



# 朔州市投资建设开发有限公司2022年公司 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：



# 朔州市投资建设开发有限公司 2022年公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2022-07-07

## 评级观点

- 中证鹏元评定朔州市投资建设开发有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行 4.90 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到朔州市矿产资源丰富，近年地区经济增速较快，公司新增供水业务具有一定区域专营性，且获得的外部支持力度很大。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，公司总债务规模较大，短期偿债压力持续加大以及面临一定的或有负债风险。

## 债券概况

**发行规模：**4.90 亿元

**发行期限：**7 年，在存续期的第 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

**偿还方式：**每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3-7 年末分别按本期债券未回售本金的 20% 的比例偿还债券本金

**发行目的：**偿还“18 朔州 01/18 朔州债 01”和“18 朔州 02/18 朔州债 02”于 2021 年内到期的债券本金及利息

## 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：**0755-82872897

## 未来展望

- 公司是朔州市内重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，地位突出，预计有望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	2021	2020	2019
总资产	118.91	113.67	108.36
所有者权益	89.23	86.84	69.45
总债务	24.83	25.17	26.92
资产负债率	24.97%	23.60%	35.91%
现金短期债务比	0.80	2.71	11.70
营业收入	4.33	4.58	5.56
其他收益	0.67	0.00	0.00
营业外收入	1.56	1.07	0.94
利润总额	1.26	1.34	1.23
销售毛利率	5.03%	4.55%	4.55%
EBITDA	1.62	1.41	1.29
EBITDA 利息保障倍数	0.94	0.79	0.67
经营活动现金流净额	2.03	9.79	4.44
收现比	23.51%	0.00%	0.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **朔州市矿产资源丰富，近年地区经济增速较快。**朔州市位于山西省北部，三面环山，矿产资源丰富，能源产业为其工业经济的重要支柱，近年地区经济增速较快。
- **公司新增供水业务具有一定区域专营性。**公司是朔州市内重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，2021 年接受子公司股权划转，新增多种业务，其中供水业务主要负责朔州市市区居民供水，具有一定区域专营性。
- **公司获得的外部支持力度很大。**公司持续获得当地政府及股东在货币资金注入等方面的支持，资本公积相应增加；同时，2019-2021 年公司持续获得政府财政补贴，提升了公司的利润水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由存货和应收账款组成，部分应收账款以资本公积抵消，存货为土地资产和项目开发成本，且部分受限，应收账款回款时间存在不确定性；另外，公司公益性资产规模较大。
- **公司面临较大资金压力。**近年公司收现比表现很差，基础设施建设业务回款滞后，且截至 2021 年末，公司主要在建设项目尚需投资规模较大。
- **公司总债务规模较大，短期偿债压力持续加大。**公司总债务规模较大，且短期债务占比持续上升，现金短期债务比持续下降至 2021 年末的 0.80。
- **公司面临一定的或有负债风险。**公司存在一定规模的对外担保，且均未设置反担保措施，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_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

## 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
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	7
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	1
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

## 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
无	无	无	无	无	无

## 一、发行主体概况

公司成立于2003年11月23日，由朔州市人民政府、朔州市自来水公司和朔州市土地储备中心出资共同设立，初始注册资本为12,000.00万元。历经2009年12月第一次股权转让、2012年12月第二次股权转让、2013年3月第一次增资、2019年6月第三次股权转让和2020年4月公司股东名称变更，截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为106,000.00万元，朔州市城市发展集团有限公司（以下简称“朔州城发”）为公司唯一股东，公司实际控制人为朔州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“朔州市国资委”），股权结构图详见附录二。

公司是朔州市重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，主要负责朔州市范围内的保障房建设、市政设施建设和国有资产经营管理。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共14家<sup>1</sup>，具体简况见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2022年朔州市投资建设开发有限公司公司债券；

**发行规模：**4.90亿元；

**债券期限和利率：**债券期限为7年，在存续期的第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3-7年末分别按本期债券未回售本金的20%的比例偿还债券本金。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为4.90亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还“18朔州01/18朔州债01”和“18朔州02/18朔州债02”于2021年内到期的债券本金及利息。

“18朔州01/18朔州债01”于2021年内到期本金和利息合计2.48亿元，“18朔州02/18朔州债02”于2021年内到期本金和利息合计2.50亿元，因本期债券发行时间滞后于以上债务2021年还本付息时间，公司计划用本期债券募集资金对偿债资金进行置换。

---

1. 根据公司2021年审计报告，公司控股股东朔州城发将其原仅履行政府代持义务的14家持股公司划转至公司，此次股权转让按照非同一控制下企业合并进行财务处理，合并日为2021年8月31日。公司本部以其对朔州市财政局的应收账款和其他应付款为合并对价。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，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。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽

