



贵州金凤凰产业投资有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1079】号 01

A faint, light-grey background image of a city skyline with skyscrapers. Overlaid on this is a dotted map of the world, with the continents formed by a grid of dots.

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

贵州金凤凰产业投资有限公司相关债券2025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金凤凰/19金凤凰债	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：贵州金凤凰产业投资有限公司（以下简称“金凤凰公司”或“公司”）仍是兴仁市重要的产业投资主体，下辖子公司贵州兴仁登高新材料有限公司（以下简称“登高新材料”）是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，且公司持续获得政府较大力度的支持；同时，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“19金凤凰/19金凤凰债”的信用水平。中证鹏元也关注到，跟踪期内公司债务逾期、涉诉及欠税规模有所扩大，而且公司存在很大的或负债风险及较大的偿债压力，此外，公司对登高新材料仍未形成实际管控，且持有股权已被冻结。

评级日期

2025年7月25日

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，公司仍具备较高重要性，可持续获得地方政府较大力度的支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	249.17	256.59	231.93
所有者权益	111.41	108.75	105.63
总债务	50.96	56.34	53.25
营业收入	87.66	73.64	59.87
净利润	3.01	3.00	4.29
经营活动现金流净额	0.97	11.84	8.36
总债务/EBITDA	5.10	6.31	4.88
EBITDA利息保障倍数	3.48	3.09	2.74
总债务/总资本	31.38%	34.13%	33.52%
经营活动现金流净额/总债务	1.91%	21.01%	15.71%
EBITDA利润率	11.40%	12.12%	18.21%
总资产回报率	1.79%	1.82%	2.89%
现金短期债务比	0.24	0.33	0.44
销售毛利率	4.32%	5.83%	12.02%
资产负债率	55.29%	57.62%	54.45%

资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张睿婕
zhangrj@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉
liyl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司仍是兴仁市重要的产业投资主体，持续获得较大力度的外部支持。**公司下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，在区域产业发展中扮演重要角色。同时公司还承担了工业园区和基础设施建设职能，2024年公司获得基础设施政策补贴3.60亿元、物业管理业务运营补贴0.20亿元，有效提振利润水平。
- **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，其为本期债券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本期债券的信用水平。

关注

- **涉诉及欠税规模扩大。**截至2025年7月18日，公司存在3笔失信被执行案件，10笔被执行案件，合计被执行金额达8.83亿元，主要为区域内国有企业提供担保产生。截至2025年3月31日，公司欠税1.95亿元；此外，兴仁市税务局披露公司2025年7月新增欠税0.01亿元，公司欠税规模持续增长。
- **偿债压力仍较大。**2024年公司资产负债率虽有降低，但整体债务规模仍较大，经营活动净现金流同比大幅减少，对总债务的覆盖程度仍较弱。
- **对登高新材料仍未形成实际管控，且持有股权已被冻结。**登高新材料仍由贵州能投产业集团有限公司（以下简称“能投集团”，持有登高新材料49%的股权）实际管控，且截至2025年7月18日，公司持有的登高新材料51%的股权被冻结。
- **公司存在很大的或有负债风险。**截至2024年末，公司对外担保余额合计达46.32亿元，其中公司本部对外担保余额43.39亿元，被担保对象主要为兴仁市国有企业事业单位，兴仁市融资负面舆情频发，部分被担保对象存在被列为失信被执行人的情况；登高新材料对外担保余额2.93亿元，被担保企业主要为产业链上下游企业。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
	区域环境	1/7		杠杆状况	7/9
业务状况	经营状况	7/7	财务状况	盈利状况	弱
				流动性状况	4/7
业务状况评估结果	弱	财务状况评估结果			中等
	ESG因素				0
调整因素	审计报告质量				0
	不良信用记录				-1
	补充调整				1
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）因公司涉诉、被执行及欠税规模较大，不良信用记录调整-1。（3）因区域环境得分接近区间上限，补充调整+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
19 金凤凰/19 金凤凰债	10.00	4.00	2025-5-7	2026-8-19

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于兴仁工业园陆官轻工区标准厂房项目、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场项目，以及补充公司营运资金。截至2025年7月21日，19金凤凰/19金凤凰债募集资金专项账户余额为4.11元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构未发生变化。截至2024年末，公司注册资本、实收资本均为4.00亿元，控股股东及实际控制人兴仁市金融服务中心持有公司94.55%的股权，公司股权结构图见附录二。

公司仍是兴仁市重要的产业投资主体，下辖重要子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，公司还开展了基础设施建设、材料销售、厂房出租等多元化业务。2024年公司同政府以置换资金的方式处置了兴仁市金凤凰融资担保有限公司、贵州仁义保安服务有限公司的100%的股权，对公司资产规模、业务规模影响不大。

表1 2024年末公司本部、登高新材料主要财务数据（单位：亿元）

简称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入
登高新材料	89.1	21.84	75.49%	86.45
公司本部	171.07	100.08	41.50%	1.22

