担保	2024/3/24	0.00
王德禄	金凤凰担保	2024/3/24	0.00
2022年贵州兴仁农商行事业单位贷款14户	金凤凰担保	2025/3/30	0.65
2022年8月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷13笔	金凤凰担保	2025/8/18	0.36
2022年9月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷14笔	金凤凰担保	2025/8/30	0.41
2022年10月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷2笔	金凤凰担保	2025/10/13	0.06
贵州铝义物流信息有限公司	金凤凰担保	2024/10/20	0.03
兴仁市铭润水业有限公司	金凤凰担保	2024/10/20	0.03
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	金凤凰担保	2025/10/25	0.02
贵州在水一方食品有限公司	金凤凰担保	2025/10/20	0.02
2022年11月兴仁振兴村镇银行企业工程贷6笔	金凤凰担保	2027/11/23	0.24
2022年12月兴仁振兴村镇银行企业工程贷6笔	金凤凰担保	2027/11/30	0.13
贵州博创汽车租赁有限公司	金凤凰担保	2025/12/20	0.05
2022年12月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷44笔	金凤凰担保	2027/12/19	0.83
兴仁市扶贫开发投资有限责任公司	金凤凰担保	2026/1/3	0.17
23年1月贵州银行兴仁支行工程贷4户	金凤凰担保	2024/1/17	0.04
2023年1月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷7笔	金凤凰担保	2028/1/18	0.19
2023年1月兴仁振兴村镇银行企业工程贷1笔	金凤凰担保	2025/12/13	0.02
2023年2月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷17笔	金凤凰担保	2028/2/26	0.46
潘永洋	金凤凰担保	2024/3/14	0.02
贵州天宇携创科技发展有限公司	金凤凰担保	2024/3/14	0.02
贵州草喜堂医药有限公司	金凤凰担保	2024/3/16	0.04

黔西南州山地旅游开发有限公司	金凤凰担保	2024/3/26	0.02
贵州汇丰生态养殖有限公司	金凤凰担保	2024/3/30	0.02
2023年3月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷8笔	金凤凰担保	2028/3/20	0.22
2023年3月兴仁振兴村镇银行企业工程贷4笔	金凤凰担保	2028/3/14	0.07
2023年4月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷2笔	金凤凰担保	2028/4/26	0.07
2023年4月兴仁振兴村镇银行企业工程贷1笔	金凤凰担保	2028/4/26	0.02
贵州苗仙云洞文化旅游发展有限公司	金凤凰担保	2025/4/23	0.04
贵州金翠建筑劳务有限公司	金凤凰担保	2024/6/20	0.05
23年5月贵州银行兴仁支行工程贷11户	金凤凰担保	2024/6/12	0.37
卢政	金凤凰担保	2024/6/15	0.04
贵州仁兴人力资源有限公司	金凤凰担保	2024/6/28	0.04
马焕丝	金凤凰担保	2024/6/12	0.02
黔西南州清路商贸有限公司	金凤凰担保	2024/7/25	0.04
黔西南州鑫聚财商贸有限公司	金凤凰担保	2024/7/25	0.05
苏安全	金凤凰担保	2024/7/24	0.03
贵州誉硕科技有限公司	金凤凰担保	2024/8/7	0.04
2023年8月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷16笔	金凤凰担保	2028/8/22	0.43
贵州秉德建筑有限公司	金凤凰担保	2024/9/11	0.04
2023年9月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷3笔	金凤凰担保	2028/9/12	0.09
兴仁县安盛工贸有限责任公司	金凤凰担保	2024/10/18	0.04
2023年10月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷2笔	金凤凰担保	2028/10/17	0.06
兴仁市麻园砖厂	金凤凰担保	2024/10/22	0.04
贵州省朴澍农业开发有限公司	金凤凰担保	2024/10/23	0.02
贵州峰顺燃料科技有限公司	金凤凰担保	2024/10/25	0.05
贵州泛亚供应链管理有限公司	金凤凰担保	2024/10/30	0.02
兴仁市蕙锦盛教育投资有限公司	金凤凰担保	2024/10/29	0.05
贵州苗仙云洞投资运营有限公司	金凤凰担保	2026/11/1	0.04
贵州三体建筑装饰有限公司	金凤凰担保	2024/11/26	0.02
兴仁市新城乡公交客运有限公司	金凤凰担保	2026/12/5	0.03
兴仁市鑫民实业发展有限公司	金凤凰担保	2026/12/13	0.05
贵州省星遂建筑工程建材贸易有限公司	金凤凰担保	2025/12/18	0.05
兴仁祥宁商贸有限公司	金凤凰担保	2024/12/18	0.05
贵州益丰源生态产业有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.04
兴仁市青树水务有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.04
兴仁市马家屯水务有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.03
兴仁市尖山水务有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.05
兴仁市三角坝水务有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.05
兴仁市长塘水务有限公司	金凤凰担保	2026/12/16	0.03
贵州蕙凡品科技实业有限公司	金凤凰担保	2025/12/19	0.05

