

重庆三峡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【1254】号 01

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

重庆三峡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
PR19 三峡/19 渝三峡专项债	AA+	AA+

评级日期

2025 年 7 月 29 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：谭棋
tanq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：万州区是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，2024 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“三峡产投”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，持续获得外部支持，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 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（以下简称“PR19 三峡/19 渝三峡专项债”或“本期债券”）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、短期债务压力，以及一定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，且将持续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	322.60	289.10	254.18
所有者权益	118.16	109.87	105.59
总债务	47.35	49.85	57.32
资产负债率	63.37%	62.00%	58.46%
现金短期债务比	0.37	0.30	0.18
营业收入	6.41	5.87	6.28
其他收益	2.90	4.00	7.80
利润总额	2.45	4.37	6.35
销售毛利率	16.79%	17.01%	22.79%
EBITDA	3.15	5.14	6.81
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.28	1.76
经营活动现金流净额	13.61	23.59	13.82

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **万州区是渝东北区域中心城市，2024 年经济总量和增速在重庆市排名前列。**万州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。2024 年万州区经济总量居全市第 7、在重庆市下辖 38 个区县中排名第 1，GDP 增速排名全市第 3。
- **业务持续性仍较好。**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，公司仍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，近两年公司来自土地开发整治业务的收入占比在 89% 以上。截至 2024 年末，公司土地开发整治业务在建项目规模、尚需投资规模均较大。
- **持续获得外部支持。**2024 年公司获得重庆万州经济技术开发区（集团）有限公司（以下简称“万州经开集团”）5.90 亿元的资本金注入，有效提升了公司资本实力；获得万州经开区政府补助资金 2.90 亿元，大幅提升了公司利润水平。
- **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

- **应收款项规模大且账龄较长，公益性资产规模较大，整体资产流动性仍较弱。**2024 年末，公司资产仍以应收款项（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，即时变现不易，应收账款给中有超 50 亿元的应收土地开发整治款账龄在 5 年以上、18.06 亿元的其他应收款中大部分账龄在 5 年以上，此外，储备土地和绿化地账面价值合计超 45 亿元。
- **面临较大的项目投入资金压力，仍需关注在建自营项目的后续收益实现情况，“PR19 三峡/19 渝三峡专项债”的收益不及预期。**2024 年末，公司土地开发整治业务在建、拟建项目尚需投资规模较大，相关资金需公司自筹。在建自营项目未来收益受项目进展、当地招商引资进度等影响，收益的实现存在较大不确定性。此外，本期债券募投项目已完工并投入运营，但实现收入较小，不及预期水平。
- **面临较大的短期债务压力。**截至 2024 年末，公司资产负债率进一步提升，短期债务规模（20.85 亿元）、占比（44.02%）均较上年末增加较多，现金短期债务比表现仍较差，同时备用流动性不足。
- **仍存在一定的或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保合计 54.62 亿元，占当期末公司权益规模的比重约为 46%，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。
- **担保方瀚华担保控股股东瀚华金控股份有限公司执行董事及高管被采取刑事强制措施。**瀚华担保控股股东瀚华金控股份有限公司（03903.HK）（以下简称“瀚华金控”）于 2025 年 3 月 25 日发布公告称，瀚华金控执行董事张国祥、秘书任为栋已被采取刑事强制措施，该事件与沈阳市公安局对瀚华金控的一家非全资附属公司辽宁富安金融资产管理有限公司的调查有关。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
重庆万州产城融合发展集团有限公司	重庆市万州区国有资产监督管理委员会	--	--	--	资产经营、资产管理、资产处置、资产收购及涉改企业遗留问题处理
重庆万州经济技术开发区（集团）有限公司	重庆万州产城融合发展集团有限公司	969.49	312.98	545.56	万州经济技术开发区的产业项目投资、建设、资产经营主体
重庆三峡发展集团有限公司	重庆市万州区国有资产监督管理委员会	606.46	315.73	46.54	万州区重要的土地开发整理和基础设施建设公司

