



2023年广东三水发展控股投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年广东三水发展控股投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
23 三水发展债 /23 发展 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：佛山市三水区交通区位优势明显，制造业发展较好，整体经济实力较强，佛山市三水投资发展集团有限公司（以下简称“三水发展”或“公司”）作为三水区重要的基础设施建设主体，已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务多元运营体系，且公司持续获得佛山市三水区国有资产监督管理局（以下简称“三水区国资局”）在资金注入方面的支持。同时，中证鹏元也关注到，公司资产以项目建设投入、应收款项为主，整体资产流动性较弱，为满足项目建设资金需要公司持续扩大对外融资规模，公司债务规模增长较快等风险因素。

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，未来较长的一段时期内公司所处的良好区域环境及平台地位仍将维持。

评级日期

2024年7月30日

联系方式

项目负责人：任思博
rensb@cspengyuan.com

项目组成员：张蓉
zhangr@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	154.33	136.06	113.14
所有者权益	63.95	60.42	53.01
总债务	49.48	28.41	12.90
资产负债率	58.57%	55.59%	53.14%
现金短期债务比	1.82	2.42	74.39
营业收入	16.45	13.94	11.31
其他收益	0.03	0.04	0.04
利润总额	0.42	0.62	3.46
销售毛利率	13.12%	16.75%	15.56%
EBITDA	2.17	1.96	4.26
EBITDA 利息保障倍数	1.48	2.49	10.61
经营活动现金流净额	-6.30	-13.41	5.53

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2024年5月，公司名称由“广东三水发展控股投资有限公司”变更为“佛山市三水投资发展集团有限公司”。

优势

- **佛山市三水区交通区位优势明显，制造业发展较好，未来区域发展潜力较大。**佛山市三水区地处广佛都市圈的区域中心，区域优势明显，制造业基础雄厚，近年工业投资增长较快，整体经济实力较强，区域全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，正努力建设成广佛极点重要节点。2023年三水区实现GDP 1,540.63亿元，同比增速达5.6%。
- **作为三水区重要的基础设施建设主体，公司业务多元化程度仍较高，且工程代建业务具有较好的可持续性。**作为三水区重要的基础设施建设主体，公司已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务运营体系，同时公司还经营租赁、建材销售、烟酒销售、墓地服务等业务；截至2023年末，公司在建代建项目规模仍较大，未来工程代建收入具有一定保障。
- **公司在资本金注入等方面继续获得一定的外部支持。**2023年三水区国资局对公司多次注资，以现金出资方式合计增加公司实收资本4.90亿元，有力增强公司资本实力。

关注

- **公司资产仍以项目建设投入和应收款项为主，整体资产流动性较弱。**公司资产中以代建项目和房地产开发投入、土地开发成本及其他应收款为主，其中代建业务回款依赖于项目建设进度和政府资金安排，资金回笼时间存在不确定性，房地产开发项目待销售部分占比较高，需关注销售去化情况，且应收政府单位及相关国有企业款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用。
- **公司总债务规模扩张迅速，面临一定的资金压力。**公司总债务以银行借款和发行债券为主，随着公司项目建设投入的增加，2023年末公司总债务规模大幅增长。同时公司项目回款较慢，2023年经营活动净现金流仍表现为大额净流出，随着公司陆续承接区内重大项目，公司面临一定的资金压力。

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
三水产发	负责三水区工程代建业务，以及经营烟酒贸易、物业管理、渡运、机动车检测等业务	113.56	57.61	5.34
三水发展	三水区重要的基础设施建设主体，主要从事三水区基础设施建设、资产出租、烟酒销售等业务	154.33	63.95	16.45

注：（1）三水产发为佛山市三水产业发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2023年/年末数据。

资料来源：Wind，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	7/7
				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	aa
外部特殊支持	1
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 aa，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是佛山市三水区重要的区属国企，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，三水区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与三水区政府联系非常紧密，三水区国资局作为公司唯一股东，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，近年在资金注入等方面给予公司一定的支持；公司对三水区政府非常重要，公司承担了三水区交通和水利等基础设施建设项目及三水区内公共排水设施建设、运营和管养工作，对三水区贡献较大，若公司违约将会对地区金融生态环境产生实质性不利影响。同时，中证鹏元认为三水区政府提供支持的能力很强，主要体现在三水区全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，近年地区经济保持增长，具有很强的财政实力和偿债能力。

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
23 三水发展债 /23 发展 01	5.00	5.00	2023-6-28	2030-3-3

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2023年2月28日发行7年期5.00亿元公司债券，募集资金计划3亿元用于佛山市三水区绿色工业服务项目和佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目。截至2023年12月31日，“23发展01/23三水发展债”（以下简称“本期债券”）募集资金专项账户余额为2.07万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东和实际控制人仍为三水区国资局，持股比例为100.00%。公司注册资本及实收资本持续增长，2024年3月1日注册资本变更为12.60亿元；2023年三水区国资局内合计向公司增资4.90亿元，年末公司实收资本增长至12.60亿元。

公司仍是三水区重要的基础设施建设主体，主要从事三水区工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工等业务。2023年，公司合并报表范围新增5家子公司，无减少合并子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围一级子公司详见附录四。

表1 2023年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
佛山市三水区淼控环境水务有限公司	100.00%	1.52	投资设立
佛山市三水区正源能源有限公司	100.00%	0.75	投资设立
佛山市三水区正源水务有限公司	100.00%	0.80	投资设立
佛山市三汇国际物流有限公司	95.00%	2.70	投资设立
佛山市三水区开源建设投资有限公司	80.00%	0.20	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

基础设施投资行业政策环境

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

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再

融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

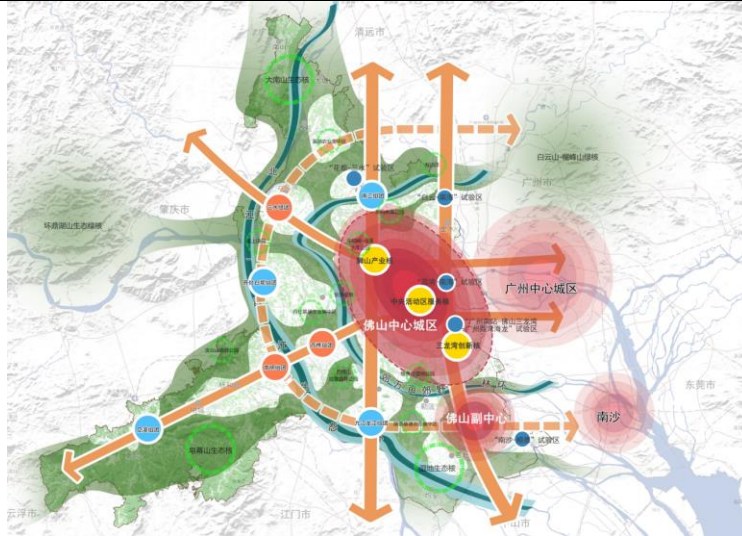
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

区域经济环境

佛山市为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前；在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑

