

2018年弥勒市农业投资开发有限责任公司 公司债券（第一期）、2019年弥勒市农业投 资开发有限责任公司公司债券（第一期） 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

2018年弥勒市农业投资开发有限责任公司公司债券（第一期）、 2019年弥勒市农业投资开发有限责任公司公司债券（第一期）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
18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01	AAA	AAA
19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：弥勒市农业投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）仍为弥勒市重要的农业基础设施建设主体，基础设施建设业务和土地租赁业务持续性较好，公司继续获得较大力度外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了“18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01”和“19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02”的信用水平；同时中证鹏元关注到，公司资产仍主要由应收款项、土地开发成本等构成，资金沉淀较多，且部分资产受限，资产整体流动性较弱，存在一定规模临近到期债务，在建项目资金需求较大，面临一定的短期债务压力、资金支出压力和或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司预计在未来较长一段时间内仍为弥勒市重要的农业基础设施建设主体，并将持续获得外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 23 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：李鑫
lixin@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	104.61	102.10	95.15
所有者权益	72.13	67.81	66.33
总债务	23.53	24.96	21.00
资产负债率	31.05%	33.59%	30.29%
现金短期债务比	0.03	0.12	0.24
营业收入	4.78	5.41	6.79
其他收益	1.87	1.89	2.01
利润总额	1.79	1.86	2.06
销售毛利率	24.56%	25.02%	13.70%
EBITDA	3.36	3.80	2.70
EBITDA 利息保障倍数	2.35	3.52	2.24
经营活动现金流净额	0.39	1.19	1.37

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司仍为弥勒市重要的农业基础设施建设主体，基础设施建设业务和土地租赁业务持续性较好。**公司主要负责弥勒市土地开发整理、市政基础设施等项目建设工作，基础设施建设业务和土地租赁业务是公司营业收入的主要来源，截至 2023 年末公司主要在建项目较多，土地租赁合同继存期较长。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2023 年弥勒市人民政府向公司注入价值 2.60 亿元的房产，且获得弥勒市财政局拨付的财政补贴资金合计 1.87 亿元，占当年利润总额 104.47%，是公司整体盈利的重要支撑。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了债券的信用水平。**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连带责任保证担保有效提升了“18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01”和“19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02”信用水平。

关注

- **公司资产主要仍由应收款项、土地开发成本等构成，资金沉淀较多，且部分资产受限，资产整体流动性较弱。**基于业务属性，应收款项、土地开发成本和项目建设成本是公司资产的主要构成，部分土地使用权、投资性房地产因借款抵押使用权受到限制，应收款项的回收受财政统筹安排影响较大，资金回收滞后，对公司营运资金占用明显，且欠款方存在民营企业，需关注资金回收风险。
- **公司短期债务规模增加，在建项目资金需求较大，面临一定的短期债务压力和较大的资金支出压力。**2023 年末公司总债务规模为 23.53 亿元，短期债务 9.37 亿元，临近到期专项扶持资金 4.38 亿元，偿还安排尚不确定，现金短期债务比表现仍较差，且主要在建项目计划总投资 50.59 亿元，尚需投资规模较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**2023 年末公司对外担保 7.71 亿元，占净资产比重 10.69%，其中对民营企业担保 1.49 亿元，均未设置反担保措施。

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	职能定位
弥勒市产业发展集团有限公司	弥勒国资局	-	-	-	工业类基础配套设施的建设运营，土地整理和农业生产设施建设，发展特色农业产业
弥勒市城市发展集团有限公司	弥勒国资局	-	-	-	城区内基础设施建设、商品房开发
弥勒市农业投资开发有限责任公司	弥勒产发	72.13	31.05%	4.78	农业、城市、旅游基础设施投资、开发、建设及管理
弥勒工业园区投资开发有限公司	弥勒产发	71.89	30.72%	4.15	园区土地的前期开发和取得土地使用权的开发
弥勒市城市建设投资开发有限责任公司	弥勒城发	-	-	-	城市基础设施建设及旅游基础设施投资、开发、建设、经营

注：弥勒市已发债平台为弥勒市农业投资开发有限责任公司和弥勒市工业园区投资发展有限责任公司两家，其余平台无公开财务数据；上表中数据采用 2023 年/年末数据。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	5/7
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					4
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-，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。

外部特殊支持

- 公司是弥勒市重要的农业基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，弥勒市政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现在公司实际控制人为弥勒市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“弥勒国资局”），基础设施建设业务为公司核心业务，该项业务收入均源于当地政府及相关单位，公司主要领导也由当地政府相关单位任命，近年公司持续获得较大力度的外部支持，公司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，在基础设施建设方面对政府贡献很大，公司已经公开发行过债券，如发生违约将对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响，公司与弥勒市政府的联系非常紧密以及对弥勒市政府非常重要。同时，中证鹏元认为弥勒市政府提供支持的能力较强，主要体现在弥勒市经济总量居红河州之首，高原特色现代农业及食品加工、现代烟草加工及其配套、文化旅游及大健康、现代通用航空四大产业融合发展，未来经济发展空间较好。

