

郓城县水汴城市建设置业有限公司

**2021 年县城新型城镇化
建设专项债券信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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員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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【887】号 04

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 10 月 29 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

郓城县水浒城市建设置业有限公司 2021 年县城新型城镇化建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 8 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

债券偿还方式：按年付息，分次还本，在债券存续期内的第 3 至第 7 个计息年度每年分
别偿还本期债券发行总额的 20%，后五年利息随本金的兑付一起支付

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对郓城县水浒城市建设置业有限公司（以下简称“郓城城建”或“公司”）本次拟发行总额不超过 8 亿元县城新型城镇化建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司工程代建业务收入来源较有保障，获得的外部支持力度较大，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力和偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。郓城县位于山东省西南部，隶属于菏泽市，目前已形成能源化工、纺织品、木制品、机电设备制造、酒类包装、食品加工等支柱产业，近年郓城县经济保持增长，2017-2019 年分别实现 GDP 364.27 亿元、407.50 亿元和 435.30 亿元，增速分别为 9.1%、8.2%和 4.6%，地区经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司工程代建业务收入来源较有保障。公司是郓城县主要的基础设施和保障房投融资及建设主体，2017-2019 年公司持续保持较大规模的工程建设收入，截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 67.92 亿元，已投资 26.96 亿元，未来代建收

入来源较有保障。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2012-2014 年公司分别获得 17.60 亿元、9.14 亿元和 7.04 亿元的资产划拨，2019 年郓城县国有资产管理办公室（以下简称“郓城国资办”）将对公司的部分拨款转为投资款，增加资本公积 3.20 亿元；2017-2019 年，公司合计收到政府补贴 4.82 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券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本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中开发成本、应收款项、土地及林权占比较大，应收款项回收时间存在不确定性，部分土地为划拨性质，且部分资产受限，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**近年公司经营活动现金流净额表现较弱，截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 53.62 亿元，未来面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务规模 39.53 亿元，其中短期有息债务 7.80 亿元，现金短期债务比仅有 0.77 倍，且近年公司 EBITDA 利息保障倍数整体有所降低，2019 年为 0.93，面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 2.60 亿元，占所有者权益的比重为 4.25%，公司对外担保无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,040,377.19	1,047,552.54	1,062,511.78
所有者权益合计	612,150.56	562,305.75	557,372.06
有息债务	395,333.59	468,277.58	461,167.81
资产负债率	41.16%	46.32%	47.54%
现金短期债务比	0.77	1.25	3.35
营业收入	76,171.06	82,681.43	90,834.15

其他收益	16,472.44	15,684.26	16,092.75
公允价值变动收益	589.41	381.49	17,718.96
利润总额	18,313.51	13,440.57	31,687.40
综合毛利率	11.11%	9.35%	6.64%
EBITDA	21,395.68	20,477.71	37,608.41
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.86	1.83
经营活动现金流净额	9,268.48	-39,385.44	-60,522.03
收现比	1.20	1.24	0.80

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
担保余额*	841.06	807.17	938.98
融资担保责任余额*	294.29	471.99	253.27
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数*	5.45	8.92	4.53

注 1：“*”表示数据为母公司口径。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据原重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，自 2018 年起根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算，2019 年同时根据《重庆市地方金融监督管理局关于进一步加强融资担保行业有关监管工作的通知》计算。

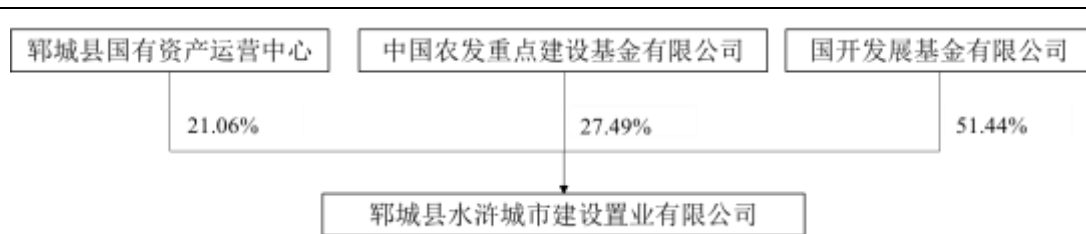
资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为郓城县水浒城市建设投资开发有限公司，由郓城县人民政府于2012年8月委托郓城县国有资产运营中心（以下简称“郓城国资中心”）出资设立，初始注册资本6,000.00万元。2012年11月，公司名称变更为现名。2015年1月和4月，郓城国资中心分别对公司增资4,600.00万元和4,500.00万元，公司注册资本变更为15,100万元。2015年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别向公司注资2.42亿元和2.4亿元。2016年，国开基金、农发基金再次分别向公司注资3.4亿元、1亿元，公司实收资本变更为10.73亿元¹。2018年12月，郓城县财政局按照公司与国开基金签订的《投资合同》收购其持有的公司股权3,000万元，该部分股权由郓城国资中心持有；郓城县人民政府按照公司与农发基金签订的《中国农发重点建设基金投资协议》收购其持有的公司股权1,250万元，该部分股权亦由郓城国资中心持有。2019年12月，郓城县人民政府继续收购农发基金持有的公司股权3,250万元，该部分股权由郓城国资中心持有。

截至2019年末，郓城国资中心、国开基金和农发基金分别出资2.26亿元、5.52亿元和2.95亿元，持股比例分别为21.06%、51.44%和27.49%²，公司控股股东和实际控制人均为郓城国资中心。根据《公司章程》及投资协议规定，国开基金和农发基金因项目建设入资公司，不向公司委派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是郓城县重要的基础设施建设主体，2015年纳入公司合并范围的子公司共4家，分别为郓城县污水处理厂、郓城县城市建设综合开发公司、郓城县种子子公司（以下简称“种子子公司”）和郓城县住宅建筑公司；2016年，子公司郓城县污水处理厂和郓城县城市建设

