

# 江苏博融农业发展有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【392】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。

# 江苏博融农业发展有限公司相关债券2026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
21博融债/21博融专项债	AAA	AAA

## 评级日期

2026年6月25日

## 联系方式

项目负责人：曾利利  
zengll@cspengyuan.com

项目组成员：刘书芸  
liushuy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：睢宁县区位优势较为显著，近年来工业与现代服务业稳步提升，经济实力持续增强；江苏博融农业发展有限公司（以下简称“博融农业”或“公司”）仍定位为睢宁县城市基础设施建设和保障房建设的重要企业之一，同时承担睢宁县粮食购销的职能，主营业务结构相对稳定，收入仍较有保障，且继续获得较大的外部支持；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”）提供的保证担保仍能有效提升“21博融专项债/21博融债”（以下简称“本期债券”）的安全性。但中证鹏元也关注到，公司资产仍大量沉淀于存货和往来款项，整体资产流动性仍偏弱；存量债券规模较大且到期时间集中，现金短期债务比水平较低，整体债务压力仍较大。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在区域内的业务定位稳定，主营收入结构相对稳定，收入仍有一定保障且将继续获得外部支持。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025	2024	2023
总资产	367.42	368.43	400.94
所有者权益	153.42	151.87	131.79
总债务	102.92	101.62	132.58
资产负债率	58.24%	58.78%	67.13%
现金短期债务比	0.09	0.20	0.44
营业收入	18.43	19.27	18.43
其他收益	2.40	1.60	3.00
利润总额	1.45	1.78	1.27
销售毛利率	7.40%	7.05%	13.51%
EBITDA	2.00	2.71	3.18
EBITDA利息保障倍数	0.54	0.69	0.52
经营活动现金流净额	0.30	33.19	0.74

资料来源：公司2023-2025年审计报告，中证鹏元整理

## 正面

- **睢宁县区位优势较为显著，近年来工业与现代服务业稳步提升，经济实力持续增强。**睢宁县作为徐州市“一城两翼”中的重要一翼，区位优势较为显著，近年来社会消费回暖，工业与现代服务业稳步提升，经济实力持续增强，重点打造以高端纺织服饰、电商家居、装备制造为主导的“3+3”产业体系，为公司房产销售、租赁等业务提供需求支撑。
- **公司主营业务结构相对稳定，收入来源仍较有保障。**跟踪期内，公司仍为睢宁县重要的城市基础设施建设和保障房建设主体之一，同时承担睢宁县粮食购销的职能。截至 2025 年末，公司主要在建房地产项目尚需投资约 14.45 亿元，存货中待结算的开发成本规模 74.87 亿元，未来收入仍较有保障。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**作为睢宁县重要的基础设施及保障房项目建设主体，2025 年公司继续收到各类政府补助共 2.40 亿元，计入其他收益，有效提升了公司盈利水平。
- **保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其为“21 博融专项债/21 博融债”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安全性。

## 关注

- **公司资产仍大量沉淀于存货及往来款项，整体资产流动性仍偏弱。**截至 2025 年末，公司存货、应收账款及其他应收款占总资产比重高达 76.30%。存货中在售房地产项目整体去化速度较慢，资金回笼周期较长，整体资产流动性仍偏弱。此外，2025 年公司部分待开发土地已被政府收储，对应款项已转挂应收账款，需持续关注地方政策变化及往来款项的回款风险。
- **存量债券融资规模较大且到期时间集中，面临较大的债务压力，叠加项目投资支出仍有较大资金压力。**2026 年为公司偿债高峰期，债务压力较大。截至 2026 年 3 月末，公司 1 年内需偿付本金及到期债券合计 20.13 亿元，需持续关注相关债务的按期偿付及滚续安排。此外，公司在建房地产项目仍面临较大的资金需求，相关投资支出进一步加大了公司的资金压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2025 年末，公司对外担保余额共计 40.23 亿元，担保对象主要为区域国企，占 2025 年末净资产比为 26.22%，规模较大，需关注后续的或有负债风险。

## 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
润企投资	城投集团	541.47	198.71	23.02	睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体
新城投资	产投集团	383.05	185.93	9.91	睢宁经济开发区内重要的基础设施投融资建设主体
博融农业	润企投资	367.41	153.42	18.43	睢宁县城市基础设施建设和保障房建设的重要企业，同时也承担着睢宁县粮食购销的职能
双溪实业	产投集团	365.72	135.86	23.50	主要承担空港经开区内的基础设施项目建设及睢宁县的交通基础设施项目建设

注：（1）润企投资为睢宁县润企投资有限公司的简称、新城投资为睢宁县新城投资开发有限公司的简称、双溪实业为江苏双溪实业有限公司的简称；城投集团为江苏润鑫城市投资集团有限公司的简称、产投集团为睢宁县产业投资集团有限公司的简称；（2）各指标为 2025 年末/2025 年度数据。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	4/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
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					<b>a</b>
外部特殊支持					3
主体信用等级					<b>AA</b>

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
21 博融债/21 博融专项债	6.00	2.40	2025-6-25	2028-4-30