贵州苗西南饮品有限公司	金凤凰担保	2026/12/20	0.14
兴仁市丛晟劳务派遣有限公司	金凤凰担保	2024/12/18	0.05
兴仁市坪上小尖山屠宰有限公司	金凤凰担保	2026/12/25	0.05
马远宽	金凤凰担保	2024/12/26	0.02
2023年12月兴仁振兴村镇银行企业工程贷9笔	金凤凰担保	2028/12/21	0.19
2024年1月兴仁振兴村镇银行集体组织合作社贷5笔	金凤凰担保	2034/1/18	0.14
2024年1月兴仁振兴村镇银行企业工程贷1笔	金凤凰担保	2034/1/9	0.03
贵州百事利塑胶科技发展有限公司	金凤凰担保	2027/1/16	0.03
兴仁亿方泰燃料科技有限公司	金凤凰担保	2025/1/22	0.02
贵州畅兴实业有限公司	金凤凰担保	2027/1/29	0.04
兴义市君源塑胶管业有限公司	金凤凰担保	2027/1/16	0.03
贵州汇丰生态养殖有限公司	金凤凰担保	2024/6/27	0.20
贵州泓宸达鑫商贸有限公司	登高新材料	2025/11/26	6.00
贵州黔州市政工程有限公司	登高新材料	2025/12/5	9.99
贵州新生泰建筑工程有限公司	登高新材料	2025/12/5	6.99
广东省金麦穗农业发展有限公司	登高新材料	2025/1/5	0.20
贵州振兴市政建设投资有限公司	登高新材料	2032/10/16	1.00
贵州振兴市政建设投资有限公司	登高新材料	2032/10/16	0.30
贵州振兴市政建设投资有限公司	登高新材料	2033/5/7	0.37
贵州龙凯科技有限公司	登高新材料	2024/7/23	0.10
贵州龙凯科技有限公司	登高新材料	2024/3/12	0.30
贵州龙凯科技有限公司	登高新材料	2025/6/12	0.75
贵州腾飞实业有限公司	登高新材料	2024/12/12	0.10
贵州省汇建贸易有限公司	登高新材料	2024/12/19	0.30
贵州黔鲤贸易有限公司	登高新材料	2024/3/29	0.30
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	公司本部	2034/4/29	4.18
贵州薏品康医药投资有限公司	公司本部	2025/6/28	0.10
贵州振兴电力工程建设有限公司	公司本部	2024/9/19	0.05
贵州锦薏食品产业发展有限公司	公司本部	2027/2/4	0.00
兴仁市铭润水业有限公司	公司本部	2028/6/26	0.13
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	公司本部	2024/9/27	1.22
兴仁市铭润水业有限公司	公司本部	2028/12/28	0.13
兴仁市宏盛源水务有限公司	公司本部	2041/4/26	2.00
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2022/7/26	1.90
贵州畅兴实业有限公司	公司本部	2023/11/28	0.03
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2026/7/30	5.50
贵州腾飞实业有限公司	公司本部	2026/9/26	0.03
兴仁市薏通达交通投资有限责任公司	公司本部	2025/3/30	0.49
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	公司本部	2025/3/30	0.22