松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2019-2020年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

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，融资环境较为宽松。具体来看，自2月起，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”。3月，中共中央政治局常务会议提出要加快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。

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模

较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

**朔州市矿产资源丰富，能源行业为当地工业经济的重要支柱，但其经济总量相对较小，对煤炭行业依赖度高，近十年常住人口下降幅度较大**

**区位特征：**朔州市位于山西省北部，三面环山，矿产资源丰富，近十年常住人口数量降幅较大。朔州市为山西省 11 个地级行政区之一，位于山西省北部，大同盆地西南端，南临忻州，北接大同，西北与内蒙古交界，北、西、南三面环山，平均海拔 1,000 米，总面积 1.06 万平方公里。交通方面，2021 年末全市公路通车里程达到 10,257.3 公里，其中高速公路 453 公里。朔州市自然资源丰富，初步探明有煤、铁、铝矾土、高岭土等矿产资源 35 种，煤炭储量 494.1 亿吨，占全省的六分之一。朔州市位处草食畜牧业黄金产业带，全市现有天然牧坡草地 292 万亩，是全国重要的奶牛和肉羊优势产区。朔州市现辖二区一市三县（朔城区、平鲁区、怀仁市、山阴县、应县、右玉县）和 6 个省级开发区，根据朔州市第七次全国人口普查公告，截至 2020 年 11 月 1 日，全市常住人口为 159.34 万人，较第六次全国人口普查结果下降了 7.08%，降幅较大。

图 1 朔州市市区位图



资料来源：山西省自然资源厅，中证鹏元整理

**经济发展水平：**朔州市经济总量相对较小，但近年增速较快，人均 GDP 相对较高。近年朔州市区域经济持续较快增长，增速相对较高，但经济总量相对较低，在山西省下属地级市中排名靠后。2021 年，朔州市实现地区生产总值 1,420.60 亿元，同比增长 9.8%，较上年大幅提升，主要系煤炭行业高景气叠加前期基数较低所致，三次产业结构由 2019 年的 5.1:40.0:54.9 调整为 2021 年的 6.5:45.4:48.1，第二产业占比有所提高。从拉动经济增长的三大要素来看，朔州市固定资产投资保持较快增长，是拉动经济增长的主要动力，2021 年全市固定资产投资完成 340.2 亿元，同比增长 13.7%；朔州市社会消费品零售总额增速近年波动较大，2021 年同比增长 16.4%，恢复较快，是带动经济增长的重要力量。朔州市人均 GDP 相对较高，且近年持续提升，2021 年朔州市人均 GDP/全国人均 GDP 为 110.10%，表现较好。

**表1 2021年山西省部分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 (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金收入
太原市	5,121.6	9.2%	9.6	423.4	263.6
长治市	2,311.1	11.0%	7.3	224.1	105.8
运城市	2,053.1	9.1%	4.3	105.2	116.5
晋城市	1,912.4	11.6%	8.7	201.3	-
晋中市	1,843.4	6.8%	5.4	171.1	78.5
大同市	1,686.0	7.5%	5.4	166.7	63.3
<b>朔州市</b>	<b>1,420.6</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.9</b>	<b>116.3</b>	<b>34.5</b>
忻州市	1,344.4	10.6%	5.0	117.9	53.9

注：朔州市人均 GDP 采用第七次人口普查数据计算。

资料来源：各市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2 朔州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,420.60	9.8%	1,100.50	4.1%	1,061.70	6.5%
固定资产投资	-	13.7%	-	10.6%	-	9.0%
社会消费品零售总额	347.5	16.4%	298.5	-2.8%	364.3	7.8%
进出口总额	7.55	-3.7%	7.83	-3.3%	8.10	45.1%
人均 GDP（元）		89,153		69,064		66,629
人均 GDP/全国人均 GDP		110.10%		95.33%		93.99%

