

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】137号

昌乐县新城发展有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“15昌乐债/PR昌乐债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，同时维持“15昌乐债/PR昌乐债”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年六月十九日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与昌乐县新城发展有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日



昌乐县新城发展有限公司 主体及“15昌乐债/PR昌乐债”2020年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期 | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|------|------|
| AA/稳定 | 2020/6/19 | AA/稳定 | 张伟 | 李佳怡 |

债项信用

| 债项简称 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|-------------|--------|--------|
| 15昌乐债/PR昌乐债 | AAA | AAA |

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

昌乐县新城发展有限公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，继续从事昌乐县内的基础设施建设业务。昌乐县国有资产管理办公室仍持有公司100.00%股权，为公司实际控制人。

评级模型

| 1.基础评分模型 | | | | | | | |
|----------|------------|--------|-------|-----------|------------------|--------|-------|
| 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 | 一级 | 二级指标 | 权重 | 得分 |
| 地区综合实力 | 区域层级 | 20.00% | 11.20 | 企业经营与财务实力 | 资产规模 | 36.00% | 21.60 |
| | GDP总量 | 32.00% | 23.04 | | 净资产规模 | 36.00% | 21.60 |
| | GDP增速 | 4.00% | 1.60 | | 资产负债率 | 9.00% | 9.00 |
| | 人均GDP | 4.00% | 2.64 | | 全部债务资本化比率 | 9.00% | 9.00 |
| | 一般公共预算收入 | 32.00% | 23.04 | | 补助收入/利润总额 | 5.00% | 4.00 |
| | 一般公共预算收入增速 | 4.00% | 0.80 | | (实收资本+资本公积)/资产总额 | 5.00% | 3.00 |
| 上级补助收入 | 4.00% | 2.64 | | | | | |

| 2.二维矩阵映射 | | | | | | | | | | 3.评级调整因素 | | |
|-----------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----------|--------|---|
| 维度 | 地区综合实力 | | | | | | | | | 基础模型参考等级 | AA | |
| | 1档 | 2档 | 3档 | 4档 | 5档 | 6档 | 7档 | 8档 | 9档 | | | |
| 企业经营与财务实力 | 1档 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | 评级调整因素 | 无 |
| | 2档 | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | | |
| | 3档 | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA | AA | AA | AA- | AA- | | |
| | 4档 | AAA | AA+ | AA+ | AA+ | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | |
| | 5档 | AA+ | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | |
| | 6档 | AA+ | AA | AA | AA | AA | AA | AA- | AA- | A+ | | |
| | 7档 | AA | AA | AA | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+ | | |
| | 8档 | AA | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+ | | |
| | 9档 | AA- | AA- | AA- | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | A+ | | |
| 基础模型参考等级 | | | | | | | | | | AA | | |

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，昌乐县经济保持增长，公司业务保持很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的有力支持，中合中小企业融资担保股份有限公司对本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到公司资产流动性仍较差，存在一定的担保代偿风险，利润对政府财政补贴依赖很大。综合考虑，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“15昌乐债/PR昌乐债”的违约风险极低。

同业对比

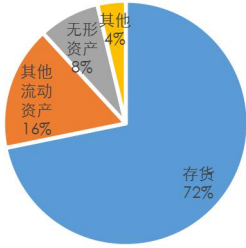
| 项目 | 昌乐县新城发展有限公司 | 寿光市城市建设投资开发有限公司 | 宝应县开发投资有限公司 | 谷城县建设投资经营有限公司 |
|---------------|-------------|-----------------|-------------|---------------|
| 地区 | 昌乐县 | 寿光市 | 宝应县 | 谷城县 |
| GDP (亿元) | 315.60 | 768.10 | 732.91 | 408.43 |
| GDP 增速 (%) | 3.7 | 5.5 | 6.8 | 8.2 |
| 人均 GDP (元) | 50658 | - | 96410 | 68552 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 25.54 | 94.41 | 24.87 | 14.94 |
| 一般公共预算支出 (亿元) | 34.55 | 101.27 | 77.53 | 51.81 |
| 资产总额 (亿元) | 70.11 | 152.40 | 82.40 | 72.21 |
| 所有者权益 (亿元) | 48.89 | 53.37 | 50.35 | 45.47 |
| 营业收入 (亿元) | 4.57 | 11.93 | 7.33 | 3.55 |
| 利润总额 (亿元) | 1.58 | 1.35 | 2.16 | 0.74 |
| 资产负债率 (%) | 30.26 | 64.98 | 38.90 | 37.03 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 13.67 | - | - | - |

注：同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为AA的同行业企业，表中数据年份均为2019。

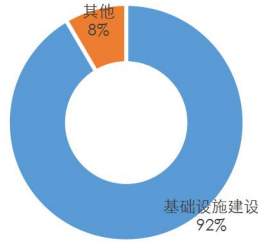
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2019年末公司资产构成



