



2022年第一期、第二期寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券2023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.

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：

2022年第一期、第二期寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 远景管廊债		
01/22 远景 01	AA+	AA+
22 远景管廊债		
02/22 远景 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：寿光市为全国百强县，地处济南、青岛两大城市之间，具备良好的交通和区位条件，其经济财政实力较强，为寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司（以下简称“滨海远景”或“公司”）发展提供了有利基础。公司作为寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，在建拟建的委托代建项目较多，未来收入较有保障，且持续获得较大力度的外部支持；寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司（以下简称“寿光惠农”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升了“22 远景管廊债 01/22 远景 01”和“22 远景管廊债 02/22 远景 02”的安全性。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，短期债务偿还压力加大，以及面临一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司继续承担区域内基础设施、棚户区改造建设和国有资产管理运营工作，未来业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月16日

联系方式

项目负责人：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	126.87	112.17	106.82
所有者权益	67.02	64.76	63.33
总债务	51.55	40.21	36.90
资产负债率	47.18%	42.27%	40.72%
现金短期债务比	0.11	0.22	0.29
营业收入	14.07	13.10	12.09
营业外收入	3.29	3.00	2.58
利润总额	2.25	2.15	1.99
销售毛利率	17.26%	17.43%	16.71%
EBITDA	5.67	5.75	4.23
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.12	2.26
经营活动现金流净额	-1.70	-0.60	-14.93

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **寿光市为全国百强县，经济财政实力较强，为公司业务开展提供了良好的外部环境。**寿光市为全国百强县，地处济南、青岛两大城市之间，具备良好的交通和区位条件，其经济财政实力较强，在潍坊市下辖区县中稳居前列；随着黄河流域生态保护和高质量发展国家战略、山东半岛城市群、胶东经济圈建设的推进及交通基础设施的完善，寿光市面临较好的发展机遇，也为公司业务开展提供了良好的外部环境。
- **公司未来收入可持续性较好。**公司是寿光市基础设施、棚户区改造建设和国有资产管理运营实体之一，截至 2022 年末，公司在建拟建项目尚需投资金额较大，同时资产经营业务委托期限较长。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2022 年公司收到政府补助 3.29 亿元，有效提升了公司利润水平。
- **保证担保提升了“22 远景管廊债 01/22 远景 01”和“22 远景管廊债 02/22 远景 02”的安全性。**经中证鹏元综合评定，寿光惠农主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“22 远景管廊债 01/22 远景 01”和“22 远景管廊债 02/22 远景 02”的安全性。

关注

- **公司资金沉淀于代建项目合同履行成本，同时应收款项对运营资金形成较大占用。**公司资产集中于棚户区改造及基础设施建设等项目投入成本，以及相关业务形成的应收当地政府部门及国企的代建工程款和往来款，2022 年末上述资产合计占公司总资产的 68.78%。其中，代建工程项目建设周期普遍较长，应收款项回收时间存在不确定性，对公司运营资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目外部融资需求较大，面临较大的资金压力。**截至 2022 年末，公司主要在建拟建项目尚需较大规模投资；2020-2022 年，公司经营活动现金流持续净流出，考虑到代建工程项目建设周期长、回款周期慢，且近年新建项目投入多，经营性现金流不足以满足项目建设及债务还本付息的资金需求，公司仍需新增大量外部融资。
- **公司外部融资规模扩大，债务到期较为集中，现金类资产对即期债务偿付的保障能力持续减弱。**随着公司债务融资规模扩大，2022 年末公司资产负债率上升至 47.18%；此外，近年公司现金短期债务比持续下降，2022 年末下降至 0.11，公司债务到期较为集中，同时资产流动性较弱，可动用的现金类资产对即期债务偿付的保障能力减弱。
- **公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 10.73 亿元，占当期末所有者权益的比重为 16.01%，被担保对象均为当地国企，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

项目	控股股东	净资产	资产负债率	近三年平均营业收入	职能定位
寿光惠农	寿光市财政局	203.18	60.51%	32.21	寿光市核心基础设施项目建设主体
寿光城投	寿光市城投控股集团有限公司	102.47	63.17 %	22.15	寿光市城市基础设施建设、供暖和土地增减挂钩业务的重要主体
寿光滨海	寿光市金宏投资开发集团有限公司	67.02	47.18 %	13.09	寿光市滨海（羊口）经济开发区的基础设施项目建设主体
寿光金鑫	寿光市国有资产监督管理局	92.16	59.32 %	30.46	寿光市重要的国有资本投资运营主体及出资平台
寿光港投	寿光市国有资产监督管理局	70.58	35.12%	5.57	寿光市重要的产业园区投资运营主体，同时建设运营寿光市部分基础设施及公益性业务

注：财务数据均为 2022 年年报数据，营业收入为 2020-2022 年年均数据。

资料来源：iFinD、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，寿光市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与寿光市政府的联系中等以及对寿光市政府非常重要。同时，中证鹏元认为寿光市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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
AA/稳定	AA+/22 远景 02	2022-07-28	马琳丽、宋晨阳	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+/22 远景 01	2022-05-19	马琳丽、宋晨阳	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 远景管廊债 01/22 远景 01	5.00	5.00	2022-05-19	2029-7-5
22 远景管廊债 02/22 远景 02	2.60	2.60	2022-07-28	2029-8-30

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年7月发行7年期5亿元“22远景管廊债01/22远景01”，于2022年8月发行7年期2.60亿元“22远景管廊债02/22远景02”，募集资金原计划用于寿光市羊口老城区地下综合管廊工程项目5.70亿元，用于补充流动资金1.90亿元。截至2023年4月30日，“22远景管廊债01/22远景01”募集资金专项账户余额为7,924.96元，“22远景管廊债02/22远景02”募集资金专项账户余额分别为4,171.70元、4,088.47元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本及实收资本均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为12,000.00万元。2021年9月，经寿光市人民政府批复，寿光市财政局将其持有的公司100.00%股权无偿划转至寿光市金宏投资开发集团有限公司（以下简称“金宏集团”），并于2021年11月完成工商变更，本次变更完成后，金宏集团成为公司唯一股东，实际控制人仍为寿光市财政局。2022年公司合并范围无变化，截至2022年末，纳入公司合并范围的一级子公司有13家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基