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于魏集镇湖畔槐园农业园及配套设施建设项目以及补充流动资金。截至2026年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为389,834.37元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2026年5月末，公司注册资本和实收资本仍为25,132.00万元，控股股东仍为润企投资，持股比例100%，实际控制人为睢宁县国有资产管理服务中心（以下简称“睢宁县国资中心”）。2025年6月，公司法人、执行董事、经理由沈璇变更为吕静，公司不再设监事。

2025年以来公司职能定位及业务范围未发生重大变化，仍主要从事睢宁县城市基础设施建设、保障房建设等业务，同时也承担睢宁县粮食购销的职能。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

随着“一揽子化债”政策深入实施，地方债务风险得到缓解，政府着力推动基础设施投融资行业的“防风险”与“促发展”再平衡，基础设施投资类企业“退平台”和市场化转型加速

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，“一揽子化债”政策得到进一步落实细化。一方面，地方债务严监管延续，监管层对基础设施投资类企业发债审核趋严，地方政府严控基础设施类投资企业各类债务融资增速，“非标”、离岸债等融资渠道收紧，新增融资难度仍较大；另一方面，深化落实化债政策，加快特殊再融资债券发行节奏，加速置换存量债务。同时，压缩以基建投入和融资为主业的企业数量，并积极引导基础设施投资类企业“退平台”，推动其由重资本投入转向重市场运营、重民生服务。当前化债政策已取得阶段性成效，地方基础设施投资类企业的债务结构和成本均有所优化、非标及票据新增负面舆情边际收敛，债务风险持续缓解。

随着化债政策的深入实施，政府着力推动基础设施投融资行业的“防风险”与“促发展”再平衡，政策导向更加精细化和长效化。在中央关于“有力有序有效推进地方融资平台出清”的决策部署下，全国层面存量融资平台的分类整顿、清退重组将系统提速，并成为下一阶段地方债务化解工作的关键抓手。总体来看，基础设施投资行业政策环境延续稳中趋紧态势，地方政府将继续围绕“化债”与“转型”两大主线，存量压降与平台改革协同推进，市场风险将进一步得到缓释。

## 区域经济环境

睢宁县区位优势较为显著，近年来社会消费回暖，现代服务业稳步提升，工业能级持续增强，“十五五”将继续推进产业的转型升级，做强“3+3”产业体系；2025年睢宁县公共财政收入有所回升，收入质量较好，但财政自给水平较弱

**区位特征：**睢宁县是徐州“一城两翼”中的重要一翼，交通条件优越，区位优势较为显著。睢宁县是徐州市下辖县，位于江苏省西北部、徐州市东南部，是徐州“一城两翼”中的重要一翼，区域面积1,769平方公里，辖15个镇、3个街道、2个省级开发区和1个省级白塘河湿地公园。睢宁县交通区位条件较为优越，2025年观音机场年旅客吞吐量突破400万人次，台睢高速启动征迁，东部绕越高速开通运营，633国道改扩建工程加快实施，“畅联内外”的立体交通体系正加速构建。截至2024年末睢宁县户籍人口136.84万人，常住人口106.65万人，人口呈净流出状态。

**经济发展水平：**睢宁县2025年GDP规模与增速在徐州市下属区县中排名中游，近年来社会消费回暖，现代服务业稳步提升，工业能级持续增强。睢宁县是全国县域发展潜力百强县，2025年GDP规模达817.72亿元，同比增长5.9%，经济体量与增速在徐州市下属区县中排名中游。睢宁县2025年社会消费回暖，全社会实现消费品零售总额430.6亿元，增速6.0%；现代服务业稳步提升，三次产业结构由2020年的17.7:38.7:43.6调整为2025年的14.8:35.5:49.7，2025年新增规上服务业企业40家，营收增长超18%；工业能级持续增强，规上工业总产值突破400亿元，增加值同比增长5.0%，原“2+3”主导产业产值占比提升至76%，是拉动区域经济增长的重要动力。

**表1 2025年徐州市各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
铜山区	1542.01	6.1%	13.79	68.50	40.15
邳州市	1410.98	6.3%	9.88	50.21	79.00
沛县	1143.28	5.9%	11.19	54.40	25.30
新沂市	1105.88	6.8%	11.60	53.39	20.48
泉山区	850.00	5.2%	13.73	28.82	-
<b>睢宁县</b>	<b>817.72</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.67</b>	<b>43.60</b>	<b>18.44</b>
丰县	650.00	6.1%	7.09	37.48	43.89
云龙区	530.00	-	11.00	32.54	16.63
贾汪区	505.36	5.8%	11.25	29.2	15.71
鼓楼区	413.25	4.1%	9.24	20.37	-

注：“-”表示数据未公布，人均 GDP 根据 2024 年末常住人口计算所得；邳州市、贾汪区和鼓楼区 GDP 采用 1-12 月的累计值。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**产业情况：**睢宁县坚持“工业立县、产业强县”战略定位，“十五五”期间将继续致力于产业转型升级，做强“3+3”产业体系。目前睢宁县已经形成高端纺织服饰、电商家居、装备制造3个主导产业集群，现代食品、新能源新材料、生物医药与大健康3个潜力产业的多元化产业发展格局。2025年睢宁县高端纺织服饰规上企业数突破百家，产值达130亿元，电商家居网络销售额达200亿元，智能制造跻身百亿级产业集群，“4+4”现代农业产业体系总产值超160亿元，新能源新材料、生物医药与大健康保持稳中有进态势。此外，2025年睢宁县全年签约亿元以上项目56个，其中10亿元以上项目11个，通过全生命周期跟踪保障重大产业项目建设，94个县重大项目中40个达标，市重大项目竣工投产率创历年之最。

