



2023年郓城县水浒城市建设投资有限公司 小微企业增信集合债券信用评级报告

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2023年郓城县水浒城市建设投资有限公司小微企业增信集合债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-7-14

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到郓城县水浒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是郓城县主要的基础设施和安置房投融资及建设主体，在建和拟建项目储备充足，业务具有一定持续性。此外，当地政府给予公司较大力度的外部支持，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。同时中证鹏元也关注到，近年持续的项目建设投入沉淀较大规模资金，公司资产流动性较弱，未来资本开支和债务偿还资金需求较高，仍需通过再融资平衡资金缺口，公司房屋销售业务盈利存在一定不确定性；此外，公司对外提供担保存在一定或有负债风险。

债券概况

发行规模：不超过 5.00 亿元

发行期限：不超过 5 年（3+2），存续期内第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本

发行目的：以委托贷款形式投放于中国农业银行股份有限公司菏泽分行推荐并经公司确认的小微企业（郓城县辖区内或经郓城县人民政府同意的其他区域的小微企业），以及补充营运资金

增信方式：中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

联系方式

项目负责人：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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，公司在建和拟建工程项目投资规模较大，业务具有一定持续性，且有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	152.51	138.27	130.59
所有者权益	77.29	65.26	61.60
总债务	67.79	65.17	57.02
资产负债率	49.32%	52.80%	52.83%
现金短期债务比	0.23	0.48	0.53
营业收入	7.95	7.21	6.89
其他收益	2.65	2.21	1.85
利润总额	1.75	1.63	2.06
销售毛利率	11.66%	11.23%	10.88%
EBITDA	4.24	3.05	2.70
EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.72	0.99
经营活动现金流净额	-0.74	-3.54	-11.64

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司在建和拟建的代建项目规模较大，工程代建业务收入来源较有保障。**公司是郓城县主要的基础设施和保障房投融资及建设主体，工程代建收入持续增长；截至 2022 年末，公司在建和拟建的代建项目规模较大，工程代建业务具有一定持续性，收入来源较有保障。
- **当地政府在资产注入、财政补贴等方面给予公司较大力度支持。**自成立以来，当地政府向公司无偿划拨大量土地及房产，划拨资产账面价值合计约 48.40 亿元，有效提升了公司的资本实力；同时，公司 2020-2022 年分别获得政府补贴 1.85 亿元、2.21 亿元和 2.65 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，中合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的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产以存货、应收账款及其他应收款和投资性房地产为主，资产流动性较弱。**2022 年末公司资产以存货、应收账款和其他应收款及投资性房地产为主，公司存货主要为郓城县基础设施建设和棚户区改造项目支出，项目投入规模较大，但项目结算及回款时间存在一定不确定性；公司应收款项规模较大，受政府资金调配影响，未来回收时间较为不确定，对营运资金形成较大占用；投资性房地产由土地使用权和房屋建筑物构成，可实现一定租赁收入但规模很小。
- **公司经营活动现金流持续净流出，叠加项目建设资本开支需求，仍需通过外部再融资平衡资金缺口。**公司近年经营活动现金流持续净流出，截至 2022 年末，主要在建和拟建项目尚需投资 35.33 亿元，公司面临较大资金压力。
- **公司新增房屋销售业务，业务盈利能力仍需关注。**2022 年公司新增房屋销售业务，当年房屋销售价格不及预期，销售收入难以覆盖成本，房屋销售业务略有亏损，未来仍需关注业务盈利能力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保规模较大，被担保方为郓城县国有企业和事业单位，对外担保均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
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					2

主体信用等级
AA
个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是郓城县主要的基础设施和保障房投融资及建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，郓城县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与郓城县政府的联系非常紧密以及对郓城县政府非常重要。同时，中证鹏元认为郓城县政府提供支持的能力较强。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/16 郓城债	2022-6-29	马琳丽、郑丽芬	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/16 郓城债	2016-11-9	胡长森、王贞姬	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司前身为郓城县水浒城市建设投资开发有限公司，由郓城县人民政府于2012年8月委托郓城县国有资产运营中心（以下简称“郓城国资中心”）出资设立，初始注册资本6,000.00万元。2012年11月，公司名称变更为郓城县水浒城市建设置业有限公司。2015-2016年，郓城国资中心对公司增资9,100.00万元，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别向公司注资5.82亿元和3.40亿元；2018-2021年，郓城县财政局按照公司与国开基金签订的《投资合同》合计收购其持有的公司股权1.50亿元，郓城县人民政府按照公司与农发基金签订的《中国农发重点建设基金投资协议》合计收购其持有的公司股权1.38亿元，收购股权均由郓城国资中心持有。

2021年8月，郓城县人民政府按照《关于县财政局所属及相关事业单位改革有关事项的通知》（郓编办发【2021】29号）撤销郓城国资中心，相关职能转移至郓城县财政局（挂郓城县人民政府国有资产监督管理委员会牌子），公司控股股东、实际控制人变更为郓城县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“郓城县国资委”）；同年郓城县国资委对公司增资3.60亿元。

2022年2月，公司名称变更为现用名；同年，因郓城县财政局对公司增资，公司实收资本增加4.33亿元¹，变更为18.66亿元，公司注册资本增加5.50亿元，变更为15.23亿元²。2023年，郓城县财政局同意对公司增资0.80亿元，公司实收资本变更为19.46亿元³；同年，郓城县财政局按照公司与国开基金签订的《投资合同》收购国开基金持有的公司股权0.33亿元，按照公司与农发基金签订的《中国农发重点建设基金投资协议》收购农发基金持有的公司股权0.14亿元，收购股权由郓城县国资局持有。

截至2023年4月末，公司注册资本为15.23亿元，实收资本为19.46亿元，控股股东为郓城县国资局，持股比例73.05%，国开基金持股19.68%，农发基金持股7.27%，实际控制人为郓城县人民政府，股权结构图见附录二。

公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市基础设施建设和安置房建设等，截至2022年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共6家，详情见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2023年郓城县水浒城市建设投资有限公司小微企业增信集合债券；

