



2021 年郓城县水汧城市建设置业有限公司 县城新型城镇化建设专项债券 2021 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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



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2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-29	2020-10-29

债券概况

债券简称: 21 郓城专项债/21 郓城债

债券剩余规模: 8.00 亿元

债券到期日期: 2028-05-07

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%

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

联系方式

项目负责人: 马琳丽
 mall@cspengyuan.com

项目组成员: 宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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”）及其2021年5月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到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，工程代建业务收入来源较有保障，获得的外部支持力度仍较大，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，仍面临较大的资金支出压力，偿债压力加大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司在建工程代建项目投资规模较大，该业务持续性较好；且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	130.59	104.04	104.76
所有者权益	61.60	61.22	56.23
总债务	49.46	39.53	46.83
资产负债率	52.83%	41.16%	46.32%
现金短期债务比	0.53	0.77	1.25
营业收入	6.89	7.62	8.27
其他收益	1.85	1.65	1.57
利润总额	2.06	1.83	1.34
销售毛利率	10.88%	11.11%	9.35%
EBITDA	2.70	2.14	2.05
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.93	0.86
经营活动现金流净额	-11.64	0.93	-3.94
收现比	0.42	1.20	1.24

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **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，2020年继续实现较大规模的工程代建收入，当年末主要在建代建项目投资规模大，未来代建收入来源较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020年公司获得1.85亿元的政府补贴，有效提升了公司利润水平。
- **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

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产中应收款项占比较大，并存在较大规模的林权资产，同时部分资产未办妥权证或使用受限，资产流动性仍较弱。
- **公司仍面临较大的资金支出压力。**2020年公司代建业务回款减少，经营活动现金流净额转负，且当年末公司主要在建拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资金支出压力。
- **公司偿债压力加大。**随着债券的发行，公司总债务规模明显上升，且公司现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数表现较弱，公司偿债压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额合计3.28亿元，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，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年5月7日发行7年期8.00亿元公司债券，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，4.00亿元用于补充公司营运资金。截至2021年6月8日，本期债券募集资金专项账户余额为31,931.19万元。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本仍为9.73亿元，实收资本仍为10.73亿元。

2020年6月和2020年12月，郓城县财政局按照公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）签订的《投资合同》分别收购其持有的公司股权3,000万元和1,400万元；2020年12月，郓城县人民政府按照公司与中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“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4,650万元，收购后的股权均由郓城县国有资产运营中心（以下简称“郓城国资中心”）持有。截至2020年末，郓城国资中心、国开基金和农发基金分别出资3.17亿元、5.08亿元和2.49亿元¹，持股比例分别为29.50%、47.34%和23.16%，公司控股股东和实际控制人仍为郓城国资中心。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。截至2020年末，公司无合并子公司。

根据郓政办发【2020】3号文件，2020年公司董事长变更为丁晓生。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

¹ 郓城县人民政府回购农发基金股权后暂未做相应的股权变更登记。

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实

施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年郓城县继续呈现低速增长，第二产业增长乏力

郓城县位于山东省西南部，隶属于菏泽市，全县辖16个镇、2个乡、4个街道、1个省级经济开发区，总面积1,643平方公里，2020年末常住人口128.14万人，是水浒故事的发祥地。2020年郓城县地区生产总值为436.5亿元，按可比价格计算，同比增长1.1%，增速持续放缓，且低于全国平均水平。其中，第一产业增加值为47.0亿元，同比增长3.8%；第二产业增加值为207.0亿元，同比下降3.2%；第三产业增加值为182.5亿元，同比增长6.6%。三次产业结构由2019年的10.0:51.1:38.9调整为2020年的10.8:47.4:41.8。2020年郓城县人均GDP为34,064元，为全国人均GDP的47.02%，仍低于全国平均水平。

产业方面，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，并有“中国棉纺织名城”、“中国酒类包装之都”的称号，2020年郓城县规模以上工业企业307家，规模以上工业增加值同比下降1.6%，其中化学纤维、棉纱、小麦粉等产品的产量降幅仍较大。