重庆市万州三峡平湖有限公司	重庆三峡发展集团有限公司	381.11	180.27	22.75	万州区重要的基础设施建设主体
重庆三峡产业投资有限公司	重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	322.60	118.16	6.41	万州区重要的土地开发整理和基础设施建设主体

注：财务数据为 2024 年末/2024 年度。
资料来源：公司提供，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
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					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
PR19 三峡 /19 渝三峡专项债	1.49	0.30	2025-4-8	2026-3-1

一、 债券募集资金使用情况

公司于2019年3月发行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2025年6月21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。

二、 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2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为17.67亿元，唯一股东仍为万州经开集团，实际控制人仍为重庆市万州区人民政府国有资产监督管理委员会。2024年，按照万州经开区国有企业改革要求及改革方案，重庆万州经济技术开发区建设发展有限公司（以下简称“万州建发”）将其代建项目的债权债务及其他权益（包括但不限于合同权利义务）交由三峡产投（以2024年5月31日为基准日，向公司划转资产、负债），截至2024年末，万州建发已注销。截至2024年末，公司无纳入合并范围的子公司。

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。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资

类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

万州区是三峡库区经济中心与成渝地区东向开放门，一般公共预算收入规模在重庆市排名前列，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，2024年一般公共预算继续提升

区位特征：万州区位于重庆东北部，是三峡库区经济中心与成渝地区东向开放门户，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，是渝东北三峡库区城镇群区域中心城市和成渝地区东向开放门户，是“一带一路”和长江经济带重要战略节点，是全国性综合交通枢纽。《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》中，万州区被定位为“渝东北区域中心城市”，承担引领三峡库区高质量发展、建设区域性物流中心、打造特色消费集聚区的任务。重庆市委进一步赋予万州区“全市重要城市副中心”的使命，要求其争当渝东北高质量发展增长极和新时代山区库区现代化排头兵。万州区内正加快建设“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；公路方面已建成渝万、万忠南线、万宜等6条高速公路；万州新田港为重庆四大枢纽港之一；万州五桥机场系全国百强民用机场。

万州区内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都市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。

经济发展水平：万州区近年经济实力持续增强，2024年GDP总量和增速均在重庆市下辖38个区县中排名靠前。2024年万州区实现地区生产总值（GDP）居全市第7、在重庆市下辖38个区县中排名第1，增速排名全市第3，增速均高于全国、全市水平。万州区三次产业结构占比由2022年的10.3:29.1:60.6调整至2024年的10.0:33.5:56.5，第三产业仍占据主导地位，2024年第三产业增加值690.68亿元，增长7.2%。固定资产投资方面，2024年万州区固定资产投资同比增长7.5%，是经济增长的重要动力；全年完成房地产开发投资59.88亿元，较上年增长45.4%。消费方面，2024年万州区社会消费品零售总额469.26亿元，比上年增长5.5%。

表1 万州区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）	1,222.36	6.8%	1,179.39	6.9%	1,118.43	3.5%
固定资产投资	276.2	7.5%	256.9	11.6%	230.2	3.1%
社会消费品零售总额	496.26	5.5%	470.60	7.4%	438.01	-0.9%
进出口总额	86.25	17.9%	73.13	40.8%	51.94	31.5%
人均 GDP（元）	79,253		75,840		71,397	
人均 GDP/全国人均 GDP	82.73%		84.87%		83.31%	

资料来源：2022-2024 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、新型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¹，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。2024年，先进材料产业完成产值362.4亿元，全球单体最大的金属镓生产基地建成投产；低钠氧化铝、铜管TP2M入选重庆市重大产业技术创新产品培育库；金龙集团连续3年上榜中国企业500强、排名上升45位。食品加工产业完成产值39.2亿元，澳斯卡粮油、三峡漓源、德康饲料等企业全面达产；签约粮油物流及粮油精深加工产业园项目，协议投资30亿元。装备制造产业完成产值134.9亿元，江东机械攻克“卡脖子”技术，成功试制航空发动机风扇空心叶片；衡远科技氢气隔膜压缩机研发通过首件鉴定，在特种气体压缩机新产品研发领域取得突破性进展。医药化工产业完成产值46.3亿元，迪康长江对乙酰氨基酚片通过仿制药一致性评价。新型能源产业完成产值111.4亿元，签约万州经开区3.1万千瓦屋顶分布式光伏发电项目；开工

