

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0406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
二〇二二年六月二十二日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月22日

昌乐县新城发展有限公司 主体及“15昌乐债/PR昌乐债”2022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	2022/6/22	AA/稳定	王超毅	吕石

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%	2.40		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%	2.40		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00
上级补助收入	4.00%	2.08					

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	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-
	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-	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。

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AA
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AA
5.增信措施	连带责任保证担保
6.本期债券信用等级	AAA

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“15昌乐债/PR昌乐债”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，维持公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“15昌乐债/PR昌乐债”的信用等级为AAA。

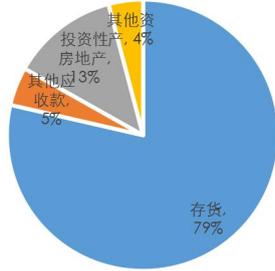
同业对比

项目	昌乐县新城发展有限公司	乳山市国有资本运营有限公司	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	潍坊市昌乐县	威海市乳山市	扬州市宝应县	襄阳市谷城县
GDP(亿元)	405.30	328.79	841.41	437.03
GDP增速(%)	10.7	6.0	7.5	13.4
人均GDP(元)	58378	-	123302	-
一般公共预算收入(亿元)	29.13	25.76	25.14	11.90
一般公共预算支出(亿元)	40.98	36.28	86.29	51.24
资产总额(亿元)	71.24	318.88	89.69	88.68
所有者权益(亿元)	51.67	132.49	53.41	51.41
营业收入(亿元)	4.55	16.90	7.74	4.83
利润总额(亿元)	1.39	0.83	2.55	0.97
资产负债率(%)	27.48	58.45	40.45	42.04
全部债务资本化比率(%)	14.37	-	-	-

注：同业对比选取了信用债市场上存续主体信用等级为AA的同行业企业，表中数据年份均为2021年。数据来源：各企业公开披露的2021年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年末公司资产构成



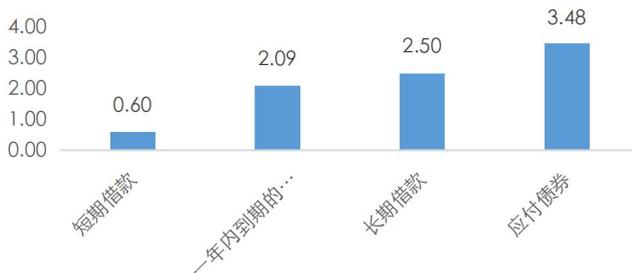
2021 年公司营业收入构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	70.11	66.10	71.24
所有者权益	48.89	50.27	51.67
营业收入	4.57	4.59	4.55
利润总额	1.58	1.38	1.39
全部债务	7.74	9.15	8.67
资产负债率	30.26	23.96	27.48
全部债务资本化比率	13.67	15.39	14.37

2021 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、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	昌乐县		
GDP 总量	315.6	330.3	405.3
GDP 增速	3.7	4.1	10.7
人均 GDP (元)	50658	52735	58378
一般公共预算收入	25.54	26.13	29.13
一般公共预算收入增速	3.2	2.3	11.5
上级补助收入	15.74	11.72	11.85

优势

- 跟踪期内, 昌乐县经济持续增长, 新能源新材料和高端装备制造等产业发展较快, 经济实力较强;
- 公司继续从事昌乐县的基础设施建设等业务, 业务仍具有很强的区域专营性;
- 作为昌乐县重要的基础设施建设主体, 在财政补贴等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“15 昌乐债/PR 昌乐债”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, 且存货中受限比例较高, 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	2021/6/26	妙青丹 吕石	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	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
15 昌乐债/PR 昌乐债	2021/6/26	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

