



2022年贵溪市新铜都投资经营有限公司公司 债券(第一期)、(第二期)2023年跟踪评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年贵溪市新铜都投资经营有限公司公司债券(第一期)、(第二期) 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
22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01	AAA	AAA
22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：贵溪市以铜产业为支柱，经济发展水平较高，为县域综合实力百强县，贵溪市新铜都投资经营有限公司（以下简称“新铜都投资”或“公司”）是贵溪市重要的基础设施建设主体，跟踪期内持续获得贵溪市政府在资产注入、财政补助等方面强有力的支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）和中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的保证担保仍能分别有效提升“22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01”和“22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02”的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，土地开发整理业务结算进度缓慢，公司对外担保余额占净资产规模过半，存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。中证鹏元认为，贵溪市依托铜产业优势，经济发展环境良好，未来中短期内公司平台地位仍将维持，业务具有持续性。

评级日期

2023 年 5 月 30 日

联系方式

项目负责人：游云星
 youyx@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
 xiehl@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	180.54	162.11	161.14
所有者权益	88.67	80.34	75.18
总债务	78.44	67.60	82.35
资产负债率	50.88%	50.44%	53.34%
现金短期债务比	0.12	0.06	0.59
营业收入	8.66	7.88	5.87
其他收益	2.00	2.00	1.40
利润总额	2.61	2.35	1.89
销售毛利率	13.43%	13.56%	16.64%
EBITDA	3.11	2.85	2.49
EBITDA 利息保障倍数	0.77	1.20	0.90
经营活动现金流净额	0.94	1.23	-12.83

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **贵溪市以铜产业为支柱，经济发展水平较高，为县域综合实力百强县。**2022 年贵溪市地区生产总值实现 641.8 亿元，位列江西省区县第八，且 2021-2022 年 GDP 增速均高于全国、全省平均水平，当地铜产业经济支柱作用明显，已形成以铜加工为首位产业的产业结构。此外，2022 年贵溪市一般公共预算收入持续增长，地方财政收入规模在全省区县中排名靠前。
- **公司是贵溪市重要的基础设施建设主体之一。**公司主要从事贵溪市内基础设施建设和土地开发整理业务，2022 年末公司在建的基础设施项目储备充足，已签订代建合同的项目计划总投资及已投资额较大，基础设施代建业务持续性较好。
- **公司持续获得较大外部支持。**2022 年，公司继续获得贵溪市政府在资产注入和财政补贴方面的支持，其中向公司无偿划转贵溪临港实业有限公司（以下简称“临港实业”）100% 股权，增加资本公积 5.87 亿元，获得的 2 亿元财政补贴占当期利润总额的 76.63%，有效提高了公司资本实力和利润水平。
- **第三方保证担保仍能有效提升各自担保债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保和中合担保的主体信用等级均为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能分别有效提升“22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01”和“22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02”的信用水平。

关注

- **公司土地开发整理业务规模较大，结算进度较为缓慢。**公司土地整理开发项目结算进度易受贵溪市城市建设规划、土地市场景气度及政府资金安排等因素影响，截至 2022 年末仅结算部分成本，基本完工的项目中仍有较大规模的成本尚未结转。
- **弱流动性的资产占比较高，限制公司再融资能力。**公司资产以基础设施项目投入成本、土地、往来款等资产为主，截至 2022 年末上述资产合计占总资产比重超 70%，其中项目投入成本和往来款回款主要依赖于当地政府的统筹安排，资金回笼时间不确定，而公司的土地抵押比例较高，截至 2022 年末存货中已抵押土地占拟开发土地总额 44.93%，且土地集中变现存在一定的难度。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额较大，占当期末净资产的 51.57%。虽然公司担保对象主要为当地国企，但均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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	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

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
贵溪市国有控股集团有限公司	贵溪市发展投资集团有限公司	184.57	56.73%	176.50	192.81	贵溪市主要的基础设施建设主体，负责贵溪市政府投资建设项目的实施
新铜都投资	贵溪市发展投资集团有限公司	88.67	50.88%	8.66	78.44	主要从事贵溪市基础设施建设、土地整理开发等业务
贵溪市发展投资集团有限公司	贵溪市国有资产管理局（以	-	-	-	-	贵溪市最核心的基础设施建设主体，负责贵溪市基础设施代建、土地开发整理等业务

下简称“贵溪市国资局”)

注：财务数据为 2022 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

个体信用状况

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

外部特殊支持

- 公司是贵溪市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，贵溪市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与贵溪市政府的联系非常紧密以及对贵溪市政府非常重要。同时，中证鹏元认为贵溪市政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02	2022-10-18	汪永乐、游云星	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 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA/22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01	2022-07-15	汪永乐、游云星	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (py_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01	7.20	7.20	2022-07-15	2029-08-11
22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02	5.00	5.00	2022-10-18	2029-12-23

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2022年8月发行7年期7.2亿元企业债，于2022年12月发行7年期5亿元企业债，募集资金合计12.2亿元，其中8.8亿元用于贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目，3.4亿元用于补充公司营运资金。截至2023年3月27日，募集资金专项账户余额为1,332.71万元。

三、发行主体概况

2022年公司的名称、注册资本、控股股东及实际控制人均无变化，截至2022年末，公司注册资本为90,000.00万元，实收资本为40,193.51万元，控股股东和实际控制人均为贵溪市国有资产管理局（以下简称“贵溪市国资局”），持有公司93.70%股权。