¹ 2021年末公司实收资本为14.33亿元，但注册资本为9.73亿元，工商信息未及时变更。

² 2022年末公司实收资本为18.66亿元，但注册资本为15.23亿元，工商信息未及时变更。

³ 工商信息未及时变更。

发行规模：不超过人民币5.00亿元；

债券期限：不超过5年（3+2），在存续期内第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

债券利率：通过簿记建档发行，以市场化方式确定发行利率；

还本付息方式：采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金为不超过人民币5.00亿元，其中3.00亿元用于以委托贷款形式投放于中国农业银行股份有限公司菏泽分行推荐并经公司确认的，郓城县辖区内的或经郓城县人民政府同意的其他区域的小微企业，2.00亿元用于补充营运资金。具体明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	募集资金使用规模	占募集资金总额的比例
以委托贷款形式投放于中国农业银行股份有限公司菏泽分行推荐并经公司确认的，郓城县辖区内的或经郓城县人民政府同意的其他区域的小微企业	30,000.00	60.00%
补充营运资金	20,000.00	40.00%
合计	50,000.00	100.00%

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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财

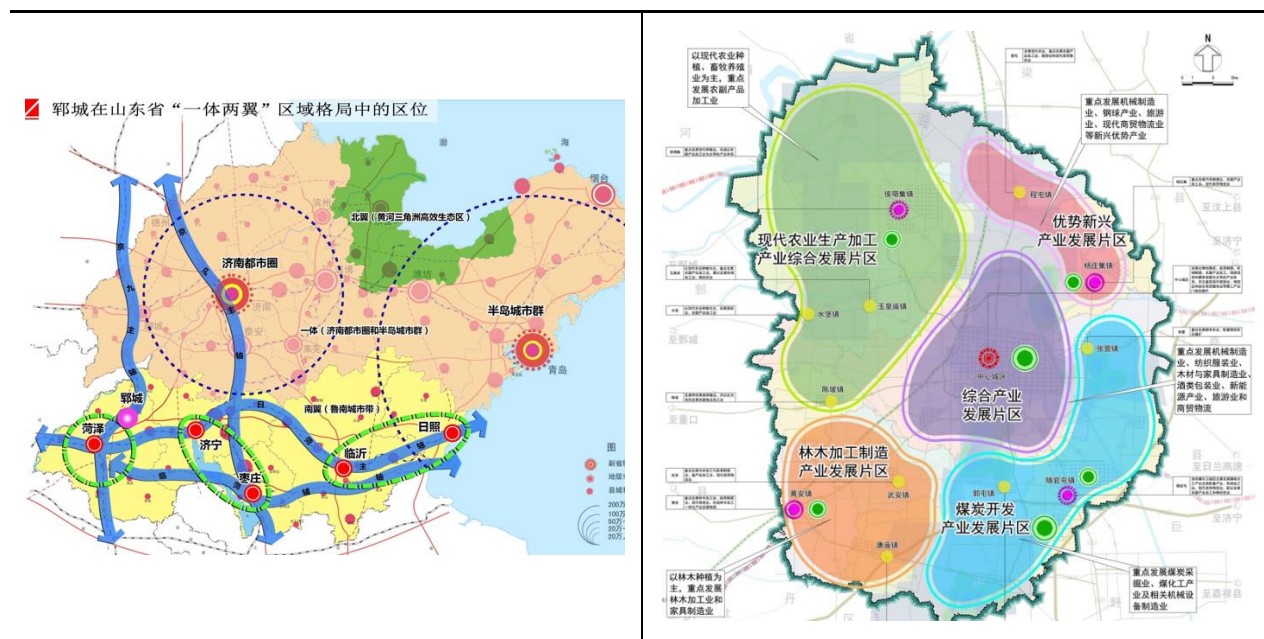
政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

郓城县为菏泽市下辖县，为山东省旅游强县，县内煤矿资源丰富，产业发展基础较好，近年 GDP 及一般公共预算收入居菏泽市下辖区县前列，但经济发展水平仍较低，地方政府债务增长较快

区位特征：郓城县为菏泽市下辖县，是山东省首批旅游强县，县内煤矿资源丰富。郓城县隶属山东省菏泽市，位于山东省西南部、菏泽市东北部，全县辖 16 个镇、2 个乡、4 个街道、1 个省级经济开发区，总面积 1,643 平方公里。根据第七次全国人口普查公报，截至 2020 年 11 月 1 日零时，郓城县常住人口为 112.09 万人，较 2010 年增加 8.02 万人，人口增量在菏泽市 9 个区县中居第 2 位。郓城县文化底蕴深厚，是水浒故事的发祥地，被誉为“中国好汉之乡”，也是山东省首批旅游强县，2021 年 12 月被授予“第一批省级文化和旅游消费试点县（市、区）”称号。郓城县矿产资源丰富，现已发现煤、煤层气、石油、天然气、地热等 10 余种能源矿产，郓城煤田为巨野煤田的重要组成部分，探明地质储量 30.81 亿吨，可采储量 8.37 亿吨。

图 1 郓城县区位图及产业布局规划图



资料来源：山东省郓城县城市总体规划（2012—2030）

经济发展水平：近年鄆城县经济总量稳居菏泽市第 2 位，经济总量保持增长，但人均 GDP 水平较低。近三年鄆城县地区生产总值保持增长，规模稳居菏泽市下辖区县第 2 位，2022 年鄆城县地区产值为 514.5 亿元，同比增长 2.5%，其中第一产业增长 4.7%，第二产业增长 2.7%，第三产业增长 3.3%。三次产业结构由 2021 年的 10.6:48.4:41.0 调整为 2022 年的 11.4:46.9:41.7，第三产业占比小幅提升，第二产业仍占主导地位。按常住人口计算，2022 年鄆城县人均 GDP 为 45,903 元，为全国人均 GDP 的 53.56%，人均产值较 2021 年有所增长但仍处于较低水平。

近年鄆城县固定资产投资持续增加，是区域经济增长的主要动力。2022 年固定资产投资增速为 16.4%，其中，一产投资下降 41.8%，二产投资下降 12.6%，三产投资增长 33.4%。2022 年社会消费品零售总额为 177.3 亿元，同比增长 0.2%，较 2021 年小幅回升，消费市场有所恢复。

表2 2022 年菏泽市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
曹县	546.30	3.0%	39,465	26.06	48.08
鄆城县	514.50	2.5%	45,903	37.30	18.90
东明县	506.02	2.0%	66,498	29.60	38.80
单县	433.34	6.2%	42,213	25.52	31.74
牡丹区	432.40	4.3%	39,355	27.71	40.59
巨野县	424.85	5.7%	45,983	33.57	21.49
鄆城县	295.00	4.5%	39,440	15.89	11.32
定陶区	271.51	5.7%	50,278	16.62	47.41
成武县	197.33	6.3%	33,156	15.31	39.58