¹ 2016 年公司实缴资本变更为 10.73 亿元以后，公司注册资本仅变更为 9.73 亿元，公司章程显示郓城国资中心、国开基金和农发基金分别实缴资金为 1.51 亿元、4.82 亿元和 3.4 亿元。

² 2018-2019 年郓城县财政局和郓城县人民政府分别回购国开基金和农发基金股权后，暂未做相应的股权变更登记。

综合开发公司100%股权无偿转让给郓城县住房和城乡建设局，不再纳入公司合并范围；2018年，郓城县住宅建筑公司由郓城国资办直接管理，公司只履行出资义务，因此不再纳入公司合并范围。2019年12月，郓城国资办出具文件《关于明确郓城县种子子公司相关资产管理的通知》，约定种子子公司由郓城国资办直接管理，公司只履行出资义务；公司对种子子公司的投资转为可供出售的金融资产。截至2019年末，公司合并范围仅包括种子子公司利润表及现金流量表。

二、本期债券概况

债券名称：2021年郓城县水浒城市建设置业有限公司县城新型城镇化建设专项债券；

发行总额：不超过8亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息；

增信方式：本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金为不超过8.00亿元，其中4.00亿元拟用于郓城县新动能产业园基础设施建设项目（以下简称“募投项目”），4.00亿元用于补充公司营运资金。

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
郓城县新动能产业园基础设施建设项目	7.80	4.00	51.28%
补充营运资金	-	4.00	-
合计	-	8.00	-

资料来源：公司提供

1、项目概况

该项目位于郓城县经济开发区，广源路以北，兴源路以南，工业三路以西，开源路两侧，项目占地面积311,651平方米，总建筑面积385,700m²，其中2-3层标准化厂房23栋，建

筑面积262,200m²；2层仓储用房3栋，建筑面积21,600m²；17层办公科研楼2栋，建筑面积54,400m²；11层宿舍2栋，建筑面积47,500m²。

募投项目总投资78,000万元，其中：建筑工程费63,753.76万元，工程建设其他费用2,335.94万元，工程预备费1,863.30万元，土地费用7,005.00万元，建设期利息3,042.00万元，项目拟申请融资62,400万元，自筹资金15,600万元。截至2019年末，公司自筹资金已全部落实，剩余投资额拟使用本期债券募集资金40,000.00万元，占项目投资总额的51.28%。

2、项目审批、核准或备案情况

表 2 本期债券募投项目主要获批文件

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2019 年 9 月	郓城县发展和改革局	《郓城县发展和改革局关于郓城县新动能产业园基础设施建设项目可行性研究报告的批复》	郓发改审批【2019】45 号
2019 年 9 月	郓城县自然资源和规划局	《关于郓城县新动能产业园基础设施建设项目用地预审意见的复函》	郓自然资规函【2019】116 号
2019 年 9 月	郓城县自然资源和规划局	《关于出具郓城县新动能产业园基础设施建设项目规划意见的函》	-
2019 年 8 月	郓城县环境保护局	《关于郓城县水浒城市建设置业有限公司郓城县新动能产业园基础设施建设项目环境影响报告表的批复》	郓环审【2019】242 号
2019 年 8 月	-	郓城县新动能产业园基础设施建设项目可行性研究报告	-

资料来源：公司提供

3、项目建设进度

根据山东天昊工程项目管理有限公司于2019年8月出具的《郓城县新动能产业园基础设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），该项目建设工期预计为24个月。

4、经济效益

根据可研报告，该项目收益由标准化厂房、仓储用房、办公科研楼及宿舍餐厅的销售、出租收入构成（宿舍餐厅作为公共设施只对外出租不出售）。项目计算期按15年计，其中建设期为2年，经营期为13年。

（1） 出售收入情况

该项目建设期两年，标准化厂房建成后，先对外出租培育客户招商引资，待产业培育较为成熟后对外出售。标准化厂房、仓储用房、办公科研楼的销售预计自建成后先出租两年，两年后开始销售，三年内出售完毕。

标准化厂房和仓储库房的出售比例为80%，第5年出售建筑面积的25%，第6年出售建筑面积的25%，第7年出售建筑面积的30%，且每年出售价格有所上涨。

办公科研楼的出售比例为50%，第5年出售建筑面积的15%，第6年出售建筑面积的15%，第7年出售建筑面积的20%，且每年出售价格有所上涨。

标准化厂房销售面积209,760平方米，销售收入63,190.2万元；仓储用房销售面积17,280平方米，销售收入4,341.6万元；办公科研楼销售面积27,200平方米，销售收入12,838.4万元，合计可实现销售收入80,370.2万元。

（2）出租收入情况

该项目第3年及第4年标准化厂房、仓储用房、办公科研楼、宿舍餐厅出租比例为70%；2024年以后为90%；标准化厂房、仓储用房出租价格为每平方米每年292元，办公科研楼、宿舍餐厅出租价格为每平方米每年584元，出租价格每3年上涨10%。

本期债券募投项目符合《国家发展改革委办公厅关于印发县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引的通知》（发改办财金规〔2020〕613号）的要求，有利于支持郓城县基础设施产业转型升级，在债券存续期7年内预计实现收入12.58亿元，其中出售收入8.04亿元，出租收入4.55亿元。项目完成后，按全部投资计算税后财务内部收益率22.78%，投资回收期（含建设期）6.03年，财务净现值434,468.81万元（IC=3.5%）。但值得注意的是，受当地经济发展情况以及项目建设成本变动影响，项目能否获得预期收益存在一定不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加

重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2

月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

近年郓城县经济保持增长，但第二产业增长乏力，经济增速持续放缓

郓城县位于山东省西南部，隶属于菏泽市，东邻梁山县及嘉祥县，西接鄄城，南连巨野县及牡丹区，北隔黄河与河南省台前县、范县相望。全县辖18个镇、2个乡、2个街道、1个省级经济开发区，全县土地总面积1,633.23平方公里，2019年末常住人口111.7万人。