跟踪评级说明

根据监管相关要求及昌乐县新城发展有限公司（以下简称“昌乐发展”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）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。2020年，昌乐县国有资产管理办公室（以下简称“昌乐县国资办”）将持有公司的30%股权无偿划转给潍坊市投资集团有限公司（以下简称“潍坊投资集团”）；2021年1月，昌乐县国资办更名为昌乐县国有资产监督管理局（以下简称“昌乐县国资局”）。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币4.58亿元；昌乐县国资局和潍坊投资集团分别持有公司70%和30%股权，昌乐县国资局为公司实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构及实际控制人均未发生变化。

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2021年末，公司新增纳入合并范围的子公司1家，为昌乐裕昌农业有限公司¹，系2021年9月由公司投资设立。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司发行的“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”）各年利息已按期支付、并已兑付7.20亿元本金，剩余本金1.80亿元。

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2021年末，募集资金已全部用于本期债券募投项目建设，本期债券募投项目已完工。

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²，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，本期债券募投项目租售规划发生改变，由原规划20%用于销售、80%用于出租，变更为100%用于销售，购买价格按照项目竣工决算成本加成一定比例确定。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位

¹ 昌乐裕昌农业有限公司成立于2021年9月，注册资本1.00亿元，昌乐发展对其持股比例为100%。

² 根据昌乐县人民政府〔2020〕第11号专题会议纪要。

数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，

坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1.潍坊市

跟踪期内，潍坊市加大产业升级力度，新兴产业实现较快发展，经济实力依然很强

潍坊市地处黄河三角洲高效生态经济区¹和山东半岛蓝色经济区²两大国家战略经济区的交汇处，是山东中部重要的区域经济中心。2021年，潍坊市地区经济保持发展，经济总量位居山东省第四位，经济实力依然很强。

¹ 黄河三角洲高效生态经济区包括东营、滨州两个市和潍坊北部寒亭区、寿光市、昌邑市，德州乐陵市、庆云县，淄博高青县，烟台莱州市，共涉及6个市的19个县（市、区）。

² 山东半岛蓝色经济区规划主体区范围包括山东全部海域和青岛、烟台、威海等六市及滨州的无棣、沾化2个沿海县所属陆域，海域面积15.95万平方公里，陆域面积6.4万平方公里。

图表 1 潍坊市主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5688.5	3.7	5872.2	3.6	7010.60	9.7
人均地区生产总值（元）	60760	3.8	62794	-	74606	-
规模以上工业增加值	-	-0.7	-	8.3	-	12.5
第三产业增加值	2880.0	7.5	3028.4	3.5	3550.90	9.8
全社会固定资产投资	-	-23.2	-	4.5	-	16.0
社会消费品零售总额	2854.9	5.6	2389.8	0.1	2781.50	16.4
进出口总额	1788.1	10.0	-	-	2657.00	39.4
三次产业结构	9.1: 40.3: 50.6		9.1: 39.3: 51.6		9.0:40.4:50.6	

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2021年潍坊市固定资产投资增速进一步提高，同比增长16.0%。其中，第一产业投资下降16.0%，第二产业投资增长23.5%，第三产业投资增长14.7%；高新技术产业投资增长37.4%，民间投资增长12.7%。同期，潍坊市房地产开发投资875.20亿元，增长5.4%，增速进一步放缓。

2021年，潍坊市实施重点技术改造项目604项，完成投资424.00亿元，制造业技改投资增长11.3%；华建铝业获批国家级工业设计中心，山东省绿色海洋化工制造业创新中心被认定为省级制造业创新中心，新增省级技术创新示范企业8家、省工业企业“一企一技术”研发中心10家。

2021年，潍坊市第三产业增加值持续较快增长，增速大幅反弹；金融产业方面，潍坊市年末金融机构本外币各项存款余额11217.80亿元，同比增长1141.30亿元；金融机构本外币各项贷款余额8873.00亿元，同比增长1298.90亿元。

