

济宁市兖州区惠民城建投资有限公司2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）、2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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：

济宁市兖州区惠民城建投资有限公司2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）、2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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
21 兖投 02	AA+	AA+
21 兖投 03	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到近年来兖州区形成了“2+4+4”十强产业布局，经济实力位居济宁市前列，济宁市兖州区惠民城建投资有限公司（以下简称“公司”）是兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，市政代建收入来源较有保障，获得的外部支持力度较大。同时，中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，总债务增长较快，且非标融资较多，面临较大的短期偿债压力，存在一定或有负债风险，以及商品贸易业务盈利能力较弱且存在市场波动风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在区域内具有一定的专营性，预计市政代建业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月25日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	545.89	539.62	486.72	460.58
所有者权益	208.59	208.27	206.61	206.07
总债务	293.51	278.06	257.75	234.99
资产负债率	61.79%	61.40%	57.55%	55.26%
现金短期债务比	0.34	0.25	0.27	0.42
营业收入	14.88	74.59	72.38	119.09
其他收益	2.42	11.65	9.18	12.57
利润总额	0.34	2.09	2.50	2.46
销售毛利率	2.67%	3.93%	2.22%	1.17%
EBITDA	-	12.22	9.22	8.75
EBITDA 利息保障倍数	-	0.51	0.53	0.57
经营活动现金流净额	8.35	-4.67	6.81	-67.69

资料来源：公司 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

优势

- **兖州区煤炭资源丰富，近年来形成了“2+4+4”十强产业布局，经济实力位居济宁市前列。**兖州区是鲁西南重要的交通枢纽，区域内煤炭资源丰富，形成了以造纸包装、轮胎橡胶、装备制造为代表的“2+4+4”十强产业布局，经济实力在济宁市中位居前列。
- **公司是兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，市政代建业务收入来源较有保障。**公司作为兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，业务包括市政工程、土地整理、商品销售及房地产开发等，2022 年末公司市政代建业务的在建项目和已完工项目数量较多、规模较大，收入来源较有保障。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**财政补贴方面，2022 年公司获得政府补助合计 11.65 亿元，规模较大，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力。**公司资产主要由应收款项和存货构成，其中应收款项对资金占用规模较大，存货主要为项目及土地资产，集中变现难度大，且受限资产占比较高；近年来公司市政工程业务形成应收款项规模较大，回款情况较差，截至 2022 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大。
- **公司总债务增长较快，且非标融资较多，面临较大的短期偿债压力。**截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模较大，近年来规模快速增长，其中非标融资较多，且近年来公司 EBITDA 利息保障倍数及现金短期债务比水平表现较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保规模较大，被担保企业主要为当地国有企业，但均未设置反担保措施。
- **公司商品贸易业务盈利能力较弱且存在市场波动风险。**2020-2022 年公司商品贸易业务收入占比很高，但公司贸易业务毛利率水平较低，盈利能力较弱；近年来公司主要的贸易品种包括铜、铝和锌等，贸易业务易受市场行情等因素影响，存在一定的波动性。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
济东投资	兖州区最核心平台，业务涉及城市基础设施建设及运营服务、商品销售及房地产开发等多项业务	554.18	216.34	79.69
公司	兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责包括市政工程、土地整理、商品销售及房地产开发等多项业务	539.62	208.27	74.59
融通投资	兖州区内保障房建设	61.24	23.27	9.89

注：（1）“济东投资”为济宁市济东投资发展集团有限公司的简称，“融通投资”为济宁市兖州区融通投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、济东投资提供，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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	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					3
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兖州区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与兖州区政府的联系非常紧密以及对兖州区政府非常重要。同时，中证鹏元认为兖州区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+/“21 兖投 02”、“21 兖投 03”	2022-6-14	胡长森、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+/“21 兖投 02”	2021-8-4	胡长森、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/“13 兖城投债”	2013-5-5	严素华、刘洪芳	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
21 兖投 02	10.80	10.80	2022-6-14	2026-8-18
21 兖投 03	7.30	7.30	2022-6-14	2026-9-27

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2021年8月发行5年期10.80亿元“21兖投02”，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还前次公司债券。截至2023年5月31日，募集资金专项账户余额为1.43万元。

公司于2021年9月发行5年期7.30亿元“21兖投03”，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还前次公司债券。截至2023年5月31日，募集资金专项账户余额为0.71万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股权结构发生变更，2022年6月，济宁市兖州区国有资产监督管理局（以下简称“兖州区国资局”）将其持有的公司100%的股权转让给济宁市济东投资发展集团有限公司（由兖州区国资局100.00%持股，以下简称“济东投资”）。截至2023年3月末，公司的注册资本和实收资本均为37.01亿元，济东投资为公司唯一股东。根据济宁市兖州区区级机构改革有关要求，济宁市兖州区国资局承担的行政职能划入济宁市兖州区财政局，公司实际控制人为济宁市兖州区财政局，公司股权结构图见附录二。

2022年公司合并报表范围减少1家子公司济宁市兖州区惠金融资性担保有限公司；2023年1-3月，公司合并报表范围无变化，截至2023年3月末，公司合并报表范围子公司共17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

济宁市文化底蕴丰厚、煤炭和稀土资源丰富，依托文化和资源优势，形成了装备制造、精品旅游和新能源等产业集群，近年经济和财政收入持续增长，但税收收入增速承压，且债务率水平较高，需关注地区债务化解情况

区位特征：济宁市为“孔孟之乡、运河之都”，煤炭和稀土资源丰富，且作为淮海经济区中心城市，区位优势明显，但近年人口呈净流出态势。济宁市地处山东省西南部，下辖2区（任城、兖州）、2市（曲阜、邹城）、7县（泗水、微山、鱼台、金乡、嘉祥、汶上、梁山）和4个功能区（济宁国家高新区、太白湖省级旅游度假区、济宁经济技术开发区、曲阜文化建设示范区），面积1.1万平方公里，济宁市2020年七普常住人口和2021-2022年末常住人口分别为835.79万人、833.7万人和829.06万人，人口呈净流出态势。济宁市文化底蕴丰厚，所辖曲阜、邹城为国家历史文化名城，“三孔”和京杭大运河为世界文化遗产；济宁市自然资源丰富，煤炭剩余可采量15亿吨，年产原煤5,200万吨、占山东省的一半以上，稀土储量1,275万吨、居全国第2位，所辖南四湖是中国北方最大的淡水湖；济宁市区位优势明显，是淮海经济区中心城市，地处北京和上海黄金分割点，域内高铁便利，且京杭大运河流经7个县区，内河航运千吨级轮船、万吨级船队通江达海，中欧班列直达欧洲腹地。