注：2022 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算；标“-”表示数据未公告。

资料来源：各区县政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 鄆城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	514.5	2.5%	498.6	7.9%	436.5	1.1%
固定资产投资	152.0	16.4%	130.3	21.3%	-	8.0%
社会消费品零售总额	177.3	0.2%	177.0	16.1%	152.5	-0.1%
进出口总额	-	-	13.0	55.84%	8.4	42.4%
人均 GDP（元）	45,903		44,400		38,944	
人均 GDP/全国人均 GDP	53.56%		54.93%		53.75%	

注：2021 年鄆城县人均 GDP 取自统计公报，2020 年及 2022 年鄆城县人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：鄆城县政府网站、鄆城县 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报等，中证鹏元整理

产业情况：鄆城县以能源化工、纺织服装、酒类包装等行业为优势产业，产业发展基础较好。鄆城县传统优势产业有能源化工、纺织服装、酒类包装、机电设备制造、木制品和食品加工等，其中能源化工企业主要集中在鄆城县煤化工工业园区，代表企业山东洪达化工有限公司；鄆城县为“中国棉纺织名城”和“棉纺织产业集群创新发展示范地区”，代表企业山东华灵集团有限公司；鄆城县拥有“中国

酒类包装之都”的称号，其酒类包装产业现已形成酒瓶生产、瓶盖加工、酒类标签、烤花喷涂等多个门类，酒瓶产量在山东省排名第一，代表企业山东烟郓包装科技股份有限公司；郓城县在黄安镇设立了木制品产业园区，产品涵盖单板、多层板、细木工板、科技木、刨花板、密度板、家具等七大系列，代表企业山东旺家实业发展集团股份有限公司。从发展规划上看，近年来郓城县积极培育战略新兴产业集群，大力发展新能源、新材料和生物医药产业，着力打造大唐新能源、旭阳高端化工和生物医药 3 个百亿级产业园，加快推进动能转换，推动产业发展提质增效。2022 年，郓城县规模以上工业企业实现总产值 684.7 亿元，同比增长 8.1%；规模以上工业增加值可比增长 6.2%，对当地经济发展形成有力支撑。

发展规划及机遇：2020 年 5 月，郓城县入选县城新型城镇化建设示范名单，《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》文件指示，要在财政资金支持、吸引社会资本投入以及加强建设用地支撑等方面来保障项目实施。鲁南经济圈是山东省三大经济圈之一，由临沂市、济宁市、菏泽市和枣庄市 4 市构成，2021 年 7 月发布的《鲁南经济圈“十四五”一体化发展规划》提出，要促进 4 市中心城区高效联动，辐射带动郓城县等县（市、区），引导产业和人口集聚，推动区域一体化发展；支持郓城县等县撤县设区，支持郓城县、巨野县联合打造国家级循环经济产业园；加快郓城县至巨野县铁路等货运、疏港铁路建设，畅通鲁南经济圈公路交通网；建设郓城县等县（市、区）等一批二级旅游集散中心。

财政及债务水平：近年郓城县一般公共预算收入稳居菏泽市下辖区县首位，财政收入质量较好，但财政自给能力一般，地方政府债务增长较快。近三年郓城县一般公共预算收入稳定增长，且税收收入占比均在 70%以上，财政收入质量较好，其中，2022 年一般公共预算收入为 37.30 亿元，同比增长 6.3%；政府性基金收入存在波动且规模一般，2022 年政府性基金收入 18.90 亿元，较 2021 年有所下降。近三年郓城县财政自给率均在 50%-60%之间，财政自给能力一般。区域债务方面，2022 年郓城县政府债务余额增加较多，主要系新增的专项债务，用于重点支持园区基础设施等项目建设；截至 2022 年末，郓城县地方政府债务余额为 97.60 亿元，较 2020 年末增长 58.49%。

表4 郓城县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	37.30	35.07	33.00
税收收入占比	73.19%	77.07%	77.40%
财政自给率	52.98%	55.19%	50.59%
政府性基金收入	18.90	26.26	30.61
地方政府债务余额	97.60	78.35	61.58

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：郓城县政府网站、2020-2021 年郓城县财政预算决算报告等，中证鹏元整理

投融资平台：目前，郓城县仅有郓城县水浒城市建设投资有限公司一家发债的投融资平台，该公司控股股东为郓城县国资局，实际控制人为郓城县人民政府，主要负责旧城改造、新农村建设、保障性住房建设等业务。

五、经营与竞争

公司是郓城县主要的基础设施建设和国有资产运营主体，以工程代建为主营业务，项目储备充足，业务具有一定持续性；公司积极拓展房屋销售和房屋租赁业务，但房屋销售业务盈利能力欠佳，房屋租赁业务收入相对稳定但占营业收入比例小

公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，主要从事工程代建、房屋销售和房屋租赁等业务。2020-2022年，公司营业收入分别为6.89亿元、7.21亿元和7.95亿元，毛利率分别为10.88%、11.23%和11.66%，近三年营业收入稳步增长，毛利率水平略有提升。工程代建业务是公司支柱业务，是公司营业收入和毛利润最重要来源。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	66,724.55	83.97%	13.37%	72,054.29	99.97%	11.20%	68,913.38	99.97%	10.85%
房屋销售业务	11,752.28	14.79%	-5.44%	-	-	-	-	-	-
房屋租赁业务	985.17	1.24%	100.00%	20.48	0.03%	100.00%	19.05	0.03%	100.00%
合计	79,462.00	100.00%	11.66%	72,074.77	100.00%	11.23%	68,932.43	100.00%	10.88%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程代建和自建

公司工程代建业务项目储备充足，但预计投资规模较大，面临较大的资金支出压力；同时，公司自建项目拟在完工后通过出租、售电、售水等方式获得收益，盈利情况有待观察

公司承担郓城县基础设施、安置房和城区土地开发整理等工程代建项目。对于工程代建业务，公司就代建项目与委托方签订委托代建协议，委托方包括郓城县政府、郓城县郓州城市建设发展有限公司（以下简称“郓州城投”）和郓城县城市建设发展集团有限公司（原名郓城县城市建设投资开发有限公司，以下简称“郓城建投”）；公司自筹资金进行项目建设，并将竣工验收的项目交付至委托方。委托方在合同内约定时间节点审计成本，并按照审核后成本加成一定比例代建管理费与公司结算，加成比例 5.00%-18.00%不等；公司根据结算金额确认工程代建收入并结转相关成本。委托方依据合同约定和自身财力情况拨付款项至公司。