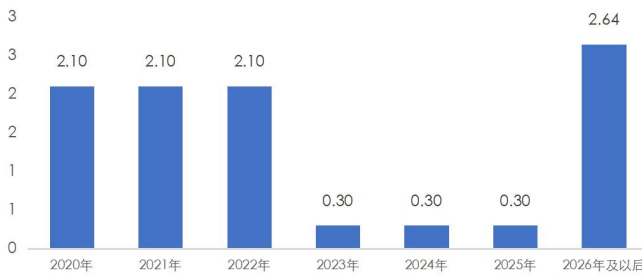
2019年公司营业收入构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 资产总额 | 68.11 | 62.31 | 70.11 |
| 所有者权益 | 45.92 | 47.32 | 48.89 |
| 营业收入 | 4.19 | 4.69 | 4.57 |
| 利润总额 | 1.51 | 1.40 | 1.58 |
| 全部债务 | 14.73 | 10.40 | 7.74 |
| 资产负债率 | 32.59 | 24.06 | 30.26 |
| 全部债务资本化比率 | 24.29 | 18.02 | 13.67 |

2019年末公司债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|------------|-------|-------|-------|
| 地区 | 昌乐县 | | |
| GDP 总量 | 308.0 | 329.9 | 315.6 |
| GDP 增速 | 7.3 | 6.7 | 3.7 |
| 人均 GDP (元) | - | 52953 | 50658 |
| 一般公共预算收入 | 24.02 | 24.75 | 25.54 |
| 一般公共预算收入增速 | -0.3 | 3.0 | 3.2 |
| 上级补助收入 | 10.17 | 13.99 | 15.74 |

优势

- 2019年,潍坊市昌乐县积极推动优势产业发展,经济保持增长,经济实力较强;
- 公司是昌乐县重要的基础设施建设主体,从事的基础设施建设业务具有很强的区域专营性,在财政补贴方面继续获得股东及相关各方的有力支持;
- 中合中小企业融资担保股份有限公司综合财务实力极强,对本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内,公司流动资产仍以变现能力较弱的存货为主,资产流动性较差;
- 公司对外担保金额较大,存在一定的代偿风险;
- 公司利润对政府财政补贴依赖很大,盈利能力仍较弱。

评级展望

预计潍坊市及昌乐县地区经济将保持增长,公司基础设施建设业务维持很强的区域专营性,能够得到股东及相关各方的持续有力支持,评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法及模型 | 评级报告 |
|--------|-----------------|-----------|---------|---------------------------|----------------------|
| AA | 15昌乐债/PR昌乐债/AAA | 2019/6/24 | 刘贵鹏 卢筱 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》 | 阅读原文 |
| AA | 15昌乐债/PR昌乐债/AAA | 2017/6/28 | 刘贵鹏 周丽君 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》 | 阅读原文 |
| AA- | 15昌乐债/PR昌乐债/AAA | 2015/7/27 | 刘贵鹏 王冉 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》 | 阅读原文 |

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

| 债项简称 | 上次评级日期 | 发行金额（亿元） | 存续期 | 增信措施 | 增信方/主体信用等级/评级展望 |
|---------------|-----------|----------|-----------------------|--------|-------------------------|
| 15 昌乐债/PR 昌乐债 | 2019/6/24 | 9.00 | 2015/12/16-2022/12/16 | 连带责任担保 | 中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定 |

跟踪评级说明

根据相关监管要求及“2015年昌乐县新城发展有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”或“15昌乐债/PR昌乐债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于昌乐县新城发展有限公司（以下简称“昌乐发展”或“公司”）提供的相关经营与财务资料以及公开信息，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

昌乐发展成立于2005年4月，由昌乐县国有资产经营总公司和昌乐县土地储备交易中心共同出资设立。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为人民币4.58亿元，昌乐县国有资产管理办公室（以下简称“昌乐国资办”）持有公司100.00%股权，为公司实际控制人，较2018年末均无变化。

跟踪期内，公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，继续从事昌乐县内的基础设施建设业务。截至2019年末，公司无纳入合并范围的子公司，较2018年末无变化。

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“15昌乐债/PR昌乐债”为9亿元7年期的附息式固定利率公司债券，票面年利率5.18%，存续期为2015年12月16日至2022年12月16日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，“15昌乐债/PR昌乐债”各年利息已按期支付、并已兑付3.60亿元本金。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）对本期债券本息如期足额兑付提供不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金全部用于昌乐县中小微企业创业基地项目（以下简称“本期债券募投项目”），截至2019年末，募集资金已全部用于募投项目建设，募投项目已完工。

2020年，昌乐县工业和信息化局作为实施主体与公司签署购买协议¹，购买本期债券募投项目用于招商引资及扶持中小微企业发展。同时，本期债券募投项目规划发生改变，原规划20%用于销售80%用于出租现变更为100%销售，购买价格按照项目竣工决算成本加成一定比例确定，截至2019年末，公司已预收到本期债券募投项目回购款9.80亿元，但截至本报告出具日加成比例尚未确定。