**表2 睢宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	817.72	5.9%	772.45	7.4%	707.89	7.2%
固定资产投资	358.00	0.3%	359.10	8.1%	-	5.4%
社会消费品零售总额	430.6	6.0%	407.22	-	499.94	7.6%
进出口总额	32.4	2.2%	31.7	-9.4%	35.00	-46.2%
人均 GDP（元）	76,673		72,429		66,109	
人均 GDP/全国人均 GDP	76.93%		75.64%		73.98%	

资料来源：睢宁县 2025 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2026 年国民经济和社会发展计划，国家统计局，睢宁县 2023-2024 年国民经济和社会发展统计公报，江苏统计年鉴，中证鹏元整理

**财政水平：**2025年睢宁县公共财政收入有所回升，财政收入质量较好，财政自给水平较弱。2025年睢宁县一般公共预算收入同比上升0.6%，税收收入占比较2024年有所下降，但仍高于80%，财政收入质量较好，财政自给率为37.93%，进一步下降，较为依赖上级转移支付以平衡一般公共预算支出；受土地市场景气度影响，2025年睢宁县政府性基金收入较2024年持续大幅下降。

**表3 睢宁县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2025年	2024年	2023年
一般公共预算收入	43.60	43.35	44.25
税收收入占比	80.03%	81.67%	79.48%
财政自给率	37.93%	38.17%	39.59%
政府性基金收入	18.44	35.04	60.64

资料来源：睢宁县2025年财政预算执行情况和2026年财政预算（草案），2023-2024年睢宁县财政预决算报告，中证鹏元数据，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是睢宁县重要的城市基础设施建设和保障房建设主体之一，同时仍承担着睢宁县粮食购销的职能。2025年，受相关项目结算进度影响，公司基础设施建设收入同比大幅下降，房屋销售收入亦有所下滑，导致公司整体营业收入水平下降；粮食销售收入上升明显，主要系2025年为睢宁县粮食集中储备期，公司为保持储备规模，较以往年度加大了陈粮销售力度所致。

毛利率方面，公司2025年销售毛利率小幅提升。基础设施建设业务毛利率提升，主要系市场化工程施工项目毛利率较高所致；房地产销售业务因建设成本下降，毛利率回升；粮食销售业务因从事政策性粮食仓储，毛利率仍较低；商品等销售业务受到市场行情波动影响，毛利率下降；因部分资产所产生保洁和运营费用较大，加之资产维修费用的集中结算，导致租赁收入毛利率为负。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	1,742.90	0.95%	56.94%	12,273.43	6.37%	47.52%
房屋销售	113,209.39	61.41%	5.09%	125,961.37	65.36%	0.95%
粮食销售	49,030.67	26.60%	0.51%	36,617.26	19.00%	0.77%
商品等销售	9,786.23	5.31%	5.46%	10,485.19	5.44%	12.83%
租赁	3,648.08	1.98%	-10.12%	4,567.90	2.37%	81.56%
其他	6,930.90	3.76%	93.21%	2,815.51	1.46%	42.75%
<b>合计</b>	<b>184,348.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.40%</b>	<b>192,720.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.05%</b>

注：基础设施建设含代建、工程施工；商品等销售含商品销售、商砼销售、材料销售；其他业务含仓储保管、代收水电费等；租赁业务由子公司江苏润企万国实业有限公司（以下简称“万国实业”）负责，通过出租名下房产、商铺、办公楼等获取租金收入；万国实业存在被执行相关情况。

资料来源：公司2024-2025年审计报告，中证鹏元整理

### （一）基础设施建设业务

**2025年公司委托代建业务未结算收入，基础设施建设收入大幅下降，在建项目较少，暂无拟建项目，业务持续性待关注；本期债券募投项目收益的实现仍存在不确定性**

公司基础设施建设业务主要由委托代建和市场化工程施工构成，跟踪期内业务模式未发生重大变化。委托代建业务方面，公司受睢宁县政府及其下属乡镇政府委托，负责县域内基础设施及公共配套设施的

投资、建设与管理，完工后由政府方分期回购。工程施工业务方面，公司仍通过公开招投标取得工程总承包权，项目以自行施工为主。公司中标后与项目业主签订总承包合同，合同价格涵盖工程建设成本与利润。项目竣工后，业主按合同约定在规定期限内向公司支付工程价款。

