

2019年重庆三峡产业投资有限公司城市停车场建设专项债券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，但不对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年重庆三峡产业投资有限公司城市停车场建设专项债券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
PR19 三峡/19 渝三峡专项债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：万州区为渝东北区域中心城市，拥有渝东北片区唯一的国家级开发区，2023年区域经济保持增长。重庆三峡产业投资有限公司（以下简称“三峡投资”或“公司”）作为万州经济技术开发区（以下简称“万州经开区”）重要的土地整治开发及基础设施投融资建设主体，土地开发整治业务持续性仍较好，继续获得较大力度的外部支持，瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供的保证担保仍能有效提升“PR19 三峡/19 渝三峡专项债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定的短期偿债压力，以及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。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

2024年7月26日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	292.70	289.10	254.18	219.49
所有者权益	110.48	109.87	105.59	99.30
总债务	59.15	49.85	57.32	56.80
资产负债率	62.26%	62.00%	58.46%	54.76%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.18	0.09
营业收入	0.19	5.87	6.28	6.81
其他收益	0.00	4.00	7.80	4.43
利润总额	0.29	4.37	6.35	4.24
销售毛利率	99.39%	17.01%	22.79%	14.28%
EBITDA	--	5.14	6.81	4.63
EBITDA 利息保障倍数	--	1.28	1.76	0.92
经营活动现金流净额	-0.94	23.59	13.82	19.84

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 万州区为渝东北区域中心城市，2023年经济总量和增速在重庆市排名前列。**万区内拥有渝东北片区唯一的国家级开发区，产业基础良好，聚焦先进材料、食品加工、装备制造、医药化工、新能源等五大重点产业，在成渝地区双城经济圈建设等战略定位下迎来较大发展机遇。2023年万州区经济总量和增速均在重庆市下辖38个区县中排第8、渝东北区县第1。
- 业务持续性仍较好。**公司仍是万州经开区重要的土地整治开发及基础设施投融资建设主体，2023年主要业务范围和业务模式未发生变化，主要负责万州经开区内天子园、五桥园和新田园内的土地开发整治和资产出租及出售业务。截至2023年末，公司在万州经开区范围内在建土地开发整治项目已投资规模较大，未来业务持续性有保障。
- 获得的外部支持力度仍较大。**2023年公司获得万州经开区政府补助资金4.00亿元，较大程度提升了公司的利润水平。
- 第三方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，瀚华担保主体信用等级为AA+，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“PR19三峡/19渝三峡专项债”的信用水平。

关注

- 应收款项对资金形成长期占用，公益性资产规模较大，资产流动性仍较弱。**公司资产以应收款项、存货、投资性房地产和其他非流动资产为主要构成，2024年3月末上述资产占比合计80.07%。2023年末公司应收类款项主要系应收万州经济技术开发区经济发展服务中心（以下简称“经开区发展中心”）的土地开发整治业务回款80.01亿元以及往来款19.13亿元，其中应收账款中5年以上账龄的款项占比57.27%，回款时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用；2023年末储备土地和绿化地账面价值合计45.28亿元。
- 项目资本开支压力较大，募投项目收益不及预期，在建自营项目收益实现存在不确定性。**本期债券募投项目已完工并投入运营，但实现收入较小，未达到预期水平；公司土地开发整治项目和在建自营项目规模较大，后续建设带来较大资金压力；在建自营项目投资规模较大，未来建设进度及收益实现存在不确定性。
- 面临一定短期偿债压力。**2024年3月末公司总债务规模较2022年末略微增长，现金对短债的覆盖程度持续处于低水平且备用流动性较低，公司仍面临一定的短期偿债压力。
- 仍存在较大或有负债风险。**截至2024年3月末，公司对外担保金额合计64.27亿元，占同期末净资产的比例为58.18%，被担保方主要为股东重庆万州经济技术开发（集团）有限公司（以下简称“万州经开集团”）以及万州经开区其他国有企业，存在较大的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	万州经济技术开发区的产业项目投资、建设、资产经营主体	924.91	284.90	569.11
重庆市万州三峡平湖有限公司	万州区重要的基础设施建设主体	425.66	187.87	31.51
重庆三峡产业投资有限公司	万州经济技术开发区重要的土地收储、整治及开发和基础设施项目建设主体	289.10	109.87	5.87
重庆万林投资发展有限公司	万州经开区内土地整治开发及配套基础设施建设的主体	257.26	103.65	13.14

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：同花顺iFinD，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	5/7	经营&财务状况	经营状况	4/7
	ESG因素			财务状况	3/7
调整因素	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

- 公司是万州区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，万州区政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，公司实际控制人为重庆市万州区国有资产监督管理委员会（以下简称“万州区国资委”），万州区政府对公司的经营管理拥有强大的影响力，近年来公司主要业务和政府补助均来自于万州经开区管委会，但考虑到万州经开区管委会是重庆市委、市政府派出机构，由万州区委、区政府代管，所以万州经开区管委会的行为一定程度代表了万州区政府，未来预计公司与政府的关系将保持比较稳定；另一方面，公司是万州区重要的基础设施建设平台，在基础设施建设等方面对万州区政府贡献很大，且公司已发债，违约会对万州区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为万州区政府提供支持的能力很强，主要体现为：万州区为渝东北区域中心城市，拥有渝东北片区唯一的国家级开发区，产业基础良好，2023年万州区经济总量和增速均在重庆市下辖38个区县中排第8、渝东北区县第1。

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
PR19三峡/19渝三峡专项债	1.49	0.5960	2023-6-26	2026-3-1

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3月1日发行7年期1.49亿元债券，募集资金原计划用于重庆三峡产业投资有限公司城市停车场及配套设施项目。截至2024年6月30日，“PR19三峡/19渝三峡专项债”募集资金专项账户余额为2.26万元。

三、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为176,706.67万元，控股股东仍为万州经开集团，持股比例仍为100%；实际控制人仍为万州区国资委，其间接持有公司51%的股权。截至2023年末，公司无纳入合并范围的子公司。

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，要大力发展战略性新兴产业，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

“山城”重庆是我国中西部地区唯一的直辖市，战略地位突出，经济实力较强，目前围绕智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料3大万亿级产业集群加快转型升级，工业基础较为雄厚，但财政自给能力较弱、债务余额增长较快，2023年重庆获得较大规模特殊再融资债券，缓释了到期债务压力；此外，成渝地区双城经济圈建设规划为重庆市发展带来重大机遇。