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
18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01	5.00	2.00	2023-6-25	2025-10-25
19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02	5.00	2.00	2023-6-25	2026-02-27

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

公司分别于2018年10月及2019年2月发行5亿元“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和5亿元“19弥勒农投债01/PR弥勒02”。募集资金计划9亿元用于弥勒食品加工园（一期）建设项目，1亿元用于补充流动资金。“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”募集资金专项账户为同一账户，截至2024年5月末，募集资金专项账户余额为2.15万元。

三、发行主体概况

2023年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年末，公司注册资本及实收资本均为2.27亿元；控股股东仍为弥勒市产业发展集团有限公司（以下简称“弥勒产发”），实际控制人仍为弥勒国资局。

2023年末公司新纳入合并报表范围子公司1家，划出子公司1家，具体情况见下表。截至2023年末纳入公司合并报表范围内子公司共14家，详细附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内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
弥勒市产发农业有限公司	100%	0.85	农、林、牧、渔业	投资设立
2、跟踪期内不再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	不再纳入的原因
弥勒市垦源农业开发有限责任公司	100%	0.02	农、林、牧、渔业	无偿划出

资料来源：公司2023年审计报告

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。

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。

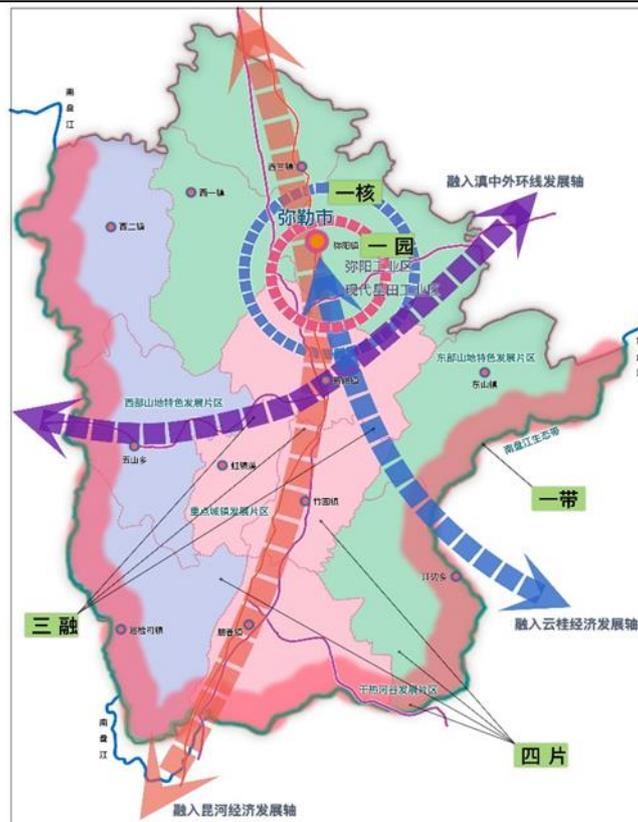
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

弥勒市经济实力稳居云南省红河哈尼族彝族自治州（简称“红河州”）13个县市之首，但仍属欠发达边疆民族地区，主要发展高原特色现代农业及食品加工、现代烟草加工及其配套、文化旅游及大健康、现代通用航空四大产业，第二产业发展对当地经济发展贡献较大；弥勒市财政实力相对较弱，近年地方政府债务余额持续扩张

区位特征：弥勒市是“接轨滇中、连接两广”的交通枢纽，水、温泉、煤炭等资源丰富，是云南省重要的食品、药品原料产地。弥勒市是红河州下属的县级市，位于云南省东南部，红河州北部。交通方面，弥勒市是“接轨滇中、连接两广”重要枢纽，“出境入海、辐射东盟”的重要节点，有平锁高速、石锁高速、锁蒙高速、泸弥高速、石泸高速 5 条高速公路主干线过境，南昆高铁在弥勒设站，距昆明长水国际机场 120 公里，距国家级口岸河口 316 公里。弥勒市自然资源丰富，水资源总量达 7.9 亿立方米，温泉资源年可开采量约 600 万立方米，境内煤炭储藏量达 19 亿吨，是云南省重要的食品、药品原料产地。全市面积 4,004 平方公里，截至 2023 年末，弥勒市下辖 3 个街道、9 个镇、2 个乡，常住人口为 53.39 万人。

