



2023年第一期寿光市港投控股集团有限公司公司债券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：

2023年第一期寿光市港投控股集团有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 寿光港投 01/23 寿港 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到寿光市港投控股集团有限公司（以下简称“寿光港投”或“公司”）是寿光市重要的产业园区投资运营主体之一，同时建设运营寿光市部分基础设施及供暖业务，项目储备充足，业务呈多元化发展，在建及拟建的基础设施建设项目总投资规模较大，生产销售商品涵盖种类丰富，租赁业务对收入形成较好补充，且继续获得当地政府的较大力度的支持。寿光市经济实力较好，亦有利于公司业务发展，以及第三方保证担保有助于保障本期债券本息偿还。中证鹏元也关注到：公司资产流动性较弱，且部分重要资产的盈利能力一般；债务规模较大，未来项目建设资金需求仍较大，可能推高公司负债水平；公司债务期限结构不佳，短期债务占比较高，2022 年货币资金大幅减少，现金短期债务比降至较低水平，面临较大的集中兑付压力。公司对民营企业及单位的对外担保规模较大，公司被列为被执行人，面临较大的或有负债风险。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司项目储备充足，业务呈多元化发展，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@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	108.78	100.01	73.70
所有者权益	70.58	70.05	48.56
总债务	21.39	23.16	18.31
资产负债率	35.12%	29.96%	34.11%
现金短期债务比	0.04	0.41	0.28
营业收入	6.66	5.58	4.44
其他收益	1.52	1.35	1.70
利润总额	0.75	0.90	0.88
销售毛利率	5.96%	16.67%	6.17%
EBITDA	3.20	2.77	2.15
EBITDA 利息保障倍数	2.42	3.19	3.01
经营活动现金流净额	-0.49	-0.08	0.20

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **寿光市经济实力较好，交通基础设施较为完善。**寿光市为全国百强县，GDP 规模在潍坊下辖区县中位居前列，财政实力相对较强，一般公共预算收入近年稳居潍坊市下辖区县第一，2022 年实现地区生产总值 1,002.1 亿元，实现一般公共预算收入 98.28 亿元；交通方面，寿光市地处济南、青岛两大城市之间，已建成高速、铁路、港口结合的交通网络体系，民航机场计划建设中，交通基础设施较为完善。
- **项目储备充足，业务呈多元化发展。**公司是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供暖业务，在建及拟建的基础设施建设项目总投资规模较大，代建项目与寿光市政府等委托方签订协议，自营项目投运后将丰富公司的收入来源。此外，公司的销售产品涵盖种类丰富，租赁业务对收入形成较好补充。
- **公司继续获得当地政府的较大力度的支持。**2022 年公司收到政府补助 1.52 亿元，计入其他收益，提升了公司的利润水平。
- **第三方保证担保有助于保障本期债券本息偿还。**经中证鹏元评定，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保在一定程度上有助于保障本期债券本息偿还。

关注

- **资产流动性较弱，且账面价值较大的海域使用权和供热管网资产盈利能力一般。**公司资产仍以蔬菜大棚、供热管网、海域使用权（包括划拨所得的公共用海海域使用权）等非流动资产为主，海域使用权和供热管网资产的账面价值较大但盈利能力一般，供暖业务盈利性较差。此外公司的受限资产规模较大，2022 年末受限资产规模合计为 22.54 亿元，占总资产的比重为 20.72%。
- **债务规模较大，未来项目建设资金需求较大，可能推高公司负债水平。**截至 2022 年末公司总债务规模为 21.39 亿元，主要在建及拟建项目尚需投资 52.16 亿元，考虑到公司近年经营活动现金流表现较弱，且代建项目的回款有所滞后，后续资金需求较大，可能进一步推高公司的负债水平。
- **债务期限结构不佳，集中兑付压力较大。**2022 年末公司短期债务占总债务的比重为 44.97%，短期债务占比较大，由于货币资金大幅减少，流动性压力加大，现金短期债务比大幅降低至 0.04，公司面临较大集中兑付压力。
- **面临较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 7.56 亿元，其中对民营企业及单位担保余额合计 3.56 亿元，对外担保规模较大；此外公司因股东出资纠纷被列为被执行人，执行标的为 1,008.18 万元，根据法院判决结果，公司应向原告履行 300 万元出资义务，根据公司出具的说明，截至 2023 年 6 月 27 日法院已从公司账户中划扣 338.46 万元款项，截至 2023 年 6 月 28 日该被执行案件尚未撤销。
- **溴系列产品面临一定安全生产风险。**公司商品生产销售业务的主要产品溴系列产品属于危险化学品，若因安全管理制度不全面或执行不到位等因素引发安全生产事故，将对溴产品生产的持续经营造成不利影响。

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
寿光城投	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	278.20	102.47	24.54
寿光金鑫	寿光市重要的国有资本投资运营主体及出资平台	226.55	92.16	37.58
寿光港投	寿光市产业园区的投资建设及运营、投资运营寿光市部分基础设施及供暖业务、国有资产经营	108.78	70.58	6.66

注：（1）寿光城投为寿光市城市建设投资开发有限公司的简称、寿光金鑫为山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，公开资料，公司提供，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	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	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					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

公司是寿光市地区重要的基础设施建设平台，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极其强，主要体现为公司与寿光市政府的联系非常紧密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	AAA	2023-3-17	陈刚、赵婧	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）	报告全文

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
23 寿光港投 01/23 寿港 01	8.00	8.00	2023-3-17	2030-04-04

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2023年4月4日发行7年期8.00亿元企业债（以下简称“本期债券”），募集资金5.10亿元计划用于寿光市特色蔬菜种苗培育基地（以下简称“募投项目”），2.90亿元用于补充营运资金。截至2023年5月10日，本期债券募集资金专项账户（账号：235148217769）余额为2.79亿元；截至2023年5月7日，本期债券募集资金专项账户（账号：16651000000153528）余额为0元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2022年12月末，公司注册资本为5.00亿元，实收资本为2.50亿元，寿光市国资局为公司唯一股东及实际控制人。