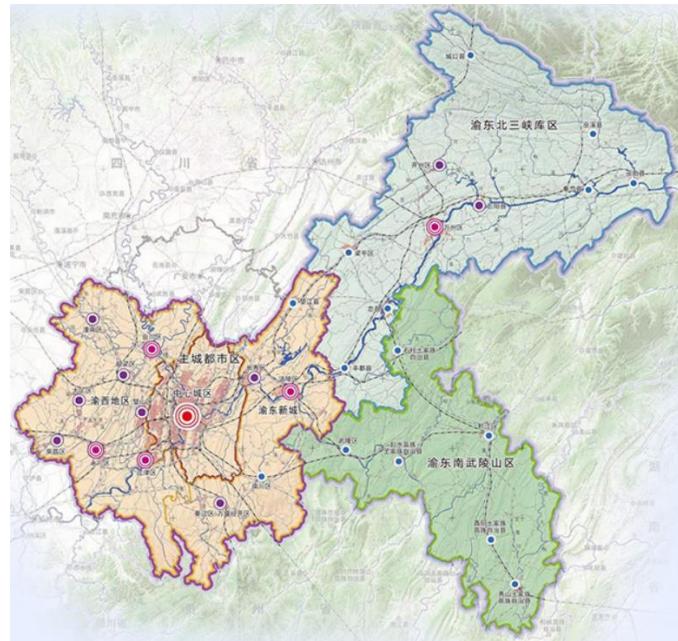
区位特征：“山城”重庆是我国中西部地区唯一的直辖市，定位为国际性综合交通枢纽城市，着力构建“一区两群”协调发展格局，战略地位突出。重庆市是中国中西部地区唯一的直辖市，地处中国西南部、长江上游地区，是西部大开发的重要战略支点、国务院批复确定的国家重要的中心城市之一，处在“一带一路”和“长江经济带”的联结点上。重庆市地形沿河流、山脉起伏，地势南北高、中间低，国土面积8.24万平方公里，下辖38个区县（26区、8县、4自治县），辖一个国家级新区（两江新区）。2023年末重庆市常住人口为3,191.43万人，较上年末减少21.91万人，常住人口城镇化率为71.67%，常住人口总量有所减少且人口老龄化严重，重庆市第七次全国人口普查常住人口中全市65周岁及以上人口占比17.08%，居全国第二位。

重庆市交通便利，依托其公铁水空多式联运的交通方式，建设成为国际航空枢纽、长江上游航运中心、国际铁路枢纽、国家公路枢纽。根据中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》，明确成渝地区为全国交通4极之一（京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈），重庆市作为国际性综合交通枢纽城市的定位更加清晰。西部陆海新通道以重庆为运营中心，2023年通达全球120个国家和地区的490个港口，全年运输箱量增长21%。2023年，重庆市成为全国首个拥有港口型、陆港型、空港型、生产服务型、商贸服务型“五型”国家物流枢纽的城市。

2024年2月，国务院批复《重庆市国土空间总体规划（2021-2035年）》，同意重庆市构建三大区域（主城区、渝东北三峡库区、渝东南武陵山区）¹协调发展，规划承载3,600万人口容量的生产生活空间。其中，主城区是国家中心城市建设的主要承载地，是重庆市新型城镇化和新型工业化的主战场，渝东北三峡库区突出生态优先、绿色发展，渝东南武陵山区突出文旅融合、城乡协同。

¹ 主城区包括中心城区（渝中区、江北区、南岸区、九龙坡区、沙坪坝区、渝北区、大渡口区、北碚区、巴南区）、渝西地区（江津区、合川区、永川区、大足区、璧山区、铜梁区、潼南区、荣昌区）和渝东新城（涪陵区、长寿区、垫江县、綦江-万盛、南川区）；渝东北三峡库区包括万州区、开州区、梁平区、云阳县、奉节县、巫山县、巫溪县、城口县、忠县、丰都县；渝东南武陵山区包括黔江区、武隆区、石柱土家族自治县、彭水苗族土家族自治县、酉阳土家族苗族自治县、秀山土家族苗族自治县。

图1 重庆市构建三大区域协调发展格局



资料来源：《重庆市国土空间总体规划（2021-2035年）》

经济发展水平：2023年重庆市地区生产总值增速明显回升，经济实力位于全国中游水平。2023年重庆市实现地区生产总值（GDP）达30,145.79亿元，成为全国第16个、西部第3个GDP总量超3万亿的省市，经济实力较强；2023年重庆市GDP同比增长6.1%，高于全国平均增速0.9个百分点。近年重庆市人均GDP有所增长，且高于同期全国平均水平。重庆市三次产业结构由2021年的6.9:40.1:53.0调整为2023年的6.9:38.8:54.3，第三产业持续居主导地位且占比提升。

近年重庆市固定资产投资持续增长，但增速波动较大。2023年重庆市固定资产投资运行平稳，全年固定资产投资同比增长4.3%，新动能投资持续增强，全市高技术产业投资同比增长12.7%，其中航空航天器及设备制造业、医药制造业、信息化学品制造业固定资产投资增速超过28%；但受房地产市场景气度下滑影响，2023年重庆市房地产开发投资同比下降13.2%。2023年重庆市消费市场复苏态势良好，当年实现社会消费品零售总额1.51万亿元，同比增长8.6%。受消费电子产业景气度下降及相关领域进出口减少等影响，重庆市进出口总额同比下降10.7%，其中汽车出口额同比增长51.9%、笔记本电脑出口价值同比下降9.9%、集成电路进口价值同比下降15.6%。

表1 重庆市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	30,145.79	6.1%	29,129.03	2.6%	27,894.02	8.3%
固定资产投资	-	4.3%	-	0.7%	-	6.1%
社会消费品零售总额（万亿元）	1.51	8.6%	1.39	-0.3%	-	18.5%
进出口总额	7,137.4	-10.7%	8,158.35	2.0%	8,000.59	22.8%

人均 GDP (元)	94,135	90,663	86,879
人均 GDP/全国人均 GDP	105.35%	105.78%	107.29%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：重庆市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

财政及债务水平：2023 年重庆市综合财力明显增强，但财政自给能力持续较弱，地方政府债务余额持续较快增长，2023 年获得较大规模特殊再融资债券，缓释了到期债务压力。近年重庆市一般公共预算收入有所波动，2023 年全市一般公共预算收入完成 2,441 亿元，其中税收收入 1,476 亿元，分别同比增长 16% 和 16.1%，增幅较高主要因上年大规模留抵退税形成低基数以及经济持续回升。重庆市政府性基金收入规模较大，其中 2021 年超过一般公共预算收入，但近两年整体下滑，2023 年实现政府性基金收入 1,879 亿元，同比增长 7.1%，在全国各省级行政区中排名第 15 位。近年重庆市财政自给率均在 40% 至 50% 之间，财政自给能力较弱。债务方面，2021-2023 年重庆市地方政府债务余额持续较快增长，年均复合增长率为 19.32%，2023 年重庆市获得再融资债券 1,531 亿元，用于偿还到期存量债务。

表2 重庆市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	2,441	2,103	2,285.45
税收收入占比	60.47%	60.44%	67.53%
财政自给率	46.01%	42.98%	47.27%
政府性基金收入	1,879	1,754	2,357.94
地方政府债务余额	12,258	10,071	8,610