2023年3月，根据《贵溪市国有资产管理局关于将贵溪市国有控股集团有限公司、贵溪市新铜都投资经营有限公司股权划转至贵溪市润贵投资有限公司¹等事项的通知》（贵国资字〔2023〕3号），贵溪市国资局将其持有的公司93.70%股权无偿划转至贵溪市发展投资集团有限公司（以下简称“贵溪发投”）。此次股权变更后，公司控股股东为贵溪发投，持有公司股权比例为93.70%，实际控制人仍为贵溪市国资局，股权结构图见附录二。

公司是贵溪市重要的基础设施建设主体之一，仍主要从事基础设施代建、土地开发整理等业务。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共4家，详见附录四。2022年公司合并报表范围新增子公司3家，变动情况具体见表1。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵溪临港实业有限公司	100%	100,000.00	建筑业	划拨
贵溪市智贵信息科技有限公司	100%	5,000.00	信息传输、软件和信息技术服务业	新设
贵溪市铭佳文化体育发展有限公司	51%	200.00	文化、体育和娱乐业	新设

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

¹ 贵溪市润贵投资有限公司已于2023年4月更名为贵溪市发展投资集团有限公司

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

贵溪市以铜产业为支柱，工业产业特色鲜明，经济发展水平较高，为县域综合实力百强县，近年来贵溪市地方财政收入规模位列江西省区县第一方阵

区位特征：贵溪为鹰潭市下辖的三区县之一，地处江西省东部偏北，信江中游，背靠龙虎山山脉、鄱阳湖流域。贵溪全市面积 2,480 平方公里，截至 2021 年末，常住人口 54.03 万人，为鹰潭市第一大区县，拥有全省首个晋级“千亿园区”的省级重点工业园区贵溪经开区和鹰潭（贵溪）铜产业循环经济基地。2019 年鹰潭市全域成为 11 个国家城乡融合发展试验区之一，但近年来鹰潭市重点发展中心城区月湖区，贵溪市人口小幅流出，2021 年末常住人口城镇化率为 55.47%，明显低于全国、全省、全市平均水平。贵溪市交通较为便利，境内有沪昆铁路、皖赣铁路、鹰厦铁路、沪昆高速铁路等四条铁路，以及 320 国道、206 国道和沪昆高速公路、济广高速公路，鹰潭高铁北站坐落于贵溪市。贵溪市旅游资源较为丰富，境内龙虎山是中国道教的发祥地，是中国第八处世界自然遗产、世界地质公园、国家自然文化双遗产地、国家 5A 级旅游景区。

图1 贵溪市区位情况


资料来源：贵溪市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：贵溪市经济总量较大、增速较快，为县域综合实力百强县。依托于铜冶炼行业，贵溪市经济总量靠前，2022年在江西省的区县中位列第八，占据鹰潭市经济总量的51.86%。近年来贵溪市经济保持较快增长，2020-2022年GDP增速均高于全国、全省平均水平。贵溪市产业结构以重工业为主，2022年三次产业结构为6.5:61.2:32.3。近年来贵溪市人均GDP实力较好，经济发展水平较高，2022年贵溪市位于县域高质量发展百强县第37位、工业百强县第68位、科技创新百强县第69位、综合实力百强县第74位。

表2 2022年鹰潭市下属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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
贵溪市	641.8	4.9%	11.87	48.18	32.27
月湖区	183.5	5.0%	6.38	7.60	-
余江区	209.6	5.5%	6.43	14.55	36.86

注：（1）人均GDP=2022年GDP/第七次人口普查常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县政府工作报告、政府网站、公司提供，中证鹏元整理

表3 贵溪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）	641.78	4.9%	592.32	9.5%	506.17	4.1%
固定资产投资	-	8.0%	-	11.8%	-	9.0%
社会消费品零售总额	138.43	4.2%	132.90	18.4%	112.26	4.5%
人均GDP（元）	118,722		109,587		93,636	
人均GDP/全国人均GDP	138.54%		135.33%		129.25%	

注：2020-2022年人均GDP按“地区生产总值/第七次人口普查常住人口”计算，“-”表示数据未公开披露。

资料来源：贵溪市2020-2021年统计公报、贵溪市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：贵溪市铜首位产业支柱作用明显，新兴产业积极培育，产业转型稳步推进但压力仍存在。铜产业是贵溪之本，大型铜采选、冶炼及加工企业江西铜业（600362.SH）坐落于此。贵溪市围绕江西铜业为中心，依托贵溪经开区、铜产业循环经济基地等平台，做大做强铜产业，形成了以铜加工为首位产业的产业结构，2021年贵溪市共有规模以上铜工业企业107家，营业收入达到2,195.3亿元，占该市全部工业企业营业收入的91.5%，2022年5月上市公司诺德股份（股票代码：600110.SH）与贵溪市政府签约总投资超百亿的超薄锂电铜箔项目。铜及铜加工获评省五星产业集群，积极推动铜精深加工，但目前铜产业上中游企业占了2/3，附加值偏低。近年来，贵溪市大力培育以智能制造、数字经济、绿色照明等战略性新兴产业，数字经济产业园认定为省级数字经济集聚区，2022年新开工亿元以上项目43个，但“一铜独大”局面未得到根本改变，产业转型升级稳步推进压力仍存在。

发展规划及机遇：贵溪实施工业强市战略，打造“1+3”现代化工业体系。根据《贵溪市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五远景目标纲要》，贵溪市实施工业强市战略，打造“1+3”现代化工业体系。铜为贵溪首位产业，围绕打造世界级有色产业集群核心区，着力把贵溪建设成为全国铜原材料集散中心、铜材料精深加工集聚区、铜产业应用集聚区，培育1-2家上市铜精深加工企业，主营收入达到300-400亿元，铜精深加工占比超过50%，力争培育10-15家有竞争力的高端线缆线束龙头企业，主营收入达到100-150亿元，铜原料、铜产品和铜消费相互支撑。发展壮大智能制造、数字经济、绿色照明主导产业，力争各培育8-10家有竞争力的行业龙头企业，主营业务收入均达到100-150亿元，数字经济核心产业增加值占GDP比重超12%。

