



# 2019年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司 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年鱼台县鑫达经济开发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 鱼台鑫达债/PR 鱼台 01	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：鱼台县鑫达经济开发投资有限公司（以下简称“鱼台鑫达”或“公司”）为鱼台县重要的基础设施及棚户区改造投融资和建设主体，工程建设业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，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；同时中证鹏元也关注到公司资金占用较大，资产流动性仍较弱，面临一定的项目建设资金支出压力及较大短期债务压力，且存在一定的或有负债压力等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司工程建设业务开发成本较大，业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2024 年 7 月 24 日

## 联系方式

项目负责人：安晓敏  
 anxm@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭  
 zhangyt@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	130.78	127.04	110.69
所有者权益	54.33	52.59	45.87
总债务	52.03	54.06	45.84
资产负债率	58.46%	58.61%	58.56%
现金短期债务比	0.05	0.12	0.12
营业收入	11.61	9.96	9.18
其他收益	2.01	2.21	2.65
利润总额	2.04	2.05	1.88
销售毛利率	15.72%	18.29%	11.94%
EBITDA	3.56	3.74	3.43
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.05	0.95
经营活动现金流净额	1.95	-3.86	3.72

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司工程建设业务未来持续性较好。**公司为鱼台县重要的基础设施建设主体，主要负责鱼台县内的基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设工作。2023 年工程建设业务仍为公司营业收入的主要来源，存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本达 73.90 亿元，规模较大，是未来收入的来源保障。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2023 年公司收到来自政府的基础设施建设补贴资金共计 2.01 亿元，占当期利润总额的 98.53%，有效提升了公司当年的利润水平。
- **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，其提供的全额无条件不可撤销的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

- **公司资金占用较大，资产流动性仍较弱。**公司资产主要以存货中待结算的基础设施和棚户区改造等项目开发成本、拟开发土地以及应收款项中应收地方政府单位和国企的工程建设款和往来款为主，2023 年末上述资产合计占公司总资产的比重达 97.21%。其中，其他应收款增长较快，集中度较高，对资金形成较大占用，回收时间存在一定的不确定性。
- **公司仍面临较大短期债务压力和一定的资金支出压力，备用流动性大幅下降，需要持续关注公司再融资能力。**公司整体负债水平及融资成本仍较高，2023 年末现金短期债务比为 0.05，现金类资产难以覆盖短期债务偿付；公司资金需求主要来自债务还本付息和项目建设投入，截至 2023 年末，公司尚未使用银行授信额度为 3.34 亿元，备用流动性同比有大幅度下降，需持续关注相关融资政策及公司债务接续情况。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 28.26 亿元，占当期末所有者权益的比重为 52.02%，担保对象主要为地方国企及事业单位，均未设置反担保措施。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	3/7
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					a-
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA-

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 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

- 公司是鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，鱼台县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在：一方面，公司实际控制人为鱼台县国有资产监督管理局，鱼台县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权。另一方面，公司工程建设业务收入基本来自于鱼台县政府委托代建的基础设施及棚户区改造工程建设业务，在基础设施建设等方面对鱼台县政府有很大贡献，取代公司需付出一定的努力和成本，且违约预计也会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为鱼台县政府提供支持的能力很强，主要体现为：鱼台县隶属济宁市，自然资源丰富，农业优势突出，煤盐化工产业为当地支柱产业，推动经济保持增长，近年积极向高端新材料、智能制造、精细化工和绿色食品等新兴产业延伸的现代化产业体系转型。

## 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 鱼台鑫达债/PR 鱼台 01	10.00	4.00	2023-06-28	2026-04-10

## 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4月公开发行7年期10.00亿元公司债券，募集资金原计划用于6.00亿元用于鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目（以下简称“本期债券募投项目”）、4.00亿元用于补充营运资金。截至2024年4月30日，19鱼台鑫达债/PR鱼台01募集资金专项账户余额为6,502.19元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，山东兴鱼投资建设集团有限公司（以下简称“兴鱼投资集团”）、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有公司股权比例分别为93.60%和6.40%，公司实收资本总额无变化，仍为10.00亿元，实际控制人仍为鱼台县国有资产监督管理局，具体股权结构图见附录二。2023年纳入公司合并报表范围的子公司无变化。