公司主要开展寿光市产业园区的投资建设及运营、投资运营寿光市部分基础设施及供暖业务、经营管理寿光市政府授权的国有资产。2022年公司合并报表范围变化情况详见下表；截至2022年12月末，公司合并报表范围的全资或控股子公司情况详见附录四。

表1 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022 年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
无	-	-	-	-

2、2022 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	原注册资本	主营业务	不再纳入的原因
寿光市港汇水利工程有限公司	100%	1,000.00	水利建筑工程	注销
寿光市蓝天白云旅游开发有限公司	100%	200.00	旅游项目开发与经营	注销
寿光市港投集团文化传媒有限公司	100%	500.00	广告设计、制作、代理、发布	注销

资料来源：公司提供

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。

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，但近年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，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2 2022 年潍坊市辖区县行政经济财政指标情况（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
昌乐市	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、昌乐市及临朐县人均 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3 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4 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”）、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”）、寿光港投及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”）。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、寿光滨海及寿光德财实际控制人均为寿光市财政局，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。

表5 寿光市主要市属投融资平台情况（单位：亿元）

项目	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
寿光惠农	寿光市财政局	203.18	60.51%	27.30	142.53	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%	24.54	131.96	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
寿光金鑫	寿光市国有资产运营中心	92.16	59.32%	37.58	90.19	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	寿光市国资局	70.58	35.12%	6.66	21.39	寿光市产业园区的投资建设及运营、投资运营寿光市部分基础设施及供暖业务、国有资产经营
寿光滨海	寿光市金宏投资开发集团有限公司	67.02	47.18%	14.07	44.26	主要负责寿光滨海（羊口）经济开发区的基础设施建设

注：1、财务数据均为 2022 年年报数据；2、除寿光港投以外，其他公司总债务均未考虑债务调整项。
资料来源：iFinD、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是寿光市重要的产业园区投资运营主体之一，同时建设运营寿光市部分基础设施及供暖业务，主营业务收入主要来自基础设施建设及商品生产销售，其余还包括租赁、供暖等收入，收入较为多元化，业务竞争力在区域内城投公司中排名较后

基础设施建设仍为公司收入的主要来源，租赁收入主要来自蔬菜大棚和停车场的出租。2022年公司主营业务收入规模保持增长，因当期公司新增煤炭销售业务，商品生产销售收入大幅增长；2022年公司毛利率水平大幅下滑，主要系新增的煤炭销售业务毛利率较低所致，此外，2022年海域使用权的当期摊销计入营业成本，导致当期租赁业务毛利率下滑，供暖业务继续亏损。

表6 公司主营业务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
基础设施建设	22,438.34	33.99%	9.17%	22,203.80	40.99%	9.20%

商品生产销售	30,689.87	46.49%	0.94%	19,190.81	35.42%	9.88%
租赁	11,601.99	17.57%	19.81%	11,902.25	21.97%	43.71%
供暖	616.61	0.93%	-135.69%	740.05	1.37%	-118.26%
其他	671.42	1.02%	-50.45%	137.48	0.25%	58.10%
合计	66,018.23	100.00%	5.26%	54,174.39	100.00%	15.40%

资料来源：公司提供

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务持续性较好，自营项目投运后将丰富公司的收入来源，但代建项目回款进度有所滞后，且项目建设存在较大资金压力；此外募投项目的建设进度和建成后的收益情况亦存在不确定性

公司与寿光市政府等委托方就具体项目签订委托建设框架协议。委托建设框架协议一般就项目名称、项目内容、总投资估算等内容进行约定。由公司负责具体的项目建设，建成后由委托方收回。每年年末，委托方根据当年项目成本按一定比例加成与公司进行结算，在实际操作中，代建工程款由寿光市财政局委托寿光市金智投资开发有限公司¹（以下简称“寿光金智”）进行拨付。土地成本在项目整体移交过户后由委托方按照土地成本价格收回。

2022年公司确认收入的项目仍主要为北航新材料产业集聚创新转换中心及食品用包装材料生产厂建设工程项目。需注意公司代建业务回款进度有所滞后，截至2022年12月末，北航新材料产业集聚创新转换中心及食品用包装材料生产厂建设工程累计确认收入9.35亿元，累计回款金额为6.30亿元。

表7 近年公司主要代建工程情况（单位：万元）

年度	项目	收入	成本
2022 年	食品用包装材料生产厂建设工程	8,498.47	7,719.44
	北航新材料产业集聚创新转换中心项目	13,939.88	12,662.05
	合计	22,438.34	20,381.50
2021 年	食品用包装材料生产厂建设工程	8,157.69	7,409.90
	北航新材料产业集聚创新转换中心项目	13,969.40	12,688.88
	其他工程	76.71	63.15
	合计	22,203.80	20,161.93

资料来源：公司提供

截至2022年12月末，公司主要在建项目包括厂房、道路、智能化蔬菜大棚扩建等。其中北航新材料产业集聚创新转换中心项目、食品用包装材料生产厂建设工程采用代建模式，公司将根据工程进度确认代建收入；其他项目采用自建自营模式，建成后将由公司自主运营，预计可实现厂房租赁、蔬菜大棚租赁、轻骨料颗粒销售及污泥处理等收入。

¹ 寿光市金智投资开发有限公司由寿光市财政局持股 80.00%。

公司拟建项目中，寿光港投双创先进制造产业园基础设施配套项目和寿光市临空经济食品产业园及周边基础设施配套项目未签订相关协议，其余项目预计采用自建自营模式。截至2022年12月末，公司主要在建及拟建项目预计总投资金额为68.98亿元，尚需投资52.16亿元。

此外，公司目前的在建项目还包括本期债券募投项目寿光市特色蔬菜种苗培育基地，项目计划总投资7.40亿元，该项目于2023年4月开始准备施工前期土地平整类的工作，预计建设期为2年，未来项目是否能够按期完工存在一定的不确定性；同时，受当地区域经济发展、项目运营效果等存在不确定性等因素影响，该项目未来收益能否达到预期存在不确定性。