财政及债务水平：近年来贵溪市地方财政收入位列全省区县第一方阵，财政收入质量尚可。近年来贵溪市地方一般公共预算收入逐年提升，在江西省各区县中排名前列，2022年一般公共预算收入48.18亿元，增长16.52%。近年来税收收入占比在70%以上，财政收入质量尚可，且2021-2022年随着财政自给率的上升，财政平衡能力有所提高。因存量土地出让金补缴，2022年政府性基金收入大幅增长。区域债务方面，近年来贵溪市地方政府债务余额扩张较快，2022年在鹰潭市下属区县中位于第一，偿债压力加大。

表4 贵溪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	48.18	41.35	39.18
税收收入占比	76.28%	75.87%	72.98%
财政自给率	67.71%	65.95%	58.50%
政府性基金收入	32.27	21.10	21.02
地方政府债务余额	103.79	87.33	52.73

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2022年地方政府债务余额为预计执行数
 资料来源：江西省财政厅、贵溪市人民政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是贵溪市重要的基础设施建设主体之一，主要负责贵溪市的基础设施工程项目代建和土地开

发整理，2022年末在建项目储备充足，已签订代建合同的项目投资规模较大，代建业务具有较好的持续性，但供应链业务受宏观经济环境等因素影响较大

公司主要承担贵溪市的基础设施代建、土地开发整理、资产租赁、铜贸易供应链等业务，其中代建业务收入在2021-2022年占比分别为72.59%和94.30%，仍是公司收入和毛利润的核心来源。2021年公司新拓展供应链业务，业务多样性有所提高但该业务毛利率很低，且2022年受宏观经济环境影响，供应链业务未能严格按照2021年的模式实施，导致营业收入与营业成本相同，公司采用净额法核算。整体来看，2022年公司营业收入保持增长，主要系代建收入增长所致，总体的毛利率相对稳定。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建收入	81,657.88	94.30%	9.88%	57,186.00	72.59%	10.46%
租赁收入	4,932.57	5.70%	72.11%	5,728.38	7.27%	81.99%
供应链收入	-	-	-	15,867.30	20.14%	0.01%
合计	86,590.45	100.00%	13.43%	78,781.69	100.00%	13.56%

注：该表的“代建收入”包括基础设施代建和土地开发整理业务收入
 资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司负责贵溪市内的棚改、道路工程、污水环境整治等基础设施代建及土地开发整理业务，业务由贵溪市政府及相关单位委托代建，业务收入持续增长，在建项目储备较充足，业务具有较好的持续性；但业务回款受委托方结算进度及当地财政情况等因素影响，存在不确定性，且持续的项目投入和资金垫付给公司带来一定的资金压力

公司代建业务包括基础设施代建以及土地开发整理。基础设施代建方面，业务模式主要为：公司与贵溪市兴贵投资经营有限公司（以下简称“兴贵投资”）、贵溪市水利局分别签订《建设工程施工合同》、《委托投资建设协议书》，由公司负责项目融资、项目施工、维修等事宜，委托方每年按工程进度全额拨付工程进度款。实际操作中，代建项目资金由公司自筹及向银行融资获得，委托方每年根据项目实际完工进度进行结算，并按照公司当年实际支出成本的一定比例支付委托建设服务费。

土地开发整理方面，业务模式主要为：公司与贵溪市财政局（以下简称“财政局”）、贵溪市国土资源局（以下简称“国土局”）签订《合作开发土地协议》，由财政局和国土局委托公司在贵溪市区域内开展一级土地开发事宜，包括农用地转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施建设等工作，土地一级开发所需的各项投入和费用由公司负责筹集。公司土地一级开发业务的投资成本由财政局、国土局及公司三方协商确认；开发土地完成当期一级开发并验收合格后，将以招标、拍卖或挂牌方式出让该块国有土地使用权，土地交易的市价及时机由国土局征求公司意见后决定；每期土地交易后收到的地价款在支付省属部分土地出让金和相关税费后，由国土局与公司按照公司投资成本加成比例、根据土地整理进度及出让情况结算，具体比例由双方协商确定，并由财政局划入公司账户作为土地一级开发收入。实际操作中，公司确定计划开发土地后需向国土局申报，获得批复后出具可行性研究报告，并向贵溪市发展和改革委员会申请批复，项目获批后正式立项。公司分别与贵溪市房产管理局（以

下简称“房管局”）、贵溪市旧城区改造工作指挥部（以下简称“旧改指挥部”）就具体项目签订《建设工程施工合同》，约定由房管局、旧改指挥部施工，项目资金由公司自筹，公司定期根据施工方提交的工程量清单造价书审核、确认当期工程款。