从拉动地区经济增长的要素来看，2020年郓城县规模以上固定资产投资同比增长8.0%，而受疫情影响，社会消费品零售总额同比下降0.1%。2020年郓城县进出口总额增速提升，但整体规模不大。

存贷款余额方面，2020年郓城县金融机构存款余额和贷款余额保持增长，分别为640.3亿元和273.6亿元，同比分别增长15.0%和10.9%。

表1 郓城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	436.5	1.1%	435.3	4.6%
第一产业增加值	47.0	3.8%	43.7	3.7%
第二产业增加值	207.0	-3.2%	222.2	-0.1%
第三产业增加值	182.5	6.6%	169.4	12.4%
规模以上工业增加值	-	-1.6%	-	-2.8%
规模以上固定资产投资	-	8.0%	123.1	8.9%
社会消费品零售总额	152.5	-0.1%	152.6	7.8%
进出口总额	8.4	42.4%	5.9	9.8%
存款余额	640.3	15.0%	556.7	13.6%
贷款余额	273.6	10.9%	246.7	19.7%
人均 GDP（元）		34,064		38,992
人均 GDP/全国人均 GDP		47.02%		55.00%

注：表中“-”表示该数据未公开；2020年人均GDP=GDP/当年末常住人口。

资料来源：2019-2020年郓城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年郓城县实现一般公共预算收入33.0亿元，同比增长2.4%，其中税收收入25.54亿元，同比下降4.7%；实现政府性基金收入30.61亿元，同比增长71.3%。

五、经营与竞争

公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市基础设施建设和保障房建设等，由于郓城县种子子公司（以下简称“种子子公司”）不再纳入合并范围，同时租赁收入减少，使得2020年公司营业收入同比下降9.50%至6.89亿元，目前公司营业收入基本都来自工程代建业务。

毛利率方面，由于合并范围变化，2020年公司销售毛利率同比小幅降至10.88%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	68,913.38	10.85%	68,496.10	7.41%
房屋租赁	19.05	100.00%	1,819.05	100.00%
种子销售	0.00	-	5,855.91	26.78%
合计	68,932.43	10.88%	76,171.06	11.11%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司在建代建工程项目较多，该业务收入未来持续性仍较好，但盈利能力仍偏弱

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，2020年继续实现较大规模工程代建收入。公司工程代建项目的委托方包括郓城县政府和郓城县城市建设投资开发有限公司（以下简称“郓城建投”），根据委托代建协议，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项目的代建工作，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。

2020年公司确认工程代建收入6.89亿元，主要来自交通枢纽项目、八里河片区棚户区改造项目以及郓州大道一期棚改项目等。毛利率方面，2020年工程代建业务毛利率上升，主要系交通枢纽项目收益加成比例较高所致，但公司代建业务盈利能力仍偏弱。

表3 近年公司代建收入明细情况（单位：万元）

项目	项目名称	确认成本	确认收入
2020年	八里河片区棚户区改造项目	3,880.59	4,058.60
	郓州大道一期棚改项目	5,870.79	6,140.09
	北关片区一期棚改项目	1,002.04	1,139.93
	郓城县新一中建设项目	1,799.99	2,047.70
	城区交通枢纽工程项目	47,479.43	54,013.29
	其他	1,401.62	1,513.76
	合计	61,434.46	68,913.37
2019年	八里河片区棚户区改造项目	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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建及拟建项目较多，主要包括城区交通枢纽工程项目、八里河片区二期棚改项目、县医院新区医疗中心以及大班额改造项目等，截至2020年末计划总投资93.24亿元，已投资37.99亿元，其中已签订代建协议的项目总投资为54.96亿元，公司未来工程代建收入来源较有保障。但截至2020年末，公司主要在建项目尚需投资55.25亿元，仍存在较大的资金支出压力。

