

2017 年第一期莒南县城国有资产经营 有限公司公司债券 2021 年跟踪评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2017年第一期莒南县城国有资产经营有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-28	2020-08-03

评级观点

- 中证鹏元对莒南县城建设投资集团有限公司¹（以下简称“莒南城投”或“公司”）及其2017年9月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司工程代建业务持续性仍较好，且继续获得较大的外部支持。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力、短期债务压力及或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：PR 莒南 01/17 莒南国资债 01

债券余额规模：6.16 亿元

债券到期日期：2024-09-26

偿还方式：按年付息，分次还本，在债券存续期内第 3-7 年末分别按照发行总额 20% 的比例偿还本金

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020	2019	2018
总资产	1,509,573.80	991,434.47	908,312.00
所有者权益	922,176.34	562,678.78	548,169.38
总债务	239,798.63	188,643.38	154,701.99
资产负债率	38.91%	43.25%	39.65%
现金短期债务比	0.55	0.98	1.83
营业收入	97,261.93	71,657.86	56,175.37
其他收益	0.00	12,000.00	12,000.00
利润总额	18,479.96	15,750.61	14,103.15
销售毛利率	24.87%	9.51%	12.40%
EBITDA	21,488.27	18,250.39	16,850.83
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.89	1.78
经营活动现金流净额	-43,230.19	5,775.51	23,651.34
收现比	0.70	0.93	0.33

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-8287 2897

¹ 2020年7月17日，公司名称由“莒南县城国有资产经营有限公司”更名为“莒南县城建设投资集团有限公司”。

优势

- **公司工程代建业务持续性较好。**公司是莒南县城市基础设施及保障房建设的投融资主体，截至 2020 年末，公司主要代建项目总投资规模较大。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2020 年莒南县人民政府将两处矿产资源以评估价注入子公司，增加资本公积 34.30 亿元，增强了公司资本实力。

关注

- **公司面临较大的资金支出压力。**2020 年公司收现比下滑，经营活动现金净流出 4.32 亿元，主要代建项目尚需投资规模较大。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产以应收款项、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，应收款项主要是与政府单位和政府控股单位的往来应收款，回款时间存在一定不确定性，账面价值为 4.17 亿元的资产使用受限。
- **公司面临较大短期债务压力。**2020 年末，公司总债务同比大幅增加，且公司现金短期债务比处于较低水平。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额占净资产的比重达 47.90%，对外担保规模大，且均未设置反担保措施，部分担保被列为关注类，对民营企业担保金额为 4.35 亿元。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年9月公开发行7年期7.70亿元公司债券，其中2.70亿元拟用于补充流动资金，5.00亿元拟用于莒南县临海新城保障性安居工程建设项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为252.47万元。

三、发行主体概况

2020年08月19日，公司董事由解涛、王宇变更为王亮、尚庆华、史运亮；公司董事长由王亮变更为张传超；公司监事由姜华、邢继艳、季磊变更为刘玉奎、孙波、厉振华、王海防、徐家连；公司法定代表人由王亮变更为史运亮。

2020年8月，公司注册资本增加98,000.00万元，截至2020年末，公司注册资本为120,000.00万元。跟踪期内公司实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变更，截至2020年末，公司实收资本仍为22,000.00万元，莒南县国有资产管理局持有公司99.55%股权，仍为公司控股股东和实际控制人。2020年公司纳入合并报表范围的子公司新增1家，孙公司新增2家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
莒南县基础设施建设投资有限公司	100.00%	25,000.00	市政设施管理	划拨
临沂新莒农生物科技有限公司	100.00%	5,000.00	食用菌、茶叶、花卉等种植	划拨
莒南县高铁建设投资有限公司	100.00%	1,000.00	高铁投资建设运营，高铁片区综合开发	划拨