2022年公司代建收入同比增长42.79%，收入来自土地开发整理业务中的贵溪市南街片区棚户区改造项目，总体上代建业务毛利率较为稳定。

表6 2021-2022年公司代建项目收入明细（单位：万元）

项目名称	2022年		2021年	
	确认收入	确认成本	确认收入	确认成本
贵溪市南街片区棚户区改造项目	81,657.88	73,587.15	0.00	0.00
贵溪市东城区新型城镇化工程	0.00	0.00	49,254.52	44,255.18
贵溪市城中（老汽车站）棚户区改造项目	0.00	0.00	7,931.49	6,948.25
合计	81,657.88	73,587.15	57,186.00	51,203.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目为棚户区改造和产业园建设等，其中贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目为“22铜都01/22贵溪铜都债01”，“22铜都03/22贵溪铜都债02”的募投项目，由公司自营。主要在建及拟建的基础设施项目至少尚需投入资金规模为39.16亿元；其中已签订代建协议的项目计划总投资64.16亿元，至少尚需投资22.85亿元。公司代建业务未来收入可持续性较好，但项目建设资金需公司自筹，仍存在较大的资金压力。

此外，近年来受贵溪市土地市场波动和项目进程等因素影响，公司土地开发整理项目结算进度较为缓慢，2022年仅1个项目结转部分成本，后续随着其他项目成本陆续结转，土地开发整理业务可带来一定的收入，但受贵溪市政府建设规划和城市化进程、土地市场景气度等影响，未来土地开发整理收入实现时间不确定。

表7 截至2022年末公司主要在建及拟建的基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资金额	是否签订代建
在建项目			
贵溪市东城区新型城镇化工程	194,012.28	191,630.72	是
贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目	163,400.00	86,937.56	否
贵溪市城北村庄搬迁改造项目	146,296.00	63,802.58	是
贵溪市城南棚户区（城中村）改造（二期）建设项目	125,896.45	56,465.00	是
综合医疗服务能力提升工程	54,782.75	36,761.59	是
贵溪市城中（老汽车站）棚户区改造项目	47,820.00	16,948.25	是
贵溪市罗塘河两岸防洪治涝工程	41,047.61	50,405.71	是
S206 贵溪市港黄至桃源段（一期）公路改建工程项目	31,715.00	6,384.29	是
小计	804,970.09	509,335.70	-
拟建项目			
贵溪市电子信息产业智能制造科技园建设项目	100,209.58	13,574.00	否
小计	100,209.58	13,574.00	-
合计	905,179.67	522,909.70	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2022 年末公司在建土地整理开发项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
贵溪市四冶生活区、余信贵大道及象山董家棚建设项目	156,300.00	113,528.27
贵溪市南街片区棚户区改造项目	149,041.55	151,480.72
南街片区二期及江边片区棚户区改造	69,923.33	85,490.24
贵溪市南街片区一期棚户改造项目	69,130.15	80,887.90
合计	444,395.03	431,387.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）供应链业务

围绕铜产业，公司新拓展供应链业务但毛利率水平很低，2022年采用净额法核算收入，未来需关注该业务的可持续性

依托贵溪市铜产业发展，2021年公司新增铜产品供应链业务，交易商品以电解铜等铜产品为主，但毛利率很低。公司的业务开展模式主要以长单交易为主，生产和销售均与大型上下游客户建立长期的合作关系，获取稳定长期的货源和渠道，赚取利润差价。公司供应链业务对上游拥有30天的账期，对下游款到发货，且进行锁价。2022年公司因宏观经济环境等因素影响未能严格按照2021年的供应链业务模式实施，导致当年供应链业务收入与成本相同（均为530,986,082.67元），出于会计谨慎性原则，公司选择净额法进行核算，未来需关注该项业务的具体实施情况及可持续性。

（三）租赁业务

公司租赁业务较为稳定，对营业收入形成补充，但租金回款情况较差

公司于2017年12月29日与贵溪市金茂资产经营中心（以下简称“金茂资产”）签订《委托管理协议书》，约定自2018年1月1日起，公司委托金茂资产经营管理公司名下所属房产，期限为3年，金茂资产每年向公司就经营管理资产支付租金（含税）4,500.00万元，并于每年12月31日前一次性支付当年租金。目前双方已续签协议，约定出租期限为2023年1月1日至2042年12月31日，合同到期后由双方协商续签，租赁价格为每四年上涨一次，为4,635.00万元-5,064.79万元。

此外，随着贵溪市国资局向公司划拨污水管网资产28,962.48万元，2021年公司新增污水管网租赁业务，公司与贵溪市自来水公司签订《管网租赁协议书》，约定将以上管网资产的使用权出租给贵溪市自来水公司，为期1年，协议总价为1,386.26万元，合同到期后，由双方协商确定续约相关事宜，目前已续签至2023年12月31日。

公司出租资产均由政府注入，2022年实现租赁收入4,932.57万元，对营业收入形成一定补充，但租赁业务毛利率同比下滑至72.11%，主要系公司当年受宏观经济环境影响减免租金所致。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为贵溪市重要的基础设施投融资主体，为支持公司项目的建设，贵溪市政府持续给予公司在资产注入和财政补贴方面的较大支持。资产注入方面，2022年政府无偿划转临港实业100%股权至公司，增

加资本公积5.87亿元；财政补贴方面，2022年公司收到2亿元的基础设施专项补贴资金，计入其他收益，占当期利润总额的76.63%，有效提高了公司的利润水平。

表9 近年公司获得外部支持情况（单位：亿元）

1、资产注入			
时间	资产类别	金额	依据文件
2022年	资本公积	5.87	关于同意贵溪临港实业有限公司股权划转至贵溪市新铜都投资经营有限公司的批复
2、补贴收入			
时间	补贴内容	金额	依据文件
2022年	财政补贴	2.00	关于拨付贵溪市新铜都投资经营有限公司基础设施专项补贴资金的通知

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2021-2022年审计报告，均采用新会计准则编制。2022年末纳入公司合并报表范围的子公司共4家，子公司情况详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模持续增长，近年增量资产主要来自于债务融资和政府注入资产；存量资产以基础设施项目投入成本、土地、往来款等资产为主，整体资产流动性较弱