区位优势：佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市。佛山市系广东省下辖地级市，地处广东省中部、珠三角腹地，毗邻深港澳、东接广州市、南邻中山市，是我国重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一。佛山市现辖禅城区、南海区、顺德区、高明区和三水区，全市总面积3,797.72平方公里。截至2022年末，佛山市常住人口为955.23万人，常住人口城镇化率达95.22%，显著高于全省平均水平。佛山市地理位置优越，交通运输便利，截至2023年末，佛山市现有4C级佛山沙堤机场，规划建设4F级珠三角枢纽（广州新）机场，将与广州白云机场共同形成国际航空枢纽；已建成国家铁路5条、城际铁路2条，在建及近期拟建国家铁路6条（段）、城际铁路3条；西江、北江及其支流贯穿佛山全境，现有港口、码头94个，通航航道115条，通航里程1,006公里；高速公路建成通车里程553公里，与大湾区各城市基本实现2小时内通达。

《佛山市交通发展“十四五”规划》提出到2025年，佛山将增强与广州核心区、外围组团核心区间的快速联系：实现广佛都市圈45分钟互达，广佛中心城区30分钟快速通达，与京津冀城市群6小时可达，与长三角和成渝城市群5小时可达，与泛珠三角地区4小时可达，融入全国城市群发展。

图1 佛山市域空间结构规划图


资料来源：《佛山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》

经济发展水平：佛山市经济发展处于国内较高水平，民营经济活跃，对外经济发展势头较好，**2023年经济总量（GDP）在广东省21个地级市中排名第3位。**依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，于2019年成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市，2023年全市人均GDP为全国人均GDP的1.56倍，经济发展处于国内较高水平。近年佛山市经济增速波动较大，2023年经济回升向好，GDP增速为5.0%，略低于全国水平。产业结构方面，2023年佛山市三次产业结构比为1.7:56.6:41.7，第二产业占比较2022年略有增长，主导地位有所增强。近年佛山市固定资产投资同比增速波动较大，受房地产投资增速拖累影响，2022年和2023年固定资产投资增速为负。佛山民营经济活跃，2016-2020年期间全市市场主体数量年均增长14.27%，2023年美的集团股份有限公司、美的置业集团有限公司、宏旺控股集团有限公司等7家企业入选“2023中国民营企业500强”，美的集团股份有限公司跻身“世界企业500强”。2022年佛山区民间投资占固定资产投资规模的比重达72.1%。受国际市场需求疲软的影响，佛山市外贸增速下滑趋势明显，但佛山“制造重镇”外贸优势仍在，2023年与17个国家和地区双边贸易额突破百亿元，家电出口额占全国比重保持十分之一，机械设备、锂电池等高技术产品出口分别增长8.4%、8.5%。

表2 2023年广东省部分地级行政区经济财政指标情况（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
深圳市	34,606.40	6.0%	195,939	4,112.78	875.53
广州市	30,355.73	4.6%	161,634	1,944.15	1,588.78
佛山市	13,276.14	5.0%	138,984	800.46	477.03
湛江市	3,793.59	3.0%	53,921	155.61	60.92
汕头市	3,158.32	4.2%	56,990	133.38	69.23
肇庆市	2,792.51	3.7%	67,641	176.56	66.56
梅州市	1,408.43	6.5%	36,507	92.7	25.17
云浮市	1,207.42	3.8%	50,383	92.93	14.59

注：（1）广州市人均 GDP 数据来源于广州市 2023 年国民经济和社会发展统计公报，其他市人均 GDP 按照 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各市 2023 年经济运行情况、国民经济和社会发展统计公报、财政预算执行情况及政府官网等，中证鹏元整理

表3 佛山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）	13,276.14	5.0%	12,698.39	2.1%	12,156.54	8.3%
固定资产投资	-	-9.9%	-	-3.6%	-	7.6%
社会消费品零售总额	3,734.48	3.7%	3,593.57	1.0%	3,556.66	8.1%
进出口总额	5,965.80	-10.5%	6,637.8	7.7%	6,160.7	21.7%
人均 GDP（元）	138,984		132,935.42		126,465	
人均 GDP/全国人均 GDP	155.54%		155.12%		156.18%	

注：“-”表示未获取该数据，2021 年和 2022 年人均 GDP 系根据当年末常住人口数据计算，2023 年人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口数据计算。

资料来源：佛山市 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、2023 年 1-12 月佛山主要统计指标，中证鹏元整理

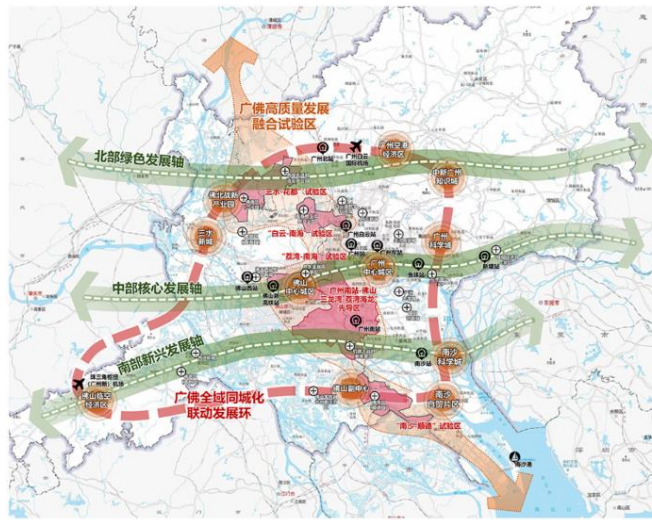
产业情况：佛山制造业基础雄厚、门类齐全，已形成十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显，近年持续推动制造业数字化升级转型。佛山市拥有国家级特色产业基地26个，各主要行业的本地产业配套率高达90%以上，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群、佛莞泛家居集群成为国家先进制造业集群。佛山向北大布局，规划推进制造业当家、建设现代产业体系的重要载体——佛北战新产业园，作为全市有史以来最大规模园区，佛北战新产业园将加速改变佛山经济格局走向。佛山市工业规模居全国第5、全省第2，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业门类齐全，依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团股份有限公司（股票代码：000333）、中国联塑集团控股有限公司（股票代码：2128.HK）、佛山市海天调味食品股份有限公司（股票代码：603288）等重点企业，2023年各类政策性金融工具帮助2.3万家次企业解决融资超1,060亿元，上市企业总数达81家，有70家企业入选广东制造业500强，数量居全省第二。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2023年佛山市规模以上工业增加值增速为6.6%，其中先进制造业增加值增长7.6%，占规模以上工业增加值的比重为52.02%，比上年提高1.42个百分点，优势传统工业增加值增长0.4%，其中服装业、建筑材料业和金属制品业增加值有所下降。2023年佛山市持续推进制造业数字化智能化转型，加强重大工程投资统筹调度，546个省、市重点项目完成投资超1,600亿元，达到年度计划的133%。实施工业项目“益企投”，完成工业投资1,509亿元、增长31.8%，占固定资产投资比重提升至40%，其中工业技改投资892亿元、增长33.7%，投资额居全省第一。