¹ “5”即先进材料、食品加工、装备制造、医药化工、新型能源五大重点产业，“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。

建设李家坪风电场项目；建成并网1.5万千瓦武陵光伏发电项目。整体来看，2024年万州区213户规上工业企业总产值为719.2亿元，增长13%；规上工业企业利润增长50%。

万州经开区主战场作用持续发挥，2024年完成规上工业产值625.2亿元、增长13.4%，五大重点产业产值占万州区规上工业产值比重达96.5%。

财政及债务水平：近年来万州区一般公共预算持续提升，但政府性基金收入在2024年下降较多，且万州区财政自给能力较弱。近年万州区一般公共预算收入规模持续提升，2024年在重庆市43个区县中排名第3，但税收收入占比不高，且财政自给率水平持续较低，财政自给能力较弱。2024年政府性基金收入较上年下降较多，主要系受土地市场景气度低迷影响当年国有土地使用权出让收入由上年的59.3亿元下降至39.8亿元。

表2 万州区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	82.89	78.33	71.54
税收收入占比	55.99%	56.96%	53.21%
财政自给率	49.68%	47.20%	47.02%
政府性基金收入	44.95	65.87	62.04

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

四、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，收入仍主要来自土地开发整治业务，储备的土地整治项目较为充足，业务持续性仍较好，但项目投入资金压力仍较大。租赁业务为公司收入提供一定补充。此外，自筹资金投入建设的保障房项目、基础设施项目收益实现方式未确定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发整治	5.77	90.06%	7.64%	5.28	89.93%	7.72%
其他业务	0.64	9.94%	99.57%	0.59	10.07%	99.96%
合计	6.41	100.00%	16.79%	5.87	100.00%	17.01%

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

公司土地开发整治业务持续性仍较好，但项目后续资金投入压力较大，且大规模的项目投入资金回款时间存在不确定性

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，公司仍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。截至2024年末，公司土地开发整治业务在建项目规模较大，尚需投资规模较大。此外，主要拟整治土地项目为万州区百安坝街道张家湾社区城中村改造项目、姜家片区二屯村城中村改造项目，项目计划投资额分别为10.20亿元、8.10亿元。整体来看，公司后续项目资金投入压力较大。

因项目回款需待土地出让后由经开区发展中心支付，公司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2024年末，公司应收经开区发展中心土地开发整治业务欠款超80亿元，其中有超50亿元应收款账期在5年以上，回款滞后且回款时间存在不确定性。

表4 截至 2024 年末公司在建土地开发整治项目情况（单位：亩，亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额
五桥园、天子园和新田园区域	31,470.00	188.82	138.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

其他业务主要是租赁业务，其为公司收入提供了一定补充；在建自营项目给公司带来较大资金压力；已完工投入使用的保障房项目、自建基础设施项目未确定收益实现方式

租赁收入主要来自对外出租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，收入规模较小但毛利率很高，是公司毛利润的主要来源。“PR19三峡/19渝三峡专项债”募投项目（重庆三峡产业投资有限公司城市停车场及配套设施项目）已完工并投入运营，但2024年实现收益规模较小，仍不及预期。

截至2024年末，公司在建自营项目主要有万州经开区新田港口项目、固体废物处置场、新田污水处理厂等，项目完工后主要通过运营、出租等方式获取收益，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由公司自筹，未来项目投入仍给公司带来较大资金压力。

表5 截至 2024 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	5.16
万州经开区新田污水处理厂	0.95	0.77
合计	42.09	11.73

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

公司曾经负责建设了万州经开区部分保障房项目，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，相关项目均已投入使用多年，项目投入资金