注：“-”数据未公示；2019-2021 年人均 GDP=当年 GDP/2020 年 11 月朔州市常住人口。

资料来源：2019-2021 年朔州市国民经济和社会发展统计公报、第七次人口普查公报，中证鹏元整理

**产业情况：能源产业为朔州市工业经济的重要支柱，且对煤炭行业依赖较大。**近年朔州市工业发展较快，农牧业、能源产业、现代服务业等实现较好发展。农牧业方面，朔州市着力打造百亿元乳业、百亿元肉业、五十亿元粮油、五十亿元蔬果“四条全产业链”。能源产业中，全市现有煤矿 65 座，先进产能占比 91%，煤炭生产、洗选、发运能力均超 2 亿吨，在全国地级市中位列第三；全市已并网发电和在建电厂总装机容量 1,861.87 万千瓦，蒙西至天津南、晋北到江苏南京两条特高压输电通道纵横过境。此外，朔州市持续优化产业结构，围绕碳基新材料、钙基新材料、固废新材料，打造新材料产业集群；发展储能装备、重卡装备、智能装备等产业，打造装备制造产业集群。2021 年，全市规模以上工业增加值同比增长 9.6%，规模以上工业企业实现营业收入 1,755.0 亿元，比上年增长 62.7%，其中，煤炭行业实现营业收入 1,390.3 亿元，增长 78.7%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现营业收入 168.8 亿元，增长 18.8%。整体来看，朔州市工业经济对煤炭行业依赖较大，且煤炭行业周期性较强，面临一定经济波动风险。

**发展规划及机遇：**根据朔州市《十四五规划纲要》，朔州市将积极落实经济转型，坚持对外开放、节能环保等政策。朔州市将争做国家资源型经济转型综改示范区，推动系统转型，重塑竞争优势，打造

国际现代化煤炭生产基地、国家工业固废综合利用示范基地和中部地区新能源电力外送基地等。

**财政及债务水平：**朔州市一般公共预算收入波动增长，税收占比相对较高，地方政府债务余额持续增长。近年朔州市一般公共预算收入波动增长，受益于煤炭行业高景气，2021年全市实现一般公共预算收入 116.29 亿元，同比增长 29.89%，其中税收收入占比 85.40%，财政质量较好。朔州市政府性基金收入规模相对较小，且近年有所下降。近年朔州市财政自给率有所波动，随着一般公共预算收入的增长，2021 年提高至 56.07%，整体表现一般。近年朔州市地方政府债务余额持续增长，2021 年末为 213.30 亿元。

**表3 朔州市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	116.29	89.53	92.29
税收收入占比	85.40%	74.52%	82.95%
财政自给率	56.07%	45.15%	47.84%
政府性基金收入	34.48	35.31	40.93
地方政府债务余额	213.30	180.00	-

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：2019-2021 年朔州市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司根据《公司法》制定《公司章程》，公司不设股东会，由朔州城发行使股东职权。公司设董事会，其成员为7人，其中非职工代表6人，由股东委派或指定；职工代表1人，通过职工代表大会民主选举产生；设董事长1人，由股东从董事会成员中指定。公司不设监事会，设监事一人，由股东决定委派。公司设总经理1名，总理由股东提名、董事会聘任，总经理对董事会负责。

公司根据生产经营需要，设有综合管理部、项目管理部、发展规划部、财务审计部四个部门，具体情况详见附录三。

## 六、经营与竞争

公司系朔州市内重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，承担朔州市内保障房建设、市政设施建设和国有资产经营管理。2019-2021年公司分别实现营业收入5.56亿元、4.58亿元和4.33亿元，主要来源于基础设施建设业务，近年营业收入规模下降主要受基础设施建设业务收入规模影响；销售毛利率方面，2019-2020年由于业务结构单一，毛利率水平稳定，2021年由于新增子公司供水等业务，毛利率有所提高。

**表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	3.44	6.74%	4.58	4.55%	5.56	4.55%
供水业务	0.36	19.82%	-	-	-	-
其他业务	0.53	-16.18%	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>4.33</b>	<b>5.03%</b>	<b>4.58</b>	<b>4.55%</b>	<b>5.56</b>	<b>4.55%</b>

注：其他业务收入包括租赁收入、监理收入、管道安装收入、污水处理收入、固废处置收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司项目进度较慢，未来公司基础设施建设收入可能存在波动，同时面临一定的资金支出压力

2018-2019年，公司基础设施建设主要业务模式为：通过与朔州市人民政府签订《项目建设合作协议书》，朔州市人民政府将朔州市相关项目委托公司进行建设，公司负责所承建基础设施建设工程的融资、建设以及管理等事宜，政府每年按照工程完工进度与公司进行结算，相关建设收入按项目成本加成10%进行确认。建设项目验收通过后，由朔州市人民政府接管。2019年以来，公司股东朔州城发将其与朔州市住房保障和城乡建设管理局签订的《朔州市七里河沿线棚户区改造项目政府购买服务协议》下的朔州市七里河沿线棚户区改造项目发包给公司，项目分包金额18.00亿元，由公司来进行项目的土地征收建设管理，公司作为承包方的收益为：项目工程经审核确认后的项目支出加成10%。根据公司与朔州城发的分包项目移交报告，按照完工进度，公司将每年完成的该项目投资移交给朔州城发，并确认当期的代建收入。