发展规划及机遇：在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”²建设、“双城”联动和构建

² “双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

“一核一带一区”³区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州市为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳市等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据广州市人民政府办公厅、佛山市人民政府办公室于2022年8月共同印发的《广佛全域同城化“十四五”发展规划》，广州市及佛山市拟打造“一区、三轴、一环”⁴的空间格局，到2025年初步形成高品质现代化国际化都会区，推动广佛地区生产总值增长到5万亿元左右，实现广佛中心城区半小时通达、全域1小时通达、3小时联通泛珠三角城市，并于2035年基本实现广佛全域同城化。上述发展规划的推出及落实，有望推动广佛全域同城高质量发展，提升区域发展能级及核心竞争力。

图2 广佛区域“一区、三轴、一环”的空间格局



资料来源：广佛全域同城化“十四五”发展规划

财政及债务水平：佛山市财政实力较强、财政自给能力较好，2023年一般公共预算收入规模保持恢复性增长。受留抵退税因素影响，2022年佛山市一般公共预算收入规模较上年小幅减少，扣除留抵退税因素后的同口径增幅为2.32%。2023年佛山市财税收入保持恢复性增长，完成一般公共预算收入800.46亿元，同比增长0.4%，同年地方一般公共预算支出同比下降3.77%，财政自给率小幅上升。受房地产市场景气度低迷影响，佛山市2023年政府性基金收入下降幅度较大。区域债务方面，2023年佛山市地方政府债务限额为2,760.60亿元，2023年新增专项债券限额473亿元，截至2023年末，全市地方政府债务余额为2,750.72亿元，较2022年末大幅增长，但整体债务压力不大。

表4 佛山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	800.46	796.76	808.26
税收收入占比	58.00%	56.31%	67.52%
财政自给率	81.45%	77.94%	76.00%

³ “一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

⁴ “一区”为南北向的广佛全域同城化引领区，“三轴”为东西向的广佛全域同城化发展轴（包括中部核心发展轴、南部新兴发展轴、北部绿色发展轴）、“一环”为广佛全域同城化联动发展环。

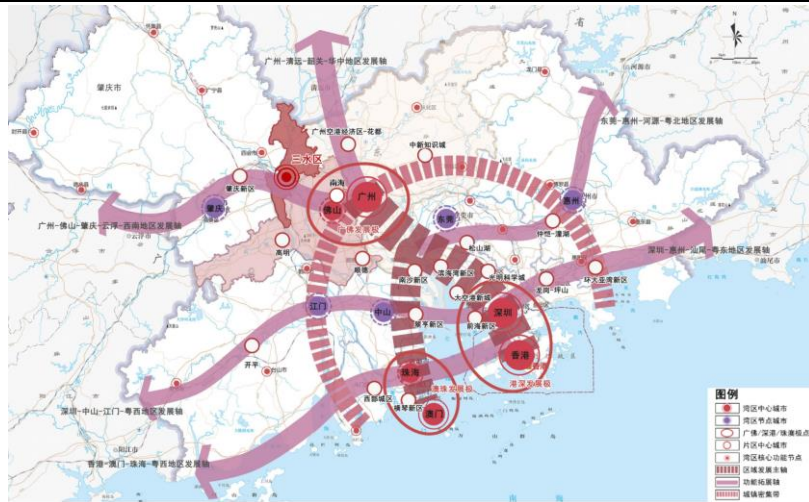
政府性基金收入	477.03	557.43	1,159.9
地方政府债务余额	2,750.72	2,277.81	1,856.57

注：地方一般公共预算收入为扣除留抵退税因素后的同口径增幅；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：佛山市 2021 年、2022 年本级政府决算公开、2024 年佛山市本级政府预算公开，中证鹏元整理

佛山市三水区地处广佛都市圈的区域中心，区域优势明显，制造业基础雄厚，近年工业投资增长较快，整体经济实力较强，区域全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，正努力建设成广佛极点重要节点，未来发展潜力较大

区位特征：三水区承东启西，交通区位优势明显，全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，打造大湾区西北区域中心。三水区是佛山市市辖区，位于广东省中部、佛山市西北部。三水区地处珠三角通往粤西、粤西北和我国大西南地区的咽喉要冲，毗邻珠三角大中城市群及港澳地区，距广州市30公里。三水区总面积827.71平方千米，下辖西南、云东海2个街道和白坭、乐平、芦苞、大塘、南山5个镇，借力“中心环线”、佛山轨道4号线等重大交通建设，三水区正在大力构建三水新城、北江新区、西南老城“一环三区”强中心格局。2023年末，三水区全区常住人口88.26万人，较2010年第六次全国人口普查结果的62.26万人有明显增加，人口呈净流入状态，全区常住人口城镇化率为76.13%。

三水区交通便利，拥有三水港、西南口岸2个货运进出口码头，并有广茂、广珠铁路，贵广（南广）高速铁路、广佛肇城际轨道，肇花（珠外环）、西二环、二广（广三、广贺）、广昆（广肇）、广明、广佛肇高速公路，佛清从高速公路，G321、G324国道及S118、S269等省道过境，建成三水南站、三水北站和云东海站三大铁路枢纽站，形成“四铁七高、四纵十三横”交通网络基础。借力粤港澳大湾区建设和交通强国广东试点建设的机遇，三水区将全面参与粤港澳大湾区、广佛全域同城化和广州都市圈建设，以“东联西拓北延”为方向，着力打造“七铁十一高、六纵十八横一环”现代化交通网络，推动与禅（城）桂（城）以及广州市、肇庆市、清远市等周边市区的路网对接，形成大湾区“公、铁、水”联运的综合铁路货运枢纽，向东拉近与广州市、深圳市的时空距离和心理距离，全方位接受大湾区中心城市辐射，向西分享中心城市强大集聚效应的红利，借势吸引大西南资源集聚。

图3 三水区区域协同发展示意图


资料来源：《佛山市三水区国土空间总体规划（2021-2035年）》草案，中证鹏元整理

经济发展水平：近年三水区地区生产总值保持增长，经济实力较强，**2023年固定资产投资规模恢复增长，工业投资保持两位数增长。**三水区位列“2023年度全国综合实力百强区”榜单第31名，2023年GDP增速在佛山市五区中排名第二。2023年三水区固定资产投资同比增长2.3%，全年项目投资同比增长22.5%，其中工业投资同比增长33.1%，占全部固定资产投资比重78.0%；房地产开发投资同比下降65.2%，其中住宅投资下降63.7%。近年三水区人均GDP持续增长，2023年人均GDP为全国人均GDP的1.96倍，经济发展水平较高。

表5 2023年佛山市下属行政区经济财政指标情况（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
顺德区	4,317.01	4.5%	13.33	228.61	165.24
南海区	3,930.50	4.3%	10.69	261.21	197.91
禅城区	2,387.50	5.6%	17.85	97.09	38.98
三水区	1,540.63	5.6%	17.50	60.74	39.16
高明区	1,100.50	6.0%	23.14	44.90	22.55