资料来源：公司2024年审计报告、登高新材料2024年审计报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持

续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

区域经济环境

兴仁市进一步强化铝及铝加工产业链，打造“贵州铝都”，工业发展取得一定成效，但经济增速有所放缓，经济发展水平有待提升，债务负担仍较重

兴仁市是黔西南州下辖的两个县级市之一，于 2018 年撤县设市并退出贫困县，2024 年末常住人口 42.02 万人，近年总人口规模变化不大。兴仁市总体交通基础设施成网水平较低，境内无机场、高铁站、码头等基础设施。

兴仁市煤炭资源丰富，年产能 1,530 万吨，每年产量占全州煤炭总产量 40% 以上，连续 8 年全州第一，是全国 200 个重点产煤市之一。依托煤炭及地方电力纽带，2024 年全市铝及铝加工产业实现产值 189.57 亿元，同比增长 31.3%，占规上工业总产值 72.6%，产业链进一步扩大延长。黄金产业蓬勃发展，太平洞金矿建成投产，紫木凼金矿复工复产稳步推进，全年开采矿石 3.2 万吨。

依托工业投资、基础设施投资快速增长，2024 年兴仁市 GDP 同比增长，但增速有所放缓，二三产占比仍不高。兴仁市经济总量、人均 GDP 仍处低位，整体经济发展有待提升。

表2 兴仁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	201.83	3.2%	222.56	6.7%	209.85	-4.8%
固定资产投资	-	25.4%	-	-14.5%	-	-22.7%
社会消费品零售总额	77.64	2.3%	-	0.6%	-	-6.8%
人均 GDP（元）	48,032.00		52,789.00		49,751.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.16%		59.08%		58.05%	

注：人均 GDP 按照当期末常住人口数据推断

资料来源：兴仁市人民政府网，中证鹏元整理

兴仁市综合财政实力较弱，财政自给能力不足，债务负担重。2024 年兴仁市综合财政实力有所增长，主要系其他政府性基金收入增长所致，持续性有待观察。兴仁市整体财政实力仍较弱，依赖较大力度的上级补助平衡资金。2024 年地方政府债务高位增长，整体债务压力仍较大。兴仁市存在财政增收难度较大、化债任务重等历史包袱，仍需持续关注债务化解进展及资产盘活情况。

表3 兴仁市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年
一般公共预算收入	11.94	11.29	12.48
税收收入占比	43.85%	48.42%	36.37%
财政自给率	29.84%	29.35%	22.67%
上级补助收入	24.48	24.91	21.59
政府性基金收入	39.37	24.78	21.36
地方政府债务余额	157.55	139.15	109.96

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：兴仁市人民政府网站，中证鹏元整理

电解铝产业环境

电解铝产能天花板抑制其供给弹性，下游新能源汽车和光伏行业持续为需求提供有力支撑，中短期内行业供需格局偏紧，预计铝价维持偏强运行

电解铝下游需求主要为建筑业、交通运输、耐用消费品和机械设备，近年来新能源汽车和光伏产业发展带动铝材需求持续增长，有效对冲了建筑铝需求减弱。建筑领域铝加工产品需求主要是铝型材，多应用于屋面、墙面、门窗以及室内装修，因此在房地产产业链中属于偏后期的需求。2024年，我国房地产市场行情仍较为低迷，房屋竣工面积同比下降 27.70%，新开工面积已连续五年负增长；预计房地产行业对铝材料的需求仍偏弱。

新能源汽车和光伏领域继续为电解铝需求提供重要支撑。新能源产业方面，汽车轻量化和新能源汽车成为汽车用铝需求增长主要驱动力。近年来新能源汽车产销两旺，2024 年新能源汽车产销分别完成 1,288.8 万辆和 1,286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%，增速虽略有下滑但仍处于高速增长阶段，同时市场渗透率达到 40.9%，同比上升 9 个百分点。进入 2025 年，随着各种消费刺激政策频出，2025 年 1-5 月新能源汽车产销量同比分别增长 45.2% 和 44%，行业仍呈现高速扩张态势，对铝需求形成有力支撑。与此同时，近年“双碳”政策驱动光伏装机量高速增长，支撑铝需求较好表现。2024 年中国新增光伏装机量为 2.78 亿千瓦（278GW），同比增长 28%；2025 年，国家能源局发布《分布式光伏发电开发建设管理办法》，对电价执行政策设立新旧窗口期，该政策直接催生了光伏抢装潮，2025 年一季度分布式光伏新增装机达到了 36.31GW，同比增长幅度高达 120%，对铝材料的高需求得以延续，但需注意电价新政对光伏装机量的影响。