2.昌乐县

跟踪期内，昌乐县经济持续增长，新能源新材料和高端装备制造等产业发展较快，经济实力仍较强

跟踪期内，昌乐县地区经济持续增长，经济实力仍较强。2021年，昌乐县实现地区生产总值405.3亿元，同比增长10.7%。

图表 2 昌乐县主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2019年	2020年	2021年
地区生产总值	315.6	330.3	405.3
GDP 增速	3.7	4.1	10.7
人均 GDP（元）	50658	52735 ¹	58378
规模以上工业增加值增速	-3.0	10.5	14.4
固定资产投资	-23.9	4.5	15.2
社会消费品零售总额增速	4.3	-	19.9
三次产业结构	14.5: 36.4: 49.1	-	14.0: 37.3: 48.7

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2021年，昌乐县工业经济运行良好，比德文成功并购陕西秦星、四川野马，“雷丁·芒果”量产下线，新材料、高端装备制造等产业发展较快。潍焦集团连续4年进入中国民营企业制造业500强，元利化学成功上市，阳光纸业稳居造纸行业全球百强，英轩实业柠檬酸产能保持全球首位，黄金珠宝文化创意产业集群入选省级现代优势产业集群、省首批“雁阵形”产业集群。固定资产投资方面，2021年，昌乐县固定资产投资同比增长15.2%，民间投资同比增长20.3%，房地产开发投资同比增长39.7%。消费方面，2021年，昌乐县社会消费品零售总额159.2亿元，同比增长19.9%。其中，批发、零售业149.5亿元，同比增长18.7%；住宿、餐饮业9.7亿元，同比增长42.2%。

财政状况

潍坊市

2021年，潍坊市一般公共预算收入保持增长，财政自给率保持较高水平，政府性基金收入快速增长，财政实力依然很强

2021年，潍坊市一般公共预算收入保持增长，随着疫情影响的减弱，税收收入和非税收入均增长较多。潍坊市政府性基金收入仍以土地出让金为主，2021年同比增长9.13%，该项收入受土地出让政策及房地产市场影响较大，未来仍存在一定不确定性。2021年，潍坊市获得上级补助收入224.85亿元，是潍坊市财政收入的重要补充。

¹ 2020年和2021年人均GDP分别根据2020年和2021年GDP增速估算。

图表3 潍坊市财政收入、支出情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	571.06	573.90	656.90
其中: 税收收入	435.58	426.10	499.57
非税收入	135.48	147.79	157.33
一般公共预算收入增速(%)	13.8	0.5	14.5
政府性基金收入	709.52	755.60	824.61
上级补助收入	240.06	235.40	224.85
财政收入	1520.64	1564.90	1706.36
一般公共预算支出	777.90	796.12	879.84
其中: 刚性支出 ¹	430.98	464.45	497.57
政府性基金支出	784.16	876.31	983.70
上解上级支出	98.59	86.87	93.69
财政支出	1660.65	1759.30	1957.23

资料来源:公开资料,东方金诚整理

潍坊市一般公共预算支出规模和刚性支出规模均持续扩大,2021年,潍坊市地方财政自给率²为74.66%,仍保持在较高水平。

截至2021年末,潍坊市政府债务余额为1672.90亿元,其中,一般债务余额704.26亿元,专项债务余额968.62亿元。

根据《潍坊市2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》,2022年,潍坊市一般公共预算收入预期目标699.92亿元,同比增长6.5%左右。

昌乐县

跟踪期内,昌乐县一般公共预算收入保持增长,税收收入占比较高,财政实力仍较强

2021年,昌乐县一般公共预算收入保持增长,其中,税收收入占比75.35%,占比较高,财政实力仍较强。同期,昌乐县政府性基金收入有所增长,仍主要为国有土地使用权收入。但政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入,易受房地产市场波动及政府土地出让计划等因素影响,未来存在一定的不确定性。