调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及

其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

寿光市为全国百强县，被誉为“中国菜都”，经济财政在潍坊市下辖区县中排名前列，但主导产业仍以石化、钢铁、造纸等周期性行业为主，2022年税收收入下滑较多，且面临一定债务压力

区位特征：寿光市是山东省潍坊市下辖县，被誉为“中国菜都”，地处济南、青岛两大城市之间，具备较强区位优势。寿光市是山东省潍坊市所辖县级市，位于山东省北部，潍坊市西北部，渤海莱州湾西南畔，地处鲁中北部沿海平原区。寿光市总面积 2,072 平方公里，辖 14 处镇街、1 个省级开发区。寿光市历史悠久，于公元前 148 年置县，境内现已发现北辛、大汶口、龙山等古文化遗迹 150 多处，此外寿光市还有蔬菜高科技示范园等 4A 级景区 3 处。寿光拥有海岸线 30 公里，海域面积 30 万亩，原盐年产能 420 万吨，被誉为“中国蔬菜之乡”、“中国海盐之都”。根据寿光市第七次全国人口普查数据，截至 2021 年末，寿光市常住人口为 116.7 万人，同比增长 0.25%，城镇化率为 63.1%，低于潍坊市（65.2%）及全国平均水平（64.72%）。交通方面，寿光市地处济南、青岛两大城市之间，距济南、青岛仅 2 小时车程，青银、荣乌、潍日 3 条高速公路，益羊、寿平、德大、黄大、胶济客专 5 条铁路和济青高铁贯通全境，拥有二类国家级开放口岸羊口港，规划中的京沪高铁二线设置有寿光北站，计划于寿光市稻田镇新建 4D 级民航机场。随着黄河流域生态保护和高质量发展国家战略、山东半岛城市群、胶东经济圈建设的推进及交通基础设施的完善，寿光市面临较好的发展机遇。

羊口开发区位于寿光市最北部，渤海莱州湾南岸，小清河入海口处，地处国家级战略“蓝黄”两区¹迭加位置，2011 年 1 月经潍坊市人民政府批复成立。开发区辖区面积 883 平方公里，核心区 471 平方公里。开发区按照布局合理、规模开发的原则，划分为四个功能区：80 平方公里的先进制造业产业区、高新技术产业区、10 平方公里的临港物流产业区、20 平方公里的海洋精细化工产业区、20 平方公里的生态旅游产业区、中心商务区。重点发展先进制造业、新能源、新材料、高端精细化工、智慧物流、高端装备制造、生态循环等产业。

¹ 国家级战略“蓝黄”两区指的是山东半岛蓝色经济区和黄河三角洲高效生态经济区

图1 寿光市区位图


资料来源：寿光市政府网站

经济发展水平：寿光市为全国百强县，GDP 规模稳居潍坊下辖区县第一，但 2022 年房地产市场下行明显，对经济发展的带动作用减弱。近年寿光市生产总值保持增长，根据赛迪顾问《2022 中国县域经济百强研究》列全国百强县第 41 位，近年经济总量在潍坊市下辖区县中稳居第一，但经济增速存在一定波动，人均 GDP 与全国平均水平基本一致。2021 年寿光市三次产业结构为 13.3：41.9：44.8，产业发展相对均衡。

从经济驱动因素来看，投资方面，近年寿光市固定资产投资回升较快，且 2022 年延续增长态势，近两年平均增长 20.25%，其中大项目带动作用增强，2022 年实际投资过亿元项目 86 个，完成投资同比增长 35.7%；实际投资过五千万元项目 153 个，完成投资同比增长 23.6%，对经济增长贡献突出。但 2022 年寿光市房地产市场下行明显，全年商品房销售面积为 99.3 万平方米，同比下降 39.3%；全市商品房销售额完成 61.0 亿元，同比下降 44.8%。消费方面，近年寿光市社会消费波动较大，2021 年随经济复苏增速加快，受经济下行影响，2022 年社会消费品零售总额有所下降。对外贸易方面，2020 年受国际形势影响同比显著下降，其中出口额及进口额分别下滑 7%及 40.4%，2021 年大幅改善，其中出口总产值增速达 35.7%。

表1 2022 年潍坊市区县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
寿光市	1,002.1	4.0%	8.59	98.28	93.16
诸城市	805.5	3.8%	7.49	60.60	80.24
青州市	703.3	3.1%	7.32	51.10	63.98
高密市	646.8	4.3%	7.23	54.50	44.71
昌邑市	554.5	4.0%	9.91	37.16	-
昌乐县	423.4	3.5%	7.25	28.50	32.18
安丘市	423.6	4.5%	5.04	30.25	31.98
临朐县	409.2	4.4%	5.07	24.65	57.13
潍城区	370.8	1.0%	7.11	20.70	16.91

注：寿光市、诸城市、高密市、昌邑市及临朐县人均 GDP 根据 2021 年末常住人口计算，青州市、昌乐县、安丘市及潍

城区人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县政府网站、2022 年经济运行情况、2022 年 1-12 月统计月报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 寿光市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,002.1	4.0%	953.6	10.5%	786.6	3.1%
固定资产投资	-	22.7%	-	17.8%	-	4.5%
社会消费品零售总额	-	-0.7%	365.7	19.5%	306.1	0.1%
进出口总额	-	-	381.2	24.3%	303.7	-25.5%
人均 GDP（元）	85,870		81,714		67,614	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.20%		100.91%		93.33%	

注：标“-”数据未公开披露；寿光市 2020 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查公报数据计算，寿光市 2021-2022 年人均 GDP 根据 2021 年末常住人口计算。