由公司自筹垫付（合计超5亿元），目前万州区政府暂无回购计划，收益实现存在不确定性；公司还负责代建部分重庆万林投资发展有限公司（以下简称“万林投资”，实际控制人为万州区国资委）的基础设施建设项目（主要有万州经开区高峰园城乡融合发展建设项目之万忠路东西段二期道路工程、万州经开区高峰园城乡融合发展建设项目之三峡医专高峰校区东侧道路工程等），相关项目投入资金由公司自筹，2024年末账面有价值约10亿元的代建项目投入，但相关项目的收益实现方式未确定。

2024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。2024年，公司获得重庆万州经开集团5.90亿元资本金注入，有效提升了公司资本实力；获得万州经开区政府补助资金2.90亿元，大幅提升了公司利润水平。

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2023-2024年审计报告。

跟踪期内，主要因万州建发项目划入使公司资产规模有所增加，2024年末公司资产构成仍主要系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，其中应收款项占比仍较高且账龄较长，资产流动性仍较差；2024年末公司短期债务规模及占比较上年末均增加较多，现金短期债务比表现仍较差，短期债务压力较大

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司权益及负债规模均增长（权益增加主要系万州经开区政府及万州经开集团注入资金），但负债增幅更大，使产权比率增加，权益对负债的保障程度仍较弱。2024年末，公司权益仍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1 公司资本结构

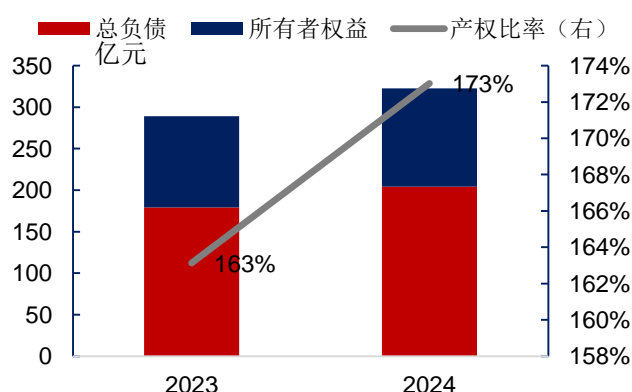
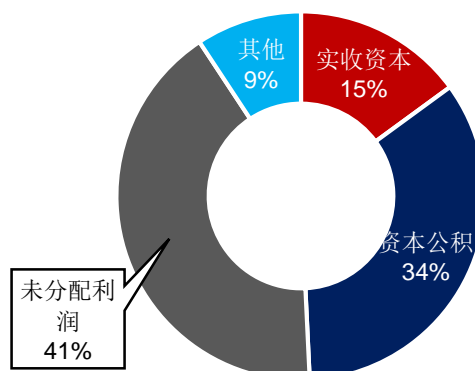


图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末，公司的总资产规模较上年末增加，主要系万州建发项目划转至公司；公司资产构成未有较大变化，仍以应收款项（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，其中，应收账款主要系应收经开区发展中心的土地开发整治款项，其中有超54亿元的应收土地开发整治款账龄在5年以上，回款时间存在一定不确定性；其他应收款²主要系应收经开区发展中心往来款18.06亿元，大部分款项账龄在5年以上。此外，其他应收款中有应收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，相关款项已全部计提坏账准备；存货仍全部系土地整治及配套基建项目支出；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，其中莲花社区（123套）的期末账面价值为0.41亿元，相关产权证书正在办理中；其他非流动资产仍系储备用地（31.05亿元）和绿化地（14.14亿元）。

其他资产方面，2024年末，公司无形资产有所减少，主要系处置弃土场特许经营权（6.86亿元）所致；其他权益工具投资较上年末增加主要系对重庆万州经开区股权投资基金合伙企业（有限合伙）的权益投资增加所致；在建工程主要包括长江水岸融合提升项目、高峰园檬子片区标准厂房建设项目、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，规模较上年末大幅增加主要系万州建发将长江水岸融合提升项目、高峰园檬子片区标准厂房建设项目等划转给公司所致。整体看，公司资产中应收款项占比较高，账龄较长，项目投入即时变现不易，且公益性资产规模较大，整体流动性较差。

受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产主要系用于银行借款抵押的投资性房地产及用于保证金的货币资金，规模合计18.50亿元，占公司当期末总资产的比重约为5.73%。