注：顺德区、南海区、高明区人均GDP按照2023年末常住人口计算。

资料来源：各区2023年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

表6 三水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）	1,540.63	5.6%	1,472.34	2.1%	1,405.19	8.6%
固定资产投资	-	2.3%	-	-14.9%	-	5.7%
社会消费品零售总额	233.71	3.2%	226.15	-0.7%	227.65	5.6%
进出口总额	378	1.1%	373.9	5.8%	352.1	27.9%
人均GDP（万元）		17.50		17.45		17.41
人均GDP/全国人均GDP		195.85%		203.62%		215.05%

资料来源：佛山市三水区2021-2023年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：三水区制造业基础雄厚，已形成高端装备制造、泛家居、电子信息、食品饮料四大主导产业集群和生物医药、新材料两大新兴产业集群，是佛山北向战略主战场。三水区经济结构以第二产业为主，2023年三次产业结构比重为3.1:72.3:24.6。三水区规模以上工业企业超1,000家，2023年三水区规模以上工业实现增加值996.2亿元，同比增长7.6%。近年三水区不断加大招商引资力度，2023年三水累计引进超亿元项目超80个，投资总额超800亿元，其中战略新兴产业投资额占比78%、占全市总量1/3。其中，总投资238亿元的宁德邦普一体化新材料项目创下佛山全市单个项目签约投资额的历史新高。近年，三水区聚力打造“4+2”（高端装备制造、泛家居、电子信息、食品饮料四大主导产业集群，生物医药、新材料两大新兴产业集群）。高端装备制造方面，三水区以佛高区三水产业园为主阵地，大力引进骨干企业和上下游配套企业，培育了台一精工、盈捷精密、金银河（股票代码：300619.SZ）、星星制冷、恒力泰等优质企业。泛家居方面，三水区现有海尔滚筒洗衣机、日丰企业、箭牌家居（001322.SZ）、恒洁卫浴等优质企业，依托轻工纺织、智能家电等优势产业，推进三水区泛家居产业集群向“制造+服务”、“个性化定制”、“工程总承包商”等方向拓展。电子信息方面，三水区拥有盛路通信（股票代码：002446.SZ）、粤海信通讯等重点企业，依托佛高区云东海电子信息产业园、北江科技创新园等新一代电子信息产业载体建设，加快引进半导体、汽车电子、传感器、数据中心等项目，配套支撑智能家电、汽车、高端装备制造、人工智能等产业发展。食品饮料方面，引入百威、红牛、健力宝、可口可乐、嘉士伯重啤、安井食品等100多家饮料食品企业，助推中国（三水）国际水都饮料食品基地扩容提质。生物医药方面，以佛北站新产业园为抓手，引入广东医谷·云东海生命科学院、朗华工业供应链智慧科技园等超百亿项目，大力发展生物医药新兴产业。新材料产业方面，聚焦先进金属材料、电子新材料及电子化学品、新能源材料等赛道，引入宁德邦普一体化新材料产业项目、传化集团有限公司等项目。

发展规划及机遇：根据《佛山市三水区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》，三水区将坚持“东联西拓北延”，增强三水区承东启西的区位格局，努力建设成广佛极点重要节点。三水区将加快培育超3,000亿元装备制造、超2,000亿元泛家居、超1,000亿元食品饮料、超1,000亿元电子信息四大产业集群，构建具有三水特色的制造业高质量发展生产体系。

财政及债务水平：近年三水区一般公共预算收入持续下滑，政府性基金收入有所波动，地方政府债务余额持续扩张。2021-2023年三水区一般公共预算收入不断下滑，其中2023年受市区税收分库政策⁵影响，一般公共预算收入同比有所下降；税收收入主要由增值税、房产税、企业所得税、城市维护建筑税、土地增值税及契税构成，受市区税收分库等影响，2023年三水区税收收入占比下降至51.50%。2023年三水区财政自给下降至72.03%，财政自给能力尚可。此外，政府性基金收入受土地出让收入影响较大，近年三水区政府性基金收入规模有所波动，2023年政府性基金收入同比增长48.7%至39.16亿元。区域债

⁵ 根据《佛山市财政局关于调整市区两级税收收入分库比例的通知》，2023年起税收收入从100%区级收入调整为市级25%、区级75%，相应区级不需要通过上解反映上缴佛山市税收收入25%。

务方面，2021-2023年末地方政府债务余额持续增长，2023年末三水区政府性债务余额222.50亿元，包括一般债务24.64亿元，专项债务197.85亿元，2023年三水区新增地方政府债务主要用于产业园区基础设施建设。

表7 三水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	60.74	69.25	71.52
税收收入占比	51.50%	56.64%	69.21%
财政自给率	72.03%	87.61%	87.57%
政府性基金收入	39.16	26.34	49.86
地方政府债务余额	222.50	195.60	177.71

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：2021-2022年政府决算报告及2023年政府预算报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍为三水区重要的基础设施建设主体，主要负责三水区范围内交通和水利基础设施建设项目建设及三水区范围内公共排水设施养护，区域专营性较强，同时公司还开展生猪销售及屠宰加工、租赁、烟酒销售等市场化业务，呈现多元化业务运营模式

公司是三水区重要的基础设施建设主体，主要负责工程代建、公共排水设施养护、生猪销售及屠宰加工等业务，同时公司还经营租赁、销售、墓地服务等业务。2023年公司营业收入增长至16.45亿元，主要来自工程代建、生猪销售及屠宰加工、销售业务、BOT项目建造等业务，业务结构较为多元。毛利率方面，受工程代建业务、公共排水设施管网业务等业务毛利率下降，以及新增的收入占比较大的销售业务毛利率很低影响，2023年公司销售毛利率水平同比有所下降。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	2.04	12.41%	9.90%	5.72	41.01%	14.58%
生猪销售及屠宰加工	2.11	12.85%	3.30%	3.93	28.20%	3.23%
公共排水设施管养	0.61	3.68%	39.84%	0.57	4.06%	58.40%
BOT项目建造收入	3.88	23.60%	0.00%	1.22	8.73%	0.00%
销售收入	3.80	23.08%	0.29%	0.00	0.00%	-
租赁业务	0.48	2.91%	97.04%	0.39	2.76%	94.58%
烟酒销售	0.34	2.06%	7.94%	0.25	1.76%	15.37%
墓地业务	0.18	1.11%	73.00%	0.15	1.09%	79.13%
其他	3.01	18.31%	33.52%	1.73	12.38%	30.20%
合计	16.45	100.00%	13.12%	13.94	100.00%	16.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设板块

公司仍承担了三水区交通和水利等基础设施建设，并采用自营模式承接区内重大项目建设和运营，主要负责的项目投资规模较大，业务可持续性仍较好；但受项目建设和政府结算进度影响，2023年工程代建业务收入下滑明显，且项目所需投入资金规模较大，仍面临较大资金压力