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：重庆市各年预算执行情况的报告，中证鹏元整理

万州区为渝东北区域中心城市，经济财政实力在全市排名前列，区内拥有渝东北片区唯一的国家级开发区，聚焦先进材料、食品加工、装备制造、医药化工、新型能源等五大重点产业，在成渝地区双城经济圈建设等战略定位下迎来较大发展机遇，近年经济财政实力稳步增强，同时地方政府债务余额扩张较快

区位特征：万州区位于重庆东北部，是三峡库区经济中心与开放门户，交通体系完备。万州区属重庆市辖区，地处三峡库区腹心地带，是渝东北、川东、鄂西、陕南、黔东、湘西的重要交通枢纽和物资集散地，是成渝经济区的东向门户及“一带一路”和长江经济带重要节点、全国性综合交通枢纽城市。交通方面，区内正加快建设“铁公水空”多式联运的综合交通物流枢纽，铁路方面已建成渝万城际、万利等铁路 4 条，在建高铁 3 条，随着郑渝高铁全线贯通，万州正式融入全国“八纵八横”高铁主通道；公路方面，公路里程超过 1 万公里，已建成渝万、万忠南线、万宜等 6 条高速公路；港口方面，万州新田港为重庆四大枢纽港之一，一期共有 5 个 5,000 吨级多用途泊位，设计年吞吐量 625 万吨，已于 2020 年 12 月投入运营，二期工程设计年吞吐量 1,400 万吨，计划于 2024 年建成运营；航空方面，区内万州五桥机场

系全国百强民用机场，运行北上广深等30余条国际国内航线。万州区下辖52个镇、乡、街道，幅员面积3,456.41平方公里，2023年末，全区户籍人口169.92万、常住人口154.59万人，常住人口城镇化率71.01%。

万州区拥有渝东北片区唯一的国家级开发区——万州经济技术开发区，也是万州工业发展的主战场，按高峰园、天子园、五桥园、九龙园、新田园“一区五园”规划布局，获市政府批复的国土空间开发利用用地范围69.56平方公里，现建成区面积27.5平方公里。2021年1月国务院正式批复同意设立重庆万州综合保税区，是渝东北地区首个综合保税区，重庆万州综合保税区落户于万州经开区高峰园，其规划建设用地面积1.85平方公里，占地约3,000亩。万州综合保税区有利于加快由重庆主城区开放向渝东北拓展，提升渝东北吸引聚集经济要素能力，促进三峡库区的对外经济发展，从整体上提升渝东北、川东北开放水平。

图2 重庆市万州区区位图



资料来源：重庆市万州区政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：万州区为渝东北区域中心城市，近年经济实力持续增强，2023年GDP总量和增速均在重庆市下辖38个区县中排名靠前，固定资产投资增速较高。2023年万州区实现地区生产总值（GDP）1,179.39亿元，较上年增长6.9%，增速高于全市（6.1%）和全国（5.2%）平均水平，经济总量和增速均在重庆市下辖38个区县中排第8、渝东北第1；分产业看，万州区第一、二、三产业增加值分别为119.76亿元、382.95亿元、676.68亿元，同比增速分别4.8%、13.1%和4.0%。三次产业结构由2021年10.0:28.6:61.4的调整为2023年的10.2:32.5:57.3，第三产业居主导地位。固定资产投资方面，2023年万州区固定资产投资同比增长11.6%，对拉动全区经济增长贡献度较高，其中基础设施建设投资同比下降1.9%，工业投资同比增长15.6%，民间投资同比增长0.2%；全年完成房地产开发投资39.59亿元，较上年下降13.9%。消费方面，2023年万州区社会消费品零售总额470.60亿元，同比增长7.4%，消费需求有所回暖。

表3 2023年重庆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 (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
渝北区	2,442.60	4.2%	10.84	62.11	0.26
江津区	1,401.60	7.0%	10.35	67.96	35.12
永川区	1,281.40	8.1%	11.17	50.06	50.24
万州区	1,179.39	6.9%	7.58	78.33	65.87
长寿区	956.70	7.1%	13.92	51.11	29.98
铜梁区	780.37	6.3%	11.34	46.79	70.16
垫江县	568.89	6.9%	8.80	26.32	28.61
黔江区	300.22	6.2%	6.10	34.46	14.65
城口县	72.40	6.0%	3.65	4.50	4.46

注：若区县未公布2023年末人口数据，则人均GDP按照2022年末常住人口数据计算。

资料来源：重庆市各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表4 万州区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）	1,179.39	6.9%	1,118.43	3.5%	1,087.94	8.4%
固定资产投资	256.9	11.6%	230.2	3.1%	223.2	10.0%
社会消费品零售总额	470.60	7.4%	438.01	-0.9%	441.80	27.8%
进出口总额	73.13	40.8%	51.94	31.5%	39.51	-0.8%
人均GDP（元）	75,840		71,397		69,448	
人均GDP/全国人均GDP	84.87%		83.31%		85.76%	

资料来源：2021-2023年万州区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：万州区产业基础良好且增长强劲，以万州经开区为工业主战场，聚焦发展先进材料、食品加工、装备制造、医药化工、新能源等五大重点产业。近年万州区聚焦构建“5+10+X”现代化工业体系²，已引进中国建材、中国船舶、中储粮、法国施耐德、金龙铜管等世界500强、中国500强企业，以及博赛集团、长安跨越、湘渝盐化、雷士照明、三雄极光等一批龙头企业。先进材料方面，2023年实现规上产值300.41亿元，现有规模以上工业企业47家，其中100亿级以上企业2家，基本形成以铜及铜合金材料、铝及铝合金材料、绿色建材为主的产业基础，2023年新签约九龙万博氧化铝智能化升级和产能置换项目（总投资55亿元）、创博低碳科技公司碳捕集利用与资源化示范、特丽达装配式装修材料生产等项目；食品加工产业主要包括饲料加工、屠宰及肉类加工、烤鱼及休闲食品加工等，全区现有食品和农产品加工企业400多户，2023年实现规上产值31.77亿元；装备制造方面，2023年实现规上工业产值130.38亿元，现有规上工业企业70家，基本形成以汽车及零部件、船舶及船舶配套、照明电气为主的产业基础；医药化工方面，万州区为全市中药材产业发展重点区县之一，胰酶、胃蛋白酶产量占全国市

²“5”即先进材料、食品加工、装备制造、医药化工、新能源五大重点产业，“10”即围绕重点产业细分的铝及铝合金材料、铜及铜合金材料、粮油加工、特色食品等10个特色产业链条，“X”是布局若干未来产业。

场70-80%，2023年实现该产业实现产值12.7亿元；新型能源有国能重庆万州电力有限责任公司等规上工业企业共13家，全年实现产值101.57亿元，同比增长9.32%。

