



2017年第一期莒南县城市国有资产经营有限公司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：

2017年第一期莒南县城市国有资产经营有限公司¹2023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
PR 莒南 01/17 莒南 国资债 01	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，经济财政实力持续增强，莒南县城市建设投资集团有限公司（以下简称“莒南城投”或“公司”）是莒南县最重要的城市基础设施及保障房建设的主体，业务具有较强的区域专营性且持续性较好；同时中证鹏元也关注到了公司项目投入资金沉淀较重，回款较慢，资产流动性较弱，公司财务杠杆攀升，叠加项目建设资本开支需求，偿债及资金压力较大，以及面临较大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。我们认为公司是莒南县最重要的城市基础设施及保障房建设主体，经营和财务风险整体较为稳定。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglf@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	170.96	153.95	150.96
所有者权益	92.19	93.70	92.22
总债务	38.23	24.72	23.98
资产负债率	46.07%	39.13%	38.91%
现金短期债务比	0.25	0.28	0.55
营业收入	13.15	15.31	9.73
利润总额	2.09	2.16	1.85
销售毛利率	18.17%	19.65%	24.87%
EBITDA	3.13	2.88	2.15
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.80	2.09
经营活动现金流净额	-8.39	-0.37	-4.32

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2020年7月，公司名称由“莒南县城市国有资产经营有限公司”更名为“莒南县城市建设投资集团有限公司”。

优势

- **莒南县经济财政实力持续增强，为公司发展提供了良好基础。**莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，同时培育了新材料、装备制造、文旅康养、现代物流等四大优势产业，区域农业经济发展较好，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，近年莒南县一般公共预算收入规模持续增加。
- **公司业务具有较强的区域专营性且持续性较好。**公司是莒南县最重要的城市基础设施及保障房建设主体，截至 2022 年末，存货中尚待结转的代建项目成本规模较大，在建的代建项目较多，未来代建收入仍有一定保障。此外，矿石销售、管道租赁、垃圾清运等其他业务亦丰富了公司收入来源。

关注

- **公司项目投入资金沉淀较重，回款较慢，资产流动性较弱。**截至 2022 年末，公司资产以其他应收款、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，其他应收款回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用；工程项目投入资金沉淀较重，占总资产的比重较高，即期变现能力较弱。
- **公司财务杠杆攀升，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**2022 年公司债务规模扩张较快，主要在建项目尚需投资规模较大，且近年经营活动现金持续净流出，未来仍需通过筹资活动满足项目建设资金需求；公司一年内需偿付的债务规模较大，现金类资产对短期债务保障程度较弱。
- **公司面临较大或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额占期末所有者权益的比重为 28.41%，均未设置反担保措施，且部分担保被列为关注类。

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	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	3/7		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					4
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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是莒南县最重要的城市基础设施及保障房建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，莒南县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与莒南县政府的联系非常紧密以及对莒南县政府非常重要。同时，中证鹏元认为莒南县政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、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/PR 莒南 01/17 莒南国资债 01	2022-06-27	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/PR 莒南 01/17 莒南国资债 01	2017-08-30	金善姬、胡长森	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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
PR 莒南 01/17 莒南国资债 01	7.70	3.08	2022-06-27	2024-09-26

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2017年9月公开发行7年期7.70亿元公司债券，原计划2.70亿元用于补充流动资金，5.00亿元用于莒南县临海新城保障性安居工程建设项目。截至2022年末，本期债券募集资金专项账户余额为1,197.69元。

三、发行主体概况

2022年至今，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2022年末，公司注册资本仍为12.00亿元，实收资本仍为2.20亿元，莒南县国有资产管理服务中心仍是公司唯一股东和实际控制人。

公司主要从事莒南县区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。2022年公司合并范围内新增子公司1家，系莒南县城融实业投资有限公司，截至2022年末，公司合并报表范围内子公司共有8家，具体见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
莒南县城融实业投资有限公司	51.00%	12,000.00	土木工程建筑业	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