表6 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	7.74	2.40%	3.14	1.09%
应收账款	86.13	26.70%	80.01	27.68%
其他应收款	18.22	5.65%	19.30	6.67%
存货	52.13	16.16%	55.19	19.09%
流动资产合计	164.65	51.04%	158.26	54.74%
在建工程	45.84	14.21%	21.87	7.56%

² 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 年末，该笔委托贷款尚未回收。

其他权益工具投资	20.00	6.20%	10.00	3.46%
投资性房地产	34.75	10.77%	34.12	11.80%
无形资产	9.89	3.06%	17.18	5.94%
其他非流动资产	45.19	14.01%	45.28	15.66%
非流动资产合计	157.95	48.96%	130.84	45.26%
资产总计	322.60	100.00%	289.10	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

截至2024年末，公司负债规模较上年末有所增加，主要系应付万州经开集团往来款增加；总债务规模较上年末有所下降，债务构成上仍以银行借款、债券融资、其他借款构成，占比约为77:19:4，期限结构方面，仍以长期债务为主，但短期债务占比上升较多且规模较大。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、民生银行、重庆银行等；债券融资方面，截至2025年6月末，公司存续债券为“22三峡投资PPN001”、“19渝三峡专项债”，余额合计2.30亿元，均在2026年3月底前到期；其他借款主要系成本较高的融资租赁借款（主要计入长期应付款）。其他应付款主要系应付应付万州经开集团往来款。

表7 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	0.00	0.00%	0.80	0.45%
其他应付款	151.54	74.12%	127.26	71.00%
一年内到期的非流动负债	20.85	10.20%	9.91	5.53%
流动负债合计	174.12	85.17%	138.11	77.05%
长期借款	24.47	11.97%	28.90	16.12%
应付债券	0.60	0.29%	9.04	5.04%
长期应付款	3.52	1.72%	1.58	0.88%
非流动负债合计	30.32	14.83%	41.13	22.95%
负债合计	204.44	100.00%	179.24	100.00%
总债务	47.35	23.16%	49.85	27.81%
其中：短期债务	20.85	44.02%	10.72	21.50%
长期债务	26.51	55.98%	39.14	78.50%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末，公司资产负债率水平仍较高；短期债务规模及占比均增加较多，现金短期债务比表现仍较差；EBITDA利息保障倍数表现一般。整体来看，公司短期债务压力较大。截至2025年3月末，公司剩余未使用银行授信额度为4.91亿元，备用流动性不足。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
------	--------	--------

资产负债率	63.37%	62.00%
现金短期债务比	0.37	0.30
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.28

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

过往债务履约情况

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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月13日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保合计54.62亿元，占当期末公司权益规模的比重约为46%，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，存在一定的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是万州经开区政府下属重要企业，万州经开区政府间接持有公司超60%股权，万州经开区党委书记由万州区长兼任。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程度中等。公司董事长获得万州经开区管委会下发的“经开集团总经理助理”任命文件，万州区政府对万州经开区平台的经营和管理具有强大的控制权，公司与政府联系的比较稳定。

（2）公司对万州区政府非常重要。公司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，土地开发整治业务规模较大且持续性较好，近三年土地整理业务收入占公司营业收入比重均在85%以上，公司在基础设施建设方面对当地政府的贡献很大。公司不是区域内最大的平台公司，也不是规模很小的项目公司。公司有存续债券，其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

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，此外，瀚华担

保控股股东瀚华金控股份有限公司执行董事及高管被采取刑事强制措施

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。后经多次增资扩股以及股权变更，截至2024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%。瀚华金控2004年创立于重庆，于2014年在香港联交所上市，截至目前拥有民营银行、融资担保、地方AMC、保理、保险代理等金融类业务牌照。截至2024年6月末，瀚华金控资产总额为129.90亿元，所有者权益总额为79.60亿元，2023年实现营业收入6.04亿元，实现净利润0.24亿元。需注意的是，瀚华金控执行董事张国祥先生及前公司秘书任为栋先生已被采取刑事强制措施，目前瀚华金控处于停牌状态且其2024年年度业绩尚未披露。