图1 弥勒市“十四五”发展布局规划示意图



资料来源：弥勒市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要，中证鹏元整理

经济发展水平：弥勒市经济总量（GDP）居红河州13个县市之首，第二产业支柱作用明显，文旅康养融合发展，对当地经济发展贡献突出，2023年固定资产投资负增长。近年弥勒市经济保持增长，2023年实现地区生产总值532.22亿元，在红河州13个区县中排名第1，连续6年进入云南省县域经济10强县，经济增速为3.7%。产业结构方面，弥勒市三次产业结构比由2021年的9.7:52.1:38.2调整为2023年的9.6:50:40.4，产业结构相对稳定，第二产业的支柱作用突出。2023年弥勒市人均生产总值为9.97万元，是全国平均水平的111.52%。近年弥勒市固定资产投资增速出现较为明显下滑，2023年弥勒市固定资产投资同比增速为-27.1%，受房地产市场行情波动影响较大，2023年弥勒市房地产开发投资5.99亿元，同比下降81.5%。从经济增长的驱动因素来看，产业聚集效应进一步凸显，2023年弥勒工业园区收入突破200亿元，预计规上工业增加值增长4.8%左右。文旅康养融合发展，弥勒市上榜“2023中国体育旅游十佳精品目的地”、“全国县域旅游发展潜力百佳县”，接待游客人数突破1,500万人次，预计实现旅游收入170亿元以上。

表2 2023年红河州部分地级市/自治州经济财政指标情况（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
弥勒市	532.22	3.7%	9.97	16.66	6.86
蒙自市	476.49	3.7%	8.03	11.80	4.84
开远市	320.21	1.7%	9.93	14.17	5.24

石屏县	144.47	3.6%	5.55	11.24	
河口瑶族自治县	134.21	10.0%	13.77	3.10	2.31
红河县	84.99	5.0%	3.11	1.71	0.26
屏边苗族自治县	74.36	5.0%	5.98	1.92	1.19
绿春县	61.06	4.3%	3.03	1.36	0.62

注：蒙自、红河、屏边、绿春各市/县人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口数计算，开远市人均 GDP 来自 2023 年统计公报，弥勒市人均 GDP 系根据 2023 年末常住人口数计算，其余均根据第七次人口普查数据计算。

资料来源：各市/县市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、红河州政府网站等，中证鹏元整理

表3 弥勒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	
	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额
地区生产总值（GDP）	3.7%	532.22	3.1%	524.74	7.6%	496.10
固定资产投资	-27.1%	259.76	3.0%	--	12.4%	346.55
社会消费品零售总额	7.4%	119.36	1.4%	111.18	5.3%	109.59
人均 GDP（元）		99,686		97,319		92,197
人均 GDP/全国人均 GDP		111.52%		113.56%		113.86%

注：2021 年人均 GDP=当年 GDP/弥勒市第七次全国人口普查常住人口数。

资料来源：弥勒市 2021-2023 年政府工作报告、弥勒市 2022 年国民经济和社会发展统计公报、红河州政府网站，中证鹏元整理

产业情况：弥勒市主要发展高原特色现代农业及食品加工、现代烟草加工及其配套、文化旅游及大健康、现代通用航空四大产业。弥勒市重点打造“3+2¹”产业链，三次产业结构持续优化。高原特色现代农业及食品加工业方面，2023 年末弥勒市粮食、烤烟、菜花果药种植面积分别达 83.4 万亩、16.9 万亩、77.9 万亩，粮食总产达 28.6 万吨，在温氏集团、金锣集团、山东天同、新广农牧等龙头企业的引领下，绿色食品基地、原料、主体、市场全产业链初步成型，并被列入“国家农业绿色发展先行区”，2023 年农林牧渔业总产值 89.4 亿元，增长 6% 以上。现代烟草加工及其配套方面，弥勒市高标准建设 37 万亩基本烟田，支持当地的红河卷烟厂易地技改全面达产达效，大力促进烟草配套产业发展，2023 年烟草制品业产值超过 200 亿元，同比增加 4.3%。文化旅游及大健康方面，弥勒市以红河水乡小镇、红河东风韵小镇、弥勒太平湖森林小镇、弥勒可邑小镇 4 个特色小镇为重点，打造“康养+”产业融合发展新业态，2023 年引进红河春天文旅康养度假区、莱乐园康养城等文旅项目落地。现代通用航空方面，依托弥勒通用机场和浩翔科技，打通制造端和运营端链接，瞄准低空空域资源开发，发展通航飞机展示、销售、维修及飞行培训、低空旅游、航空运动、抢险救灾、应急救援、航拍航测、农牧作业等业务。

财政及债务水平：弥勒市财政实力相对较弱，受房地产景气度下行等影响，政府性基金收入大幅下滑，政府债务余额增速较快。2023 年弥勒市实现一般公共预算收入 16.66 亿元，近年持续下滑，其中税收收入占一般公共预算收入的比例波动上升，但收入质量仍偏弱。2023 年弥勒市财政自给率降至

¹“3+2”产业链条：打造烟草及配套产业、绿色食品精深加工及生物医药、文化旅游及大健康产业 3 条百亿级主导产业链；发展培育绿色能源、通用航空及无人机 2 条十亿级辅助产业链。

40.33%，财政自给能力偏弱。受房地产市场行情波动影响，2022年弥勒市国有土地使用权出让收入4.13亿元，同比下降70.4%，国有土地出让收入下降导致全市政府性基金收入同比下滑幅度较大，2023年弥勒市国有土地使用权出让收入仍较小，同期政府性基金收入为6.86亿元。区域债务方面，2021-2023年弥勒市政府债务余额持续扩张，复合增长率为12.66%，增速较快。