整体来看，2023年万州区193户规上工业企业总产值为632.37亿元，增速（23.6%）连续12个月位列全市第1；实现工业增加值199.47亿元、同比增长17%，工业增加值占GDP比重提升至16.9%。万州经开区主战场作用凸显，2023年完成规上工业产值547.03亿元、同比增长26.7%，五大重点产业产值占全区规上工业产值比重达95%。

财政及债务水平：近年来万州区综合财力稳步提升，2023年全区一般公共预算收入在重庆市排名2/38，但财政自给能力较弱，地方政府债务余额扩张较快。万州区2023年实现一般公共预算收入78.33亿元，同比增长9.5%，税收收入实现44.62亿元，同比增长17.21%，占一般公共预算收入比重56.96%，财政自给能力较弱。2023年政府性基金收入小幅上涨，以国有土地使用权出让收入为主。区域债务方面，2021-2023年末万州区地方政府债务余额持续扩张，同比增速均接近20%。

表5 万州区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	78.33	71.54	71.45
税收收入占比	56.96%	53.21%	58.78%
财政自给率	47.20%	47.02%	48.65%
政府性基金收入	65.87	62.04	63.36
地方政府债务余额	343.14	288.87	233.73

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：万州区政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是万州经开区重要的土地整治开发及基础设施投融资建设主体，业务范围集中在经开区内天子园、五桥园和新田园，营业收入主要来源于土地开发整治业务，储备的土地整治项目较为充足，业务持续性较好，但回款滞后且资金支出压力较大

公司仍是万州经开区重要的土地整治开发及基础设施投融资建设主体，收入来源于天子园、五桥园和新田园内的土地开发整治、资产出租及出售等业务，其中2022年和2023年土地开发整治业务收入占营业收入的比重均超过80%，是公司主要收入来源。2023年公司营业收入同比有所下降，主要系部分资产租金收取方式调整导致计入其他收入中的租金收入减少所致，由于租赁业务毛利率较高，该收入下降亦拉低了公司整体毛利率。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

土地开发整治	-	-	5.28	89.93%	7.72%	5.10	81.21%	4.92%	
其他业务	0.19	100.00%	99.39%	0.59	10.07%	99.96%	1.18	18.79%	100.00%
合计	0.19	100.00%	99.39%	5.87	100.00%	17.01%	6.28	100.00%	22.79%

注：其他业务收入主要为租金收入、商业门面出售收入等。

资料来源：公司提供

（一）土地开发整治

公司土地开发整治项目规模较大，业务持续性仍较好，但项目后续建设带来较大资金支出压力，回款滞后对营运资金形成较大占用

跟踪期内，公司土地开发整治职能、业务范畴、业务模式未改变，公司承担对万州经开区内天子园、五桥园和新田园内招商引资和产业建设所需的工业土地和商业土地进行开发整治的职能，并对地块内及周边基础设施进行建设，每半年和经开区发展中心、万州经济技术开发区财务局共同确认当期项目建设投入成本，并根据三方确定的“储备土地整治成本及管理费用确认表”确定当期的土地开发整治收入，土地开发整治收入包含项目建设投入成本、相关利息支出和管理费用。2023年公司土地开发整治投资成本4.87亿元，确认收入5.28亿元，同比略微上升。

表7 2022-2023年公司整治土地情况表（单位：亿元）

项目	2023年	2022年
投资成本	4.87	4.85
确认收入	5.28	5.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于相关款项需待土地出让后由经开区发展中心支付，土地开发整治收入的现金回款受委托方资金安排、房地产市场环境以及土地一级市场影响较大。截至2023年末，公司应收经开区发展中心土地开发整治业务欠款80.01亿元，回款滞后且回款时间存在不确定性。

截至2023年末，公司正在进行的五桥园、天子园和新田园区域土地开发整治项目计划总投资为188.82亿元，累计已投资128.71亿元，尚需投资60.11亿元，公司未来拟开发整理地块为新田镇金山社区、天德村和幸家村等区域，拟投资金额合计23.40亿元；投资规模较大，未来随着土地逐渐整理交付，将实现较为可观的土地整理收入，但后续建设带来较大资金压力。

表8 截至2023年末公司在土地开发整治情况（单位：亩，亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额	尚需投资
五桥园、天子园和新田园区域	31,470.00	188.82	128.71	60.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

公司承担部分保障房建设业务，已完工保障房主要为公租房和廉租房，万州区政府暂无回购计划，收益实现存在不确定性，对公司资金形成较大占用

公司保障性住房代建业务资金由公司自筹并先行垫付，完工后，原计划由公司与万州区政府进行结算，回款进度视地方财力及预算安排情况而定。截至 2023 年末，公司已完工保障房主要为公租房和廉租房，万州区政府已调整保障房业务模式，暂不对完工保障房项目进行回购。

截至 2023 年末，公司已完工保障房项目主要包括 2010 年天子园公租房、2011 年天子园廉租房、2011 年长石板公配廉租房及 2010 年长石板廉租房等，均已投入使用多年，截至 2023 年末累计总投资规模至少 5.07 亿元，暂未实现有关收入，收益实现存在不确定性。截至 2023 年末公司无在建及拟建保障性住房。

租金收入为公司收入提供了一定补充，受部分资产租金收取方式调整影响，2023 年收入同比有所下降；自营项目建设亦带来较大资金压力

公司对外出租的资产主要为位于天子园和五桥园的标准厂房和办公楼、肿瘤医院及配套商业楼等。“PR19三峡/19渝三峡专项债”募投项目已完工并投入运营，2022年-2023年公司实现募投项目停车场及配套设施的出租及出售收入较小，未达到预期水平。公司2023年租金收入同比有所下降，主要系因2022年预提了肿瘤医院租金收入，2023年调整租金收取方式导致该部分收入减少。截至2023年末，公司还有万州经开区新田港口项目、固体废物处置场、新田污水处理厂以及标准厂房等自营项目在建，项目完工后有望为公司带来一定的资产租售收入和相关运营收入，但受项目进展、当地招商引资进度、房地产市场景气度和资产出让计划等影响，收益的实现存在较大不确定性。此外，自营项目建设资金主要来源为自有资金及银行借款，项目后续建设亦带来较大资金压力。

表9 截至 2023 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已完成投资
万州经开区新田港口项目（一期及二期）	36.00	5.80
长江水岸经开区工业固废场	5.14	5.15
万州经开区新田污水处理厂	0.95	0.77
联合坝 M6 地块标准厂房	1.66	1.10
合计	43.75	12.82

注：受实际建设情况影响，公司部分项目累计投资额大于计划总投资额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除对外出租外，公司还可通过出售商业门面取得收入，截至2023年末，公司按公允价值计量的投资性房地产中标准厂房、商业门面、车库等账面价值为34.12亿元，均可对外出售，但该项收入受万州区房地产市场景气度和公司资产出让计划影响较大，近年公司未出售相关资产。

2023 年公司继续获得较大力度的外部支持

公司承担天子园、五桥园、新田园内土地开发整治及基础设施投资、建设和管理，当地政府在财政补贴方面给予公司较大支持。2023年，公司获得万州经开区政府补助资金4.00亿元，较大程度提升了公司的利润水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

