



2019年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司 公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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：

2019年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
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仍较好，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，现金短期债务比表现不佳，面临较大的短期偿债压力及一定的资金支出压力，且存在一定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。我们认为公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 28 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

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	127.04	110.69	107.84
所有者权益	52.59	45.87	45.18
总债务	54.06	45.84	52.83
资产负债率	58.61%	58.56%	58.11%
现金短期债务比	0.12	0.12	0.16
营业收入	9.96	9.18	7.75
其他收益	2.21	2.65	1.83
利润总额	2.05	1.88	1.99
销售毛利率	18.29%	11.94%	14.03%
EBITDA	3.74	3.43	2.70
EBITDA 利息保障倍数	1.05	0.95	0.75
经营活动现金流净额	-3.86	3.72	1.01

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司工程建设业务持续性仍较好。**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。2022 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 71.61 亿元，规模较大，未来收入来源较有保障。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022 年子公司鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司收到鱼台县财政局委托鱼台县住房和城乡建设局注入的注资款 4.76 亿元，公司资本实力进一步提升；公司收到政府补贴款项 2.21 亿元，有效提升了当期利润水平。
- **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。**公司资产以有待结算的基础设施和棚户区改造项目开发成本、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，2022 年末上述资产合计占公司总资产的比重达 95.32%。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。
- **公司面临较大的短期偿债压力及一定的资金支出压力。**公司债务规模攀升且融资成本偏高，2022 年末现金短期债务比为 0.12，现金类资产难以覆盖短期债务偿付。此外，公司主要在的基础设施及棚户区改造项目后续尚需一定资金投入，且 2022 年公司经营活动现金净流出。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 21.87 亿元，占当期末所有者权益的比重为 41.59%，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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		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					bbb+
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA-

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的 1-5 分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

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，偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。

外部特殊支持

- 公司是鱼台县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，鱼台县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与鱼台县政府的联系非常紧密以及对鱼台县政府非常重要。同时，中证鹏元认为鱼台县政府提供支持的能力较好，主要体现为较好的经济实力、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/19 鱼台鑫达债/PR 鱼台 01	2022-06-29	安晓敏、张颜亭	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AAA/19 鱼台鑫达债/PR 鱼台 01	2019-02-15	胡长森、金善姬	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 鱼台鑫达债/PR 鱼台 01	10.00	6.00	2022-06-29	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2023年6月2日，募集资金专项账户余额0.22万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、实际控制人均未发生变化。2022年3月，根据《关于成立山东兴鱼投资建设集团有限公司的批复》（鱼国资【2022】7号），鱼台县国有资产监督管理局（以下简称“鱼台县国资局”）设立山东兴鱼投资建设集团有限公司（以下简称“兴鱼投资集团”），并将公司92.00%的股权全部划转给兴鱼投资集团。截至2023年5月末，公司注册资本及实收资本均为10.00亿元，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%，实际控制人仍为鱼台县国资局，具体股权结构图见附录二。2022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

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年城投投融资政策将维持“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、财政收入规模小，地方政府债务规模增速较快

区位特征：鱼台县隶属济宁市，自然资源丰富，京杭大运河从境内穿过，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。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，但经济体量在济宁市11个区县排名倒数第二，人均GDP水平较低。近年鱼台县经济保持增长，近年地区生产总值位居全市倒数第二，2022年人均GDP占全国人均GDP的比重为64.87%，处于较低水平。从三次产业结构来看，2022年鱼台县第一产业增加值60.02亿元，同比增长5.7%；第二产业增加值64.39亿元，同比增长3.1%；第三产业增加值108.75亿元，同比增长4.3%，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，2021年以来投资增速较快，对经济的带动作用明显；消费方面，鱼台县消费较为平稳，2022年社会消费品零售总额增速为2%。