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

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构

性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

莒南县地区经济继续增长，但增速有所下降，整体经济发展水平仍较弱

莒南县地处鲁东南鲁苏交界处，总面积1,752平方公里，辖16个镇街，272个行政村（社区），2020年末全县总人口108万人。

莒南县地区经济继续增长，但增速有所下滑。2020年实现地区生产总值296.58亿元，按可比价格计算，同比增长3.1%，增速有所下降。产业结构方面，莒南县以第二、第三产业为主，三次产业比例由2019年的16.2:44.3:39.5调整为16.93:43.34:39.73，第三产业占比有所提升。2020年末，莒南县人均GDP为31,140元，为全国人均GDP的42.98%，整体经济发展水平仍较弱。

工业经济方面，2020年莒南县261家规模以上工业企业实现总产值650.30亿元，同比增长6.1%，工业增加值同比增长2.9%，全县有91家企业产值过亿元，完成总产值570.5亿元，占全部规模以上工业产值的87.7%，拉动全县产值同比增长9.1个百分点。其中农副食品加工业、化学原料和化学制品制造业、电力热力和供应业等行业均实现两位数增长，分别增长40.7%、13.7%、13.2%。

从拉动地区经济增长的要素来看，固定资产投资有所改善但增速仍较低，消费同比下降0.8%，进出口同比大幅增长57%。此外，2020年末莒南县金融机构各项存款余额和贷款余额增速较高。

表2 莒南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	296.58	3.1%	287.63	3.8%
第一产业增加值	50.20	3.4%	46.62	0.3%
第二产业增加值	128.54	6.0%	127.53	4.2%

第三产业增加值	117.84	-0.5%	113.48	4.8%
工业增加值	-	2.9%	-	3.0%
规模以上固定资产投资	-	2.8%	-	-18.6%
社会消费品零售总额	80.47	-0.8%	-	4.2%
进出口总额	110.2	57.0%	60.20	14.2%
存款余额	564.93	15.57%	488.81	8.66%
贷款余额	366.06	24.08%	295.01	7.41%
人均 GDP (元)		31,140		33,343.46
人均 GDP/全国人均 GDP		42.98%		47.03%

注：标“-”系尚未获取相关数据。

资料来源：2019-2020年莒南县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年莒南县实现公共财政收入22.85亿元，同口径增长10.8%；实现政府性基金收入42.41亿元，同比增长66.7%。

五、经营与竞争

作为莒南县政府下辖的一级平台公司，公司主要从事区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。2020年公司实现营业收入97,261.93万元，同比增长35.73%，主要系其他业务收入中新增土地补偿业务收入20,660.51万元所致。从收入结构来看，受工程结算量减少影响，工程代建收入进一步下滑至25,882.35万元；2020年公司实现房地产销售收入32,699.71万元，同比大幅增加，主要系临海新城住宅及商铺销售收入的增加所致；2020年公司耕地指标整理业务毛利率大幅增加，主要系公司耕地执行一地一价政策，故毛利率波动较大。

毛利率方面，由于毛利率较高的耕地指标整理业务和其他业务收入占比较高，2020年公司销售毛利率同比上升15.36个百分点至24.87%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	25,882.35	8.70%	32,766.01	8.24%
耕地指标整理收入	17,450.81	71.44%	20,667.52	2.77%
房地产销售收入	32,699.71	20.69%	17,707.58	22.98%
其他业务收入	21,229.06	12.73%	516.74	-101.13%
合计	97,261.93	24.87%	71,657.85	9.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受工程结算量减少影响，2020年公司工程代建收入下滑，目前公司代建的城市基础设施投资规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金支出压力

公司城市基础设施建设业务主要采取委托代建模式，根据莒南县政府与公司或子公司签订的委托代

建协议，公司或子公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司或子公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。莒南县政府针对代建项目按工程实际完工进度分期支付代建费，或在项目竣工验收且达到回购条件后一次性支付代建费，代建费为代建成本与代建管理费之和，代建管理费按照代建成本的一定比例计提。

