



2015年滨州市中海创业投资经营有限公司 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：



2015年滨州市中海创业投资经营有限公司¹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	2021-6-30	2020-5-18

债券概况

债券简称：PR 滨中海/15 滨中海债

债券剩余规模：1 亿元

债券到期日期：2022-4-13

偿还方式：债券存续期第 3-7 个计息年度分别偿还本期债券发行总额的 20%

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口融资担保有限公司

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：王恒攀
wanghp@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对滨州市中海创业投资集团有限公司（以下简称“滨州创投”或“公司”）及其 2015 年 4 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：滨州市及滨州经济技术开发区（以下简称“滨州开发区”）经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境，公司未来收入较有保障，且继续获得较大力度的外部支持，此外重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性较弱，存在较大的资金压力和短期债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司基础设施代建及棚户区改造业务在滨州开发区内仍将具有一定专营性，且将持续获得较大力度的外部支持。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：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	92.23	61.64	48.55
所有者权益	42.16	38.67	26.02
总债务	29.85	16.02	16.98
资产负债率	54.29%	37.27%	46.40%
现金短期债务比	0.25	2.16	0.79
营业收入	5.17	4.05	3.60
其他收益	1.11	0.90	0.90
利润总额	0.51	0.82	0.66
销售毛利率	-0.85%	7.94%	7.28%
EBITDA	1.24	1.55	1.44
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.80	1.44
经营活动现金流净额	-8.45	3.62	1.38
收现比	2.17	1.01	0.95

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2020 年 2 月，公司名称变更为滨州市中海创业投资集团有限公司

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。**2020年滨州市实现 GDP2,508.11 亿元，按可比价格计算增长 3.7%，滨州开发区实现 GDP149.25 亿元，按可比价格计算增长 2.9%；滨州市高新技术产业稳步发展，滨州开发区经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司未来收入较有保障。**2020 年末公司存货中棚户区改造项目账面价值为 29.54 亿元，且在建的基础设施项目及棚改项目较多，公司未来收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020 年滨州经济技术开发区管理委员会（以下简称“滨州开发区管委会”）增加公司实收资本 4.87 亿元，滨州开发区财政局拨付公司 1.05 亿元补助资金。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产中存货、固定资产和在建工程合计占比达 78.26%，受限资产占总资产的 9.10%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，考虑到经营现金流难以满足项目建设资金需求，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模增长较快，存在较大的短期债务压力。**截至 2020 年末，公司总债务为 29.85 亿元，较上年末增加 86.35%，总债务占总负债的 59.62%，考虑到现金类资产对短期债务覆盖程度较低，公司存在较大的短期债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额为 0.24 亿元，被担保单位为民营企业，且未设置反担保措施，公司对其担保存在一定或有负债风险。

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_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2015年4月发行7年期5亿元公司债券，募集资金计划用于滨州经济技术开发区棚户区改造项目。截至2021年4月2日，本期债券募集资金专项账户余额为60.70万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，实收资本有所增加。截至2020年末，公司注册资本仍为10.92亿元，实收资本较上年末增加3.37亿元至5.30亿元，滨州开发区管委会持有96.12%的公司股权，仍为公司的控股股东及实际控制人，公司股权结构图见附录二。

2020年公司新增1家二级子公司滨州鑫联万嘉园区运营管理有限公司。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共7家，见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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
滨州鑫联万嘉园区运营管理有限公司	100%	0.50	物业管理及国内贸易代理等	投资

资料来源：公司提供

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

滨州市及滨州开发区经济有所增长，滨州市高新技术产业稳步发展，固定资产投资增速明显回升

2020年滨州市经济持续增长，综合实力有所增强，全市实现地区生产总值2,508.11亿元，按可比价格计算增长3.7%，高出全国平均增速1.4个百分点。产业结构方面，三次产业结构由2019年的9.4：42.4：48.3调整为2020年的9.7：40.7：49.6，第三产业增加值占GDP的比重较上年提高1.3个百分点。按2019年末滨州市常住人口数计算，2020年滨州市人均生产总值为6.39万元，为同期全国人均生产总值的88.25%。