2025年，公司基础设施建设业务收入同比大幅下降，主要系委托代建业务当年无结算收入，同时工程施工业务结算量下降所致。

**表5 截至2026年3月末公司主要已完工项目结算情况（单位：亿元）**

项目名称	建设期间	总投资	已投资	拟回款	已回款
凌城镇镇区升级项目	2019-2021年	0.50	0.50	0.66	0.66
金陵花园（五组安置小区）	2019-2021年	0.48	0.48	0.56	0.56
广厦家园东侧地块	2021-2022年	0.03	0.03	0.03	0.03
新市街东扩地块	2019-2022年	0.10	0.10	0.12	0.12
县法院西侧地块	2018-2022年	0.20	0.20	0.24	0.24
祥和家园项目	2020-2022年	0.17	0.17	0.21	0.21
虹润花园项目	2018-2022年	0.27	0.27	0.24	0.24
特勤消防站	2014-2017年	0.31	0.31	0.37	0.37
零星工程	2019-2021年	0.08	0.08	0.09	0.09
<b>合计</b>	--	<b>2.14</b>	<b>2.14</b>	<b>2.52</b>	<b>2.52</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2026年3月末，公司在建的基础设施代建项目主要包括高铁商务区、姚集镇新型农村社区等，预计总投资15.92亿元，尚需投资3.09亿元。截至2026年3月末，公司暂无其他拟建项目，且代建项目结算回款时间受工程建设进度、政府资金安排等因素影响，具有不确定性，业务持续性待关注。

**表6 截至2026年3月末公司主要在建基础设施代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	建设期间	回款期间	计划总投资	已投资
高铁商务区项目	2022-2026年	2026-2027年	7.78	5.58
睢宁县姚集镇新型农村社区建设项目	2022-2026年	2026-2027年	8.14	7.25
<b>合计</b>	--	--	<b>15.92</b>	<b>12.83</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目魏集镇湖畔槐园农业园及配套设施建设项目为公司自营项目，建成后将通过稻米、螃蟹销售及公共平台租赁等方式产生收入。2022年该项目已完成主要工程建设，截至2026年3月末尚未完成竣工验收，但已处于运营状态，目前收益规模较小，未来能否达到预期收益水平仍存在不确定性。

## （二）房地产开发业务

2025年房屋销售收入中商品房收入占比仍较高，建设成本下降导致公司房产销售业务毛利率回升，但因结算量下滑，销售收入有所下降；公司在售安置房、商品房项目较多，未来收入具有一定保障，但需关注存量房源的去化情况

跟踪期内，公司房地产销售业务模式未发生变化。公司房地产销售业务仍由子公司万国实业负责，

分为保障房和商品房两类。保障房销售业务仍包括定向销售模式和拆迁置换模式。其中，定销房价格由市物价部门会同相关部门，参照同区域同类普通商品房市场价格下调15%–20%确定；拆迁置换模式下，公司负责棚户区拆迁及保障房建设，按协议约定面积对拆迁户进行房屋补偿。商品房销售业务采用市场化模式，公司通过公开招投标确定施工单位，建设期间负责项目管理并按进度支付工程款，竣工验收合格后对外销售。

2025年公司房地产销售收入主要来自凯旋雅苑、润柏华庭、盛景雅苑等项目，商品房和安置房收入分别为8.69亿元和1.39亿元。当年房地产销售收入有所下降，主要系2024年有较多商品房项目交付结算，基数较高所致，而房地产销售毛利率因建设成本下降，回升至往年水平。

**表7 公司 2025 年主要房地产销售收入明细（亿元）**

项目名称	确认收入	占比
<b>商品房</b>	--	--
凯旋雅苑*	5.46	48.23%
润柏华庭*	2.57	22.70%
凯旋府邸*	0.55	4.86%
林樾花园*	0.11	0.97%
<b>小计</b>	<b>8.69</b>	<b>76.77%</b>
<b>安置房</b>	--	--
盛景雅苑	1.15	10.16%
尚德华苑	0.24	2.12%
<b>小计</b>	<b>1.39</b>	<b>12.28%</b>
<b>合计</b>	<b>10.08</b>	<b>89.05%</b>

注：\*为商品房项目，凯旋府邸存在部分安置房。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前在建房地产项目为庆桃李春风商品房项目。截至2026年3月末，公司暂无拟建项目，主要在建房地产项目预计总投资44.32亿元，尚需投资约14.45亿元，后续投资仍存在一定资金压力。考虑到在建房地产项目尚需投资规模较大，2025年末存货中开发产品规模为108.78亿元，公司房地产业务持续性仍较好，但仍需持续关注公司存量房源的去化情况。

**表8 截至 2026 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）**

在建项目名称	建设期间	总投资	已投资	尚需投资
桃李春风*	2021-2026	44.32	29.87	14.45
<b>合计</b>	--	<b>44.32</b>	<b>29.87</b>	<b>14.45</b>

注：\*为商品房项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表9 截至 2026 年 3 月末公司主要在售房地产项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	已回款	计划回款
<b>商品房</b>	--	--	--	--
云河嘉苑*	4.30	4.30	4.58	4.95
阳光家园北一期*	5.75	5.75	5.47	8.18