表4 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	16.66	18.23	20.26
税收收入占比	57.80%	55.13%	58.56%
财政自给率	40.33%	47.51%	46.64%
政府性基金收入	6.86	6.16	15.47
地方政府债务余额	85.54	75.44	67.40

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：弥勒市人民政府门户网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是弥勒市重要的农业基础设施建设主体，基础设施建设和土地租赁业务是主要收入来源，公司在建代建项目较多，且土地租赁业务相关合同期限较长，业务可持续性较强，盈利能力尚可

公司营业收入仍主要源于基础设施建设业务和土地租金业务，分别受项目建设进度、租赁价格和面积变更等影响，2023年基础设施建设收入和土地租赁业务收入规模均下滑，公司营业总收入同比减少，毛利率为24.55%，略高于上年末，盈利水平尚可。

表5 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
基础设施建设	30,675.09	64.17%	11.65%	37,195.04	68.71%	12.76%
土地租金	13,601.02	28.45%	51.43%	14,192.54	26.22%	54.77%
驾校收入	401.66	0.84%	28.47%	267.54	0.49%	7.03%
苗圃、种植基地及养殖场收入	95.14	0.20%	-48.25%	113.13	0.21%	-95.60%
其他收入	3,027.41	6.33%	36.32%	2,366.18	4.37%	47.04%
合计	47,800.31	100.00%	24.56%	54,134.43	100.00%	25.02%

注：其他收入包含房屋租赁、水电费收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司仍主要负责弥勒市农业基础设施投资建设任务，受项目建设进度和结算安排影响，业务收入规模下滑，业务仍具有较好的可持续性，但需注意公司自营项目投资及建设进度放缓，存在较大的资金支出压力且项目收益实现情况存在不确定性

公司受弥勒市人民政府授权或委托，主要负责弥勒市土地开发整理、市政基础设施等项目建设工作。

基础设施建设业务由公司本部、弥勒市水利投资开发有限责任公司、弥勒市乡村开发投资有限公司（以下简称“弥勒村投”）以及弥勒市投资开发有限公司（以下简称“弥勒投资”）负责，公司及其下属子公司弥勒投资与土地整理项目委托方（弥勒市政府、弥勒市财政局）签订《委托土地开发协议》，项目完工经审核后，委托方按照合同约定的成本加成比例进行项目结算，成本加成比例分布于10%-24%，2023年公司与弥勒市财政局就弥勒市太平湖环湖截污生态治理项目（一期）签订委托代建协议，故该项目由自营项目转为代建项目，公司负责建设资金筹措，弥勒市财政局将以总建设成本的一定比例确认公司代建收入。

2023年公司基础设施建设业务收入为3.07亿元，受项目完工进度和结算安排影响，收入规模较上年有所下滑，主要源于弥勒市太平湖环湖截污生态治理项目（一期）、弥勒市东西部山区骨干水源连通工程（一期）项目、2022年老旧小区配套基础设施建设项目（一期）等，同年基础设施建设业务毛利润水平为11.65%，同比略有下滑，主要系项目结算成本加成比例差异所致。截至2023年末，公司在建代建项目19.28亿元，已投资金额2.92亿元，尚需投资16.36亿元，公司代建业务可持续性较好。

表6 截至2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
代建		
弥勒市太平湖环湖截污生态治理项目（一期）	8.56	1.08
弥勒市东西部山区骨干水源连通工程（一期自然能提水项目）	3.57	1.29
弥勒市朋普冷链物流园	3.45	0.18
2022年老旧小区配套基础设施建设项目（一期）	2.50	0.30
弥勒市城市防洪排涝工程（二期）建设项目	1.20	0.07
小计	19.28	2.92
自营		
弥勒食品加工园（一期）建设项目	14.00	10.82
弥勒市朋普镇乡村振兴示范园（一期）	6.65	0.21
弥勒市城市停车场工程（一期）	5.08	4.15
弥勒市农田基础设施配套建设项目	4.47	-
弥勒市虹溪镇2万亩核心烟区基础设施建设项目	1.11	0.01
小计	31.31	15.19
合计	50.59	18.11

注：1）弥勒市城市防洪排涝工程（二期）建设项目、弥勒市虹溪镇2万亩核心烟区基础设施建设项目已投资金额小于2022年末，系审计调整所致；2）截至2023年末弥勒市农田基础设施配套建设项目已投资金额为4万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司继续推进弥勒食品加工园（一期）、弥勒市城市停车场工程（一期）、弥勒市虹溪镇2万亩核心烟区基础设施等自营项目建设，2023年公司自营项目新增投资规模较小，项目建设进度较缓慢。弥勒食品加工园（一期）项目系“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”募投