郓城县矿产自然丰富，现已发现煤、煤层气、石油、天然气、地热等10余种。其中，郓城煤田总面积478.15平方公里，探明地质储量30.81亿吨，可采储量8.37亿吨，主要煤种为气煤、肥煤和三分之一焦煤，县内拥有4对矿井，分别为赵楼煤矿、郭屯煤矿、彭庄煤矿和郓城煤矿，另外拥有天然焦煤资源储备4.28亿吨，可采储量1.72亿吨。

郓城县历史悠久，文化底蕴深厚，旅游资源丰富，是水浒故事的发祥地、宋江的故乡，素有“水浒一百单八将、七十二名在郓城”之说，被誉为“中国好汉之乡”，是山东省首批旅游强县，是闻名全国的“戏曲之乡”、“武术之乡”、“书画之乡”、“古筝之乡”。

郓城县产业发展基础较好。目前郓城县已形成能源化工、纺织品、木制品、机电设备制造、酒类包装、食品加工等支柱产业。郓城县现有能源化工企业39家，其中规上企业18家，主要集中在煤化工园区，形成了以富海能源、多友科等为代表的能源化工企业，涵盖焦炭、粗苯、焦炉煤气等20多种产品。郓城县现有纺织服装企业431家，其中规上企业124家，2009年郓城县被中国纺织工业协会授予“中国棉纺织名城”称号。郓城县现有木材加工企业、加工户4,000余家，其中规上企业34家，主要产品有建筑模板、家具板等10大类300多个品种。郓城县现有有机电设备企业207家，其中规上企业115家，代表企业有恒基集团、正尚车轮等。郓城县现有酒类包装企业535家，其中规模以上企业25家，全县瓶盖产量占全省的30%，占全国的7%；全县酒瓶产量在山东省排名第一，约占全国总量的10%以上，并荣获“中国酒类包装之都”称号，成为全省异型玻璃白酒瓶团体标准建设试点；郓城县现有农副食品加工企业68家，其中规模以上企业19家，主要以畜禽肉制品加工为主，代表企业有华宝食品和神舟食品等。

近年郓城县经济持续增长，经济增速较快。2017-2019年郓城县分别实现地区生产总值364.27亿元、407.50亿元和435.30亿元，按可比价格计算，增长率分别为9.1%、8.2%和4.6%，增速持续放缓。其中，第三产业增加值增速分别达到10.6%、10.8%和12.4%，第三产业增速远超第一、第二产业，三次产业结构由2017年的10.6:52.9:36.5调整为2019年的10.0:51.1:38.9，第三产业占比有所提升，产业结构逐渐优化，但第二产业仍占主导地位，且随着第二产业增速的持续回落，增长乏力，导致郓城县整体经济增速大幅降低。截至2019

年末，郓城县人均GDP为38,992元，为全国人均GDP的55.00%，低于全国平均水平。

工业方面，2017-2018年郓城县工业增加值同比增速分别为11.4%、7.9%。但2019年郓城县规模以上工业增加值同比下降2.8%；实现高新技术产业产值124.9亿元，同比下降5.31%；实现工业总产值463.1亿元，同比下降5.9%。其中，化学纤维、锻件和小麦粉等产品的产量降幅较大。

从经济增长的驱动要素来看，2019年郓城县实现规模以上固定资产投资123.07亿元，同比增长8.9%，其中完成房地产开发投资39.02亿元，同比增长23.8%；但固定资产投资中，第二产业投资同比下降较多。近年郓城县社会消费品零售总额有所波动，但整体增速尚可，经第四次经济普查结果修正后，2019年郓城县社会消费品零售总额为152.6亿元，同比增长7.8%。近年郓城县进出口总额保持较快增速，但整体规模不大。存贷款余额方面，2017-2019年郓城县金融机构存款余额和贷款余额均逐年增加，2019年末分别为556.68亿元和246.66亿元，同比分别增长13.6%和19.7%。

表 3 郓城县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	435.30	4.6%	407.50	8.2%	364.27	9.1%
第一产业增加值	43.70	3.7%	40.56	2.9%	38.24	3.4%
第二产业增加值	222.20	-0.1%	215.70	7.6%	192.94	9.3%
第三产业增加值	169.40	12.4%	151.24	10.8%	133.09	10.6%
工业增加值	-	-2.8%	-	7.9%	-	11.4%
规模以上固定资产投资	123.07	8.9%	107.43	7.8%	159.65	10.3%
社会消费品零售总额	152.60	7.8%	221.06	10.7%	199.79	9.7%
进出口总额	5.92	9.8%	5.55	16.4%	4.76	10.0%
存款余额	556.68	13.6%	490.40	10.3%	444.71	17.0%
贷款余额	246.66	19.7%	206.20	8.5%	190.00	3.0%
人均 GDP（元）	38,992		36,597		32,990	
人均 GDP/全国人均 GDP	55.00%		56.61%		55.30%	

注：表中“-”表示该数据未公开，2019 年工业增加值为规模以上工业增加值。

资料来源：2017-2019 年郓城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年郓城县实现一般公共预算收入32.21亿元，同比增长6.2%；实现政府性基金收入17.87亿元，实现上级补助收入30.23亿元。

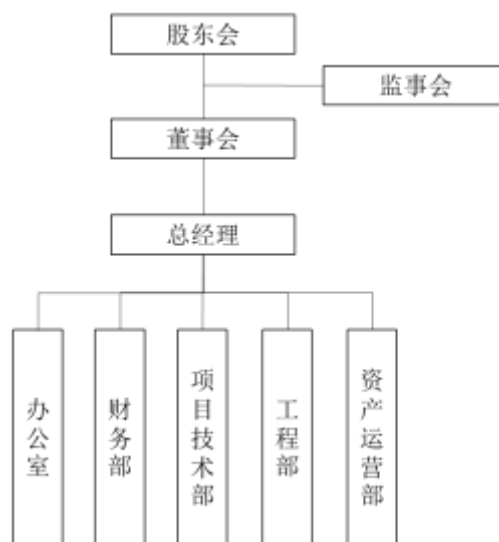
五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和其他相关法律规定，制定了《郓城县水浒城市