公司保障房建设采取代建或自建模式。保障房委托代建模式具体为：公司或子公司与莒南县人民政府签订委托代建协议，约定公司作为代建主体负责保障房建设项目投资、融资、招标以及工程建设监督、管理等工作。莒南县人民政府按实际完工进度定期对工程进行结算或在保障房建设项目竣工验收后一次性结算，同时在结算成本基础上加成一定比例向公司或子公司支付工程款，其中结算成本包括项目前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等。保障房自建销售模式具体为：公司或子公司自行承担保障房建设项目的融资、投资建设、销售等工作，并自负盈亏，保障房竣工后，由公司或子公司根据周边市场行情自行定价销售给棚户区拆迁户。

2020 年公司实现工程代建收入 2.59 亿元，主要通过莒南一中建设项目和中心政务服务中心建设项目确认。截至 2020 年末，公司主要在建项目总投资 66.08 亿元，尚需投资共计 37.82 亿元（剔除已投资大于总投资的项目）。在建工程主要为代建项目，投资规模较大，未来工程代建收入来源有所保障，但随着项目建设的推进，公司也面临较大的资金压力。募投项目莒南县临海新城保障性安居工程建设项目已投资 13.51 亿元，现已基本完工，项目于 2018 年开始对外销售，截至 2020 年末，该项目账面余额为 6.43 亿元，剩余楼盘尚未开始预售，预计可为公司带来较大规模的销售收入和专项补贴。

表4 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

时间	项目名称	总投资	已投资	是否代建
	莒南一中建设项目	36,390.00	24,674.00	是
	中心政务服务中心建设项目	11,451.00	8,847.00	是
	县医院项目	80,000.00	4,374.07	是
	莒南县社会福利中心建设项目	2,822.80	1,861.18	是
	磐龙河生态湿地修复整治工程	31,032.00	14,221.23	是
	G518 日定线莒南绕城段改建	60,894.00	13,328.52	是
	县府展馆建设项目	1,000.00	861.30	是
基础设施项目	温泉社区城中村棚户区改造建设项目	23,275.00	15,423.21	是
	滨河花园城中村棚户区改造项目	17,000.00	10,871.00	是
	祥龙花园城中村棚户区改造项目	37,900.00	9,985.69	是
	北园社区片区城中村棚户区改造项目	38,620.00	2,100.60	是
	吉隆花园社区棚户区改造项目	26,622.00	5,441.00	是
	吉隆花园二期棚户区改造项目	36,599.00	2,600.60	是
	祥龙花园社区城中村改造二期项目	63,700.00	2,001.60	是
	十泉路北片区棚户区改造项目	15,621.00	9,791.45	是
	临港产业园片区棚户区	14,222.00	7,122.69	是

	涛坪线工程	13,552.00	2,299.00	是
	富民安置楼	2,680.55	2,932.01	是
保障房项目	民主路片区北安置楼建设项目	9,656.06	7,542.62	是
	芒麻厂安置楼建设项目	7,488.45	6,345.65	是
	莒南县临海新城保障性安居工程建设项目	130,319.15	135,127.39	否
	合计	660,845.01	287,751.81	-

注：公司募投项目的质保金未计入其已投资金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司耕地指标整理业务收入有所下降，未来收入存在不确定性

为落实耕地占补平衡政策，增加有效耕地面积，公司全资子公司山东国鑫实业有限公司（以下简称“国鑫实业”）为土地整治工程项目的实施主体。该业务由国鑫实业负责进行土地拆迁、整治，支付相应款项，并将平整好的耕地指标交由莒南县自然资源和规划局进行销售，莒南县自然资源和规划局将耕地指标对外销售后将销售款项返还给国鑫实业，国鑫实业收到返还的销售款后确认耕地指标整理收入并结转相应成本。按照耕地占补平衡指标易地调剂有偿使用原则和土地有偿管护原则，耕地指标的销售价格和管护经费仍分别为 8.50 万元/亩、4.50 万元/亩。