资料来源：2020-2021 年寿光市国民经济和社会发展统计公报，2022 年 1-12 月寿光市统计月报，中证鹏元整理

产业情况：寿光市农业发达，工业以石化、钢铁、造纸等周期性行业为主导，产业发展对传统制造业较为依赖。寿光是我国最大的蔬菜集散地，形成了蔬菜生产、销售、技术、会展和标准输出产业链条，蔬菜产业化引领农业与相关非农产业同步发展。寿光市工业经济中周期性行业占比较高，以石化行业、钢铁行业、造纸行业等为主；近年工业经济存在一定波动，2020-2022 年规模以上工业总产值增速分别为 0.2%、22.5%及 9.5%。寿光市大型企业包括晨鸣控股有限公司、鲁丽集团有限公司、山东寿光鲁清石化有限公司、山东寿光巨能控股集团有限公司、山东墨龙石油机械股份有限公司等。未来，寿光将打造“中国蔬菜硅谷”，促进蔬菜产业集群发展，依托蔬菜产业规模效应，促进关联产业转型升级，改造提升传统优势产业，培育壮大新兴产业。

财政及债务水平：寿光市财政实力相对较强，但税收收入占比下降较多，近年地方政府债务持续增加，存在一定债务压力。2022 年寿光市一般公共预算收入较上年有所下降（扣除减税降费因素后增长 0.5%），规模稳居潍坊市下辖区县第一，财政实力相对较强；2020 年及 2021 年全市税收收入占比均保持在 70%以上水平，2022 年税收收入占比 56.82%，较上年下降 20.57 个百分点，主要系存量留抵退税政策落实进度加快以及上划省级垫付留抵退税（35%部分）规模较大所致。寿光市财政自给程度较好，虽近年财政自给率有所下滑，但整体维持在较高水平。考虑到寿光市工业以石化、钢铁、造纸等周期性行业为主导，当地财政收入的稳定性或受宏观经济及环保限产等因素影响存在波动。政府性基金收入是寿光市政府财力的重要组成部分，随着土地出让力度的加大，2020-2022 年全市政府性基金收入保持增长。此外，2020-2022 年寿光市地方政府债务余额规模不断扩大，且 2021 年增速较快。

表3 寿光市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	98.28	103.33	93.76
税收收入占比	56.82%	77.39%	70.01%
财政自给率	77.02%	83.23%	86.25%

政府性基金收入	93.16	89.27	74.77
地方政府债务余额	185.73	168.84	109.93

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：寿光市预算执行情况报告等，中证鹏元整理

投融资平台：寿光市主要市属投融资平台包括寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司（以下简称“寿光惠农”）、寿光市城市建设投资开发有限公司（以下简称“寿光城投”）、寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司（以下简称“寿光滨海”）及山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司（以下简称“寿光金鑫”）。从资产规模看，寿光惠农为寿光市最核心平台；寿光城投同为寿光市基础设施投融资平台，同时经营供暖和土地增减挂钩等业务，但资产规模略小；寿光滨海业务范围主要为寿光滨海（羊口）经济开发区的基础设施建设；寿光金鑫主要负责寿光市产业类投资。实控人方面，寿光惠农及寿光滨海实际控制人均均为寿光市财政局，寿光金鑫实际控制人为寿光市国有资产监督管理局，寿光城投实际控制人为寿光市国有资产运营中心。

五、经营与竞争

公司作为寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，在羊口开发区内基础设施建设领域具有一定区域专营性；2022年公司营业收入稳步增长，工程建设及安装业务、资产经营业务板块收入为公司营业收入的主要来源

公司是寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，主要负责羊口开发区内基础设施建设，同时进行资产经营和供热服务，其2022年总资产及净资产规模在寿光市5家发债城投主体中排名靠后，但公司在羊口开发区内基础设施建设领域具有一定区域专营性，并进一步延伸产业链，拓展经营领域。

2022年公司营业收入稳步增长，工程建设及安装业务、资产经营业务板块收入为公司营业收入的主要来源，合计收入占比达 98.02%；此外，热力供应业务、服务业务等业务收入对公司收入形成一定补充。2022 年公司销售毛利率较为稳定，毛利润主要由工程建设及安装业务、资产经营业务贡献。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设及安装收入	12.13	86.21%	14.17%	11.12	84.89%	14.17%
资产经营收入	1.66	11.80%	40.93%	1.68	12.82%	42.70%
热力收入	0.15	1.07%	11.44%	0.15	1.15%	-28.78%
服务业务收入	0.11	0.78%	12.05%	0.12	0.92%	8.51%
销售收入	0.02	0.14%	0.09%	0.00	0.00%	-
其他	0.00	0.00%	53.46%	0.03	0.23%	83.29%
合计	14.07	100.00%	17.26%	13.10	100.00%	17.43%

资料来源：公司提供

（一）工程建设及安装业务

项目代建为公司主要业务及收入来源，目前公司在建拟建项目较多，未来收入持续性较好；但尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

公司承接的棚户区改造及基础设施建设项目主要采用委托代建的模式进行建设。公司就具体项目与委托方签订《项目委托建设合同书》，约定由公司负责全过程建设，包括组织项目可研立项、土地征用、拆迁等前期工作，以及组织施工图设计、施工、监理等建设实施工作。委托方主要为寿光滨海（羊口）经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）²和寿光市沿海经济开发投资有限公司（以下简称“沿海投资”，实际控制人为寿光市财政局）³等当地政府部门及国有企业。每年年底时，委托方与公司确认项目进度，并按照工程进度支付工程款，公司以此确认收入并结转成本；2022年公司实现工程建设及安装收入121,309.33万元，为最主要的收入来源；由于工程建设收入按成本加成一定比例确定，业务毛利率相对稳定。

表5 2022年公司工程建设收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	收入
2022年	寿光市羊口镇棚户区改造项目	9,488.97	11,055.11
	寿光市羊口镇园区开发项目	13,091.49	15,252.22
	农业科技推广项目	6,992.35	8,146.43
	高标准蔬菜大棚项目	12,765.86	14,872.85
	寿光北部蔬菜产业开发示范项目	45,980.67	53,569.71
	环渤海农业绿色开发项目	8,517.26	9,923.02
	寿光市北部农业综合开发项目	5,811.53	6,770.71
	蔬菜科技推广项目	1,475.70	1,719.26
	合计	104,123.84	121,309.33

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建的委托代建项目包括寿光市羊口镇棚户区改造项目、寿光市羊口镇园区开发项目等，计划总投资106.12亿元，已投资90.50亿元，尚需投资15.66亿元⁴，公司未来委托代建业务持续性较好，但项目回款时间易受财政资金安排等因素影响而存在不确定性。