瀚华金控于2025年3月25日发布公告称，瀚华金控执行董事张国祥、秘书任为栋已被采取刑事强制措施，该事件与沈阳市公安局对瀚华金控的一家非全资附属公司辽宁富安金融资产管理有限公司的调查有关。根据前述公告，在张国祥被采取刑事强制措施期间，瀚华金控执行董事崔巍岚将接替张国祥于瀚华金控内的职责，任为栋已提呈辞任瀚华金控秘书职务。根据瀚华担保于2025年3月27日出具的声明，上述事件并不涉及瀚华担保，监管部门、司法部门仍在调查中尚未形成结论，瀚华担保控制权未发生变化，且经营运作正常，上述事项未对瀚华担保经营产生重大影响。

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。瀚华担保直接融资担保客户多为区县级地方城投企业，受地方政府化债等相关政策收紧影响，城投类债券担保市场需求减少，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呈下降态势，截至2024年末为61.15亿元，较2022年末下降31.32%。间接融资担保方面，瀚华担保主要客户为批发零售业的中小微民营企业，近年批发零售业市场竞争加剧，瀚华担保主要客户业务规模下降，融资需求减少，叠加互联网渠道信用贷款渗透带来的冲击，2023年末瀚华担保间接融资担保余额同比下降27.28%至35.86亿元；截至2024年末，瀚华担保间接融资担保余额为51.88亿元，同比上升44.67%，主要系2024年9月瀚华担保为中国投融资担保股份有限公司10亿元债券担保业务提供再担保服务所致，相关业务已于2025年3月全部到期解保。瀚华担保非融资担保业务主要包括电子投标保函、工程履约保函、预付款保函等，得益于重视对科技团队的培育和线上系统的搭建，瀚华担保在非融资担保业务领域具备一定的市场竞争力，截至2024年末，非融资担保余额为209.21亿元。瀚华担保的代偿主要来自间接融资担保业务，2024年当期担保代偿率为1.17%，主要代偿项目为瀚华担保与辽宁省政府合作的基金发放的委托贷款；累计代偿回收率为56.31%，追偿能力有待提升。

表9 瀚华担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
资产总额	56.62	56.41	55.51
货币资金	4.81	7.38	13.65
应收代偿款余额	4.15	4.41	5.60

应收代偿款减值准备	2.34	2.46	3.14
所有者权益合计	42.92	42.28	41.90
营业收入	3.98	4.13	5.38
担保业务收入	3.36	3.26	3.84
净利润	0.65	1.08	1.73
净资产收益率	1.53%	2.56%	4.14%
融资担保余额	113.03	103.71	138.35
直接融资担保余额	61.15	67.84	89.04
间接融资担保余额	51.88	35.86	49.31
非融资担保余额	209.21	238.15	205.42
融资担保责任余额	95.41	88.42	120.31
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.21	2.09	2.87
当期担保代偿率	1.17%	0.46%	0.71%
累计代偿回收率	56.31%	56.71%	54.56%
拨备覆盖率	499.80%	480.88%	387.40%

注：此处当期担保代偿率和累计代偿回收率均采用融资担保业务口径。

资料来源：瀚华担保 2022-2024 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

截至 2024 年末，瀚华担保资产总额为 56.62 亿元；其中货币资金规模为 4.81 亿元，主要包括 0.27 亿元活期存款和 4.54 亿元定期存款；金融投资规模为 32.36 亿元，主要包括 30.35 亿元对关联方的债权投资和 1.76 亿元其他权益工具投资；长期股权投资为对沈阳中小企业创新发展投资中心（有限合伙）的投资，截至 2024 年末规模为 1.58 亿元；应收代偿款余额为 4.15 亿元，已对其计提 2.34 亿元减值准备；其他资产账面价值为 10.56 亿元，主要包括应收关联方款项 8.68 亿元，关联方资金占用规模较大。截至 2024 年末，瀚华担保负债总额为 13.70 亿元，主要由担保风险准备金和债务融资构成；所有者权益总额为 42.92 亿元，其中实收资本为 35.00 亿元，具备一定资本实力。截至 2024 年末，瀚华担保融资担保责任余额放大倍数为 2.21。瀚华担保的营业收入主要来源于担保业务收入、债权投资和银行存款及保证金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。由于利息收入和手续费及佣金收入的减少，2024 年瀚华担保实现营业收入 3.98 亿元，同比下降 3.68%，其中已赚保费为 3.68 亿元，同比上升 11.77%；实现净利润 0.65 亿元，同比下降 39.48%；净资产收益率为 1.53%，同比下降 1.03 个百分点。