## 四、运营环境

### 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。

### 基础设施投资行业政策环境

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增

速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

**鱼台县隶属济宁市，自然资源丰富，农业优势突出，煤盐化工产业为当地支柱产业，推动经济保持增长，但经济体量在济宁各区县中排名靠后，人均GDP水平较低，财政收入规模较小、自给能力偏弱，且地方政府债务规模增长较快**

**区位特征：鱼台县隶属济宁市，地处济宁市“一心两廊三带”中的大运河文化带，自然资源丰富。**鱼台县隶属孔孟之乡济宁市，地处山东省西南部，位于鲁苏两省交界处，东濒微山湖，南与江苏省徐州市毗邻，西与金乡县接壤，北与济宁市中区隔河相望，地处济宁市“一心两廊三带”中的大运河文化带，因境内遗有鲁隐公观鱼台而得名，素有“鱼米之乡、孝贤故里、滨湖水城”之美誉。总面积653.07平方公里，现辖9镇2个街道、1个省级经济开发区，234个行政村，10个社区。鱼台县历史文化灿烂，是儒家“孝贤文化”最具代表性的特色文化区域。

鱼台县自然资源丰富。境内17条河流纵横交错，水资源总量5.04亿立方米；煤炭总储量48亿吨，探明储量5.4亿吨，钠盐、石油、天然气、铁等矿产也有较大储量。鱼台县地处淮海经济区、环渤海经济圈核心区，滨湖大道和济徐高速纵贯南北，京杭大运河从境内穿过，境内河畔建有年吞吐量1,000万吨的鱼台物流港码头、年吞吐量120万吨的金威危险品运输码头各一座，内河通航里程220余公里，千吨货轮、万吨船队可沿京杭大运河抵达长江各口岸，形成北融济宁“半小时经济圈”、南依徐州“一小时经济圈”的区位。

**图 1 济宁市“一心两廊三带”空间发展结构**



资料来源：济宁市人民政府关于印发济宁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要的通知

**经济发展水平：**近年鱼台县经济保持增长，2023年投资和消费增速有所提升，但经济体量在济宁市排名靠后，人均GDP水平较低。近年鱼台县区经济保持增长，近年地区生产总值位居全市倒数第二，2023年人均GDP占全国人均GDP的比重为66.18%，处于较低水平。从三次产业结构来看，2023年鱼台县第一产业增加值63.91亿元，同比增长4.7%；第二产业增加值63.27亿元，同比增长4.8%；第三产业增加值119.12亿元，同比增长7.8%，第三产业对经济贡献最大。从拉动经济增长的三大动力来看：投资方面，近年鱼台县固定资产投资增速波动较大，2023年鱼台县固定资产投资增速为12.0%，自2021年以来投资增速较快，对经济的带动作用明显；消费方面，鱼台县社会消费品零售总额受低基数影响增幅明显，2023年社会消费品零售总额增速为12.9%，消费复苏趋势显著。

**表1 2023 年济宁市部分区县经济财政指标情况（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
邹城市	1,041.00	7.0	90,364.58	91.28	22.75
任城区	628.00	5.7	58,386.02	73.03	2.48
兖州区	615.00	6.5	113,741.45	53.79	44.75
曲阜市	442.00	6.3	71,061.09	24.31	-
梁山县	301.00	6.6	41,195.37	17.68	24.65
金乡县	275.00	6.7	43,908.67	21.94	22.66
<b>鱼台县</b>	<b>246.30</b>	<b>6.2</b>	<b>59,135.65</b>	<b>14.76</b>	<b>29.87</b>
泗水县	227.00	5.6	42,445.77	14.34	-

注：1、任城区、兖州区、曲阜市人均 GDP 以当地第七次人口普查常住人口数据（时点为 2020 年 11 月 1 日零时）计算，其余地区人均 GDP 以 2022 年末常住人口数据计算；2、“-”为数据未获得。

资料来源：各区县政府网站、各区县 2023 年统计公报、2023 年财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表2 鱼台县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）	246.30	6.2%	233.17	4.4%	219.55	9.3%
固定资产投资	-	12.0%	-	11.2%	-	12.2%
社会消费品零售总额	141.11	12.9%	126.7	2%	124.20	16.4%
人均 GDP（元）		59,136		55,515		52,274
人均 GDP/全国人均 GDP		66.18%		64.87%		66.55%

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口。人均 GDP 按鱼台县 2022 年年末常住人口数据计算。