图 1 济宁市空间发展格局


资料来源：济宁市人民政府关于印发济宁市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要的通知

经济发展水平：济宁市经济体量较大，地区经济持续增长，但2022年受投资及消费增速下降影响，**GDP增速放缓**。近年济宁市经济运行稳中向好，2022年地区生产总值5,316.9亿元，同比增长4.4%，位列全省第六位。2022年济宁市全市规模以上工业增加值同比增长8.6%，其中石油加工、煤炭及其他燃料加工业增加值增长27.4%、造纸和纸制品业增加值增长10.1%。从拉动经济增长的三大动力来看，投资方面，2022年济宁市固定资产投资（不含农户）增速下滑明显，对地区经济造成一定影响，其中重点投资支撑稳定、高技术投资增长29.7%，但民间投资和房地产投资分别同比下降14.5%、13.4%；消费方面，2020年全市消费规模略有下滑，随着营商环境优化，消费活力逐步释放，2021年增速达15.60%，但2022年增速有所放缓，同比变化不大；出口方面，近年济宁市进出口总额规模相对较小但增幅逐步提升，其中2022年济宁市货物进出口总额848.2亿元，同比增长25.0%，外贸市场份额更加多元，对“一带一路”沿线国家进出口总额占比达40.2%。2022年末济宁市全市各项贷款余额6,410.4亿元，同比增长14.5%，其中制造业贷款增长16.6%。

表1 2022 年山东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
青岛市	14,920.75	3.9%	14.43	1,273.25	896.31
济南市	12,027.50	3.1%	12.88	1,000.21	547.29
烟台市	9,515.86	5.1%	13.40	635.40	390.51
潍坊市	7,306.45	3.7%	7.77	618.07	708.97

临沂市	5,778.50	4.2%	5.24	420.19	334.40
济宁市	5,316.90	4.4%	6.41	447.66	434.48
淄博市	4,402.60	4.7%	9.35	374.17	267.79
菏泽市	4,205.34	4.2%	4.82	289.57	365.18

注：烟台市人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算，济宁市人均 GDP 使用 2022 年末常住人口数计算，其余城市根据 2021 年末常住人口计算。

资料来源：各市 2022 年统计公报等公开资料、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 济宁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）	5,316.9	4.4%	5,069.96	8.50%	4,494.31	3.60%
固定资产投资（不含农户）	-	-16.1%	-	12.40%	-	3.20%
社会消费品零售总额	2,463.0	0.1%	2,459.60	15.60%	2,127.3	-1.20%
进出口总额	848.2	25.0%	678.70	24.60%	545.14	18.30%
人均 GDP（元）	64,131.67		60,812.76		53,773.20	
人均 GDP/全国人均 GDP	74.83%		75.10%		74.22%	

注：2020 年人均 GDP 使用济宁市第七次全国人口普查数据计算，2021 年和 2022 年人均 GDP 使用济宁市当期末常住人口数计算。

资料来源：2020-2022 年济宁市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：济宁市实施“制造强市”战略，已形成以装备制造、精品旅游和新能源等为主的省级优势产业集群，为经济发展带来有力支撑。依托良好的资源优势，济宁市建成了煤化工、工程机械、生物技术、纺织新材料、汽车零配件、光电特色产业、电子信息等多个国家级产业基地，拥有济宁国家级高新区和14家省级经济开发区。兖矿能源集团、太阳纸业、华勤集团等企业进入中国企业500强，6家进入中国民营企业制造业500强。同时，济宁市拥有高新区中日韩、兖州中欧、曲阜中德、泗水中韩、邹城中日韩5个国际产业园区。美国伊顿、爱科，日本小松、伊藤忠、胜代，德国巴斯夫、西门子、林德、大陆，意大利倍耐力，新加坡丰益国际及华润、光大等15个国家和地区的53家世界500强企业落户济宁。在新旧动能转换的背景下，济宁市实施“制造强市”战略，围绕企业攀登进阶、产业链条延伸和集群膨胀，推动攀登企业扩围提标，全年863家攀登企业中规模以上制造业增加值同比增长5.7%，高于全市规模以上制造业增加值增幅2.6个百分点。此外，济宁市实施“1+5+N”¹总体布局和“5+5”²产业布局，不断加速新动能成长，2015-2020年间累计落地亿元以上项目3,190个，形成了装备制造、精品旅游、新能源等7个省级优势产业集群和“雁阵形”产业集群。2022年济宁市“四新”经济增加值现价增长9.8%，规上高端装备制造业增加值增长16.1%，高端化工增长19.8%，新一代信息技术制造业增长28.1%，新能

¹ “1+5+N”即加快打造济宁高新区增长极，发挥任城运河新城、兖州工业聚集区、邹城（邹西）现代工业新城、济宁经济技术开发区、曲阜文化建设示范区等五区的示范带动作用，集中突破省级以上经济开发区（大企业专业园区）、信息技术产业基地、医养结合示范省先行区等重点区域。

² “5+5”即以新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、节能环保、医养健康为重点的新兴产业和以高端化工、纺织服装、高效农业、文化旅游和现代金融为重点的传统优势产业。

源新材料增长12.5%。同时，济宁市加快过剩产能出清，“十三五”期间全市压减煤炭消费430万吨、化解产能1,750万吨/年，新旧动能转换成效明显。

发展规划及机遇：2023年济宁市聚焦制造强市战略，在绿色低碳高质量发展上实现新突破，坚定不移把制造强市作为首位战略，深化“干部助企攀登”，实施“四大攀登行动”，制造业占GDP比重提高2个百分点以上，全力建设国家级制造业高质量发展试验区中心城市。未来五年，济宁市将形成“一心两廊三带”空间发展格局，建成以中心城区为龙头，都市区为主阵地，县城和小城镇为战略支点的现代城市体系。

财政及债务水平：济宁市财政实力逐年增强，但税收收入增速承压，且债务率水平较高，需关注地区债务化解情况。近年济宁市财政运行情况较为平稳，2020-2022年一般公共预算收入保持增长。从税收情况来看，2020年和2021年税收收入占一般公共预算收入的比重均在70%以上，但2022年下降至67.39%，主要系受房地产市场低迷影响，土地增值税、契税分别下降32.1%、37.1%，合计减收22.4亿元，下拉税收增幅7.4个百分点；从税源结构来看，主要集中在电力、煤炭、制造业、建筑业、房地产及金融业等行业。此外，考虑到全国房地产景气度较低，房产交易和土地出让市场承受一定压力，叠加减税降费政策的持续推进，未来税收增速或将继续承压。