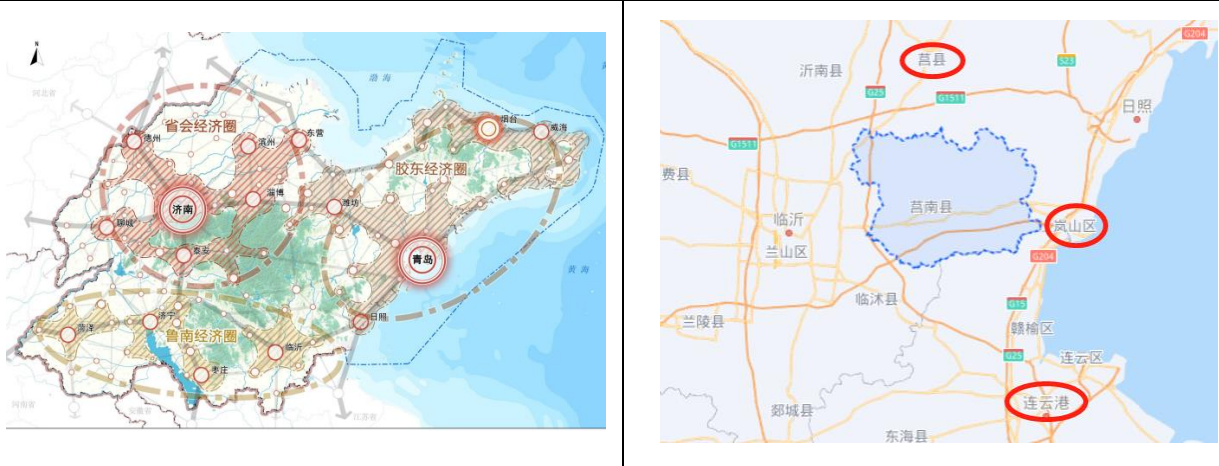
2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

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

莒南县隶属山东省临沂市，以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，经济财政实力持续增强，但政府债务余额持续增长

区位特征：莒南县地处鲁东南鲁苏交界处，农业经济发展较好，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地。莒南县隶属山东省临沂市，地处鲁东南鲁苏交界处，东邻日照市岚山区，南接江苏省连云港市，西与临沂市河东区毗邻，北与日照市莒县相接，总面积1,752平方公里，辖16个镇街和1个省级经济开发区（临沂临港经济开发区）。根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，莒南县常住人口为84.10万人，较2010年减少4.53万人。莒南县处于鲁南经济圈和临日连绵经济带交汇位置，区位优势明显，交通便利；近海临港，地处青岛港、董家口港、日照港等沿海七大港口辐射区，是国家“一带一路”倡议的重要节点；岚济路、莒新路、莒阿路等省际公路贯穿全境，鲁南高铁、兖石铁路、坪岚铁路、瓦日铁路4条铁路过境。莒南县农业经济发展较好，是全国粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，连续多年被评为全国“生猪调出大县”，拥有“莒南花生、莒南绿茶、莒南板栗、大店草莓、莒南驴肉”5个国家农产品地理标志保护产品。鲁南经济圈是山东省三大经济圈之一，由临沂市、济宁市、菏泽市和枣庄市4市构成，2021年7月发布的《鲁南经济圈“十四五”一体化发展规划》提出，要引导莒南县等县与临沂市中心城区加强联系，支持符合条件的县级市和县城扩容提质，支持莒南县等县撤县设区。

图1 鲁南经济圈规划图及莒南县区位图


资料来源：山东省国土空间总体规划（2021-2035年）（征求意见稿）及百度地图。

经济发展水平：莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，近年经济持续增长，但发展水平较低。近年莒南县地区生产总值保持增长，但规模在临沂市各区县中排名靠后；三次产业结构由 2020 年的 16.93:43.34:39.73 调整为 2022 年的 18.0:42.4:39.6，第二产业占主导地位，且第一产业占比不低。2022 年莒南县人均 GDP 为 3.37 万元，为全国人均 GDP 的 39.36%，经济发展水平较低。从拉动经济增长的三大因素来看，2020-2021 年规模以上固定资产投资保持高速增长，主要系第二、三产业投资拉动所致，第一产业投资则持续减少；社会消费品零售总额整体规模不大，但近年增速存在波动。

莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为两大支柱主导产业，同时培育了新材料、装备制造、文旅康养、现代物流等四大优势产业，着力构建“2+4”现代产业体系。莒南县现代农业蓬勃发展，花生加工、出口贸易量稳居全国县级第一，创建了国家级花生优势特色产业集群、国家绿色农业示范区、国家级出口食品农产品质量安全示范区、省级现代农业产业园，被评为全国粮食生产大县；扎实建设了以鑫海科技、永锋钢铁、江鑫钢铁、盛阳钢铁为主的精品钢基地，重点发展高端不锈钢、先进特钢，研发生产高性能钢铁产品。2022 年莒南县农副食品加工业、冶金两大产业实现产值 396.4 亿元，占全县规模以上工业总产值的比重为 59.9%。

表2 2022 年临沂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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
兰山区	1,357.80	4.20%	7.50	117.64	0.76
罗庄区	428.70	2.80%	6.31	26.64	0.78
郯城县	385.11	4.70%	4.35	17.03	13.87
平邑县	296.64	4.20%	3.32	16.19	16.13
沂南县	290.03	4.40%	3.60	20.21	26.45
莒南县	283.71	4.50%	3.37	21.05	10.35

注：除兰山区使用政府官网披露最新常住人口数据外，其余区县的人均GDP均按照第七次全国人口普查公报公布的常住人口计算。

资料来源：各区县政府网站、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3 莒南县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）	283.71	4.5%	339.38	8.4%	296.58	3.1%
规模以上固定资产投资	-	10.5%	-	11.4%	-	2.8%
社会消费品零售总额	90.6	-1.4%	91.9	14.6%	80.5	-0.8%
进出口总额	-	-	169.9	53.8%	110.2	57.0%
人均GDP（万元）		3.37		4.04		3.53
人均GDP/全国人均GDP		39.36%		49.83%		48.68%

注：2020-2022年莒南县人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：莒南县2020-2022年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

财政及债务水平：莒南县公共财政收入保持增长，但财政自给能力较弱，政府债务余额持续增长。近三年莒南县一般公共预算收入稳定增长，且税收收入占比均在80%以上，收入质量较好，但财政自给能力较弱。受国有土地出让金收入影响，近年莒南县政府性基金收入持续减少。区域债务方面，近年莒南县政府债务余额持续增长，2022年末为60.25亿元。

表4 莒南县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	21.05	20.10	17.47
税收收入占比	82.17%	81.04%	87.70%
财政自给率	33.70%	42.74%	35.58%
政府性基金收入	10.35	20.88	41.96
地方政府债务余额	60.25	50.10	44.52

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：莒南县政府网站、2020-2022年莒南县财政预决算报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是莒南县最重要的基础设施建设主体，主要负责区域内的基础设施和保障房建设等业务，以总资产和净资产计公司规模均在莒南县城投平台中排名第一，区域竞争力较强

作为莒南县政府下辖的一级平台公司，公司主要从事基础设施和保障房建设、砂石销售等业务。2022年公司实现营业收入13.15亿元，同比减少14.13%，主要系当年未确认耕地指标整理收入所致，其中工程建设收入占营业收入的比重为62.63%，是公司最主要的收入来源。从收入结构上来看，受工程结算量减少影响，2022年公司工程代建收入减少至8.23亿元；矿石销售收入同比增长198.78%，主要系采矿业务扩张所致；其他收入大幅下降主要系2021年公司处置部分投资性房地产而2022年未产生该部分收

入所致。毛利率方面，2022年公司房地产销售业务毛利率大幅下降，主要系部分零星项目因本年度完工结算结转成本较多所致，叠加工程建设业务毛利率有所下降，公司销售毛利率降至18.17%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务：						
工程建设收入	82,335.89	62.63%	10.74%	86,043.94	56.20%	11.88%
耕地指标整理收入	0.00	0.00%	-	22,641.49	14.79%	42.17%
房地产销售收入	23,573.58	17.93%	-3.93%	27,631.28	18.05%	22.74%
矿石销售收入	24,527.54	18.66%	67.47%	8,208.39	5.36%	47.59%
采砂收入	0.00	0.00%	-	972.04	0.63%	37.60%
其他业务：						
其他业务收入	1,029.78	0.78%	-56.10%	7,597.96	4.96%	-3.24%
合计	131,466.78	100.00%	18.17%	153,095.10	100.00%	19.65%

注：其他业务主要系管道租赁、垃圾清运等业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施和保障房项目尚需投资规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金支出压力