**表5 公司基础设施建设收入主要明细（单位：万元）**

时间	项目名称	确认收入
2021年	七里河沿线棚户区改造项目	2.94
	<b>合计</b>	<b>2.94</b>
2020年	七里河沿线棚户区改造项目	4.58
	<b>合计</b>	<b>4.58</b>
2019年	再生水利项目	0.02
	朔州陶瓷职业技术学院工程	0.06
	朔州市住房保障和城乡建设管理局四水厂工程	0.06
	朔州市文化艺术中心工程项目	0.22
	朔州市文化广电新闻出版局图书馆项目工程	0.17
	朔州市市政工程	0.00
	朔州市师专附属幼儿园建设教育局	0.02
	朔州市生态观光旅游公路建设项目交通局	0.39
	朔州市人民检察院建设工程	0.33
	朔州市人民防空工程	0.11
	朔州市人防疏散基地项目	0.28

朔州市农村公路改造工程	0.33
朔州市民政局项目基建办	0.03
朔州市国防教育训练基地工程	0.11
朔州市第三水厂项目	0.09
朔州市档案局档案馆项目	0.11
朔州市师范专科学校工程教育局	0.11
朔州检疫综合实验楼工程	0.33
朔州环线西南段高速公路互通改造和东西互通连接线工程	0.11
朔神大道东延线一级公路工程	0.22
市生活垃圾第二填埋场渗透液处理站及附属设施工程	0.11
市府东街改造工程	0.13
桑干河上游河道综合治理工程	0.11
七里河北岸污水主干管及配套提升泵站工程	0.19
平朔南路工程	0.11
农业学校建设基金	0.31
民福东街等五项重点工程	0.28
民福东街、北关路、马邑路改造工程	0.22
康马公路工程款	0.26
东榆林水库除险加固工程	0.04
大学生村官宿舍楼工程	0.02
博物馆工程款	0.33
滨河路工程	0.11
朔州市高速路出入口绿化工程建设项目	0.33
朔州市安泰街景观绿化工程建设项目	0.22
<b>合计</b>	<b>5.84</b>

注：2019 年收入数据为含税。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2021年末，公司主要在建基础设施项目为七里河沿线棚户区改造项目，项目总投资为18.00亿元，累计总投资7.12亿元，公司项目进度较慢，未来公司基础设施建设收入可能存在波动，同时面临一定的资金支出压力。

**表6 截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资
七里河沿线棚户区改造项目	18.00	7.12
<b>合计</b>	<b>18.00</b>	<b>7.12</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水等业务收入对公司收入形成一定补充，同时整体上提升了公司的销售毛利率水平，且供水业务具有一定区域专营性

公司供水业务主要由2021年新划入子公司朔州市城发供水有限公司（以下简称“城发供水”）负责，城发供水现有水厂三座，主要负责朔州市市区居民供水，具有一定区域专营性。供水能力方面，三个水厂日供水能力6万吨，实际日供水约4.7万吨。2021年公司实现供水收入0.36亿元，毛利率为19.82%。

公司其他业务收入包括租赁收入、监理收入、管道安装收入、污水处理收入、固废处置收入等，由于其中部分业务公益性较强、设备折旧金额较大，致使其他业务毛利率为负。

综合来看，公司新增供水等业务对其收入形成一定补充，且整体上提升了公司的销售毛利率水平。

### 公司在资产注入和补贴方面获得的外部支持力度很大

2014-2017年，当地政府累计向公司注入货币资金及财政拨款形成的政府性资产累计17.35亿元。2020年公司将当年收到的大原高铁项目建设专项补贴7.08亿元以及往年收到的大原高铁项目专项应付款9.04亿元，合计16.12亿元转入其他资本公积。2021年，公司接收划转的原朔州城发14家子公司股权、生态环境综合治理工程资金以及大原高铁项目资金等，合计增加资本公积1.18亿元。

财政补贴方面，2019-2021年公司分别获得财政补贴0.94亿元、1.07亿元和2.23亿元，提升了公司的利润水平。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年末、2020年末公司无纳入合并报表范围内的子公司，2021年公司新增合并报表范围子公司14家，截至2021年末公司合并范围子公司共14家，具体见附录四。

### 资产结构与质量

公司资产持续增长，主要为存货和应收账款，部分应收账款以资本公积抵消，同时公益性资产规模较大，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2021年末公司资产规模为118.91亿元，其中流动资产占比较高，2021年末为79.69%，较2019年末下降12.72个百分点。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.37	7.04%	14.67	12.91%	21.21	19.58%
应收账款	21.59	18.15%	28.53	25.10%	26.67	24.62%