阳光家园北二期*	6.25	6.25	4.97	8.34
凯旋府邸*	18.75	18.75	13.17	21.55
北辰花园*	14.95	14.95	14.50	19.08
润柏华庭*	14.32	14.02	12.27	17.70
凯旋雅苑*	6.46	6.46	8.56	8.48
<b>小计</b>	<b>70.78</b>	<b>70.48</b>	<b>63.52</b>	<b>88.28</b>
<b>安置房</b>	--	--	--	--
永昶嘉园	4.29	4.29	4.90	4.93
康桥新苑	6.10	6.10	5.46	7.20
凯旋家园	5.30	5.30	5.86	6.10
红叶路东侧青年路北侧保障安居工程（润景嘉苑）	9.20	9.20	7.69	7.69
中医院北侧安置房项目	17.00	11.76	6.90	13.95
虹润花园	5.86	5.86	6.74	6.74
盛景雅苑	9.20	9.73	0.96	8.70
庆夏庄地块安置房项目	13.00	12.07	3.80	12.07
苑南人家	11.00	8.23	3.17	3.90
<b>小计</b>	<b>80.95</b>	<b>72.54</b>	<b>45.48</b>	<b>71.28</b>
<b>合计</b>	<b>151.73</b>	<b>143.02</b>	<b>109.00</b>	<b>159.56</b>

注：\*为商品房项目，凯旋家园、阳光家园北二期、凯旋府邸和北辰花园存在部分安置房。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）粮食、材料销售等其他业务

#### 粮食销售、材料销售对公司营收多样性形成有益补充，需关注政策、市场行情对收入规模的影响

跟踪期内，公司粮食购销业务仍主要由子公司睢宁县天顺粮食购销有限责任公司（以下简称“天顺粮食购销公司”）负责，业务模式未发生变更，仍以政策性业务为主，自营性粮食购销为辅，根据当地粮食市场供需以及政府粮食销售计划安排进行收购和销售。2025年粮食购销收入增长明显，主要系2025年为睢宁县粮食集中储备期，公司为保持储备规模，较以往年度加大了陈粮销售力度所致。粮食购销业务不以盈利为目的，毛利率水平仍较低，受当地粮食市场供需情况及政府政策影响较大，收入规模存在一定波动性。

表10 2025年公司下属主要储备粮公司具体收入情况（单位：万元）

公司名称	粮食销售收入	占比
睢宁县邱集粮食购销有限责任公司	30,499.47	62.20%
睢宁县李集粮食购销有限责任公司	6,506.13	13.27%
睢宁县粮丰储备粮管理有限公司	4,371.50	8.92%
睢宁县浦棠粮食购销有限责任公司	3,828.38	7.81%
睢宁县高作粮食购销有限责任公司	3,341.70	6.82%
睢宁县龙集粮食购销有限责任公司	481.20	0.98%
<b>合计</b>	<b>49,028.38</b>	<b>100.00%</b>

注：上述公司皆为天顺粮食购销公司子公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司材料销售业务仍主要由子公司江苏润丰商贸有限公司负责，主要采购品种为水泥、钢筋、保温板和电缆等工程建筑材料，少量供子公司江苏润企恒力建设工程有限公司（以下简称“恒力建设”）自用，主要对外销售赚取差价。材料销售业务模式采取以销定购，根据其取得的销售订单以及工程材料需求量确定采购量，采购依据具体合同约定付款（一般为货到付款），销售公司与下游客户签订长期合同，采用货到付款，信用期为1-2个月，结算方式以电汇为主。2025年材料销售的供应商与客户集中度较高，需关注上下游可能存在的集中性风险；同时，该业务的应收账款规模较大，存在一定的款项回收风险。2025年公司实现建材等商品销售收入0.98亿元，收入规模及毛利率较2024年有所下降，主要系市场行情波动及销售产品结构单一化所致。

**表11 2025年公司材料销售主要供应商及客户情况（单位：万元）**

类型	名称	主要交易产品	金额	占比
主要供应商	江苏江扬电缆有限公司	电力电缆	5,230.68	56.54%
	江苏汉兴电缆有限公司	电力电缆	1,982.51	21.43%
	中天科技海缆股份有限公司	电力电缆	1,336.20	14.44%
	江苏东超电缆有限公司	电力电缆	375.43	4.06%
	江苏云锦路面工程有限公司	沥青	211.56	2.29%
	合计	--	<b>9,136.39</b>	<b>98.75%</b>
主要客户	徐州阳光送变电有限公司	电缆	9,162.72	93.63%
	江苏宝润建筑科技有限公司	钢筋	25.57	0.26%
	江苏鑫世航建设工程有限公司	钢筋	16.92	0.17%
	合计	--	<b>9,205.21</b>	<b>94.06%</b>

注：江苏云锦路面工程有限公司和江苏鑫世航建设工程有限公司存在被执行相关情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司2025年继续获得一定程度的外部支持

作为睢宁县重要的基础设施及保障房项目建设主体，公司在财政补贴方面继续得到睢宁县政府的支持。2025年公司收到各类政府补助共2.40亿元，计入其他收益，有效提升了公司盈利水平。

## 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2024-2025年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。

跟踪期内公司资产仍大量沉淀于存货及往来款项，土地抵押比例较高，部分土地被政府收储，资产整体流动性仍偏弱，需持续关注地方政策变化及往来款项的回款风险；公司债务规模略有上升，财务杠杆维持较高水平，存量债券规模较大且到期时间集中，面临较大的债务压力

## 资本实力与资产质量

由于未分配利润增加，跟踪期内公司所有者权益小幅增长，产权比率有所降低，但仍维持较高水平，公司净资产对总负债的覆盖程度较低。2025年末公司净资产仍以资本公积为主。