资料来源：2021-2023 年鱼台县国民经济与社会发展统计公报，鱼台县人民政府，中证鹏元整理

**产业情况：鱼台县农业优势突出，煤盐化工产业为支柱产业，近年积极向高端新材料、智能制造、精细化工和绿色食品等新兴产业延伸的现代化产业体系转型。**鱼台县坚持“工业立县”战略，强化主导产业支撑，持续开展项目引进，积极发展装备制造、精细化工和绿色食品加工等产业。工业泵产业是鱼台县重点产业，形成了集模具、铸造、机械加工、机电、配套件等为一体的产业发展格局。现有5家工业泵整机生产企业，上下游产业链企业20余家。2023年鱼台县聚焦园区氯气、氢气等资源向新材料产业延伸，谋划推进新兴高端化工产业链项目76个，庚彩新材料、巨元锂电、棠锂正极材料等一批项目相继签约落地，新星生物、森之海新材料、齐泰新材料等重点项目建成投产。鱼台县农业优势突出，拥有鱼台大米、鱼台甲鱼、鱼台龙虾、鱼台毛木耳4个中国地理标志保护产品，依托于生态环境优势、水利资源充足，鱼台县积极发展绿色食品加工产业，农副产品加工主要分为大米加工、饲料加工、食品加工。鱼台县煤炭以气煤、焦煤、肥煤为主，属济宁市煤化工的重要基地，依托于资源优势，鱼台县重点打造煤盐化工、氯碱化工、生物医药化工为主的产业集群，煤盐化工产业是鱼台支柱产业。

**发展规划及机遇：鱼台县将更大力度推进制造强县，在产业能级上实现新升级，在招商引资项目上实现新突破。**根据鱼台县坚持工业立县战略不动摇，激活产业集群效应。鱼台县将围绕化工新材料产业，推动产业链条向中高端发力，实现传统煤盐化工与新能源、新材料产业深度融合；围绕高端装备产业，主攻“智能制造”，推动工业泵产业转型升级；培育数字经济新优势，加速形成数字经济基础能力；实现港航物流产业新发展，抢抓湖西航道升级和复兴河航道提升改造机遇，推动鱼台港区复兴河作业区建设。鱼台县在2024年将继续围绕化工新材料产业，推动产业链条向中高端发力，支持盛发焦化、中泰煤化、鲁泰化学等企业围绕氢能利用等领域延伸链条，实现传统煤盐化工与新能源、新材料产业深度融合。培育数字经济新优势，开通5G基站130个，建设鱼台云计算中心，加速形成数字经济基础能力。

**财政及债务水平：鱼台县一般公共预算收入保持增长，但收入规模较小，财政自给能力弱，地方政府债务规模增速较快。**近年鱼台县财政运行情况较为平稳，2021-2023年一般公共预算收入保持增长但规模较小。从税收情况来看，2023年税收收入占一般公共预算收入的比重有所下降，财政收入质量有所下降。近年鱼台县财政自给率有所增长但水平仍较低，财政自给能力弱。2023年鱼台县政府性基金收入同比增长34%至29.87亿元，但该项收入易受当地房地产市场景气度的影响而存在波动。债务方面，近年鱼台县地方政府债务余额快速扩张，2023年，地方政府债务限额83.59亿元，债务余额83.11亿元。

**表3 鱼台县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	14.76	13.60	12.53
税收收入占比	71.48%	73.31%	84.28%
财政自给率	46.02%	41.21%	40.28%
政府性基金收入	29.87	22.26	-
地方政府债务余额	83.11	71.56	59.05

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：鱼台县预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司为鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，基础设施及棚户区改造等工程建设业务为公司营业收入的主要来源，存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本规模较大，业务持续性较好

公司为鱼台县重要的基础设施建设主体，主要负责鱼台县内的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设。2023年工程建设业务仍为公司营业收入的主要来源，占当期营业收入的比重为91.73%，由于结转规模增加，当期公司工程建设业务收入有所提升，从而带动公司整体营业收入提高。2023年公司子公司鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司（以下简称“鑫兴城建公司”）分别与鱼台县机关事务中心、鱼台县教育体育局下属棠邑学校和鱼台县中医院签订相关房屋、教育设备和中医院医疗设备租赁协议，当年建材、医疗器械销售、租赁及维修业务收入增长明显，但房屋租赁业务整体收入有所下降。电费业务方面，主要为鑫兴城建公司工程建设项目代收电费收入实现。毛利率方面，2023年公司销售毛利率有所下降，主要系2023年公司集中缴纳房产税及房产税滞纳金导致房屋租赁业务毛利率大幅下降，建材、医疗器械销售、租赁及维修业务由于收入提升但成本变化不大，毛利率大幅上升，工程建设收入毛利率同比持平。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	106,546.54	91.73%	14.17%	91,428.21	91.84%	14.17%
房屋租赁	3,568.07	3.07%	0.72%	5,212.14	5.24%	98.15%
建材、医疗器械销售、租赁及维修	5,917.40	5.09%	53.09%	2,849.56	2.86%	5.10%
电费	116.59	0.10%	0.00%	65.27	0.07%	0.00%
<b>合计</b>	<b>116,148.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.72%</b>	<b>99,555.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.29%</b>