项目，收入来源于厂房、检测、会展中心出租；弥勒市城市停车场工程（一期）项目系“21滇农投停车场债”募投项目，收入来自停车位销售、停车费、充电桩出售及出租、车位广告等；弥勒市虹溪镇2万亩核心烟区基础设施建设项目收益来自土地流转业务。弥勒市朋普镇乡村振兴示范园（一期）项目，该项目收益来自集贸市场摊位和车位出租、冷链物流收入等；弥勒市农田基础设施配套建设项目，后续将通过土地、大棚出租等实现收益，截至2023年末上述项目尚未完工，且均未实现收益。截至2023年末公司主要在建项目计划投资50.59亿元，尚需投资规模为32.48亿元，项目建设资金支出压力较大，后续需关注自营项目收益实现情况。

（二）土地租赁业务及其他业务

公司土地流转合同期限较长，房屋租赁业务收入源于政府相关单位注入公司的房产，上述业务具有较好的持续性，且盈利能力较强

土地出租业务仍由公司本部及弥勒市恒源花卉有限责任公司（以下简称“恒源花卉”）负责运营，业务流程为公司通过与当地村委会村民小组签订非宅基地土地流转合同，将土地流转给公司，公司再将土地流转给从事农业生产的企业或个人进行农产品生产，公司与当地村委会村民小组签订的流转继存期限一般为50年，土地流转价款根据土地种类不同而存在差异，主要分布于600元/（亩·年）-1,500元/（亩·年），上述各性质的土地流转价格每隔一定时期每亩会增加一定金额，租金支付方式为一年一付或三年一付，因公司获得流转土地的价格相对较低且其他费用成本不高，公司土地出租业务毛利率较高，2023年为51.43%，同年收入规模为1.36亿元，同比略有下滑，主要系租赁面积、价格等变动所致。

公司房屋租赁业务仍由弥勒投资管理运营，运营资产仍系弥勒市人民政府于2015年注入的17宗商业房产，面积合计3.14万平方米，弥勒市财政局采取“按日计提、按年支付”的方式定期将收取的房屋租赁费及管理费统一支付给弥勒投资，2023年房屋租赁业务收入规模为2,150.30万元，因管理、维护等费用较低，毛利率水平较高。此外，公司还有驾校收入、水电费收入、苗圃、种植基地及养殖场等收入，但收入规模较小，2023年驾校收入盈利能力提升较多，主要系新增车辆出租收入毛利率水平较高所致。

公司继续获得较大力度的外部支持

作为弥勒市重要的基础设施建设投融资主体之一，公司持续获得资产注入和财政补贴等，2023年弥勒市人民政府将弥勒市军供站及弥阳中学两宗房产划转至弥勒投资，增加资本公积2.60亿元，同时公司获得财政补贴1.87亿元。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

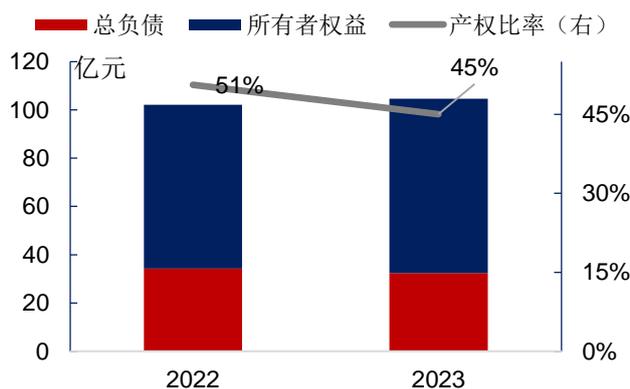
2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新纳入合并报表范围的子公司为1家，减少子公司1家，具体情况如表1所示。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共14家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司总资产仍由应收款项和土地开发成本等构成，应收款项欠款方回款时间不确定，且欠款方存在民营企业，公司在建工程项目较大，需关注公司应收款项回收情况和在建项目收益实现情况，同时存在一定规模的受限资产，公司整体资产流动性较弱

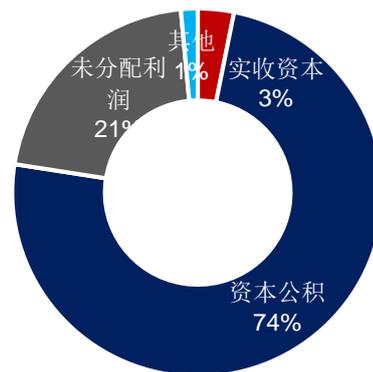
2023年末公司总负债规模基本不变，所有者权益规模略有上升，期末产权比率降至45%，所有者权益对公司总负债保障仍较好；同期末公司所有者权益仍主要由资本公积（土地开发成本、股权等）和未分配利润构成。