图1 公司资本结构

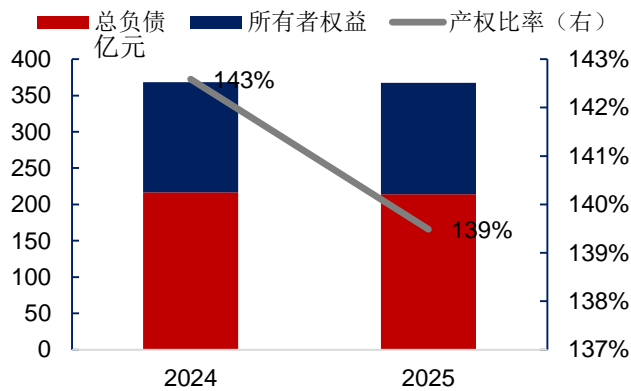
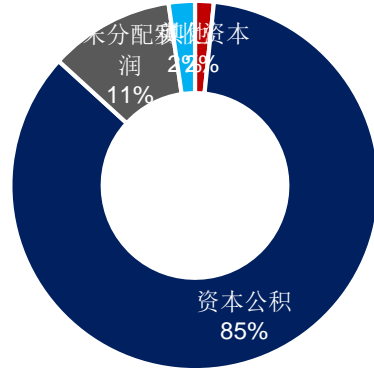


图2 2025年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2025 年审计报告，中证鹏元整理

2025年末公司资产规模同比略有下降，资产结构相对稳定，仍以项目建设成本、往来款与房产为主，主要体现在应收账款、其他应收款、存货、投资性房地产等科目。2025年睢宁县自然资源和规划局收储土地，公司应收账款同比大幅增长，存货同比下降，需关注相关收储协议尚未签署以及后续的政策变化情况。

存货是公司最重要的资产。截至2025年末，公司存货占总资产比重约64.76%，主要包括开发产品（凯旋府邸、润柏华庭、桃李春风、中医院北侧安置房项目等）、开发成本（庆夏庄、青年路北侧地块项目等）以及待开发土地。公司2025年通过招拍挂等方式购入土地共计6.65亿元，年末持有待开发土地共计35宗，均为出让性质。公司投资性房地产主要由房产与土地使用权两部分构成。房产主要为子公司万国实业自建的保障房项目；土地使用权主要涉及公司本部与孙公司恒力建设所持有的商服用地。公司投资性房地产以公允价值模式进行后续计量，跟踪期因部分自建房屋由存货转入投资性房地产，公司投资性房地产规模有所增加。

2025年末，应收账款主要系应收睢宁县自然资源和规划局土地收储款、以及睢宁县房屋征收办公室、睢宁县凌城镇财政所工程建设款项。其他应收款规模同比大幅下降，主要系公司与关联企业睢宁县润创产业投资有限公司之间的往来款项已结清所致；此外公司存在部分对民营企业的往来款项，部分已计提坏账准备，截至2025年末，其他应收款坏账准备1.14亿元，回收风险仍存，对公司营运资金形成较大占用。

受限资产方面，截至2025年末，公司货币资金受限规模2.61亿元（1.85亿元冻结的银行存款和0.76亿元票据保证金）、存货因抵押受限10.92亿元、在建工程抵押受限0.52亿元、固定资产抵押受限1.11亿

元、无形资产抵押受限0.13亿元、投资性房地产抵押受限6.17亿元，受限资产占总资产的比例为5.84%。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.41	1.47%	5.83	1.58%
应收账款	22.24	6.05%	8.45	2.29%
其他应收款	20.16	5.49%	35.53	9.64%
存货	237.95	64.76%	239.35	64.97%
<b>流动资产合计</b>	<b>302.22</b>	<b>82.25%</b>	<b>305.39</b>	<b>82.89%</b>
投资性房地产	40.42	11.00%	38.62	10.48%
固定资产	7.60	2.07%	6.33	1.72%
在建工程	4.11	1.12%	5.35	1.45%
<b>非流动资产合计</b>	<b>65.20</b>	<b>17.75%</b>	<b>63.05</b>	<b>17.11%</b>
<b>资产总计</b>	<b>367.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>368.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

截至2025年末，公司总债务规模为102.92亿元，仍以银行贷款及债券融资为主。公司非标融资规模有所增长，期末余额为6.15亿元，以商业保理为主。2025年9月，公司发行私募债“25博融01”，票面利率3.00%。2026年为公司近年来的偿债高峰期，债务压力较大。截至2026年3月末，公司1年内到期有息债务规模为40.06亿元，其中需偿付本金及到期债券合计20.13亿元，需持续关注相关债务的按期偿付及滚续安排。

公司其他应付款主要为应付区域内国企的往来款，2025年末账面价值大幅下降，主要系当年偿付较多应付睢宁县房屋征收办公室等国企与事业单位往来款所致。长期应付款中包含22.45亿专项应付款，主要系专项债资金。

**表13 公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本	融资余额	1年以内（含1年）
银行借款	2.50%-5.75%	66.76	15.57
债券融资	3.00%-6.50%	28.98	20.13
非标融资	--	6.15	4.36
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>101.89</b>	<b>40.06</b>