公司城市基础设施建设业务主要采取委托代建模式，根据莒南县政府与公司或子公司签订的委托代建协议，公司或子公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司或子公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。莒南县政府针对代建项目按工程实际完工进度分期支付代建费，或在项目竣工验收且达到回购条件后一次性支付代建费，代建费为代建成本与代建管理费之和，代建管理费按照代建成本的一定比例计提。2022年公司实现工程代建收入8.23亿元，主要来自祥龙花园城中村棚户区改造、临港产业园片区棚户区、大店镇钱家仕沟东山矿地山地地址环境治理等项目。

表6 公司工程建设收入与成本情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	成本
2022年	祥龙花园城中村棚户区改造项目	20,473.50	17,914.32
	临港产业园片区棚户区	20,020.28	17,517.74
	大店镇钱家仕沟东山矿地山地地址环境治理项目	19,900.71	18,905.67
	滨河花园城中村棚户区改造项目	12,176.17	10,654.15
	S38 岚罗连接线	9,765.23	8,503.11
	合计	82,335.89	73,494.99
2021年	温泉社区棚改二期项目	33,036.44	28,703.58
	城区道路建设项目	22,816.08	19,964.07
	高铁广场	14,019.62	12,617.66
	西五路	12,755.64	11,480.07
	其他	3,416.16	3,055.68

合计	86,043.94	75,821.07
-----------	------------------	------------------

注：明细项之和与合计项差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司保障房建设采取代建或自建模式。保障房委托代建模式具体为：公司或子公司与莒南县政府签订委托代建协议，约定公司作为代建主体负责保障房建设项目投资、融资、招标以及工程建设监督、管理等工作。莒南县政府按实际完工进度定期对工程进行结算或在保障房项目竣工验收后一次性结算，同时在结算成本基础上加成一定比例向公司或子公司支付工程款，其中结算成本包括项目前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等。保障房自建销售模式具体为：公司或子公司自行承担保障房建设项目的融资、投资建设、销售等工作，并自负盈亏，保障房竣工后，由公司或子公司根据周边市场行情自行定价销售给棚户区拆迁户。

公司自营的保障房建设项目主要系莒南县临海新城保障性安居工程建设项目（以下简称“临海新城项目”），项目类型以行政办公、商业服务、文化娱乐和居住生活为一体，位于莒南县城北部，北七路以南，天桥路以西，鸡龙河以北，西环路以东，规划面积约10平方公里，是莒南未来行政文化中心。目前临海新城项目已基本完工，项目于2018年开始对外销售，截至2022年末，该项目账面余额为7.03亿元，预计可为公司带来一定规模的销售收入。2022年公司实现房地产销售收入2.36亿元，同比减少14.69%；销售毛利率由正转负，主要系部分零星项目因完工结算导致结转成本较多所致。

此外，根据莒南人发【2016】45号，莒南县人民政府分5年逐年拨付保障性住房建设专项补贴7.50亿元，2018-2022年分别拨付1.30亿元、1.60亿元、1.60亿元、1.60亿元、1.40亿元，补贴将专项用于临海新城项目的建设运营及支付融资成本，但从2020年开始公司未实际收到相关补贴，需关注补贴资金后续到位情况。

表7 公司房地产销售收入与成本情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	成本
2022年	国鑫龙城	6,209.11	4,849.89
	国鑫华府安置楼	5,075.59	4,568.03
	民主路片区北安置楼	4,582.08	4,062.92
	华泉苑小区	3,972.63	3,578.86
	祥瑞家园	2,842.93	2,490.12
	其他	891.23	4,950.58
	合计	23,573.58	24,500.40
2021年	国鑫龙苑	7,897.99	4,158.67
	临海新城	6,674.79	3,869.62
	国鑫龙城	3,823.40	3,550.82
	华泉苑小区	3,482.49	2,497.10
	祥瑞家园	1,686.81	1,437.22
	苎麻厂安置楼	1,601.43	3,095.18

其他	2,464.37	2,738.83
合计	27,631.28	21,347.45

注：明细项之和与合计项差异主要系四舍五入所致。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年末，公司主要在建项目总投资 76.42 亿元，已投资 33.36 亿元。代建项目尚需投资规模较大，未来工程代建收入有一定保障，但随着项目建设的推进，公司也面临较大的资金压力，且需关注自营项目未来收益实现情况。