公司工程代建业务主要由公司二级子公司佛山市三水区交通建设投资有限公司（以下简称“三水交建”）和佛山市三水区水利投资建设有限公司（以下简称“三水水利”）负责。公司工程代建项目为来自于三水区人民政府、佛山市三水区南山镇人民政府、佛山市三水云东海新城开发投资有限公司等三水区镇街政府或其下属公司委托的交通和水利基础设施建设项目。具体模式为：三水交建与三水区人民政府于2016年1月签署了框架协议《佛山市三水区交通建设投资有限公司基础设施建设项目建设管理-移交协议书》，对于三水区人民政府委托的工程代建项目，三水交建于每年年末根据三水区政府工程验收进度确认代建成本及收入，收入按照实际支出成本加成管理服务费确认，其中管理服务费按建设成本（包括结算总价、管理成本、融资成本等费用）的15%计取；对于镇街政府或其下属公司委托代建的项目，三水交建或三水水利与委托方签订相关项目协议，委托方按照协议约定支付代建成本和管理费，该类项目无固定的代建管理费率。

2023年公司工程代建业务收入下滑明显，主要来源于三水区荷园路工程、三江公路扩宽工程、三水区油金大桥扩建工程南支线工程项目。截至2023年末，公司主要在建的代建项目包括塘西三期工程、三水区荷园路工程等，计划总投资合计25.46亿元，累计已完成投资16.45亿元，业务仍具较高的可持续性。

表9 截至2023年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
塘西三期工程	7.99	7.85
三水区荷园路工程	5.18	0.99
兴云路工程	4.99	3.30
油金桥扩建工程	2.95	2.04
三水区油金大桥扩建工程南支线工程	1.26	0.51
文锋西路改造工程	1.04	0.60
三水区环站北路道路工程	0.85	0.25
三水区北江大道南延线工程	0.59	0.58
三水区广三南路连线工程	0.41	0.25
三水区沙头大道东西连通道路工程	0.20	0.08
合计	25.46	16.45

资料来源：公司提供

此外，公司下属子公司也采用自营模式负责多个三水区内重大项目的建设和运营，项目建成后由子公司负责运营。其中佛山市三水区绿色工业服务项目、佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目为本期债券募投项目，截至2023年末均已完成主体建设，进入试运营阶段。高性能泡沫铝新材料项目由子公司佛山市三水区国尊新型材料生产基地建设投资有限公司负责，主要建设内容包括四个单层厂房，两个双层厂房、综合楼等，建成后用于生产泡沫铝新材料及应用产品的生产和研发，设计年产高

性能泡沫铝新材料2.4万吨，预计总投资36.00亿元；佛山港三水港区金本作业区配套设施项目为拟建项目，主要建设内容包括物流仓库、汽车坡道货运通道及其配套附属设施等，预计总投资19.45亿元，项目投资规模较大。自营项目建成后，公司将实现泡沫铝新新材料销售收入、物流仓库及产业园区租赁收入、供电收入、混凝土销售收入等多种类型的业务收入，进一步丰富公司业务类型和收入来源，但需关注项目建设进度及后续经营收益对成本投入的覆盖情况。截至2023年末，公司主要在建、拟建自营项目计划总投资合计92.90亿元，累计已完成投资9.49亿元，尚需投资83.41亿元，未来面临较大的资金支出压力。

表10 截至 2023 年末公司主要在建、拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
高性能泡沫铝新材料项目	36.00	0.001
佛山港三水港区金本作业区配套设施项目	19.45	0.00
佛北战新数智城项目（原西南电子通信制造产业项目）	12.86	2.97
三水区文体旅游综合体建设项目	9.58	1.03
佛山市三水区绿色工业服务项目	4.62	1.19
交通综合枢纽站建设工程	3.17	2.34
淼创·西江食品饮料产业谷项目	2.60	0.50
佛山市三水区淼城建筑材料有限公司年产能 144 万 m ³ 的预拌混凝土搅拌站新建项目	2.32	0.01
佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目	2.30	1.44
合计	92.90	9.49

资料来源：公司提供

（二）公共排水设施管养业务

2023年公司公共排水设施管网业务收入小幅增长，在建公共排水设施项目有望推动业务规模持续扩张，但维护成本增加拖累业务盈利能力，毛利率水平有所下滑

公司公共排水设施管养业务主要由子公司佛山市三水区淼通排水工程有限公司（以下简称“淼通公司”）负责，主要业务模式为通过建设、升级、管理、维护三水区城市排水设施向区政府获取5.5万元/公里的管养费，目前已获三水区政府授权并与各镇政府、街道办签订委托管理协议。2023年公司公共排水设施管养业务收入小幅上升至6,052.25万元，但由于维护成本增加，业务毛利率水平下降至39.84%。

截至2023年末，淼通公司负责建设的公共排水设施项目计划总投资17.84亿元，累计已投资5.06亿元，项目建设资金来源为政策性金融工具、财政资金和银行贷款，项目建设完成后将新增污水官网，交由淼通公司运行维护，并收取污水管网管养费。

表11 截至 2023 年末公司主要在建公共排水设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
佛山市三水区提质增效污水管网建设工程	11.60	1.16
三水区污水整治综合提升及配套建设工程	6.24	3.90
合计	17.84	5.06

资料来源：公司提供

（三）BOT项目建造业务

2023年BOT项目建设业务收入随三水区环保项目建设推进而持续增长

公司BOT项目建造业务由2022年以增资扩股方式获得51.00%股权的子公司淼控生物环保（佛山三水）有限公司（以下简称“淼控环保公司”，曾用名：瀚蓝（佛山三水）生物环保技术有限公司）负责，BOT项目建造业务为投资、建设佛山市三水绿色环保项目。

根据2022年签订的《佛山市三水区白泥坑垃圾卫生填埋场项目特许权协议补充协议（二）》，佛山市三水绿色环保项目建设期为2年，特许经营期限至2052年12月31日，特许经营期届满之日，淼控环保公司将该项目无偿完好移交给三水区域管局。该项目于2022年10月开工，淼控环保公司作为主要责任人按照合同履行进度平价结转确认建造服务收入，2023年公司BOT项目建造收入因按全年进度结转而增加至3.88亿元，项目完工进入运营期后将实现售电及垃圾处理费收入。

（四）生猪销售及屠宰加工等业务

2023年生猪销售及屠宰加工业务、烟酒销售、租金业务等仍为公司收入及利润提供了较好补充，房屋销售业务和新增的建材销售业务使得收入来源进一步丰富，但建材销售业务盈利能力仍较差并存在一定的资金占用，且需持续关注房地产项目去化情况

生猪销售及屠宰加工业务由子公司佛山市三水区国宏肉类加工有限公司（以下简称“三水国宏”）负责。经营模式为，三水国宏在生猪供应商处采购生猪，并聘请劳务公司进行屠宰，然后销售给下游客户。2023年公司生猪销售及屠宰加工业务营业收入受记账模式调整而持续下降至2.11亿元，毛利率较上年小幅提升至3.30%。