整体来看，公司代建项目投资规模较大，自营项目若顺利竣工投产运营将丰富公司的收入来源，业务持续性较好，但代建项目回款有所滞后，主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力。

表8 截至 2022 年 12 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	模式	进度	预计总投资	已投资	是否签订代建协议
北航新材料产业集聚创新转换中心项目	代建	在建	10.00	7.11	是
食品用包装材料生产厂建设工程（航天威能）	代建	在建	4.00	3.90	是
滨海（羊口）经济开发区临港项目区惠港二路、三路	自营	在建	1.49	1.11	否
寿光市新旧动能转换创新创业示范中心（双创中心）	自营	在建	5.82	3.43	否
田柳智能化蔬菜大棚示范园区改扩建	自营	在建	0.95	0.84	否
寿光市固废资源化综合利用制备高性能轻骨料项目	自营	在建	1.52	0.42	否
寿光港投双创先进制造产业园基础设施配套项目	代建	拟建	12.20	0.01*	否
寿光市临空经济食品产业园及周边基础设施配套项目	代建	拟建	24.00	0.00	否
寿光市民晟热电有限公司供热管网建设工程	自营	拟建	5.00	0.00	否
寿光市润泽环保污水处理项目	自营	拟建	4.00	0.00	否
合计	-	-	68.98	16.82	-

注：寿光港投双创先进制造产业园基础设施配套项目已投资金额为前期投入部分。

资料来源：公司提供

（二）商品生产销售业务

公司销售产品涵盖种类丰富，2022年公司新拓展煤炭贸易业务，商品生产销售收入大幅增长，但该业务毛利率很低，且塑料型材业务亏损，商品生产销售的利润贡献大幅减少

公司商品销售业务主要由子公司山东同盛塑业科技发展有限公司（以下简称“同盛塑业”）、寿光市诚信盐业有限公司（以下简称“诚信盐业”）以及寿光市润泽环保科技有限公司（以下简称“润泽环保”）运营。2022年子公司寿光市民晟热电有限公司（以下简称“民晟热电”）新拓展煤炭贸易业务，使得商品生产销售收入大幅增长。

目前公司销售的产品主要为煤炭、溴产品、塑钢及陶粒产品。采购端，公司与供应商签订采购合同，就交易产品、数量、价格、交货时间及支付方式等条款进行约定，结算方式包括汇票结算、银行汇款等。销售端，公司与客户签订销售合同，就交易产品、数量、价格、交货时间及支付方式等条款进行约定，结算方式包括先款后货、现款现货或按一定账期结算。

表9 近年公司商品生产销售收入明细（单位：万元）

项目	2022 年	2021 年
煤	19,700.94	-
溴系列产品	5,685.31	11,471.71
塑料型材	3,203.34	4,800.74
陶粒	2,100.29	2,911.79
农产品	-	6.57
合计	30,689.87	19,190.81

资料来源：公司提供

煤炭贸易业务由子公司民晟热电经营，公司接到客户订单后，按客户需求量进行采购，采购及销售价格均按市场价执行，赚取差价。2022年公司实现煤炭贸易收入1.97亿元，但该业务的毛利率较低，2022年的毛利率仅为0.11%，此外需持续关注业务的资金回收风险。

溴系列产品（溴苯、溴己烷、氢溴酸、亚磷酸）销售业务由子公司诚信盐业经营。溴系列产品是溴素经过一系列化合反应后形成的特定化合物，是生产农药、医药、燃料不可缺少的中间体。诚信盐业拥有溴系列产品生产工厂，业务流程涵盖原材料采购、生产及销售。溴系列产品的用途较为广泛，公司主要通过参与农药、医药、燃料制造公司的招投标取得订单。2022年公司溴系列产品销售收入为0.57亿元，同比大幅下滑，主要系公司生产线设备停产检修及设备升级改造导致。另外，溴产品属于危险化学品，若因安全管理制度不全面或执行不到位等因素引发安全生产事故，将对溴产品生产的持续经营造成不利影响。

塑料型材销售业务由同盛塑业经营。塑料型材是以聚氯乙烯（PVC）树脂为主要原料，主要用于门窗框扇，同盛塑业每年经过质量、价格等因素的比对与筛选，从供应商购买原材料，塑钢门窗主要客户为装饰公司、门窗公司等。塑钢主要应用于房地产市场，近年受上游房地产市场需求下降影响，公司客户订单数量较少，2022年塑料型材销售收入下滑，2022年毛利率为-1.75%，业务为亏损状态。

高性能轻骨料销售业务由润泽环保经营，高性能轻骨料广泛运用于建筑、无土种植等多个领域。2021年公司高性能轻骨料生产项目开始投产，年产能20万立方米，2022年实现陶粒销售收入0.21亿元，同比略有下滑。润泽环保承担了寿光市全市污水处理企业的污泥处理，日可处理污泥400吨。

（三）其他业务

租赁和供暖业务对公司收入形成补充，但供暖业务盈利性较差，主要依赖政府补贴

公司可租赁的资产主要包括蔬菜大棚、停车位、双创中心产业园以及海域使用权，收入主要来自蔬菜大棚和停车位的出租，2022年受合同到期续签衔接不及时的影响，双创中心租赁收入有所减少，公司租赁业务收入同比略有下滑。

蔬菜大棚业务由公司子公司寿光市禹泽农业科技有限公司（以下简称“禹泽农业”）负责，2021年禹泽农业与承租方寿光市宏华园林绿化工程有限公司签订《蔬菜大棚合作合同》，当期租赁收入实现大幅增长，合同约定租赁期限和租金计算方式，租金一般按年支付，租赁日期自2021年1月8日起至2023年12月31日止。近年蔬菜大棚的租赁收入波动较大，需持续关注业务经营及合同到期后的续签情况。停车位租赁业务由公司本部负责，公司与承租方寿光市运腾停车场管理有限公司签订《停车位合作合同》，将共计12,933个停车位进行出租，租金按年支付，停车位年基准租金总计为1,400万元，当年收益突破1,800万元时，超出部分公司按50%提取收益分成。