图1 2024年新能源汽车产量继续保持快速增长

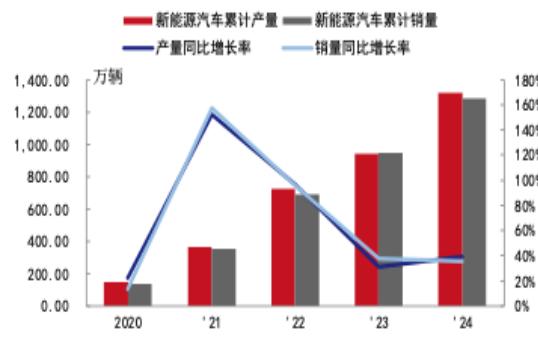
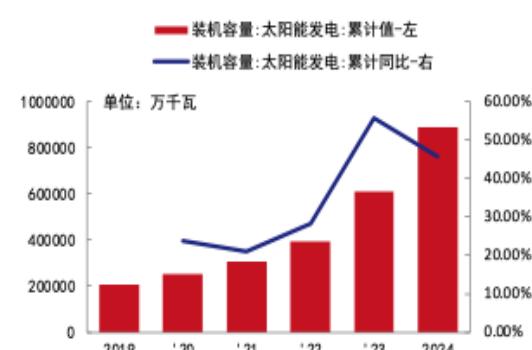


图2 2024年光伏装机规模保持较高增速



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

电解铝行业供需持续紧平衡，预计铝价维持偏强运行。考虑到国内电解铝产能被严控新增，电解铝供给弹性被抑制，同时2024年下游新能源产业需求不断扩容，叠加氧化铝价格上涨带来的传导作用，2024年电解铝价格波动上涨，价格中枢明显上抬，预计2025年电解铝行业将持续处于供需紧平衡态势，铝价将维持偏强运行。

图3 2024年铝价中枢震荡上行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、 经营与竞争

公司仍是兴仁市重要的产业投资主体，收入主要来自登高新材料产生的电解铝销售收入。2024年随着销量及单价增长，公司收入有所提升，但受2024年下半年氧化铝价格飙涨影响，公司毛利率有所下滑。公司本部仍开展基础设施建设、厂房出租等业务，业务多样性尚可。随着金凤凰担保的划出，公司不再开展担保业务。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)

项目	2024年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电解铝销售收入	84.69	96.62%	3.10%	70.51	95.74%	4.09%
废料销售收入	0.87	0.99%	100.00%	1.11	1.50%	100.00%
工程收入	0.92	1.05%	8.85%	0.75	1.02%	8.85%
材料销售收入	0.66	0.75%	9.52%	0.73	0.99%	17.20%
厂房出租收入	0.30	0.35%	17.85%	0.30	0.41%	25.71%
土地转让收入	0.00	0.00%	--	0.04	0.05%	-147.93%
担保费收入	0.05	0.06%	100.00%	0.04	0.05%	100.00%
其他业务	0.17	0.19%	24.39%	0.17	0.24%	26.26%
合计	87.66	100.00%	4.32%	73.64	100.00%	5.83%

资料来源: 公司 2023-2024 年审计报告, 中证鹏元整理

(一) 电解铝生产及销售业务

登高新材料仍是区域内重要的产业龙头, 受益于价格上涨和满产运营, 跟踪期内电解铝产销量有所增长, 带动营业收入大幅提升, 但受氧化铝价格上涨影响, 2024年电解铝业务毛利率较低; 此外, 仍需关注公司对登高新材料的实际管控情况及股权被冻结情况

电解铝生产和销售业务模式未发生变化, 子公司登高新材料仍在黔西南州铝产业链占据核心地位。2024年登高新材料产能未发生变化, 满产状态叠加市场价格提升, 当期销售额大幅增长。但受氧化铝价格波动上升影响, 跟踪期内公司电解铝业务毛利率表现不佳。

表5 登高新材料电解铝主要经营数据

项目	单位	2024年	2023年
产能	万吨	50.00	50.00
产量	万吨	49.42	44.78
销量	万吨	49.41	44.35
销售额	亿元	84.41	70.51

资料来源: 公司提供

兴仁市已初步形成铝及铝加工一体化产业链, 公司电解铝基本实现就地消化。2024年公司电解铝销售模式未发生变化, 仍主要采用经销模式, 主要销售产品为铝液, 前五大客户为盘州拓达供应链有限公司、贵州铝兴新型材料有限公司、贵州铝锦商贸有限公司、贵州泓宸达鑫商贸有限公司、贵州省工业投资发展有限公司, 对前五大客户的销售额占比96.65%。

公司经营过程中产生的废料和废渣处置, 其他产品(氧化铝、残极炭块)销售对公司收入及利润形成一定补充, 2024年公司实现废料销售业务收入为0.87亿元, 毛利率100%; 实现材料销售收入0.66亿元, 该业务毛利率下降至9.52%, 系核算口径变更所致。

整体来看, 中短期内电解铝将维持供需紧平衡格局, 公司电解铝业务的营收规模将保持稳定, 但需

要关注氧化铝等原材料价格波动带来的影响。此外，中证鹏元关注到，公司不参与登高新材料的实际业务管理，对登高新材料的管控力度偏弱；且因公司担保债务逾期，其持有的登高新材料51%的股权已被冻结。