为进一步丰富公司业务收入来源与提升盈利能力，公司投资建设了鱼粉、鱼油生产及冷藏项目、羊口老城区地下综合管廊项目，资金来源为自有资金及外部融资；其中鱼粉、鱼油生产及冷藏项目计划总投资1.84亿元，2022年末累计已投资0.31亿元，项目建成后通过生产销售鱼油、鱼粉、肉骨粉等产品，

² 2021年变更为寿光市港产城融合发展服务中心。

³ 2022年更名为寿光市昇景海洋发展集团有限公司。

⁴ 计算尚需投资时扣除已投资超过总投资的农业科技推广项目。

以及对水产品进行冷冻加工来获取收益；募投项目羊口老城区地下综合管廊项目计划总投资8.46亿元，2022年末累计已投资5.93亿元，该工程项目将沿线给排水、电力、通信、热力、中水等管道、线路纳入地下综合管廊，提升城区基础设施配套水平，项目建成后，主要收益来源为地下综合管廊入廊费及管廊维护费用。此外，寿光市高标准现代农业基地项目计划总投资9.64亿元，建成后通过自营蔬菜外售收入、蔬菜采摘收入取得收益。

表6 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代 建协议	业务模式
寿光市羊口镇棚户区改造项目	349,266.57	345,804.40	是	代建
寿光市羊口镇园区开发项目	124,828.35	123,991.70	是	代建
农业科技推广项目	60,293.82	60,664.56	是	代建
高标准蔬菜大棚项目	44,887.88	42,384.76	是	代建
寿光北部蔬菜产业开发示范项目	157,300.00	130,123.52	是	代建
环渤海农业绿色开发项目	88,436.00	84,595.00	是	代建
寿光市北部农业综合开发项目	106,694.00	68,025.66	是	代建
蔬菜科技推广项目	60,398.79	34,452.55	是	代建
海韵家园项目	69,054.00	14,936.91	是	代建
鱼粉、鱼油生产及冷藏项目	18,410.33	3,101.07	否	自营
羊口老城区地下综合管廊项目	84,600.00	59,265.05	否	自营
寿光市高标准现代农业基地项目	96,380.00	0.00	否	自营
合计	1,260,549.74	967,345.18	-	-

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司拟建项目寿光市滨海创业服务中心项目，计划总投资6.22亿元，项目委托方为开发区管委会，每年由监理单位对建设单位实际投资额进行检查，并在检查后的项目投资总额基础上加计一定比例后由委托方指定单位支付。整体来看，截至2022年末，公司主要在建及拟建项目至少尚需投资 82.47亿元，公司面临较大的资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	拟建时间
寿光市滨海创业服务中心项目	62,168.00	2023 年
寿光羊口中心渔港及渔港经济区建设项目	79,538.00	2023 年
寿北滨海湿地文化旅游项目	95,000.00	2023 年
寿光市北部万亩盐碱地改良项目	80,000.00	2023 年
寿光远通冷链物流项目	256,000.00	2023 年
寿光市现代粮食智能仓储中心项目	74,150.00	2023 年
合计	646,856.00	-

资料来源：公司提供

（二）资产经营业务、热力业务及服务业务

资产经营业务对公司营业收入形成重要补充，热力业务收入波动大

公司资产经营业务主要为所属管道管网、海域使用权等资产的经营租赁，租赁期限均相对较长，2021年出租资产规模大幅增加，收入规模也随之增长，2022年公司资产经营收入为16,605.75万元，是公司营业收入的重要补充，近两年该业务毛利率较稳定。

表8 2022年公司资产出租明细（单位：万元）

出租资产	承租人	租金价格（不含税）	租赁期限
供热管网	寿光市汇景热力有限公司	4,637.92	2016/1/1-2025/12/31
供水管网 ⁵	寿光市羊口自来水公司	3,174.60	2019/1/1-2023/12/31
供热管网	寿光市汇景热力有限公司	2,170.71	2021/1/1-2024/12/31
海域使用权	寿光市海宁盐场有限公司	1,142.86	2021/1/1-2024/12/31
电力设备电缆	寿光市鲁恒电力销售有限公司	1,004.54	2021/1/1-2024/12/31
电力管道	寿光市鲁恒电力销售有限公司	956.71	2021/1/1-2024/12/31
供水管网	寿光市羊口自来水公司	634.92	2019/1/1-2023/12/31
雨水管道	寿光市羊口自来水公司	597.88	2021/1/1-2024/12/31
给水管道	寿光市羊口自来水公司	571.04	2021/1/1-2024/12/31
中水管道	寿光市羊口自来水公司	571.04	2021/1/1-2024/12/31
污水管槽	寿光市羊口自来水公司	545.86	2021/1/1-2024/12/31
燃气管道	寿光光大商贸有限公司	312.03	2021/1/1-2024/12/31
通信管道	寿光光大商贸有限公司	285.64	2021/1/1-2024/12/31
合计	-	16,605.75	-

资料来源：公司提供

公司热力业务由子公司寿光市华景热力有限公司（以下简称“华景热力”）运营，热力业务方面，原主要模式为华景热力通过燃烧煤、氨水、柴油等原材料的方式向羊口镇居民供暖，以及为羊口镇高新技术产业园、临港工业园和渤海工业园区供应热力蒸汽。由于华景热力规模较小，供热成本与当地大型电厂相比存在较大劣势，2019年华景热力供热业务转由通过向当地大型电厂购买蒸汽再转售给当地居民和工业企业的方式进行。2022年公司实现热力收入1,480.28万元，当期毛利率为11.44%，同比大幅提升，主要系2021年公司出售部分蒸汽管道，经营范围减小，以及2021年度煤炭等原材料价格大幅上涨，导致供应商提升蒸汽供应价格所致。

公司服务业务主要由子公司山东金诺物业管理有限公司（以下简称“金诺物业”）负责，金诺物业为物业公共区域内提供物业管理服务，服务业务收入即向物业使用人收取的物业服务管理费及相关政府部门允许收取的费用。2022年公司实现服务业务收入1,106.64万元。