2020年滨州市工业发展仍面临一定压力。全市规模以上工业增加值比上年增长3.6%，规模以上工业实现营业收入7,406.79亿元，比上年下降1.3%；实现利润278.23亿元，比上年增长49.3%，工业企业亏损面为24.77%，比上年下降5.86个百分点。

2020年滨州市高新技术产业稳步发展。全市高新技术产业产值占规模以上工业产值比重达到40.58%，比上年提高9.58个百分点，高新技术产业产值比上年增长24.39%，2020年新增高新技术企业77家，总量达到244家，分别比上年增长81.39%和46.70%，国家科技型中小企业评价入库达438家，比上年增长141.99%。

2020年滨州市固定资产投资明显回升。全市全年固定资产投资增速由负转正，同比增长7.8%，其中民间投资增长7.2%。分产业看，第一产业投资增长242.8%，第二产业投资增长25.2%，第三产业投资下降8.6%。分领域看，全市全年工业投资增长24.6%，基础设施投资增长31.6%。此外，全市全年房地产开发完成投资166.52亿元，比上年下降13.59%，商品房销售面积442.90万平方米，比上年增长15.69%。

此外，受疫情影响，2020年滨州市社会消费品零售总额增速回落至1.1%，进出口总额较上年下降6.6%；全市金融市场有所发展，全年全市存贷款余额较上年显著增长。

2020年滨州市实现公共财政收入252.79亿元，比上年增长4.0%；实现政府性基金收入171.15亿元，比上年减少10.1%。

表 2 滨州市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）	2,508.11	3.7%	2,457.19	4.1%
第一产业增加值	243.15	2.7%	230.21	0.6%
第二产业增加值	1,021.56	3.1%	1,041.01	3.3%
第三产业增加值	1,243.40	4.4%	1,185.97	5.7%
规模以上工业增加值	-	3.6%	-	3.2%
固定资产投资	-	7.8%	-	-23.5%
社会消费品零售总额	717.9	1.1%	-	6.8%
进出口总额	817.5	-6.6%	873.00	6.8%
存款余额	3,442.6	16.38%	2,957.96	2.85%
贷款余额	2,904.1	8.25%	2,682.70	1.71%
人均 GDP（元）		63,933		62,639
人均 GDP/全国人均 GDP		88.25%		88.36%

注：“-”表示该数据未公布，2020年滨州市人均GDP使用2019年末滨州市常住人口计算。

资料来源：2019-2020年滨州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

滨州开发区于2001年启动建设，2013年11月升级为国家级经济技术开发区，近年滨州开发区坚持以重大产业项目为支撑，加快推进新旧动能转换。2020年滨州开发区经济持续增长，全年实现地区生产总值149.25亿元，按可比价格计算增长2.9%，且地区生产总值以第二产业为主。

2020年滨州开发区规模以上工业增加值增速较上年有所提高，固定资产投资增速明显回升，受疫情影响，全年全区社会消费品零售总额增速有所下滑。

2020年滨州开发区实现公共财政收入17.41亿元，同比增长3.8%。

表 3 滨州开发区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）	149.25	2.9%	147.81	3.1%
第一产业增加值	3.18	2.0%	3.00	0.2%
第二产业增加值	88.09	3.5%	88.32	6.8%
第三产业增加值	57.98	1.8%	56.49	-3.0%
规模以上工业增加值	-	2.1%	-	0.2%
固定资产投资	-	8.3%	-	-26.8%
社会消费品零售总额	36.75	2.4%	-	10.9%