表1 2022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	1,009.1	5.0%	8,6991.38	85.70	28.90
任城区	612.82	3.6%	56,974.76	71.49	3.38
兖州区	600.14	4.3%	111,000.96	50.26	-
汶上县	266.94	4.5%	38,825.15	18.81	37.99
嘉祥县	259.51	3.7%	37,064.97	18.05	31.04
金乡县	259.37	4.3%	40,900.80	20.03	24.38
鱼台县	233.17	4.4%	55,515.34	13.60	22.26
泗水县	216.07	4.4%	39,799.59	13.31	13.46

注：1、邹城市人均GDP以截至2021年末常住人口数据计算，其余地区人均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；2、“-”为数据未获得。

资料来源：各区县政府网站、2022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	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）	233.17	4.4%	219.55	9.3%	186.53	3.0%
固定资产投资	-	11.2%	-	12.2%	-	1.0%
社会消费品零售总额	126.7	2%	124.20	16.4%	106.74	-0.6%
进出口总额	-	-	-	-	8.47	28.5%
人均 GDP（元）	55,515		52,274		44,411	
人均 GDP/全国人均 GDP	64.87%		66.55%		61.30%	

注：人均GDP=地区生产总值/年末常住人口。人均GDP按鱼台县第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2020-2021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，近年积极发展装备产业、精细化工和绿色食品加工产业。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。2022年鱼台县规上工业增加值同比增长7.3%，规上工业实现营业收入同比增长5.9%，实现利润总额同比下降43.7%，工业企业盈利状况需持续关注。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：根据鱼台县坚持工业立县战略不动摇，激活产业集群效应。高端化工产业集群，主攻煤化工、氯碱化工、精细（医药）化工3大产业链；高端装备产业集群，主攻工业泵、重型装备制造、水处理设备、电子信息4大产业链；绿色食品集群，主攻鱼台大米、生态龙虾、毛木耳、杞柳、辣椒等产业，在龙头企业培育、产业链条延伸、品牌包装推广和一二三产融合等方面集中发力，加快构建种植、加工、流通、销售全链条产业体系。另外，突破发展服务业，布局发展现代物流业，规划建设物流产业园，打造区域物流集散中心；大力发展全域旅游，规划包装精品旅游路线，全力融入济宁打造世界文化旅游名城战略。

财政及债务水平：鱼台县财政收入规模较小，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，2020-2022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，2022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水平较低，财政自给能力弱。债务方面，近年鱼台县地方政府债务余额快速扩张，2022年，地方政府债务限额72.53亿元，债务余额71.56亿元。

表3 鱼台县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	13.60	12.53	10.57
税收收入占比	73.31%	84.28%	80.79%
财政自给率	41.21%	40.28%	36.41%
政府性基金收入	22.26	23.08-	20.52
地方政府债务余额	71.56	59.05	44.36

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。2022年公司分别与鱼台县中医院、鱼台县教育体育局签订相关医疗和教育设备租赁协议，当年房屋租赁业务和建材、医疗器械销售、租赁及维修业务收入增长，带动公司营业收入略有增

加，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91.84%。此外，2022年公司未实现住宿餐饮业务和会议及展览服务业务收入，系分别负责上述业务的原子公司鱼台县棠邑酒店有限公司和鱼台县文萃商业运营有限公司股权均于2021年底划出所致。毛利率方面，2022年公司销售毛利率有所提升，主要系房屋租赁业务毛利率大幅提升以及建材、医疗器械销售、租赁及维修业务扭亏为盈。

表4 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
工程建设	91,428.21	91.84%	14.17%	91,446.59	99.65%	14.17%
房屋租赁	5,212.14	5.24%	98.15%	92.29	0.10%	-50.35%
建材、医疗器械销售、租赁及维修	2,849.56	2.86%	5.10%	42.94	0.11%	-3,968.76%
电费	65.27	0.07%	5.10%	36.07	0.05%	0.00%
会议及展览服务	0.00	0.00%	-	47.75	0.04%	-537.17%
住宿餐饮	0.00	0.00%	-	102.71	0.05%	5.26%
合计	99,555.18	100.00%	18.29%	91,768.36	100.00%	11.94%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

公司工程建设业务收入略有下降，仍为公司营业收入主要来源；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，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；此外，主要在建项目后续资金需求较大，公司面临一定的资金支出压力，且需关注自营的募投项目完工后的收益实现情况