2020-2022年，公司工程代建收入分别为6.89亿元、7.21亿元和6.67亿元，毛利率分别为10.85%、11.20%和13.37%。2022年，受施工进度放缓影响，公司工程代建业务收入较2021年有所降低；业务毛利率略有增加，主要系收入占比较高的郓州大道二期项目约定代建管理费加成比例为18%。2020-2022年，公司工程代建业务回款金额分别为1.71亿元、3.34亿元和2.25亿元，分别占相应年度收入的24.82%、46.32%和33.73%，回款相对滞后。

表6 近年公司工程代建收入明细情况（单位：万元）

报告期	项目名称	项目成本	项目收入
2022 年度	八里河棚户区改造项目	767.03	804.26
	郓州大道一期项目	7,035.51	7,377.04
	农村路网改造项目	608.40	637.93
	郓州大道二期项目	45,227.38	53,131.20
	北关片区一期棚改项目	855.44	980.02
	郓城一中新校区建设项目	1,521.27	1,742.82
	城区交通枢纽工程项目	594.01	680.51
	北沙河湿地项目	85.17	97.57
	中医院改造项目	248.80	285.03
	大班额项目	862.55	988.17
合计		57,805.56	66,724.55
2021 年度	八里河一期项目	819.64	859.43
	郓州大道一期项目	10,864.55	11,391.96
	农村路网项目	635.13	665.96
	土地增减挂钩项目	465.48	488.08
	北关片区一期项目	842.82	965.56
	郓城一中新校区建设项目	1,449.82	1,660.96
	城区交通枢纽工程项目	1,227.03	1,405.72
	北沙河湿地项目	10,535.68	12,070.00
	中医院改造项目	11,831.91	13,555.00
	大班额项目	25,277.12	28,958.26
2020 年度	城市集中供气项目	34.16	33.36
	合计	63,983.34	72,054.29
2020 年度	八里河一期项目	3,880.59	4,058.60
	郓州大道一期项目	5,870.79	6,140.09
	北关片区一期项目	1,002.04	1,139.93
	郓城一中新校区建设项目	1,799.99	2,047.70
	城区交通枢纽工程项目	47,479.43	54,013.29
	城市集中供气项目	1,401.62	1,513.76
合计		61,434.46	68,913.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建代建项目有郓州大道片区二期棚改项目、北关片区二期棚改项目、八里河片区二期棚改项目、和郓城县高标准农田工程建设项目等。公司主要在建自建项目有县医院新区医疗中心和新动能产业园，其中，县医院新区医疗中心拟通过出租获取收益；新动能产业园拟进行招商引资，通过出租获取收益。公司主要在建项目预计总投资61.31亿元，累计总投资44.79亿元，尚需投资16.52亿元。

表7 截至 2022 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	项目类型
郓州大道片区二期棚改项目	71,040.00	74,587.90	代建
北关片区二期棚改项目	55,873.04	43,424.39	
八里河片区二期棚改项目	155,312.37	121,238.03	
郓城县高标准农田工程建设项目	126,300.00	70,943.07	自建
县医院新区医疗中心	126,574.00	68,457.39	
新动能产业园	78,000.00	69,210.58	
合计	613,099.41	447,861.36	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要拟建项目含自建项目3个，代建项目1个，预计总投资18.81亿元，建设时间均在2023-2025期间。其中，郓城县整县分布式光伏发电建设项目拟通过售电盈利；郓城县城乡供水一体化提升改造工程项目拟通过售水盈利；郓城黄河河道采砂实施项目拟通过自行开采并出售黄砂盈利。

表8 截至 2022 年 12 月 31 日公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	计划总投资额	项目类型
郓城县整县分布式光伏发电建设项目	2023-2024	16,000.00	自建
郓城县城乡供水一体化提升改造工程项目	2023-2024	88,100.00	自建
郓城黄河河道采砂实施项目	2023	10,060.99	自建
南城名苑项目	2023-2025	73,930.00	代建
合计	-	188,090.99	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综合来看，公司主要在建和拟建项目预计总投资80.12亿元，尚需投资35.33亿元，公司面临较大资金压力。

（二）其他业务

2022年公司新增房屋销售业务，其收入对公司营业收入形成一定补充，但当年存在亏损，未来仍需关注业务盈利能力和稳定性；房屋租赁收入2022年实现大幅增长，收入具有一定持续性但规模较小

公司房屋销售业务主要涉及安置房项目。对于房屋销售业务，公司根据整体规划，自筹资金获取土地，并进行项目方案设计和施工建设；在项目达到销售条件后，公司与安置户签订购房合同、收取安置房款，并结转相关成本、确认房屋销售收入。2022年，公司房屋销售收入为1.18亿元，收入来自于南湖名门项目，南湖名门项目即“16郓城债”募投项目郓州大道（南）片区棚户区改造项目，目前项目已完工在售；毛利率为-5.44%，主要系2022年度房地产市场震荡，房屋销售单价未达预期，但业务开发成本较高，致使业务出现亏损。公司房屋销售业务目前在售项目仅有南湖名门项目，暂无其他项目储备，未来仍需关注业务盈利能力和稳定性。

公司房屋租赁业务主要涉及林地、房产租赁。2020-2022年，公司房屋租赁收入分别为19.05万元、

20.48万元和985.17万元。2022年公司房屋租赁业务收入较2021年大幅增加但占公司营业收入比例小，收入增幅来自出租投资性房地产的7处林场、5处房产给郓城县城投资资产管理有限公司获取租赁收入，租期2022年1月1日至2024年12月31日，年租金1,000.00万元（含税）。