表10 近年公司租赁业务收入明细（单位：万元）

项目	2022 年	2021 年度
蔬菜大棚	6,893.09	6,838.22
停车位	2,568.81	2,568.81
双创中心	1,241.01	1,596.14
海域使用权	899.08	899.08
合计	11,601.99	11,902.25

资料来源：公司提供

公司供暖业务由子公司民晟热电经营，民晟热电的热源厂区位于寿光市田柳镇和留吕镇，供暖业务收入主要包括直接供暖收入、热源销售收入两部分，直接供暖收入是公司直接向终端用户供应暖气取得的收入，热源销售收入是公司向其他供热公司销售热源取得的收入，定价按照寿光物价局规定的价格执行。供暖业务盈利性较差，近年处于亏损状态，该业务对政府补贴较为依赖，2022年公司收到供暖补贴0.50亿元。

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2019-2021年三年连审审计报告、经北京中名国成会计师事务所（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，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

公司总负债规模涨幅较大，产权比率提升，资产仍以蔬菜大棚、供热管网、海域使用权等非流动资产为主，海域使用权和供热管网资产的盈利能力一般，此外受限资产规模较大，资产流动性较弱

2022年公司其他应付款涨幅较大，总负债同比大幅增长27.51%，所有者权益规模变动不大，产权比率大幅提升至54.12%。

图 2 公司资本结构

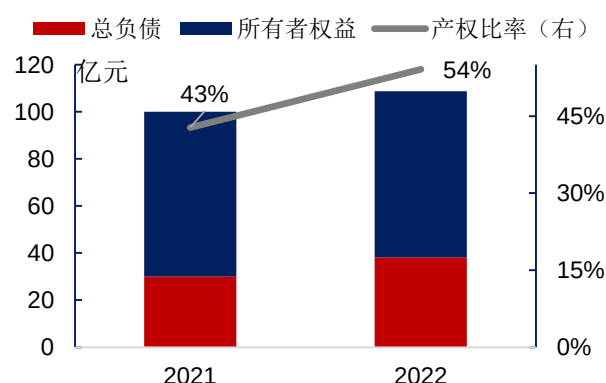
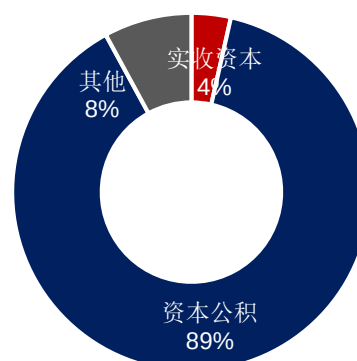


图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模增长，2022年公司资产规模小幅增长，资产中蔬菜大棚、供热管网、海域使用权等非流动资产占比较大。截至2022年12月末，公司的受限资产规模合计为22.54亿元，占总资产的比重为20.72%，主要集中于投资性房地产、无形资产、其他非流动资产（定期存单），受限资产规模较大。

公司无形资产主要包括海域使用权、停车场特许经营权、污水和污泥处置特许经营许可权和少量土地使用权。2022年公司新购置2宗土地，土地性质为出让，类型为工业用地；截至2022年末，无形资产中划拨所得的公共用海海域使用权及尚未办妥权证的土地已在评级模型中作净资产扣除，账面价值分别为3.15亿元、110.07万元。投资性房地产为房产和土地，采用公允价值计量，仍主要为公司及子公司的厂房、新旧动能转换创新创业示范中心房产（双创中心）、土地等，取得方式包括自建、划拨和并购。公司固定资产主要为蔬菜大棚及供热管网资产，在建工程主要为在建的自营项目。公司的海域使用权和供热管网资产的账面价值较大，但盈利能力一般。

2022年货币资金规模大幅减少，期末受限货币资金为0.15亿元银行承兑保证金。应收账款主要为应收工程款，2022年末应收账款中寿光金智的代建项目工程款为3.89亿元，对公司的营运资金形成一定占用；存货主要为代建项目的开发成本，规模占比较小。整体来看，代建项目的结算进度尚可，但回款有所滞后。其他应收款主要为往来款和土地保证金，2022年大幅增长，主要系因寿光市宏嘉农业科技有限公司往来款增加所致。2022年末公司应收账款和其他应收款的前五大明细中应收民企款项余额为0.36亿元，存在一定回收风险。

表11 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	0.33	0.30%	4.31	4.31%
应收账款	4.33	3.98%	3.08	3.08%
其他应收款（合计）	19.35	17.79%	7.48	7.48%
存货	3.10	2.85%	4.22	4.22%
流动资产合计	27.82	25.58%	19.53	19.52%
固定资产	18.71	17.20%	19.23	19.23%
在建工程	2.33	2.14%	1.86	1.86%
投资性房地产	21.49	19.75%	21.08	21.07%
无形资产	33.78	31.06%	34.74	34.73%
非流动资产合计	80.96	74.42%	80.49	80.48%
资产总计	108.78	100.00%	100.01	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入较为多元化，2022年销售毛利率大幅下滑，整体盈利能力较弱，政府补助对利润贡献较大

公司营业收入仍主要来自基础设施建设、商品生产销售和租赁收入，收入较为多元化，2022年主要因煤炭贸易业务收入大幅增长，公司营业收入较上年实现增长。公司代建项目投资规模较大，结算进度尚可但回款略有滞后，自营项目竣工投运后将丰富公司的收入来源，业务持续性较好。其他收益为公司收到的政府补助，2022年公司收到政府补贴1.52亿元，有效提升了公司的利润水平。