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。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%。2022 年公司工程建设业务收入变化不大，毛利率较上年无变化。

表5 2022 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
王鲁馨苑二期棚改项目	32,097.42	37,395.05
鱼台县五馆一校建设工程项目	14,796.28	17,238.39
2016 年二期棚改项目	5,894.77	6,867.69
清河西南片区回迁安置项目	4,180.00	4,869.90
王鲁馨苑（一期）棚改项目	3,933.09	4,582.24
农村路网提升工程（一期）	3,555.25	4,142.04
城市管网雨污处理工程项目	2,829.73	3,296.77
农改厕项目	1,944.48	2,265.41

鱼新三路西段、振兴路、谭庄路、建设路及客运中心站前广场工程项目	1,717.24	2,000.67
农村道路硬化工程	1,607.73	1,873.08
旧城海子工程	977.77	1,139.15
中医院医养结合项目	928.14	1,081.32
西支河片区 A 区、B 区、C 区棚户区改造项目	906.88	1,056.56
振兴路北延工程项目	637.46	742.67
重点项目	591.01	688.55
城区水环境综合治理项目	513.65	598.43
谷亭街道财政所拆迁改造项目	433.70	505.28
龙虾广场建设项目	209.07	243.57
湖陵二路南延路灯工程项目	184.79	215.29
环卫车及菜市场项目	104.18	121.37
垃圾处理厂项目	103.80	120.93
湖陵二路沿街 1#商业楼项目	84.62	98.58
鱼台二中迁建项目	70.54	82.18
鱼台县惠河旧城桥工程项目	60.00	69.90
北一环路、北二环路、湖陵三路、湖陵四路绿化工程	54.30	63.27
滨湖连接线垂柳种植工程	50.00	58.25
日本沟景观提升项目	10.00	11.65
合计	78,475.88	91,428.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资49.43亿元，累计已投资36.15亿元，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2022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71.61亿元，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13.28亿元，存在一定的资金支出压力。

表6 截至 2022 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	8.98	是
张黄中心片区城中村 2017-张黄三期	11.01	10.44	是
鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目	9.11	6.56	否
大班额项目	4.89	3.67	是
王鲁馨苑二期棚改项目	3.76	3.21	是
公共文化综合体项目	3.39	0.37	是
西支河片区 A 区、B 区、C 区棚户区改造项目	2.90	2.50	是

鱼台棠邑公园项目	0.75	0.42	是
合计	49.43	36.15	-

注：（1）日本沟片区东区棚改项目工程和张黄中心片区城中村2017-张黄三期两项目往期提供的累计已投数据有误，本次更正；（2）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。2022年子公司鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司收到鱼台县财政局委托鱼台县住房和城乡建设局注入的注资款4.76亿元，公司资本实力进一步提升；同时，收到政府补贴款项合计2.21亿元，有效提升了当期利润水平。

六、财务分析

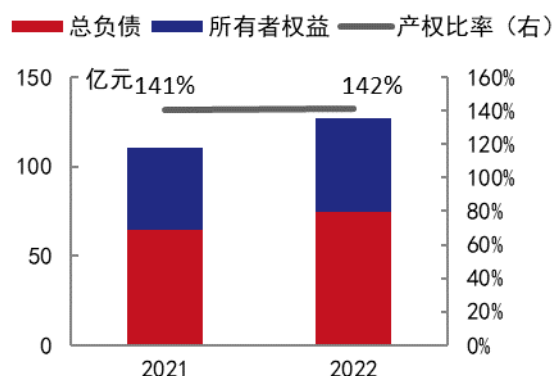
财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年纳入公司合并范围的子公司无变化。