注：“-”表示滨州经济技术开发区统计服务中心未提供相应数据

资料来源：滨州经济技术开发区统计服务中心、滨州市2020年12月统计月报

五、经营与竞争

跟踪期内公司仍承担滨州开发区城市基础设施建设任务，2020年公司营业收入较上年有所增加，主

要系新增较多工程收入所致，受基础设施项目收入毛利率下降及资产出租业务出现亏损影响，2020年公司销售毛利率较上年下滑至-0.85%，经营出现一定亏损。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施项目收入	2.62	1.80%	3.56	7.21%
其他	0.05	19.97%	0.03	28.90%
主营业务收入小计	2.67	2.14%	3.59	7.40%
资产出租收入	0.48	-21.49%	0.46	14.14%
工程收入	1.89	0.00%	0.00	-
环卫保洁管理费	0.13	-0.51%	0.00	-
其他	0.00	71.30%	0.00	-824.23%
其他业务收入小计	2.50	-4.05%	0.46	12.12%
收入合计	5.17	-0.85%	4.05	7.94%

注：2019年-2020年其他业务收入中的其他收入分别为11.07万元和33.13万元，换算成亿元单位后均显示为0。

资料来源：公司提供

受结算量下降影响，2020年公司基础设施项目收入有所减少，目前在建项目较多，未来基础设施项目收入较有保障，但投资规模较大使得公司面临较大的资金压力

公司是滨州开发区内基础设施及政府项目工程建设主体，根据公司与滨州开发区管委会签订的《城市基础设施建设协议书》，滨州开发区管委会授权公司建设开发区内城市道路等基础设施，由公司垫资建设，项目完工验收合格后移交政府，政府对项目进行回购。每年年末，滨州开发区管委会委托相关机构对公司所投资建设的项目进行审计，由滨州开发区财政局按照审定的实际投资额加成一定比例后作为结算金额，与公司进行结算，公司则按照结算金额确认基础设施业务收入，按实际投资额确认业务成本。

2020年，公司进行结算的基础设施项目为实验中学工程项目，确认工程回购收入2.62亿元，受结算量下降影响本期基础设施项目收入有所减少。2020年公司基础设施业务毛利率同比降至1.80%，主要系本期基础设施业务按照9%的税率计算销项税所致。此外，为盘活公司闲置的中海四号星项目，公司与山东魏桥创业集团有限公司（以下简称“山东魏桥”）签署资产租赁合同，2020年公司本部开展对中海四号星房屋及建筑物的装修以供山东魏桥用做酒店经营，公司向山东魏桥开具发票获得1.89亿元工程收入，同时获得装修施工方开具的发票并确认工程业务成本，中间不实现盈利，本期该业务毛利率为0。

目前公司仍有大量安置房项目及一些基础设施项目在建，公司在建项目较多，未来代建项目收入较有保障。截至2020年末，公司主要在建项目已完成投资25.62亿元，至少尚需投资25.76亿元²，规模相对

²不含道路、管网及绿化工程、朝阳小区及魏桥国科（滨州）科技园项目

较大。

值得关注的是，公司在建项目中的京东项目的主要用途为构建省特色农产品交易平台、省智慧旅游公共服务平台和创新制造公共服务平台，项目所需资金由公司自筹，建成后拟通过出租方式获取收益。此外，本期新增建设的国际标准地项目、高端装备标准化厂房及魏桥国科（滨州）科技园项目均属于市场化项目，均未签订代建协议等与政府相关合同，未来将通过出租等方式实现收益，实际收益情况尚待观察。

表 5 截至 2020 年末公司主要在建安置房及基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
中海创业培训中心项目	2.50	2.18
道路、管网及绿化工程	-	1.51
李肖海家苑	5.08	4.18
来家小区	3.39	0.77
小高家苑	0.50	0.41
北街家苑	4.17	0.26
朝阳小区	-	5.47
京东项目	5.03	3.62
国际标准地项目	12.21	4.44
高端装备标准化厂房	10.60	1.86
魏桥国科（滨州）科技园项目	-	0.92
合计	43.48	25.62