2020 年公司耕地指标整理业务收入为 17,450.81 万元，同比下降 15.56%，毛利率为 71.44%，大幅增加，主要系公司耕地执行一地一价政策，故毛利率波动较大。截至 2020 年末，公司存货中无耕地指标账面成本。耕地指标流转受当地政府土地利用总规划、房地产市场景气度等因素的影响，未来公司耕地指标收入存在不确定性。

公司房地产销售收入大幅增长，毛利率较稳定，但未来销售情况存在一定的不确定性

公司房地产开发业务主要为临海新城项目，项目类型以行政办公、商业服务、文化娱乐和居住生活为一体，位于莒南县城北部，北七路以南，天桥路以西，鸡龙河以北，西环路以东，规划面积约 10 平方公里，是莒南未来行政文化中心。2020 年公司实现房地产销售收入 32,699.71 万元，同比增长 84.67%，主要系临海新城住宅及商铺销售收入的增加所致。截至 2020 年末，该项目账面余额 6.43 亿元，剩余楼盘尚未开始预售。

2020 年公司其他业务收入为 21,229.06 万元，其中土地补偿业务收入为 20,660.51 万元，系政府有偿收回土地应补偿公司的款项，但公司土地补偿业务收入未来的实现情况存在较大不确定性。

公司继续获得较大的外部支持

公司是莒南县城基础设施及保障房建设的投融资主体，近年持续获得较大力度的外部支持。2020 年莒南县人民政府将两处矿产资源以评估价注入子公司莒南县基础设施建设投资有限公司，增加资本公积 343,022.96 万元，划入的两处矿产资源拟通过开采售卖花岗岩实现收益。2020 年无偿划出莒南县国鑫物业管理有限公司股权，减少资本公积 500.00 万元；2020 年将莒南县基础设施建设投资有限公司划入

公司，增加资本公积 3,470.81 元。2020 年合计增加资本公积 345,993.77 万元，增强了公司资本实力。

表5 2020 年公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

资产名称	金额	政府文件
矿产资源	343,022.96	莒南政字【2020】124 号文件
无偿划出莒南县国鑫物业管理有限公司 10%股权	-500	-
划入莒南县基础设施建设投资有限公司	3,470.81	-
合计	345,993.77	-

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2020 年公司纳入合并报表范围的子公司新增 1 家，孙公司新增 2 家，截至 2020 年末纳入合并范围的子公司共 7 家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产大幅增长，但以应收款项、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，应收款项回收时间存在一定的不确定，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

公司资产大幅增长，2020 年同比增长 52.26%，主要系莒南县人民政府将两处矿产资源注入公司增加无形资产 343,022.96 万元所致。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2020 年末流动资产占为 61.93%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	60,402.88	4.00%	72,316.20	7.29%
预付款项	17,826.33	1.18%	15,104.19	1.52%
其他应收款	417,842.49	27.68%	219,324.62	22.12%
存货	436,959.42	28.95%	452,042.20	45.59%
流动资产合计	934,900.05	61.93%	761,294.02	76.79%
可供出售金融资产	20,747.00	1.37%	34,860.00	3.52%
投资性房地产	19,273.38	1.28%	19,248.10	1.94%
在建工程	17,850.26	1.18%	10,870.78	1.10%
无形资产	503,371.63	33.35%	151,896.77	15.32%
非流动资产合计	574,673.76	38.07%	230,140.45	23.21%
资产总计	1,509,573.80	100.00%	991,434.47	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年末为60,402.88万元，其中17,234.78万元货币资金使用受限，系定期存款及保证金。2020年末公司预付款项为17,826.33万元，仍主要为预付山东鼎和置业有限公司购房款1.04亿元，山东鼎和置业有限公司已于2018年申请破产重整，2020年1月9日股东发生变更，由公司100%持股。公司其他应收款主要为与政府单位以及政府控股单位的往来应收款，2020年末为417,842.49万元，同比增长90.51%，前5名单位金额合计占比66.11%，以政府部门为主，坏账风险不大，但考虑到其规模较大，回款时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，对公司营运资金形成一定的占用。