注：2022年电费业务成本更正，以本次披露为准  
资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

### （一）工程建设业务

公司工程建设业务收入同比上升，仍是公司营业收入主要来源；公司存货占比资产比例最大，其中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本规模较大且仍有提升，是未来收入的来源保障，但回款时间受到财政资金安排影响具有不确定性

公司为鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，自成立以来先后参与区域内较多重大基础设施和棚户区改造项目的投资建设工作。公司与鱼台县人民政府签订委托建设框架协议，协议约定鱼台县人民政府委托公司从事市政基础设施项目的建设，由鱼台县人民政府下达投资计划，公司负责具体项目投建。每年末鱼台县人民政府与公司确认建设投入成本以及投资回报，投资回报为工程实际造价的20%。2023年公司工程建设业务收入提升了16.54%，毛利率较上年无变化。

**表5 2023年公司工程建设业务收入成本情况（单位：万元）**

项目名称	代建成本	代建收入
孝贤大厦项目	28,191.58	32,844.56
鱼台棠邑学校建设项目	22,935.11	26,720.52
化肥厂片区项目	18,580.72	21,647.44
市民中心项目	6,574.47	7,659.58
公共文化综合体项目	3,732.16	4,348.15
王鲁馨苑（一期）棚改项目	3,093.29	3,603.84
中医院医养结合项目	2,901.93	3,380.89
中医院片区棚改项目	2,173.95	2,532.76
西支河片区A区、B区、C区棚户区改造项目	812.02	946.04
农村路网提升工程（一期）项目	528.57	615.82
城市管网雨污处理工程项目	465.19	541.97
文昌小区棚改项目	318.80	371.42
鱼台县农村公路网化工程项目	310.42	361.66
日本沟西片区棚改项目	291.30	339.38
湖陵三路便民疏导点项目	263.47	306.95
振兴路与北环路口绿化项目	116.70	135.96
三角绿地建设项目	80.00	93.20
龙虾广场建设项目	70.19	81.77
旧城海子工程项目	12.57	14.64
<b>合计</b>	<b>91,452.45</b>	<b>106,546.54</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目计划总投资42.28亿元，累计已投资33.81亿元，除本期债券募投项目外，均为代建项目。另外，本期债券募投项目完工后可实现一定规模的安置房、商业门面和车位销售收入，原计划于2018年建设完工，于2019年确认收入，截至2023年末，该募投项目尚未确认收入。整体来看，公司存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本达73.90亿元，规模较大，未来收入来源仍较有保障，但回款时间受财政资金安排影响、存在一定不确定性，同时需关注自营的募投项目建

设完工后的实际收益实现情况。此外，公司主要在建项目尚需投资8.47亿元，存在一定的资金支出压力。

**表6 截至2023年末公司主要在建基础设施及棚户区改造等项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	累计已投资	是否签订代建协议
日本沟片区东区棚改项目工程	13.62	9.28	是
张黄中心片区城中村2017-张黄三期	11.01	10.95	是
鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目	9.11	6.73	否
大班额项目	4.89	3.80	是
西支河片区A区、B区、C区棚户区改造项目	2.90	2.58	是
鱼台棠邑公园项目	0.75	0.47	是
<b>合计</b>	<b>42.28</b>	<b>33.81</b>	-

注：鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司继续获得较大的外部支持

公司是鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，继续获得较大的外部支持。公司2023年收到鱼台县政府基础设施建设补贴资金款项合计2.01亿元，占当期利润总额的98.53%，有效提升了当期利润水平。

## 六、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告和经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年纳入公司合并范围的子公司无变化。

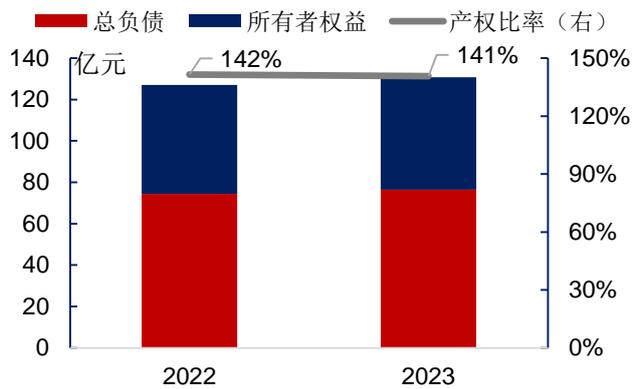
### 资本实力与资产质量

公司产权比率仍偏高，所有者权益难以覆盖总负债；公司资产以待结算的基础设施和棚户区改造等项目开发成本、拟开发土地以及应收地方政府单位和国企的工程建设款和往来款为主，其中应收款项集中度较高，对资金形成较大占用，回收时间存在一定的不确定性，且受限资产规模较大，整体资产流动性仍较弱