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫

¹ 根据昌乐县人民政府〔2020〕第11号专题会议纪要。

情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

1. 潍坊市

潍坊市地区经济保持增长，经济实力很强

潍坊市主要经济指标保持增长，地区经济实力很强。2019年，潍坊市地区生产总值初步核算数据为5688.5亿元，按可比价格计算，增长3.7%。其中，第一产业增加值517.42亿元，增

长 0.9%；第二产业增加值 2291.04 亿元，与上年持平；第三产业增加值 2880.04 亿元，增长 7.5%；三次产业结构由 9.3：41.17：49.53 调整为 9.1：40.27：50.63。

图表 1 2017 年~2019 年潍坊市主要经济指标（单位：亿元、%）

| 主要指标 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 地区生产总值 | 5858.6 | 6156.8 | 5688.5 |
| GDP 增速 | 7.0 | 6.5 | 3.7 |
| 人均 GDP（元） | 62592 | 65721 | 60760 |
| 第二产业增加值 | 2671.30 | 2742.40 | 2291.04 |
| 规模以上工业增加值增速 | 6.0 | 5.6 | -0.7 |
| 第三产业增加值 | 2694.00 | 2902.80 | 2880.04 |
| 固定资产投资增速 | - | 4.4 | -23.2 |
| 社会消费品零售总额 | 2737.9 | 2702.7 | 2854.9 |
| 进出口总额 | 1463.8 | 1630.9 | 1788.1 |
| 三次产业结构 | 8.4：45.6：46.0 | 8.3：44.5：47.2 | 9.1：40.3：50.6 |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

潍坊市规模以上工业企业增加值增速有所降低，但消费市场稳定增长。2019 年，潍坊市规模以上工业企业增加值同比下降 0.7%；按轻重工业分，重工业增加值增长 2.9%，轻工业增加值下降 10.7%；从重点行业看，2019 年，潍坊市 37 个规模以上工业行业中有 17 个行业增加值实现增长，其中金属制品制造业增长 14.1%，通用设备制造业增长 9.3%，专用设备制造业增长 9.3%，计算机、通信和其他电子设备增长 43%。同期，潍坊市社会消费品零售总额为 2854.9 亿元，同比增长 5.6%；进出口总额 1788.1 亿元，同比增长 10.0%。

2.昌乐县

昌乐县经济保持增长，经济实力较强；新能源新材料、高端装备制造产业增加值实现较快增长

昌乐县地区经济持续增长，经济实力较强。2019 年，昌乐县实现地区生产总值 315.6 亿元，同比增长 3.7%。

图表 2 2017 年~2019 年昌乐县主要经济指标（单位：亿元、%）

| 主要指标 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-----------|----------------|----------------|--------|
| 地区生产总值 | 308.0 | 329.9 | 315.6 |
| GDP 增速 | 7.3 | 6.7 | 3.7 |
| 工业增加值 | 115.4 | 117.6 | - |
| 社会消费品零售总额 | 149.6 | 136.1 | - |
| 三次产业结构 | 12.8：41.4：45.8 | 13.6：39.9：46.5 | - |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

工业方面，昌乐县新增规上工业企业 74 家，上市企业达到 5 家。新动能发展良好，新能源新材料、高端装备制造产业增加值实现较快增长，新能源智能制造产业园新引进项目 8 个，中科氢能装备产业园、佳诚数码新材料产业园建成投产，英轩重工产业园、汉唐新能源汽车产业园效益稳步提升。

财政状况

潍坊市

受减税降费影响，潍坊市一般公共预算收入增速很低；财政自给率有所下降

2019年，潍坊市实现一般公共预算收入571.1亿元，同比增长0.2%，增速较上年下降6.3个百分点，主要系受减税降费影响；政府性基金收入为704.5亿元，同比增长15.9%，主要为国有土地使用权出让收入增加。

支出方面，2019年，潍坊市一般公共预算支出为777.9亿元，同比增长6.1%；财政自给率¹为73.42%，较上年减少4.27个百分点；政府性基金支出为784.0亿元，同比增长17.0%。

截至2019年末，潍坊市地方政府债务余额为1264.0亿元。

昌乐县

随着政府性基金收入的大幅增长，2019年昌乐县财政收入保持较快增长，财政实力较强

由于政府性基金收入的大幅增长，2019年，昌乐县财政收入同比增长25.67%，其中一般公共预算收入占比为35.95%，较2018年减少7.83个百分点。

图表3 2017年~2019年昌乐县财政收入、支出情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 一般公共预算收入 | 24.02 | 24.75 | 25.54 |
| 其中：税收收入 | 19.35 | 20.40 | 20.53 |
| 非税收入 | 4.67 | 4.35 | 5.01 |
| 上级补助收入 | 10.17 | 13.99 | 15.74 |
| 政府性基金收入 | 8.78 | 17.79 | 29.77 |
| 财政收入 | 42.96 | 56.53 | 71.04 |
| 一般公共预算支出 | 31.78 | 37.81 | 34.55 |
| 政府性基金支出 | 7.36 | 15.58 | 36.17 |
| 上解上级支出 | 5.38 | 5.75 | 6.7 |
| 财政支出 | 44.53 | 59.14 | 77.45 |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