（二）基础设施建设业务

公司主要承担工业园区及部分学校、道路等基础设施项目的代建职能，在建代建项目待投资规模较大，但受资金到位情况影响，跟踪期内新增投入及结算收入规模较小，未来项目推进和结算时间存在一定的不确定性

公司基础设施建设业务仍以代建模式开展，2024年公司主要结算了打鱼凼滨湖路、万峰纺织项目二期连接线项目，结算规模小幅增长。

2024年项目建设资金到位情况不及预期，主要代建项目进展未发生重大变化，截至2024年末，公司存货中开发成本余额39.33亿元，较上年末小幅增长，未来需关注公司代建项目结算进度及资金到位情况。

表6 截至2024年末公司主要在建委托代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
农村基础设施建设	13.33	12.70	0.63
飞跃大道	2.86	0.45	2.41
金凤凰大道	1.25	0.70	0.55
兴仁六中	1.52	0.41	1.11
兴仁市职业技术学校	2.32	2.61	0.00
兴仁一中	3.08	2.88	0.20
土地开发整理（陆关、巴铃）	0.68	0.58	0.10
运煤专线	4.02	3.57	0.45
巴铃旅游小镇	3.66	2.15	1.51
巴铃重工区基础设施配套	2.86	2.65	0.21
鲁础营回族乡小城镇建设	2.91	0.75	2.16
脱贫攻坚	31.75	1.71	30.04
巴铃重工区其他项目	-	3.85	0.00
合计	70.25	35.01	39.37

注：（1）兴仁市职业技术学校已完工，但尚未结算。（2）巴铃重工区其他项目为多个项目汇总，暂无计划总投资数据。

资料来源：公司提供

公司自营项目开始进入运营期，但收益不及预期

公司在建自营项目较多，以工业园区厂房、供水等项目为主，自营项目未来收益表现易受工业园区企业经营状况、地方招商引资情况的影响，存在一定不确定性。

兴仁工业园陆官轻工区标准厂房和贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场是本期债券募投项目。

陆官轻工区标准厂房通过对外出租获取收入，可出租面积为 46.01 万平方米，该厂房已整体出租给政府，厂房出租收入规模稳定。贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场总建筑面积 12.80 万平方米，依据仓库、冻库、交易中心等不同出租功能，建成后可实现租金收入。需要关注的是，该项目截至 2024 年未产生收益。

表7 截至 2024 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	收益模式
兴仁工业园陆官轻工区（标准厂房）	14.84	11.33	租赁
贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	5.11	2.66	租赁
巴铃重工区供水（一期）工程	1.60	0.64	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	0.59	0.41	收费
合计	22.14	15.04	-

资料来源：公司提供

公司在政府补助、资产处置等方面获得地方政府较大力度的支持

2024年公司获得基础设施政策补贴3.60亿元、物业管理业务运营补贴0.20亿元，有效提振了公司利润水平。同期登高新材料100%全石墨化改造项目获得超长期国债支付0.19亿元。此外，公司以两家子公司的股权与政府置换资金，累计获得处置价款2.20亿元。

五、 财务分析

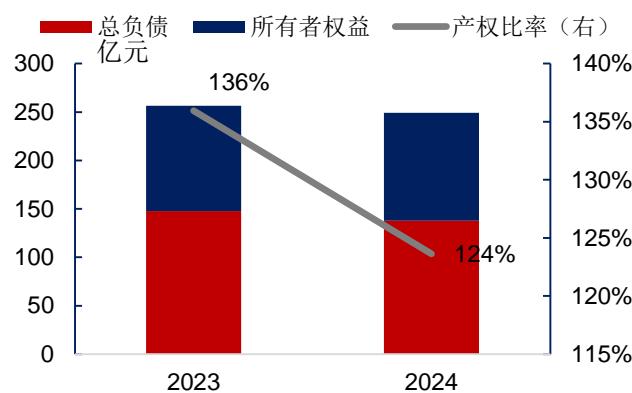
财务分析基础说明

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2023-2024年审计报告。

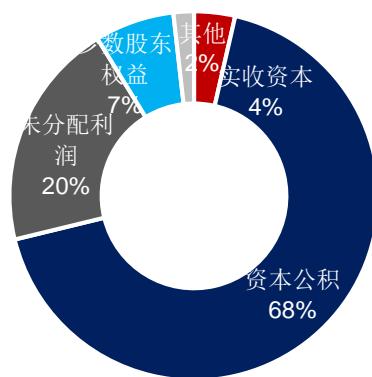
跟踪期内，公司资产和负债均有减少，资产仍以公司持有的土地、房产、代建项目、自营项目以及登高新材料生产经营资产为主，公司债务虽有减少但规模仍较大，仍面临较大的偿债压力

资本实力与资产质量

跟踪期内受益于利润留存，公司所有者权益小幅增长，同时公司债务规模有所降低，综合影响下，公司产权比率有所改善，但所有者权益仍未对债务形成覆盖。

图4 公司资本结构


资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图5 2024 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产规模小幅下降，结构变化不大，仍以土地、房产、厂房及设备、产能指标为主。