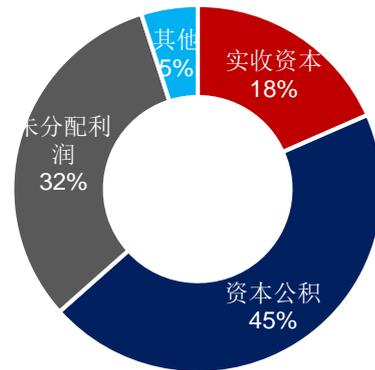
2023年公司所有者权益及总负债均有所增长，年末产权比率略有下降至140.72%，所有者权益仍难以覆盖总负债。从所有者权益构成来看，2023年末仍以资本公积和未分配利润为主，资本公积无变化。

图2 公司资本结构

图3 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司资产规模有所增长，资产构成以存货（基础设施和棚户区改造等项目开发成本、拟开发土地）、应收账款和其他应收款（应收鱼台县财政局工程建设款和往来款、鱼台县事业单位房屋租赁款以及地方国企的往来款）为主，截至2023年末，上述资产合计占公司总资产的比重达97.21%。

随着基础设施和棚户区改造项目的建设投入，2023年公司存货规模进一步增长，期末公司存货中待结算的基础设施和棚户区改造等项目开发成本73.90亿元，拟开发土地31.61亿元，土地性质均为出让，用途主要为商业、商住、城镇住宅、批发零售用地等，此外包含少量科教用地、医卫慈善用地、公共设施用地、文体娱乐用地、机关团体用地等，取得方式为政府注入及招拍挂。截至2023年末，公司其他应收款同比增长75.55%，系公司对兴鱼投资集团和鱼台县康泉农业开发有限公司往来款项所致，公司其他应收款主要对象为应收股东兴鱼投资集团往来款13.33亿元、鱼台县康泉农业开发有限公司往来款3.19亿元、济宁市欣欣城乡建设开发有限公司2.39亿元、山东水发贤达水务有限公司0.11亿元和鱼台县中小企业助保管理委员会0.10亿元，前五大应收单位余额合计占比95.69%，应收对手方集中度较高，对资金形成较大占用，其他应收账款对手方均为国企。2023年末公司应收账款主要为应收鱼台县财政局的工程建设款1.42亿元，占总应收账款比例为80.80%，其次为应收鱼台县机关事务中心的0.23亿元和应收鱼台县教育和体育局0.11亿元的租赁业务收入，账龄均在一年以内，应收对手方集中度很高，2023年末应收账款同比减少73.65%，主要系公司收回部分对鱼台县财政局和鱼台县中医院的业务款项所致。整体来看，公司应收款项（应收账款及其他应收款）集中度有所提高，且对资金形成很大占用，回收时间存在一定的不确定性。

其他资产方面，2023年末公司货币资金同比减少68.63%，系1.51亿银行承兑汇票保证金到期兑付所致。同期末其他货币资金0.20亿元，系用于质押的定期存款。固定资产主要系为开展建材、医疗器械销售、租赁及维修业务新购置的机器设备，2023年期末账面价值为2.03亿元。公司2023年拍卖处置了0.30亿元的鱼台银都水韵豪庭投资性房地产，无形资产系账面价值为536.73万元的卫宁健康医院信息管理系统。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产账面价值合计12.84亿元，包含0.20亿元货币资金和

12.65亿元土地使用权，受限原因主要系用于长期借款抵押和对外担保质押，受限资产占总资产比重为9.82%。

**表7 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	0.83	0.63%	2.64	2.08%
应收账款	1.75	1.34%	6.63	5.22%
其他应收款	19.88	15.20%	11.32	8.91%
存货	105.51	80.67%	103.14	81.19%
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>128.05</b>	<b>97.91%</b>	<b>123.78</b>	<b>97.43%</b>
固定资产	2.03	1.55%	2.28	1.80%
<b>非流动资产合计</b>	<b>2.73</b>	<b>2.09%</b>	<b>3.26</b>	<b>2.57%</b>
<b>资产总计</b>	<b>130.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>127.04</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