随着政府向公司注入资产以及公司在项目建设方面的持续投入，2022年公司所有者权益和债务融资均有所增长，其中债务融资增长较快，使得2022年末财务杠杆水平同比略有上升，且净资产对负债的保障程度一般。公司所有者权益以政府向公司注入的资金、土地、股权等资产为主。

图2 公司资本结构

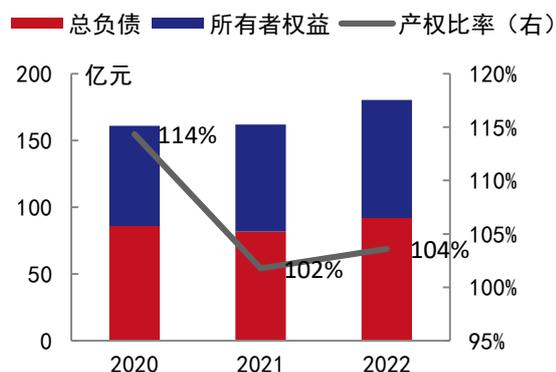
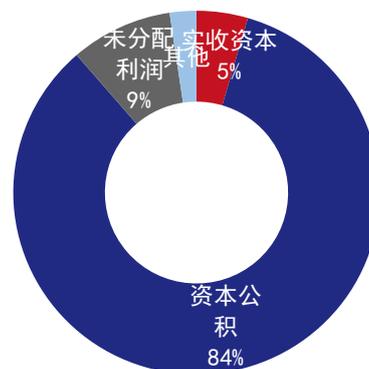


图3 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

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	2.02	1.12%	1.52	0.94%
预付款项	6.58	3.64%	13.82	8.52%
其他应收款	10.43	5.78%	16.00	9.87%
存货	117.88	65.30%	96.09	59.27%
流动资产合计	141.08	78.14%	129.66	79.98%
在建工程	4.24	2.35%	0.00	0.00%
投资性房地产	14.89	8.25%	14.82	9.14%
其他非流动资产	14.08	7.80%	14.04	8.66%
非流动资产合计	39.46	21.86%	32.45	20.02%
资产总计	180.54	100.00%	162.11	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模持续增长，公司资产主要为存货、其他应收款、预付款项和投资性房地产，2022年末上述资产合计占公司资产的82.97%。公司存货主要由拟开发土地和开发成本构成，2022年随着公司在建项目的持续投入，开发成本明显增长。2022年末拟开发土地账面价值为45.31亿元，共34宗地块，均为出让性质，大部分用途为商业、住宅用地，其中账面价值为0.55亿元的1宗土地尚未办理产权证但已缴纳土地出让金。2022年末存货中20.36亿元的土地资产已用于借款抵押，占拟开发土地总额的44.93%，抵押比例近半，且土地集中变现存在一定的难度，存货流动性较弱。其他应收款主要系与政府部门和国有企业的往来借款，2022年随着贵溪市建筑工程总公司等单位回款，其他应收款规模同比下降。2022年末其他应收款余额前五名单位为贵溪市财政局、贵溪市兴园投资发展有限公司、贵溪市财政局铜产业循环经济园区分局、贵溪临港工贸有限公司、贵溪市工业控股有限公司，上述应收政府及国有企业的款项合计占其他应收款总额的82.59%。预付款项主要为预付工程款，2022年同比大幅下降主要系转入存货的开发成本所致。公司投资性房地产均采用公允价值计量模式，主要为政府注入的房产并用于出租，2022年同比变化不大，且无抵押受限情况。

其他资产构成方面，2022年末公司0.44亿元的货币资金受限，均来自保证金。其他非流动资产主要为基金投资10.00亿元，该款项为对贵溪市城市建设发展私募基金的投资，实际是对贵溪市庆贵投资管理有限公司（以下简称“庆贵公司”）进行增资扩股，该基金资金主要用于贵溪市棚户区改造。2022年末公司新增在建工程，主要来自贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目，但均被用于抵押借款。

受限资产方面，截至2022年末，公司使用受限的资产账面价值合计25.04亿元（主要包括存货20.36亿元和在建工程4.24亿元），占同期末资产总额的比重为13.87%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入持续增长，代建业务可持续性较好，持续的政府补助有效提升了公司利润水平

2022年公司收入主要来源于代建业务，租赁业务对公司收入形成补充。截至2022年末公司在建和拟建的代建项目总投资合计64.16亿元，且尚需投资规模较大，公司代建业务仍具有较好的持续性；同期末土地整理业务的已投资为43.14亿元，后续土地出让后，公司可实现一定的土地整理收入，但受贵溪市规划建设、区域房地产市场和土地市场景气度等影响，未来土地整理收入实现时间不确定。2021-2022年公司均获得财政补贴2.00亿元，分别占当年利润总额的84.96%和76.63%，有效提升了公司利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
营业收入	8.66	7.88
营业利润	2.61	2.36
其他收益	2.00	2.00
利润总额	2.61	2.35
销售毛利率	13.43%	13.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增加，现金类资产对短期债务覆盖不足，面临较大的偿债压力

2022年末，公司非流动负债占比大幅提升，主要系债券融资增加所致。公司债务类型包括银行借款和债券融资，占比分别为59%和41%。其中，银行借款包括抵质押、保证和信用借款，期限多为3年以内，授信方主要有中国工商银行、中国农业发展银行等；债券融资方面，2020年以来发债利率在5.1%-6.9%，集中在2029年到期，其中“20铜都01”已于2022年到期偿还，使得一年内到期的非流动负债大幅减少。