图 2 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 3 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年末公司总资产规模略有增加，仍主要由应收款项（代建工程款、往来款项）、存货（土地开发成本）和在建工程等构成。应收账款以代建工程款为主，欠款方包含弥勒市财政局、弥勒市住房和城乡建设局等政府相关单位和国有企业（欠款余额占比合计92.19%），也存在云南太平湖投资开发有限责任公司、云南国惠农业产业投资公司（以下简称“国惠农业”）、弥勒超越农业有限公司等民营企业（三家民企欠款余额占比合计7.36%），应收账款账龄主要分布于3年以内；其他应收款主要为代垫款与周转借款，前五大欠款方以公司对当地国有企业及政府相关单位的代垫款为主，亦存在公司对民营企业（云南太平湖投资开发有限责任公司，占比6.41%）的周转资金借款，上述款项占比合计46.03%，其中公司为其他单位代垫款项较多，账龄分布较分散，2023年末因弥勒市唐氏特种养殖有限公司破产清算，公司对其计提坏账167.14万元。总体来看，公司应收款项规模较大，欠款方以国有企业和政府相关单位为主，存在涉及诉讼、纠纷的民营企业且公司已对部分民企相关款项计提坏账。2023年末存货仍主要为土地开发成本，账面价值与2022年末持平，主要由土地使用权构成，共计36宗土地，面积合计389.53万平方米，账面价值共46.75亿元，土地用途主要为商业、工业和住宅用地，均未缴纳土地出让金。在建

工程主要包含弥勒市食品加工工业园区建设项目（10.82亿元）、弥勒市城市停车场（4.15亿元）等项目，公司在建自营项目较多，需关注项目后续收益实现情况。

其他资产方面，公司货币资金规模较小，2023年末为0.31亿元。固定资产主要为房屋及建筑物，受益于政府资产注入，公司固定资产同比增加较多。公司投资性房地产采用成本计量模式入账，2023年末投资性房地产规模相对稳定，其中存在价值0.10亿元冷库出租房尚未办妥产权证。使用权资产为公司通过租赁取得用于建设农业示范园的土地，受计提折旧、租赁变更等因素影响，规模有所下滑。其他非流动资产为政府拨付给公司用于弥勒市城乡冷链物流基础设施建设、弥勒食品加工园等项目的建设款项，因拨付款项规模增加，其他非流动资产规模同比扩大。

2023年末公司受限资产合计8.13亿元，占总资产比重7.78%，包含货币资金1.80万元、存货7.37亿元以及投资性房地产0.76亿元，其中存货和投资性房地产均因抵押担保受限。

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	0.31	0.30%	0.83	0.81%
应收账款	10.80	10.32%	10.11	9.90%
其他应收款	9.62	9.20%	9.89	9.69%
存货	46.83	44.76%	46.84	45.87%
流动资产合计	67.77	64.78%	67.77	66.37%
固定资产	3.49	3.34%	0.67	0.65%
在建工程	15.60	14.91%	15.89	15.56%
投资性房地产	4.29	4.10%	4.42	4.33%
使用权资产	4.50	4.30%	5.15	5.05%
其他非流动资产	7.67	7.33%	6.92	6.78%
非流动资产合计	36.84	35.22%	34.33	33.63%
资产总计	104.61	100.00%	102.10	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

基础设施建设和土地租金仍为公司收入和毛利润主要来源，受项目结算安排等因素综合影响，公司营业收入规模下滑，财政补贴对公司整体盈利状况贡献突出

公司营业收入仍主要源于基础设施建设和土地租金，2023年收入规模较上年有所下滑，主要受项目建设进度、租赁价格和面积变更等影响所致，公司销售毛利率同比略有下滑，基础设施建设和土地租金贡献了大部分营业毛利润。2023年公司获得财政补贴资金1.87亿元，占利润总额104.47%，是公司整体盈利能力的重要支撑。

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	4.78	5.41
营业利润	1.81	1.87
其他收益	1.87	1.89
利润总额	1.79	1.86
销售毛利率	24.56%	25.02%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模略有下降，因部分债务临近到期，短期债务比重增加，面临一定债务偿还压力，公司备用流动性一般，此外各乡镇政府为公司提供的专项扶持金即将到期，后续偿还安排尚未确定

2023年末公司总债务规模略有下降，长短期债务比为6:4，短期债务占比增加至较高水平，但绝对规模不大。银行借款和债券融资是公司主要的融资渠道，其中银行借款由保证、抵押、保证及质押借款等构成，其中短期银行借款利率分布于3.80%-6.50%，长期银行借款利率分布于3.80%-7.00%，合作金融机构包含富滇银行股份有限公司、曲靖市商业银行股份有限公司、中国农业发展银行等。公司应付债券仍为“18弥勒农投债01”、“19弥勒农投债01”以及“21滇农投停车场债”，2023年末公司应付债券期末余额为9.17亿元，其中规模为3.65亿元的应付债券将于1年内到期。租赁负债仍由公司租赁土地形成，2023年末规模有所下滑。

其他负债方面，公司应交税费仍以增值税、企业所得税为主。其他应付款款主要为应付区域内国有企业的工程款以及往来款项等。长期应付款为弥勒市各乡镇政府为公司提供的专项产业扶持金，期限为2019年7月至2024年7月，各个乡镇政府提供扶持资金期间不参与公司经营，仅享受每年固定比例分红，根据合作协议内容，合作到期后公司将资金原渠道返还或续签新协议，目前合同双方尚在协商中。