跟踪期内,昌乐县一般公共预算支出保持持续增长。2021年,昌乐县地方财政自给率为71.08%,自给程度较高。

截至2021年末,昌乐县政府债务余额为61.55亿元。

¹ 刚性支出=一般公共预算支出+教育支出+社会保障和就业支出+医疗卫生支出。

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 4 昌乐县财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	25.54	26.13	29.13
其中：税收收入	20.53	20.18	21.95
非税收入	5.01	5.95	7.18
一般公共预算收入增速（%）	3.2	2.3	11.5
政府性基金收入	29.77	35.59	36.37
一般公共预算支出	34.55	38.61	40.98
政府性基金支出	36.17	40.16	37.58

数据来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入较为稳定，仍主要来自于基础设施建设业务，毛利润及毛利率均有所增长

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。2021年，公司营业收入与上年基本持平，其中基础设施建设收入占比 94.55%；公司其他业务收入系租赁业务收入等，占营业收入比重仍较小。同年，公司毛利润和毛利率均有所增长。

图表 5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.57	100.00	4.59	100.00	4.55	100.00
基础设施建设	4.18	91.53	4.40	95.94	4.30	94.55
其他	0.39	8.47	0.19	4.06	0.25	5.45
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	0.29	6.27	0.36	7.90	0.40	8.83
基础设施建设	0.25	6.03	0.33	7.45	0.37	8.70
其他	0.03	8.86	0.03	18.75	0.03	11.13

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司从事的基础设施建设业务仍具有很强的区域专营性，该业务收入小幅下降，毛利率有所增加

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¹，公司所建设

¹ 本期债券募投项目初始为自建项目，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，本期债券募投项目租售规划发生改变，原规划 20%用于销售、80%用于出租，现变更为 100%用于销售，购买价格按照项目竣工决算成本加成一定比例确定。

项目均采取代建模式，业务模式未发生变化。

2021年，公司实现基础设施建设收入4.30亿元，与上年基本持平，毛利率为8.70%，较上年增加1.25个百分点。

截至2021年末，公司在建项目为昌乐县农村生活污水治理项目、昌乐县城市地下综合管廊建设项目等，计划总投资为17.34亿元，累计投资为1.71亿元，尚需投资15.63亿元。同期末，公司拟建项目为白浪河水系昌乐段综合治理工程项目，计划总投资11.72亿元。

图表6 截至2021年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
昌乐县西瓜特色小镇项目（1期）	4.03	1.23	2.80
昌乐县农村生活污水治理项目	3.00	0.46	2.54
昌乐县城市地下综合管廊建设项目	9.76	0.00	9.76
昌乐智能制造产业园基础设施建设项目	0.55	0.02	0.53
合计	17.34	1.71	15.63

数据来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

跟踪期内，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部门的有力支持

跟踪期内，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部门的有力支持。2021年，公司获得政府补助共1.90亿元。

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仍将对公司提供有力支持。

企业管理

截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为4.58亿元，较2020年末未发生变化；昌乐县国资局和潍坊投资集团分别持有公司70%和30%股权，昌乐县国资局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2021年合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021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，公司未更换审计机构。

截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司1家，为2021年9月投资设立的昌乐裕昌农业有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，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，且存货中受限比例较高，资产流动性仍较差

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。2021年末，公司资产总额同比增长7.77%。其中流动资产占资产总额的87.13%。公司流动资产仍主要由存货、货币资金和其他应收款构成，上述三项合计占流动资产的比重为97.62%。

2021年末，公司货币资金较上年有所增长，其中包括其他货币资金0.75亿元，为受限的定期存单。

跟踪期内，公司存货同比下降3.85%，包括账面价值为47.07亿元土地使用权（包含其他流动资产转入的土地使用权）和基础设施建设成本8.91亿元。2021年末，公司其他应收款增长较快，主要为应收昌乐县其他国有企业的往来款。同期末，公司其他应收款主要应收单位和金额分别为昌乐县润昌水务有限公司（1.00亿元）、潍坊昌乐国有文化资产经营有限公司（0.84亿元）、昌乐县益民热力有限公司（0.79亿元）和昌乐齐城教育投资有限公司（0.70亿元）。