贵州仁山仁海生态产业发展有限公司	公司本部	2024/3/7	0.01
黔西南州山地旅游开发有限公司	公司本部	2024/3/7	0.03
贵州薏品康医药投资有限公司	公司本部	2025/12/21	0.03
兴仁市下山镇大石村股份经济合作社	公司本部	2028/3/20	0.03
兴仁市下山镇大石村股份经济合作社	公司本部	2028/3/20	0.03
贵州仁兴人力资源有限公司	公司本部	2025/12/21	0.03
贵州在水一方食品有限公司	公司本部	2025/10/20	0.01
兴仁市江宸商贸有限公司	公司本部	2025/1/11	0.03
兴仁市铭润水业有限公司	公司本部	2025/10/20	0.01
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	公司本部	2025/10/20	0.01
贵州铝义物流信息有限公司	公司本部	2024/10/20	0.01
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2026/7/30	5.50
贵州祥联商贸有限公司	公司本部	2026/9/27	0.03
贵州益丰源生态产业有限公司	公司本部	2026/9/26	0.03
兴仁市聚源商贸有限公司	公司本部	2026/9/28	0.03
兴仁市薏锦盛教育投资有限公司	公司本部	2026/9/26	0.03
贵州省清航水资源开发建设管理有限公司	公司本部	2034/1/10	0.03
个人贷	公司本部	2026/9/27	0.02
贵州东湖新城市建设投资有限公司	公司本部	2036/9/11	0.78
贵州振兴文化传媒有限公司	公司本部	2025/12/19	0.04
贵州省航清生态渔业发展有限公司	公司本部	2024/12/19	0.05
兴仁县响水水务有限公司	公司本部	2026/12/19	0.02
兴仁市鲁皂水务有限公司	公司本部	2026/12/19	0.05
兴仁市打鱼凼水务有限公司	公司本部	2026/12/19	0.04
<b>合计</b>			<b>83.00</b>

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

根据中国执行信息公开网信息查询结果，截至2024年7月16日，公司共有2条被执行信息，合计被执行金额为4.47亿元，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。

**表13 截至 2024 年 7 月 16 日公司被执行信息（单位：万元）**

立案时间	案号	执行法院	执行申请人	标的金额
2022 年 2 月 14 日	(2022) 甘 01 执 149 号	兰州市中级人民法院	光大兴陇信托有限公司	39,295.78
2021 年 12 月 16 日	(2021) 浙 01 执 1440 号	浙江省杭州市中级人民法院	浙江海亮融资租赁有限公司	5,447.22
		<b>合计</b>		<b>44,743.00</b>

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

截至2023年末，公司有多家子公司股权被冻结，均为担保债务纠纷所致，其中持有重要子公司登高新材料的51%股权被冻结，对公司经营、财务和信用状况产生一定不利影响。

**表14 2023年末公司股权被冻结事项（单位：亿元）**

执行通知书号	冻结股权标的	股权数额	被冻结标的 2023 年末总资产
(2023)黔 23 执 273 号之(一)、 (2022)鄂 01 执 1824 号之一	贵州兴仁登高新材料有限公司	5.10	90.62
	贵州金凤凰新能源发展有限公司	0.30	0.31
(2022)甘 01 执保 149 号	中飞华能煤电铝一体化有限公司	0.10	-
	贵州金龙实业有限公司	0.60	0.28
	贵州金凤凰售电有限公司	0.40	-
	贵州港兴中小企业服务有限公司	0.05	-
	黔西南州弘兴园区开发管理有限公司	0.72	0.07
	兴仁中石化金凤凰能源发展有限责任公司	0.15	0.32
	贵州薏苡酒业有限公司	0.03	0.03
	兴仁金峰售电有限公司	0.40	3.36
	兴仁市金凤凰物管有限公司	0.12	6.21

资料来源：公司提供

总的来说，公司对外担保规模较大，多家被担保方存在被执行记录，逾期未偿还担保金额较大，公司对东湖建投、兴仁市人民医院的担保因未履行担保责任被列为被执行人，公司面临很大的代偿风险。

## 八、外部特殊支持分析

公司是兴仁市政府下属重要企业，兴仁市金融服务中心直接持有公司94.55%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兴仁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) 公司与兴仁市政府的联系非常紧密。公司由兴仁市人民政府接近全资拥有，公司董事会均由兴仁市政府委派，主要的利润和政府支持均来自兴仁市政府及相关单位，兴仁市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，预计股权关系将维持稳定。

(2) 公司对兴仁市政府非常重要。公司持有登高新材料51%的股权，登高新材料是兴仁市“煤电铝”产业链核心企业，对于当地产业发展具备很重要的作用，同时公司在基础设施建设、税收、就业等方面对兴仁市政府的贡献很大，作为兴仁市重要的基础设施投融资与运营主体，已公开发行债券，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 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能有效提升本期债券的信用水平

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2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，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。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至2023年末，三峡担保的担保余额为941.67亿元，其中债券类担保余额占比为67.72%；融资担保责任余额704.33亿元，同比增长42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至8.56。

**表15 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

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、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，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，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

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。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2023年末，三峡担保的借款类担保余额为185.89亿元，同比增长15.43%。