建设置业有限公司章程》。公司设股东会，是公司的最高权力机构，郓城国资中心为公司的控股股东；公司设有董事会，由5人组成，董事由郓城县人民政府任命，董事会设董事长1名，由郓城县人民政府从董事会成员中任命；公司设监事会，由5名监事组成；公司设总经理1名，由郓城县人民政府聘任或者解聘。截至2020年5月18日，公司董事会成员有丁晓生、王中玉、陈传森、吴兴军和王良庆5人；公司监事会成员有李洪更、燕康生、陈广才、邓琳和李迎迎5人。

为保证公司的正常运转，公司下设办公室、财务部、项目技术部、工程部和资产运营部五个部门。

图 2 截至 2019 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司作为郓城县重要的城市基础设施投资建设和运营主体，业务涉及城市基础设施建设、保障房建设和种子生产及销售等。2018年因合并范围变化，公司剥离工程施工业务；2019年公司完善旗下林地、房产等资产租金收缴管理，因此新增部分房屋租赁收入，但随着种子不再纳入合并报表，未来不再实现种子销售收入。2017-2019年公司分别实现营业收入9.08亿元、8.27亿元和7.62亿元，其中工程代建业务收入占比分别为84.34%、92.14%和89.92%，受代建项目工程结转进度影响，近年公司营业收入有所下降；综合毛利率方面，近年公司整体毛利率水平持续提高，2019年为11.11%，较2017年提升4.47个百分点；其中2018年毛利率上升主要系占比较大的工程代建业务毛利率大幅上升所致，2019

年毛利率上升主要系毛利率较高的房屋租赁收入占比增加所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	68,496.10	7.41%	76,179.86	7.84%	76,607.37	4.06%
种子销售	5,855.91	26.78%	6,480.15	26.80%	5,781.48	27.04%
房屋租赁	1,819.05	100.00%	21.43	100.00%	0.00	-
工程施工	0.00	-	0.00	-	8,438.54	15.96%
主营业务合计	76,171.06	11.11%	82,681.43	9.35%	90,827.39	6.63%
营业收入合计	76,171.06	11.11%	82,681.43	9.35%	90,834.15	6.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是郓城县主要的基础设施和保障房投融资及建设主体，近年持续实现较大规模工程代建收入；目前公司在建代建项目较多，未来工程代建收入来源较有保障，但也存在较大的资金支出压力

作为郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，公司在郓城县城市基础设施建设中具有重要地位。公司项目代建业务主要由公司本部承担，公司与郓城县人民政府签订了《政府投资项目委托代建合同》、与郓城县城市建设投资开发有限公司（以下简称“郓城建投”）签订了《郓城第一中新校区建设项目委托代建合同书》等，公司将承担郓城县基础设施建设项目、保障房建设项目、城区土地开发整理项目和郓城县第一中学等的代建工作，代建方式为全过程代理。公司承担项目建设资金的筹集使用，并采用项目投资成本上浮5%-15%不等的方式结算项目代建收入。2017-2019年公司累计确认工程代建收入22.13亿元，主要来自郓城一中新校区建设项目、郓州大道一期棚改项目、北关片区一期棚改项目和全面改薄项目等。毛利率方面，扣除增值税后，2019年工程代建业务毛利率为7.41%，较2017年提高3.35个百分点，主要系当年结转的郓城一中新校区建设项目和北关片区一期棚改项目毛利率较高所致。

表 5 公司工程代建收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	项目成本	项目收入
2019 年	八里河棚户区改造项目	1,661.14	1,693.39
	郓州大道一期棚改项目	22,161.85	22,592.17
	北关片区一期棚改项目	36,951.53	41,256.56
	郓城一中新校区建设项目	2,645.74	2,953.98
	合计	63,420.25	68,496.10
2018 年	郓城一中新校区建设项目	44,660.40	49,863.56

	郅州大道一期棚改项目	17,966.82	18,315.70
	全面改薄项目	2,800.59	3,126.87
	八里河棚户区改造项目	2,486.76	2,535.05
	村级公路网化工程	2,294.13	2,338.68
	合计	70,208.70	76,179.86
2017 年	郅州大道一期棚改项目	40,564.93	41,352.60
	全面改薄项目	17,356.17	19,378.25
	村级路网网化工程	12,374.60	12,614.88
	八里河棚户区改造项目	3,199.51	3,261.64
	合计	73,495.22	76,607.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司在建项目较多，主要包括郅州大道二期棚改项目、北关片区二期棚改项目和郅州大道（南）片区棚户区改造项目等项目，计划总投资67.92亿元，已投资26.96亿元，尚需投资40.96亿元。截至2019年末，公司拟建项目包括郅城县人民医院新院区养老中心建设项目和郅城县新动能产业园基础设施建设项目，计划总投资12.66亿元，2019年末尚未有投资支出。除郅州大道（南）片区棚户区改造项目外，公司其余在建项目均为代建项目，建设资金来源均为自筹和融资，未来工程代建收入来源较有保障；但截至2019年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资53.62亿元，存在较大的资金支出压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	项目模式
郅州大道片区二期棚改项目	71,040.00	60,175.47	10,864.53	代建
北关片区二期棚改项目	55,873.04	31,425.53	24,447.51	代建
城区交通枢纽工程项目	158,678.81	44,479.29	114,199.52	代建
大班额改造项目	108,702.00	23,279.24	85,422.76	代建
八里河片区二期棚改项目	155,312.37	66,013.10	89,299.27	代建
郅州大道（南）片区棚户区改造项目	129,600.00	44,206.68	85,393.32	自建
在建项目合计	679,206.22	269,579.31	409,626.91	-
郅城县人民医院新院区养老中心建设项目	48,585.55	0.00	48,585.55	-
郅城县新动能产业园基础设施建设项目	78,000.00	0.00	78,000.00	-
拟建项目合计	126,585.55	0.00	126,585.55	-
合计	805,791.77	269,579.31	536,212.46	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着种子子公司不再纳入合并报表，未来公司将不再实现种子销售收入