公司获得较大力度外部支持

公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，在资产注入、政府补贴等方面获得较大力度的外部支持。

资产注入方面，自成立以来公司获得当地政府无偿划转的资产规模较大，其中房产、土地等资产账面价值合计约48.40亿元。

政府补助方面，2020-2022年公司分别获得财政补贴1.85亿元、2.21亿元和2.65亿元，有效提升了公司的利润水平。

表9 公司主要资产划入情况（单位：万元）

时间	划转内容	金额
2012 年	根据郓政发【2012】89 号文件，将国有土地无偿划给公司	175,954.09
2013 年	根据郓政发【2013】96 号文件，将国有土地无偿划给公司	91,372.10
2014 年	根据郓政发【2014】96 号文件，将国有房产及土地无偿划给公司	70,397.58
2019 年	根据郓国资【2019】17 号文件，部分拨款转为对公司的投资	32,030.44
2022 年	根据郓城县人民政府相关文件，将郓城县高标准农田项目无偿划拨给公司	7,0943.07
	根据郓城县财政局相关文件，对公司增资 4.33 亿元。	43,300.00
合计		483,997.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2020年，公司合并范围减少子公司1家，根据2019年郓城国资办出具的《关于明确郓城县种子子公司相关资产管理的通知》，郓城县种子子公司由郓城国资办直接管理，公司只履行出资义务，2019年度公司合并范围仅包括种子子公司利润表及现金流量表，2020年度不再合并郓城县种子子公司；2021年，公司合并范围内新增子公司1家；2022年，公司合并范围内新增子公司3家。截至2022年末，公司合并报表范围的子公司共6家。

表10 近年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

变动期间	公司名称	变动原因	注册资本	持股比例
2020 年度	郓城县种子子公司	-	0.30	100.00%

2021 年度	郓城县健和实业有限责任公司	同一控制企业合并	1.00	100.00%
	郓城县华顺建设开发有限公司	新设	3.00	100.00%
2022 年度	郓城县郓建城市开发建设有限公司	新设	1.00	100.00%
	山东郓州矿业投资有限公司	新设	1.00	100.00%

注：郓城县健和实业有限责任公司、山东郓州矿业投资有限公司截止 2022 年 12 月 31 日本公司尚未实际出资，其亦尚未实际运营及发生业务。

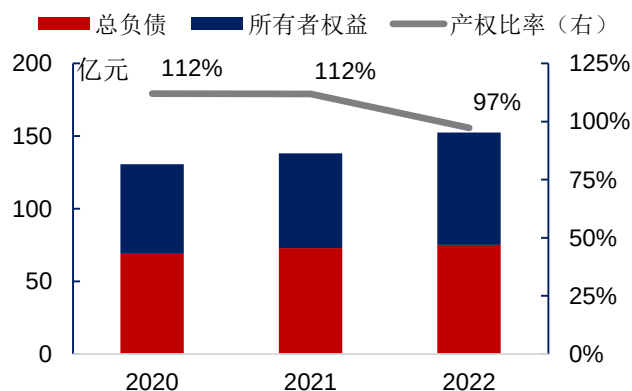
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

公司资产规模持续增长，资本实力不断增强，增量资产更多来自债务融资及政府划拨；存量资产以存货、应收账款及其他应收款、投资性房地产等为主，工程施工投入资金沉淀较重，应收款项回收时间较为不确定，投资性房地产收益性较差，资产流动性较弱

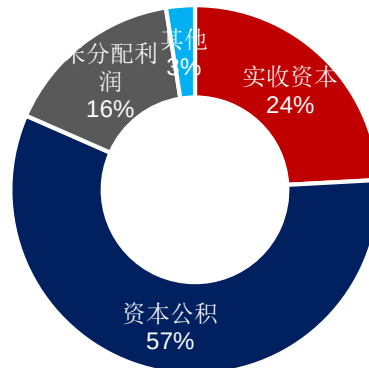
2020-2022 年，公司所有者权益和债务融资规模均保持增长。2020-2021 年，公司财务杠杆水平总体维持稳定，2022 年因受到政府资产划转力度较大，公司所有者权益增幅超过同期债务融资扩张规模，公司产权比率由 112% 下降至 97%，公司所有者权益对负债偿还有一定保障。2022 年末，公司所有者权益主要来自政府资产注入形成的资本公积，同时实收资本也占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以存货、应收账款及其他应收款和投资性房地产为主。近三年公司存货持续增加，截至 2022 年末存货余额为 60.06 亿元；其中，工程施工 39.19 亿元，主要为郓城县基础设施建设和棚户区改造项目支出，包括八里河片区二期棚改项目、郓城县高标准农田工程建设项目、县医院新区医疗中心等；待开发土地 13.34 亿元，其中有 6 宗土地共计 8.98 亿元尚未办妥产权证；开发产品 7.52 亿元，主要系南湖名门项目建设投入。随着项目投入和购置土地持续推进，公司存货规模预计继续增加，形成较重资金沉淀。

公司应收账款主要为应收郓城建投、郓城县财政局和郓州城投工程款项，因工程款项回款滞后，近三年应收账款逐年增加，截至 2022 年末，公司应收账款余额为 22.49 亿元，账龄均在 5 年内；其他应收款

主要为与郓城县财政局和国有企业的资金往来款，截至2022年末，公司其他应收款余额为20.45亿元，账龄大都在5年内；总体来看，公司应收款项规模较大，回收风险可控，但受政府资金调配影响，未来回收时间较为不确定，对营运资金形成较大占用。

公司投资性房地产由土地使用权和房屋建筑物构成，采用公允价值模式计量，近三年公允价值较为稳定，截至2022年末，公司投资性房地产账面价值为33.49亿元，其中土地使用权28.70亿元，包括7宗林地，其余均为住宅、商住用地；房屋建筑物4.79亿元，主要系公司自有的安置房和廉租房；因林地出租收益率较低，将其账面价值14.99亿元从有效净资产中扣除。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.20	2.10%	5.09	3.68%	6.02	4.61%
应收账款	22.49	14.74%	18.28	13.22%	14.39	11.02%
其他应收款	20.45	13.41%	16.87	12.20%	23.65	18.11%
存货	60.06	39.38%	52.30	37.82%	42.04	32.19%
流动资产合计	110.67	72.56%	96.99	70.15%	90.36	69.19%
投资性房地产	33.49	21.96%	33.35	24.12%	33.27	25.48%
非流动资产合计	41.85	27.44%	41.28	29.85%	40.23	30.81%
资产总计	152.51	100.00%	138.27	100.00%	130.59	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司受限资产共计14.69亿元，占总资产的比例为9.63%；受限资产主要为投资性房地产。

表12 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

资产类别	账面价值	受限原因
货币资金	1.46	定期存单借款质押、银行承兑汇票保证金
存货	1.54	借款抵押
投资性房地产	11.60	借款抵押
无形资产	0.09	借款抵押
合计	14.69	--