公司存货主要由消耗性生物资产、开发成本和拟开发土地构成，2020年末为436,959.42万元，其中消耗性生物资产账面价值9,321.72万元，主要系林场；开发成本为311,818.81万元，主要包括道路构筑物、管道、沟槽及其他辅助设施、莒南县临海新城保障性安居工程建设项目、城区道路建设项目等基础设施和保障房建设项目；拟开发土地115,692.11万元，土地性质主要为出让，用途主要为住宅和商业。

公司可供出售金融资产主要为公司对当地其他企业的股权投资，质量一般，2020年末为20,747.00万元，同比减少40.48%，主要系收回对临沂新莒农生物科技股份有限公司5,000.00万元投资款所致，其中公司持有的账面价值为500.00万元的莒南县国润建设发展有限公司股权用于外担保质押。公司投资性房地产主要为商服用房，以公允价值核算，2020年末为19,273.38万元。2020年末公司无形资产账面价值为503,371.63万元，主要是莒南县政府划拨给公司的采矿权、采砂特许经营权、林地以及石泉湖水库，其中账面价值为15.07亿元的林地、石泉湖水库和采砂特许经营权未产生收益，2020年莒南县人民政府注入的价值为343,022.96万元的两处矿产资源以评估值入账，评估机构为临沂金桥通达资产评估事务所，评估基准日为2020年11月6日，评估有效期为自评估基准日起一年，评估方法为市场比较法，拟通过开采售卖花岗岩实现收益。2020公司在建工程账面价值17,850.26万元，主要系公司自营项目莒南北站站前停车场配套设施工程和城区集中供热管网二期工程。

总体来看，公司资产以应收款项、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主。应收款项主要是与政府单位和政府控股单位的往来应收款，回款时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，且账面价值为4.17亿元的资产使用受限，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入和利润总额有所增长，整体盈利状况有所提升

2020年公司实现营业收入97,261.93万元，同比增长35.73%，主要系公司新增土地补偿收入20,660.51万元。截至2020年末，公司及子公司主要在建项目总投资66.08亿元，已投资28.78亿元，未来工程代建收入来源有所保障，但需关注项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度对工程代建收入的影响，以及未来工程代建收入的回款情况。毛利率方面，由于毛利率较高的耕地指标整理业务和其他业务收入占比较高，公司销售毛利率同比上升15.36个百分点至24.87%。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

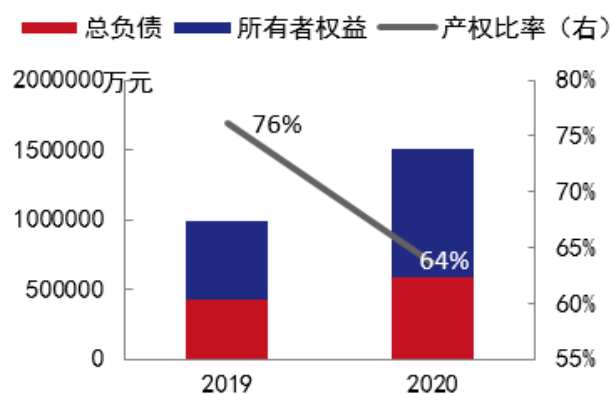
项目	2020年	2019年
营业收入	97,261.93	71,657.86
收现比	0.70	0.93
营业利润	18,610.99	14,988.35
其他收益	0.00	12,000.00
利润总额	18,479.96	15,750.61
销售毛利率	24.87%	9.51%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