表9 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	1.64	5.06%	3.39	9.87%
应交税费	1.84	5.65%	1.40	4.08%
其他应付款	3.98	12.26%	3.92	11.44%
一年内到期的非流动负债	7.73	23.79%	3.55	10.34%
流动负债合计	15.89	48.91%	13.91	40.55%
长期借款	4.38	13.50%	4.69	13.67%
应付债券	5.52	16.99%	8.48	24.74%
租赁负债	4.26	13.12%	4.86	14.17%
长期应付款	2.39	7.36%	2.31	6.74%

非流动负债合计	16.60	51.09%	20.39	59.45%
负债合计	32.48	100.00%	34.29	100.00%
总债务	23.53	72.45%	24.96	72.80%
其中：短期债务	9.37	28.84%	6.93	20.22%
长期债务	14.16	43.61%	18.03	52.58%

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小幅下降，主要系当地政府向公司注入房产且总负债规模减少所致，财务杠杆比率较低。公司现金类资产仍无法对短期债务形成有效保障，2023年末公司现金短期债务比同比下滑至仅0.03。因公司2023年EBITDA规模下滑且利息费用增加，EBITDA利息保障倍数下滑，但EBITDA对利息支出保障仍较好。项目建设资金以及存量债务还本付息是公司资金需求的主要来源，2023年公司经营活动现金流净额为0.39亿元，为公司资金支出形成一定支持，但仍需通过外部融资满足公司流动性需求，截至2023年末公司获得银行授信额度15.35亿元，尚未使用银行授信4.04亿元，备用流动性一般。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	31.05%	33.59%
现金短期债务比	0.03	0.12
EBITDA 利息保障倍数	2.35	3.52

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 表现对其经营和信用水平暂无较大不良影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明，公司近年未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，近年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司设股东会，公司股东为弥勒产发和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”），后者不参与公司经营和委派董事、监事和高级管理人员，由弥勒产发做出股东决定，农发基金予以确认；2023年至今，公司未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司未因信息披露不合规而受到处罚。

2024年4月，根据国家税务总局信息，公司欠缴2023年7月-2023年12月城镇土地使用税0.11亿元，截至报告出具日，根据公司出具的银行流水单及相关文件，已全额缴纳上述税款。

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11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，公司对外担保金额合计7.71亿元，占同期末公司净资产10.69%，其中对民营企业担保的金额合计1.49亿元，公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表11 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	企业性质	担保金额	到期日
弥勒云帆酒店管理有限公司	国有企业	255.00	2024/9/15
弥勒市城市发展集团有限公司	国有企业	38,000.00	2042/12/30
弥勒市城市建设投资开发有限责任公司	国有企业	20,015.00	2035/6/29
云南弥勒博康中医医院管理有限公司	民营企业	5,444.00	2027/9/29
		3,000.00	2027/9/29
		3,000.00	2027/9/29
		2,888.89	2027/9/29
		611.11	2027/9/29
弥勒市中医院	公立医院	3,888.00	2025/7/18
合计	-	77,102.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是弥勒市政府下属重要企业，弥勒国资局是公司的实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，弥勒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）公司与弥勒市政府的联系非常紧密。剔除明股实债后，弥勒产发持有公司100%股权，为公司控股股东，弥勒市国资局是公司实际控制人，弥勒市政府对公司的经营战略和业务运营拥有强大的影响力；近年公司受到弥勒市政府较大力度的外部支持，且未来公司与弥勒市政府关系将保持稳定。

（2）公司对弥勒市政府较非常重要。公司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，可替代性一般，公司在税收、就业和基础设施建设等方面对当地政府贡献很大，如果公司发生债务违约将会对弥勒市的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有效提升了“18弥勒农投债01/PR弥勒01”

和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”的信用水平

“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保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。担保人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。

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12 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13 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持续增长，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，“18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01”和“19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“18 弥勒农投债 01/PR 弥勒 01”和“19 弥勒农投债 01/PR 弥勒 02”的信用水平。

十、 结论

公司是弥勒市重要的农业基础设施建设主体，主要承担了弥勒市市政基础设施、环境治理以及涉农等项目建设及运营工作，截至 2023 年末公司主要在建项目规模较大，未来业务持续性较好。同时考虑到，2023 年末公司以土地及项目建设投入为主的存货和在建工程在资产中占比较高，存货中较大规模土地均未缴纳土地出让金，规模较大的经营性应收款项对营运资金形成占用，部分土地及房产已用于抵押，资产流动性较弱；截至 2023 年末，公司主要代建及自营项目尚需投资规模较大，未来仍面临较大资金压力，公司仍面临一定偿债压力，现金短期债务比表现较弱，同时公司存在对民营企业的担保，且均未设置反