2023年公司新增开展加气砖、钢材、砂石、金属材料等建筑材料的贸易销售业务，主要由公司本部和子公司佛山市三水淼港贸易有限公司负责，采取以销定购、赚取差价的经营模式。该业务主要采用现金结算，在供应商发货前后需提交支付较大比例货款，而销售款主要为按月，存在一定的资金占用和回收风险。公司商品销售业务供应商和客户集中度较高，2023年向前五大客户销售额占销售金额总额的比重为70.68%，第一大客户为佛山市禅城区区属国企。2023年，公司实现销售业务收入3.80亿元，毛利率水平很低，2023年毛利率仅为0.29%。

烟酒销售业务主要由子公司佛山市三水区金叶发展有限公司（以下简称“三水金叶”）运营，其主要从事卷烟酒类零售，2023年该业务收入有所增长，但毛利率水平有所下降。

公司租赁业务由公司本部及子公司佛山市三水区宏升基础设施投资有限公司、三水金叶、广东宏益健康产业投资有限公司（以下简称“宏益产投”）、佛山市三水区国杰物资有限公司（以下简称“国杰物资”）等负责运营，出租资产包括商铺、写字楼、土地、厂房等，2023年公司租赁业务收入有所增长，并维持高毛利率水平。

2023年公司实现房屋销售收入0.60亿元，系子公司三水产发负责的保利臻景苑、保利臻景花园房地产开发项目的销售收入。该项目自2020年开始建设，其中一期项目已于2022年完工，已投资金额为5.06亿元，受房地产市场下行影响，该房地产项目去化较慢，2023年末该项目计入存货部分账面价值4.03亿元，未来需持续关注去化情况。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年连审审计报告及中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增5家子公司，无减少子公司，变化情况详见表1。

资本实力与资产质量

2023年末公司资产规模有所增长，资产以代建项目和房地产开发项目建设投入、土地资产及应收款项为主，整体资产流动性较弱

受益于股东资金注入，2023年末公司所有者权益有所增长；随着对外融资规模的扩大，2023年末公司总负债规模持续增长。综合来看，2023年末公司产权比率增长至141.35%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为政府注入股权和资金形成的资本公积、未分配利润和实收资本。

图4 公司资本结构

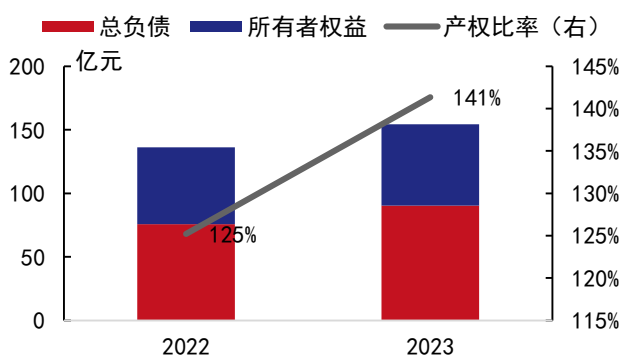
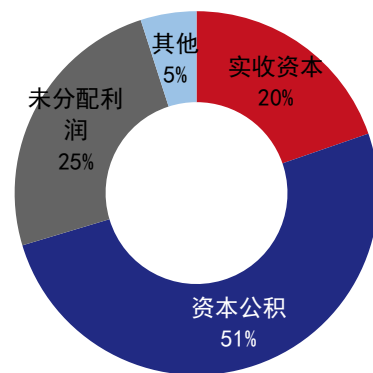


图5 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

受益于股东注入资本金和建设投入的增加，2023年末公司资产规模增长至154.33亿元。公司资产中存货占较大比重，主要由合同履约成本（账面价值34.26亿元）和开发成本（账面价值18.11亿元）构成。

其中，合同履行成本主要为公司工程代建业务塘西一、二、三期工程及兴云路工程等代建项目建设投入；开发成本主要为公司早期接受三水区人民政府委托进行的健力宝塑料厂、三水区西南街道江边仓片区土地一级开发成本以及淼城公司以“招拍挂”方式获得的账面价值7.08亿元普通商品住房用地，以及由三水产发负责的保利淼景苑、保利淼景花园房地产开发项目的建设开发支出。2023年末，公司其他应收款主要为应收三水区土地储备中心土地补偿款和政府单位及国有企业往来款，2023年末应收佛山市三水区云东海街道经济发展有限公司⁶的往来款3.33亿元账龄已达5年以上，对营运资金形成较大占用。

其他资产构成方面，2023年末公司货币资金有所增长。2023年末公司在建工程账面价值持续增长，主要系交通综合枢纽站建设工程、西南电子通信智造产业项目、佛山市三水区绿色工业服务项目、佛山市三水区国睿再生资源回收有限公司冷库建设项目等项目建设投入大幅增加。其他非流动金融资产主要为对佛山农村商业银行股份有限公司、佛山广三高速公路有限公司等的投资。截至2023年末，公司投资性房地产账面价值上升至10.03亿元，由账面价值为8.83亿元的房屋及建筑物和账面价值为1.20亿元的土地使用权构成，主要为可供出租的厂房、商铺、住宅等资产。2023年末，公司其他非流动资产大幅增长，主要为预付设备款6.47亿元和预付土地出让款2.72亿元。

受限资产方面，2023年末公司受限资产合计2.08亿元，占期末总资产的比重为1.35%；包括货币资金中0.97亿元履约保证金、存货中已售未交付房产0.55亿元、长期股权投资中质押股权0.56亿元，公司整体受限资产规模较小。

表12 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	15.36	9.95%	10.31	7.58%
应收账款	7.38	4.78%	2.22	1.63%
其他应收款	17.80	11.54%	20.90	15.36%
存货	53.33	34.55%	60.01	44.11%
合同资产	5.08	3.29%	1.22	0.89%
流动资产合计	101.58	65.82%	94.93	69.77%
固定资产	3.37	2.18%	5.76	4.23%
在建工程	10.38	6.72%	8.90	6.54%
其他非流动金融资产	6.38	4.14%	5.79	4.26%
投资性房地产	10.03	6.50%	9.44	6.93%
其他非流动资产	9.75	6.32%	1.57	1.15%
非流动资产合计	52.76	34.18%	41.13	30.23%
资产总计	154.33	100.00%	136.06	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

⁶ 佛山市三水区云东海街道经济发展有限公司控股股东为佛山市三水区云东海街道公有资产管理办公室，持股比例为 100.00%。

盈利能力

2023年公司收入规模继续增长，工程代建业务持续性仍较好，工程代建业务、公共排水设施管养业务毛利率水平下降，公司整体盈利能力有所下滑

公司新增建材销售业务，且BOT项目建造收入大幅增长，2023年公司营业收入有所增长。从毛利率来看，建材销售业务毛利率很低，工程代建及公共排水设施管网业务毛利率下降，综合影响下公司销售毛利率下降。此外，公司投资的佛山广三高速公路有限公司、佛山市三水区农村信用合作联社、广东烟草佛山市有限责任公司等公司形成的投资收益仍对公司利润总额形成有效补充。