债务方面，近年济宁市地方政府债务余额呈增长态势，且债务水平较高，2021年末济宁市广义政府债务率³为268.37%。但济宁市政府层面多次表态，强调加强政府债务风险管理，加大隐性债务化解力度，分类有序释放债务风险，守住不发生系统性债务风险的底线，未来济宁市债务化解情况有待观察。

表3 济宁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	447.66	440.52	411.78
税收收入占比	67.39%	75.32%	73.30%
财政自给率	59.94%	60.58%	59.19%
政府性基金收入	434.48	550.14	461.27
上级补助收入	288.91	238.23	240.20
地方政府债务余额	1,513.96	1,345.17	1,095.40

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：济宁市2020-2021年决算情况表、济宁市2022年预算执行情况和2023年预算草案表等，中证鹏元整理

兖州区是鲁西南重要的交通枢纽，区域内煤炭资源丰富，形成了以造纸包装、轮胎橡胶、装备制造为代表的“2+4+4”十强产业布局，经济实力位居济宁市前列，近年主要融资平台融资活跃，广义政府债务率水平较高

区位特征：兖州区是全国重要的交通枢纽，也是鲁西南重要的枢纽型物流中心，区域内拥有丰富的煤炭资源。兖州区隶属于济宁市，是古九州之一，历史文化悠久，地处山东省西南部，北邻宁阳，西

³ 广义政府债务率=（地方政府直接债务+地区城投有息债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）。

靠汶上，南、西分别与邹城、任城接壤，东隔泗河和孔子故里曲阜毗邻。全区下辖6镇4个街道办事处，总面积535平方公里，根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日，兖州区常住人口为540,662人。兖州区交通区位优势，被誉为“九省通衢，齐鲁咽喉”，京沪、兖石铁路在境内交汇，日兰高速、327国道等数十条公路干线在境内交织成网，是全国重要的交通枢纽和鲁西南最大的物资集散地及客运中转站。资源方面，煤炭是兖州区最具优势的矿产资源，煤炭分布面积约占全区国土面积的37.06%，是国家重要的煤炭基地，境内有兴隆庄、杨村、杨庄、田庄、鲍店、东滩、新驿煤矿等7个煤矿。

图 2 兖州区区位示意图



资料来源：兖州区人民政府网

经济发展水平：兖州区经济实力在济宁市中位居前列，2022年受区域房地产市场下行影响，**经济增速有所回落**。受去产能政策、环保等因素影响，近年来兖州区GDP增速存在一定波动，其中2022年全区GDP增速较上年有所回落；2022年兖州区的GDP为600.14亿元，三次产业结构为5.6:48.6:45.8，经济总量在济宁市各区县中排名第3，2022年人均GDP系全国人均GDP的1.30倍，高于山东省和济宁市平均水平。综合实力位居“全国百强区”第67位，获评“山东省工业强县”“全省民营经济高质量发展先进区”。2022年规模工业增加值增长6.4%，从主导产业看，橡胶制品、装备制造带动作用显著，分别实现营业收入109.75亿元、108.37亿元，增速分别为6.1%、7.6%。

从投资方面来看，全区新纳统项目108个（不含房地产），计划总投资238.9亿元，比上年增长8.8%。此外，受宏观环境影响，全区房地产市场持续下行，2022年全区房地产投资完成29.2亿元，同比下降43.1%；商品房销售面积完成84.2万平方米，同比下降5.6%。消费方面，2022年全区消费市场保持平稳，实现社会消费品零售总额238.8亿元，增速为0.5%。进出口方面，2022年全区进出口总额完成187.9亿元，比上年增长14.3%。

表4 2022年济宁市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速 (%)	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
邹城市	1,009.1	5.0	8,6991.38	85.70	28.90
任城区	612.82	3.6	56,974.76	71.49	3.38
兖州区	600.14	4.3	111,000.96	50.26	-
汶上县	266.94	4.5	38,825.15	18.81	37.99
嘉祥县	259.51	3.7	37,064.97	18.05	31.04
金乡县	259.37	4.3	40,900.80	20.03	24.38
鱼台县	233.17	4.4	55,515.34	13.6	22.26
泗水县	216.07	4.4	39,799.59	13.31	13.46

注：1、邹城市人均GDP以截至2021年末常住人口数据计算，其余地区人均GDP以当地第七次人口普查常住人口数据（时点为2020年11月1日零时）计算；2、“-”为数据未获得。

资料来源：各区县政府网站、2022年财政预决算报告等，中证鹏元整理

表5 兖州区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）	600.14	4.3%	587.74	7.9%	525.72	3.7%
固定资产投资（不含农户）	-	-	-	10.1%	-	3.5%
社会消费品零售总额	238.8	0.5%	237.7	15.6%	205.6	-
进出口总额	187.9	14.3%	164.5	9.2%	155.3	5.3%
人均 GDP（元）	111,000.96		108,707		97,236	
人均 GDP/全国人均 GDP	129.53%		134.25%		134.22%	

注：“-”数据未公告；2020-2022年人均GDP按兖州区第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2020-2022年兖州区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：近年来兖州区加快新旧动能转换，形成了以造纸包装、轮胎橡胶、装备制造、食品为代表的“2+4+4”十强产业布局。兖州区立足于“工业立区，工业强区”，近年来加快新旧动能转换，明确了橡胶轮胎、造纸包装“两大主导产业”，新一代信息技术、高端装备制造、新能源新材料、医养健康“四大新兴产业”，现代高效农业、绿色食品、现代物流、文化休闲旅游“四大传统产业”的“2+4+4”十强产业。其中造纸包装产业拥有大中型包装企业20多家，年销售收入超过500亿元，形成了以全国五百强企业太阳纸业集团为依托，集育林-纸浆-机制纸-纸制品加工-印刷包装为一体的千亿级产业链。轮胎橡胶产业拥有规模以上橡塑企业十余家，其中以全国五百强企业华勤橡胶工业集团为代表，形成了“高端轮胎、输送带”两大核心产业链。装备制造业是兖州区的传统产业，培育出联诚精密、蒂德精机、天意机械等产业领军企业，产品涉及农机装备、数控机床、汽车零部件等多个品种，其中农机装备企业超过120家，已形成农机装备产业集群。

发展规划及机遇：根据《济宁市兖州区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，“十四五”期间，兖州区将主动融入“一带一路”、黄河流域、淮河流域国家战略通道，立足打造济宁城市发展新空间、产业发展新高地，发挥中心城区的辐射带动作用，充分放大先进制造、交通区