注：融资余额为2025年末数据，1年以内到期债务数据为2026年3月末数据；合计数与总债务差额为应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.28	4.34%	9.29	4.29%
应付票据	1.03	0.48%	1.93	0.89%

应付账款	6.17	2.88%	5.73	2.64%
合同负债	30.35	14.18%	38.97	17.99%
其他应付款	44.55	20.82%	41.77	19.29%
一年内到期的非流动负债	32.78	15.32%	15.09	6.97%
<b>流动负债合计</b>	<b>128.86</b>	<b>60.21%</b>	<b>115.99</b>	<b>53.56%</b>
长期借款	49.36	23.06%	48.99	22.62%
应付债券	8.76	4.09%	26.32	12.15%
长期应付款	24.16	11.29%	22.45	10.37%
<b>非流动负债合计</b>	<b>85.14</b>	<b>39.79%</b>	<b>100.57</b>	<b>46.44%</b>
<b>负债合计</b>	<b>214.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>216.56</b>	<b>100.00%</b>
总债务	102.92	48.09%	101.62	46.92%
其中：短期债务	43.09	41.86%	26.31	25.89%
长期债务	59.83	58.14%	75.31	74.11%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

2025年，公司财务杠杆水平总体保持稳定，但因债券面临集中兑付，短期债务规模有所上升，现金短期债务比进一步弱化。EBITDA利息保障倍数表现较弱且有所下滑，同期经营活动净现金流亦大幅下降。截至2026年3月末，公司银行授信总额为163.63亿元，未使用额度36.02亿元，仍有一定备用流动性。

整体来看，跟踪期内公司经营活动产生的现金流下降明显，主要偿债指标表现欠佳，结合2026年债券集中到期兑付的压力，公司仍面临较大的债务压力，需持续关注公司债务滚续安排及外部融资渠道的畅通情况。

**表15 公司偿债能力指标**

指标名称	2025年	2024年
资产负债率	58.24%	58.78%
现金短期债务比	0.09	0.20
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.69

资料来源：公司 2024-2025 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2023年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2026年6月3日）和重要子公司万国实业（查询日：2026年5月28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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2026年6月16日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

截至2025年末，公司对外担保余额共计40.23亿元，担保对象主要为区域国企，占2025年末净资产比为26.22%，规模较大，需关注后续的或有负债风险。其中有20.54万元对个人贷款的担保，主要系万国实业为个人购房按揭贷款提供担保形成。

## 七、 外部特殊支持分析

公司是睢宁县政府下属重要企业，睢宁县政府持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，睢宁县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与睢宁县政府的联系非常紧密。睢宁县国资中心间接持有公司100%股份，且没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；控股股东润企投资高管由睢宁县政府委派，公司重大投融资事项需报批睢宁县政府国有资产监督管理办公室等相关部门，睢宁县政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司基础设施建设和保障房业务来源于睢宁县政府及其相关单位，且粮食销售业务为涉及民生的公共产品业务。展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对睢宁县政府非常重要。公司定位为睢宁县城市基础设施建设和保障房建设的重要企业之一，同时承担睢宁县粮食购销的职能，在睢宁县公共服务供给方面的重要性非常高，且公司为公开发债主体，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

### 三峡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本期债券的安全性

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，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。经国家发展和改革委员会批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担保证责任。

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2025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%。根据三峡担保2025年审计报告，2026年3月25日，三峡担保与重庆兴农融资担保集团有限公司（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”）签订吸收合并协议。2026年3月26日，三峡担保发布《重庆三峡融资担保集团股份有限公司关于吸收合并重庆兴农融资担保集团有限公司和重庆进出口融资担保有限公司的公告》，三峡担保拟以向兴农担保和进出口担保股东发行股份的方式吸收合并兴农担保和进出口担保，以上变更事项完成后三峡担保将作为存续公司承

继和承接兴农担保和进出口担保的全部资产、负债、人员、业务及其他一切权力与义务，兴农担保、进出口担保的法人资格将被注销。2026年3月27日，以上吸收合并事项已获得重庆市国资委审批，尚未获得重庆市地方金融管理局审批，涉及的相关工商登记变更尚未完成。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，2025年公司主动调整业务结构，加大对重庆市内国有企业的支持力度，借款类担保业务规模快速增长，带动公司融资担保余额增长。截至2025年末，公司本部融资担保余额同比增长26.74%至986.44亿元，其中债券类担保余额为596.33亿元，同比增长13.34%；借款类融资担保余额为382.44亿元，同比增长55.36%；非融资性担保余额为74.95亿元，同比下降32.77%。得益于担保业务规模增长，2025年三峡担保实现担保业务收入12.08亿元，同比增长61.63%。2025年，三峡担保当期担保代偿额为2.89亿元，主要来自民营企业借款类担保业务；当期担保代偿率为0.59%，累计担保代偿率为1.20%，同比下降0.06个百分点。截至2025年末，三峡担保累计代偿回收率为40.23%，代偿回收率有待提升；拨备覆盖率为361.27%，拨备计提充分。