公司种子生产及销售业务由原子公司种子子公司负责。种子子公司成立于1990年，主要从事农作物良种的生产经营，经过多年的积累，已建立起较为严密的质量控制体系、完善的

农作物良种销售网络和规范的良种繁育基地，并拥有“郓丰”商标一个，在郓城县具有一定的区域垄断性。

种子子公司主要生产销售小麦、玉米、花生、棉花种子等，目前收入主要来自小麦种子和玉米种子销售。受农民种植偏好以及种子销售价格波动影响，近年公司种子销售收入有所波动，2017-2019年分别为5,781.48万元、6,480.15万元和5,855.91万元，毛利率均在26%以上，随着种子子公司不再纳入合并报表，未来公司将不再实现种子销售收入。

表 7 公司主要种子销售情况（单位：吨、万元）

类别	2019 年		2018 年		2017 年	
	销售量	收入	销售量	收入	销售量	收入
小麦种子	15,344.01	5,345.57	15,000.00	5,502.70	13,985.00	5,106.45
玉米种子	208.58	298.31	370.00	726.00	355.00	654.80
合 计	15,552.59	5,634.88	15,370.00	6,228.70	14,340.00	5,761.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2019年公司新增部分房屋租赁收入，租赁资产主要系公司持有的房产、林地等资产。2019年公司与郓城县林业局（以下简称“林业局”）签订租赁合同，将7,000亩林地以1,000万元/年的价格出租给林业局，出租期限2019年1月1日至2028年12月31日。2019年公司与郓城县唐塔街道办事处、郓城县财政局等单位签订租赁合同，将公司持有的部分房产出租给相关单位使用，年租金整体不高，出租期限均为2019年1月1日至2028年12月31日。公司主要租赁对象系政府各单位，未来需关注该部分收入的回款情况。

近年公司获得的外部支持力度较大

资产注入方面，2012年根据郓政发【2012】89号文件，郓城县政府将账面价值175,954.09万元的国有土地划拨给公司；2013年根据郓政发【2013】96号文件，郓城县政府将账面价值91,372.10万元的土地划拨到公司；2014年根据郓政发【2014】96号文件，郓城县政府将账面价值70,397.58万元的房地产划拨到公司；2019年根据郓国资【2019】17号文件，郓城国资办将对公司的部分拨款转为对公司的投资，增加公司资本公积32,030.44万元。

此外，2019年12月，根据《关于明确郓城县种子子公司相关资产管理的通知》文件，约定种子子公司由郓城国资办直接管理，不再纳入公司合并范围，减少资本公积281.27万元。

政府补助方面，根据郓财字【2017】67号文件、郓财字【2018】90文件和郓财字【2019】65号文件，公司分别获得财政补贴16,092.75万元、15,684.26万元和16,472.44万元，有效提升了公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告及中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017-2019年公司合并报表范围变化情况如下：2018年公司合并范围子公司减少至1家，2019年公司合并范围仅包括种子子公司利润表及现金流量表。

资产结构与质量

公司资产中开发成本、应收款项、土地及林权占比较大，应收款项回收时间存在不确定性，部分土地为划拨性质的土地，且部分资产受限，整体资产流动性较弱

近年公司总资产规模整体变动不大，2019年末为104.04亿元，较2017年减少2.08%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重为63.49%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59,905.04	5.76%	84,063.18	8.02%	146,243.03	13.76%
应收账款	91,503.18	8.80%	107,500.87	10.26%	186,147.86	17.52%
其他应收款	180,636.10	17.36%	165,672.99	15.82%	145,177.53	13.66%
存货	326,677.14	31.40%	286,691.25	27.37%	201,590.97	18.97%
其他流动资产	1,764.12	0.17%	32,500.00	3.10%	30,000.00	2.82%
流动资产合计	660,485.58	63.49%	676,685.16	64.60%	711,031.42	66.92%
可供出售金融资产	15,737.12	1.51%	8,179.83	0.78%	14,262.67	1.34%
长期股权投资	27,459.19	2.64%	25,126.43	2.40%	-60.86	-0.01%
投资性房地产	332,515.73	31.96%	331,926.32	31.69%	331,411.38	31.19%
非流动资产合计	379,891.60	36.51%	370,867.39	35.40%	351,480.36	33.08%
资产总计	1,040,377.19	100.00%	1,047,552.54	100.00%	1,062,511.78	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为5.99亿元，较2017年末下降59.04%，主要系投入工程建设款及偿还债务所致，2019年末公司货币资金以银行存款为主，此外还包括北京银行承兑汇票保证金5,002.81万元。公司应收账款主要为应收郓城县财政局和郓城建投的项目代建款，2019年末为9.15亿元，较2017年末下降47.76%；2018年公司应收账款减少主要系根据郓城县人民政府郓政字（2018）050号文件，2018年郓城县人民政府以面积合计281,325平方米

的土地使用权，置换了公司对县财政局的应收账款6.04亿元；2019年公司应收账款减少系收回了郓城建投的部分代建款项。

表 9 2018 年郓城县政府注入公司的土地情况（单位：万元、平方米）

土地权证编号	评估价值	土地性质	土地用途	土地面积
鲁（2018）郓城县不动产权第 0002384 号	15,619.76	出让	住宅用地、商服用地	67,912
鲁（2018）郓城县不动产权第 0002386 号	8,650.35	出让	商服用地	38,446
18 地块	20,421.30	出让	居住用地	87,107
鲁（2019）郓城县不动产权第 0000567 号	2,493.26	出让	其他商服用地	16,190
鲁（2019）郓城县不动产权第 0000903 号	6,969.18	出让	住宅用地、商服用地	37,876
鲁（2019）郓城县不动产权第 0000904 号	6,218.10	出让	住宅用地、商服用地	33,794
合计	60,371.95	-	-	281,325