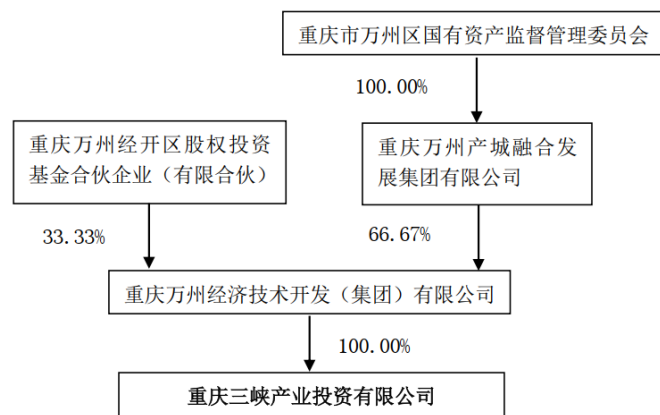
瀚华担保具备一定的资本实力，且非融资担保业务在全国范围内具备一定的市场竞争力。同时中证鹏元也关注到，瀚华担保的利润规模不断下滑；直接融资担保客户多为区县级地方城投企业，行业集中度较高，间接融资担保客户主要是中小微民营企业，抗风险能力相对较弱；公司应收关联方资金规模较大，需关注关联交易风险。经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券由瀚华担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“PR19三峡/19渝三峡专项债”的信用水平。

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	7.74	3.14	4.14
应收账款	86.13	80.01	79.41
存货	52.13	55.19	10.52
流动资产合计	164.65	158.26	148.24
在建工程	45.84	21.87	13.26
投资性房地产	34.75	34.12	20.00
其他非流动资产	45.19	45.28	46.53
非流动资产合计	157.95	130.84	105.95
资产总计	322.60	289.10	254.18
短期借款	0.00	0.80	1.79
其他应付款	151.54	127.26	89.60
一年内到期的非流动负债	20.85	9.91	21.47
流动负债合计	174.12	138.11	113.07
长期借款	24.47	28.90	25.89
应付债券	0.60	9.04	6.16
长期应付款	3.52	1.58	2.00
非流动负债合计	30.32	41.13	35.52
负债合计	204.44	179.24	148.60
总债务	47.35	49.85	57.32
其中：短期债务	20.85	10.72	23.27
长期债务	26.51	39.14	34.05
所有者权益	118.16	109.87	105.59
营业收入	6.41	5.87	6.28
营业利润	2.58	4.38	7.27
其他收益	2.90	4.00	7.80
利润总额	2.45	4.37	6.35
经营活动产生的现金流量净额	13.61	23.59	13.82
投资活动产生的现金流量净额	-9.75	-14.24	-8.55
筹资活动产生的现金流量净额	0.74	-10.34	-2.13
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	16.79%	17.01%	22.79%
资产负债率	63.37%	62.00%	58.46%
短期债务/总债务	44.02%	21.50%	40.59%
现金短期债务比	0.37	0.30	0.18
EBITDA（亿元）	3.15	5.14	6.81
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.28	1.76

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 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 瀚华担保评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa-
外部特殊支持	2
主体信用等级	AA+

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）瀚华金控对瀚华担保的持股比例为 99.90%，瀚华担保是瀚华金控旗下的重要担保业务平台，瀚华金控有意愿和能力给予瀚华担保相应的支持，因此在个体信用状况基础上上调 2 个子级。

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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+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

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