表8 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否代建
兰花墩社区安置楼项目	120,000.00	67,909.41	是
祥龙花园社区城中村改造二期项目	63,700.00	12,005.60	是
吉隆花园二期棚户区改造项目	36,599.00	7,600.60	是
磐龙河生态湿地修复整治工程	31,032.00	18,874.39	是
吉隆花园社区棚户区改造项目	26,622.00	10,441.00	是
莒南县临海新城保障性安居工程建设项目	130,319.15	136,114.21	否
永和花园安置楼（化工园区搬迁村）	133,000.00	13,608.20	否
馨园项目	60,000.00	15,943.68	否
新城景园	48,000.00	22,844.92	否
鸡龙河流域土地整治项目	114,912.02	28,300.00	否
合计	764,184.17	333,642.01	-

注：莒南县临海新城保障性安居工程建设项目因成本变动等原因导致已投资超过预计总投资。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022 年公司未确认耕地指标整理收入，业务持续性存在不确定性

为落实耕地占补平衡政策，增加有效耕地面积，子公司山东国鑫实业有限公司（以下简称“国鑫实业”）为土地整治工程项目的实施主体，负责耕地指标整理业务。国鑫实业进行土地拆迁、整治，支付相应款项，并将平整好的耕地指标交由莒南县自然资源和规划局销售，耕地指标对外销售后，莒南县自然资源和规划局将销售款项返还给国鑫实业，国鑫实业收到返还的销售款后确认耕地指标整理收入并结转相应成本。2022 年公司未确认耕地指标整理收入，主要系耕地指标用尽所致。耕地指标流转受当地政府土地利用总规划、房地产市场景气度等因素的影响，未来耕地指标收入存在不确定性。

矿石销售、管道租赁、垃圾清运等业务对公司收入形成一定补充

矿石销售业务主要由子公司莒南县基础设施建设投资有限公司（以下简称“基础设施公司”）负责运营，基础设施公司于 2021 年 4 月份取得采矿许可证，并与山东海河矿业有限公司（以下简称“海河矿业”）开展采矿业务合作。海河矿业负责矿石的开采和销售，以开采的矿石吨数和公司进行结算，基础设施公司确认矿石销售收入和成本，目前该业务主要客户为海河矿业。2022 年末公司对海河矿业应收 1.84 亿元，需关注后续回款情况。此外，公司管道租赁、垃圾清运等其他业务为 1,029.78 万元，对公司

收入形成一定补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

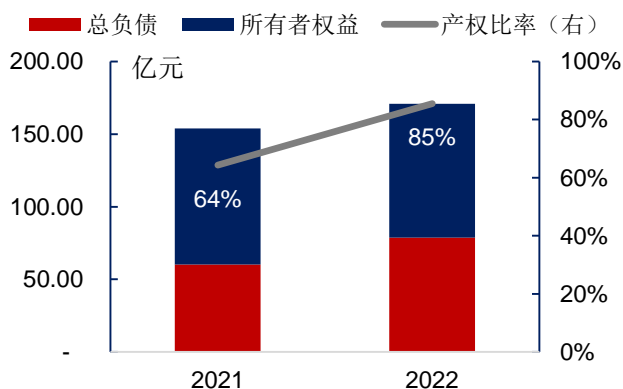
以下分析基于公司提供的经北京兴昌华会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内新增子公司1家，系莒南县城融实业投资有限公司。

资本实力与资产质量

2022年公司债务融资扩张较快，产权比率上升；资产以其他应收款、存货和无形资产为主，项目投入资金沉淀较重，其他应收款回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，整体资产流动性较弱

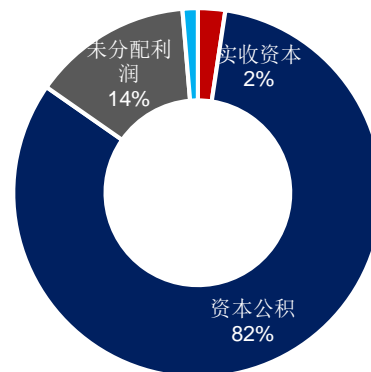
随着在建项目持续推进，公司融资需求增加，2022年末负债总额增至78.77亿元；公司无偿划出石泉湖水库资产3.04亿元，所有者权益略微减少至92.19亿元，综合影响下，公司产权比率上升至85.44%。从所有者权益构成上看，公司所有者权益以资本公积为主。