毛利率方面，煤炭贸易业务收入规模较大，但毛利率很低，其他商品生产销售毛利率亦有所下滑，商品生产销售业务毛利率大幅减少，盈利能力较差，租赁业务毛利率亦同比大幅下滑，2022年公司的销售毛利率同比减少10.71个百分点。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.66	5.58
营业利润	0.81	0.96
其他收益	1.52	1.35
利润总额	0.75	0.90
销售毛利率	5.96%	16.67%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模仍较大，短期债务占比较高，债务期限结构不佳，现金类资产对短期债务覆盖不足，面临较大集中兑付压力

公司负债以有息债务为主，2022年总债务规模略有减少，但规模仍较大。2022年末总债务规模为

21.39亿元，其中短期债务占比达到44.97%，占比仍较高，债务期限结构表现不佳。公司有息债务来源主要为银行贷款、融资租赁借款等，其中银行贷款的比重较大，公司2022年新增物产中大融资租赁集团有限公司、泰州广瑞融资租赁有限公司的借款，利率为9.96%、8.00%，成本相对较高。

2022年公司短期借款规模持续增长，以质押借款和信用借款为主；长期借款有所减少，以保证和抵押借款为主，其中抵押物为公司拥有的土地、房产及海域使用权；公司长期应付款主要为应付融资租赁款和政府专项债券，2022年规模涨幅较大。其他应付款主要为应付单位往来款，2022年同比大幅增长，期末余额为10.89亿元，主要应付单位包括寿光市港华经贸有限公司（民企）、中交天津航道局有限公司等。

表13 截至 2022 年 12 月末公司带息债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行贷款	3.65%-7.50%	15.91	8.21	3.78	1.52	2.4
融资租赁借款	5.65%-11.50%	3.71	1.25	1.24	1.06	0.16
政府专项债券	2.99%-3.43%	1.6	0	0	0	1.6
应付票据	-	0.15	0.15	0	0	0
合计	-	21.37	9.61	5.02	2.58	4.16

说明：融资余额与总债务金额存在差异，主要系利息差异导致。

资料来源：公司提供

表14 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	6.44	16.87%	4.78	15.95%
其他应付款（合计）	10.89	28.50%	1.71	5.71%
一年内到期的非流动负债	3.03	7.93%	2.36	7.89%
流动负债合计	22.61	59.18%	14.35	47.90%
长期借款	7.71	20.19%	10.37	34.62%
长期应付款（合计）	4.05	10.61%	1.51	5.05%
非流动负债合计	15.59	40.82%	15.61	52.10%
负债合计	38.20	100.00%	29.96	100.00%
总债务	21.39	56.00%	23.16	77.31%
其中：短期债务	9.62	25.20%	11.28	37.64%
长期债务	11.77	30.80%	11.89	39.67%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

因其他应付款的大幅增长，公司总负债规模涨幅较大，资产负债率攀升至35.12%；因货币资金规模大幅减少，流动性压力加大，2022年末现金短期债务比大幅降低至0.04，EBITDA利息保障倍数下降至2.42。考虑到公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，且近年经营活动现金流表现较弱，债务压力

仍较大。截至2022年12月末，获得国内各家银行授信额度24.16亿元，未使用额度为5.60亿元，具有一定的再融资空间。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	35.12%	29.96%
现金短期债务比	0.04	0.41
EBITDA 利息保障倍数	2.42	3.19

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，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表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放或废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚；公司过去一年不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故中任一情形。

治理方面，公司不设股东会，股东寿光市国资局履行出资人职责，决定公司的经营方针和投资计划、董事及监事任免等重大事项；公司董事会由 7 名董事组成，其中非职工董事 2 人，由寿光市国资局委派，监事会由 5 名监事组成，其中非职工代表监事 1 人，由寿光市国资局委派，监事会设主席 1 名，由寿光市国资局从监事会成员中指定。公司按照相应法律法规及经营需要建立了较为完善的公司治理结构和治理制度，基本可满足其日常经营管理的需要。战略规划方面，公司坚持以“产业园区综合运营商”为战略定位，以“主题园区打造+产业投资引领”双轮驱动为主责主业。

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，公司本部（查询日：2023年5月5日）、禹泽农业（查询日：2023年5月5日）、润泽环保（查询日：2023年5月5日）、民晟热电（查询日：2023年5月5日）、寿光市港诚农业科技发展有限公司（查询日：2023年5月5日）、寿光市港盛建材有限公司（查询日：2023年5月5日）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

公司对民营企业及单位的对外担保规模较大，公司被列为被执行人，面临较大的或有负债风险

截至2022年12月末，公司对外担保余额合计7.56亿元，其中对民营企业及单位担保余额合计3.56亿元，对外担保规模较大，同时公司对外担保均未设置反担保措施。

表16 截至 2022 年 12 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保	单位性质
寿光市金投热力有限公司	40,000.00	2026-9-10	否	地方国企
寿光市人民医院	5,000.00	2024-9-21	否	民办非企业单位
寿光市人民医院	15,000.00	2025-9-29	否	
寿光市人民医院	9,000.00	2025-9-19	否	
寿光市人民医院	6,000.00	2025-9-21	否	
寿光市港美园林绿化有限公司	600.00	2023-6-15	否	民企
合计	75,600.00	-	-	-

资料来源：公司提供

截至2023年6月28日，公司存在1条被执行信息，案号为(2023)鲁0212执2458号，执行法院为青岛市崂山区人民法院，执行标的为1,008.18万元，该案件系青岛正善股权投资基金管理有限公司（以下简称“原告”）与公司的股东出资纠纷案件所致。案件于2022年3月出具判决结果，公司应向原告履行300万元出资义务，被告青岛崇盛投资有限公司应向原告履行700万元的出资义务。2023年5月，原告申请强制执行。根据公司出具的说明，截至2023年6月27日，网络司法扣划暂挂款项户已从公司账户中划扣338.46万元（划扣款项超过300.00万的部分为延期支付的利息等）款项；截至2023年6月28日，该被执行案件尚未撤销。