资料来源：公司提供

2020年公司仍未实现棚户区改造项目相关收入，但棚改项目账面金额较大，能为公司未来收入提供一定保障，但同时也面临较大的资金支出压力

公司棚户区改造项目仍主要由滨州经济技术开发区财金投资有限公司（以下简称“经开区财金”）负责，经开区财金成立于2017年12月，根据滨州开发区管委会相关会议纪要，滨州开发区管委会授权经开区财金负责承接和实施区内棚户区改造项目，但目前经开区财金尚未产生棚改相关收入。

从运营模式来看，经开区财金负责棚改项目的拆迁、建设及安置工作。经开区财金将拆迁并完成开发后的土地交由滨州经开区土地储备中心出让，出让金先进入滨州经开区财政局账户，滨州经开区财政局扣除相关税费后拨付至经开区财金。经开区财金负责棚改项目的资金筹措和建设，获得出让金前棚改项目的资金主要来源于棚改专项债券及金融机构借款等。经开区财金将建成后的棚改房以较低价格出售给安置户，对棚改房建造成本高于售价部分，滨州经开区财政局将以土地出让金形式予以弥补。截至2020年末，经开区财金尚未完成土地整理，未获得土地出让金。

截至2020年末，公司存货中棚户区改造项目账面价值为29.54亿元，规模较大，同期末公司预收款项为9.43亿元，基本为预收的棚户区改造项目房屋认购款，随着棚改项目持续投资及完工交付，未来公

司将相应获得棚户区改造项目相关收入。

目前在建的棚户区改造项目主要有鲲鹏小区、礼仁社区项目、朝阳小区二期及三期、康怡小区及百川小区，截至2020年末上述棚改项目累计已投资29.54亿元，未来至少尚需投资70.81亿元，随着项目推进，公司面临较大的资金压力。

表 6 截至 2020 年末公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	备注
鲲鹏小区	10.79	9.15	未签订委托代建协议，已获得 4 批累计 4.36 亿元的棚改专项债券资金
礼仁社区项目	-	1.61	未签订委托代建协议
朝阳小区二期	16.54	8.40	未签订委托代建协议
朝阳小区三期	24.10	8.26	未签订委托代建协议
康怡小区	20.49	1.84	未签订委托代建协议
百川小区	26.82	0.28	未签订委托代建协议
合计	98.74	29.54	-

注：礼仁社区项目由公司子公司滨州中海城市投资开发有限公司负责，公司及该子公司均无法提供礼仁社区项目的计划总投资数据，计算棚改项目尚需投资数据时剔除该项目。

资料来源：公司提供

2020年公司资产出租收入有所增加，但该业务出现亏损

2020年公司实现资产出租收入0.48亿元，较上年略有增加，但该业务毛利率同比显著下滑至-21.49%，经营出现亏损主要系滨州国际会展中心资产开始计提折旧但本期尚未产生租赁收入所致。目前公司用于对外出租的资产主要为中海创业大厦和管网管道等资产，其中2020年中海创业大厦实现租金收入961.86万元，污水管网和供热管道分别出租给滨州开发区开创水质净化有限公司和滨州市公建投资开发有限公司，2020年租金收入分别为2,201.83万元和1,192.66万元，租赁期均为2013-2023年。本期公司完成对中海四号星装修后将其出租给山东魏桥用做酒店经营，租赁期为10.75年，年租金不低于910万元。

从租赁期限来看，未来几年管网管道资产及中海四号星房屋及建筑物出租仍能为公司带来较为稳定的租金收入。

表 7 2020 年公司资产出租收入主要情况（单位：万元）

资产名称	收入	租赁期限	承租方
中海创业大厦	961.86	2018-2020 年	滨州开发区管委会
污水管网	2,201.83	2013-2023 年	滨州开发区开创水质净化有限公司
供热管道	1,192.66	2013-2023 年	滨州市公建投资开发有限公司
中海四号星及其他	762.10	2020-2030 年	山东魏桥创业集团有限公司
合计	5,118.45	-	-

注：公司资产出租收入包括其他业务收入中资产出租收入及其他零星资产出租收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大力度的外部支持