受减税降费政策影响，2019年，昌乐县一般公共预算收入增速较低，同比增长3.2%，其中税收收入占比为80.40%，较2018年减少2.03个百分点。同期，得益于国有土地使用权出让情况良好，昌乐县政府性基金收入同比大幅增长67.33%。

2019年，昌乐县财政支出大幅增长30.95%，主要为政府性基金支出大幅增长所致。同期，一般公共预算支出有所下降，财政自给率为73.92%，自给程度一般。

截至2019年末，昌乐县政府债务余额为43.73亿元，其中政府一般债务24.17亿元，专项债务19.55亿元。

¹ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

业务运营

经营概况

公司营业收入小幅减少，仍主要来自于基础设施建设业务，毛利润及毛利率有所下降

公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，继续从事昌乐县内的基础设施建设业务。2019年，公司营业收入同比减少2.72%，其中基础设施建设收入占比91.53%；公司其他业务收入系出售土地业务收入、租赁业务收入，占营业收入比重仍较小。同年，公司毛利润同比减少0.23亿元，综合毛利率下降4.69个百分点。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 营业收入 | 4.19 | 100.00 | 4.69 | 100.00 | 4.57 | 100.00 |
| 基础设施建设 | 4.02 | 95.96 | 4.37 | 93.02 | 4.18 | 91.53 |
| 其他 | 0.17 | 4.04 | 0.33 | 6.98 | 0.39 | 8.47 |
| 项目 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| 合计 | 0.46 | 10.98 | 0.51 | 10.97 | 0.29 | 6.27 |
| 基础设施建设 | 0.41 | 10.07 | 0.47 | 10.71 | 0.25 | 6.03 |
| 其他 | 0.05 | 32.39 | 0.05 | 14.35 | 0.03 | 8.86 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

公司从事的基础设施业务具有很强的区域专营性，该业务收入小幅减少，毛利率有所下降

跟踪期内，公司继续从事昌乐县基础设施建设业务，除本期债券募投项目外，公司所建设项目均采取代建模式，业务模式未发生变化。

2019年，公司实现基础设施建设收入4.18亿元，同比减少4.28%，全部来自低丘缓坡荒滩等未利用地开发利用项目，毛利率为6.03%，较上年减少4.68个百分点，主要系项目结算加成比例较低所致。

截至2019年末，公司已完工项目为本期债券募投项目，总投资13.10亿元，未来将由公司销售给昌乐县工业和信息化局。同期末，公司无在建项目，拟建项目为昌乐县城市地下综合管廊，该项目沿着昌乐县城区五条街道建设地下综合管廊共18.66公里，计划总投资9.76亿元，计划建设周期为24个月。

外部支持

公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的有力支持。2019年，公司获得政府补助共1.68亿元。

考虑到未来公司将继续在昌乐县基础设施建设领域发挥重要作用，预计公司股东及相关各方未来仍将对公司提供有力支持。

企业管理

截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 4.58 亿元，较 2018 年末未发生变化；昌乐国资办持有公司 100.00% 股权，仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构和组织架构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2019 年财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务数据进行审计，并出具了无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换会计师事务所。

截至 2019 年末，公司仍无纳入合并范围的子公司。

资产构成与资产质量

公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，但变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性仍较差

跟踪期内，公司资产有所增长。2019 年末，公司资产总额同比增长 12.50%。其中流动资产为占资产总额的 89.58%。

图表 5 公司资产构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额 | 68.11 | 62.31 | 70.11 |
| 流动资产 | 51.80 | 43.34 | 62.80 |
| 其中：存货 | 47.24 | 41.35 | 50.33 |
| 其他流动资产 | - | - | 11.49 |
| 非流动资产 | 16.31 | 18.98 | 7.31 |
| 其中：在建工程 | 9.96 | 11.46 | - |
| 无形资产 | 4.11 | 5.82 | 5.67 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

受本期债券募投项目用途变更影响，公司将原计入在建工程的本期债券募投项目开发成本计入存货。2019 年末，公司存货增长 21.71%，包括 70 宗账面价值为 35.12 亿元土地使用权（均已取得土地使用权证并已缴纳土地出让金）和低丘缓坡荒滩未利用项目，本期债券募投项目等基础设施项目成本为 15.21 亿元。2019 年末，公司新增其他流动资产 11.49 亿元，为已缴纳土地出让金待办证的商住土地。

2019 年末，受本期债券募投项目完工转入流动资产科目影响，公司非流动资产同大幅减少 61.49%，主要由无形资产构成。无形资产仍全部为土地使用权，其中 5.04 亿元土地使用权用于抵押借款，土地均为招拍挂所得，已缴纳土地出让金并取得土地使用权证。

截至 2019 年末，公司受限资产为 19.98 亿元，占资产总额的 28.50%。其中，受限的银行存款为 0.76 亿元、土地使用权 19.22 亿元（计入无形资产的受限土地使用权为 5.04 亿元，计入存货的受限土地使用权为 14.18 亿元）。