八、外部特殊支持分析

公司是寿光市国资局下属重要企业，寿光市国资局直接持有公司100.00%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极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与寿光市政府的联系非常紧密。寿光市国资局全资持有公司股权，且对公司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政府及其相关单位，近年受到政府支持的次数多且支持力度较大，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。公司一部分收入来自基础设施建设业务，也有相当一部分来自市场化业务商品生产销售；公司非当地最大的平台公司，在公共事业业务方面没有区域专营性，具有一定的可替代性，但公司在产业园区的投资建设及运营、基础设施建设等方面对政府的贡献很大。此外，公司目前已发债，若公司发生债务违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

第三方保证担保有助于保障本期债券本息偿还

中投保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求中投保承担保证责任的，中投保免除保证责任。本期债券利率、期限、还本付息方式等经国家发展和改革委员会批准发生变更时，未加重/延长保证人责任或保证期间的，不需另行经过中投保同意，中投保继续承担担保函项下的保证责任。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机构。截至2022年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团公司”）为中投保控股股东，持有其22.02%的股份，国投集团公司作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力很强。中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团公司90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2022年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

表17 截至 2022 年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62%
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68%
4	金鼎投资(天津)有限公司	2.98	6.63%
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00%
6	Tetrad Ventures Pte Ltd	2.06	4.57%
7	中信证券投资有限公司	1.14	2.54%
8	孙晨	0.45	1.00%
9	宁波华舆股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89%
10	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
合计		43.07	95.73%

资料来源：中投保 2022 年年度报告，中证鹏元整理

作为国内担保行业的龙头企业，中投保近年来积极推进业务、产品和领域创新，2022年中投保继续推进担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼的“一体两翼”业务架构布局。中投保主要业务为担保业务和利用自有资金开展投资业务。

中投保担保业务目前主要包括金融产品担保、银行间接融资担保和履约类担保三大类，除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化(ABS)、类REITs、CMBS等方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。中投保持续加大担保主业开展力度，2022年末担保余额同比增长130.44%至827.82亿元，主要系金融担保业务规模大幅增长所致。

截至2022年末，中投保融资担保责任余额放大倍数为5.37倍，同比有所上升但仍处于相对较低水平，未来融资担保业务仍具有较大的发展空间。

表18 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
期末担保余额	827.82	634.62	480.03
金融担保余额	663.75	514.63	443.39
融资担保责任余额	506.67	431.95	368.98
融资担保责任余额放大倍数	5.37	4.53	3.67

注：1 金融担保主要为银行借款类担保和发行债券担保，不包含贸易融资担保及其他融资担保；

2 根据中投保 2022 年审计报告，中投保部分业务实际承担风险的计量方法有所调整，故 2021 年末融资性担保责任余额、融资性担保业务放大倍数已进行相应追溯调整。

资料来源：中投保 2020-2022 年审计报告及年报，中证鹏元整理

发行债券担保业务系中投保最主要的担保业务构成。截至2022年末，中投保发行债券担保业务余额为527.50亿元，所担保债券发行人主体信用级别均在AA级及以上，其中担保客户主体信用级别为AA+的担保余额占比为31.31%。

截至2022年末，中投保担保业务客户中第一大行业建筑业客户担保余额合计为287.86亿元，相当于同期末中投保权益总额的263.09%；同期末，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省以及浙江省等经济发达地区，2022年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为245.10亿元，相当于同期末中投保权益总额的224.01%。截至2022年末，中投保担保业务单一最大客户和前十大客户担保余额分别为13.90亿元和107.35亿元，与期末权益总额的比例分别为12.70%和98.12%。整体来看，中投保担保业务的地区和客户分布较为分散，但行业集中度相对较高，需关注相关行业风险。

截至2022年末，中投保未担保风险准备金合计为34.53亿元，受应收代偿款净额仅为25.32万元影响，中投保担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率极高。

近年来中投保资产规模较为稳定，截至2022年末中投保资产总额279.76亿元，同比增长6.55%。中投保资产以金融资产为主，截至2022年末金融资产在资产总额中的占比在70%左右。2022年末中投保货币资金为31.87亿元，较2021年末增长15.58%，其中13.65亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限；2022年末定期存款为33.42亿元，其中18.54亿元定期存款因为子公司提供借款质押担保而受限。近年来中投保针对应收代偿款计提很高比例的坏账准备，总体来看应收代偿款净额保持稳定。截至2022年末，中投保应收代偿款余额为7.89亿元，已计提坏账准备7.88亿元，2022年末应收代偿款净额为25.32万元。2022年末中投保金融投资合计122.92亿元，主要包括交易性金融资产、债权投资和其他债权投资，为中投保提供了较大规模的投资业务收益。整体来看中投保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用风险、汇率风险和市场风险。中投保长期股权投资主要为对上市公司的股票投资，截至2022年末，长期股权投资账面价值23.74亿元，同比增长10.15%，主要系中投保持有的中国国际金融股份有限公司股权带来的投资收益带动其长期股权投资账面价值增长所致。

中投保按照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比，2022年末I、II、III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例分别为58.28%、16.73%和24.98%，三类资产占比均符合监管要求。

2022年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2022年末，中投保负债合计151.22亿元，较2021年末增长12.65%，负债构成仍以长期债务为主。2022年末中投保短期借款余额为32.86亿元，占负债总额的19.29%。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，中投保计提的未到期责任准备金显著增长，2022年末未到期责任准备金为15.23亿元，同比增长65.85%。2022年末中投保长期借款余额为44.59亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的申请的本外币信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团公司下属财务公司的借款。2022年末应付债券余额为44.59亿元，占负债总额的26.18%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。截至2022年末，中投保所有者权益总额109.42亿元，所有者权益总体保持稳定，资本实力仍然很强。

受益于新增担保业务规模快速增长，2022年中投保已赚保费同比增长44.05%至6.41亿元。受资本市场波动影响，2022年中投保投资收益和公允价值变动损益合计减少26.22%。受投资回报规模同比下降影响，2022年中投保营业收入和净利润同比分别下降27.24%和32.76%。2022年中投保净资产收益率同比下降2.17个百分点至4.92%，需关注外部宏观环境变化和汇率波动对中投保盈利水平的影响。