⁵ 该项资产原属于寿光市鲁滨供水有限公司，在其划出前，已将该资产以及未来30年收费权划转至公司。

公司持续获得较大力度的外部支持

2022年公司收到政府补助3.29亿元，计入营业外收入，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

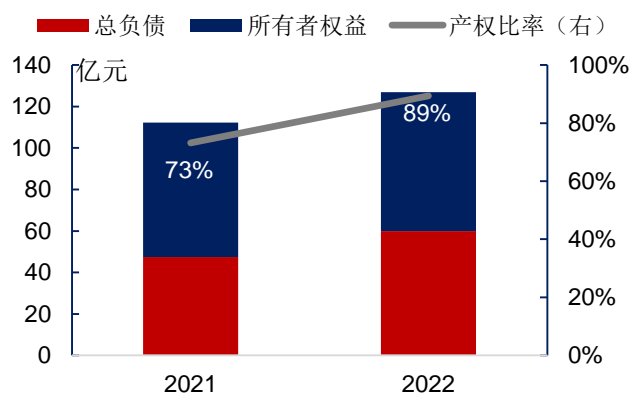
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围无变化，截至2022年末，公司合并报表范围内的一级子公司共13家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模增长较快，资本实力不断增强，增量主要来自于债务融资和公司盈余积累，存量资产以工程建设项目和管网资产为主，且部分资产受限，资产流动性较弱

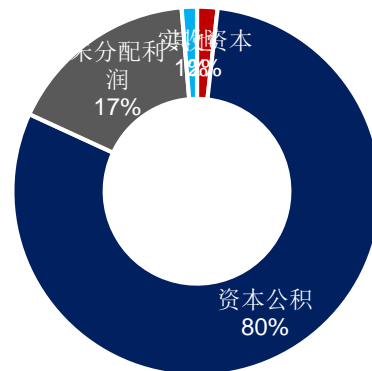
随着经营活动盈余的积累，2022年公司所有者权益稳步增长，同期债务融资规模增长较快；综合影响下，2022年末公司产权比率较2021年末增长16.11个百分点至89.32%，公司权益对负债的保障程度下降，整体财务杠杆水平适中。从权益结构来看，所有者权益主要为寿光市政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积，同时未分配利润也占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着基础设施及棚户区改造项目的推进，近年公司资产规模增长较快，2022年末资产规模较2020年末增长18.77%。公司资产以存货（工程建设项目成本、土地使用权成本）、固定资产（开发区管委会注入的热力及供水管网）和应收款项（当地政府部门及国有企业的代建工程款和往来款）为主要构成，2022年末上述资产合计占公司资产的86.95%。

近年公司货币资金小幅波动，2022年末有2.61亿元定期存单使用受限；截至2022年末，公司应收账

款主要为应收寿光市昇景海洋发展集团有限公司及寿光市港产城融合发展服务中心的代建工程款12.11亿元，账龄主要分布在1年以内。公司其他应收款主要为与宏景建投、寿光市光大商贸有限公司及寿光市鲁滨供水有限公司等当地其他国有企业往来款，近年持续增长，2022年末为12.53亿元，账龄分布在1年以内；公司将工程业务或其他主营业务所产生的项目合作款、工程垫款保证金、备用金等往来款划分为经营性其他应收款，资金拆借等往来款属于非经营性往来款，2022年末公司经营性其他应收款账面余额为9.32亿元，占比为74.40%；整体来看，公司往来款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表9 2022年末公司前五大其他应收款对象情况（单位：亿元）

单位名称	余额	账龄	占其他应收款总额的比例（%）
寿光市宏景城镇建设投资有限公司	2.74	1年以内	21.62%
寿光市光大商贸有限公司	2.14	1年以内	16.90%
寿光市鲁滨供水有限公司	1.22	1年以内	9.67%
寿光乾聚新能源有限公司	0.95	1年以内	7.49%
寿光金诚城市建设投资有限公司	0.77	1年以内	6.12%
合计	7.83	-	61.80%

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要由合同履行成本及土地使用权组成，合同履行成本主要系公司工程建设项目成本，施工成本随着公司承接项目的增加而逐年递增，截至2022年末，公司合同履行成本60.18亿元，其中已签订代建协议的工程建设项目成本为59.54亿元，随着项目结算，公司未来收入较有保障，但收入实现及回款时间均存在一定不确定性；此外，存货中开发土地账面价值2.40亿元，土地用途主要为批发零售用地、城镇住宅用地、仓储用地及工业用地等，均已缴纳土地出让金。

公司固定资产以开发区管委会划入的热力及供水管网为主，近年固定资产略有下降，主要系管网资产折旧使得账面价值减少所致，截至2022年末，公司管网账面价值为21.37亿元；公司在建工程项目为鱼粉、鱼油生产及冷藏项目、羊口老城区地下综合管廊项目，未来项目建成后将通过公司运营获益平衡前期投入；无形资产主要为海域使用权和土地使用权。

从受限资产来看，截至2022年末，公司受限资产合计9.79亿元，占总资产的7.72%，包括受限货币资金2.61亿元、存货1.96亿元、无形资产1.37亿元及固定资产3.85亿元。

总体来看，公司资产总额稳步增长，但资产集中于工程建设项目成本、管网资产以及应收当地政府部门及国有企业的代建工程款和往来款，其中代建工程项目建设周期长，且回款进度受当地政府财力情况、政策变动情况影响较大，存在存货集中变现能力弱的风险，应收款项对营运资金形成一定占用；此外，公司部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.65	2.09%	2.61	2.32%
应收账款	12.17	9.59%	6.39	5.70%
其他应收款	12.53	9.87%	10.72	9.56%
存货	62.58	49.32%	61.05	54.43%
流动资产合计	92.71	73.07%	83.12	74.10%
固定资产	23.03	18.15%	23.33	20.80%
在建工程	4.63	3.65%	0.25	0.23%
无形资产	4.65	3.67%	4.33	3.86%
非流动资产合计	34.16	26.93%	29.05	25.90%
资产总计	126.87	100.00%	112.17	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入持续增长，未来业务持续性较好，政府补助对公司利润贡献较大