预付款项	2.18	1.83%	0.98	0.86%	1.85	1.71%
其他应收款	3.40	2.86%	2.16	1.90%	2.29	2.12%
存货	59.12	49.72%	49.80	43.82%	48.10	44.39%
<b>流动资产合计</b>	<b>94.76</b>	<b>79.69%</b>	<b>96.15</b>	<b>84.59%</b>	<b>100.13</b>	<b>92.41%</b>
固定资产	5.40	4.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动资产	17.18	14.44%	17.48	15.38%	8.22	7.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>24.15</b>	<b>20.31%</b>	<b>17.51</b>	<b>15.41%</b>	<b>8.23</b>	<b>7.59%</b>
<b>资产总计</b>	<b>118.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>113.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>108.36</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司货币资金为8.37亿元，无使用受限情况，同比下降主要系公司支付土地征收款所致；2020年末公司货币资金规模同比下降主要系公司支付大原高铁项目建设款所致。2021年末公司应收账款为21.59亿元，占总资产的18.15%，主要为应收朔州市财政局和朔州城发的工程结算款，同比减少主要系划转子公司冲抵了应收朔州市财政局款项所致。2021年末公司预付款项2.18亿元，主要为预付朔州市朔城区国有土地上房屋征收中心和朔州市朔城区下团堡乡七里河沿线棚户区改造安置项目部的款项。2021年末公司其他应收款3.40亿元，主要系与朔州市财政局和朔州城发的往来款。2021年末公司存货为59.12亿元，占总资产的49.72%，主要为项目开发成本，包括土地使用权27.63亿元，土地性质均为出让，证载用途均为商服用地，同比增加主要系公司新增土地使用权及划入子公司所致；其中受限规模19.88亿元，均为土地使用权（朔国用[2013]第9号），地上建筑物包括公园、博物馆和图书馆等，公益性较强。

2021年末公司固定资产5.40亿元，主要为新增子公司带入的房屋建筑物及机器设备等。2021年末公司其他非流动资产规模为17.18亿元，均为大原高铁项目<sup>2</sup>，规模主要受对大原高铁项目投资变动影响。

## 收入质量与盈利能力

### 近年公司营业收入持续下降，收现情况很差，政府补助是利润的重要来源

公司营业收入主要来源于基础设施建设和供水业务等。2019-2021年公司营业收入分别为5.56亿元、4.58亿元和4.33亿元，近年持续下降；同期销售毛利率4.55%、4.55%和5.03%，整体较低。截至2021年

2. 山西能源交通投资有限公司（2020年4月更名为华远国际陆港集团有限公司，以下简称“华远集团”）、公司和忻州汇丰投资有限公司（以下简称“忻州汇丰”）于2016年共同出资设立了山西大原铁路客运专线有限责任公司（以下简称“大原高铁公司”），从事大同至原平客运专线项目（以下简称“大原高铁项目”）的建设和运营管理。大原高铁项目概算总投资171.0亿元，大原高铁公司注册资本85.5亿元，其中华远集团承担出资额的75.0%，公司和忻州汇丰各承担出资额的12.5%。大原高铁项目建设期内，股东根据项目进度及时注入项目资本金，项目资本金以外所需的建设资金，由大原高铁公司通过贷款等项目融资方式进行融资。股东先行垫付的项目前期费用，经有资质的中介机构审议并由股东会确认后，由大原高铁公司偿付。公司对大原高铁项目的出资资金主要来源于朔州市财政局下达的专项资金。

末，公司在建项目进度较慢，未来收入可能存在波动。2019-2021年公司收现比分别为0.00%、0.00%和23.51%，收现情况很差。公司收到的政府补助计入营业外收入和其他收益，2019-2021年分别为0.94亿元、1.07亿元和2.23亿元，是利润的重要来源。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2021年	2020年	2019年
营业收入	4.33	4.58	5.56
收现比	23.51%	0.00%	0.00%
营业利润	-0.30	0.26	0.29
其他收益	0.67	0.00	0.00
营业外收入	1.56	1.07	0.94
利润总额	1.26	1.34	1.23
销售毛利率	5.03%	4.55%	4.55%

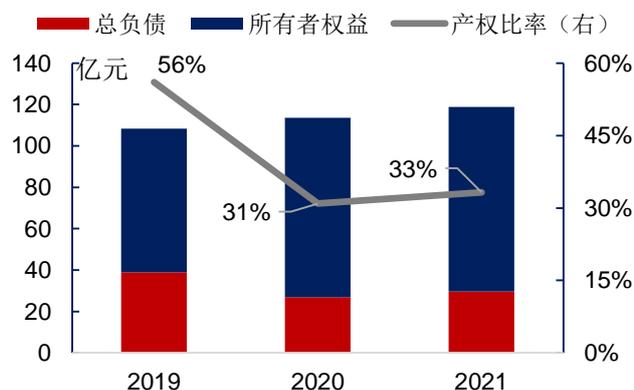
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模较大，短期偿债压力持续加大