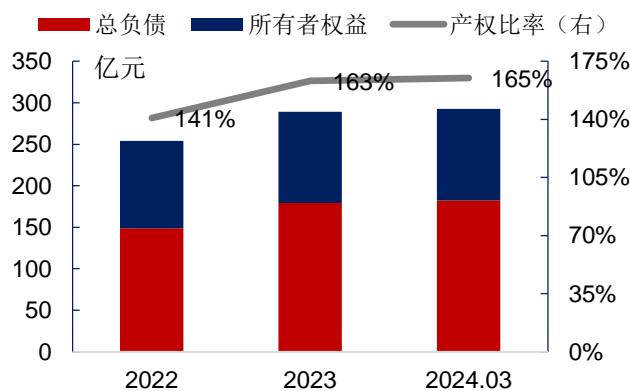
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年及2024年1-3月公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

公司资产规模保持增长，资产主要为应收土地开发整治款和往来款、土地整治的项目支出成本、投资性房地产和其他非流动资产，应收款项占比仍较高且账龄较长，对营运资金形成较大占用，公益性资产规模较大，公司整体资产流动性和收益性仍较弱

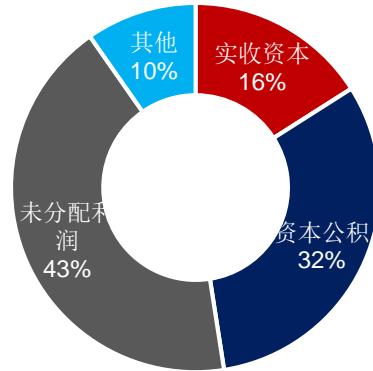
受益于政府补助带来的未分配利润增加，2023年末公司所有者权益同比小幅增长，同期总负债同比增长20.62%，综合影响下产权比率进一步上升至163%，净资产对负债的保障程度进一步减弱。从权益结构来看，公司净资产主要由未分配利润和政府划拨资产等形成的资本公积构成。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年及2024年一季度公司资产规模保持增长，公司资产以应收款项（应收土地开发整治款和往来款）、存货（土地整治的项目支出成本）、投资性房地产和其他非流动资产为主要构成，2024年3月末上述资产占比合计80.07%。2023年末公司应收账款同比略有增长，全部为应收经开区发展中心的土地开发整治款项，回收风险可控，但应收账款中3-5年和5年以上账龄的款项占比分别为21.34%和57.27%，账龄较长，回款时间存在一定不确定性；公司其他应收款主要系应收经开区往来款19.13亿元、重庆市万州华江机械工业有限公司（以下简称“华江机械”）委托贷款1.18亿元，其中与华江机械的款

项已全部计提坏账准备³；整体来看，应收款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用。公司存货全部为土地整治及配套基建项目支出，2023年末公司存货规模同比大幅增长至55.19亿元，主要系预付经开区发展中心的征地补偿款和预付重庆万州经济技术开发区建设发展有限公司的工程款等由预付款项调整至存货及当期新增土地开发整治支出所致。投资性房地产主要系用于出租或出售的标准厂房和商业门面，均采用公允价值计量模式，未来存在一定价值波动风险，2023年末公司投资性房地产同比增长70.62%，主要系当期部分固定资产、无形资产转入（8.19亿元）及新购置房屋及建筑物（5.35亿元）所致，其中莲花社区（123套）的期末账面价值为0.43亿元，相关产权证书正在办理中。公司其他非流动资产仍系储备用地（31.15亿元）和绿化地（14.14亿元），2023年末同比变化较小。

其他资产方面，货币资金主要为银行存款，现金类资产不足以覆盖短期债务；在建工程主要为固体废物处置场、新田港口项目、标准化厂房及廉租房等项目，2023年末同比增加64.94%，主要为新田港口项目投入增加所致；2023年末公司无形资产同比有所增加，主要系当期购置建筑垃圾土石堆填场特许经营权6.87亿元（位于万州经开区高峰园大山村，用地面积约179.75公顷，库容约5,600万立方米，出让期限30年，暂未产生收益），同时处置和转出土地使用权1.61亿元所致。截至2023年末，公司受限资产账面价值11.55亿元，主要系用作票据保证金的货币资金（0.04亿元）和用于银行借款所抵押的投资性房地产（11.51亿元），受限资产规模占同期末资产总额的4.00%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.07	2.76%	3.14	1.09%	4.14	1.63%
应收账款	80.01	27.34%	80.01	27.68%	79.41	31.24%
预付款项	0.46	0.16%	0.35	0.12%	32.74	12.88%
其他应收款	18.39	6.28%	19.30	6.67%	21.17	8.33%
存货	56.54	19.32%	55.19	19.09%	10.52	4.14%
流动资产合计	163.75	55.94%	158.26	54.74%	148.24	58.32%
在建工程	21.87	7.47%	21.87	7.56%	13.26	5.22%
投资性房地产	34.14	11.66%	34.12	11.80%	20.00	7.87%
无形资产	10.30	3.52%	17.18	5.94%	12.55	4.94%

³ 公司委托重庆三峡银行白岩路支行（以下简称“白岩路支行”）于2014年8月至2015年2月，分三笔向华江机械发放委托贷款合计1.18亿元，贷款期限均为12个月。由华江机械实际控制人（谭俊国）对华江机械的三笔借款均提供连带保证责任，华江机械提供抵押担保。三笔贷款到期后均签订展期协议，均展期12个月。截至2021年11月8日，华江机械尚欠借款本金1.18亿元及截至2021年11月8日的利息（含罚息、复利）0.70亿元。2021年12月，公司将华江机械诉至法院，要求归还贷款本金及利息。2022年2月7日，重庆市万州区人民法院作出（2021）渝0101民初19394号民事判决书，判令华江机械于判决生效之日起十五日内向公司归还借款本金1.18亿元，并支付相关利息，公司对拍卖、变卖华江机械名下机械设备所得价款在本判决判定给付款及案件受理费范围内优先受偿，华江机械实际控制人（谭俊国）在确定的债务范围内向公司承担连带清偿责任。该一审判决已发生法律效力，该案件目前处于执行阶段。截至2024年5月末，该笔委托贷款尚未回收。

其他非流动资产	45.28	15.47%	45.28	15.66%	46.53	18.31%
非流动资产合计	128.96	44.06%	130.84	45.26%	105.95	41.68%
资产总计	292.70	100.00%	289.10	100.00%	254.18	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入和毛利率均有所下降，土地开发整治业务持续性较好，政府补助对利润贡献仍较大