2024年公司减少电解铝业务预付款项规模，预付账款规模减少。跟踪期内，子公司登高新材料与关联方能投集团往来款增长，其他应收款有所提升。固定资产主要系登高新材料的厂房、设备及土地，无形资产主要系登高新材料购入的产能指标，跟踪期内规模变化不大。

公司存货仍以拟开发土地、开发成本为主，跟踪期内土地资产无变化，仍包括131宗土地，账面价值合计69.90亿元，其中52宗地块已抵押，账面价值12.03亿元；在建及已完工待结转基础设施建设项目规模小幅增长。公司货币资金虽有增长，但未受限货币资金规模仍较小，2024年末受限货币资金占比99.48%。

截至2024年末，公司因抵质押受限资产主要为土地、房产、产能指标，账面价值57.90亿元，占同期末总资产的23.24%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

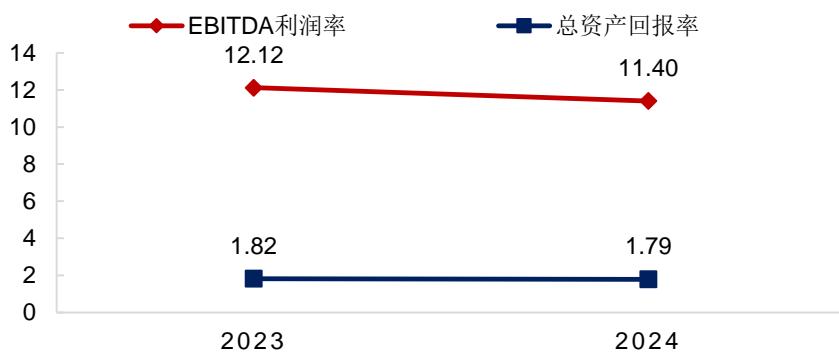
项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.57	4.64%	9.94	3.87%
预付款项	10.34	4.15%	21.93	8.55%
其他应收款	34.13	13.70%	26.08	10.16%
存货	113.02	45.36%	111.61	43.50%
流动资产合计	175.39	70.39%	179.71	70.04%
固定资产	34.31	13.77%	36.73	14.31%
无形资产	21.56	8.65%	22.31	8.69%
非流动资产合计	73.78	29.61%	76.88	29.96%
资产总计	249.17	100.00%	256.59	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司利润主要来自于电解铝业务和政府补助。2024年受原材料氧化铝价格大幅上涨影响，公司综合毛利率下滑，电解铝业务利润贡献有所降低；同期公司应收账款、其他应收款计提了一定规模的坏账损失，对当期利润形成侵蚀。政府补助是公司利润的主要来源，2024年公司实现其他收益4.49亿元（含政府补助、增值税加计扣除抵减等），是当期营业利润的159.09%，提振当期利润水平。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司总债务小幅下降，短期借款占比仍较高，债务期限结构有待改善。银行借款主要因登高新材料、公司本部生产经营形成。2024年登高新材料提高资金利用率，提高票据支付比例，公司应付票据有所增长。截至2025年7月17日，公司存续债券为“19金凤凰”，债券余额4.00亿元，2025年8月19日需部分还本付息合计2.30亿元，存在一定的偿付压力。2024年公司新增非标借款一笔，借款规模为1.45亿元，债权人为贵阳贵银金融租赁有限责任公司。

经营性债务方面，公司应付账款主要是登高新材料应付工程款、电费，跟踪期内规模有所下降。其他应付款主要是公司与区域内其他国有企业的往来款项，规模小幅增长。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.45	9.04%	11.94	8.07%
应付票据	10.26	7.45%	7.30	4.94%
应付账款	28.41	20.62%	33.50	22.66%
其他应付款	52.58	38.17%	50.39	34.08%
一年内到期的非流动负债	8.19	5.95%	8.16	5.52%
流动负债合计	118.13	85.76%	119.41	80.76%
长期借款	16.82	12.21%	24.44	16.53%
应付债券	2.00	1.45%	4.00	2.71%
非流动负债合计	19.62	14.24%	28.44	19.24%

负债合计	137.75	100.00%	147.85	100.00%
总债务	50.96	36.99%	56.34	38.11%
其中：短期债务	31.34	61.50%	27.90	49.52%
长期债务	19.62	38.50%	28.44	50.48%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024 年公司经营活动现金流表现不佳，同时筹资活动现金转为净流出，但公司通过处置子公司形成现金流入 2.20 亿元，补偿了部分现金流。公司资产负债率虽有降低，但整体债务规模仍较大，经营活动现金流对总债务的覆盖程度仍较弱。