资本结构

得益于经营利润的累积，公司 2019 年所有者权益小幅增长

2019 年末，公司所有者权益为 48.89 亿元，同比增长 3.32%。其中，实收资本为 4.58 亿元，资本公积为 34.40 亿元，较 2018 年末均无变化；未分配利润 8.92 亿元，同比增长 18.84%。

公司负债规模大幅增长，主要系预收昌乐县财政局和昌乐县国资办的工程款，流动负债占比明显上升

2019 年末，公司负债总额同比增长 41.49%，其中流动负债占比为 72.90%，较上年末增加 25.12 个百分点，流动负债占比明显上升。

图表 6 公司负债构成情况（单位：亿元）

| 科目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 负债总额 | 22.20 | 14.99 | 21.21 |
| 流动负债 | 10.55 | 7.16 | 15.46 |
| 其中：预收账款 | 4.79 | 3.37 | 12.10 |
| 一年内到期的非流动负债 | 3.22 | 2.70 | 2.10 |
| 非流动负债 | 11.65 | 7.83 | 5.75 |
| 其中：长期借款 | 4.45 | 2.40 | 2.10 |
| 应付债券 | 7.06 | 5.30 | 3.54 |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。2019 年末，公司流动负债同比大幅增长 115.87%，主要是预收账款增加所致。公司预收款项主要为预收本期债券募投项目的回购款以及预收工程款等，同比大幅增长，其中预收昌乐县财政局 9.32 亿元，预收昌乐县国资办 2.77 亿元；一年内到期的非流动负债同比下降 22.22%，其中长期借款 0.30 亿元、“15 昌乐债/PR 昌乐债”本金 1.80 亿元。

随着融资环境趋紧及债务的到期偿还，2019 年末，公司非流动负债同比下降 26.57%。公司长期借款同比下降 12.50%；应付债券为“15 昌乐债/PR 昌乐债”，截至本报告出具日，“15 昌乐债/PR 昌乐债”债券余额为 5.40 亿元。

跟踪期内，公司全部债务持续下降，整体债务率水平较低

2019 年末，公司全部债务同比下降 25.60%，短期债务占比为 27.13%。同期末，公司资产负债率较 2018 年末上升 6.20 个百分点；全部债务资本化比率较 2018 年末下降 4.36 个百分点，整体债务率水平较低。

图表 7 公司全部债务构成情况 (单位: 亿元、%)

| 科目 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 全部债务 | 14.73 | 10.40 | 7.74 |
| 其中: 短期债务 | 3.22 | 2.70 | 2.10 |
| 长期债务 | 11.51 | 7.70 | 5.64 |
| 资产负债率 | 32.59 | 24.06 | 30.26 |
| 全部债务资本化比率 | 24.29 | 18.02 | 13.67 |

数据来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司对外担保金额较大, 存在一定的代偿风险

截至 2019 年末, 公司对外担保金额为 23.99 亿元, 对外担保比率为 49.06%, 被担保对象主要为昌乐县龙湖水务有限公司、山东宝昌水务有限公司、昌乐县龙湖水务有限公司和昌乐县城市建设投资开发有限公司等昌乐国资办下属国有企业, 此外对民营企业潍坊众创天成农业科技有限公司担保金额为 60.00 万元。总体来看, 公司对外担保规模较大, 存在一定代偿风险。

图表 8 截至 2019 年末公司对外担保情况 (单位: 万元)

| 被担保单位 | 担保金额 | 企业性质 |
|------------------|-----------|------|
| 昌乐县城市建设投资开发有限公司 | 36894.39 | 国有企业 |
| 昌乐县龙湖水务有限公司 | 27000.00 | 国有企业 |
| 昌乐县齐城新农村建设投资有限公司 | 4100.00 | 国有企业 |
| 昌乐县益民热力有限公司 | 7000.00 | 国有企业 |
| 山东宝昌水务有限公司 | 147813.50 | 国有企业 |
| 山东宝城旅游发展有限公司 | 17000.00 | 国有企业 |
| 潍坊众创天成农业科技有限公司 | 60.00 | 民营企业 |
| 合计 | 239867.89 | - |

数据来源: 审计报告, 东方金诚整理

盈利能力

公司利润总额对政府财政补贴依赖仍很大, 盈利能力较弱

2019 年, 公司实现营业收入 4.57 亿元, 同比减少 2.72%, 仍以基础设施建设收入为主; 营业利润率为 0.89%, 较 2018 年下降 3.20 个百分点。

2019 年, 公司期间费用为 0.17 亿元, 占营业收入的比重为 3.66%, 占比很小。受益于当年收到政府补贴 1.68 亿元, 公司实现利润总额 1.58 亿元, 补贴收入占公司利润总额占比为 106.28%, 公司利润对政府财政补贴依赖很大。

2019 年, 公司总资本收益率为 3.03%, 较 2018 年下降 0.75 个百分点; 净资产收益率为 3.21%, 较 2018 年上升 0.24 个百分点, 盈利能力仍然较弱。