公司收入主要来源于工程建设及安装业务、资产经营业务板块收入；此外，热力供应业务、服务业务等业务收入对公司收入形成一定补充。2022年公司营业收入持续增长，主要系工程建设及安装业务收入增长所致。截至2022年末，公司存货中已签订代建协议的主要工程项目投资成本为59.54亿元，随着项目的结转，未来收入较有保障。

盈利能力方面，2022年公司营业利润持续下滑，亏损扩大，主要系财务费用及管理费用增长所致，由于公司收到的政府补助金额逐年增长，公司利润总额保持相对稳定。同时，公司销售毛利率较为稳定，毛利润主要由工程建设及安装业务、资产经营业务贡献。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	14.07	13.10
营业利润	-1.04	-0.84
营业外收入	3.29	3.00
利润总额	2.25	2.15
销售毛利率	17.26%	17.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年公司外部融资规模扩大，债务到期较为集中，资产流动性较弱，可动用的现金类资产对即期债务偿付的保障能力弱；此外，项目建设仍需新增大量外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计公司偿债压力或将进一步增加

随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司外部融资规模扩大，截至2022年末，公司总债务为

51.55亿元，同比增长28.20%，占负债总额的比例为86.12%，公司负债以刚性债务为主。2022年末公司短期债务占总债务的比例为47.27%，较2021年末增长17.78个百分点，债务集中到期压力较大，期限结构有待优化。

截至2022年末，公司总债务类型主要包括银行借款、债券融资及非标融资。其中，银行借款包括抵押、保证借款，授信方主要有中国农业发展银行、中国光大银行、潍坊银行、齐鲁银行及日照银行等；债券融资为公司发行的“22远景管廊债02”、“22远景管廊债01”、“21远景01”及“20远景01”，发行规模合计19.60亿元。截至2022年末，公司长期应付款1.70亿元，为融资租赁借款、保理借款，近年规模持续减少，主要系一年内到期的长期应付款增加及部分融资租赁借款到期偿还所致。

表12 截至 2022 年末公司应付债券构成情况（单位：亿元）

证券简称	发行日期	发行规模	票面利率	债券期限
20 远景 01	2020/10/27	9.00	7.50%	3 年
21 远景 01	2021/2/3	3.00	7.50%	3 年
22 远景管廊债 01	2022/7/5	5.00	7.00%	7 年
22 远景管廊债 02	2022/8/30	2.60	7.00%	7 年
合计	-	19.60	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.60	11.02%	3.55	7.49%
应交税费	2.81	4.70%	2.32	4.88%
其他应付款	6.18	10.33%	4.22	8.91%
一年内到期的非流动负债	13.32	22.26%	5.00	10.54%
其他流动负债	4.62	7.72%	2.03	4.28%
流动负债合计	34.14	57.03%	19.06	40.20%
长期借款	13.66	22.82%	14.30	30.16%
应付债券	10.36	17.31%	11.92	25.14%
长期应付款	1.70	2.84%	2.13	4.50%
非流动负债合计	25.72	42.97%	28.35	59.80%
负债合计	59.86	100.00%	47.41	100.00%
总债务	51.55	86.12%	40.21	84.81%
其中：短期债务	24.37	40.72%	11.86	25.01%
长期债务	27.18	45.41%	28.35	59.80%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着公司债务融资规模扩大，2022 年末公司资产负债率为 47.18%，同比小幅上升；同时，公司 EBITDA 利息保障倍数小幅下降，但经营获利对利息支出的保障能力仍较强；此外，近年公

司现金短期债务比持续下降，2022年末下降至0.11，公司债务到期较为集中，同时资产流动性较弱，可动用的现金类资产对即期债务偿付的保障能力弱。

公司流动性需求主要来自棚户区改造及基础设施项目建设及债务的还本付息，2022年公司经营活动现金流净额持续为负数，公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，代建工程项目建设周期长，且近年新建项目增加，仍需新增大量外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续扩大，偿债压力或将进一步增加。截至2022年末，公司银行授信总额27.50亿元，已使用授信占比78.19%，剩余授信额度较低；考虑到公司的职能定位重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	47.18%	42.27%
现金短期债务比	0.11	0.22
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.12

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面，根据《寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据《寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，2022年9月，公司监事会成员由李峰、王杰、国彤彤、王玉、赵文泉、王小普变更为孔令强、郭晓庆、马云飞、胡金宝及徐佳，其中胡金宝为监事长。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月6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。

此外，根据子公司寿光华融海洋生物科技有限公司（以下简称“华融海洋”）的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月12日），华融海洋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。

根据子公司华景热力企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月12日），华景热力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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计10.73亿元，占当期末所有者权益的比重为16.01%，担保对象均为当地国有企业，但均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

表15 截至2022年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
寿光市海宁盐场有限公司	1,000.00	2022/11/30-2023/11/25	否
寿光市海宁盐场有限公司	1,000.00	2022/11/7-2023/11/06	否
山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司	36,000.00	2021/1/5-2024/1/5	否
山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司	27,000.00	2021/7/27-2024/1/5	否
山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司	9,500.00	2022/6/2-2024/12/28	否
山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司	5,000.00	2022/10/21-2024/12/28	否
寿光市荣嘉生物科技有限公司	10,692.32	2022/9/22-2025/9/22	否
寿光市荣嘉生物科技有限公司	9,727.49	2022/9/28-2025/9/28	否
山东华昊环保科技有限公司	1,000.00	2022/4/28-2023/4/28	否
寿光市鲁恒电力销售有限公司	1,000.00	2022/4/29-2023/4/29	否
寿光华融农业科技有限公司	1,000.00	2022/11/7-2023/11/06	否
寿光市鲁滨供水有限公司	980.00	2022/9/28-2025/9/20	否
寿光华铭环保科技有限公司	1,000.00	2022/9/27-2023/9/26	否
寿光市宏健体育文化有限公司	1,000.00	2022/6/30-2023/6/30	否
寿光市测绘有限公司	970.00	2022/11/16-2027/11/15	否
寿光市昇景海洋发展集团有限公司	475.00	2022/6/29-2023/6/19	否
合计	107,344.81	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是寿光市政府下属重要企业，寿光市政府持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，寿光市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与寿光市政府的联系中等。公司由寿光市财政局全资拥有，且公司未来与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对寿光市政府非常重要。尽管政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设方面对寿光市