图表7 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019年末	2020年末	2021年末
资产总额	70.11	66.10	71.24
流动资产	62.80	59.01	62.07
其中：存货	50.33	58.23	55.99
货币资金	0.76	0.76	1.33
其他应收款	0.21	0.02	3.27
非流动资产	7.31	7.09	9.17
其中：投资性房地产	-	6.96	9.07

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

2021年末，公司非流动资产同比增长29.30%，主要由投资性房地产构成。公司投资性房地产为固定资产和无形资产转入的土地使用权、房屋及建筑物，已全部取得权证，房屋及建筑物已用于出租。

截至2021年末，公司受限资产为28.77亿元，占资产总额的40.39%。其中，受限的银行存款为0.75亿元、应收票据0.60亿元、存货账面价值22.49亿元和投资性房地产账面价值4.93亿元。东方金诚关注到，公司受限资产规模较大，资产流动性较差，东方金诚未来将持续关注公司资产受限情况。

资本结构

跟踪期内，得益于经营利润的累积，公司所有者权益有所增长

2021年末，公司所有者权益同比增长2.78%。其中，实收资本为4.58亿元，资本公积为34.40亿元，较2020年末均无变化；未分配利润11.41亿元，同比增长12.39%。

图表 8 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
所有者权益	48.89	50.27	51.67
实收资本	4.58	4.58	4.58
资本公积	34.40	34.40	34.40
未分配利润	8.92	10.15	11.41

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司负债规模小幅下降，仍以流动负债为主

2021 年末，公司负债总额同比增长 23.59%，其中流动负债占比为 66.49%，较上年末上升 11.57 个百分点。

图表 9 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债总额	21.21	15.84	19.57
流动负债	15.46	8.70	13.01
其中：应付账款	-	-	2.28
一年内到期的非流动负债	2.10	2.10	2.09
非流动负债	5.75	7.14	6.56
其中：长期借款	2.10	1.80	2.50
应付债券	3.54	5.25	3.48

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应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2021 年末，公司流动负债同比增长 49.64%。公司应付账款主要为应付楼宇的购买款；一年内到期的非流动负债较上年基本持平，包括一年内到期的长期借款 0.30 亿元和一年内到期的“15 昌乐债/PR 昌乐债”本金 1.80 亿元。

跟踪期内，公司非流动负债有所下降。2021 年末，公司长期借款主要包括质押及保证借款 1.80 亿元和抵押及保证借款 1.00 亿元；应付债券为“20 鲁昌乐新城 ZR001”。截至 2021 年末，“15 昌乐债/PR 昌乐债”和“20 鲁昌乐新城 ZR001”债券余额分别为 1.80 亿元和 3.48 亿元。2022 年 3 月，公司新发行 7 年期债券“22 昌乐专项债/22 昌乐 01”，发行规模为 6.40 亿元，票面利率为 6.50%。

跟踪期内，公司全部债务有所下降，整体债务率水平较低

2021 年末，公司全部债务小幅下降，短期有息债务占比为 31.0%。同期末，公司资产负债率较 2020 年末上升 3.52 个百分点；全部债务资本化比率较上年末下降 1.02 个百分点，整体债务率水平较低。

截至 2021 年末，公司全部债务为 8.67 亿元，债务规模较小，集中偿付压力较小。

图表 10 公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	7.74	9.15	8.67
其中：短期有息债务	2.10	2.10	2.69
长期有息债务	5.64	7.05	5.98
资产负债率	30.26	23.96	27.48
全部债务资本化比率	13.67	15.39	14.37

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司对外担保金额很大，存在一定的代偿风险

截至 2021 年末，公司对外担保金额为 63.43 亿元，对外担保比率为 122.77%，被担保对象主要为山东宝昌水务有限公司、昌乐县龙湖水务有限公司、昌乐县城市建设投资开发有限公司和山东宝通建设投资集团有限公司等国有企业，此外对民营企业潍坊金生水利建设工程有限公司、昌乐县新昌市政工程有限公司和潍坊汉唐新能源汽车科技有限公司担保金额合计为 1.05 亿元，截至本报告出具日，以上民营企业经营正常。总体来看，公司对外担保规模很大，存在一定代偿风险。