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

2022年末公司资产规模持续增加，仍以其他应收款、存货和无形资产为主，占期末资产总额的89.36%。公司其他应收款主要系与政府单位以及政府控股单位间的往来款和工程款，坏账风险不大，但考虑到其规模较大，回款时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要由生物性资产、开发成本、拟开发土地构成，2022年末为59.65亿元，其中生物性资产为3.00亿元，主要系林场；开发成本为40.53亿元，主要系临海新城、兰花墩社区安置楼等项目的成本；拟开发土地为16.12亿元，土地用途主要为住宅和商业。公司无形资产主要系莒南县政府划拨给公

公司的采矿权、采砂特许经营权和土地使用权。其他资产方面，货币资金主要系银行存款，其中受限资金2.68亿元；在建工程主要系鸡龙河流域土地整治项目。

截至2022年末，公司受限资产为27,655.42万元，其中货币资金26,766.37万元，其他权益工具投资500.00万元、固定资产389.05万元。

表9 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	4.14	2.42%	3.76	2.44%
其他应收款	50.47	29.52%	45.09	29.29%
存货	59.65	34.89%	48.87	31.75%
流动资产合计	119.06	69.64%	101.34	65.82%
在建工程	3.49	2.04%	0.51	0.33%
无形资产	42.65	24.95%	46.65	30.30%
非流动资产合计	51.90	30.36%	52.61	34.18%
资产总计	170.96	100.00%	153.95	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年公司营业收入及销售毛利率均有所下降

2022年公司实现营业收入13.15亿元，同比减少14.13%，主要系当年未确认耕地指标整理收入所致，其中工程建设收入占营业收入的比重为62.63%，是公司最主要的收入来源。毛利率方面，2022年公司房地产销售业务毛利率由正转负，叠加工程建设业务毛利率有所下降，公司销售毛利率降至18.17%。截至2022年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来工程代建收入有一定保障，但需关注项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度对工程代建收入的影响，以及未来工程代建收入的回款情况。此外，从2020年起，公司未获得政府拨付的保障性住房建设专项补贴，需关注补贴资金后续到位情况。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	13.15	15.31
营业利润	2.11	1.91
利润总额	2.09	2.16
销售毛利率	18.17%	19.65%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模扩张较快，且短期债务占比较高，面临较大的偿债压力

2022年公司新增较多外部融资，总债务规模增至38.23亿元，占负债总额的比重为48.53%。从债务品种结构来看，公司债务以银行借款和非标融资为主。银行借款28.61亿元，其中质押借款1.10亿元，保证借款6.37亿元，保证+抵押借款10.77亿元，保证+质押借款10.17亿元，保证+抵押+质押借款0.21亿元；非标融资6.04亿元，占当期末总债务的比重为15.80%；债券融资系本期债券。公司一年内需偿付的债务规模较大，面临集中兑付压力。其他负债方面，其他应付款主要系往来款项。

表11 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	28.61	12.33	16.29
债券融资	3.08	1.54	1.54
非标融资	6.04	2.24	3.80
其他	0.50	0.50	-
合计	38.23	16.61	21.63

注：债券融资以发行金额列示，不含利息调整部分。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 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	11.04	14.02%	8.73	14.48%
其他应付款	34.97	44.39%	30.56	50.73%
一年内到期的非流动负债	5.07	6.43%	3.73	6.19%
流动负债合计	57.09	72.48%	48.79	80.99%
长期借款	16.29	20.68%	7.57	12.56%
应付债券	1.53	1.94%	3.06	5.08%
长期应付款	3.80	4.83%	0.63	1.05%
非流动负债合计	21.68	27.52%	11.45	19.01%
负债合计	78.77	100.00%	60.25	100.00%
总债务	38.23	48.53%	24.72	41.02%
其中：短期债务	16.61	21.08%	13.45	22.33%
长期债务	21.62	27.45%	11.26	18.69%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模增加，2022 年末公司资产负债率上升至 46.07%。公司现金短期债务比持续处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。随着债务规模增加，2022 年末公司 EBITDA 利息保障倍数降至 1.47。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，近年经营活动现金持续净流出，且未来存在较大规模资本开支，仍需大量外部融资，同时存量债务接续压力仍存。截至2022年末，公司尚未使用银行授信额度4.87亿元，规模不大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	46.07%	39.13%
现金短期债务比	0.25	0.28
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.80