政府的贡献很大，公司已发行债券，且公司作为寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

九、债券偿还保障分析

本期债券保障措施分析

寿光惠农提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“22远景管廊债01/22远景01”和“22远景管廊债02/22远景02”的安全性

根据寿光惠农出具的《关于寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司为寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司发行公司债券提供担保之担保函》（以下简称“《担保函》”），寿光惠农为债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保的范围包括债券本金以及与本期债券有关的所有应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由担保人支付的费用，承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。经国家发展和改革委员会注册，债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，在不增加寿光惠农义务的前提下继续承担《担保函》下的保证责任。

寿光惠农系由寿光市基础设施建设资金管理中心于2010年12月10日注册成立的国有独资公司，初始注册资本及实收资本均为10,000.00万元。后经多次股权变更，截至2022年末，寿光惠农注册资本为517,348.37万元，实收资本为404,857.76万元，寿光市财政局持有其98.58%的股权，为寿光惠农控股股东和实际控制人。

寿光惠农按照寿光市政府的规划开展基础设施及棚改项目代建业务，项目代建收入是其营业收入的主要来源。另外，寿光惠农对外出租地下管网，每年可获得较为稳定的租赁收入。截至2022年末，寿光惠农在建代建项目较多，尚需投资规模较大，业务持续性较好。同时地下管网和农业大棚租赁期限长，可带来较为稳定的租赁收入。

近年来寿光惠农总资产和所有者权益持续快速增长，2023年3月末分别为516.07亿元和203.16亿元。寿光惠农营业收入近年持续下降，毛利率整体稳定，取得的政府补贴对其利润贡献较大。

表16 寿光惠农营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建收入	167,922.64	8.62%	214,413.01	8.62%	336,330.07	8.62%
棚改代建收入	40,326.42	8.62%	63,252.83	8.62%	16,633.96	8.62%
租赁收入	25,688.07	39.93%	25,788.07	40.53%	22,018.35	44.16%
农产品	39,039.00	13.29%	14,764.85	13.62%	0.00	-

合计	272,976.13	12.24%	318,218.77	11.44%	374,982.38	10.71%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：寿光惠农 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表17 寿光惠农主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023年3月	2022年	2021年	2020年
总资产	516.07	514.47	508.94	495.82
所有者权益	203.16	203.18	200.82	192.60
总债务	212.16	209.16	260.36	281.16
资产负债率	60.63%	60.51%	60.54%	61.16%
现金短期债务比	0.10	0.13	0.16	0.76
营业收入	6.97	27.30	31.82	37.50
其他收益	1.17	9.02	9.21	8.89
利润总额	0.47	3.84	3.85	4.23
销售毛利率	12.12%	12.24%	11.44%	10.71%
EBITDA	-	14.74	15.38	14.98
EBITDA 利息保障倍数	-	0.89	-	0.73
经营活动现金流净额	1.83	55.74	13.17	-16.72

资料来源：寿光惠农 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，寿光惠农主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“22远景管廊债01/22远景01”和“22远景管廊债02/22远景02”的安全性。

十、结论

寿光市为全国百强县，地处济南、青岛两大城市之间，具备良好的交通和区位条件，其经济财政实力较强，在潍坊市下辖区县中稳居前列；随着黄河流域生态保护和高质量发展国家战略、山东半岛城市群、胶东经济圈建设的推进及交通基础设施的完善，寿光市面临较好的发展机遇。

公司作为寿光市重要的棚户区改造及基础设施建设主体，主要负责羊口开发区内基础设施建设，同时进行资产经营和供热服务，具有一定区域专营性。截至2022年末，公司主要在建拟建的委托代建项目较多，随着成本的陆续结算，未来收入较有保障；近年公司进一步延伸产业链，拓展经营领域，随着未来自营项目建成投产，亦可对公司收入形成一定补充；此外，公司资产出租期限较长，资产经营租赁业务持续性较好。尽管公司资产流动性较弱，短期债务偿还压力加大，面临较大的资金压力和一定的或有负债风险。但考虑到公司的职能定位重要，在资金、资产注入、股权划转以及政府补助等方面持续获得当地政府的较大支持。综合来看，公司抗风险能力尚可，此外，寿光惠农提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“22远景管廊债01/22远景01”和“22远景管廊债02/22远景02”的安全性。