2022年中投保共发生代偿1.06亿元，当年累计担保代偿率0.38%，当期发生的担保代偿款已于年内全额回收。风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，截至2022年末中投保未到期责任准备金、担保赔偿准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2022年末前述三类准备金余额分别为15.23亿元、13.53亿元和5.77亿元，分别同比增长65.85%、12.38%和10.31%，担保风险准备金合计为34.53亿元，担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖程度很高。

表19 中投保主要财务数据及指标单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	279.76	262.56	258.52
货币资金	31.87	27.57	12.42
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	109.42	111.35	116.42
营业收入	17.32	23.81	38.95
净利润	5.43	8.07	8.34
净资产收益率	4.92%	7.09%	7.48%
当年新增代偿额	1.06	0.00	0.32
累计担保代偿率	0.38%	0.00%	0.15%
累计代偿回收率	11.90%	0.37%	1.90%
拨备覆盖率	1,351,161.54%	1,052,804.31%	749,424.23%%

资料来源：中投保 2020-2022 年年度报告，中证鹏元整理

从外部支持来看，中投保第一大股东为国投集团公司，综合实力雄厚，中投保是国投集团公司金融业务板块的重要组成部分，在业务拓展和资金注入等方面得到股东的有力支持。

综上所述，中投保综合实力强，业务发展稳健，创新能力较强；股东背景良好，实力雄厚，为其提供了有力支持；且风险控制体系较为完善，风险控制和管理能力较强，担保代偿水平很低，拨备覆盖率处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业集中度较高，需关注相关行业风险；宏观经济增速放缓以及汇率、资本市场等外部因素的波动给中投保未来业务开展以及盈利稳定性提出一定挑战。

经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能够有效提升本期债券的安全性。

十、结论

寿光市为全国百强县，被誉为“中国菜都”，农业发达，交通基础设施较为完善，GDP规模在潍坊下辖区县中位居前列，财政实力相对较强。公司是寿光市重要的产业园区投资运营主体之一，同时建设运营寿光市部分基础设施及供暖业务，项目储备充足，业务呈多元化发展，在建及拟建的基础设施建设项目总投资规模较大，销售产品涵盖种类丰富，租赁业务对收入形成较好补充，且继续获得当地政府的较大力度的支持。第三方保证担保有助于保障本期债券本息偿还。公司资产流动性较弱，且部分重要资产的盈利能力一般；债务规模较大，未来项目建设资金需求仍较大，可能推高公司负债水平；公司债务期限结构不佳，短期债务占比较高，2022年货币资金大幅减少，流动性压力加大，现金短期债务比降至较低水平，面临较大的集中兑付压力。公司对民营企业及单位的对外担保规模较大，公司被列为被执行人，面临较大的或有负债风险。

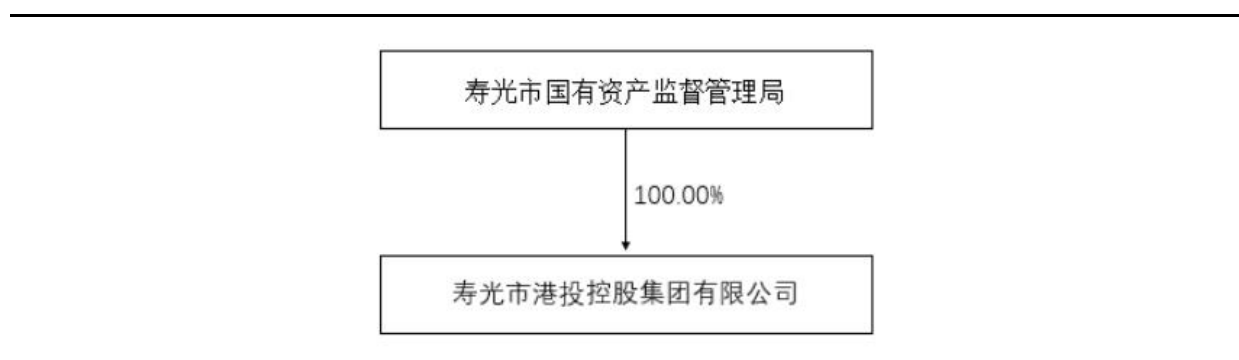
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23寿光港投01/23寿港01”的信用等级为AAA。

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	0.33	4.31	2.05
其他应收款（合计）	19.35	7.48	4.69
流动资产合计	27.82	19.53	13.36
固定资产	18.71	19.23	15.82
在建工程	2.33	1.86	4.25
投资性房地产	21.49	21.08	15.98
固定资产	18.71	19.23	15.82
无形资产	33.78	34.74	20.98
非流动资产合计	80.96	80.49	60.34
资产总计	108.78	100.01	73.70
短期借款	6.44	4.78	3.51
应付账款	0.53	0.34	1.79
其他应付款（合计）	10.89	1.71	1.30
一年内到期的非流动负债	3.03	2.36	3.21
流动负债合计	22.61	14.35	12.02
长期借款	7.71	10.37	9.15
应付债券	0.00	0.00	0.00
长期应付款（合计）	4.05	1.51	0.89
递延所得税负债	3.82	3.72	3.08
非流动负债合计	15.59	15.61	13.11
负债合计	38.20	29.96	25.14
其中：短期债务	9.62	11.28	8.27
总债务	21.39	23.16	18.31
所有者权益	70.58	70.05	48.56
营业收入	6.66	5.58	4.44
营业利润	0.81	0.96	0.88
其他收益	1.52	1.35	1.70
利润总额	0.75	0.90	0.88
经营活动产生的现金流量净额	-0.49	-0.08	0.20
投资活动产生的现金流量净额	-0.70	-3.17	-4.58
筹资活动产生的现金流量净额	0.90	2.92	4.88
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	5.96%	16.67%	6.17%
资产负债率	35.12%	29.96%	34.11%
短期债务/总债务	44.99%	48.69%	45.19%
现金短期债务比	0.04	0.41	0.28
EBITDA（亿元）	3.20	2.77	2.15
EBITDA 利息保障倍数	2.42	3.19	3.01