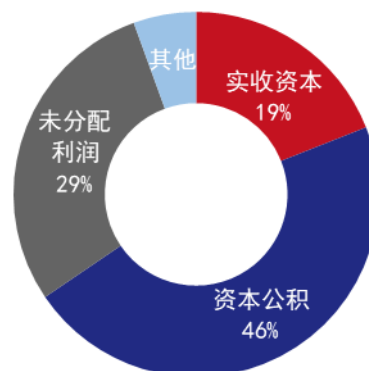
资本实力与资产质量

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

随着鱼台县政府将货币资金等资产划入以及公司债务融资规模扩大，2022年公司所有者权益及总负债均有所增长，2022年末产权比率略有上升至141.57%，所有者权益仍难以覆盖总负债。从所有者权益构成来看，2022年末仍以资本公积为主。

图 2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022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2022年末，上述资产合计占公司总资产的比重达95.32%。

随着基础设施和棚户区改造项目的建设投入，2022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71.61亿元，拟开发土地31.54亿元，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2022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6.25亿元，账龄在三年以内，应收鱼台县中医院、鱼台县教育和体育局、鱼台县机关事务中心房屋租赁款合计0.42亿元，此外部分应收账款已用于质押借款。2022年末公司其他应收款主要为应收股东兴鱼投资集团往来款5.65亿元、济宁市欣欣城乡建设开发有限公司往来款2.61亿元、鱼台县财政局往来款0.77亿元、济宁市公共资源交易服务中心鱼台分中心土地处置款0.52亿元、山东鱼米农业发展有限公司往来款0.34亿元，前五大应收单位余额合计占比86.93%。整体来看，公司应收款项（应收账款及其他应收款）集中度较高，且资金形成较大占用，回收时间存在一定的不确定性。

其他资产方面，2022年末公司货币资金中其他货币资金2.16亿元，系用于质押的定期存货和银行承兑汇票保证金；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。

受限资产方面，截至2022年末，公司受限资产账面价值合计13.78亿元，占总资产比重为10.85%，主要系用于质押的定期存货和银行承兑汇票保证金以及长期借款抵押、对外担保抵押的土地使用权。

表7 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	2.64	2.08%	2.49	2.25%
应收账款	6.63	5.22%	5.17	4.67%
其他应收款	11.32	8.91%	8.59	7.76%
存货	103.14	81.19%	90.56	81.81%
流动资产合计	123.78	97.43%	107.34	96.97%
固定资产	2.28	1.80%	2.27	2.05%
非流动资产合计	3.26	2.57%	3.35	3.03%
资产总计	127.04	100.00%	110.69	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有增长，销售毛利率有所提升，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，但公司利润对政府补助较为依赖

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。2022年在房屋租赁业务和建材、医疗器械销售、租赁及维修业务收入增长的带动下，公司营业收入略有增加。截至2022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71.61亿元，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，2022年公司销售毛利率有所提升，主要系房屋租赁业务毛利率大幅提升以及建材、医疗器械销售、租赁及维修业务扭亏为盈。此外，2022年公司获得政府补贴2.21亿元，占当期利润总额的比重为107.80%，公司利润对财政补贴较为依赖。

表8 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	9.96	9.18
营业利润	2.07	1.90
其他收益	2.21	2.65
利润总额	2.05	1.88
销售毛利率	18.29%	11.94%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债水平偏高，债务规模攀升且融资成本偏高；现金短期债务比表现不佳，公司面临较大的短期偿债压力

2022年末公司总债务上升至54.06亿元，占总负债的比重达72.61%，其中短期债务21.33亿元，占总负债的比重为28.65%，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，2022年末占比分别为49.27%、15.23%、35.50%。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、济宁城投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，2022年末公司应付账款主要系应付设备款、工程款和服务费；其他应付款主要为应付济宁市财金投资有限公司借款11.78亿元、以及鱼台县鱼水文化旅游发展有限公司、鱼台县康泉农业开发有限公司、鱼台县人民医院、山东鱼腾建筑工程有限公司等单位往来款。

表9 截至 2022 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%	25.68
债券融资	7.50%	7.94
非标融资	5.00%-8.00%	18.50
合计	-	52.11