位等独特优势。兖州区坚持“工业立区、工业强区”，建成新型工业基地。以“打造千亿级物流集聚区”为目标，利用济宁机场、鲁南高铁建设的机遇，建设“两核引领、四区联动”的兖州国际陆港，常态化运营“兖欧班列”、“兖青班列”，建成区域枢纽型物流中心。

财政及债务：近年来兖州区财政收入稳定增长，但地方政府债务增速较快，债务水平较高。近年来兖州区财政运行情况较为平稳，2022年一般公共预算收入保持增长。从税收情况来看，2022年税收收入占比为64%，收入质量尚可，且近三年财政自给率表现尚可。区域债务方面，截至2021年末，政府债务余额141.56亿元，地方政府债务增速较快，且2021年兖州区广义政府债务率为605.48%，水平较高。

表6 兖州区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	50.26	49.72	47.35
税收收入占比	64.0%	77.4%	74%
财政自给率	69.56%	72.7%	76.7%
政府性基金收入	-	9.77	36.71
地方政府债务余额	-	141.56	98.54

资料来源：兖州区预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，兖州区属主要投融资平台共3家。济东投资是兖州区最核心平台，业务涉及城市基础设施建设及运营服务、房地产开发等，并逐步拓展土地综合开发、物流运输、能源资源开发等多个领域，其资产体量及收入规模均排名首位；公司为济东投资核心子公司，主要负责经营包括市政工程、土地整理、商品销售、房屋销售及转让土地使用权等在内的多项业务，近年融资活跃，总债务规模较大。济宁市兖州区融通投资有限公司（以下简称“融通投资”）主要从事兖州区内保障房建设，体量相对较小。

五、经营与竞争

公司作为兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责市政工程、土地整理、商品销售等在内的多项业务，在市政工程建设方面竞争力较强

公司作为兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责包括市政工程、土地整理、商品销售等在内的多项业务。2021-2022年公司实现营业收入72.38亿元和74.59亿元，主要来源于贸易业务、市政工程业务和房屋销售业务。毛利率方面，2021-2022年公司销售毛利率略有上升，但整体水平较低，主要系毛利率水平较低的商品贸易收入占比较高所致。此外，公司其他业务还包括酒店收入、房租收入、转让土地使用权收入等，但规模均较小。

表7 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
商品销售收入	57.26	76.76%	0.54%	62.13	85.84%	0.64%
市政工程收入	9.50	12.74%	15.16%	9.50	13.13%	15.00%
房屋销售收入	4.20	5.63%	18.21%	0.49	0.67%	-37.12%
酒店收入	0.03	0.04%	-67.83%	0.03	0.04%	-11.46%
其他收入	0.01	0.02%	53.23%	0.12	0.16%	-112.85%
主营业务收入	71.00	95.19%	3.52%	72.27	99.85%	2.09%
转让土地使用权	3.37	4.51%	6.85%	0.00	0.00%	-
房租收入	0.05	0.07%	96.01%	0.06	0.09%	85.21%
其他收入	0.17	0.23%	89.32%	0.05	0.07%	94.82%
其他业务收入合计	3.59	4.81%	12.03%	0.11	0.15%	89.34%
营业收入合计	74.59	100.00%	3.93%	72.38	100.00%	2.22%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）市政工程业务

兖州区政府赋予公司城乡基础设施建设职能，公司市政代建业务竞争力较强，近年收入规模稳定，公司已完工尚未回购项目规模较大，未来代建业务收入来源较有保障，但回款情况较差，在建项目面临资金支出压力

公司作为兖州区城市基础设施建设主体，按照兖州区政府对城市建设的总体规划部署，承建了城市路网改造、农村路网改造、棚户区建设等公益性市政工程项目。根据《兖州市人民政府关于明确兖州市惠民城建投资有限公司性质及经营范围的通知》（兖政字【2008】63号），兖州区政府赋予公司城乡基础设施建设职能。

兖州区市政工程建设业务由公司本部负责，目前采用先建设后移交的模式开展，由公司负责组织资金对约定的基础设施进行投资建设，由项目业主按照公司的投资成本加约定的投资回报（具体回报率视项目而定）进行回购。项目业主对公司的工程项目逐年进行验收确认，对工程项目进行分批回购，公司根据每年的确认额进行移交并据此确认收入并结转成本，回购期为一般5-10年。项目结算资金一般按照公司的资金计划向政府申请，具体资金到账情况依财政资金当年计划安排。公司每年末向政府部门取得确认书，确认当年项目实际回购金额。公司市政代建业务收入规模较为稳定，毛利率在15%左右，变化不大。

截至2022年末，公司主要已完工待回购的工程项目有城乡基础设施项目、农村路网项目、城区路网项目、医疗中心项目和体育中心项目等，项目数量较多。截至2022年末，公司主要在建项目合计总投资54.01亿元，已完成投资41.62亿元，尚需投资12.39亿元；公司存货中基础设施建设和棚户区改造成本合计84.41亿元，公司市政工程业务收入来源较为有保障，但业务形成应收款项规模较大，回款情况较差，

在建项目存在资金支出压力。

此外，公司部分在建及拟建项目采用自营模式。其中，颜店镇乡村振兴建设项目、颜店工业园区新旧动能转换引领区建设项目主要收入来源为厂房的出租和出售；兖州工业园区中欧合作产业园智能制造工厂项目建成之后将全部租赁给落地企业或出售；兖州高铁新城项目计划将高铁站周边地块进行房地产开发和商业综合体建设，依靠高铁的增值效应实现盈利。

表8 截至 2022 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
新农村建设项目	25.30	24.62	是
颜店镇乡村振兴建设项目	10.00	8.10	否
颜店工业园区新旧动能转换引领区建设项目	10.07	4.65	否
兖州工业园区中欧合作产业园智能制造工厂项目	4.74	4.25	否
兖州高铁新城项目	3.90	0.00	否
合计	54.01	41.62	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）贸易业务

公司商品贸易业务以销定购，近年来收入规模持续下降，业务盈利能力较弱且易受市场行情等因素影响而波动

商品贸易业务由济宁市兖州区惠民均和实业发展有限公司（以下简称“惠民均和”）运营。惠民均和成立于2018年11月，是由公司与上海均和集团国际贸易有限公司合资成立的控股子公司，注册资本5亿元，其中公司控股比例为51%。惠民均和以大宗商品贸易为主营业务，主营品种包括：大宗原材料、大宗能源和大宗农产品等。