表4 截至2020年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	项目类型
郓州大道片区二期棚改项目	7.10	6.58	代建
北关片区二期棚改项目	5.59	3.87	代建
城区交通枢纽工程项目	15.87	4.75	代建
大班额改造项目	10.87	2.43	代建
八里河片区二期棚改项目	15.53	10.11	代建
郓州大道（南）片区棚户区改造项目	12.96	5.47	自建
县医院新区医疗中心	12.66	3.58	-
郓城县新动能产业园基础设施建设项目	7.80	1.20	自建
郓城县人民医院新院区养老中心建设项目（拟建）	4.86	0.00	-
合计	93.24	37.99	

注：郓州大道（南）片区棚户区改造项目为“16郓城债”的募投项目，上述已投资额未包含土地款；郓城县新动能产业园基础设施建设项目为本期债券的募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度较大

根据郓财字【2020】73文件，2020年公司获得财政补贴1.85亿元，用于补贴公司八里河片区棚改项目、郓州大道片区一期棚改等项目的建设，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司合并范围变化情况如下：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，当年公司合并范围仅包括种子子公司利润表及现金流量表；2020年，公司无合并子公司。

资产结构与质量

公司资产以工程施工成本、应收款项、土地及林权为主，应收款项回收时间较为不确定，林权收益性较差，且部分资产未办妥权证或使用受限，资产流动性仍较弱

由于在建项目的持续投入以及应收款项的增加，公司的资产规模保持增长，截至2020年末，公司总资产为130.59亿元，同比增长25.52%，其中流动资产占比69.19%。

截至2020年末，公司货币资金余额为6.02亿元，其中受限使用的货币资金2.70亿元，主要为票据保证金及银行定期存单。公司应收账款主要为郓城县财政局和郓城建投的代建款项，2020年末账面价值为14.39亿元，同比增长57.31%。公司预付款项主要为预付工程款，2020年末为2.45亿元。公司其他应收款主要为与政府部门、国有企业的往来款，2020年末账面价值为23.69亿元，同比增长31.13%。截至2020年末，公司应收款项合计为38.08亿元，占总资产比重达29.16%，应收款项总体规模较大，对资金形成较大占用，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，随着工程项目的持续投入，公司存货规模持续增加，2020年末为42.04亿元，同比增加28.68%，其中工程施工38.54亿元，在存货中占比91.69%；待开发土地3.49亿元，主要为公司当年购买的3宗土地，均为商业、住宅用地，尚未取得土地证。

截至2020年末，公司可供出售金融资产为1.64亿元，同比变化不大，被投资企业近年尚未见到明显效益。截至2020年末，公司长期股权投资为2.79亿元，同比变化不大，其中对郓城富合房地产开发有限公司

司的账面投资额为1.94亿元。

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，2020年末为33.27亿元，在总资产中占比25.48%，其中土地使用权28.58亿元，包括林地7宗，账面价值15.17亿元，占公司总资产比重为11.61%，其他的为住宅及商住用地；房屋建筑物账面价值4.69亿元，主要系公司自有的保障房和廉租房；截至2020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。

截至2020年末，公司无形资产为2.31亿元，同比增加较多，主要系当年购买黄金水岸的3宗土地所致，均为商业、住宅用地，该部分新增资产尚未办妥权证（价值1.93亿元）。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.02	4.61%	5.99	5.76%
应收账款	14.39	11.02%	9.15	8.80%
预付款项	2.45	1.88%	0.00	0.00%
其他应收款	23.69	18.14%	18.06	17.36%
存货	42.04	32.19%	32.67	31.40%
流动资产合计	90.36	69.19%	66.05	63.49%
可供出售金融资产	1.64	1.25%	1.57	1.51%
长期股权投资	2.79	2.13%	2.75	2.64%
投资性房地产	33.27	25.48%	33.25	31.96%
无形资产	2.31	1.77%	0.41	0.40%
非流动资产合计	40.23	30.81%	37.99	36.51%
资产总计	130.59	100.00%	104.04	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产规模增加，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，其回收时间较为不确定；此外，2020年末公司包括货币资金、存货、投资性房地产和无形资产在内的受限资产为15.42亿元，资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