公司营业收入保持增长，销售毛利率有所下降，存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本规模较大，未来收入来源仍较有保障，业务持续性较好，公司利润对政府补助仍较为依赖

公司为鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，营业收入仍主要来源于工程建设业务。2023年在工程建设收入和建材、医疗器械销售、租赁及维修业务收入增长的带动下，公司营业收入实现增加。截至2023年末，存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本达73.90亿元，规模较大，未来收入来源仍较有保障，业务持续性较好。

毛利率方面，2023年公司销售毛利率下降，主要系同年房屋租赁业务集中缴纳房产税及房产税滞纳金等税额导致成本上涨明显，毛利率降低；建材、医疗器械销售、租赁及维修业务由于收入提升但成本变化不大，毛利率大幅上升，工程建设收入毛利率同比持平。此外，2023年公司获得政府补贴2.01亿元，占当期利润总额的比重为98.53%，公司利润对财政补贴仍较为依赖。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年	2022年
营业收入	11.61	9.96
营业利润	2.04	2.07
其他收益	2.01	2.21
利润总额	2.04	2.05
销售毛利率	15.72%	18.29%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

公司负债水平偏高，总债务规模有所降低，短期债务有所下降，但融资成本仍偏高；现金短期债务比表现较弱，公司面临较大的短期偿债压力

2023年末公司总债务下降至52.03亿元，占总负债的比重达68.05%，其中短期债务17.33亿元，占总负债的比重为22.67%，债务期限结构有待优化。公司债务类型包括银行借款、债券融资和非标融资，2023年末占比分别为57.54%、11.49%、30.97%。其中，银行借款以质押、抵押、保证借款为主，授信方主要为农业发展银行、国家开发银行、农业银行、华夏银行、济宁银行、鱼台农村商业银行，银行借款融资成本区间为3.50%-5.00%；债券融资系“19鱼台鑫达债/PR鱼台01”，由三峡担保提供保证担保，票面利率为7.50%；非标融资主要包括济宁市财金投资有限公司、济宁钢城汇金小额贷款有限公司、济宁市财信融资担保集团股份有限公司等单位借款，融资成本区间为5.00%-8.00%。整体来看，公司融资成本偏高。

其余主要负债中，2023年末公司应付账款主要系应付设备款和工程款；其他应付款主要为应付济宁市财金投资有限公司借款11.13亿元、以及应付鱼台县鱼水文化旅游发展有限公司、鱼台县鱼水文化旅游发展有限公司、鱼台县华城房地产开发有限公司、济宁欣欣现代农业科技有限公司和山东鱼腾建筑工程有限公司等单位往来款。

**表9 截至2023年末公司债务融资成本情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本区间	融资余额
银行借款	3.50%-5.00%	29.88
债券融资	7.50%	5.97
非标融资	5.00%-8.00%	16.08
<b>合计</b>	-	<b>51.93</b>

注：（1）表中的债务未包含应付票据；（2）其他应付款中的付息项、其他流动负债中的短期非金融机构融资、长期应付款及其他非流动负债中的长期非金融机构融资统计在非标融资中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**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
应付账款	1.15	1.50%	1.27	1.70%
其他应付款	34.30	44.86%	31.64	42.50%
一年内到期的非流动负债	5.31	6.94%	4.02	5.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>42.31</b>	<b>55.34%</b>	<b>41.73</b>	<b>56.05%</b>
长期借款	27.12	35.47%	23.82	31.99%
应付债券	3.97	5.19%	5.94	7.97%
其他非流动负债	2.84	3.71%	2.77	3.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>34.15</b>	<b>44.66%</b>	<b>32.72</b>	<b>43.95%</b>

<b>负债合计</b>	<b>76.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>74.45</b>	<b>100.00%</b>
总债务	52.03	68.05%	54.06	72.61%
其中：短期债务	17.33	22.67%	21.33	28.65%
长期债务	34.70	45.38%	32.72	43.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率为58.46%，负债水平偏高，现金短期债务比为0.05，现金类资产难以覆盖短期债务的偿付。2023年公司EBITDA利息保障倍数下降至1.01，EBITDA尚可覆盖债务利息支出。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目建设投入，虽然2023年公司经营活动现金表现为净流入，但公司后续的项目建设仍需一定资金投入，综合影响下公司面临较大的短期偿债压力及一定的资金支出压力。公司为鱼台县重要的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设主体，必要时可获得当地政府的支持。截至2023年末，公司尚未使用授信额度3.34亿元，备用流动性同比大幅度下降，需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化对公司再融资能力的影响。