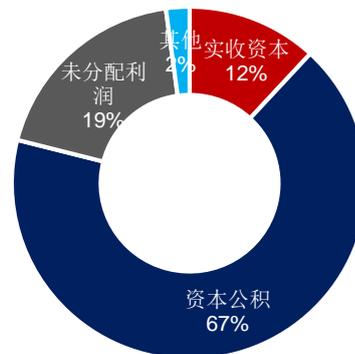
近年公司负债规模总体呈下降趋势，2021年末为29.69亿元。2021年末公司所有者权益为89.23亿元，近年持续增长，同期公司产权比率为33%，位于较低水平，权益对负债的保障程度较好。

**图 2 公司资本结构**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3 2021 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债中流动负债与非流动负债占比基本持平，2021年末非流动负债占比为51.09%，较2019年末下降36.65个百分点。

2021年末公司短期借款为5.00亿元，均为新增信用借款；应付账款主要为应付工程款。2021年末公司其他应付款1.94亿元，主要为应付朔州市财政局款项及代收代付款等。2021年末一年内到期的非流动负债为5.41亿元，为一年内到期的应付债券和长期借款。

2021年末公司长期借款为3.76亿元，均为抵押借款，近年规模逐年减少。2021年末公司应付债券为10.66亿元，占总负债的35.90%，为公司2018年发行的“18朔州01/18朔州债01”和“18朔州02/18朔州债02”。2019年末公司长期应付款为9.04亿元，均为大原高铁项目财政拨款形成的专项应付款，此后公司长期应付款为0，系2020年大原高铁项目财政拨款转入其他资本公积所致；2021年末公司长期应付款为0.75亿元，均为专项应付款。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

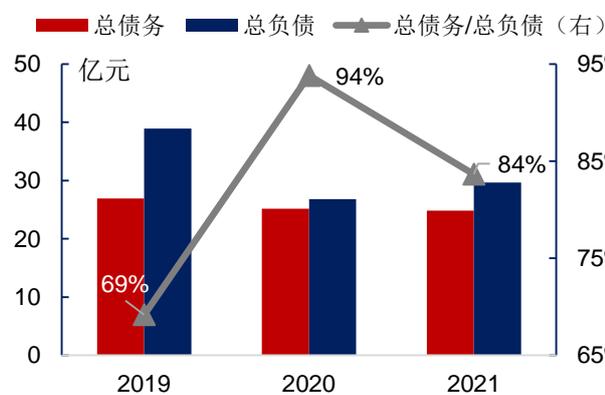
项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.00	16.85%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	1.45	4.89%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	1.94	6.54%	1.58	5.89%	1.52	3.90%
一年内到期的非流动负债	5.41	18.22%	5.41	20.17%	1.81	4.66%
<b>流动负债合计</b>	<b>14.52</b>	<b>48.91%</b>	<b>7.07</b>	<b>26.35%</b>	<b>4.77</b>	<b>12.26%</b>
长期借款	3.76	12.67%	5.58	20.78%	7.39	18.99%
应付债券	10.66	35.90%	14.19	52.87%	17.72	45.53%
长期应付款	0.75	2.52%	0.00	0.00%	9.04	23.23%
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.17</b>	<b>51.09%</b>	<b>19.76</b>	<b>73.65%</b>	<b>34.14</b>	<b>87.74%</b>
<b>负债合计</b>	<b>29.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.91</b>	<b>100.00%</b>

注:公司应付债券为“18朔州01/18朔州债01”和“18朔州02/18朔州债02”，其中“18朔州01/18朔州债01”2021及2022年的付息日为当年10月23日，“18朔州02/18朔州债02”2021及2022年的付息日为当年12月25日，因此在公司2020及2021年的负债构成中，“18朔州01/18朔州债01”和“18朔州02/18朔州债02”将于2021及2022年年内偿还的本金合计均为36,000.00万元，均应当转入一年内到期的非流动负债，导致表中一年内到期的非流动负债、流动负债合计、应付债券和非流动负债合计相关数据与公司2020-2021年审计报告中不同。

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

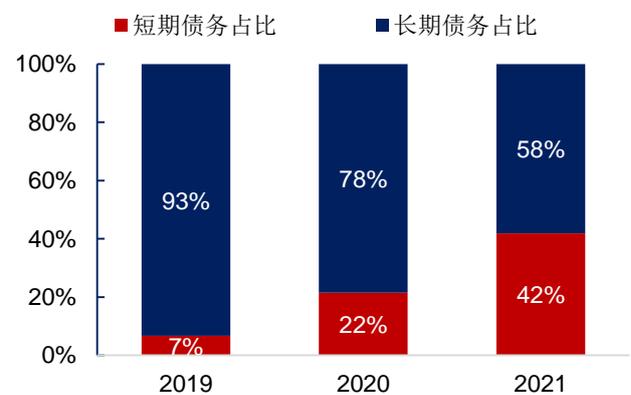
2021年末公司总债务规模为24.83亿元，占总负债的84%，短期债务占比持续上升，2021年末占比为42%。