公司商品贸易业务主要采用代理采购模式，与下游客户签订代理合同后，采用收取15%-20%的保证金模式，之后向上游供应商采购货物，下游客户根据自身需求在规定时间内向贸易商支付余款提货。公司代理模式是以销定购，即锁定上家和下家，签订采购合同和销售合同时确定价款，销售结算价格基本上在采购价格的基础上加上相关费用从而锁定利润，库存周转较快，回款周期在一个月左右。

2021-2022年公司分别实现商品贸易业务收入62.13亿元和57.26亿元，规模持续缩减，公司近年来贸易业务的主要品种包括铜、铝和锌等，价格易受市场行情等因素影响产生波动，业务整体毛利率水平较低，盈利能力较弱。

表9 公司商品贸易业务购销明细（单位：亿元）

年度	品种	采购金额	销售金额	销售占比
2022 年	铜	56.98	57.35	88.76%
	锌	7.25	7.26	11.24%
	合计	64.23	64.61	100.00%

2021年	铜	57.81	58.17	82.98%
	锌	10.81	10.84	15.47%
	铝	1.09	1.09	1.55%
	合计	69.71	70.10	100.00%

注：产品购销情况所示金额包含了增值税。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年惠民均和的前五大供应商分别为上海远宜国际贸易有限公司、珠海华发商贸控股有限公司、广西宜信投资有限责任公司、珠海创华国际商贸有限公司和宁波杉杉物产有限公司，惠民均和向上述供应商采购的金额合计24.57亿元，占当期总额的比重为38.25%。

表10 商品贸易业务前五大供应商（单位：亿元）

年度	序号	企业名称	采购金额	占比
2022年	1	上海远宜国际贸易有限公司	8.68	13.51%
	2	珠海华发商贸控股有限公司	5.81	9.05%
	3	广西宜信投资有限责任公司	3.69	5.74%
	4	珠海创华国际商贸有限公司	3.40	5.29%
	5	宁波杉杉物产有限公司	2.99	4.66%
		合计	24.57	38.25%
2021年	1	宁波杉杉物产有限公司	7.53	10.81%
	2	江铜国际贸易有限公司	5.62	8.06%
	3	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	5.13	7.36%
	4	陕西东岭物资有限责任公司	3.69	5.29%
	5	铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	2.75	3.95%
		合计	24.73	35.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，惠民均和前五大客户分别为广东正威科城供应链有限公司、全威唐山能源有限公司、上海麗枫国际贸易有限公司、海南洋浦欣圭实业有限公司和海南洋浦芳莱实业有限公司，惠民均和向上述客户销售金额合计23.18亿元，销售金额占当期总额的比重为35.88%。

表11 商品贸易业务前五大客户（单位：亿元）

年度	序号	企业名称	销售金额	占比
2022年	1	广东正威科城供应链有限公司	9.28	14.36%
	2	全威唐山能源有限公司	4.30	6.65%
	3	上海麗枫国际贸易有限公司	3.63	5.62%
	4	海南洋浦欣圭实业有限公司	3.06	4.73%
	5	海南洋浦芳莱实业有限公司	2.92	4.52%
		合计	23.18	35.88%
2021年	1	上海勒韦国际贸易有限公司	22.38	31.92%
	2	湖北宏泰联合国际贸易有限公司	7.89	11.26%

3	全威（成都）能源有限公司	5.58	7.96%
4	上海詹弈贸易有限公司	4.63	6.60%
5	上海麗枫国际贸易有限公司	4.62	6.59%
合计		45.10	64.33%

资料来源：公司提供

总体来看，商品贸易业务收入规模较大，占比很高，但盈利能力较弱且易受市场行情等因素影响存在波动。

（三）房地产业务

公司在建房地产项目数量较多，整体投资规模较大，未来收入来源具有一定保障，但也面临资金支出压力，同时需关注未来项目去化情况

公司也参与兖州区的商品房建造及销售，该业务由公司本部负责运营，模式为自主开发。公司具有房地产开发资质，通过招拍挂方式获得土地并缴纳出让金，进行房屋建造，之后按照市场价格进行销售。公司主要开发的房地产项目为怡和花园项目、锦绣家园项目以及泽缘名府项目，公司房地产均为住宅类型，全部位于济宁市兖州区。2021-2022年公司房屋销售收入分别为0.49亿元和4.20亿元，受出售房产面积和价格等因素影响，收入及毛利率波动较大。

截至2022年末，公司在建房地产项目为泽缘名府项目、惠民枫润府项目、惠民水岸新城项目、龙泽名府项目和水岸丽景项目。泽缘名府项目建筑面积12.14万平方米，其中住宅建筑面积8.57万平方米，机动车停车位709个，该项目计划投资总金额为5.00亿元，截至2022年末已投资4.00亿元。惠民枫润府项目总建筑面积8.57万平方米，其中住宅建筑面积5.99万平方米，机动车停车位579个，该项目计划投资总金额为4.60亿元，截至2022年末已投资3.60亿元。惠民水岸新城项目总建筑面积14.76万平方米，其中住宅建筑面积9.95万平方米，商业配套0.33万平方米，机动车停车位989个，该项目计划投资总金额为7.90亿元，截至2022年末已投资4.90亿元。龙泽名府项目总建筑面积3.17万平方米，其中住宅建筑面积1.97万平方米，机动车停车位161个，该项目计划投资总金额为2.00亿元，截至2022年末已投资1.50亿元。水岸丽景项目规划总户数505户，总建筑面积9.65万平方米，该项目计划投资总金额为5.20亿元，截至2022年末已投资3.90亿元。

表12 截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	预计总投资	累计投资
泽缘名府项目	12.14	5.00	4.00
惠民枫润府项目	8.57	4.60	3.60
惠民水岸新城项目	14.76	7.90	4.90
龙泽名府项目	3.17	2.00	1.50
水岸丽景项目	9.65	5.20	3.90
合计	48.29	24.70	17.90

注：部分项目计划总投资金额根据项目实际情况进行了调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司房地产在建项目数量较多，整体投资规模较大，未来收入来源具有一定保障，但在建项目也面临资金支出压力，同时考虑到在建房地产项目数量较多，需关注未来项目去化情况。