现金流

公司经营性现金流持续呈净流入状态，但对本期债券募投项目回购款依赖较大，未来存在一定的不确定性

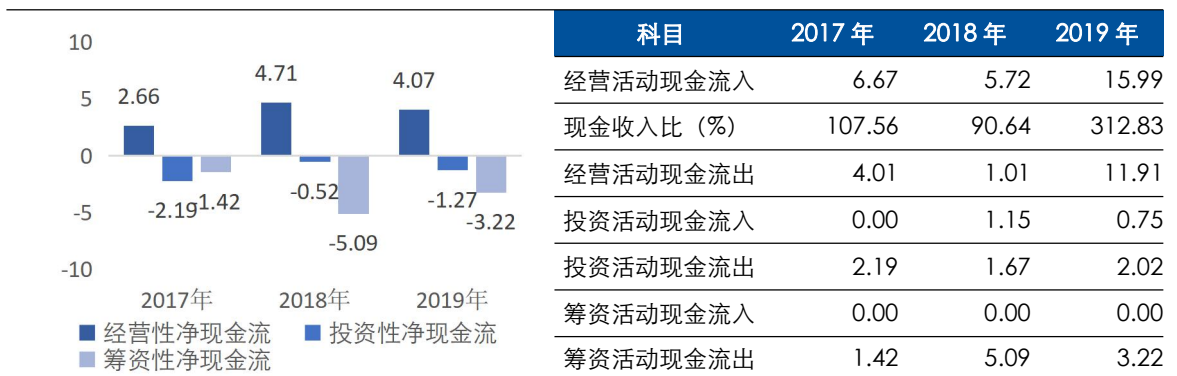
2019年，公司经营活动现金流入同比大幅增长，主要预收的基础设施建设项目工程款以及部分本期债券募投项目回购款，现金收入比大幅增加，现金回流情况明显改善。同期，受开发进度因素影响，公司代建的基础设施项目大幅增加；经营性现金流持续呈净流入状态，但2019年对本期债券募投项目回购款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

2019年，公司投资活动现金流入较小，投资活动现金流出主要为用于本期债券募投项目的支出；投资活动净现金流持续呈净流出状态。

由于融资环境趋紧，2019年，公司仍无筹资活动现金流入；筹资活动现金流出主要为偿还债务与利息所支付现金；筹资性净持续呈净流出状态。

2019年，公司现金及现金等价物净增加额为-0.42亿元。

图表9 公司现金流构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，业务具有很强的专营性，得到股东等相关各方的有力支持，偿债能力很强

2019年末，公司流动比率和现金比率有所下降，速动比率有所提高。考虑到公司流动资产中变现能力较弱的存货占比仍较高，对流动负债的保障能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，随着公司债务的到期偿还，2019年末，公司长期债务资本化比率有所下降；2019年，EBITDA对全部债务保障程度有所上升。

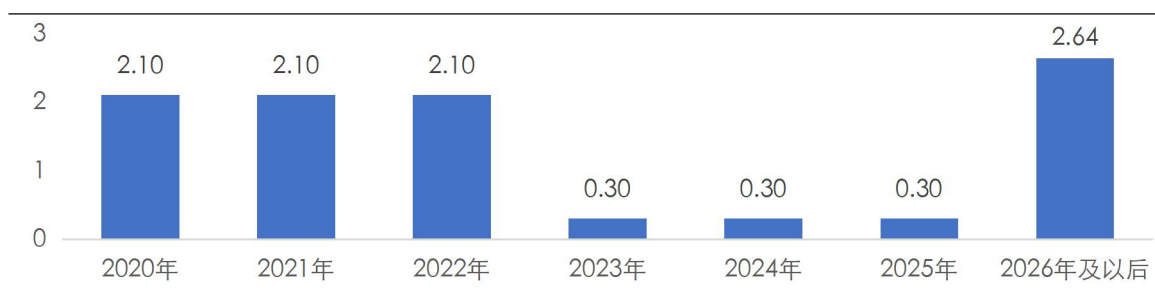
图表 10 公司偿债能力指标（%、倍）

| 科目 | 2017年 | 2018年 | 2018年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 流动比率 | 491.20 | 605.00 | 406.10 |
| 速动比率 | 43.18 | 27.69 | 80.61 |
| 现金比率 | 19.65 | 16.40 | 4.93 |
| 长期债务资本化比率 | 20.04 | 14.00 | 10.34 |
| EBITDA 利息倍数 | 5.39 | 1.81 | 3.49 |
| 全部债务/EBITDA | 8.00 | 4.40 | 4.02 |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至 2019 年末，公司全部债务为 7.74 亿元，债务期限结构如下图所示，债务期限分布较为平均，集中偿付压力较小。

图表 11 截至 2019 年末公司债务期限结构（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到公司基础设施建设业务具有专营地位，公司股东及相关各方给予公司有力支持，东方金诚认为公司偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级城市开发建设主体，对 2018 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与行业对比组企业相比，公司所在地区昌乐县的 GDP 和增速在对比组中排名较为靠后，一般公共预算收入位于中等水平，一般公共预算支出规模较小。总体来看，昌乐县经济财政实力一般。