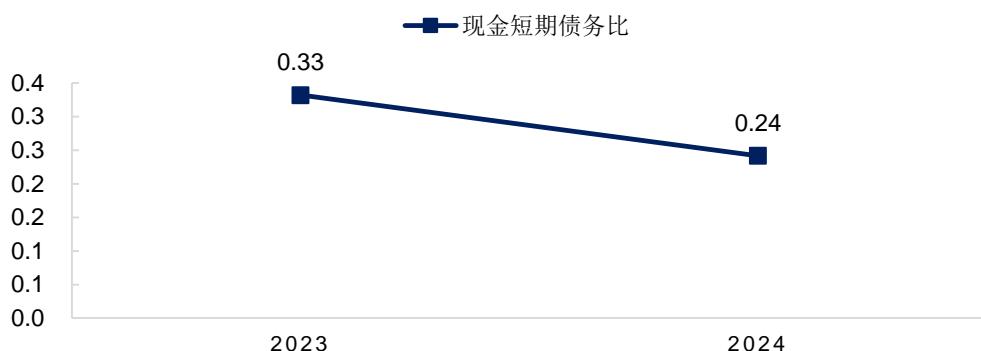
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.97	11.84
资产负债率	55.29%	57.62%
总债务/EBITDA	5.10	6.31
EBITDA 利息保障倍数	3.48	3.09
总债务/总资本	31.38%	34.13%
经营活动现金流净额/总债务	1.91%	21.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期债务占比较高，未受限货币资金较少，现金短期债务比表现不佳，公司面临较大的短期偿债压力。截至 2024 年末，公司共获得授信总额 41.21 亿元，未使用授信总额为 5.32 亿元。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司欠税规模扩大，对子公司管控力度仍不佳

根据国家税务总局黔西南州税务局2025年第1期欠税公告，公司欠税余额合计2.05亿元，主要是企业所得税、城镇土地使用税和增值税。根据公司提供的说明，截至2025年3月31日，公司欠税1.95亿元；此外，兴仁市税务局披露公司2025年7月新增欠税0.01亿元，公司欠税规模持续增长。

治理方面，子公司登高新材料仍由能投集团负责管理，公司对登高新材料人事、财务、业务等均未形成实际管控。

过往债务履约情况

公司涉诉、被执行、资产冻结规模较大，对公司造成负面影响，需持续关注公司债务管控及化解力度

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月14日），公司本部逾期利息及其他29.66万元，系对贵州兴仁农村商业银行股份有限公司（以下简称“兴仁农商行”）利息逾期，根据公司提供的划款凭证，2025年7月21日，公司向兴仁农商行偿付利息29.86万元；已结清信贷信息存在次级账户3个，关注类账户16个，系公司对贵州兴仁农村商业银行、万向信托股份有限公司、国家开发银行的借款逾期所致。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年7月18日），公司存在3笔失信被执行案件，10笔被执行案件，被执行金额合计达8.83亿元。其中5笔案件系为东湖建投等当地平台企业提供担保产生，金额合计8.77亿元；8笔案件系合同纠纷、定融产品逾期纠纷等，金额合计0.05亿元。此外，子公司兴仁市金凤凰物管有限公司亦存在被执行事项。

表11截至2025年7月18日公司、登高新材料被执行事项（单位：万元）

立案时间	案号	执行标的	执行申请人	案由
2024/9/26	(2024)湘0104执恢3257号*	600.00	中国康富国际租赁股份有限公司	为东湖建投提供担保产生
2024/11/22	(2024)黔2322执恢257号*	118.29	贵州宏兴置业有限公司	合同纠纷
2024/11/22	(2024)黔2322执恢258号*	109.53	贵州若同信息技术有限公司	工程款纠纷
2025/1/13	(2025)黔01执恢17号	19,935.70	中国华融资产管理股份有限公司	为东湖建投提供担保产生
2025/1/13	(2025)黔01执恢16号	22,431.99	中国华融资产管理股份有限公司	为贵州恒创投资开发有限公司提供担保产生
2025/6/17	(2025)鄂0106执5554号	85.64	武汉海王新能源工程技术有限公司	合同纠纷
2025/7/11	(2025)黔23执60号	166.58	自然人俞某	定融产品逾期纠纷
2025/5/8	(2025)黔2301执3414号	2.51	贵州佳宝源土地整理有限公司	合同纠纷
2025/5/8	(2025)黔2301执3413号	9.66	贵州贵能矿业工程技术有限公司	合同纠纷
2025/2/8	(2025)黔0113执425号	27.80	自然人马某	定融产品逾期纠纷
2025/3/24	(2025)黔2322执693号	35.00	贵州博凡建材有限公司	合同纠纷
2021/12/16	(2021)浙01执1440号	5,447.22	光大兴陇信托有限公司	为东湖建投提供担保产生

2022/2/14	(2022)甘01执149号	39,295.78	浙江海亮融资租赁有限公司	为东湖建投提供担保产生
	合计	88,265.71	-	-

注：（1）标“*”表示该案件为失信被执行案件；（2）（2021）浙01执1440号、（2022）甘01执149号案件已终本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年7月18日，公司持有的多个子公司股权被冻结，其中持有重要子公司登高新材料51%的股权被冻结。