（四）土地使用权转让业务

公司土地使用权转让业务收入规模及盈利能力存在波动，且不具备可持续性

公司土地使用权转让业务为公司非经常性业务，该业务主要是公司将原“招拍挂”取得的出让土地，甄别收益情况不高的土地资产，转让给济宁市兖州区自然资源综合服务中心（以下简称“自然资源服务中心”，原“济宁市兖州区土地储备中心”）和融通投资，由此形成公司的转让土地使用权收入。公司进行转让的土地均是通过“招拍挂”取得的，包括纳入“存货”科目的土地使用权资产，以及纳入“投资性房地产”科目的土地使用权资产，该业务不具有可持续性；且截至2022年末，公司应收账款中应收自然资源服务中心和融通投资的土地收购款规模较大，需关注该业务回款情况。

表13 公司土地使用权转让明细（单位：亩、亿元）

年份	转让单位	面积	金额
2022年	自然资源服务中心	334.31	3.37

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

财政补贴方面，2022年公司获得政府补助合计11.65亿元，规模较大，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和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告、经山东舜天信诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增1家子公司济宁市兖州区惠嘉置业有限公司，济宁市兖州区燃气服务中心和济宁市兖州区公共汽车公司不再纳入公司合并报表范围；2022年公司合并报表范围减少1家子公司济宁市兖州区惠金融资性担保有限公司；2023年1-3月，公司合并报表范围无变化，截至2023年3月末，公司合并报表范围子公司共17家，详见附录四。

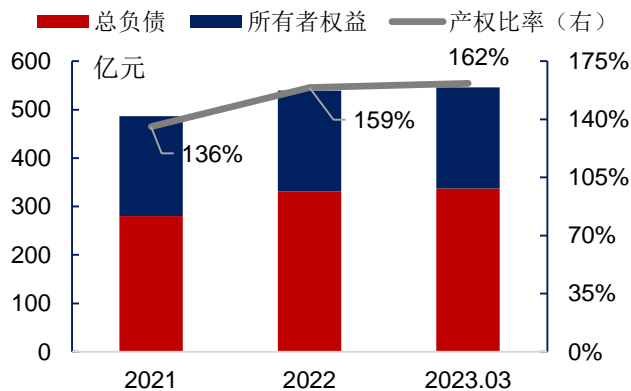
资本实力与资产质量

公司权益对负债的覆盖程度较弱，近年资产规模持续上升，主要由应收款项和存货构成，存货中的项目及土地集中变现难度大，应收款项对资金占用较多，且受限资产占比较高，资产流动性整体较

弱

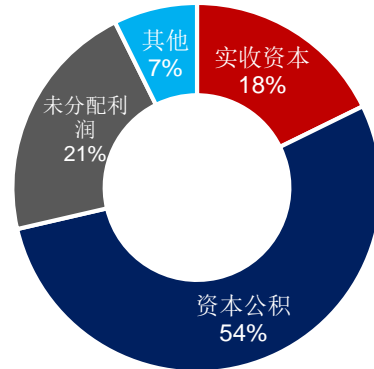
近年公司所有者权益规模略有增长，而随着融资力度的加大，公司负债总额持续增长，2023年3月末为337.30亿元，综合导致公司产权比率上升至2023年3月末的约162%，权益对负债的覆盖程度较弱。从所有者权益构成来看，2023年3月末，公司所有者权益仍以资本公积为主。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 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

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续上升，2023年3月末为545.89亿元，从资产构成来看，以流动资产为主，2023年3月末流动资产占总资产的比重为81.65%。

公司资产主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货，2022年末公司货币资金主要为其他货币资金和银行存款，期末其他货币资金28.97亿元因作为定期存单和保证金等使用受限；公司应收账款主要为应收工程款及土地收购款，期末占总资产的比重为18.68%，主要为应收兖州区政府及其相关单位，从账龄上来看，3年以上的应收账款占比为58.00%，整体账龄偏长，对公司资金形成较大占用；公司其他应收款前五大应收对象为济宁市兖州区财政局、济宁市兖州财金发展有限公司、兖州区国资局、济宁市惠兴控股集团有限公司和股东济东投资，主要为政府单位和国有企业，回款时间具有一定不确定性。近年来，公司存货占总资产的比重较高，2022年末为40.03%，主要为项目开发成本119.86亿元以及通过“招拍挂”方式取得的土地使用权73.80亿元，其中土地用途主要为商业和住宅用地，存货规模增加主要系房地产业务开发产品和土地使用权增加。

其他资产方面，2022年末公司在建工程主要由由兴隆文化园等项目构成，规模随项目投入而持续增长；投资性房地产主要为用于对外出租的房产及房产附属土地，包括房屋建筑物8.11亿元和土地使用权15.88亿元。

截至2022年末，公司包括货币资金、存货、固定资产、投资性房地产、应收账款和其他非流动金融资产在内的受限资产规模合计83.32亿元，合计占总资产比重为15.44%。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	41.53	7.61%	29.85	5.53%	29.74	6.11%
应收账款	103.12	18.89%	100.78	18.68%	92.84	19.07%
其他应收款	84.13	15.41%	86.67	16.06%	75.20	15.45%
存货	210.21	38.51%	216.01	40.03%	187.25	38.47%
流动资产合计	445.72	81.65%	438.72	81.30%	387.78	79.67%
在建工程	38.03	6.97%	37.23	6.90%	30.66	6.30%
投资性房地产	23.98	4.39%	23.98	4.44%	25.42	5.22%
非流动资产合计	100.17	18.35%	100.90	18.70%	98.94	20.33%
资产总计	545.89	100.00%	539.62	100.00%	486.72	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 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

盈利能力

公司营业收入主要来源于贸易收入、市政工程收入等，销售毛利率整体处于较低水平，市政工程业务和土地使用权转让业务回款情况较差，政府补助对公司利润贡献较大，但受区域财政政策调整影响存在波动性

公司营业收入主要来源于商品销售收入、市政工程收入和房屋销售收入，近两年商品贸易收入占营业收入比重均高于75%。毛利率方面，2021-2022年公司销售毛利率略有上升，但整体处于较低水平，主要受毛利率较低的商品销售收入占比较高影响。

回款方面，公司市政工程业务和土地使用权转让业务近年形成应收款项规模较大，业务回款情况较差。

2021-2022年公司其他收益规模较大，主要为政府补贴，是公司利润的主要来源，但未来区域财政政策调整可能导致补助规模波动。

2023年1-3月，公司营业收入和利润总额分别为14.88亿元、0.34亿元。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	14.88	74.59	72.38
营业利润	0.37	2.14	2.51
其他收益	2.42	11.65	9.18
利润总额	0.34	2.09	2.50
销售毛利率	2.67%	3.93%	2.22%

资料来源：公司 2021-2022 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

偿债能力

公司总债务规模较大且近年持续上升，其中非标融资较多，短期债务规模较大，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱，面临较大的短期偿债压力