图表 11 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	企业性质
山东宝昌水务有限公司	22.87	国有企业
昌乐县龙湖水务有限公司	8.98	国有企业
昌乐县城市建设投资开发有限公司	8.30	国有企业
山东宝通建设投资集团有限公司	5.90	国有企业
昌乐县昌盛国有资产经营有限公司	3.50	国有企业
昌乐县益民热力有限公司	3.40	国有企业
山东齐城建设投资集团有限公司	2.72	国有企业
山东宝通建设投资有限公司	2.40	国有企业
山东宝城旅游发展有限公司	2.22	国有企业
昌乐县齐都传媒有限责任公司	0.79	国有企业
昌乐齐城新农村建设投资有限公司	0.73	国有企业
昌乐县齐城新农村建设投资有限公司	0.41	国有企业
昌乐红玉农业科技有限公司	0.10	国有企业
昌乐齐城贸易有限公司	0.07	国有企业
潍坊金生水利建设工程有限公司	0.47	民营企业
昌乐县新昌市政工程有限公司	0.38	民营企业
潍坊汉唐新能源汽车科技有限公司	0.20	民营企业
合计	63.43	-

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司利润总额对政府财政补贴依赖仍很大，盈利能力依然较弱

跟踪期内，公司营业收入与上年基本持平。同期，公司期间费用占营业收入的比重为12.99%；公司利润总额与上年基本持平，但对财政补贴依赖仍很大。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率仍较低，盈利能力仍较弱。

图表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
营业收入	4.57	4.59	4.55
营业利润率	0.89	2.48	3.09
期间费用	0.17	0.64	0.59
利润总额	1.58	1.38	1.39
其中：财政补贴	1.68	1.88	1.90
总资本收益率	3.03	3.12	3.21
净资产收益率	3.21	2.73	2.71

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流对基础设施结算款及往来款仍依赖较大，未来仍存在一定的不确定性

2021年，公司经营活动现金流入主要为基础设施建设项目回购款和往来款，现金收入比与上年基本持平，主营业务回款状况良好；经营活动现金流出仍主要为公司支付的基础设施建设成本和往来款等形成的现金流出。总体来看，公司经营活动现金流由净流出转为净流入状态，对基础设施结算款及往来款的依赖较大，未来仍存在一定的不确定性。

跟踪期内，公司投资活动现金流规模仍较小。同期，公司筹资活动现金流入仍为公司取得银行借款形成的现金流入；公司筹资活动现金流出仍主要用于偿还借款本金和利息。

图表 13 公司现金流构成情况（单位：亿元）

科目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入	15.99	6.79	6.57
现金收入比 (%)	312.83	102.74	103.10
经营活动现金流出	11.91	7.69	5.88
经营活动产生的现金流量净额	4.07	-0.90	0.70
投资活动现金流入	0.75	0.79	0.78
投资活动现金流出	2.02	0.75	0.82
投资活动产生的现金流量净额	-1.27	0.03	-0.04
筹资活动现金流入	-	3.50	2.57
筹资活动现金流出	3.22	2.62	2.66
筹资活动产生的现金流量净额	-3.22	0.88	-0.09
现金及现金等价物净增加额	-0.42	0.01	0.57

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东及相关各方的有力支持，偿债能力依然很强

2021年，公司流动比率有所下降，速动比率和现金比率有所提高。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。公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度依然较弱。

从长期偿债能力指标来看，2021年末，公司长期债务资本化比率有所下降；EBITDA对全部债务保障程度仍较好。

图表 14 公司偿债能力指标（%、倍）

科目	2019年	2020年	2021年
流动比率	406.10	678.48	476.89
速动比率	80.61	9.02	46.73
现金比率	4.93	8.74	10.23
货币资金/短期有息债务	0.36	0.36	0.50
经营现金流流动负债比率	26.33	-10.37	5.35
长期有息债务资本化比率	10.34	12.29	10.38
EBITDA 利息倍数	3.49	4.29	3.94
全部债务/EBITDA	4.02	4.44	4.03