公司资产总额、所有者权益和营业收入偏低，利润总额较高，债务率处于较低水平。

图表 12 同业对比情况

| 指标 | 昌乐县新城发展有限公司 | 寿光市城市建设投资开发有限公司 | 宝应县开发投资有限公司 | 谷城县建设投资经营有限公司 |
|---------------|-------------|-----------------|-------------|---------------|
| 地区 | 昌乐县 | 寿光市 | 宝应县 | 谷城县 |
| GDP (亿元) | 315.60 | 768.10 | 732.91 | 408.43 |
| GDP 增速 (%) | 3.7 | 5.5 | 6.8 | 8.2 |
| 人均 GDP (元) | 50658 | - | 96410 | 68552 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 25.54 | 94.41 | 24.87 | 14.94 |
| 一般公共预算支出 (亿元) | 34.55 | 101.27 | 77.53 | 51.81 |
| 资产总额 (亿元) | 70.11 | 152.40 | 82.40 | 72.21 |
| 所有者权益 (亿元) | 48.89 | 53.37 | 50.35 | 45.47 |
| 营业收入 (亿元) | 4.57 | 11.93 | 7.33 | 3.55 |
| 利润总额 (亿元) | 1.58 | 1.35 | 2.16 | 0.74 |
| 资产负债率 (%) | 30.26 | 64.98 | 38.90 | 37.03 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 13.67 | 55.03 | 31.62 | 25.93 |

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，数据来自各自企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2020 年 4 月 10 日，公司已结清贷款中无不良/违约类贷款，有 14 笔关注类贷款。截至本报告出具日，公司于 2015 年 12 月 16 日发行的 9 亿元 7 年期“15 昌乐债/PR 昌乐债”到期本息已按期支付。

抗风险能力

基于对潍坊市及昌乐县地区经济财政、公司股东及相关各方对公司支持力度以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

中合担保的综合财务实力极强，对本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

中合担保对本期债券本息如期足额兑付提供不可撤销的连带责任保证担保。

中合担保是经中华人民共和国商务部和北京市金融工作局批准，并经国家工商行政管理总局核准，于 2012 年 7 月 19 日以发起方式设立的中外合资担保机构，成立时注册资本 51.26 亿元人民币，所有股东均以货币出资。2016 年，中合担保以定向增发股份的方式增加注册资本，增资完成后，注册资本上升至 71.76 亿元。截至 2018 年末，中合担保注册资本和实收资本均为 71.76 亿元，其中海航集团有限中合担保通过控股子公司海航资本集团有限公司和天津天海投资发展股份有限公司合计持有中合担保 43.34% 的股份。

中合担保以债券担保、贷款担保、信托担保、证券公司资产管理计划担保、项目融资担保等为主业，同时开展基金担保、诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金

在监管许可范围内开展投资业务。截至 2018 年末，中合担保纳入合并报表的子公司共 7 家，分别经营投资管理、金融中介服务、应收账款保理和企业管理服务等业务。

截至 2018 年末，中合担保资产总额 116.50 亿元，净资产 83.60 亿元，担保余额 1004.98 亿元。2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，利润总额为 1.14 亿元。

凭借雄厚的资本实力和丰富的业务渠道，中合担保业务结构不断改善，担保业务体系进一步多元；中合担保担保业务行业竞争力较强，债券担保业务市场占有率处于行业领先水平；中合担保债务结构合理，外部融资渠道通畅，整体偿债能力较强；中合担保资本实力位居国内融资担保公司前列，处于行业领先水平，抗风险能力较强。

同时，东方金诚也关注到，受企业经营压力持续上升影响，中合担保担保业务代偿金额持续上升，后续追偿压力较大；中合担保在保客户中地方城投公司所占份额较大，行业和客户集中度均处于较高水平；中合担保投资规模较大，且非标产品投资占比较高，面临较大的投后管理和结构调整压力；受担保业务及投资业务规模收缩、投资资产估值方式调整和资产减值损失计提增加影响，中合担保盈利能力大幅下降。

综上，东方金诚维持中合担保主体信用等级为 AAA，评级展望维持稳定。

结论

东方金诚认为，2019 年，潍坊市昌乐县积极推动优势产业发展，经济保持增长，经济实力较强；公司是昌乐县重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设业务仍具有很强的区域专营性，在财政补贴方面继续获得股东及相关各方的有力支持。

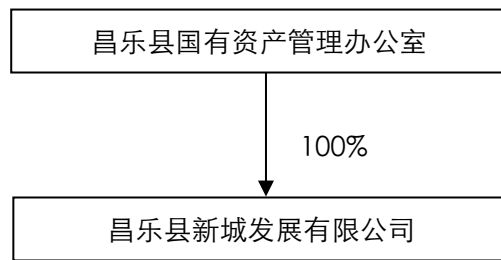
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司流动资产仍以变现能力较弱的存货为主，资产流动性较差；公司对外担保金额较大，存在一定的代偿风险；公司利润对政府财政补贴依赖很大，盈利能力仍较弱。