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入保持稳定增长，毛利率较为稳定，政府补助对公司利润形成有力支撑

2020-2022年，公司营业收入逐年增长，毛利率相对稳定。其中，工程代建收入是营业收入和毛利最主要来源，房屋出售和租赁业务对公司营业收入形成一定补充。目前公司在建及拟建的代建项目投资规模较大，未来工程代建业务收入来源较有保障，但仍需关注工程代建业务的回款情况。2022年，公

司新增房屋销售业务，但当年业务略有亏损，未来仍需关注房屋销售业务盈利能力；公司房屋租赁业务收入实现大幅增长，收入具有一定稳定性但占规模较小。

此外，2020-2022年，公司分别获得政府补助1.85亿元、2.21亿元和2.65亿元，政府补助对公司利润形成有力支撑。

表13 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	7.95	7.21	6.89
营业利润	1.77	1.62	1.94
其他收益	2.65	2.21	1.85
利润总额	1.75	1.63	2.06
销售毛利率	11.66%	11.23%	10.88%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模持续上升，现金短期债务比大幅降低，现金类资产对短期债务保障力度不佳，叠加工程建设资本支出和存量债务本息偿还，公司面临较大的资本支出和偿债压力

因项目建设投入，公司近年对外融资规模有所增长，2022年末总债务为67.79亿元，较2020年末增长18.89%，占负债总额的比例增加至90.13%。公司债务类型主要为银行借款、债券融资和融资租赁等。其中，银行借款绝大部分设有抵质押、担保等措施，授信方主要有国家开发银行、农业发展银行、光大银行等，融资成本在4.90%-6.50%之间；债券发行主体均为公司本部，大部分为无担保发行，融资成本在4.54%-7.00%之间；融资租赁主要来自通用环球国际融资租赁（天津）有限公司、国泰租赁有限公司等，融资成本在4.65%-8.81%之间。

此外，公司应付票据为银行承兑汇票。其他应付款主要是公司与郓城县城区建筑工程公司、山东省郓城第一中学、山东悦华置业有限公司郓城分公司等的往来款、借款、保证金等；2021年末，其他应付款同比增加123.51%，主要系当年新增郓城县房产服务中心和郓城县城区建筑工程公司的往来款，2022年末其他应付款略有减少。长期应付款包括融资租赁款项和专项应付款等，2021年末长期应付款同比减少32.19%，主要系偿还部分融资租赁款和专项应付款，2022年末长期应付款同比增加24.84%，主要系新增应付郓城县人民医院、郓城县中医医院、郓城县文化旅游发展有限公司等款项。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.96	2.60%	1.70	2.33%	1.60	2.32%
其他应付款（合计）	6.36	8.46%	6.40	8.77%	2.87	4.15%
一年内到期的非流动负债	11.67	15.51%	8.39	11.49%	8.69	12.60%

流动负债合计	20.44	27.17%	18.11	24.80%	15.49	22.46%
长期借款	13.38	17.79%	15.80	21.64%	12.47	18.08%
应付债券	19.83	26.37%	21.72	29.75%	15.70	22.76%
长期应付款（合计）	20.95	27.86%	16.78	22.99%	24.75	35.87%
非流动负债合计	54.78	72.83%	54.90	75.20%	53.50	77.54%
负债合计	75.22	100.00%	73.01	100.00%	68.99	100.00%
总债务	67.79	90.13%	65.17	89.26%	57.02	82.64%
其中：短期债务	13.62	18.11%	10.59	14.50%	11.29	16.37%
长期债务	54.17	72.01%	54.58	74.76%	45.72	66.27%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司资产负债率为49.32%，较2020年末有所下降；但现金短期债务比为0.23，较2020年末大幅下降，公司资产对即期债务偿付保障力度不佳。近年公司债务规模攀升使得利息支出有所增加，公司EBITDA对债务利息支出覆盖能力相对较弱。

公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖高额项目建设支出，且项目建设和回收周期较长，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升，公司仍需进行外部再融资。公司已与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末，银行授信总额达60.46亿元，暂未使用授信额度为10.27亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年	2020 年
资产负债率	49.32%	52.80%	52.83%
现金短期债务比	0.23	0.48	0.53
EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.72	0.99

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司 ESG 对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，目前公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司设董事会，成员为 5 人，含董事长 1 名，董事由郓城县国资局任命，董事长由郓城县人民政府从董事会成员中任命；公司设总经理 1 名；公司设监事会，由 5 人组成，监事由郓城县国资局任命。2022 年 5 月，公司监事李迎迎、李洪更退出，新增监事孟杰、郭本坤，赵立亮任公司总经理；2023 年 1 月，郓城县人民政府免去丁晓生的董事长、董事职务、法定代表人身份，任命赵立亮为公司董事长、法人代表，公司董事会成员变更为赵立亮、王中玉、陈传森、王良庆、吴庆军；近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。目前公司已制定相应的管理制度，包括《郓城县水浒城市建设置业有限公司管理制度总纲》、《郓城县水浒城市建设置业有限公司员工守则》等。公司“三重一大”重大决策事项均由公司董事会决策。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月5日），公司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；各项公开市场债务融资均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计47,084.00万元，被担保方均为郓城县国有企业和事业单位，对外担保均无反担保措施，此外，截至2023年5月5日，公司存在关注类对外担保余额53.46万元，为个人住房商业贷款担保，公司面临一定或有负债风险。

表16 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司	担保期间	担保金额	企业性质	是否有反担保措施
郓城县郓州城市建设发展有限公司	2020/09/27-2023/09/25	6,836.44	国有企业	否
郓城县郓州城市建设发展有限公司	2020/09/28-2023/09/25	4,131.21		否
郓城县郓州城市建设发展有限公司	2021/09/19-2024/02/18	5,321.63		否
郓城县自来水有限公司	2022/06/21-2025/06/25	12,000.00	国有企业	否
郓城县自来水有限公司	2022/03/21-2025/03/21	10,000.00		否
郓城县人民医院	2021/02/19-2024/02/18	8,794.72	事业单位	否
合计	-	47,084.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）和公司自有资金。同时，本期