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

考虑到公司基础设施建设业务仍具有很强的区域专营性，公司股东及相关各方继续给予公司有力支持，东方金诚认为公司偿债能力依然很强。

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2022年4月2日，公司未结清贷款中无不良/违约类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场中发行的债券均已按期支付本金和利息。

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。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2012年7月19日，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成立。中合担保初始注册资本51.26亿元人民币，初始股东均以货币出资。2016年，中合担保以定向增发股份的方式增加公司注册资本，由海航科技股份有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司和内蒙古鑫泰投资有限公司出资，以货币资金补充注册资本至71.76亿元。截至2020年末，中合担保注册资本和实收资本均为71.76亿元，其中海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）和海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）作为海航集团有限公司旗下公司（以下简称“海航集团”），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、资产管理计划担保、项目融资担保等为主业，同时开展贸易信用保证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2020年末，中合担保纳入合并报表的子公司共6家，分别经营投资管理、金融中介服务、和应收账款保理等业务。

截至2020年末，中合担保资产总额83.78亿元，净资产73.05亿元，融资性担保余额626.28亿元。2020年，中合担保实现营业收入5.19亿元，利润总额为-9.36亿元。

中合担保债券担保业务规模较大，债券担保市场占有率处于行业前列；中合担保主动调节资产结构，高流动性资产占比显著提升，为中合担保或有代偿提供很强的资金支持；中合担保主动压降负债规模，债务压力很轻，资本实力处于行业较高水平，为业务拓展奠定基础；中合担保股东宝武钢铁、进出口银行等实力雄厚，能够为中合担保业务发展提供一定支持。

海航集团旗下公司对中合担保持股比例为43.34%，海航集团的破产重整对中合担保股权结构稳定性产生负面影响；受被保民营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，部分民营企业后续仍面临较大代偿压力；中合担保投资业务非标产品占比较高，底层资产流动性较弱，部分投资资产出现违约、逾期和展期，2020年计提较大规模减值，未来仍面临一定减值计提压力；受业务规模收缩、担保及投资业务风险上升及中合担保加大减值计提

等原因的影响，公司盈利能力下降，并出现大额亏损；受中合担保盈利能力下滑拖累，中合担保净资产规模下降，将对中合担保经营、融资、担保效力和市场认可度等产生不利影响。

综上，东方金诚维持中合担保主体信用等级为 AAA。

结论

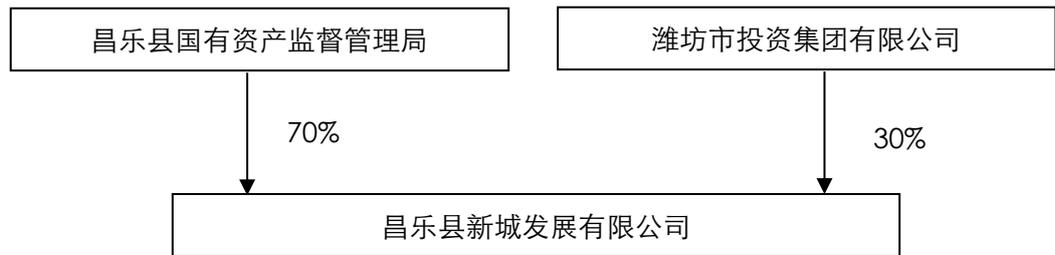
东方金诚认为，跟踪期内，昌乐县经济持续增长，新能源新材料和高端装备制造等产业发展较快，经济实力较强；公司继续从事昌乐县的基础设施建设等业务，业务仍具有很强的区域专营性；作为昌乐县重要的基础设施建设主体，在财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的有力支持；中合担保综合财务实力极强，对“15 昌乐债/PR 昌乐债”提供的不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司流动资产仍以变现能力较弱的存货为主，且存货中受限比例较高，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。