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保持增长，2023年非融资担保发生额为183.36亿元，期末余额为114.45亿元，同比增长11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023年发生代偿4.75亿元，同比下降29.10%，当期回收2.22亿元，同比小幅上涨。截至2023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1.29%和42.23%，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。截至2023年末，三峡担保的担保风险准备金合计为35.24亿元，同比增长1.26%；拨备覆盖率为353.86%。

**表16 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	353.86%	318.36%	285.00%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，三峡担保的资产总额为130.60亿元，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21.69亿元、40.70亿元、41.16亿元和9.31亿元。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2023年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为3.13亿元和32.68亿元，累计计提的减值准备分别为1.11亿元和0.05亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至2023年末，三峡担保本部I级、II级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为84.95%，其中I级资产占比为67.65%；III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为14.58%。三峡担保I级资产占比较高，资产流动性良好。

截至2023年末，三峡担保的负债总额为38.74亿元，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12.01亿元、16.98亿元、1.69亿元和1.68亿元，

其中其他应付款主要包括暂收应收款项0.93亿元和应付借款0.70亿元。

截至2023年末，三峡担保的所有者权益合计91.87亿元，其中实收资本为51.00亿元，其他权益工具中永续债20.45亿元，资本实力较强。2023年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为8.56，较2022年末有所上升。

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持续增长，2023年三峡担保实现营业收入17.43亿元，同比增长15.20%；其中已赚担保费收入占比为73.09%，当期实现净利润4.71亿元，净资产收益率为5.52%，同比下降0.25个百分点。

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；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，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，累计代偿回收率不高，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保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

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。近年来兴仁市工业发展取得一定成效，区域经济实力提升。公司系兴仁市重要的产业投资平台，下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，2023年收入规模维持增长，同时公司开展基础设施建设、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，存在担保债务逾期事项，但公司电解铝业务景气度较高，业务持续性及重要性强，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。

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。

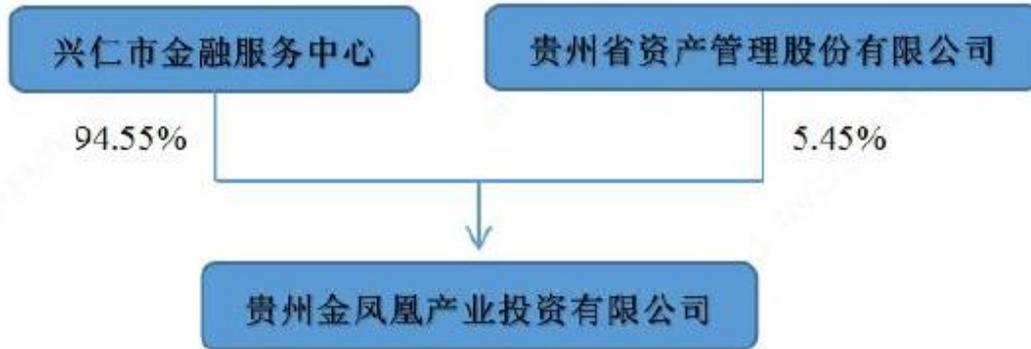
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	9.94	11.61	5.61
应收账款	8.90	6.62	9.72
预付款项	21.93	14.65	15.42
其他应收款	26.08	25.13	14.85
存货	111.61	110.55	108.49
其他流动资产	1.24	0.54	0.21
流动资产合计	179.71	169.09	154.30
固定资产	36.73	29.31	31.72
在建工程	5.37	9.18	6.61
无形资产	22.31	13.97	4.51
非流动资产合计	76.88	62.83	51.92
资产总计	256.59	231.93	206.22
短期借款	11.94	5.90	3.00
应付票据	7.30	9.60	5.00
应付账款	33.50	20.24	21.82
其他应付款	50.39	42.58	30.46
一年内到期的非流动负债	8.16	8.09	6.00
流动负债合计	119.41	97.46	76.75
长期借款	24.44	21.71	20.04
应付债券	4.00	7.12	8.00
长期应付款	0.00	0.00	0.15
非流动负债合计	28.44	28.83	28.19
负债合计	147.85	126.29	104.94
所有者权益	108.75	105.63	101.28
营业收入	73.64	59.87	52.98
营业利润	3.26	4.87	1.89
净利润	3.00	4.29	1.51
经营活动产生的现金流量净额	11.84	8.36	3.70
投资活动产生的现金流量净额	-14.09	-12.31	-1.15
筹资活动产生的现金流量净额	2.06	2.39	-4.05
<b>财务指标</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA	8.93	10.90	5.71
销售毛利率	5.83%	12.02%	8.30%
EBITDA 利润率	12.12%	18.21%	10.77%
总资产回报率	1.82%	2.89%	1.07%
资产负债率	57.62%	54.45%	50.89%