公司工程代建收入来源较有保障，但2020年经营收现情况下滑较多，且利润仍主要来自政府补贴

受合并范围变化以及租赁收入减少影响，2020年公司营业收入下降，但公司工程代建收入较为稳定，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，2020年公司销售毛利率为10.88%，同比变化不大。2020年受疫情影响，公司代建项目回款减少，导致当年经营活动现金流净额转负，收现比降至0.42，表现不佳。考虑到公司主要在建项目尚需投资较大，公司仍

面临较大的项目资金支出压力。

2020年公司利润总额为2.06亿元，其中获得的政府补贴为1.85亿元，占比89.46%，利润仍主要来自政府补贴。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	6.89	7.62
收现比	0.42	1.20
营业利润	1.94	1.84
其他收益	1.85	1.65
利润总额	2.06	1.83
销售毛利率	10.88%	11.11%

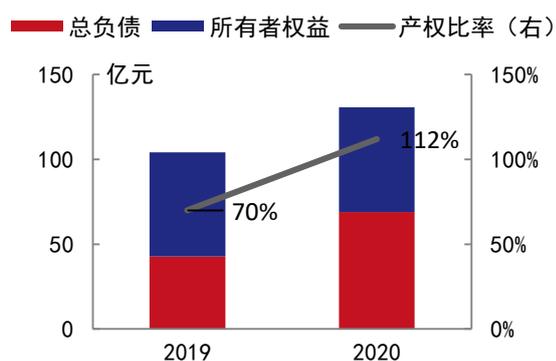
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务上升，偿债能力指标弱化，债务压力明显上升

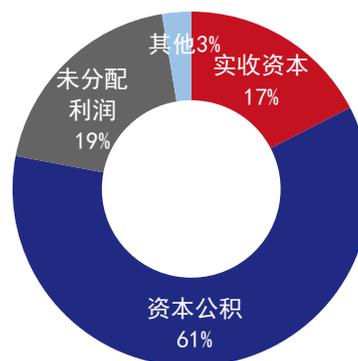
公司所有者权益较为稳定，2020年末为61.60亿元，以实收资本和资本公积为主。截至2020年末，公司总负债为68.99亿元，同比增长61.11%，主要系发行债券及新增政府专项债所致；产权比率为112.01%，公司权益对负债的保障程度减弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主，2020年末非流动负债占总负债的比重为77.54%。截至2020年末，公司短期借款为1.00亿元，为抵押加保证组合增信借款。截至2020年末，公司应付票据为1.60亿元，全部为银行承兑汇票。公司预收款项为预收购房款及土地款，2020年末为1.15亿元。截至2020年末，公司其他应付款为2.87亿元，其中应付中润滨海建设集团有限公司郟城分公司的工程款1.32亿元。2020年末公司一年内到期的非流动负债为8.69亿元，其中包括一年内到期的长期借款3.49亿元、

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3.27亿元。

2020年末公司长期借款为12.47亿元，其中抵押加保证加质押组合增信借款8.49亿元、质押借款4.91亿元、抵押加质押组合增信借款2.56亿元（含一年内到期部分）。2020年公司发行了“20郟城债01”和“20郟城债02”，发行规模均为6.00亿元，票面利率6.50%，当年末公司应付债券增至15.70亿元；2021年5月，公司发行了本期债券，发行规模为8.00亿元，票面利率5.50%。