资本金注入方面，2020年滨州开发区管委会对公司增加实收资本4.87亿元，公司资本实力进一步增强。财政补贴方面，根据滨开财预指[2020]31号等文件，2020年公司获得滨州开发区财政局拨付的1.05亿元补助资金并计入其他收益，较大程度提升了公司的利润水平。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围内新增1家子公司，详见表1。

资产结构与质量

2020年公司资产规模进一步增长，但仍以土地、开发成本和在建工程为主，且部分资产使用受限，公司资产整体流动性较弱

主要受预收款项及长期应付款等负债规模增加影响，2020年公司资产规模亦较上年末显著增加。从资产结构来看，仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金含银行存款1.17亿元和库存现金3.83万元，无使用受限情形。受基础设施项目业务回款较慢影响，2020年末公司应收账款显著增加，主要为应收滨州经济开发区财政局的基础设施项目回购款。2020年末公司预付款项较上年有所下降主要系部分项目建设工程款完成结算。公司其他应收款主要为与滨州开发区内其他单位的往来款，2020年末其他应收款有所增加。公司存货主要为开发成本和土地，2020年末公司土地存货为1.73亿元，开发成本为54.70亿元，存货较上年末显著增加，主要系鲲鹏小区及朝阳小区等棚户区改造项目持续投资所致；存货中用于长期借款抵押的存货规模为0.90亿元。

公司投资性房地产主要为滨州国际会展中心、中海大厦及其裙楼等资产，受无形资产中部分土地转入核算影响，2020年末投资性房地产有所增加，同期末公司用于抵押用途的投资性房地产为1.97亿元。

公司固定资产主要为以前年度政府无偿划拨的管网资产，其中4.17亿元的管网资产已对外出租，能为公司带来一定的租金收入；此外，2020年末公司用于抵押的固定资产为5.52亿元，占全部固定资产的98.81%，受限比例较高。公司在建工程主要为国家标准地项目、京东项目及高端装备标准化厂房等在建项目，2020年末公司在建工程较上年末增加显著增加，主要系项目建设持续投入所致。公司无形资产基本为土地，2020年末同比略有下降，主要系部分土地转入投资性房地产核算所致。

总体来看，受棚改项目及在建工程项目持续投入，2020年公司资产规模显著增长，但以土地、开发成本和在建工程为主，其中开发成本规模较大，变现可能仍需较长时间。此外，2020年末公司受限资产规模为8.39亿元，占总资产的9.10%，公司资产整体流动性较弱。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.17	1.27%	3.98	6.45%
应收账款	2.77	3.00%	0.14	0.22%
预付款项	1.20	1.30%	2.88	4.67%
其他应收款	2.89	3.13%	2.25	3.64%
存货	56.42	61.17%	33.42	54.21%
流动资产合计	64.74	70.19%	43.02	69.79%
投资性房地产	8.22	8.91%	5.67	9.20%
固定资产	5.58	6.05%	5.98	9.69%
在建工程	10.18	11.03%	2.89	4.70%
无形资产	1.73	1.88%	2.95	4.79%
非流动资产合计	27.49	29.81%	18.62	30.21%
资产总计	92.23	100.00%	61.64	100.00%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司主业盈利能力依然较弱，政府补助对利润贡献较大

2020年公司营业收入较上年有所增加，主要系新增较多工程收入。受益于预收较多房屋认购款，公司收现比同比显著提高。此外，受基础设施业务毛利率下滑及资产出租业务亏损等影响，公司销售毛利率较上年下滑，出现一定亏损。2020年公司营业利润及利润总额分别为0.65亿元和0.51亿元，主要系获得1.05亿元政府补助并计入其他收益，公司主业盈利能力依然较弱，政府补助仍是公司利润的主要来源。

表 9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	5.17	4.05
收现比	2.17	1.01
其他收益	1.11	0.90
营业利润	0.65	0.83
利润总额	0.51	0.82
销售毛利率	-0.85%	7.94%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，存在较大的短期债务压力