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	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.10	0.15%
应付账款	1.27	1.70%	1.95	3.00%
应付票据	1.94	2.61%	0.10	0.15%
其他应付款	31.64	42.50%	31.14	48.04%
一年内到期的非流动负债	4.02	5.39%	6.42	9.90%
其他流动负债	2.32	3.12%	0.00	0.00%
流动负债合计	41.73	56.05%	40.15	61.95%
长期借款	23.82	31.99%	16.44	25.36%
应付债券	5.94	7.97%	7.90	12.18%
长期应付款	0.20	0.26%	0.27	0.41%
其他非流动负债	2.77	3.72%	0.06	0.09%
非流动负债合计	32.72	43.95%	24.66	38.05%
负债合计	74.45	100.00%	64.81	100.00%
总债务	54.06	72.61%	45.84	70.73%

其中：短期债务	21.33	28.65%	21.18	32.68%
长期债务	32.72	43.95%	24.66	38.05%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产负债率为58.61%，负债水平偏高，现金短期债务比为0.12，现金类资产难以覆盖短期债务的偿付。2022年公司EBITDA利息保障倍数上升至1.05，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，但账面资金难以覆盖短期债务偿付，且后续的项目建设尚需一定资金投入，而2022年公司经营活动现金净流出，导致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，此外公司与多家金融机构建立了良好合作关系，截至2022年末，公司尚未使用授信额度20.34亿元，备用流动性尚可，但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

项目	2022 年	2021 年
资产负债率	58.61%	58.56%
现金短期债务比	0.12	0.12
EBITDA 利息保障倍数	1.05	0.95

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，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《鱼台县鑫达经济开发投资有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，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。

根据公开信息查询，公司董事会成员及监事会成员多次变更，截至2022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、随云翩、张姝姝，公司法定代表人和总经

理变更为丁运涛。

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（2023年5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；公司本部在公开债券市场发行的各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计21.87亿元，占当期末所有者权益的比重为41.59%，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 2022 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	2041/07/29	否
山东鱼水水务发展有限公司	8.08	2051/12/19	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	2025/06/20	否
鱼台县康泉农业开发有限公司	0.10	2023/08/06	否
山东鱼腾建筑工程有限公司	0.80	2025/05/15	否
山东鱼腾建筑工程有限公司	0.10	2023/08/30	否
鱼台县中医院	0.21	2025/12/08	否
鱼台县中医院	0.50	2023/01/18	否
鱼台县人民医院	0.48	2023/06/20	否
鱼台县人民医院	0.47	2023/11/16	否
鱼台县人民医院	0.10	2023/10/11	否
鱼台县第一中学	0.22	2024/12/05	否
鱼台县第二中学	0.21	2025/12/06	否
济宁市欣欣城乡建设开发有限公司	0.10	2023/05/12	否
山东惠鱼港航物流有限公司	0.08	2024/03/15	否
鱼台县文萃商业运营有限公司	0.07	2024/02/23	否
合计	21.87	-	-

注：上表中各项担保余额合计为21.86亿元，系尾差。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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关系非常紧密。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。

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经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

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

表13 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64

当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

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

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

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

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

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

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费收入占比为 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期代偿额持续增长，

2022年发生代偿6.70亿元，当期回收2.20亿元。截至2022年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.34%和40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表14 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

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

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

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

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供的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

鱼台县自然资源丰富，农业优势突出，煤盐化工产业为当地支柱产业，对推动地区经济增长起到重要作用，但经济体量、财政收入规模小，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2022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，公司负债水平偏高，债务规模攀升且融资成本偏高，现金类资产难以覆盖短期债务的偿付，主要在建的基础设施及棚户区改造项目后续尚需一定资金投入，且2022年公司经营活动现金净流出，导致公司面临较大的短期偿债压力及一定的资金支出压力。总体来看，公司抗风险能力尚可。