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他应收款主要为与郓城县财政局、郓城县郓财经济开发投资有限公司和郓城县城市建设综合开发公司等国有单位的往来款，因公司与郓城县财政局的往来款增加较多，2019年末其他应收款为18.06亿元，较2017年末增长24.42%，账龄以1-2年为主。截至2019年末，公司应收款项合计为27.21亿元，占总资产比重达26.16%，应收款项总体规模较大，对资产形成较大占用，应收对象以国有企业及相关单位为主，坏账风险较低，但该部分资金易受政府资金调配影响，未来回收时间较为不确定。公司存货由工程施工和待开发土地构成，近年公司承担了郓城县大量的棚户区改造项目、道路交通和学校改扩建等工程，随着建设项目的持续投入，近年公司存货规模保持稳定增长，2019年末为32.67亿元，较2017年末增加62.05%，其中工程施工32.42亿元，在存货中占比90.63%；待开发土地0.25亿元。公司其他流动资产为公司购买的银行理财产品，2019年末为0.18亿元，较2017年减少较多，主要系陆续赎回理财产品所致。

表 10 截至 2019 年末公司部分其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄
郓城县财政局	往来款	133,897.58	1 至 2 年
郓城县郓财经济开发投资有限公司	往来款	18,023.68	1 至 2 年
郓城县城市建设综合开发公司	往来款	14,623.33	1 至 2 年
郓城县国有资产运营中心	往来款	4,250.00	1 年以内
郓城华源工程管理有限公司	往来款	3,227.98	1 至 2 年
合计	-	174,022.57	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司可供出售金融资产波动较大，2017-2019年末分别为1.43亿元、0.82亿元和1.57亿元。其中，2018年公司可供出售金融资产减少主要系公司将郓城县污水处理厂股权无偿转让给郓城县住房和城乡建设局所致；根据《关于明确郓城县种子子公司相关资产管理的通知》（郓国资【2019】18号）文件，公司对种子子公司投资调整至可供出售金融资产科目核算，同时2019年公司增加对山东龙郓建设投资管理有限公司、郓城华仁建设投资有限公司、郓城北斗建设投资有限公司等公司的投资，2019年公司可供出售金融资产同比增加较多。截至2019年末，公司长期股权投资为2.75亿元，较2017年增加较多，主要系2018年公司新投资了郓城富合房地产开发有限公司、郓城华源工程管理有限公司以及追加了对郓城县同兴建设投资有限公司的投资，2019年公司追加了对郓城鑫华能源开发有限公司的投资。公司投资性房地产由土地使用权和房屋建筑物构成，主要系政府划拨所得，并采用公允价值模式计量，近年公司投资性房地产变动不大，2019年末为33.25亿元，在总资产中占比31.96%；根据安徽华鉴房地产资产评估测绘有限公司2020年3月出具的《郓城县水浒城市建设置业有限公司拟编制财务报表涉及郓城县水浒城市建设置业有限公司持有的位于郓城县的相关房屋建筑物及土地使用权价值资产评估报告》（皖华鉴评报字（2020）第026号），2019年末公司投资性房地产中土地使用权账面价值28.58亿元，主要用途为住宅和林地，其中共有林地7宗，账面价值15.17亿元，占公司总资产比重为14.58%；房屋建筑物账面价值4.67亿元，主要系公司自有的保障房和廉租房。截至2019年末，公司投资性房地产中已有账面价值11.08亿元资产用于银行抵押，使用受限。

整体来看，近年公司资产保持较大规模，但资产中部分土地使用权性质为划拨，且用途为林权的土地使用权占比较大；公司应收款项规模大，未来回收时间存在一定不确定性；此外，2019年末公司合计存在账面价值11.68亿元的受限资产，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司工程代建收入来源较有保障，但利润总额对财政补贴依赖较大

受合并范围变化以及代建收入减少影响，公司收入来源有所变化，营业收入持续减少。2019年公司收入主要来自工程代建、种子销售和房屋租赁，其中工程代建收入是公司营业收入的主要来源，2017-2019年公司营业收入的比重分别为84.34%、92.14%和89.92%，考虑到目前公司在建代建项目投资规模较大，未来工程代建业务收入来源较有保障。毛利率方面，近年公司综合毛利率持续上升，其中2018年增加主要系占比较大的工程代建业务毛利率大幅上升；2019年增加主要系毛利率较高的房屋租赁收入占比增加所致，随着种子子公司不再纳入合并报表，未来公司毛利率存在下降的可能。

2017-2019年公司利润总额分别为3.17亿元、1.34亿元和1.83亿元，整体波动较大，其中2017年利润总额规模较大主要系公司投资性房地产评估增值实现公允价值变动损益1.77亿元所致；2019年利润总额增加主要系公司综合毛利率提高以及财务费用减少所致。2017-2019年公司获得的财政补贴分别为1.61亿元、1.57亿元和1.65亿元，占当期利润总额的比重分别为50.79%、116.69%和89.95%，公司利润总额对政府补贴依赖较大。此外，2018年公司发生营业外支出1,696.41万元，其中1,687.58万元系税收罚款。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	76,171.06	82,681.43	90,834.15
其他收益	16,472.44	15,684.26	16,092.75
公允价值变动损益	589.41	381.49	17,718.96
营业利润	18,355.98	15,134.99	31,684.92
营业外支出	59.49	1,696.41	0.01
利润总额	18,313.51	13,440.57	31,687.40
综合毛利率	11.11%	9.35%	6.64%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，但主要在建项目尚需投资规模大，未来将面临较大的资金压力

2017-2019年公司收现比分别为0.80、1.24和1.20，经营回款有较大改善，使得经营活动现金流净额亦有所改善，但由于代建项目前期垫资较大，2017-2018年公司经营活动现金流出规模较大，2019年因收回部分代建款项，同时支付的往来款项减少，公司经营活动现金流净额回正。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要系循环购买银行保本理财产品产生，2017-2019年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.07亿元、-0.44亿元和3.13亿元，2019年投资活动现金流净额回正，主要系赎回较多的银行理财产品所致。