其余负债方面，其他应付款主要系应付政府单位及当地国企的往来款，2022年末其他应付款规模大幅下降，主要系2021年末公司部分其他应付款对象也为临港实业的其他应收款对象，2022年公司合并临港实业后，公司部分其他应付款与临港实业的其他应收款进行了合并抵消。2022年末长期应付款规模同比大幅增加，主要系政府向公司拨款用于贵溪高端装备智能产业园（西区）一期等项目的建设。

表12 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	5.02	5.46%	5.00	6.12%
其他应付款	4.06	4.42%	12.45	15.22%
一年内到期的非流动负债	10.95	11.92%	21.37	26.14%
流动负债合计	23.24	25.30%	39.76	48.63%
长期借款	34.17	37.19%	40.23	49.20%
应付债券	26.99	29.38%	0.00	0.00%
长期应付款（合计）	6.60	7.18%	1.00	1.22%

非流动负债合计	68.63	74.70%	42.01	51.37%
负债合计	91.87	100.00%	81.77	100.00%
总债务	78.44	85.38%	67.60	82.67%
其中：短期债务	17.29	18.82%	26.37	32.25%
长期债务	61.15	66.57%	41.23	50.42%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2022 年末，公司资产负债率同比变化较小，现金短期债务比略有上升但现金对短期债务的保障程度仍较低。随着公司债务融资规模的扩大，2022 年利息支出增加，使得 EBITDA 利息保障倍数下降。

表13 公司偿债能力指标

项目	2022 年	2021 年
资产负债率	50.88%	50.44%
现金短期债务比	0.12	0.06
EBITDA 利息保障倍数	0.77	1.20

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会责任方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理和管理方面，公司非职工董事、非职工监事和高级管理人员均由贵溪市政府任命，2020 年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设综合办公室、计划财务部、规划建设部、项目策划部和资产管理部五个职能部门，详见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 4 月 7 日），公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2022 年末，公司对外担保金额合计为 45.73 亿元，占当期末净资产的 51.57%。虽然公司担保对

象均为当地国企，但均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
贵溪市兴贵投资经营有限公司	169,451.38	2033/10/10
	91,000.00	2032/11/21
贵溪市兴园投资发展有限公司	80,000.00	2030/5/24
	49,000.00	2024/6/29
贵溪市农业开发投资有限公司	25,000.00	2024/6/28
贵溪市国有控股集团有限公司	15,000.00	2024/6/27
贵溪市裕通市政工程有限责任公司	10,000.00	2024/6/26
贵溪市建筑工程总公司	7,000.00	2024/6/24
贵溪市自来水公司	7,000.00	2024/6/25
	3,800.00	2023/12/28
合计	457,251.38	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是贵溪市政府下属重要企业，控股股东为贵溪市国资局全资子公司贵溪发投，持有公司93.70%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，贵溪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）公司与贵溪市政府的联系非常紧密。公司的实际控制人为贵溪市国资局，控股股东为贵溪发投，且主要董事会成员及总经理由贵溪市政府任命。同时，公司营业收入主要由委托代建业务构成，业务主要源于政府及其相关单位。公司近年获得贵溪市政府的财政补贴的次数较多且力度较大，预计未来公司与贵溪市政府关系稳定。

（2）公司对贵溪市政府非常重要。公司是贵溪市重要的基础设施建设及投融资主体，主要负责贵溪市内基础设施建设，近年公司代建业务收入超过70%，对贵溪市政府和当地经济社会发展具有一定贡献。同时公司作为已发债企业，若发生违约事件将会对当地的金融环境和融资成本产生较大的影响。

九、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“22铜都01/22贵溪铜都债01”的安全性

三峡担保为“22铜都01/22贵溪铜都债01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证，三峡担保保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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

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

表15 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

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

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

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

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年4月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022年非融资担保发生额为247.34亿元，期末余额为102.63亿元。

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

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

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

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

表16 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微

企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

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

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其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“22铜都 01/22 贵溪铜都债 01”的安全性。

中合担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升“22铜都03/22贵溪铜都债02”的安全性

中合担保为“22铜都03/22贵溪铜都债02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。中合担保保证的范围包括债券本金及利息，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。中合担保承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求中合担保承担保证责任的，中合担保免除保证责任。

中合担保成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。后经增资扩股及股权变更，截至 2022 年末中合担保注册资本及实收资本均为 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。2022 年 4 月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）等在内的 321 家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内。2022 年 4 月 28 日，海航科技发布公告称，海航集团等 321 家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。海航科技及海航资本持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

表17 截至 2022 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

中合担保主要从事直接、间接等融资担保以及自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。2021年以来，中合担保重新制定了发展规划，未来在坚持担保主业的同时，计划加大与股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）在供应链金融等领域的合作，以强化与中国宝武间的协同效应。

表18 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	111.69	37.84	29.44
当期解除担保额	-	240.87	240.20
期末担保余额	335.46	423.25	626.28
融资担保余额	335.46	423.25	626.28
直接融资担保余额	318.54	407.85	599.47
间接融资担保余额	16.92	15.40	26.81
融资担保责任余额	271.66	342.35	510.38
融资担保责任余额放大倍数（X）	3.68	4.70	7.01