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项目建设款和应付通用环球国际融资租赁（天津）有限公司、国泰租赁有限公司等机构的融资租赁款，此外，2020年公司新增7.56亿元的政府专项债，当年末公司长期应付款增至24.75亿元。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	1.45%	0.00	0.00%
应付票据	1.60	2.32%	1.20	2.80%
预收款项	1.15	1.67%	0.00	0.00%
其他应付款	2.87	4.15%	1.99	4.64%
一年内到期的非流动负债	8.69	12.60%	6.60	15.41%
流动负债合计	15.49	22.46%	10.55	24.63%
长期借款	12.47	18.08%	11.42	26.67%
应付债券	15.70	22.76%	5.77	13.48%
长期应付款	24.75	35.87%	14.52	33.90%
非流动负债合计	53.50	77.54%	32.28	75.37%
负债合计	68.99	100.00%	42.82	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模达49.46亿元，占负债总额比重为71.68%，同比增长25.10%；其中短期债务为11.29亿元，占总债务的比重为22.83%，公司存在较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

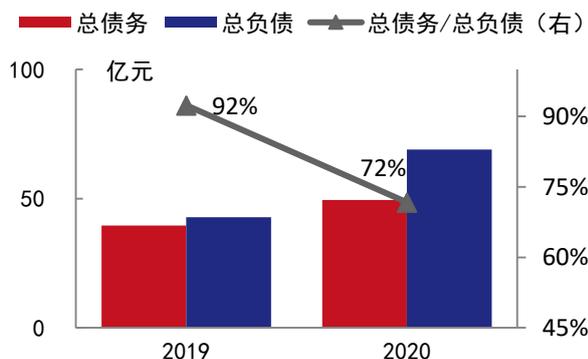
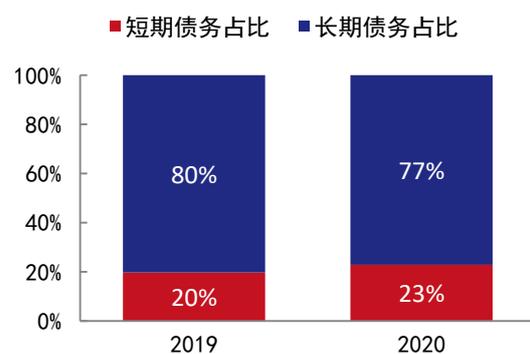


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能指标看，由于“20郓城01”、“20郓城02”以及政府专项债的发行，公司总负债增加，使得2020年末公司资产负债率增至52.83%。同时，短期债务增长，导致公司现金短期债务比下降，2020年末为0.53，表现偏弱；且公司现金类资产部分受限，短期偿债压力较大。2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.99，表现较弱。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	52.83%	41.16%
现金短期债务比	0.53	0.77
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.93

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月7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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计3.28亿元，占所有者权益的比重为5.33%，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，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表9 截至 2020 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年9月	否
郓城县城市建设发展有限公司	6,826.44	2023年9月	否
合计	32,826.44	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

三峡担保提供的保证担保有效提升本期债券的信用水平

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，担保范围包括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，担保期限为本期债券存续期及到期之日起两年。

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年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，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10 截至2020年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
合计	483,000.00	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，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，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，致使营业收入进一步下滑。

表11 三峡担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
合计	107,400.06	100.00%	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%

资料来源：三峡担保2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

表12 近年三峡担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49

净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 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、结论