**表11 公司偿债能力指标**

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	58.46%	58.61%
现金短期债务比	0.05	0.12
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.05

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

### 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，近年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，近年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，根据公司提供的相关情况说明，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。此外，中证鹏元注意到，公司与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优化。公司 2024 年因披露 2023 年年度报告时间晚于法定期限，于 2024 年 6 月 18 日收到来自上海证券交易所的书面警告。

根据公开信息查询，公司董事会成员及监事会成员在报告期内未发生变更，截至2023年末，公司董事会成员为丁运涛，李杰、李惠玲、监事会成员为仇晓锐、陆婷、石晨鸽、张姝姝，公司法定代表人和总经理为丁运涛。

### 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（2024年7月8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2023年末，公司对外担保余额合计28.26亿元，占当期末所有者权益的比重为52.02%，担保对象主要为地方国企及事业单位。总体来看，公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表12 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
山东鱼水水务发展有限公司	9.80	2041-7-29	否
山东鱼水水务发展有限公司	8.08	2051-12-19	否
山东鱼水水务发展有限公司	4.25	2038-8-24	否
山东鱼水水务发展有限公司	2.40	2038-1-8	否

鱼台县康泉农业开发有限公司	0.46	2025-11-21	否
鱼台县康泉农业开发有限公司	0.08	2025-6-20	否
鱼台县康泉农业开发有限公司	0.07	2026-7-20	否
山东鱼腾建筑工程有限公司	0.80	2025-5-15	否
山东鱼腾建筑工程有限公司	0.10	2024-2-22	否
鱼台县中医院	0.21	2025-12-8	否
鱼台县中医院	0.10	2026-9-4	否
鱼台县人民医院	0.47	2024-6-12	否
鱼台县人民医院	0.47	2024-5-9	否
鱼台县人民医院	0.10	2024-10-12	否
鱼台县第一中学	0.22	2024-12-5	否
鱼台县第二中学	0.21	2025-12-6	否
山东鱼米农业发展有限公司	0.20	2024-10-15	否
济宁市欣欣城乡建设开发有限公司	0.08	2026-5-15	否
山东惠鱼港航物流有限公司	0.08	2024-3-15	否
鱼台县文萃商业运营有限公司	0.07	2024-2-23	否
<b>合计</b>	<b>28.26</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

## 其他

本次评级公司个体信用状况为a-，较上次评级上调1个级别，主要是由于：鱼台县区域经济及融资环境向好，因此区域整体等级由“风险较大”调整为“风险中等”。

## 八、外部特殊支持分析

公司是鱼台县下属重要企业，由兴鱼投资集团持股93.60%、农发基金持股6.40%，其中公司控股股东兴鱼投资集团由鱼台县国资局全资持股。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，鱼台县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与鱼台县政府的联系非常紧密。穿透来看，公司由政府单位全资持股，实际控制人鱼台县国资局对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；近年公司营业收入主要系来源于政府的基础设施及棚户区改造等代建业务；此外，公司持续获得政府较大力度的支持，且预计公司与政府的联系未来将保持稳定。

(2) 公司对鱼台县政府非常重要。公司基础设施及棚户区改造等公共产品和服务业务收入占营业收入比重较高，因此其在地最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，且在基础设施建设方面对当地政府贡献很大，若要被其他企业替代政府需付出一定的努力和成本。此外，公司本部已发行多期债券，违约将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

(3) 经评估, 鱼台县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化, 本次评级公司个体信用状况上调1个级别后, 使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别, 依据《外部特殊支持评价方法和模型》(版本号: cspy\_ffmx\_2022V1.0), 同时考虑到跟踪期内公司所面临的经营和财务状况均未发生重大变化, 外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

## 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的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 保证范围包括本期债券本金及利息, 以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用; 承担保证责任的期间为本期债券存续期间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管理集团有限公司(原重庆渝富资产管理集团有限公司, 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13 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，发行人主体信用评级以 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14 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的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 十、 结论

依托于农业优势突出，煤盐化工产业主导的产业结构，近年鱼台县积极向高端新材料、智能制造、

精细化工和绿色食品等新兴产业延伸的现代化产业体系转型，近年鱼台县经济持续增长，投资和消费增速有所提升，但经济体量、财政收入规模较小，地方政府债务规模增速较快。公司为鱼台县重要的基础设施建设主体，主要负责鱼台县内的城市基础设施及棚户区改造等项目的投融资和建设。截至2023年末，公司存货中待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本规模较大，未来收入来源仍较有保障，业务持续性较好。此外，公司继续获得鱼台县政府单位较大力度的支持。同时中证鹏元也关注到，公司资金占用较大，资产流动性较弱，仍面临较大短期债务压力和一定的资金支出压力，备用流动性大幅下降，需要持续关注公司再融资能力，同时公司存在一定的或有负债风险。