作为三水区城市基础设施建设的重要主体，公司2023年获得财政补助0.03亿元，占同期利润总额的6.12%，政府补助对利润总额贡献较小。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	16.45	13.94
营业利润	0.31	0.59
其他收益	0.03	0.04
投资收益	0.84	1.36
利润总额	0.42	0.62
销售毛利率	13.12%	16.75%

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年末公司债务规模大幅增长，以长期债务为主，经营活动现金仍呈现大额净流出，未来预计仍会加大融资力度以满足项目建设资金需要

受项目建设投入规模增加影响，2023年末公司对外融资规模大幅增加，截至2023年末，公司总债务规模增长至49.48亿元。公司短期债务占总债务的比例较低，主要由短期借款构成。长期债务是公司主要的融资增量，主要包括长期借款和应付债券，长期借款主要为保证借款、信用借款和质押借款，应付债券为子公司三水产发发行的2只5年期私募债和本期债券。公司应付票据主要由于开展建材销售业务而产生，包括银行承兑汇票0.65亿元和商业承兑汇票0.82亿元；其他应付款主要为应付政府单位及国有企业往来款；长期应付款主要为专项应付款17.54亿元和三水区油金大桥投资借款等其他长期应付款0.62亿元，均为无息负债。

表14 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	6.28	6.95%	3.98	5.26%
应付票据	1.47	1.63%	0.00	0.00%

应付账款	3.23	3.57%	1.77	2.34%
其他应付款	15.32	16.95%	18.40	24.32%
流动负债合计	29.12	32.21%	26.37	34.86%
长期借款	21.07	23.31%	8.88	11.74%
应付债券	20.33	22.49%	15.34	20.27%
长期应付款	18.16	20.09%	23.77	31.42%
非流动负债合计	61.27	67.79%	49.27	65.14%
负债合计	90.39	100.00%	75.64	100.00%
总债务	49.48	54.75%	28.41	37.56%
其中：短期债务	8.01	8.86%	4.14	5.47%
长期债务	41.48	45.89%	24.28	32.09%

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着债务融资规模扩大，2023年末公司资产负债率上升至58.57%，同期利息支出规模上升明显，EBITDA对利息的覆盖能力下降明显。随着公司短期借款规模的上升，2023年末现金短期债务比有所下滑，但公司短期债务占比不高，短期偿付压力不大。

公司流动性需求主要来自于项目建设，考虑到2022年及2023年经营活动现金流均表现为大额净流出，公司预计会持续加大债务融资力度以满足项目建设资金需要。截至2023年末，公司银行授信剩余额度63.33亿元，能提供一定流动性支持。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	58.57%	55.59%
现金短期债务比	1.82	2.42
EBITDA 利息保障倍数	1.48	2.49

资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，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，根据《公司法》及有关法律法规，公司制定了《广东三水发展控股投资有限公司章程》（以下简称“公司章程”），并设立了包括董事会、监事会、经营管理机构在内的法人治理机构。根据

公司章程，公司不设股东会，由国有资产监督管理机构形式股东会职权；公司设董事会，成员为7人，其中股东代表董事2人，外部董事4人，由国有资产监督管理机构委派产生，职工代表董事1人由公司职工代表大会选举产生。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司不再设监事会，也不设监事。2023年，公司原副总经理张嘉离职，由汤海珠担任副总经理一职。2024年5月，受三水区国企改革影响，公司管理层发生较大变动，公司董事长由谭世豪变更为张勇，张勇曾任工行广东佛山陈村支行行长、党总支书记、工行广东佛山分行党委巡察组组长、三水区国有资产监督管理局副局长等职务，管理经验丰富。公司原董事陈宝明、高猛、苏敏波、古婷婷、郑伟春、邓洁茹均卸任，由陈显荣、周碧娟、林勇、戴淳担任公司外部董事，并经职工代表大会选举叶健江担任公司职工董事。公司总经理由雷东辉变更为谭浩明。

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，公司本部（报告查询日：2024年6月18日）、子公司三水产发（报告查询日：2024年7月10日）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。

公司三级子公司佛山市三水区大南路投资管理有限公司（以下简称“大南公司”）、广东三水油金实业股份有限公司（以下简称“油金公司”）分别存在一笔借款逾期。大南公司于2001年3月与中国工商银行股份有限公司佛山分行（以下简称“佛山工行”）签订《固定资产贷款合同》，向佛山工行借款4,500万元，借款期限为2001年3月至2009年9月。油金公司于2007年5月与中国工商银行股份有限公司佛山三水支行（以下简称“佛山三水工行”）签订了《人民币资金借款合同》，借款总额为2,500万元，借款期限为2007年7月至2008年5月。上述两笔款项逾期后，银行向法院起诉要求大南公司和油金公司还款，随后法院出具了执行裁定书。大南公司、油金公司已于2015年与佛山工行、佛山三水工行分别签订《执行和解协议书》就上述两笔借款达成和解，并偿还了部分借款，若大南公司、油金公司有新的资产注入，银行有权向法院申请恢复执行。截至报告出具日，大南公司向佛山工行借款余额为1,706.47万元、油金公司向佛山三水工行借款余额为2,142.03万元，上述两笔借款余额计入“长期应付款”。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险

截至2023年末，公司对外担保余额合计8.63亿元，占当期末净资产的13.49%，对外担保规模较大，且未设置反担保措施。

表16 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保余额	起止日期	是否设置反担保
佛山市三水伟柏投资管理有限公司	54,000.00	54,000.00	2023/12/27-2024/12/26	否
佛山市三水粤三城市投资运营管理有限公司	25,783.00	25,783.00	2023/3/29-2043/3/29	否
佛山建投云港投资开发有限公司	6,520.06	6,520.06	2023/1/1-2027/12/31	否

合计	86.303.06	86.303.06	-	-
----	-----------	-----------	---	---

资料来源：公司提供

其他

本次评级公司个体信用状况为aa，较上次评级下调1个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

公司是三水区下属重要企业，三水区国资局直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，三水区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与三水区政府的关系非常紧密。三水区国资局持有公司100.00%股权，且三水区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司作为三水区重要的基础设施建设主体，承担了三水区交通和水利等方面基础设施建设项目，并负责三水区全区排水设施建设、运营和管养等；近年在资金注入等方面收到三水区政府一定的支持。

（2）公司对三水区政府非常重要。公司承接了三水区基础设施建设、排水设施管养和垃圾填埋处理业务，也承接了产业园区建设、能源环保、供应链物流等业务；公司作为三水区重要的基础设施建设主体，在城市建设等方面对政府的贡献很大；若公司违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，三水区政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“0”调整为“+1”。

九、结论

佛山市三水区交通区位优势明显，制造业发展较高，整体经济实力较强，区域发展潜力较大。公司作为三水区重要的基础设施建设主体，已形成工程代建、公共排水设施管养、生猪销售及屠宰加工为主的业务运营体系，同时公司还开展了租赁、烟酒销售、墓地服务等业务，业务多元化程度较高，公司在建项目规模较大。公司承接较多区内重点项目，项目建设对资金需求较高，公司债务规模上升较快，但考虑到公司各项业务具有较好的持续性，公司在区域内地位仍将得以维持，且公司持续获得三水区政府在资金注入方面较大的支持，整体来看公司具备较强的抗风险能力。