2023年公司收入仍主要来源于土地开发整治业务，租金收入等其他收入为公司收入提供了一定补充。2023年公司营业收入同比有所下降，主要系部分资产租金收取方式调整导致计入其他收入中的租金收入减少所致；同期公司销售毛利率为17.01%，同比有所下滑，主要系毛利率较高的租赁业务收入下降所致。截至2023年末，公司主要在建土地开发整治项目计划总投资188.82亿元，累计已投资128.71亿元，未来业务来源较有保障。财政补贴方面，2023年公司获得万州经开区政府补助资金4.00亿元，占当年利润总额的91.61%。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	0.19	5.87	6.28
营业利润	0.29	4.38	7.27
其他收益	0.00	4.00	7.80
利润总额	0.29	4.37	6.35
销售毛利率	99.39%	17.01%	22.79%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2024年3月末公司总债务规模较2022年末略微增长，债务期限结构优化，但现金对短债的覆盖程度持续处于低水平且备用流动性较低，公司仍面临一定的短期偿债压力；此外，经营性负债中应付股东的往来款亦大幅增长

2023年公司对股东万州经开集团往来款大幅增长，推动总负债规模进一步上升。随着部分债务到期偿还，2023年末总债务规模同比有所下降，短期债务占比下降至21.50%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和融资租赁借款，2023年末占比分别为70.91%、25.02%和4.08%，其中，银行借款包括保证借款、抵押借款和质押借款，授信单位主要有中国农业发展银行、中国进出口银行、民生银行、华夏银行、重庆银行等；2023年公司新发行3年期4.90亿元债券“23三峡投资PPN001”，票面利率7.00%，用于偿还公司有息债务；截至2023年末，公司存续债券共5只，类型包括定向融资工具和企业债，票面利率在4.80%-7.80%之间，其中“21三峡投资PPN001”已于2024年4月到期偿付；2023年末融资租赁借款余额为2.00亿元，综合融资成本6.7%。2024年3月末总债务较2023年末有所提升，主要系新增银行长

期借款所致，短期债务占比进一步下降至19.62%。

其余主要负债中，2023年末公司应付股东万州经开集团往来款大幅提升至107.58亿元，推动其他应付款同比大幅增长42.03%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.80	0.44%	0.80	0.45%	1.79	1.21%
其他应付款	120.96	66.38%	127.26	71.00%	89.60	60.30%
一年内到期的非流动负债	10.80	5.93%	9.91	5.53%	21.47	14.45%
流动负债合计	132.69	72.82%	138.11	77.05%	113.07	76.10%
长期借款	37.49	20.57%	28.90	16.12%	25.89	17.42%
应付债券	8.45	4.64%	9.04	5.04%	6.16	4.14%
长期应付款	1.98	1.08%	1.58	0.88%	2.00	1.35%
非流动负债合计	49.54	27.18%	41.13	22.95%	35.52	23.90%
负债合计	182.23	100.00%	179.24	100.00%	148.60	100.00%
总债务	59.15	32.46%	49.85	27.81%	57.32	38.57%
其中：短期债务	11.61	19.62%	10.72	21.50%	23.27	40.59%
长期债务	47.54	80.38%	39.14	78.50%	34.05	59.41%

注：短期债务占比=短期债务/总债务，长期债务占比=长期债务/总债务。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率继续上升，可动用现金类资产相对不足，加之公司整体资产流动性较弱，难以对即期债务偿付形成有效保障。2023年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，考虑到公司利润主要来源于政府补贴，剔除补贴后的经营性利润对债务利息的保障程度仍较弱。截至2024年3月末，公司剩余银行授信额度为4.71亿元，备用流动性较低，整体而言，公司仍面临一定的短期偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	62.26%	62.00%	58.46%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.18
EBITDA利息保障倍数	--	1.28	1.76

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，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未产生较大负面影响

环境方面，根据公开查询信息及公司提供的说明，过去一年公司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，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，根据公司章程，公司明确了法人治理结构、股东的权利及义务，以及董事会、经理层、监事会的职权。近年公司未曾出现主要人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，过去一年未因信息披露不合规而受到处罚。

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5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2024年3月末，公司对外担保余额合计64.27亿元，占同期末净资产的比例为58.18%，被担保方主要为股东万州经开集团以及万州经开区范围内的国有企业，存在较大的或有负债风险。

表14 截至 2024 年 3 月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
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	26,780.00	2025.09.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	72,500.00	2026.05.24
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	80,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	50,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	50,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	50,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	60,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	10,000.00	2040.04.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	38,000.00	2024.05.25 ⁴
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	12,000.00	2025.03.28
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	18,000.00	2024.11.20
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	19,100.00	2026.06.26
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	11,000.00	2024.06.24
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	9,000.00	2024.06.26
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	18,000.00	2028.05.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	7,916.00	2026.07.30
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	20,000.00	2024.09.27

⁴ 此项担保到期续贷。

重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	30,000.00	2024.05.06 ⁵
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	30,000.00	2025.03.20
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	19,500.00	2026.02.24
重庆万林投资发展有限公司	6,724.00	2026.01.04
重庆高峰环境监测有限公司	900.00	2025.05.31
重庆灵凤实业有限责任公司	950.00	2025.06.22
重庆万州产业发展有限公司	950.00	2025.05.31
重庆万州经开物业管理有限公司	900.00	2025.05.31
重庆市玉罗实业有限公司	500.00	2026.03.02
合计	642,720.00	--

资料来源：公司提供

八、 外部特殊支持分析

公司是万州区政府下属重要企业，控股股东为万州经开集团，万州区国资委间接持有公司51%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万州区政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与万州区政府的联系是中等的。公司实际控制人为万州区国资委，控股股东为万州经开集团，万州区政府对公司的经营管理拥有强大的影响力。近年来公司主要业务和政府补助均来自于万州经开区，但考虑到万州经开区管委会是重庆市委、市政府派出机构，由万区委、区政府代管，所以万州经开区的行为一定程度代表了万州区政府，未来预计公司与政府的关系将保持比较稳定。

(2) 公司对万州区政府非常重要。作为万州区重要的基础设施建设主体，对地区经济社会建设的贡献很大。同时公司作为发债主体，若发生违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

九、 债券偿还保障分析

瀚华担保提供的保证担保仍可有效提升“PR19三峡/19渝三峡专项债”的信用水平

瀚华担保成立于2009年8月，是由瀚华金控股份有限公司（股票代码：3903.HK，以下简称“瀚华金控”）联合其他24名法人和自然人发起设立的民营资本商业性担保公司，初始注册资本10亿元。后经多次增资、未分配利润转增股本以及股权变更，截至2023年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，持股比例为99.90%。

瀚华担保主要发展“供应链金融、资本市场融资、非融资担保”三大业务。瀚华担保的直接融资担保客户主要是城投公司，发行人主体信用级别集中于AA，但受城投债发行政策收紧影响，债券担保市