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。

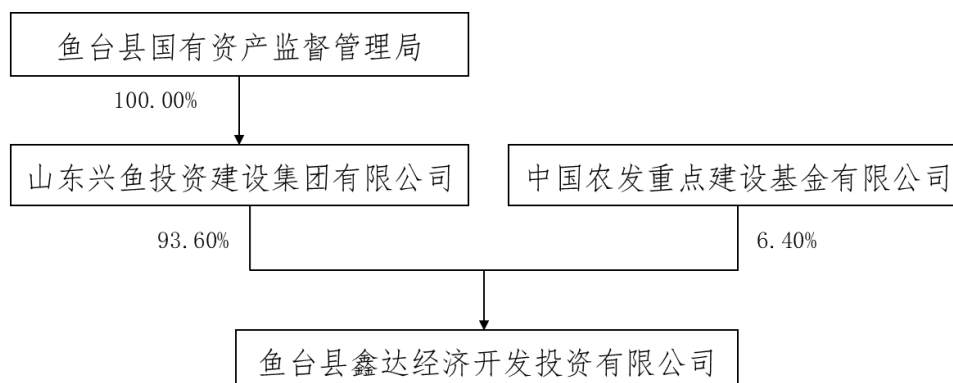
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	2.64	2.49	3.54
应收账款	6.63	5.17	3.18
其他应收款	11.32	8.59	11.87
存货	103.14	90.56	84.83
流动资产合计	123.78	107.34	106.91
固定资产	2.28	2.27	0.01
非流动资产合计	3.26	3.35	0.92
资产总计	127.04	110.69	107.84
短期借款	0.00	0.10	0.60
应付账款	1.27	1.95	0.04
应付票据	1.94	0.10	0.70
其他应付款	31.64	31.14	27.42
一年内到期的非流动负债	4.02	6.42	3.22
其他流动负债	2.32	0.00	0.00
流动负债合计	41.73	40.15	32.61
长期借款	23.82	16.44	19.53
应付债券	5.94	7.90	9.85
长期应付款	0.20	0.27	0.33
其他非流动负债	2.77	0.06	0.35
非流动负债合计	32.72	24.66	30.06
负债合计	74.45	64.81	62.66
其中：短期债务	21.33	21.18	22.78
总债务	54.06	45.84	52.83
所有者权益	52.59	45.87	45.18
营业收入	9.96	9.18	7.75
营业利润	2.07	1.90	2.06
其他收益	2.21	2.65	1.83
利润总额	2.05	1.88	1.99
经营活动产生的现金流量净额	-3.86	3.72	1.01
投资活动产生的现金流量净额	-0.19	-2.85	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	2.88	-2.32	-2.38
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	18.29%	11.94%	14.03%
资产负债率	58.61%	58.56%	58.11%
短期债务/总债务	39.46%	46.20%	43.11%
现金短期债务比	0.12	0.12	0.16

EBITDA（亿元）	3.74	3.43	2.70
EBITDA 利息保障倍数	1.05	0.95	0.75

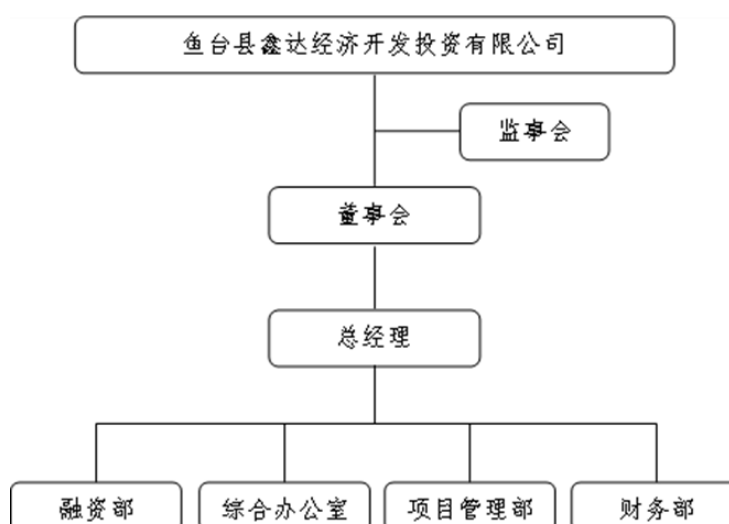
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



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 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 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	86.45%	-	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	-	80.00%	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+其他应付款中的有息部分+1年内到期的非流动负债+其他流动负债
长期债务	长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债
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。