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受近年来到期解保项目规模较大影响，中合担保的担保业务规模持续下降，截至2022年末中合担保融资担保余额为335.46亿元，同比下降20.74%。但随着风险化解工作的持续推进以及新金融业务的落地，2022年中合担保新增担保业务111.69亿元，为2021年的2.95倍。近年来中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。截至2022年末，中合担保直接融资担保余额318.54亿元，占期末担保余额的比重为94.96%，其中企业债担保余额282.41亿元，被担保人已基本全部调整为城投类企业，被担保企业主体信用级别在AA级及以上的合计担保余额占比为98.61%。近年来中合担保逐渐压缩传统银行贷款担保业务，截至2022年末，中合担保间接融资担保余额为16.92亿元，其中传统银行贷款担保业务余额9.31亿元。从客户集中度情况来看，截至2022年末中合担保单一最大担保客户担保余额为11.20亿元，与同期末所有者权益的比例为15.14%，客户集中度仍然较高。此外，自2020年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等共计12款创新型担保产品已先后落地，并实现线上化运营。2022年全年累计开展新金融业务规模41.80亿元，较2021年增长8.7倍左右，在业务转型方面取得了一定进展。

2022年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额4.69亿元，截至2022年末累计代偿回收率同比上升6.44个百分点至32.72%，但仍处于较低水平。整体来看，2022年以来中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2022 年末，中合担保投资资产合计 68.09 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产 36.69 亿元，占比为 53.88%，持仓债券均为利率债以及 AAA 级央、国企债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资为主，截至 2022 年末资产规模为 82.18 亿元，同比下降 1.64%。截至 2022 年末中合担保货币资金和定期存款分别为 4.83 亿元和 1.45 亿元，其中货币资金均为活期存款，不存在使用受限情况。中合担保金融投资资产主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2022 年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券持仓余额 36.69 亿元，占金融投资资产的 59.36%；其他规模较大的金融投资资产主要为基金产品和委托贷款，截至 2022 年末分别占期末金融投资资产的 25.60% 和 12.46%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2022 年末应收代位追偿款余额 14.66 亿元，已计提减值准备 11.56 亿元，账面净额 3.10 亿元，同比下降 61.96%。

中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及卖出回购金融资产为主，截至 2022 年末负债合计 8.21 亿元，同比下降 21.16%。受担保业务余额持续下降影响，2022 年末中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 2.72 亿元和 1.73 亿元，同比分别下降 21.30% 和 10.36%。为提高自有资金运营效率，中合担保通过开展债券回购业务产生了一定规模的卖出回购金融资产，2022 年末余额为 2.01 亿元。

近年来中合担保所有者权益规模保持稳定，截至 2022 年末，中合担保所有者权益合计 73.97 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2022 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 3.68 倍，较 2021 年末进一步下降，未来担保业务发展空间较大。

随着担保业务规模的持续下降，近年来中合担保营业收入及利润规模持续下降，2022 年中合担保营业收入为 4.59 亿元，同比下降 22.34%，净利润为 1.05 亿元，同比下降 33.35%。未来随着中合担保业务规模的反弹回升，其收入及利润水平有望企稳回升。

截至 2022 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 72.26% 和 15.14%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

表19 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	82.18	83.55	83.78
货币资金	4.83	5.85	5.15
应收代偿款	3.10	8.09	9.94
所有者权益合计	73.97	73.13	73.05
营业总收入	4.59	5.91	5.91

净利润	1.05	1.58	-6.52
净资产收益率	1.43%	2.16%	-8.48%
累计担保代偿率	-	3.60%	3.90%
累计代偿回收率	32.72%	26.28%	24.53%
拨备覆盖率	153.75%	88.40%	106.37%

资料来源：中合担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和资金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享等方面给予中合担保较大力度支持；中合担保在直接融资担保业务领域经营时间较长，行业地位较为突出，资本实力较强，I 级资产占比很高，资产流动性较好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务转型战略逐步推进；担保业务代偿风险得到较好控制。同时中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩；代偿回收率仍处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；中合担保未来股权结构仍存在不确定性；其与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，其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“22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02”的安全性。

十、结论

贵溪市是全国县域综合实力百强县，已形成以铜加工首位产业为主的产业结构，近年经济增长保持良好势头。公司作为贵溪市重要的基础设施建设主体，承担了当地大量的市政基础设施工程项目建设，且多年以来公司持续获得贵溪市政府在资产注入和财政补助等方面的强有力支持，目前公司基础设施项目储备充足，业务持续性较好。随着项目支出增加，公司财务杠杆持续上升，虽然公司资产流动性较弱，但基于公司的区域地位和业务竞争力，仍能保持一定融资弹性，并具备较好的抗风险能力。同时，第三方保证担保有效提升了“22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01”、“22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02”的安全性。