**图4 公司债务占负债比重**



资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

**图5 公司长短期债务结构**



资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

从公司各项偿债能力指标来看，随着公司负债规模的下降，近年公司资产负债率整体有所下降，2021年末为24.97%。随着短期债务规模持续扩大，公司现金短期债务比持续下降至0.80。2021年公司EBITDA利息保障倍数为0.94，较2019年有所上升，但EBITDA对利息的保障程度仍较弱。总体来看，公司面临一定偿债压力。

**表10 公司偿债能力指标**

指标名称	2021年	2020年	2019年
资产负债率	24.97%	23.60%	35.91%
现金短期债务比	0.80	2.71	11.70
EBITDA利息保障倍数	0.94	0.79	0.67

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月8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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计7.58亿元，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表11 截至 2021 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	是否有反担保	企业性质
朔州市平鲁区平安房地产开发有限公司	24,700.00	2036年3月27日	否	地方国企
应县建筑安装工程总公司	19,072.00	2031年3月24日	否	地方国企
朔州市城市发展集团有限公司	32,000.00	2025年10月30日	否	地方国企
<b>合计</b>	<b>75,772.00</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 九、抗风险能力分析

朔州市位于山西省北部，三面环山，矿产资源丰富，近年地区经济增速较快，公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目的推进，公司面临资金支出压力和偿债压力，同时公司资产主要由存货和应收账款组成，流动性较弱，且公司对外担保使其面临一定或有负债风险，但公司作为朔州市内重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，地位突出，预计有望持续获得较大力度的外部支持，抗风险能力

较强。

## 十、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

公司营业收入及其经营活动现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。公司是朔州市重要的基础设施建设主体和国有资产运营实体，承担朔州市范围内的保障房建设、市政设施建设和国有资产经营管理。2019-2021年公司营业收入分别为5.56亿元、4.58亿元和4.33亿元，利润总额分别为1.23亿元、1.34亿元和1.26亿元。公司在建项目规模较大，业务收入来源有一定保障，但由于公司近年来收现情况很差，需关注后续回款进度。

## 十一、结论

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，本期债券信用等级为AA。

## 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。

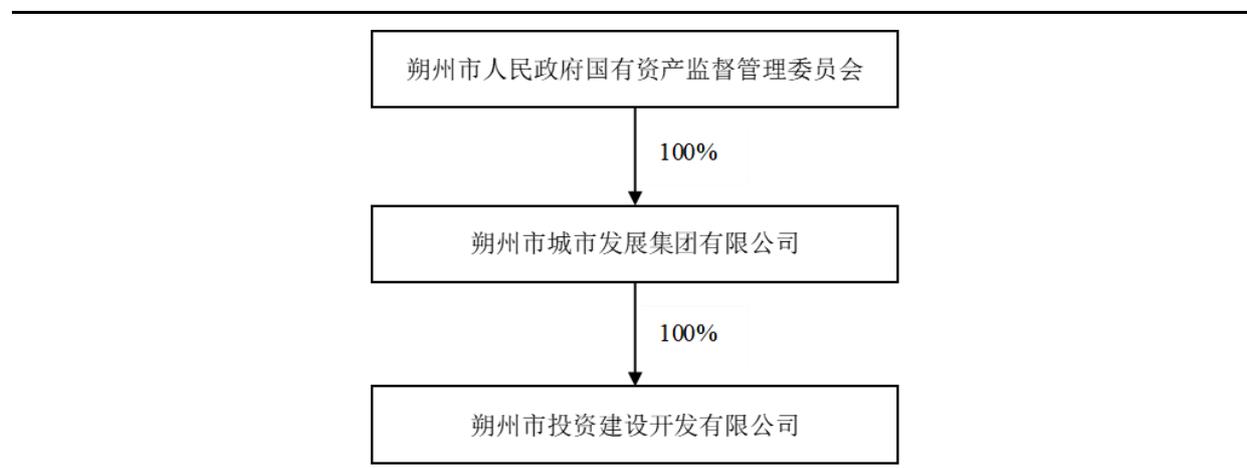
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