表12 截至2025年7月18日公司股权冻结相关事项（单位：亿元）

执行通知文书号	冻结股权标的	股权数额	被冻结标的2024年末总资产
(2025)黔01恢执16号	贵州兴仁登高新材料有限公司	51000万元人民币	85.54
	兴仁市金凤凰物管有限公司	1200万元人民币	5.43
	兴仁中石化金凤凰能源发展有限责任公司	1470万元人民币	0.35
	黔西南州弘兴园区开发管理有限公司	7158.6795万元人民币	0.07
	贵州薏苡酒业有限公司	300万元人民币	0.02
	兴仁金峰售电有限公司	4000万元人民币	4.36
(2022)甘01执保149号	中飞华能煤电铝一体化有限公司	1000万元人民币	-
	贵州金凤凰新能源发展有限公司	3000万元人民币	0.31
	贵州金龙实业有限公司	6000万元人民币	-
	贵州金凤凰售电有限公司	4000万元人民币	-
	贵州港兴中小企业服务有限公司	500万元人民币	-

资料来源：公司提供

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计46.32亿元，其中公司本部对外担保余额43.39亿元，被担保对象主要为兴仁市国有企事业单位，兴仁市融资负面舆情频发，部分被担保对象存在被列为失信被执行人的情况；登高新材料对外担保余额2.93亿元，被担保企业主要为产业链上下游企业。

根据公司提供的征信报告（查询日：2025年7月14日），公司相关还款责任中的其他借贷交易关注类余额3.18亿元、不良类余额3.85亿元，存在较大的或有负债风险。

七、外部特殊支持分析

公司是黔西南布依族苗族自治州兴仁市政府下属重要企业，兴仁市政府直接持有公司94.55%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兴仁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）公司与兴仁市政府的联系非常紧密。公司由兴仁市人民政府全资拥有，公司董事会均由兴仁市政府委派，主要的利润和政府支持均来自兴仁市政府及相关单位，兴仁市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，预计关系将维持稳定。

(2) 公司对兴仁市政府非常重要。公司持有登高新材料51%的股权，登高新材料是兴仁市“煤电铝”产业链核心企业，在当地产业发展中扮演重要角色，同时公司在基础设施建设、税收、就业等方面对兴仁市政府的贡献很大，且作为兴仁市重要的基础设施投融资与运营主体，公司已公开发行债券，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

八、本期债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）成立于2006年4月，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出资。后经数次股权变更和增资扩股，截至2024年末，三峡担保注册资本和实缴资本均为51.00亿元，控股股东重庆渝富控股集团有限公司对三峡担保持股比例为50.00%，三峡资本控股有限责任公司和国开金融有限责任公司对三峡担保的持股比例分别为33.33%和16.67%，三峡担保实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。根据2025年5月27日公开信息，三峡担保、重庆兴农融资担保有限公司（以下简称“兴农担保”）、重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）正在推进整合改革，以三峡担保为主体，吸收合并兴农担保和进出口担保，以上变更事项完成后有望提升三峡担保的经营及财务实力，中证鹏元将持续关注以上事项的进展。

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。受一揽子化债等政策影响，城投债增信业务市场需求大幅下降，近年来三峡担保融资担保余额有所下降，截至2024年末，三峡担保的融资担保余额为778.30亿元，较2022年末下降8.45%，其中债券类担保余额为526.13亿元，较2022年末下降23.19%；借款类融资担保余额为246.17亿元，较2022年末增长52.86%；非融资性担保余额为111.48亿元，较2022年末增长8.63%。2024年，三峡担保当期担保代偿额为5.28亿元，均来自借款类担保业务；当期担保代偿率为1.05%，累计担保代偿率为1.26%，较2022年末下降0.08个百分点。截至2024年末，三峡担保累计代偿回收率为40.95%。

表13 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	129.22	130.60	119.83
货币资金	23.77	21.69	18.20
应收代偿款余额	24.33	21.40	19.69
应收代偿款减值准备	17.59	12.09	9.13
所有者权益合计	93.60	91.87	78.63
营业收入	15.91	17.43	15.13
已赚担保费	11.68	12.74	11.34
净利润	4.73	4.71	4.49
净资产收益率	5.10%	5.52%	6.17%
*融资担保余额	778.30	827.23	850.17

*借款类担保余额	246.17	185.89	161.04
*债券类担保余额	526.13	637.66	684.96
*其他融资担保	5.99	3.68	4.17
*非融资性担保余额	111.48	114.45	102.63
*融资担保责任余额	667.53	704.33	494.87
*融资担保责任余额放大倍数（X）	7.64	8.56	7.19
*累计担保代偿率	1.26%	1.29%	1.34%
*累计代偿回收率	40.95%	42.23%	40.19%
*拨备覆盖率	323.94%	353.86%	318.36%