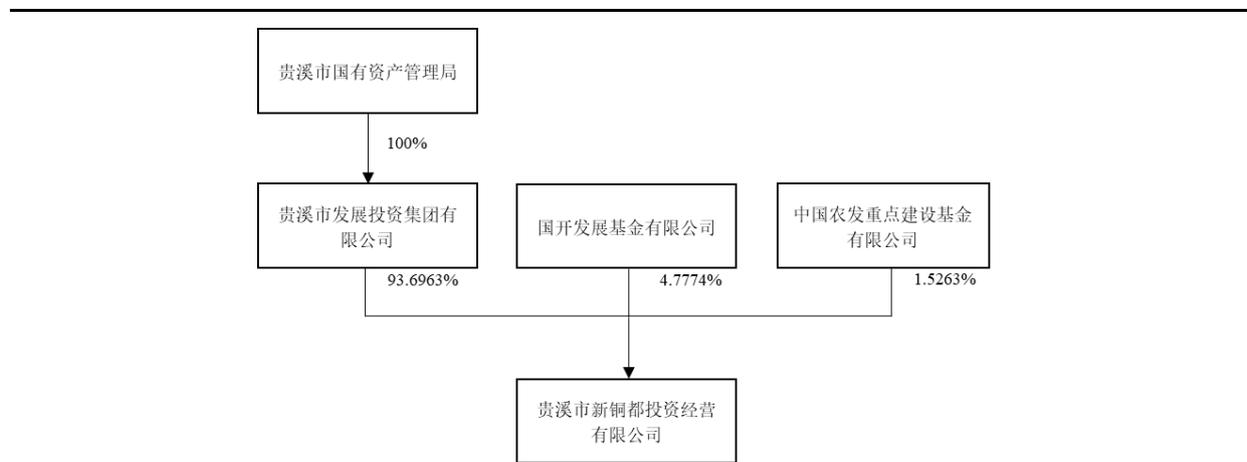
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“22 铜都 01/22 贵溪铜都债 01”、“22 铜都 03/22 贵溪铜都债 02”的信用等级为 AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.02	1.52	9.92
其他应收款	10.43	16.00	16.49
存货	117.88	96.09	74.18
流动资产合计	141.08	129.66	131.75
投资性房地产	14.89	14.82	14.27
其他非流动资产	14.08	14.04	14.48
非流动资产合计	39.46	32.45	29.40
资产总计	180.54	162.11	161.14
短期借款	5.02	5.00	9.68
其他应付款（合计）	4.34	12.53	0.86
一年内到期的非流动负债	10.95	21.37	7.11
流动负债合计	23.24	39.76	19.65
长期借款	34.17	40.23	42.66
应付债券	26.99	0.00	14.90
长期应付款（合计）	6.60	1.00	8.00
非流动负债合计	68.63	42.01	66.31
负债合计	91.87	81.77	85.96
其中：短期债务	17.29	26.37	16.79
总债务	78.44	67.60	82.35
所有者权益	88.67	80.34	75.18
营业收入	8.66	7.88	5.87
营业利润	2.61	2.36	1.90
其他收益	2.00	2.00	1.40
利润总额	2.61	2.35	1.89
经营活动产生的现金流量净额	0.94	1.23	-12.83
投资活动产生的现金流量净额	-2.49	0.17	-12.58
筹资活动产生的现金流量净额	1.62	-4.50	27.75
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	13.43%	13.56%	16.64%
资产负债率	50.88%	50.44%	53.34%
短期债务/总债务	22.04%	39.01%	20.39%
现金短期债务比	0.12	0.06	0.59
EBITDA（亿元）	3.11	2.85	2.49
EBITDA 利息保障倍数	0.77	1.20	0.90

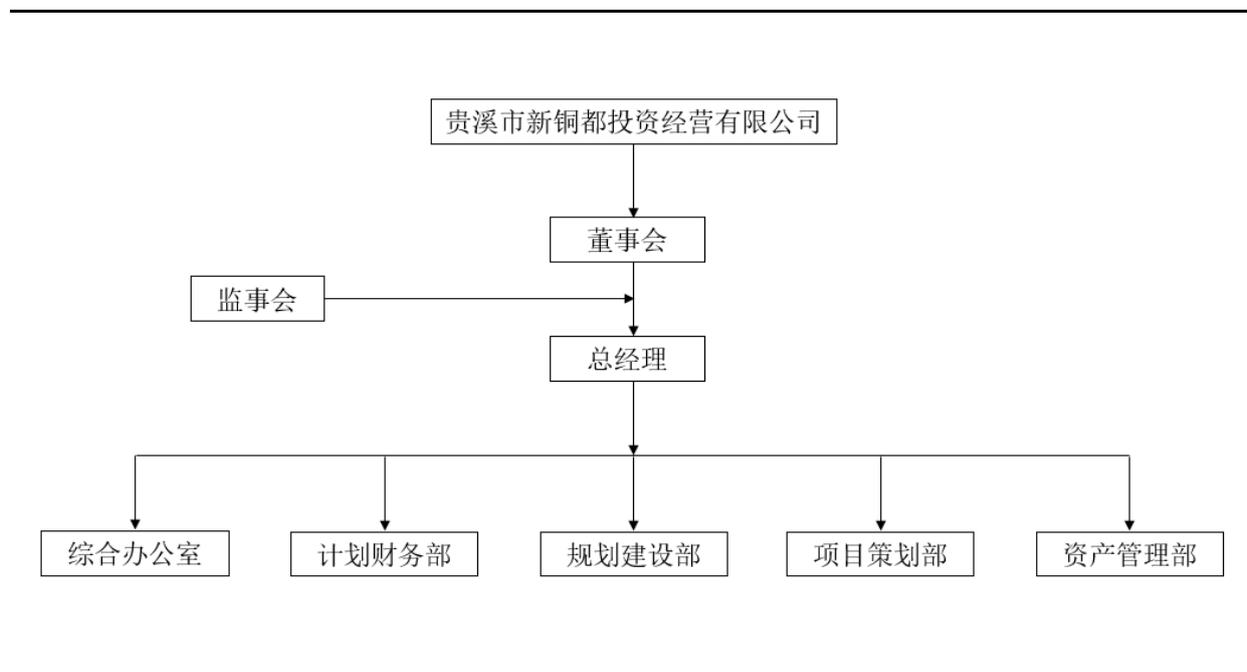
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
鹰潭市维康成建设有限责任公司	21,004.85	100%	建筑业
贵溪临港实业有限公司	100,000.00	100%	建筑业
贵溪市智贵信息科技有限公司	5,000.00	100%	信息传输、软件和信息技术服务业
贵溪市铭佳文化体育发展有限公司	200.00	51%	文化、体育和娱乐业

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。