近年公司筹资活动现金流入主要系取得借款、发行债券以及郓城国资办对公司追加投资产生的现金流入，筹资活动现金流出主要为偿还债务以及支付利息产生的现金流出，2017-2019年公司筹资活动现金流净额分别为10.58亿元、-1.84亿元和-6.98亿元，因陆续偿还较多的到期债务，2018-2019年公司净流出规模较大。

整体看来，近年公司经营活动回款情况持续改善，投资活动现金流净额亦回正，但近

年公司主要债务陆续到期，且截至2019年末，主要在建及拟建项目尚需投资53.62亿元，公司存在较大的资金支出压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	1.20	1.24	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	91,611.63	102,281.66	72,580.78
收到的其他与经营活动有关的现金	69,649.52	73,177.47	111,971.56
经营活动现金流入小计	161,261.15	175,459.13	184,552.35
购买商品、接受劳务支付的现金	84,668.43	104,487.82	193,339.36
支付的其他与经营活动有关的现金	61,397.99	100,113.87	51,443.06
经营活动现金流出小计	151,992.66	214,844.57	245,074.38
经营活动产生的现金流量净额	9,268.48	-39,385.44	-60,522.03
投资活动产生的现金流量净额	31,349.11	-4,368.06	-70,700.86
筹资活动产生的现金流量净额	-69,778.54	-18,426.34	105,777.33
现金及现金等价物净增加额	-29,160.95	-62,179.84	-25,445.56

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

得益于未分配利润积累，以及2019年郓城国资办对公司的部分拨款转为投资款，近年公司所有者权益持续增加，2019年末为61.22亿元，较2017年末增加9.83%。因公司合并范围变化及偿还了部分贷款，近年公司负债总额持续减少，2019年末为42.82亿元，较2017年下降15.23%。近年公司产权比率持续降低，2019年末为69.95%，公司权益对负债的保障程度提升。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	428,226.63	485,246.79	505,139.72
所有者权益	612,150.56	562,305.75	557,372.06
产权比率	69.95%	86.30%	90.63%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2019年末公司非流动负债占总负债的比重为75.37%。2019年末，公司应付票据为1.20亿元，均为银行承兑汇票。2019年末，公司应付账款均为应付的工程款。公司其他应付款主要为与其他国有单位之间的往来款及保证金和押金等，近年公司其他应付款波动较大，其中，2018年末公司其他应付款同比减少

59.30%，主要系减少对郓城县城市建设发展有限公司往来款所致；2019年末公司其他应付款同比大幅增加，主要系增加对郓城县城区建筑工程公司、郓城县城投资产管理有限公司以及江苏上方建工集团有限公司郓城分公司等单位的往来款。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为6.60亿元，包括一年内到期的长期借款3.54亿元、一年内到期的应付债券1.94亿元和一年内到期的长期应付款1.12亿元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	12,000.00	2.80%	12,000.00	2.47%	15,000.00	2.97%
应付账款	5,917.36	1.38%	428.17	0.09%	4,445.72	0.88%
其他应付款	19,884.26	4.64%	7,905.19	1.63%	19,422.08	3.84%
一年内到期的非流动负债	66,009.59	15.41%	81,403.05	16.78%	40,969.10	8.11%
流动负债合计	105,469.61	24.63%	105,369.83	21.71%	90,866.67	17.99%
长期借款	114,229.00	26.67%	140,239.00	28.90%	181,949.00	36.02%
应付债券	57,705.29	13.48%	76,864.80	15.84%	96,030.94	19.01%
长期应付款	145,155.72	33.90%	157,253.50	32.41%	130,868.83	25.91%
非流动负债合计	322,757.02	75.37%	379,876.96	78.29%	414,273.05	82.01%
负债合计	428,226.63	100.00%	485,246.79	100.00%	505,139.72	100.00%
其中：有息债务	395,333.59	92.32%	468,277.58	96.50%	461,167.81	91.30%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款为11.42亿元，较2017年减少37.22%，借款方式包括抵押+保证+质押借款以及质押借款，借款抵押物为公司土地使用权，质押物为公司部分应收账款，保证人为郓城县郓财经济开发投资有限公司。公司应付债券为“16郓城债”，将于2020年偿还20%的债券本金，故部分转入一年内到期的应付债券，2019年末为5.77亿元。公司长期应付款主要为应付菏泽市城市建设投资有限责任公司（以下简称“菏泽城建”）项目建设款和应付甘肃兰银金融租赁股份有限公司、平安国际融资租赁（天津）有限公司（以下简称“平安租赁”）融资租赁款，2019年末为14.52亿元，较2017年末增加10.92%，主要系新增平安租赁融资租赁款以及菏泽城建转贷资金增加所致。

2019年末公司有息债务规模达39.53亿元，较2017年末减少14.28%，占总负债的比重为92.32%。因偿还较多债务，近年公司有息债务整体减少，但公司有息债务存续规模仍较大，且2019年末公司短期有息债务为7.80亿元，而同期末公司货币资金余额为5.99亿元，公司短期债务压力较大。

从偿债能力指标来看，2017-2019年末公司资产负债率分别为47.54%、46.32%和41.16%，持续降低。因短期有息债务占比提高，公司现金短期债务比呈下降趋势。近年公

司利润总额波动，导致公司EBITDA和EBITDA利息保障倍数随之波动；同时随着公司债务规模的减少，2019年公司财务支出减少，公司EBITDA利息保障倍数提高至0.93，但表现很弱。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	41.16%	46.32%	47.54%
现金短期债务比	0.77	1.25	3.35
EBITDA（万元）	21,395.68	20,477.71	37,608.40
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.86	1.83
有息债务/EBITDA	18.48	22.87	12.26