截至2023年3月末，公司总债务规模293.51亿元，较2021年末上升13.87%，占负债总额的比重高，规模较大且近年来持续增长，其中短期债务达122.09亿元，公司面临很大的短期债务压力。公司短期债务包括短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债。2022年末公司短期借款主要包括银行贷款、信托贷款及债权融资计划，规模持续增长；应付票据主要为银行承兑汇票；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和应付债券。公司长期债务包括长期借款、应付债券，公司长期借款规模较大，2022年末长期借款占负债总额的比重为37.87%，主要是银行贷款、委托贷款、信托贷款、直接融资，其中直接融资包括定向工具、中期票据和债权融资计划等，包含较多非标融资；2022年末公司应付债券主要系公司发行的“19兖投02”、“21兖投02”、“21兖投03”等。

其他负债构成方面，2022年末公司其他应付款主要为往来款，主要应付对象分别为兖州融通、山东金汇达投资发展有限公司等，2022年规模上升主要系往来款增加。

表16 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	3.65%-7.35%	60.75	36.42	3.90	3.72	16.71
债券融资	6.70%-7.50%	136.35	6.00	11.10	0.05	119.20
非标融资	4.78%-12.00%	76.35	59.61	11.26	3.75	1.73
合计	-	273.45	102.02	26.27	7.51	137.64

注：上表不含应付票据数据、未考虑计提利息。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	52.86	15.67%	43.82	13.22%	15.58	5.56%
应付票据	14.79	4.39%	11.88	3.59%	9.90	3.53%
其他应付款	34.37	10.19%	39.82	12.02%	13.25	4.73%
一年内到期的非流动负债	54.44	16.14%	64.39	19.43%	85.56	30.54%
流动负债合计	165.85	49.17%	173.34	52.31%	133.36	47.61%
长期借款	133.92	39.70%	125.48	37.87%	111.51	39.81%
应付债券	37.50	11.12%	32.50	9.81%	35.20	12.57%
非流动负债合计	171.45	50.83%	158.01	47.69%	146.75	52.39%
负债合计	337.30	100.00%	331.35	100.00%	280.11	100.00%
总债务	293.51	87.02%	278.06	83.92%	257.75	92.02%
其中：短期债务	122.09	36.20%	120.08	36.24%	111.03	39.64%
长期债务	171.42	50.82%	157.98	47.68%	146.71	52.38%

资料来源：公司 2021-2022 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

从偿债能力指标来看，近年来公司资产负债率有所上升，2023年3月末为61.79%，同期末公司现金短期债务比为0.34，水平较低，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱，公司面临较大的短期偿债压力。近年公司EBITDA利息保障倍数持续处于较低水平，EBITDA对利息的保障程度较弱。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，公司作为兖州区城市基础设施投资建设的重要主体，必要时可获得当地政府的支持，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，截至2023年3月末授信总额101.25亿元，剩余额度20.28亿元。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	61.79%	61.40%	57.55%
现金短期债务比	0.34	0.25	0.27
EBITDA利息保障倍数	-	0.51	0.53

资料来源：公司2021-2022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

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司提供的《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》，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的《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》，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

公司治理

根据公司提供的《诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近36个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022年2月，公司两名董事由孙志刚、宋亚娟变更为窦超、胡志敏，公司总经理由孙志刚变更为孔浩。

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14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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年6月6日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额为23.19亿元，占公司同期末净资产的比重为11.13%，被担保企业主要为国有企业，但均未设置反担保措施，公司仍面临一定的或有负债风险。

表19 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
济宁市兖州区融通投资有限公司	35,000.00	2022.9-2029.8	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	25,000.00	2020.4-2025.4	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	19,880.00	2021.5-2023.5	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	10,096.00	2021.5-2023.5	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	14,800.00	2020.12-2023.12	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	10,000.00	2021.6-2023.3	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	7,480.00	2021.7-2023.4	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	4,828.60	2021.12-2024.12	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	2,069.42	2021.11-2024.11	否
济宁市惠达投资有限公司	4,050.00	2016.5-2036.3	否
济宁市惠达投资有限公司	3,910.00	2016.10-2036.3	否
济宁市惠达投资有限公司	3,785.00	2016.7-2036.3	否
济宁市惠达投资有限公司	3,780.00	2016.10-2036.3	否
济宁市惠达投资有限公司	2,882.35	2017.2-2036.3	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	4,000.00	2018.10-2023.10	否
济宁市兖州区高铁南站铁路工程有限公司	2,400.00	2020.12-2025.11	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	1,800.00	2020.12-2025.11	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	980.00	2020.11-2025.11	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	10,000.00	2022.12-2023.12	否
济宁市兖州区融通投资有限公司	7,000.00	2022.12-2023.12	否
济宁市兖州区九州城建投资有限公司	9,580.00	2022.11-2023.4	否
济宁市兖州区九州城建投资有限公司	6,600.00	2022.11-2023.4	否
济宁市兖州区惠金融资性担保有限公司	2,000.00	2022.12-2025.12	否
济宁市投资发展集团有限公司	20,000.00	2022.12-2025.12	否
济宁市投资发展集团有限公司	20,000.00	2022.12-2025.12	否
济宁市投资发展集团有限公司	20,000.00	2022.12-2025.12	否

济宁市投资发展集团有限公司		2022.12-2025.12	否
济宁市投资发展集团有限公司		2022.12-2025.12	否
合计	231,921.37	-	-

八、外部特殊支持分析

公司是兖州区政府下属重要企业，兖州区财政局为公司实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兖州区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与兖州区政府的联系非常紧密。兖州区财政局为公司实际控制人，兖州区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的业务基本来源于政府及其相关单位，近五年内公司受到兖州区政府的支持次数较多且力度较大，展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对兖州区政府非常重要。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，公司是投资发展的子公司，且本部在公用事业领域不具有区域专营性，政府在付出一定成本情况下可将其取代，公司在基础设施建设方面对当地政府贡献很大，且作为已发债平台，若发生违约，或将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

兖州区煤炭资源丰富，近年来形成了以造纸包装、轮胎橡胶、装备制造为代表的“2+4+4”十强产业布局，经济实力位居济宁市前列。公司是兖州区重要的城市基础设施投资建设主体，虽然公司资产主要由应收款项和存货构成，且受限资产占比较高，近年来市政工程业务形成的应收款项规模较大，资产流动性较弱，面临较大的资金压力，总债务规模较大，且其中非标融资较多，面临较大的短期偿债压力，存在一定的或有负债风险，同时公司商品贸易业务盈利能力较弱且存在市场波动风险；但公司业务在区域内具有一定的专营性，市政代建业务收入来源较有保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。整体来看，公司抗风险能力较强。