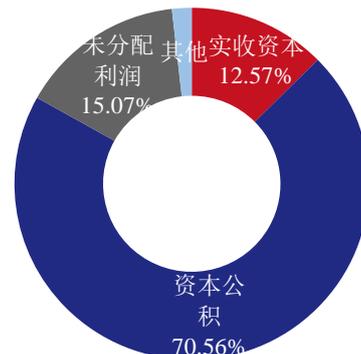
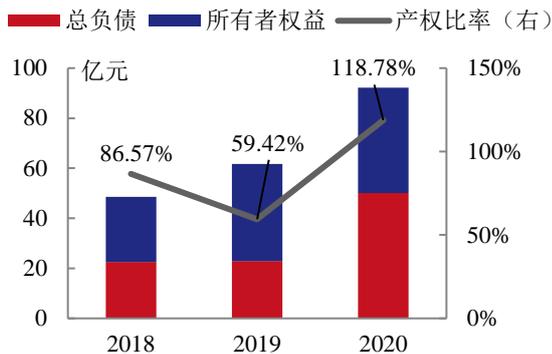
受益于滨州开发区管委会的资本金注入，2020年公司所有者权益较上年末有所增加；因长期应付款及预收款项等增加影响，同期公司总负债较上年末显著增加，带动产权比率上升59.36个百分点至

118.78%，公司所有者权益对负债的保障程度明显下滑。

截至2020年末，公司所有者权益为42.16亿元，其中资本公积、未分配利润和实收资本占比分别为70.56%、15.07%和12.57%，公司资本公积主要为当地政府注资及拨付的债务置换款。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构看，2020年末公司流动负债与非流动负债占比基本相当。预收款项、其他应付款、金融机构借款和长期应付款为公司负债的主要构成，2020年末上述负债占公司占总负债的比重为91.24%。

公司预收款项主要为预收的棚户区改造项目房屋认购款，2020年末预收款项较上年末增加较多主要系新增较多房屋认购款。公司其他应付款主要为与滨州开发区财政局及滨州市康宏房地产开发有限公司等单位的往来款，2020年末其他应付款较上年增加较多主要系对滨州市康宏房地产开发有限公司新增较多往来款所致。金融机构借款主要为长期借款，2020年末长期借款主要为信用借款、质押并抵押借款。2020年公司对滨州府新城市发展合伙企业（有限合伙）的付息借款增加较多及新增相关项目的政府专项债，2020年末公司长期应付款同比显著增加。此外，公司应付债券即本期债券。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	2.00%	0.00	0.00%
应付账款	3.05	6.08%	2.54	11.07%
预收款项	9.43	18.84%	1.21	5.26%
其他应付款	6.65	13.28%	2.89	12.56%
一年内到期的非流动负债	3.69	7.37%	1.84	8.00%
流动负债合计	24.07	48.08%	8.73	38.00%
长期借款	11.45	22.87%	11.48	49.98%
应付债券	1.00	2.00%	2.00	8.71%
长期应付款	13.46	26.88%	0.76	3.32%

非流动负债合计	26.00	51.92%	14.24	62.00%
负债合计	50.07	100.00%	22.97	100.00%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务较上年末显著增至29.85亿元，占总负债的59.62%，其中短期债务为4.69亿元，占总债务的15.72%。