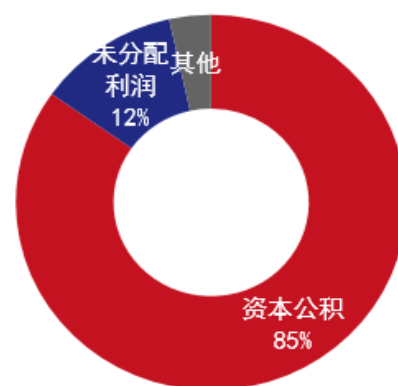
资本结构与偿债能力

2020年公司总债务大幅增加，面临较大的短期偿债压力

随着借款的增加，公司负债规模有所增长；由于利润的积累和政府资产的注入，2020年公司所有者权益规模大幅增长；2020年末公司产权比率下降至64%，但考虑到公司资产主要以应收款项、消耗性生物资产、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，权益对负债的实际保障程度较弱。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，截至2020年末，公司流动负债占比为77.62%，较2019年末有所上升。公司短期借款主要为保证借款，2020年末公司短期借款为77,000.00万元，同比大幅增加57.79%。公司其他应付款主要为往来款，规模较大且2020年大幅增长。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。公司长期借款主要为质押和抵押借款，2020年公司长期借款大幅增加，主要系新增保证质押借款所致。2020年末公司应付债券为本期债券。

表8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	77,000.00	13.11%	48,800.00	11.38%

其他应付款	315,669.68	53.74%	216,783.71	50.56%
一年内到期的非流动负债	32,743.78	5.57%	24,875.00	5.80%
流动负债合计	455,937.44	77.62%	311,805.94	72.72%
长期借款	79,600.00	13.55%	46,637.50	10.88%
应付债券	45,921.26	7.82%	68,330.88	15.94%
非流动负债合计	131,460.03	22.38%	116,949.76	27.28%
负债合计	587,397.47	100.00%	428,755.70	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务为239,798.63万元，较2019年末大幅增加，其中短期债务占比46%，面临较大的短期偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

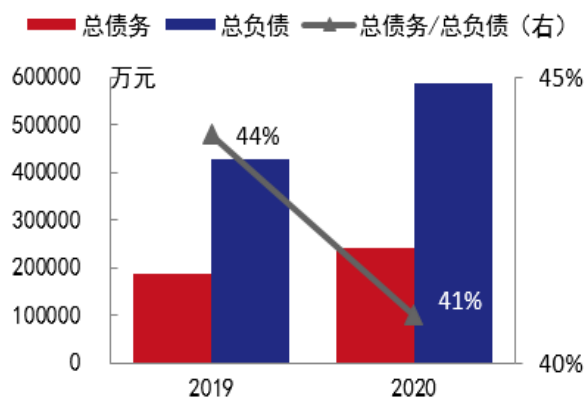
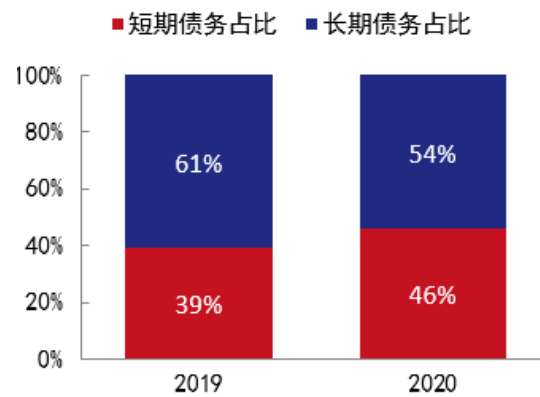


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2020年末，公司资产负债率为38.91%，同比有所下降。现金短期债务比方面，由于货币资金的减少和短期债务的增加，2020公司现金短期债务比下降至0.55。由于总债务的增加，2020年公司EBITDA利息保障倍数有所下降。整体看，公司面临较大短期偿债压力。

流动性方面，截至2020年末，公司获得各银行授信额度合计27.00亿元，已使用授信额度20.60亿元，剩余授信额度6.40亿元，公司财务弹性较弱。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	38.91%	43.25%
现金短期债务比	0.55	0.98
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.89