债券设置了包括风险储备基金和风险缓释基金在内的风险缓释措施。

公司日常经营产生的现金流入是本期债券还本付息资金的重要来源，近三年公司工程代建收入持续增加，在建项目投资规模较大，未来收入和现金流较有保障。但中证鹏元也关注到，公司代建业务收现情况欠佳，经营活动现金大额净流出，在建、拟建项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大，且公司总债务规模持续增加，现金短期债务比持续下降，偿债压力较大，需关注未来收入和现金流变动对债务保障程度的影响。

本期债券保障措施分析

中合担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为其存续期及到期之日起两年。

中合担保成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。后经增资扩股及股权变更，截至 2022 年末中合担保注册资本及实收资本均为 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。2022 年 4 月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）等在内的 321 家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内。2022 年 4 月 28 日，海航科技发布公告称，海航集团等 321 家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。海航科技及海航资本持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

表 17 截至 2022 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

中合担保主要从事直接、间接等融资担保以及自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。2021 年以来，中合担保重新制定了发展规划，未来在坚持担保主业的同时，计划加大与

股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）在供应链金融等领域的合作，以强化与中国宝武间的协同效应。

表 18 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	111.69	37.84	29.44
当期解除担保额	-	240.87	240.20
期末担保余额	335.46	423.25	626.28
融资担保余额	335.46	423.25	626.28
直接融资担保余额	318.54	407.85	599.47
间接融资担保余额	16.92	15.40	26.81
融资担保责任余额	271.66	342.35	510.38
融资担保责任余额放大倍数（X）	3.68	4.70	7.01

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受近年来到期解保项目规模较大影响，中合担保的担保业务规模持续下降，截至 2022 年末中合担保融资担保余额为 335.46 亿元，同比下降 20.74%。但随着风险化解工作的持续推进以及新金融业务的落地，2022 年中合担保新增担保业务 111.69 亿元，为 2021 年的 2.95 倍。近年来中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。截至 2022 年末，中合担保直接融资担保余额 318.54 亿元，占期末担保余额的比重为 94.96%，其中企业债担保余额 282.41 亿元，被担保人已基本全部调整为城投类企业，被担保企业主体信用级别在 AA 级及以上的合计担保余额占比为 98.61%。近年来中合担保逐渐压缩传统银行贷款担保业务，截至 2022 年末，中合担保间接融资担保余额为 16.92 亿元，其中传统银行贷款担保业务余额 9.31 亿元。从客户集中度情况来看，截至 2022 年末中合担保单一最大担保客户担保余额为 11.20 亿元，与同期末所有者权益的比例为 15.14%，客户集中度仍然较高。此外，自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等共计 12 款创新型担保产品已先后落地，并实现线上化运营。2022 年全年累计开展新金融业务规模 41.80 亿元，较 2021 年增长 8.7 倍左右，在业务转型方面取得了一定进展。

2022 年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 4.69 亿元，截至 2022 年末累计代偿回收率同比上升 6.44 个百分点至 32.72%，但仍处于较低水平。整体来看，2022 年以来中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2022 年末，中合担保投资资产合计 68.09 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产 36.69 亿元，占

比为 53.88%，持仓债券均为利率债以及 AAA 级央、国企债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资为主，截至 2022 年末资产规模为 82.18 亿元，同比下降 1.64%。截至 2022 年末中合担保货币资金和定期存款分别为 4.83 亿元和 1.45 亿元，其中货币资金均为活期存款，不存在使用受限情况。中合担保金融投资资产主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2022 年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券持仓余额 36.69 亿元，占金融投资资产的 59.36%；其他规模较大的金融投资资产主要为基金产品和委托贷款，截至 2022 年末分别占期末金融投资资产的 25.60%和 12.46%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2022 年末应收代位追偿款余额 14.66 亿元，已计提减值准备 11.56 亿元，账面净额 3.10 亿元，同比下降 61.96%。

中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及卖出回购金融资产为主，截至 2022 年末负债合计 8.21 亿元，同比下降 21.16%。受担保业务余额持续下降影响，2022 年末中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 2.72 亿元和 1.73 亿元，同比分别下降 21.30%和 10.36%。为提高自有资金运营效率，中合担保通过开展债券回购业务产生了一定规模的卖出回购金融资产，2022 年末余额为 2.01 亿元。

近年来中合担保所有者权益规模保持稳定，截至 2022 年末，中合担保所有者权益合计 73.97 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2022 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 3.68 倍，较 2021 年末进一步下降，未来担保业务发展空间较大。

随着担保业务规模的持续下降，近年来中合担保营业收入及利润规模持续下降，2022 年中合担保营业收入为 4.59 亿元，同比下降 22.34%，净利润为 1.05 亿元，同比下降 33.35%。未来随着中合担保业务规模的反弹回升，其收入及利润水平有望企稳回升。

截至 2022 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 72.26%和 15.14%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

表 19 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	82.18	83.55	83.78
货币资金	4.83	5.85	5.15
应收代偿款	3.10	8.09	9.94
所有者权益合计	73.97	73.13	73.05
营业总收入	4.59	5.91	5.91
净利润	1.05	1.58	-6.52
净资产收益率	1.43%	2.16%	-8.48%
累计担保代偿率	-	3.60%	3.90%

累计代偿回收率	32.72%	26.28%	24.53%
拨备覆盖率	153.75%	88.40%	106.37%

资料来源：中合担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和资金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享等方面给予中合担保较大力度支持；中合担保在直接融资担保业务领域经营时间较长，行业地位较为突出，资本实力较强，1 级资产占比很高，资产流动性较好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务转型战略逐步推进；担保业务代偿风险得到较好控制。同时中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩；代偿回收率仍处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；中合担保未来股权结构仍存在不确定性；其与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

九、外部特殊支持分析

公司是郓城县重要基础设施建设平台。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，郓城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）公司与郓城县政府的联系非常紧密。公司控股股东为郓城县国资局，实际控制人为郓城县人民政府，公司董事、监事由郓城县国资局任命，且公司业务基本来源于政府及其相关单位，郓城县人民政府对公司的经营战略和业务经营具有绝对控制力；公司近年受到郓城县政府支持的次数多且支持力度较大，展望未来，公司与郓城县政府的联系将比较稳定。

（2）公司对郓城县政府非常重要。公司是郓城县重要的城市建设和投融资平台，主营业务为基础设施建设和保障房建设，在基础设施建设等方面对当地政府贡献很大；但公司未从事供水、供电等民生行业，郓城县政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的；此外，公司已发债，违约会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、结论