图 3 公司债务占负债比重

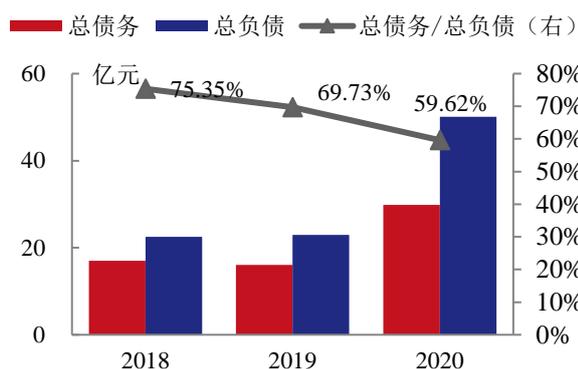
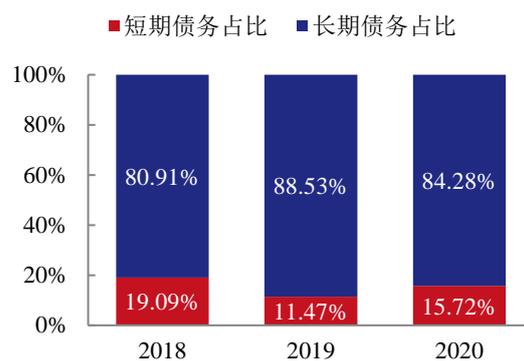


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司总负债的显著增加，2020年末公司资产负债率较上年末显著上升至54.29%，短期债务同比显著增加，加之货币资金有所减少，现金短期债务比骤降至0.25，公司现金类资产对短期债务的保障程度较低。受利润总额下降影响，2020年EBITDA利息保障倍数较上年有所下滑。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	54.29%	37.27%
现金短期债务比	0.25	2.16
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.80

资料来源：公司 2019 年、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17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

此外，根据公司提供的子公司经开区财金、滨州中海城市投资开发集团有限公司及滨州中海城市建设运营有限公司的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（查询日分别为2021年4月20日、2021

年5月12日和2021年5月12日），上述子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；各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为0.24亿元，被担保单位为民营企业，目前涉及买卖合同纠纷及借款合同纠纷等多项诉讼，且未设置反担保措施，公司对其担保存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
滨州东方地毯有限公司	0.24	2021.1.19	无

资料来源：公司提供

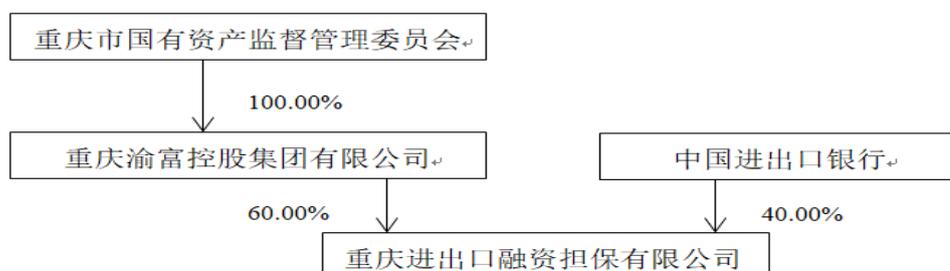
八、本期债券偿还保障分析

担保方经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

重庆进出口对本期债券的偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

重庆进出口由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图5 截至2020年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、

履约保函等), 以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入45,379.63万元、56,106.89万元和69,436.56万元, 营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看, 重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表13 重庆进出口营业收入构成情况 (单位: 万元)

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%
其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
合计	69,436.56	100.00%	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%

资料来源: 重庆进出口 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

截至2020年末, 重庆进出口资产总额为636,020.22万元, 所有者权益合计为383,731.71万元; 2020年度, 重庆进出口实现营业总收入69,436.56万元, 利润总额24,046.06万元。

表14 近年重庆进出口主要财务数据 (单位: 万元)