资料来源：2022-2024 年审计报告及三峡担保提供，*指标为三峡担保母公司口径，中证鹏元整理

截至 2024 年末，三峡担保的资产总额为 129.22 亿元，其中货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款分别为 23.77 亿元、43.10 亿元、34.79 亿元和 6.74 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，其中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 2024 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 7.42 亿元和 29.66 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.17 亿元和 0.08 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 2024 年末，三峡担保 I、II、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 32.05%、47.60% 和 19.09%，满足监管部门相应要求。截至 2024 年末，三峡担保的负债总额为 35.62 亿元，同比下降 8.05%，主要由担保合同准备金、未到期责任准备金和存入保证金组成；所有者权益合计 93.60 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。2024 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 7.64，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。受直接融资担保业务规模下降影响，2024 年三峡担保实现营业收入 15.91 亿元，同比下降 8.71%，其中已赚担保费 11.68 亿元；当期实现净利润 4.73 亿元，同比增长 0.44%，净资产收益率为 5.10%，同比下降 0.42 个百分点。

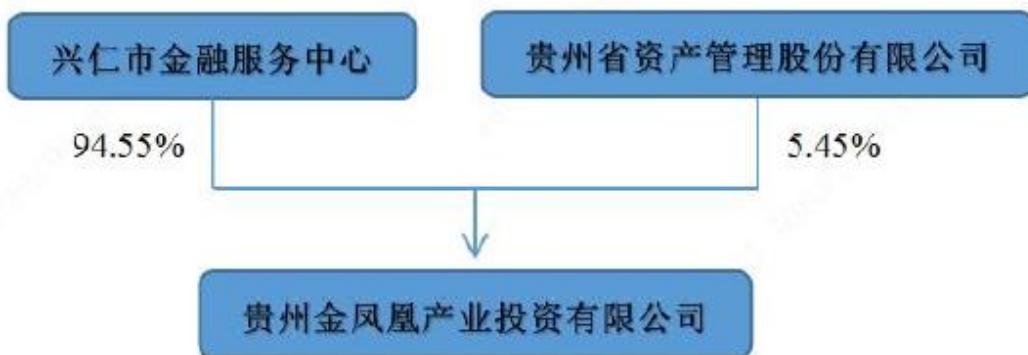
综上，三峡担保是重庆市重要的融资担保机构之一，在支持重庆实体经济发展、降低企业融资成本方面具有较高重要性，在资源协调、资金注入、业务协同等方面获得重庆市政府和股东的大力支持；担保业务规模较大，未来可获得稳定的担保费收入；资本实力较强。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的担保业务行业集中度较高，受政策影响未来债券增信业务增长承压；代偿规模较大，代偿回收率有待提升。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

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	2023年	2022年
货币资金	11.57	9.94	11.61
其他应收款	34.13	26.08	25.13
存货	113.02	111.61	110.55
流动资产合计	175.39	179.71	169.09
固定资产	34.31	36.73	29.31
非流动资产合计	73.78	76.88	62.83
资产总计	249.17	256.59	231.93
短期借款	12.45	11.94	5.90
应付账款	28.41	33.50	20.24
其他应付款	52.58	50.39	42.58
一年内到期的非流动负债	8.19	8.16	8.09
流动负债合计	118.13	119.41	97.46
长期借款	16.82	24.44	21.71
应付债券	2.00	4.00	7.12
非流动负债合计	19.62	28.44	28.83
负债合计	137.75	147.85	126.29
所有者权益	111.41	108.75	105.63
营业收入	87.66	73.64	59.87
营业利润	2.82	3.26	4.87
净利润	3.01	3.00	4.29
经营活动产生的现金流量净额	0.97	11.84	8.36
投资活动产生的现金流量净额	2.12	-14.09	-12.31
筹资活动产生的现金流量净额	-3.50	2.06	2.39
财务指标	2024年	2023年	2022年
EBITDA	10.00	8.93	10.90
销售毛利率	4.32%	5.83%	12.02%
EBITDA 利润率	11.40%	12.12%	18.21%
总资产回报率	1.79%	1.82%	2.89%
资产负债率	55.29%	57.62%	54.45%
总债务/EBITDA	5.10	6.31	4.88
EBITDA 利息保障倍数	3.48	3.09	2.74
总债务/总资本	31.38%	34.13%	33.52%
经营活动现金流净额/总债务	1.91%	21.01%	15.71%
现金短期债务比	0.24	0.33	0.44

资料来源：公司 2022-2024 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 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa-
外部特殊支持	3
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）三峡担保实际控制人为重庆市国资委，在支持重庆实体经济发展、降低企业融资成本等方面具有较高重要性，在资源协调、资金注入、业务协同等方面获得重庆市政府和股东的大力支持。中证鹏元认为在三峡担保面临债务困难时，重庆市政府提供特殊支持的意愿强；同时，中证鹏元认为重庆市政府提供支持的能力极强，因此在个体信用状况基础上上调3个子级。

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+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+其他经常性收入
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)
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号



通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com