公司是郓城县重要项目建设和投融资运作主体，业务包括郓城县内保障性住房建设、市政基础设施建设等。近年公司项目建设投入规模较大，资产流动性较弱，叠加债务滚续影响，公司对外融资规模有

所扩张，总债务规模持续增加。但公司工程代建项目储备充足，业务持续性较强；且当地政府近年给予较大力度资产注入、财政补贴等外部支持，有效提升了公司资本实力和利润水平。同时，中合担保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

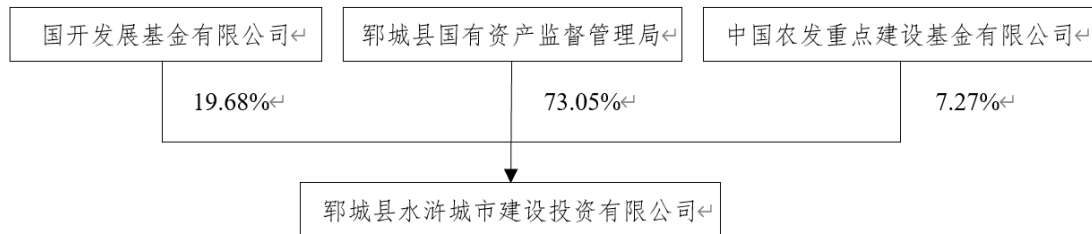
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	3.20	5.09	6.02
应收账款	22.49	18.28	14.39
其他应收款	20.45	16.87	23.65
存货	60.06	52.30	42.04
流动资产合计	110.67	96.99	90.36
可供出售金融资产	0.00	0.00	1.64
投资性房地产	33.49	33.35	33.27
无形资产	2.14	2.24	2.31
非流动资产合计	41.85	41.28	40.23
资产总计	152.51	138.27	130.59
短期借款	0.00	0.00	1.00
应付账款	0.11	0.31	0.17
其他应付款（合计）	6.36	6.40	2.87
一年内到期的非流动负债	11.67	8.39	8.69
流动负债合计	20.44	18.11	15.49
长期借款	13.38	15.80	12.47
应付债券	19.83	21.72	15.70
长期应付款（合计）	20.95	16.78	24.75
非流动负债合计	54.78	54.90	53.50
负债合计	75.22	73.01	68.99
其中：短期债务	13.62	10.59	11.29
总债务	67.79	65.17	57.02
所有者权益	77.29	65.26	61.60
营业收入	7.95	7.21	6.89
营业利润	1.77	1.62	1.94
其他收益	2.65	2.21	1.85
利润总额	1.75	1.63	2.06
经营活动产生的现金流量净额	-0.74	-3.54	-11.64
投资活动产生的现金流量净额	-0.06	-0.52	-2.01
筹资活动产生的现金流量净额	0.25	3.03	11.47
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	11.66%	11.23%	10.88%
资产负债率	49.32%	52.80%	52.83%
短期债务/总债务	20.10%	16.25%	19.81%
现金短期债务比	0.23	0.48	0.53
EBITDA（亿元）	4.24	3.05	2.70

EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.72	0.99
---------------	------	------	------

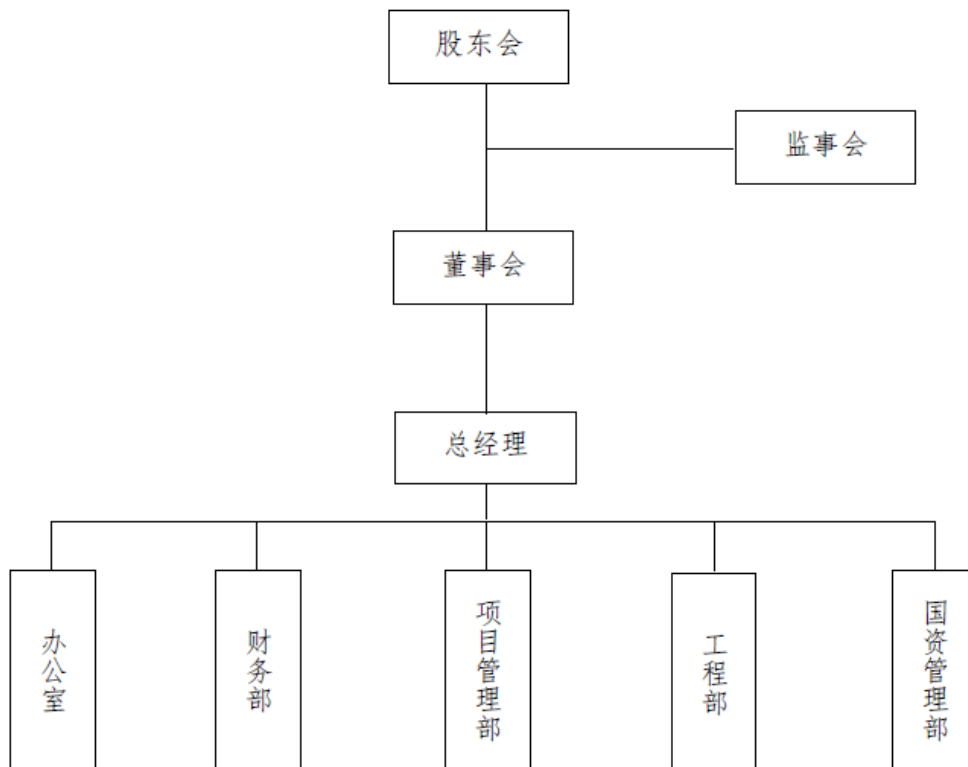
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例（%）	主营业务
郓城兴郓生物医药科技有限公司	1.00	60.00	科技推广和应用服务业
郓城县华顺建设开发有限公司	3.00	100.00	土木工程建筑业
郓城县郓铁投资有限公司	1.00	100.00	房屋建筑业
山东郓州能源投资有限公司	3.00	100.00	资本市场服务
山东郓州矿业投资有限公司	1.00	100.00	采矿业
郓城县健和实业有限责任公司	1.00	100.00	批发业

注：山东郓州能源投资有限公司、山东郓州矿业投资有限公司、郓城县健和实业有限责任公司截止 2022 年 12 月 31 日本公司尚未实际出资，其亦尚未实际运营及发生业务。

资料来源：公司 2022 年度审计报告，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	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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 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。