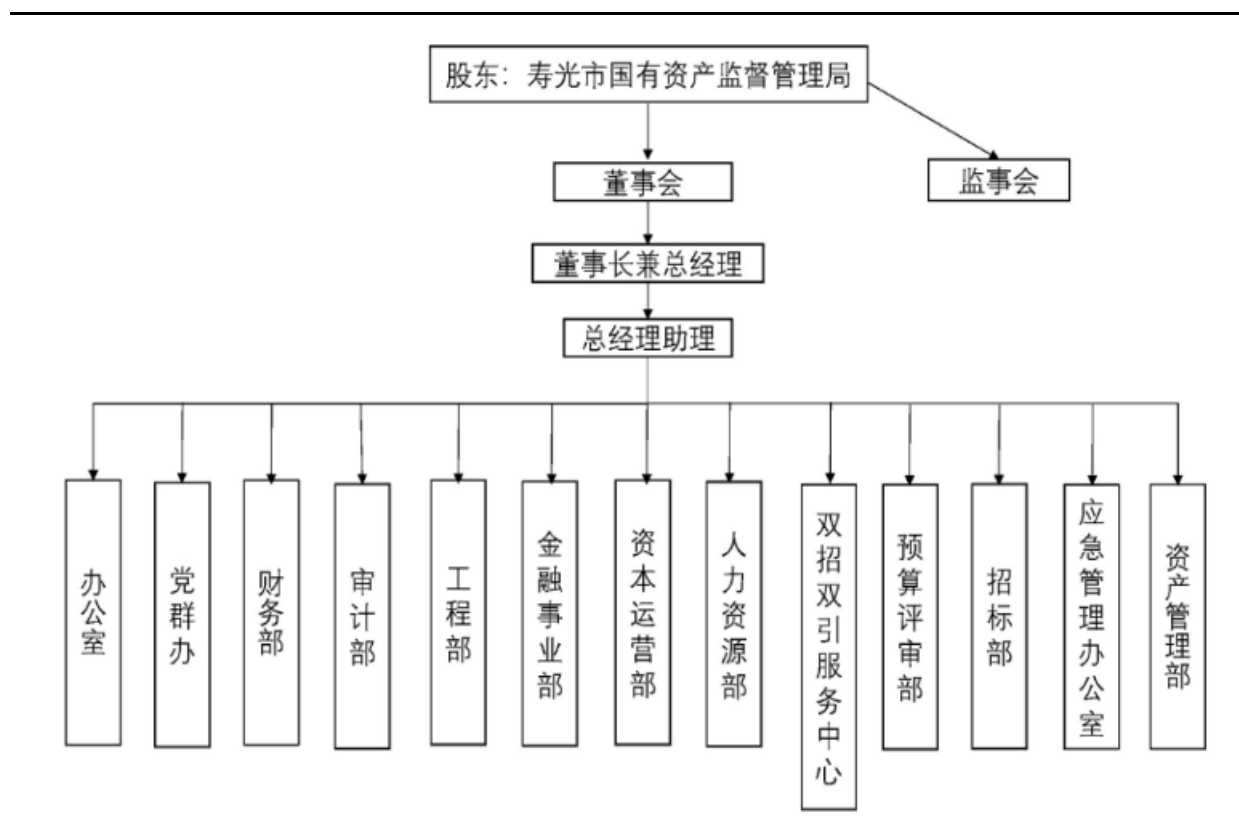
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的全资或控股子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
寿光市民晟热电有限公司	20000	100%	热力生产、供应；煤炭及制品销售
寿光市港诚农业科技发展有限公司	20000	100%	种植、销售：蔬菜、水果
寿光市港投农业科技发展有限公司	16000	100%	种植、销售：蔬菜、水果
山东同盛塑业科技发展有限公司	10050	100%	研发、制造、销售：铝塑制品、塑料管材
寿光市鼎恒经贸有限公司	7000	100%	销售：建材、化工产品、塑料制品
山东港投进出口有限公司	3000	100%	货物进出口、技术进出口、危险化学品经营
寿光市港昊装饰工程有限公司	1650	100%	承揽：建筑装饰工程、门窗工程
寿光市禹泽农业科技有限公司	1000	100%	种植、销售：蔬菜、食用菌、水果
寿光市亚特尔电器有限公司	800	100%	加工、销售：电气绝缘子
寿光市港辉建筑安装工程有限公司	800	100%	承揽：建筑安装工程、温室工程
寿光市蓝天水务有限公司	500	100%	污水处理及其再生利用
山东港投供应链管理有限公司	300	100%	供应链管理服务、普通货物仓储服务、日用百货销售
山东引领产业投资有限公司	300	100%	以自有资金从事投资活动、企业管理
寿光市港投集团投资有限公司	2000	100%	以企业自有资金对盐田、风电、光电、文化产业、旅游、水利等项目进行投资
寿光市港盛建材有限公司	2500	100%	加工、销售：商品混凝土、砼结构构件
寿光港投产业园运营管理集团有限公司	5000	100%	产业园开发、建设、运营管理
寿光市华禄园林绿化有限公司	7000	100%	种植、销售：花卉、绿化苗木、蔬菜、水果
寿光港航投资开发有限公司	50000	80%	港口、航道的建设、管理
寿光市润泽环保科技有限公司	4000	90%	轻质建筑材料销售、固体废物治理
寿光市双创产业投资有限责任公司	1000	51%	以自有资金对外投资；企业财务顾问
寿光市慧通塑业有限公司	10010	100%	加工、销售：塑料管、塑料件
寿光市双创物业管理服务有限公司	200	100%	一般项目：物业管理、劳务服务；人力资源服务
寿光市诚信盐业有限公司	1050	51%	化工产品生产、化工产品销售

资料来源：公司提供

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。