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源: 重庆进出口 2018-2020 年审计报告、重庆进出口提供, 中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定, 重庆进出口主体长期信用等级为 AA+, 其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	1.17	3.98	2.57
存货	56.42	33.42	28.04
固定资产	5.58	5.98	6.42
在建工程	10.18	2.89	0.95
总资产	92.23	61.64	48.55
短期借款	1.00	0.00	0.00
预收款项	9.43	1.21	0.02
其他应付款	6.65	2.89	2.51
一年内到期的非流动负债	3.69	1.84	3.24
长期借款	11.45	11.48	10.74
应付债券	1.00	2.00	3.00
长期应付款	13.46	0.76	0.02
总负债	50.07	22.97	22.53
总债务	29.85	16.02	16.98
所有者权益	42.16	38.67	26.02
营业收入	5.17	4.05	3.60
营业利润	0.65	0.83	0.66
其他收益	1.11	0.90	0.90
利润总额	0.51	0.82	0.66
经营活动产生的现金流量净额	-8.45	3.62	1.38
投资活动产生的现金流量净额	-10.60	1.69	-0.95
筹资活动产生的现金流量净额	16.25	-2.55	-3.04
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	-0.85%	7.94%	7.28%
收现比	2.17	1.01	0.95
资产负债率	54.29%	37.27%	46.40%
现金短期债务比	0.25	2.16	0.79
EBITDA（亿元）	1.24	1.55	1.44
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.80	1.44

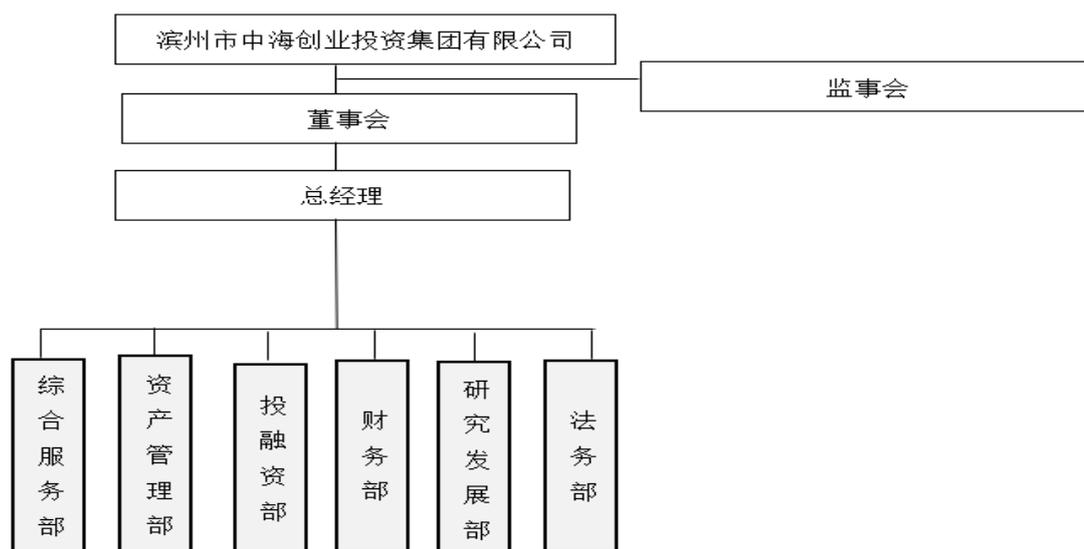
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

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
滨州经济技术开发区财金投资有限公司	50,000.00	100.00%	政府授权范围内的国有资产运营；为企业筹集资金等
滨州中海城市投资开发集团有限公司	100,000.00	100.00%	城市基础设施建设融资、投资；政府授权范围内的国有资产运营管理等
滨州中海城市建设运营有限公司	50,000.00	100.00%	城乡基础设施建设；房地产开发建设；工程项目管理等
滨州黄河风情文旅发展有限公司	1,000.00	100.00%	旅游项目的开发、经营、管理；会议会务服务；会展策划等
滨州中海科创发展有限公司	5,000.00	100.00%	科技研发推广；科技咨询服务等
滨州市中海市场管理运营有限公司	5,000.00	100.00%	市场建设与管理；房地产开发与销售等
滨州鑫联万嘉园区运营管理有限公司	5,000.00	100.00%	一般项目：物业管理等

注：公司通过子公司滨州市中海市场管理运营有限公司间接持有滨州黄河风情文旅发展有限公司 100% 股权，通过滨州中海城市投资开发集团有限公司间接持有滨州鑫联万嘉园区运营管理有限公司 100% 股权。

资料来源：公司提供

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。