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔已结清关注类的中长期贷款，金额为3,700万元。

子公司方面，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月2日），莒南县信源热力有限公司存在一笔未结清关注类短期借款，金额为4,700万元；6笔已结清关注类短期贷款，合计金额3.58亿元，存在一笔还款责任为500万元的可疑类担保；从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月18日），山东国鑫园林市政工程有限公司存在一笔未结清关注类短期贷款，金额为4,700万元；一笔还款责任金额为2,950万元的关注类担保；四笔已结清关注类短期贷款，合计金额为1.98亿元。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计44.17亿元，占同期末净资产的47.90%，均未设置反担保措施；其中对民营企业担保金额为4.35亿元，且被担保方山东富邦肥业有限公司已被列为失信被执行人。根据公司提供的企业征信报告（报告查询日为2021年6月2日），公司本部存在三笔还款责任总额为1.44亿元的关注类担保，为对莒南县信源热力有限公司、莒南县国鑫建设工程有限公司、山东国鑫园林市政工程有限公司的担保。整体看，公司面临较大的或有负债风险。

表10 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
	70,000.00	2030/12/26
莒南县公共住房经营有限公司	85,000.00	2024/12/20
	132,060.00	2037/3/30
	16,000.00	2036/1/18
	9,000.00	2021/8/31
莒南县国鑫建设工程有限公司	4,800.00	2021/3/17
	16,950.00	2028/2/1
莒南县莒兴热源有限公司*	6,000.00	2021/9/12
莒南县力源热电有限公司*	33,500.00	2024/12/20
莒南县泰达路桥工程有限公司	50,375.00	2028/3/22
莒南县投资管理有限公司	10,000.00	2023/11/13
山东富邦肥业有限公司*	4,000.00	2021/3/9
	4,000.00	2027/8/18
合计	441,685.00	-

注：标“*”为民企。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

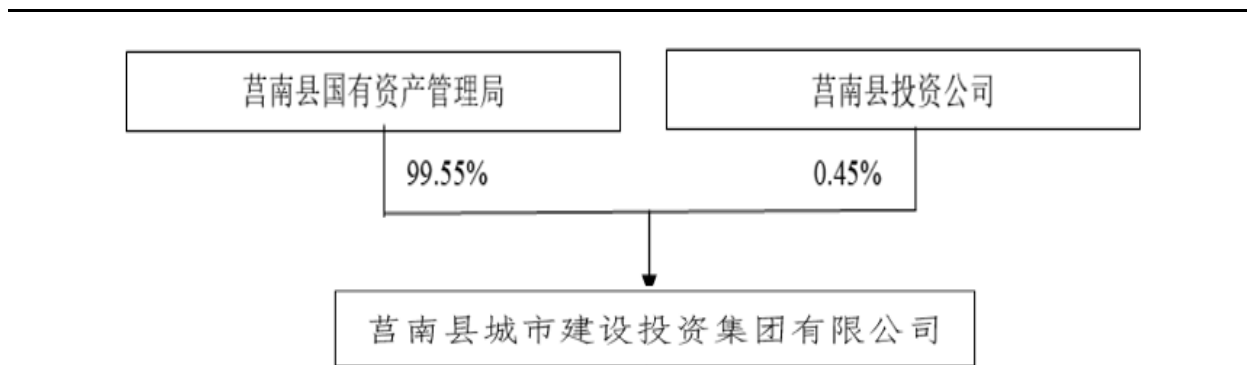
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	60,402.88	72,316.20	78,559.95
其他应收款	417,842.49	219,324.62	126,205.80
存货	436,959.42	452,042.20	417,262.46
流动资产合计	934,900.05	761,294.02	679,727.79
无形资产	503,371.63	151,896.77	153,475.40
非流动资产合计	574,673.76	230,140.45	228,584.21
资产总计	1,509,573.80	991,434.47	908,312.00
短期借款	77,000.00	48,800.00	30,000.00
其他应付款	315,669.68	216,783.71	185,711.00
一年内到期的非流动负债	32,743.78	24,875.00	12,820.00
流动负债合计	455,937.44	311,805.94	246,423.50
长期借款	79,600.00	46,637.50	35,479.50
应付债券	45,921.26	68,330.88	76,402.49
长期应付款	3,954.13	0.00	0.00
非流动负债合计	131,460.03	116,949.76	113,719.13
负债合计	587,397.47	428,755.70	360,142.63
总债务	239,798.63	188,643.38	154,701.99
所有者权益	922,176.34	562,678.78	548,169.38
营业收入	97,261.93	71,657.86	56,175.37
营业利润	18,610.99	14,988.35	14,108.78
其他收益	0.00	12,000.00	12,000.00
利润总额	18,479.96	15,750.61	14,103.15
经营活动产生的现金流量净额	-43,230.19	5,775.51	23,651.34
投资活动产生的现金流量净额	-14,374.46	-40,485.71	-141.66
筹资活动产生的现金流量净额	32,782.12	27,164.47	-29,756.85
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	24.87%	9.51%	12.40%
收现比	0.70	0.93	0.33
资产负债率	38.91%	43.25%	39.65%
现金短期债务比	0.55	0.98	1.83
EBITDA（亿元）	2.15	1.83	1.69
EBITDA 利息保障倍数	2.09	2.89	1.78