中合担保综合财务实力极强，对本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

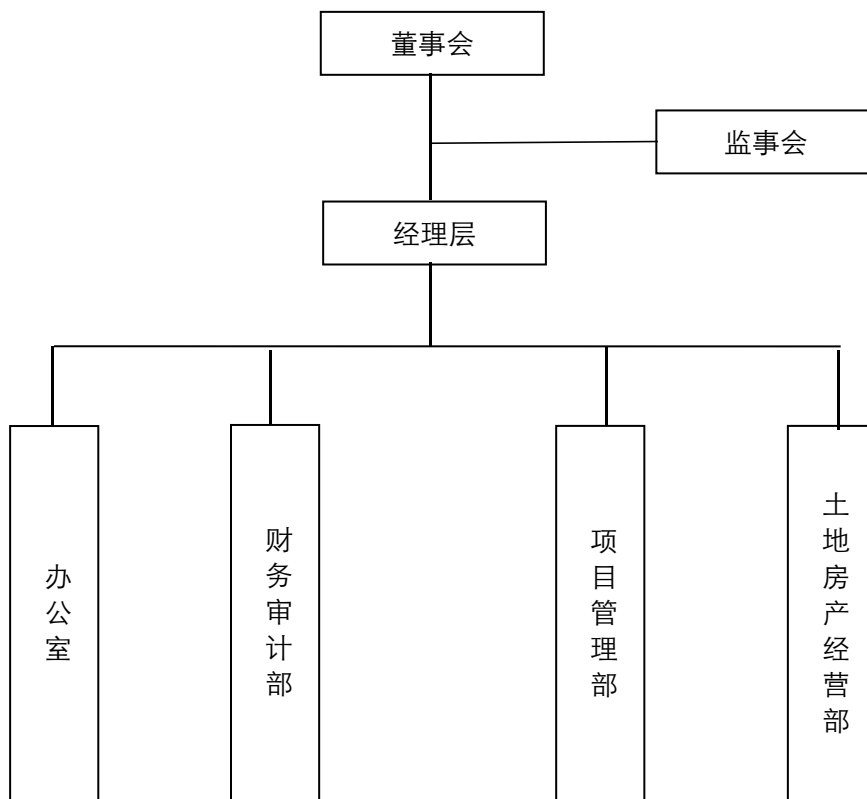
综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，维持“15 昌乐债 /PR 昌乐债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2019 年末公司股权和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 主要财务数据（单位：亿元） | | | |
| 资产总额 | 68.11 | 62.31 | 70.11 |
| 货币资金 | 2.07 | 1.17 | 0.76 |
| 存货 | 47.24 | 41.35 | 41.35 |
| 其他流动资产 | - | - | 11.49 |
| 无形资产 | 4.11 | 5.82 | 5.67 |
| 负债总额 | 22.20 | 14.99 | 21.21 |
| 全部债务 | 14.73 | 10.40 | 7.74 |
| 其中：短期债务 | 3.22 | 2.70 | 2.10 |
| 所有者权益 | 45.92 | 47.32 | 48.89 |
| 营业收入 | 4.19 | 4.69 | 4.57 |
| 利润总额 | 1.51 | 1.40 | 1.58 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2.66 | 4.71 | 4.07 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.19 | -0.52 | -1.27 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1.42 | -5.09 | -3.22 |
| 主要财务指标 | | | |
| 营业利润率（%） | 4.38 | 4.09 | 0.89 |
| 总资本收益率（%） | 2.78 | 3.78 | 3.03 |
| 净资产收益率（%） | 3.31 | 2.97 | 3.21 |
| 现金收入比（%） | 107.56 | 90.64 | 312.83 |
| 资产负债率（%） | 32.59 | 24.06 | 30.26 |
| 长期债务资本化比率（%） | 20.04 | 14.00 | 10.34 |
| 全部债务资本化比率（%） | 24.29 | 18.02 | 13.67 |
| 流动比率（%） | 491.20 | 605.00 | 406.10 |
| 速动比率（%） | 43.18 | 27.69 | 80.61 |
| 现金比率（%） | 19.65 | 16.40 | 4.93 |
| 经营现金流流动负债比率（%） | 25.25 | 65.77 | 26.33 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 5.39 | 1.81 | 3.49 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 8.00 | 4.40 | 4.02 |

附件三：主要财务指标计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|-----------------|--|
| 毛利率 (%) | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 (%) | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 总资本收益率 (%) | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$ |
| 净资产收益率 (%) | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 现金收入比率 (%) | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 资产负债率 (%) | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 长期债务资本化比率 (%) | $\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 全部债务资本化比率 (%) | $\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 流动比率 (%) | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 速动比率 (%) | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 担保比率 (%) | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 现金比率 (%) | $\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 经营现金流流动负债比率 (%) | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$ |
| 全部债务/EBITDA (倍) | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$ |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级 | 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，有较高违约风险 |
| 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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2015年昌乐县新城发展有限公司公司债券”的存续期内密切关注昌乐县新城发展有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向昌乐县新城发展有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，昌乐县新城发展有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如昌乐县新城发展有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月12日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。