⁵ 此项担保到期续贷。

场需求大幅减少，叠加存量债券担保业务逐步到期解保，瀚华担保的直接融资担保余额逐年下降，截至2023年末为67.84亿元。

表15 瀚华担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	622.72	644.63	445.52
其中：直接融资担保发生额	21.20	14.15	15.00
间接融资担保发生额	50.44	51.44	44.43
非融资担保发生额	551.08	579.04	386.09
当期解除担保额	624.63	635.55	461.52
期末担保余额	341.85	343.77	334.69
其中：直接融资担保余额	67.84	89.04	119.59
间接融资担保余额	35.86	49.31	51.69
非融资担保余额	238.15	205.42	163.41
融资担保责任余额	88.42	120.31	147.41
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.09	2.87	3.55

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保的间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小。随着2020年房地产企业“三道红线”出台等事件影响，批发零售业以及建筑行业景气度下降，客户抗风险能力趋弱，为控制风险，瀚华担保主动收缩贷款担保业务，叠加业务转型带来的阶段性波动，2021-2023年期末担保余额逐年下降。

瀚华担保围绕公共资源交易中心，重点拓展电子投标保函，该保函可替代原有保证金，一方面增强政府招标项目的安全性，一方面缓解投标企业资金压力，近年来非融资担保业务发生额和期末余额均快速增长，截至2023年末非融资担保余额为238.15亿元。

瀚华担保的代偿主要来自于间接融资担保业务。因非融资担保业务风险低以及间接融资担保业务余额持续下降，2023年瀚华担保的当期代偿额同比下降12.86%至0.61亿元，累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.56%和55.94%。截至2023年末，瀚华担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为1.99亿元、3.90亿元和3.52亿元，担保风险准备金合计为9.41亿元，同比下降1.19%；拨备覆盖率为480.88%，总体来看瀚华担保风险准备金提取较为充足。

资金运用业务方面，瀚华担保的投资业务包括委托贷款、基金投资和对关联方的债权投资。近年来瀚华担保持续压缩委托贷款业务规模，截至2023年末贷款余额为0.41亿元，同比下降37.62%。截至2023年末，基金投资账面价值为0.82亿元，同比下降49.50%，系购买的债券基金赎回所致；瀚华担保对瀚华金控旗下其他子公司的债权投资规模为34.44亿元，瀚华担保对关联方的债权投资规模较大，需关注关联交易风险。

表16 瀚华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	56.41	55.51	55.79
其中：货币资金	7.38	13.65	16.01
应收代偿款净额	1.96	2.46	3.60
所有者权益合计	42.28	41.90	41.58
营业收入	4.13	5.38	6.38
其中：担保业务收入	3.26	3.84	3.89
净利润	1.08	1.73	1.98
净资产收益率	2.56%	4.14%	4.79%
累计担保代偿率	1.56%	1.63%	1.68%
累计代偿回收率	55.94%	54.56%	50.25%
拨备覆盖率	480.88%	387.40%	302.71%

注：此处累计担保代偿率、累计代偿回收率的统计口径为融资担保业务口径。

资料来源：瀚华担保 2021-2023 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

截至 2023 年末，瀚华担保的资产总额为 56.41 亿元，主要由货币资金、投资资产、应收代偿款和存出保证金构成，期末账面价值分别为 7.38 亿元、39.21 亿元、1.96 亿元和 2.66 亿元，其中货币资金主要包括 2.76 亿元活期存款和 4.60 亿元定期存款；投资资产主要包括 34.44 亿元对关联方的债权投资和 4.36 亿元权益投资。截至 2023 年末，瀚华担保的 I 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 24.82%，I 级资产和 II 级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为 74.23%，III 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 19.73%。瀚华担保的三级资产占比均符合《融资担保公司监督管理条例》的规定，但较大规模的关联方债权投资降低了资产流动性。

瀚华担保的负债以担保业务相关准备金及债务融资为主，截至 2023 年末负债总额为 14.13 元，同比小幅增长 3.80%；其中债务融资为 3.50 亿元，主要为客户缴纳的存入保证金。受融资担保责任余额逐年下降影响，瀚华担保持续转回担保风险准备金，截至 2023 年末担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 3.90 亿元和 1.99 亿元，同比分别下降 4.92% 和 1.49%。

近年来瀚华担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末，瀚华担保所有者权益合计 42.28 亿元，其中实收资本为 35.00 亿元，资本实力较强。截至 2023 年末，瀚华担保融资担保责任余额放大倍数下降至 2.09 倍，未来担保业务发展空间较大。

表17 瀚华担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	3.29	79.71%	4.70	87.34%	4.68	73.25%
利息收入	0.71	17.31%	0.55	10.21%	0.89	13.91%
手续费及佣金收入	0.18	4.32%	0.27	5.02%	0.50	7.76%
投资收益	0.02	0.44%	(0.04)	(0.66%)	0.09	1.49%
其他收益	0.17	4.21%	0.16	2.89%	0.13	2.10%

公允价值变动收益	(0.27)	(6.52%)	(0.14)	(2.58%)	0.07	1.03%
其他业务收入	0.05	1.28%	0.07	1.22%	0.07	1.16%
资产处置收益	(0.03)	(0.74%)	(0.18)	(3.40%)	(0.05)	(0.71%)
营业收入	4.13	100.00%	5.38	100.00%	6.38	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保的营业收入主要来源于担保业务收入、投资资产产生的利息收入、以及为客户融资提供服务收取的手续费及佣金收入。随着保费较高的融资担保余额的持续下降以及中间业务的陆续退出，2023 年瀚华担保的营业收入有所下降，当期实现营业收入 4.13 亿元。

近年来瀚华担保营业支出持续下降，2023 年营业支出同比下降 9.33% 至 2.69 亿元，瀚华担保的营业支出主要为业务及管理费、手续费及佣金支出和担保赔偿支出。随着融资担保业务的到期解保，瀚华担保持续转回担保赔偿准备金；随着数字化转型推进，瀚华担保的业务及管理费持续下降，2023 年降至 1.34 亿元；手续费及佣金支出主要为保函手续费，随着市场竞争加剧，瀚华担保降低了电子保函业务的担保费收费标准，相应给合作方的手续费支出同步下降，2023 年手续费及佣金支出为 0.73 亿元，同比下降 40.66%。2023 年，瀚华担保实现净利润 1.08 亿元，同比下降 37.70%；净资产收益率为 2.56%，同比下降 1.58 个百分点。

瀚华担保的控股股东瀚华金控是全国较为领先的普惠金融集团，瀚华担保作为瀚华金控旗下的重要展业平台，在业务协同方面获得瀚华金控相应支持。

综上，瀚华担保股东综合实力较强，可在业务拓展、资本补充等方面给予瀚华担保相应支持；非融资担保业务规模快速增长；具备一定资本实力。同时中证鹏元也关注到，受城投债发行政策收紧以及自身经营策略调整等因素影响，瀚华担保的融资担保余额持续下降，未来业务增长承压；关联方债权投资规模较大，需关注关联交易风险。

经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券由瀚华担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