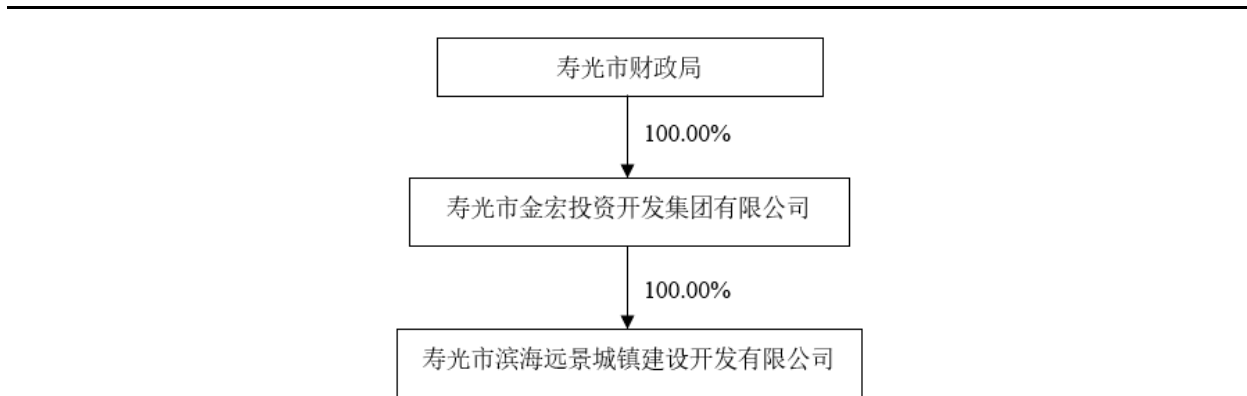
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22远景管廊债01/22远景01”和“22远景管廊债02/22远景02”信用等级为AA+。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.65	2.61	3.31
存货	62.58	61.05	55.93
流动资产合计	92.71	83.12	77.17
固定资产	23.03	23.33	23.91
在建工程	4.63	0.25	0.17
非流动资产合计	34.16	29.05	29.66
资产总计	126.87	112.17	106.82
短期借款	6.60	3.55	2.92
应付账款	0.16	0.27	0.55
其他应付款	6.18	4.22	3.04
一年内到期的非流动负债	13.32	5.00	2.65
流动负债合计	34.14	19.06	17.85
长期借款	13.66	14.30	13.24
应付债券	10.36	11.92	8.91
长期应付款	1.70	2.13	3.49
非流动负债合计	25.72	28.35	25.65
负债合计	59.86	47.41	43.50
其中：短期债务	24.37	11.86	11.26
总债务	51.55	40.21	36.90
所有者权益	67.02	64.76	63.33
营业收入	14.07	13.10	12.09
营业利润	-1.04	-0.84	-0.59
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.25	2.15	1.99
经营活动产生的现金流量净额	-1.70	-0.60	-14.93
投资活动产生的现金流量净额	-6.02	0.02	-1.27
筹资活动产生的现金流量净额	7.40	0.83	15.50
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	17.26%	17.43%	16.71%
资产负债率	47.18%	42.27%	40.72%
短期债务/总债务	47.28%	29.49%	30.50%
现金短期债务比	0.11	0.22	0.29
EBITDA（亿元）	5.67	5.75	4.23
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.12	2.26

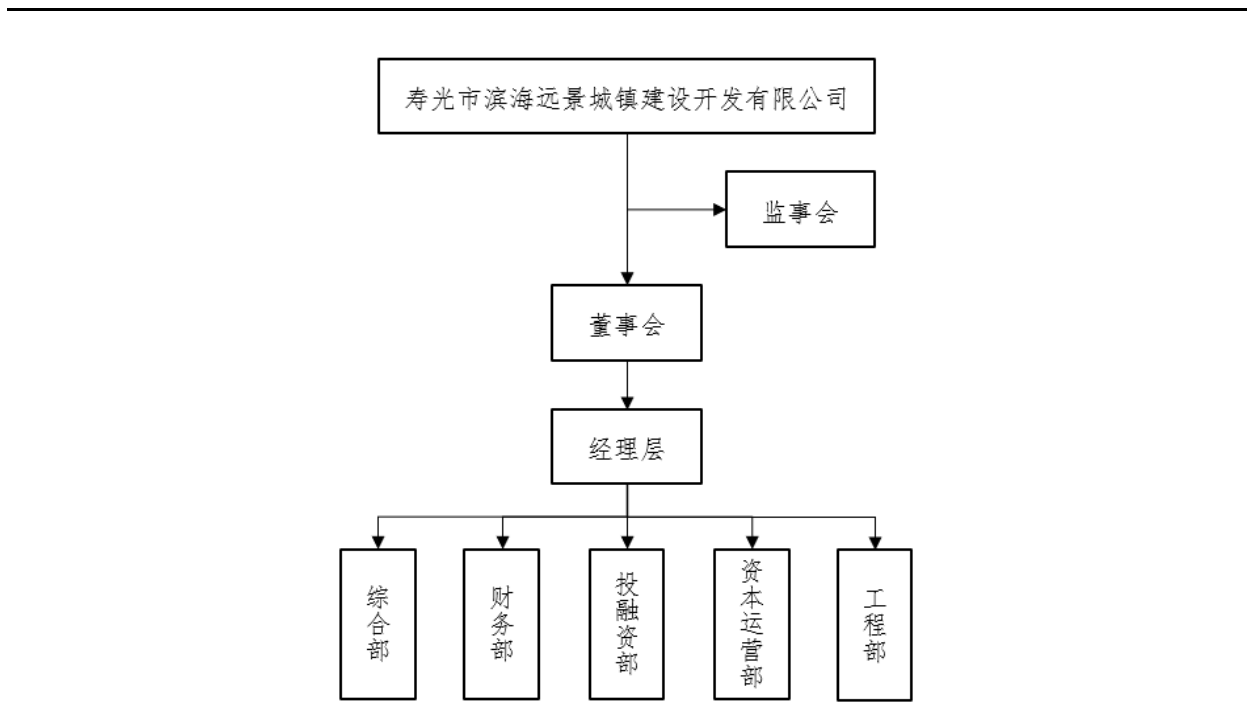
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
寿光市华景热力有限公司	10,000.00	100%	城市集中供热、热力设施设计施工等
寿光华融海洋生物科技有限公司	20,000.00	100%	水产养殖技术研发、咨询、推广服务鱼苗鱼种培育养殖服务等
寿光市睿才人力资源有限公司	1,000.00	100%	用人单位人力资源管理咨询服务;人力资源信息调查服务等
寿光市华融产业园运营管理有限公司	50,000.00	100%	园区管理服务;创业与就业指导服务;创业空间服务等
寿光华融旅游开发有限公司	50,000.00	100%	旅游景区开发、建设、经营与管理;文化旅游;旅游管理服务;工程总承包服务等
山东金诺物业管理有限公司	5,000.00	100%	物业管理、清洁服务、绿化管理、环境卫生管理、家政服务 etc
寿光华融汽车租赁有限公司	10,000.00	100%	汽车租赁、代驾服务、汽车保养服务等
寿光宏诚商贸有限公司	5,000.00	100%	金属材料销售;金属矿石销售等
潍坊华青农业科技有限公司	14,000.00	100%	农业科学研究和试验发展;技术服务等
山东华聚投资有限公司	10,000.00	100%	以自有资金从事投资活动
寿光华卓建筑工程有限公司	10,000.00	100%	建设工程施工等
寿光海衡市政建设有限公司	10,000.00	100%	园林绿化工程施工等
山东宏裕物流有限公司	5,000.00	100%	道路货物运输（不含危险货物）等

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。