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“21兖投02”、“21兖投03”的信用等级为AA+。

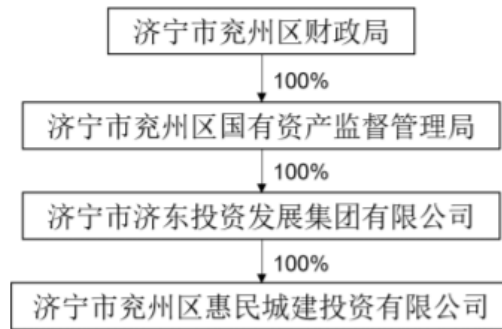
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	41.53	29.85	29.74	21.75
应收账款	103.12	100.78	92.84	87.58
预付款项	3.97	3.42	0.62	0.40
其他应收款	84.13	86.67	75.20	69.45
存货	210.21	216.01	187.25	186.11
其他流动资产	2.74	1.96	2.12	1.09
流动资产合计	445.72	438.72	387.78	366.37
固定资产	11.88	11.98	12.16	13.60
在建工程	38.03	37.23	30.66	26.51
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	26.28
其他债权投资	9.64	9.64	14.54	0.00
其他非流动金融资产	11.96	11.96	11.50	0.00
长期股权投资	4.11	4.11	4.09	3.79
投资性房地产	23.98	23.98	25.42	23.79
非流动资产合计	100.17	100.90	98.94	94.20
资产总计	545.89	539.62	486.72	460.58
短期借款	52.86	43.82	15.58	10.48
应付账款	1.11	5.67	0.26	1.31
应付票据	14.79	11.88	9.90	10.05
合同负债	7.51	7.02	8.01	0.00
其他应付款	34.37	39.82	13.25	15.65
一年内到期的非流动负债	54.44	64.39	85.56	31.69
流动负债合计	165.85	173.34	133.36	71.67
长期借款	133.92	125.48	111.51	144.07
应付债券	37.50	32.50	35.20	38.70
非流动负债合计	171.45	158.01	146.75	182.83
负债合计	337.30	331.35	280.11	254.50
总债务	293.51	278.06	257.75	234.99
所有者权益	208.59	208.27	206.61	206.07
营业收入	14.88	74.59	72.38	119.09
营业利润	0.37	2.14	2.51	4.05
其他收益	2.42	11.65	9.18	12.57
利润总额	0.34	2.09	2.50	2.46
经营活动产生的现金流量净额	8.35	-4.67	6.81	-67.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.45	-4.94	-4.17	-11.81
筹资活动产生的现金流量净额	-6.44	5.00	-8.14	78.68

财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	2.67%	3.93%	2.22%	1.17%
资产负债率	61.79%	61.40%	57.55%	55.26%
短期债务/总债务	41.60%	43.19%	43.08%	22.22%
现金短期债务比	0.34	0.25	0.27	0.42
EBITDA（亿元）	-	12.22	9.22	8.75
EBITDA 利息保障倍数	-	0.51	0.53	0.57

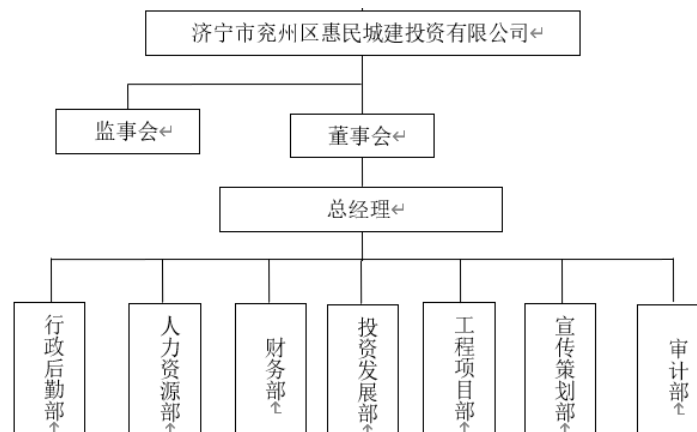
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月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
济宁市兖州区国开齐鲁文化旅游开发有限公司	38,000.00	100.00%	旅游资源的发展和经营管理
济宁市兖州区惠丰产业发展有限公司	100,000.00	100.00%	城乡基础设施建设投资及经营
济宁市兖州区帅元文化旅游发展有限公司	10,000.00	90.00%	文化旅游项目投资、策划、开发；
济宁市兖州区创新时代管理服务有限公司	3,000.00	100.00%	宾馆住宿服务、文化旅游项目、文化产业项目开发经营
山东兴隆文化园有限公司	3,000.00	100.00%	文化旅游资源开发、开发、策划、经营
济宁市兖州区惠民产业投资运营有限公司	60,000.00	100.00%	股权投资、债权投资、短期财务性投资、投资咨询服务
济宁市兖州区惠金资产管理有限公司	50,000.00	100.00%	资产管理服务
济宁市兖州区惠民均和实业发展有限公司	50,000.00	51.00%	矿产品、金属材料(不含稀贵金属)、建筑材料等销售
济宁英大房地产经纪有限公司	26,490.00	100.00%	房地产经纪服务；房屋租赁
山东大兴隆寺旅行社有限公司	300.00	100.00%	旅游、旅游咨询及旅游商品销售
山东大兴隆寺文化传媒有限公司	300.00	100.00%	佛教文化交流活动交流、策划、承办等
山东大兴隆动漫影视基地有限公司	300.00	100.00%	动漫产品的开发、生产、销售等
济宁创新时代建筑科技有限公司	5,000.00	90.00%	装配式建筑、混凝土预制构件研发、生产、销售、安装与技术咨询
山东惠园工投产业发展有限公司	20,000.00	100.00%	投资与资产管理；园区投资开发及运营管理
济宁市兖州区汇航产业发展有限公司	20,000.00	100.00%	城乡基础设施建设、经营；房地产开发、经营及配套产业；标准化厂房建设、经营；物流产业园区建设、经营
山东惠园工投招商服务有限公司	10,000.00	100.00%	投资与资产管理；招商服务；房屋及厂房租赁；引进资金、技术、项目；园区资产管理；物业服务；企业孵化及管理运营；社会经济咨询；会议及展览服务
济宁市兖州区惠嘉置业有限公司	25,000.00	100.00%	房地产开发经营；住宅水电安装维护服务；住房租赁；物业管理；房地产咨询；对外承包工程

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	现金类资产 / 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。