担保措施，存在一定或有负债风险。三峡担保提供的保证担保有效提升了“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”的信用水平。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持展望为稳定，维持“18弥勒农投债01/PR弥勒01”和“19弥勒农投债01/PR弥勒02”的信用等级为AAA。

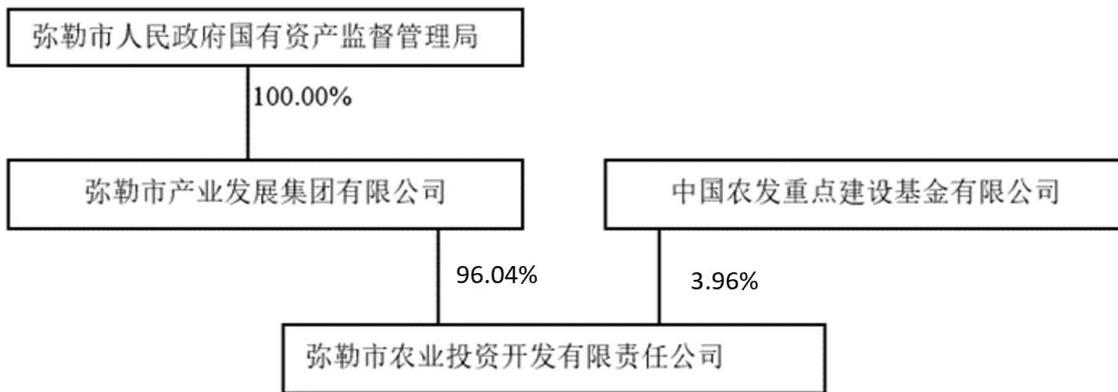
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.31	0.83	1.41
应收账款	10.80	10.11	8.71
其他应收款	9.62	9.89	7.76
存货	46.83	46.84	49.94
流动资产合计	67.77	67.77	68.10
固定资产	3.49	0.67	1.45
在建工程	15.60	15.89	11.79
投资性房地产	4.29	4.42	3.18
使用权资产	4.50	5.15	0.00
其他非流动资产	7.67	6.92	9.30
非流动资产合计	36.84	34.33	27.05
资产总计	104.61	102.10	95.15
短期借款	1.64	3.39	3.05
应付账款	0.31	1.20	0.18
应交税费	1.84	1.40	1.28
其他应付款	3.98	3.92	3.51
一年内到期的非流动负债	7.73	3.55	2.76
流动负债合计	15.89	13.91	11.42
长期借款	4.38	4.69	5.22
应付债券	5.52	8.48	9.96
租赁负债	4.26	4.86	0.00
长期应付款	2.39	2.31	2.23
非流动负债合计	16.60	20.39	17.41
负债合计	32.48	34.29	28.83
所有者权益	72.13	67.81	66.33
营业收入	4.78	5.41	6.79
营业利润	1.81	1.87	1.87
其他收益	1.87	1.89	2.01
利润总额	1.79	1.86	2.06
经营活动产生的现金流量净额	0.39	1.19	1.37
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-1.29	-5.33
筹资活动产生的现金流量净额	0.32	-0.48	4.96
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	24.56%	25.02%	13.70%
资产负债率	31.05%	33.59%	30.29%
短期债务/总债务	39.81%	27.77%	27.69%

现金短期债务比	0.03	0.12	0.24
EBITDA（亿元）	3.36	3.80	2.70
EBITDA 利息保障倍数	2.35	3.52	2.24

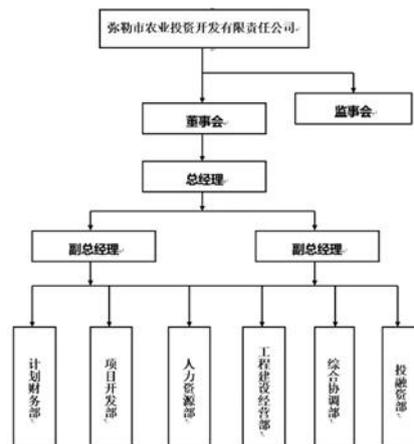
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
弥勒市投资开发有限公司	100%	租赁和商务服务业
弥勒市林业投资开发有限责任公司	100%	租赁和商务服务业
弥勒市水利投资开发有限责任公司	100%	水利、环境和公共设施管理业
弥勒市恒源花卉有限责任公司	100%	批发和零售业
弥勒市智创扶贫开发有限责任公司	100%	金融业
弥勒市乡村开发投资有限公司	100%	金融业
红河弥勒润诚地热水资源开发有限公司	52%	水利管理业
弥勒市朋普供水有限公司	100%	水的生产和供应业
弥勒市云洞发电有限公司	100%	水的生产和供应业
弥勒市卫泸自来水有限公司	100%	水的生产和供应业
弥勒市润泽自来水有限公司	100%	租赁业
弥勒市兴农机动车驾驶技术培训有限公司	100%	租赁业
弥勒产发土地管理有限公司	100%	土地管理业
弥勒市产发农业有限公司	100%	农、林、牧、渔业

资料来源：公司 2023 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。