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

公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，环境方面，公司业务面临的环境风险较小，未因环境问题受到政府部门处罚；社会方面，公司过去一年未因违规经营、违反政策受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

治理方面，2023年4月，董事兼总经理史运亮退出，新增董事宋伟友，董事长张传超兼任总经理，公司法定代表人变更为张传超。近年来公司未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违法违规违纪行为被调查的情况，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔已结清关注类的中长期贷款，金额为3,700万元；存在4笔还款责任合计为3.17亿元的关注类担保。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。

根据子公司山东国鑫园林市政工程有限公司（以下简称“国鑫园林”）提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月31日），国鑫园林存在一笔未结清关注类短期借款，金额为4,400万元；7笔已结清关注类短期贷款，合计金额3.85亿元；存在一笔还款责任为2,950.00万元的关注类担保。

根据子公司莒南县信源热力有限公司（以下简称“信源热力”）提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月29日），信源热力存在一笔未结清关注类短期借款，金额为4,000万元；9笔已结清关注类短期贷款，合计金额4.90亿元。

根据子公司山东国鑫实业有限公司（以下简称“国鑫实业”）提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月31日），国鑫实业不存在未结清不良类信贷记录，存在2笔已结清关注类短

期贷款，合计金额7,000.00万元。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计26.20亿元，占当期末所有者权益的28.41%，均无反担保措施。根据信用报告（公司本部2023年5月23日，国鑫园林2023年5月31日），公司本部存在关注类担保31,665.29万元（国鑫园林4,400.00万元，信源热力4,000.00万元，莒南县国鑫建设工程有限公司4,400.00万元，莒南县国润建设发展有限公司18,865.29万元）；国鑫园林存在对莒南县城市建设综合开发公司的关注类担保2,950.00万元。整体来看，公司面临较大的或有负债风险。

表14 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	是否有反担保
莒南县公共住房经营有限公司	28,140.00	否
莒南县公共住房经营有限公司	55,200.00	否
莒南县国鑫建设工程有限公司	12,350.00	否
莒南县国鑫建设工程有限公司	4,500.00	否
莒南县泰达路桥工程有限公司	14,875.00	否
莒南县力源热电有限公司	8,910.00	否
莒南县力源热电有限公司	7,200.00	否
莒南县力源热电有限公司	3,600.00	否
莒南县力源热电有限公司	10,300.00	否
莒南县投资管理有限公司	7,250.00	否
莒南县汇德实业有限公司	9,000.00	否
莒南县国润建设发展有限公司	21,958.27	否
莒南莒兴热源有限公司	12,000.00	否
莒南县公共住房经营有限公司	52,798.00	否
莒南县凯地建筑安装工程有限公司	4,500.00	否
莒南县水务发展集团有限公司	9,370.00	否
合计	261,951.27	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是莒南县政府下属重要企业，莒南县国资中心为公司唯一股东和实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，莒南县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与莒南县政府的联系非常紧密。公司是莒南县下辖的子公司，主要从事基础设施和保障房建设、耕地指标整理、砂石销售等业务，莒南县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司一大部分业务来源于莒南县政府及其相关单位，且获得莒南县政府较大力度的外部支持。

(2) 公司对莒南县政府非常重要。公司是莒南县最重要的城市基础设施及保障房建设主体，对当地政府及地方经济至关重要，若公司违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

公司作为莒南县政府下辖的一级平台公司，主要从事区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，同时培育了新材料、装备制造、文旅康养、现代物流等四大优势产业，近年地区生产总值和一般公共预算收入均保持稳定增长。2022年公司总债务规模增长较快，现金类资产对短期债务的覆盖能力持续减弱，短期偿债压力加大；公司主要在建项目尚需较大规模投资，资金支出压力较大。但截至2022年末，公司存货中尚有较多未结转代建成本，且在建的代建项目较多，未来代建收入有一定保障，矿石销售、管道租赁、垃圾清运等其他业务对公司收入亦能形成一定补充。