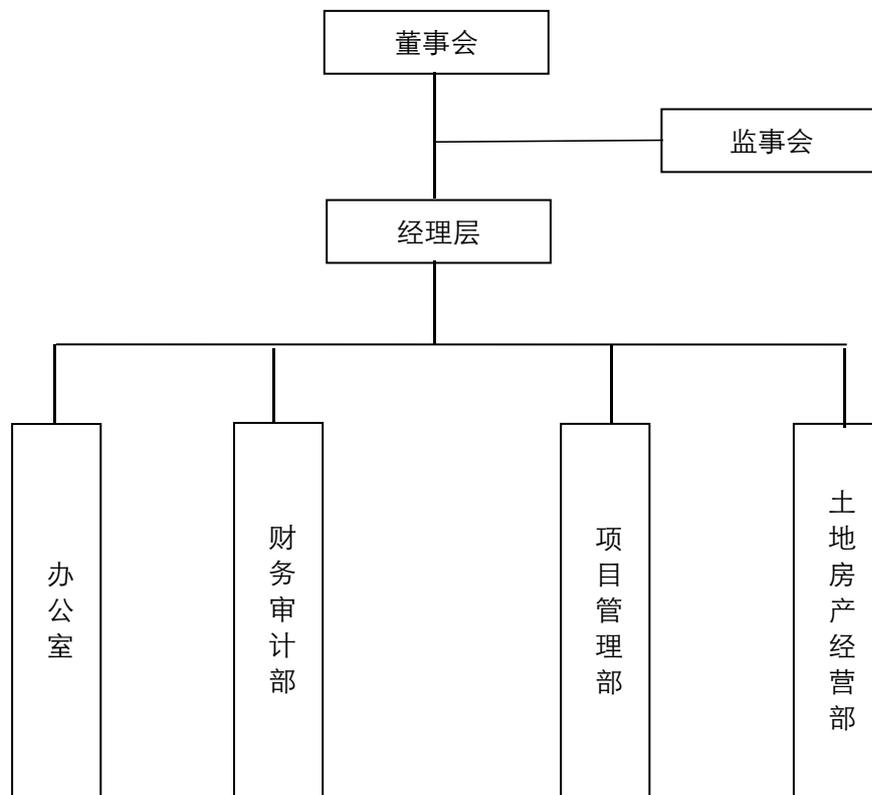
综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，维持“15 昌乐债/PR 昌乐债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

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	2019年	2020年	2021年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	70.11	66.10	71.24
货币资金	0.76	0.76	1.33
存货	41.35	58.23	55.99
投资性房地产	0.00	6.96	9.07
负债总额	21.21	15.84	19.57
全部债务	7.74	9.15	8.67
其中：短期债务	2.10	2.10	2.69
所有者权益	48.89	50.27	51.67
营业收入	4.57	4.59	4.55
利润总额	1.58	1.38	1.39
经营活动产生的现金流量净额	4.07	-0.90	0.70
投资活动产生的现金流量净额	-1.27	0.03	-0.04
筹资活动产生的现金流量净额	-3.22	0.88	-0.09
主要财务指标			
营业利润率（%）	0.89	2.48	3.09
总资本收益率（%）	3.03	3.12	3.21
净资产收益率（%）	3.21	2.73	2.71
现金收入比（%）	312.83	102.74	103.10
资产负债率（%）	30.26	23.96	27.48
长期债务资本化比率（%）	10.34	12.29	10.38
全部债务资本化比率（%）	13.67	15.39	14.37
流动比率（%）	406.10	678.48	476.89
速动比率（%）	80.61	9.02	46.73
现金比率（%）	4.93	8.74	10.23
经营现金流流动负债比率（%）	26.33	-10.37	5.35
EBITDA 利息倍数（倍）	3.49	4.29	3.94
全部债务/EBITDA（倍）	4.02	4.44	4.03

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：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。