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“23三水发展债/23发展

01”的信用等级为AA+。

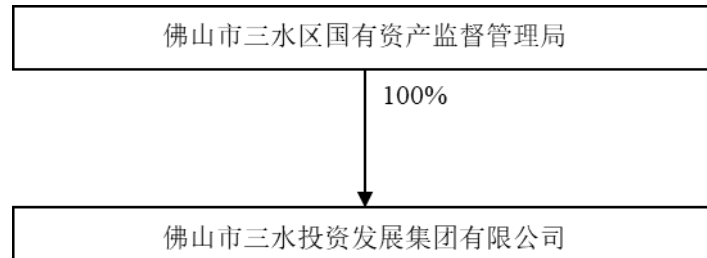
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	15.36	10.31	10.38
应收账款	7.38	2.22	0.81
其他应收款	17.80	20.90	19.43
存货	53.33	60.01	54.91
合同资产	5.08	1.22	0.00
流动资产合计	101.58	94.93	85.62
固定资产	3.37	5.76	5.44
在建工程	10.38	8.90	1.43
其他非流动金融资产	6.38	5.79	4.97
长期股权投资	6.14	4.82	4.02
投资性房地产	10.03	9.44	8.13
无形资产	4.92	3.29	2.21
其他非流动资产	9.75	1.57	0.21
非流动资产合计	52.76	41.13	27.51
资产总计	154.33	136.06	113.14
短期借款	6.28	3.98	0.00
应付账款	3.23	1.77	0.48
其他应付款	15.32	18.40	19.12
一年内到期的非流动负债	0.26	0.15	0.14
流动负债合计	29.12	26.37	21.52
长期借款	21.07	8.88	2.22
应付债券	20.33	15.34	10.54
长期应付款	18.16	23.77	24.65
非流动负债合计	61.27	49.27	38.61
负债合计	90.39	75.64	60.13
所有者权益	63.95	60.42	53.01
营业收入	16.45	13.94	11.31
营业利润	0.31	0.59	3.64
其他收益	0.03	0.04	0.04
利润总额	0.42	0.62	3.46
经营活动产生的现金流量净额	-6.30	-13.41	5.53
投资活动产生的现金流量净额	-15.67	-9.61	0.88
筹资活动产生的现金流量净额	24.19	22.96	-5.15
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	13.12%	16.75%	15.56%
资产负债率	58.57%	55.59%	53.14%
短期债务/总债务	16.18%	14.55%	1.05%

现金短期债务比	1.82	2.42	74.39
EBITDA（亿元）	2.17	1.96	4.26
EBITDA 利息保障倍数	1.48	2.49	10.61

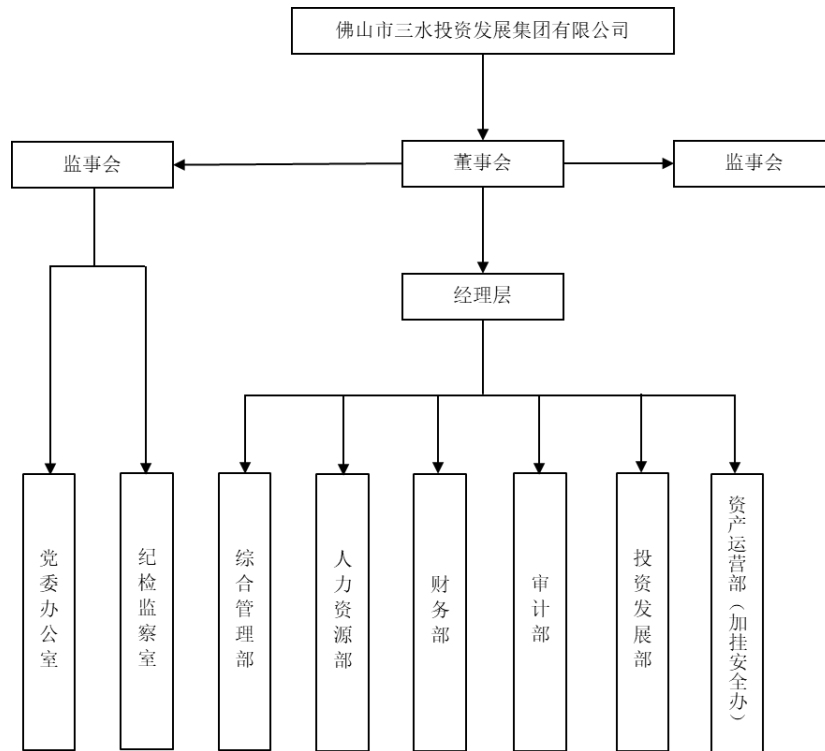
资料来源：公司 2020-2022 年连审审计报告、2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

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一级子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
佛山市三水盈港货运码头有限公司	0.01	100.00%	码头港口经营管理
佛山市三水区永安服务有限公司	0.01	100.00%	机动车驾驶培训
佛山市三水区先达服务有限公司	0.05	100.00%	机动车检车
佛山市三水区万达机动车综合服务有限公司	0.55	100.00%	交通拯救及停车场经营
佛山市三水区国宏肉类加工有限公司	0.07	100.00%	生猪屠宰及肉品配送
佛山市三水区西影文化传播有限公司	0.02	100.00%	电影放映服务
佛山市三水区文翔文化有限公司	0.01	100.00%	停车场服务及场地租赁
佛山市三水泰鼎盈和投资有限公司	10 万元	100.00%	融资专项资金咨询
佛山市三水区淼才投资有限公司	0.02	100.00%	招商引资服务
佛山市三水区金融投资控股有限公司	2.50	100.00%	金融投资管理
佛山市三水安泰墓园公司	0.04	70.00%	殡葬及墓园服务
淼控生物环保（佛山三水）有限公司（原名：瀚蓝（佛山三水）生物环保技术有限公司）	2.11	51.00%	环保及市政工程
佛山市三水淼港贸易有限公司	0.10	100.00%	国内贸易、批发
佛山市三水国致物流有限公司	0.10	100.00%	国内货物运输代理
佛山市三水国润报关服务有限公司	0.02	100.00%	报关、报检业务
佛山市三水产业发展集团有限公司	8.45	100.00%	旧城区改造及资产投资管理
佛山市三水区淼控环境水务有限公司	1.52	100.00%	水的生产和供应业
佛山市三水区正源能源有限公司	0.75	100.00%	发电输电业务
佛山市三水区正源水务有限公司	0.80	100.00%	污水处理及其再生利用
佛山市三汇国际物流有限公司	2.70	95.00%	装卸搬运和仓储业
佛山市三水区开源建设投资有限公司	0.20	80.00%	水的生产和供应业

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，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	$\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{应收款项融资中的应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧} + \text{油气资产折耗} + \text{生产性生物资产折旧} + \text{使用权资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{租赁负债} + \text{其他长期债务调整项}$
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。