**表16 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2025	2024	2023
资产总额	128.67	129.22	130.60
货币资金	33.06	23.77	21.69
应收代偿款余额	12.44	24.33	21.40
应收代偿款减值准备	10.70	17.59	12.09
所有者权益合计	92.97	93.60	91.87
营业收入	15.20	15.91	17.43
已赚担保费	10.20	11.68	12.74
净利润	4.92	4.73	4.71
净资产收益率	5.27%	5.10%	5.52%
*融资担保余额	986.44	778.30	827.23
*借款类担保余额	382.44	246.17	185.89
*债券类担保余额	596.33	526.13	637.66
*其他融资担保	7.67	5.99	3.68
*非融资性担保余额	74.95	111.48	114.45
*融资担保责任余额	765.69	667.53	704.33
*融资担保责任余额放大倍数(X)	8.45	7.64	8.56
*累计担保代偿率	1.20%	1.26%	1.29%
*累计代偿回收率	40.23%	40.95%	42.23%
*拨备覆盖率	361.27%	323.94%	353.86%

注：\*指标为三峡担保母公司口径。

资料来源：三峡担保 2023-2025 年审计报告及三峡担保提供的其他材料，中证鹏元整理

截至 2025 年末，三峡担保的资产总额为 128.67 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 33.06 亿元、66.13 亿元、11.92 亿元和 1.75 亿元；三峡担保的金融投资主要为债券

投资和交易性金融资产，其中债券投资涉及的债券主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，期末债券投资和交易性金融资产的账面价值分别为 52.27 亿元和 11.54 亿元；应收代偿款余额为 12.44 亿元，同比减少 11.88 亿元，一方面是由于子公司重庆市教育融资担保有限公司、重庆渝台融资担保有限公司不再纳入三峡担保合并报表范围内，另一方面是历史存量多笔应收代偿款收回。截至 2025 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 53.80%、38.98% 和 6.08%，满足监管部门相应要求。截至 2025 年末，三峡担保的负债总额为 35.70 亿元，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 92.97 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 16.41 亿元，整体看资本实力强。2025 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.45，处于较高水平，面临一定的资本补充压力。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。2025 年担保业务规模有所增长，但受当年提取未到期责任准备金规模增加、担保费率水平有所下降影响，当年三峡担保实现营业收入 15.20 亿元，同比下降 4.47%，其中已赚担保费 10.20 亿元；当年实现净利润 4.92 亿元，同比增长 4.02%，净资产收益率为 5.27%，同比上升 0.17 个百分点。

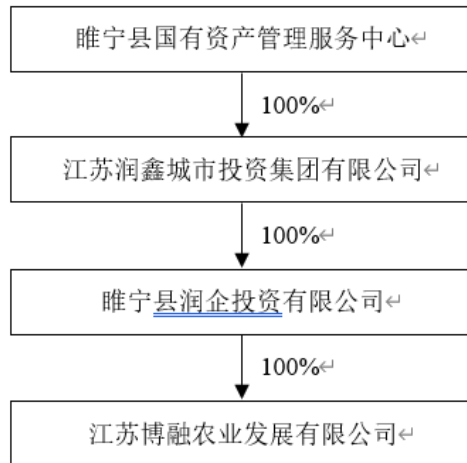
综上，三峡担保是重庆市重要的融资担保机构之一，在支持重庆实体经济发展、降低企业融资成本方面具有较高重要性，在资源协调、资金注入、业务协同等方面获得重庆市政府的大力支持；担保业务规模有所增长，未来可获得稳定的担保费收入；资本实力强。同时中证鹏元也关注到，三峡担保融资担保放大倍数较高，未来面临一定的资本补充压力；代偿回收率有待提升。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 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）	2025年	2024年	2023年
货币资金	5.41	5.83	14.12
存货	237.95	239.35	247.49
流动资产合计	302.22	305.39	353.10
投资性房地产	40.42	38.62	19.12
非流动资产合计	65.20	63.05	47.84
资产总计	367.42	368.43	400.94
短期借款	9.28	9.29	9.86
合同负债	30.35	38.97	48.30
其他应付款	44.55	41.77	50.35
一年内到期的非流动负债	32.78	15.09	19.38
流动负债合计	128.86	115.99	145.63
长期借款	49.36	48.99	72.86
应付债券	8.76	26.32	25.34
长期应付款	24.16	22.45	23.33
非流动负债合计	85.14	100.57	123.52
负债合计	214.00	216.56	269.15
所有者权益	153.42	151.87	131.79
营业收入	18.43	19.27	18.43
营业利润	1.56	1.20	1.29
其他收益	2.40	1.60	3.00
利润总额	1.45	1.78	1.27
经营活动产生的现金流量净额	0.30	33.19	0.74
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-0.20	-1.41
筹资活动产生的现金流量净额	-0.32	-41.08	-0.08
财务指标	2025年	2024年	2023年
销售毛利率	7.40%	7.05%	13.51%
资产负债率	58.24%	58.78%	67.13%
短期债务/总债务	41.86%	25.89%	24.92%
现金短期债务比	0.09	0.20	0.44
EBITDA（亿元）	2.00	2.71	3.18
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.69	0.52

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 5 月末）



资料来源：公开资料

## 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
<b>主体信用等级</b>	<b>AAA</b>

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
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	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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