总债务/EBITDA	6.31	4.88	7.39
EBITDA 利息保障倍数	3.09	2.74	1.52
总债务/总资本	34.13%	33.52%	29.41%
经营活动现金流净额/总债务	21.01%	15.71%	8.78%
现金短期债务比	0.33	0.44	0.34

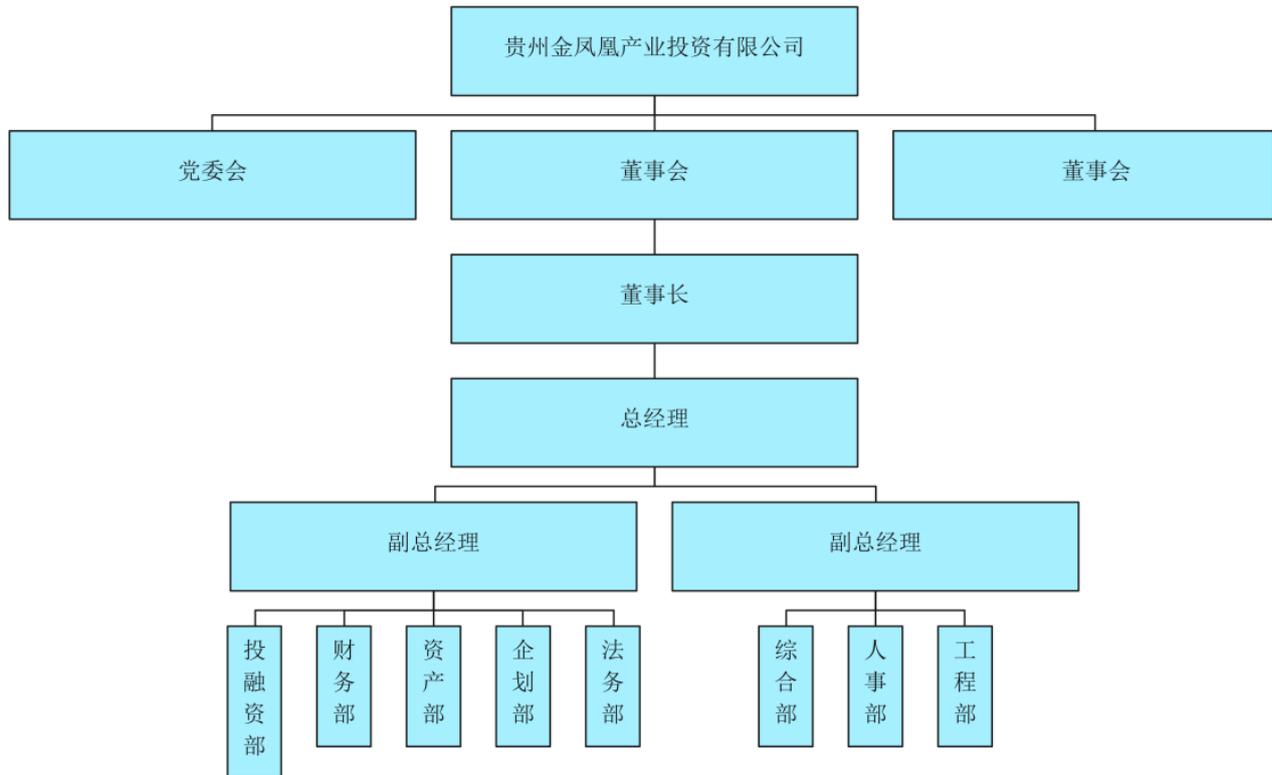
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司 2023 年债券年度报告，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织架构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%）

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
兴仁市金凤凰融资担保有限公司	融资担保业务	100	出资设立
兴仁市金凤凰水务有限公司	自来水生产与供应、污水处理	100	出资设立
兴仁市金凤凰物管有限公司	物业管理	100	出资设立
贵州薏苡酒业有限公司	健康酒类产品的研发、生产和销售	60	出资设立
贵州兴仁登高新材料有限公司	铝的生产与销售	51	出资设立
贵州仁义保安服务有限公司	保安服务	100	出资设立
贵州金凤凰新材料新能源有限公司	新能源技术推广服务	100	出资设立

资料来源：公司 2023 年审计报告

## 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、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。