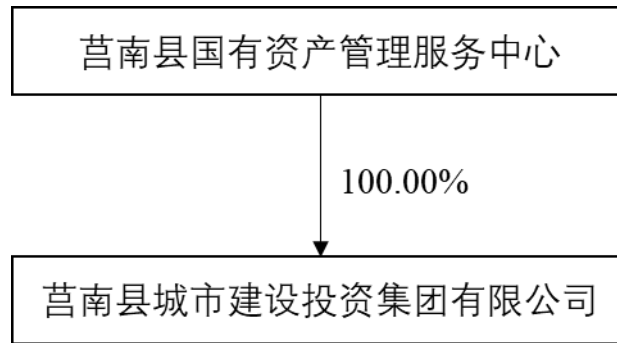
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR莒南01/17莒南国资债01”的信用等级为AA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.14	3.76	6.04
其他应收款	50.47	45.09	41.78
存货	59.65	48.87	43.70
流动资产合计	119.06	101.34	93.49
在建工程	3.49	0.51	1.79
无形资产	42.65	46.65	50.34
非流动资产合计	51.90	52.61	57.47
资产总计	170.96	153.95	150.96
短期借款	11.04	8.73	7.70
其他应付款	34.97	30.56	31.72
一年内到期的非流动负债	5.07	3.73	3.27
流动负债合计	57.09	48.79	45.59
长期借款	16.29	7.57	7.96
应付债券	1.53	3.06	4.59
长期应付款	3.80	0.63	0.40
非流动负债合计	21.68	11.45	13.15
负债合计	78.77	60.25	58.74
其中：短期债务	16.61	13.45	10.97
总债务	38.23	24.72	23.98
所有者权益	92.19	93.70	92.22
营业收入	13.15	15.31	9.73
营业利润	2.11	1.91	1.86
利润总额	2.09	2.16	1.85
经营活动产生的现金流量净额	-8.39	-0.37	-4.32
投资活动产生的现金流量净额	-3.66	0.15	-1.44
筹资活动产生的现金流量净额	11.75	-2.34	3.28
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	18.17%	19.65%	24.87%
资产负债率	46.07%	39.13%	38.91%
短期债务/总债务	43.44%	54.44%	45.76%
现金短期债务比	0.25	0.28	0.55
EBITDA（亿元）	3.13	2.88	2.15
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.80	2.09

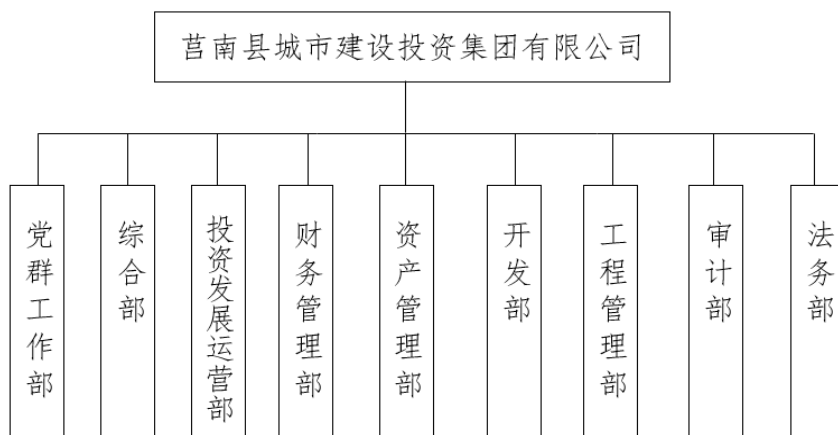
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东国鑫实业有限公司	30,000.00	100.00%	建设工程施工、房地产开发经营、土地整治服务等
莒南县信源热力有限公司	500.00	100.00%	热力生产和供应、租赁服务
莒南县基础设施建设投资有限公司	25,000.00	100.00%	市政设施管理、土地整治服务、矿产资源（非煤矿山）开采等
山东国鑫置业有限公司	2,600.00	100.00%	房地产开发、经营
山东国鑫园林市政工程有限公司	12,000.00	100.00%	建设工程施工、市政设施管理、土地整治服务等
莒南县高铁建设投资有限公司	1,000.00	100.00%	建设工程施工、土地整治服务、停车场服务
临沂新莒农生物科技有限公司	5,000.00	100.00%	食用菌、茶叶、花卉等种植
莒南县城融实业投资有限公司	12,000.00	51.00%	矿产资源（非煤矿山）开采、市政设施管理等

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。