万州区为渝东北区域中心城市，2023 年经济总量和增速均在重庆各区县排名前列，一般公共预算收入在全市排名第二，为公司发展提供了良好基础。公司作为万州经开区重要的土地整治开发及基础设施投融资建设主体，虽然资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定的短期偿债压力，且存在较大的或有负债风险，但作为公司核心收入来源的土地开发整治业务持续性仍较好，且近年公司获得的外部支持力度较大。此外，瀚华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“PR19三峡/19渝三峡专项债”的信用水平。

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“PR19三峡/19渝三峡专

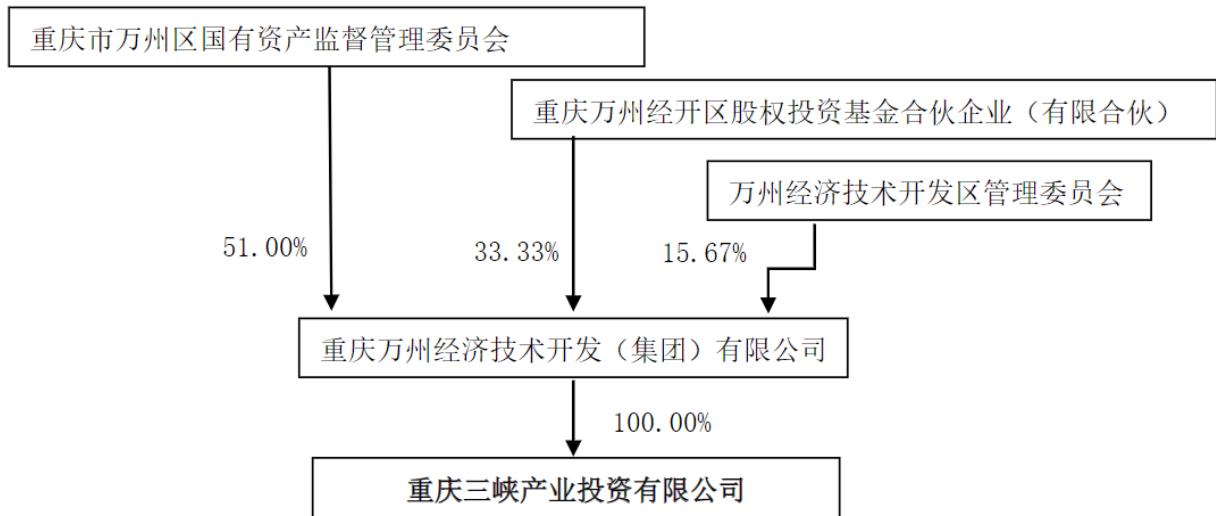
项债”信用等级为AA+。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.07	3.14	4.14	0.99
应收账款	80.01	80.01	79.41	77.50
存货	56.54	55.19	10.52	9.22
流动资产合计	163.75	158.26	148.24	125.43
投资性房地产	34.14	34.12	20.00	19.59
其他非流动资产	45.28	45.28	46.53	46.68
非流动资产合计	128.96	130.84	105.95	94.06
资产总计	292.70	289.10	254.18	219.49
短期借款	0.80	0.80	1.79	1.90
其他应付款	120.96	127.26	89.60	56.25
一年内到期的非流动负债	10.80	9.91	21.47	9.73
流动负债合计	132.69	138.11	113.07	73.54
长期借款	37.49	28.90	25.89	25.98
应付债券	8.45	9.04	6.16	16.39
长期应付款	1.98	1.58	2.00	2.80
非流动负债合计	49.54	41.13	35.52	46.66
负债合计	182.23	179.24	148.60	120.20
所有者权益	110.48	109.87	105.59	99.30
营业收入	0.19	5.87	6.28	6.81
营业利润	0.29	4.38	7.27	4.34
其他收益	0.00	4.00	7.80	4.43
利润总额	0.29	4.37	6.35	4.24
经营活动产生的现金流量净额	-0.94	23.59	13.82	19.84
投资活动产生的现金流量净额	-3.24	-14.24	-8.55	-19.58
筹资活动产生的现金流量净额	9.11	-10.34	-2.13	-4.28
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	99.39%	17.01%	22.79%	14.28%
资产负债率	62.26%	62.00%	58.46%	54.76%
短期债务/总债务	19.62%	21.50%	40.59%	20.48%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.18	0.09
EBITDA（亿元）	--	5.14	6.81	4.63
EBITDA利息保障倍数	--	1.28	1.76	0.92

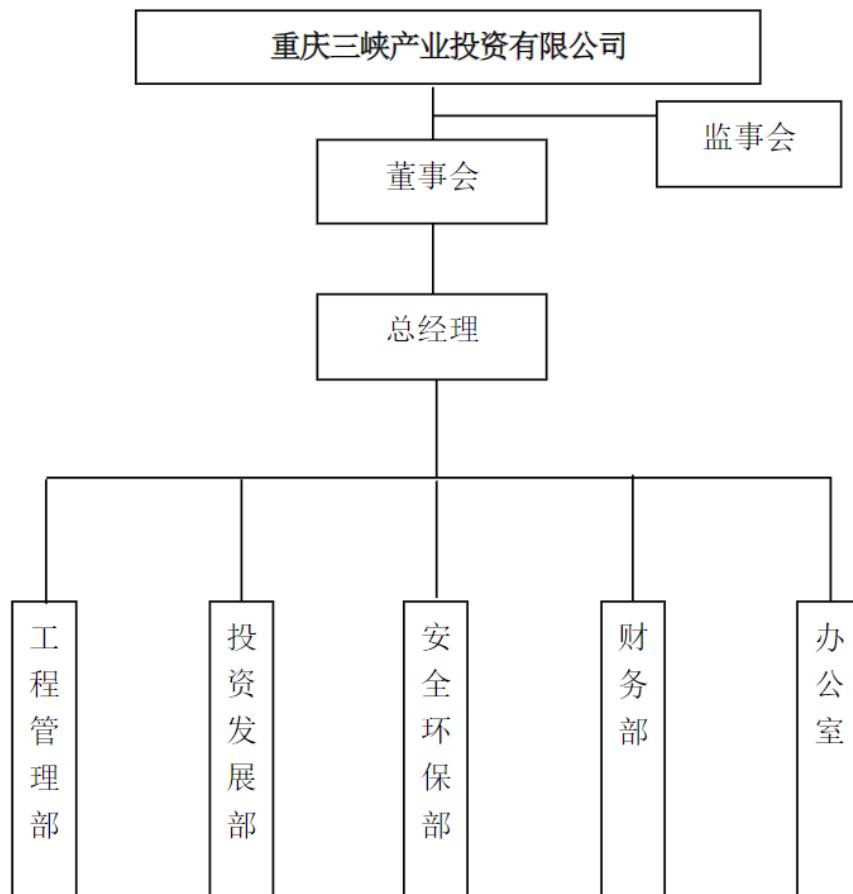
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+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

附录五 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。