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的主要来源。根据募投项目可行性研究报告，项目收入由标准化厂房、仓储用房、办公科研楼及宿舍餐厅的销售、出租收入构成，在债券存续期7年内（包括建设期）预计可实现收入12.58亿元。但值得注意的是，受当地经济发展情况以及项目建设成本变动影响，项目能否获得预期收益存在一定不确定性。

其次，公司日常经营所得是公司偿债资金的另一重要来源。公司是重要的城市基础设施投资建设和运营主体，其收入主要为工程代建收入。2017-2019年公司营业收入分别为9.08亿元、8.27亿元和7.62亿元；收现比分别为0.80、1.24和1.20，近年公司现金回收情况整体有所改善，且2019年公司经营活动现金流净额回正，公司在建代建项目投资规模较大，未来工程代建业务收入来源较有保障。但同时，公司在建项目投资规模大，未来面临较大的资金压力。

最后，资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2019年末，公司拥有投资性房地产33.25亿元，占总资产比重为31.96%，必要时公司可将上述资产部分或全部处置，实现资金回笼，满足经营或偿债需要。需要注意的是，公司投资性房地产主要由商住用地、林地、廉租房和经济适用房构成，截至2019年末已有账面价值11.08亿元资产用于银行抵押，未来该部分资产能否顺利变现及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

三峡担保为本期债券出具了担保函，就本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证，担保期限为本期债券存续期及到期之日起两年。同时规定，经国家发展与改革委员会注册，本期债券利率、期限、还本付息方式发生变更时，不需另行经过三峡担保同意，三峡担保继续承担担保函下的保证责任。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保于2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年5月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表 16 截至 2020 年 5 月 31 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2019年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的57.69%、23.99%和13.00%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费有所回升，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入继续下滑。2019年三峡担保实现营业收入11.11亿元，同比下降2.50%；其中，已赚担保费为6.41亿元，同比增长7.32%；随着存款规模的增加，利息净收入为2.66亿元，同比增长29.82%；而受投资规模下降和投资产品结构调整的影响，投资收益为1.44亿元，同比下降46.31%。

表 17 三峡担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

已赚担保费	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%	74,138.87	59.90%
利息净收入	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%	20,768.37	16.78%
投资收益	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%	19,125.10	15.45%
其他收入	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%	9,744.03	7.87%
合计	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%	123,776.37	100.00%

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年三峡担保本部当期担保发生额为252.82亿元，同比下降9.66%；期末担保余额为841.06亿元，同比增长4.20%。由于债券融资担保责任余额以《融资担保公司监督管理条例》施行之日2017年10月1日为时间节点采取新老划断方式计算，2019年末三峡担保本部融资担保责任余额下降至294.29亿元，融资担保放大倍数由上年末的8.92倍下降为5.45倍。

截至2019年12月31日，三峡担保资产总额为127.87亿元，所有者权益合计为69.34亿元；2019年度，三峡担保实现营业收入11.11亿元，利润总额3.20亿元。

表 18 三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
营业收入	11.11	11.39	12.38
已赚担保费	6.41	5.97	7.41
利息净收入	2.66	2.05	2.08
投资收益	1.44	2.69	1.91
利润总额	3.20	3.49	4.89
净资产收益率	4.13%	4.46%	6.12%
担保余额*	841.06	807.17	938.98
融资担保责任余额*	294.29	471.99	253.27
当期担保发生额*	252.82	279.86	303.95
准备金覆盖率*	9.88%	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数*	5.45	8.92	4.53
当期担保代偿率*	1.69%	1.08%	1.16%

注 1：“*”表示数据为母公司口径。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据原重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，自 2018 年起根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算，2019 年同时根据《重庆市地方金融监督管理局关于进一步加强融资担保行业有关监管工作的通知》计算。

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计2.60亿元，占所有者权益的比重为4.25%，被担保方郓城县城市建设发展有限公司为郓城县国有企业，但因未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
郓城县城市建设发展有限公司	26,000.00	2022/9/29	否
合计	26,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	59,905.04	84,063.18	146,243.03
应收账款	91,503.18	107,500.87	175,147.86
其他应收款	180,636.10	165,672.99	145,177.53
存货	326,677.14	286,691.25	201,590.97
长期股权投资	27,459.19	25,126.43	-60.86
投资性房地产	332,515.73	331,926.32	331,411.38
资产总计	1,040,377.19	1,047,552.54	1,062,511.78
应付票据	12,000.00	12,000.00	15,000.00
其他应付款	19,884.26	7,905.19	19,422.08
一年内到期的非流动负债	66,009.59	81,403.05	40,969.10
长期借款	114,229.00	140,239.00	181,949.00
应付债券	57,705.29	76,864.80	96,030.94
长期应付款	145,155.72	157,253.50	130,868.83
负债合计	428,226.63	485,246.79	505,139.72
有息债务	395,333.59	468,277.58	461,167.81
所有者权益合计	612,150.56	562,305.75	557,372.06
营业收入	76,171.06	82,681.43	90,834.15
其他收益	16,472.44	15,684.26	16,092.75
公允价值变动损益	589.41	381.49	17,718.96
营业利润	18,355.98	15,134.99	31,684.92
利润总额	18,313.51	13,440.57	31,687.40
经营活动产生的现金流量净额	9,268.48	-39,385.44	-60,522.03
投资活动产生的现金流量净额	31,349.11	-4,368.06	-70,700.86
筹资活动产生的现金流量净额	-69,778.54	-18,426.34	105,777.33
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	11.11%	9.35%	6.64%
收现比	1.20	1.24	0.80
产权比率	69.95%	86.30%	90.63%
资产负债率	41.16%	46.32%	47.54%
现金短期债务比	0.77	1.25	3.35
EBITDA（万元）	21,395.68	20,477.71	37,608.40
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.86	1.83
有息债务/EBITDA	18.48	22.87	12.26

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{其他流动资产}$
有息债务	$\text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

附录三 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。