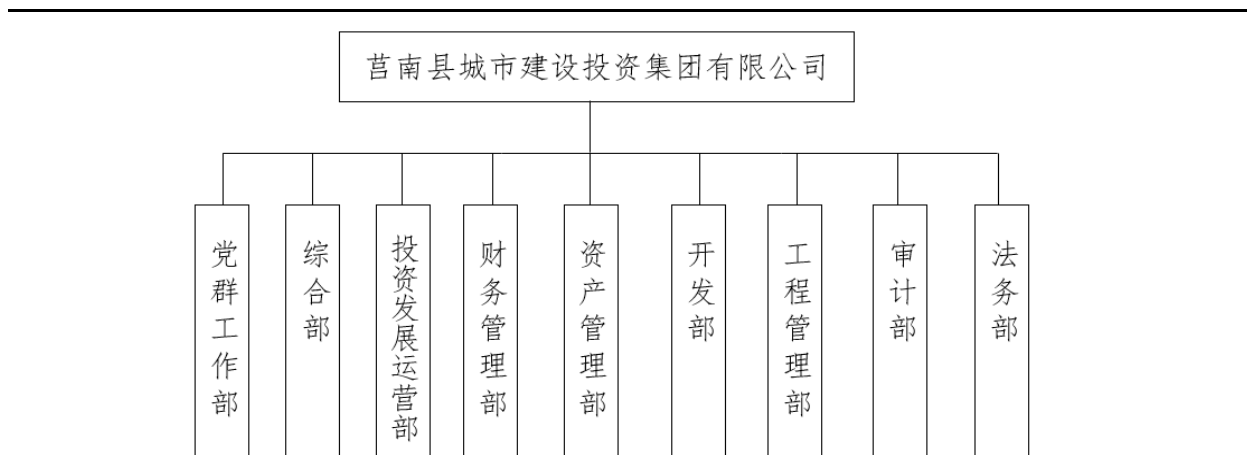
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



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 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东国鑫置业有限公司	2,600.00	100.00%	房地产开发、经营
莒南县信源热力有限公司	500.00	100.00%	供热工程、城区集中供热、管道及附属产品销售
山东国鑫园林市政工程有限公司	12,000.00	100.00%	市政工程施工、土地整理、道路施工等
山东国鑫实业有限公司	13,000.00	100.00%	新农村建设、基础设施建设、房屋拆迁等
莒南县基础设施建设投资有限公司	25,000.00	100.00%	市政设施管理
临沂新莒农生物科技有限公司	5,000.00	100.00%	食用菌、茶叶、花卉等种植
莒南县高铁建设投资有限公司	1,000.00	100.00%	高铁投资建设运营，高铁片区综合开发

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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、债务人主体长期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、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。