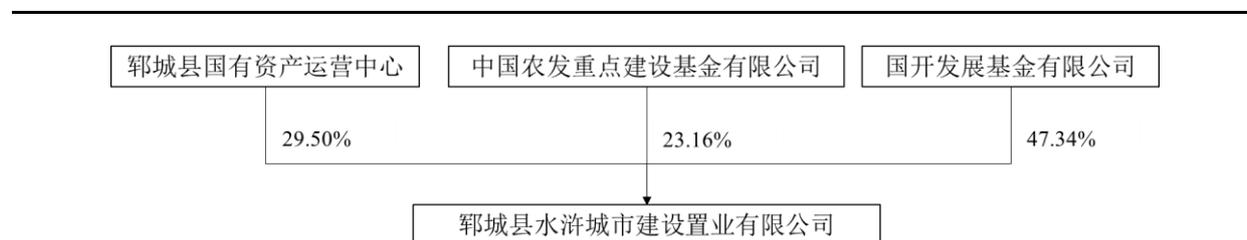
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.02	5.99	8.41
应收账款	14.39	9.15	10.75
其他应收款	23.69	18.06	16.57
存货	42.04	32.67	28.67
流动资产合计	90.36	66.05	67.67
投资性房地产	33.27	33.25	33.19
非流动资产合计	40.23	37.99	37.09
资产总计	130.59	104.04	104.76
短期借款	1.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	8.69	6.60	8.14
流动负债合计	15.49	10.55	10.54
长期借款	12.47	11.42	14.02
应付债券	15.70	5.77	7.69
长期应付款	24.75	14.52	15.73
非流动负债合计	53.50	32.28	37.99
负债合计	68.99	42.82	48.52
总债务	49.46	39.53	46.83
所有者权益	61.60	61.22	56.23
营业收入	6.89	7.62	8.27
营业利润	1.94	1.84	1.51
其他收益	1.85	1.65	1.57
利润总额	2.06	1.83	1.34
经营活动产生的现金流量净额	-11.64	0.93	-3.94
投资活动产生的现金流量净额	-2.01	3.13	-0.44
筹资活动产生的现金流量净额	11.47	-6.98	-1.84
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	10.88%	11.11%	9.35%
收现比	0.42	1.20	1.24
资产负债率	52.83%	41.16%	46.32%
现金短期债务比	0.53	0.77	1.25
EBITDA（亿元）	2.70	2.14	2.05
EBITDA 利息保障倍数	0.99	0.93	0.86

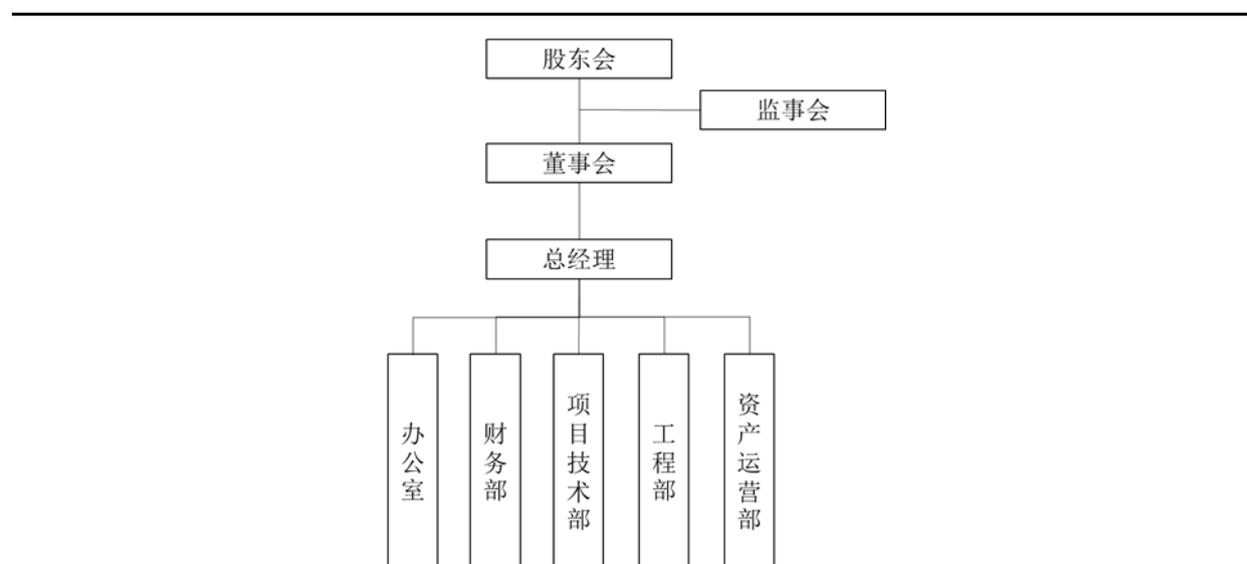
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 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 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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。