## 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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	8.37	14.67	21.21
应收账款	21.59	28.53	26.67
存货	59.12	49.80	48.10
流动资产合计	94.76	96.15	100.13
固定资产	5.40	0.00	0.00
其他非流动资产	17.18	17.48	8.22
非流动资产合计	24.15	17.51	8.23
资产总计	118.91	113.67	108.36
短期借款	5.00	0.00	0.00
其他应付款	1.94	1.58	1.52
一年内到期的非流动负债	1.81	1.81	1.81
流动负债合计	10.92	3.47	4.77
长期借款	3.76	5.58	7.39
应付债券	14.26	17.79	17.72
非流动负债合计	18.77	23.36	34.14
负债合计	29.69	26.83	38.91
总债务	24.83	25.17	26.92
营业收入	4.33	4.58	5.56
所有者权益	89.23	86.84	69.45
营业利润	-0.30	0.26	0.29
其他收益	0.67	0.00	0.00
利润总额	1.26	1.34	1.23
经营活动产生的现金流量净额	2.03	9.79	4.44
投资活动产生的现金流量净额	-6.24	-12.74	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-2.09	-3.60	-2.57
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	5.03%	4.55%	4.55%
收现比	23.51%	0.00%	0.00%
资产负债率	24.97%	23.60%	35.91%
现金短期债务比	0.80	2.71	11.70
EBITDA（亿元）	1.62	1.41	1.29
EBITDA 利息保障倍数	0.94	0.79	0.67

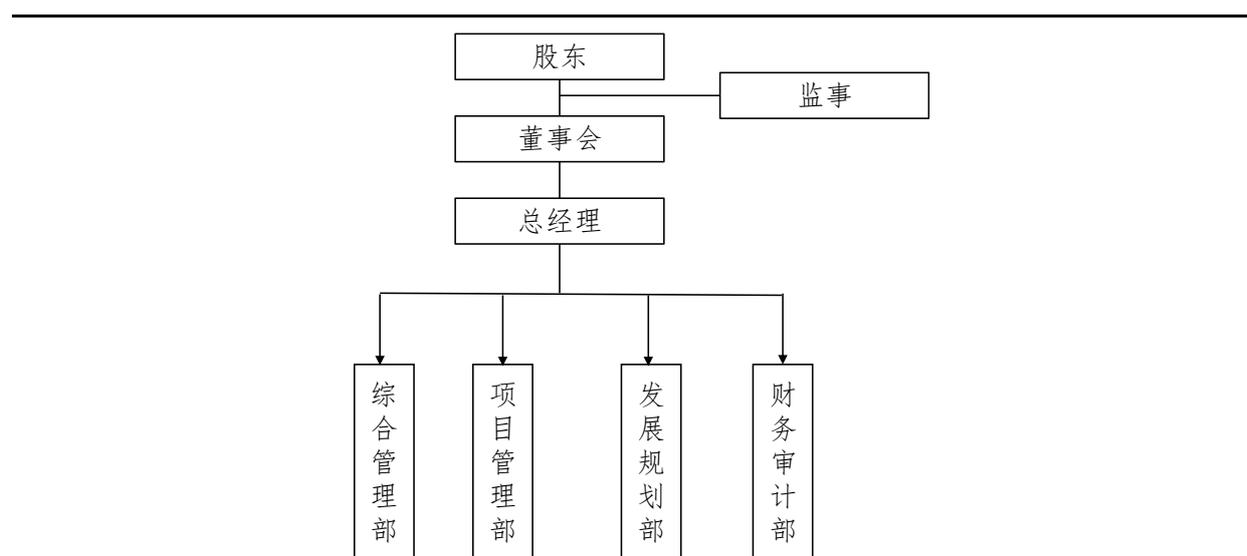
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	
				直接	间接
1	朔州城发生活污水处理有限公司	14,580.00	生活污水处理	100.00	
2	朔州市城发供水有限公司	1,000.00	自来水生产供应	100.00	
3	朔州市城发供水建安工程有限公司	1,000.00	建安工程		100.00
4	朔州城发固废处置有限公司	8,060.00	固体废物治理	100.00	
5	朔州城发供热有限公司	27,600.00	供热	100.00	
6	朔州城发城市照明管理有限公司	508.20	照明工程及服务	100.00	
7	朔州城发工程检测有限公司	500.00	建筑工程检测	100.00	
8	朔州城发管道安装有限公司	1,028.00	土建工程	97.37	
9	朔州城发环境卫生清洁有限公司	782.00	公共设施服务	100.00	
10	朔州城发建设集团有限公司	10,000.00	土建工程	100.00	
11	朔州市诚业物业管理有限公司	500.00	物业管理		100.00
12	朔州城发建设监理有限公司	779.00	工程监理	100.00	
13	朔州市城发房地产开发有限公司	5,000.00	房地产	100.00	
14	朔州城发供应链有限公司	30,000.00	开发经营	100.00	

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，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。