此外，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

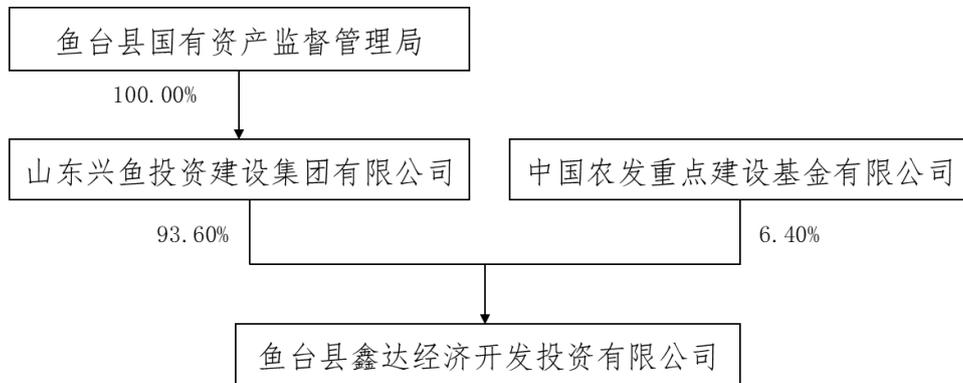
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“19鱼台鑫达债/PR鱼台01”的信用等级为AAA。

## 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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.83	2.64	2.49
其他应收款	19.88	11.32	8.59
存货	105.51	103.14	90.56
流动资产合计	128.05	123.78	107.34
固定资产	2.03	2.28	2.27
非流动资产合计	2.73	3.26	3.35
资产总计	130.78	127.04	110.69
短期借款	0.00	0.00	0.10
应付账款	1.15	1.27	1.95
其他应付款	34.30	31.64	31.14
一年内到期的非流动负债	5.31	4.02	6.42
流动负债合计	42.31	41.73	40.15
长期借款	27.12	23.82	16.44
应付债券	3.97	5.94	7.90
其他非流动负债	2.84	2.77	0.06
非流动负债合计	34.15	32.72	24.66
负债合计	76.45	74.45	64.81
所有者权益	54.33	52.59	45.87
营业收入	11.61	9.96	9.18
营业利润	2.04	2.07	1.90
其他收益	2.01	2.21	2.65
利润总额	2.04	2.05	1.88
经营活动产生的现金流量净额	1.95	-3.86	3.72
投资活动产生的现金流量净额	0.13	-0.19	-2.85
筹资活动产生的现金流量净额	-1.93	2.88	-2.32
<b>财务指标</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	15.72%	18.29%	11.94%
资产负债率	58.46%	58.61%	58.56%
短期债务/总债务	33.32%	39.46%	46.20%
现金短期债务比	0.05	0.12	0.12
EBITDA（亿元）	3.56	3.74	3.43
EBITDA 利息保障倍数	1.01	1.05	0.95

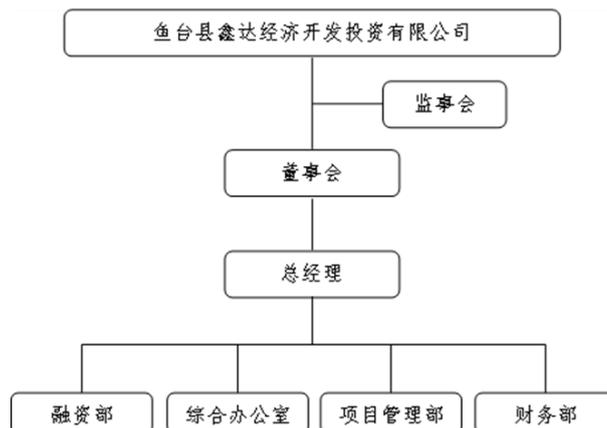
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2023 年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
		直接	间接	
鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司	10.00	89.34%	-	在政府授权范围内的城乡建设开发、旅游项目开发、市政工程、水利工程、城乡道路建设项目投资等。
鱼台县城投理工产业投资有限公司	2.00	-	89.34%	一般项目：以自有资金从事投资活动；非居住房地产租赁。许可项目：建设工程施工等。

资料来源：公司提供，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。