



2018年平度市国有资产经营管理有限公司公司债券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： 



2018年平度市国有资产经营管理有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
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	2021-6-29	2020-6-24

债券概况

债券简称：18青平度/18青岛平度债

债券剩余规模：18.00 亿元

债券到期日期：2025-7-11

偿还方式：按年付息，存续期内第3-7年末分别按照发行总额20%的比例偿还本金

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资担保股份有限公司

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对平度市国有资产经营管理有限公司（以下简称“平度国资”或“公司”）及其2018年7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：外部环境较好，为公司发展提供良好基础；公司代建收入较有保障，租赁业务等对收入形成较好补充，且获得外部的大力支持；中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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：万元）

项目	2020	2019	2018
总资产	4,782,260.99	2,465,395.69	2,113,256.01
所有者权益	3,155,412.58	1,197,796.00	1,172,719.36
总债务	1,097,155.95	572,794.82	188,640.40
资产负债率	34.02%	51.42%	44.51%
现金短期债务比	1.75	1.22	12.41
营业收入	218,320.82	147,017.16	132,137.10
其他收益	22,628.00	40,000.00	0.00
利润总额	21,241.26	28,080.07	19,492.46
销售毛利率	12.65%	15.96%	18.49%
EBITDA	74,651.12	72,500.12	48,412.36
EBITDA 利息保障倍数	1.17	2.08	4.32
经营活动现金流净额	-332,145.41	-233,357.93	-76,914.67
收现比	1.22	0.71	0.91

资料来源：公司2019-2020年审计报告，其中2018年数据使用2019年审计报告期初数，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供良好基础。**2020年，平度市经济保持增长，增速高于全国平均水平，为公司发展提供良好外部环境。
- **公司代建收入较有保障，租赁业务等对收入形成较好补充。**2020年末公司主要在建代建项目总投资规模较大，未来代建收入较有保障，此外租赁收入等对公司收入形成较好补充。
- **公司获得外部的大力支持。**2020年公司持续收到政府补助款并一定程度提升了公司的利润水平；此外，2020年公司获得政府大规模的资产注入和部分股权划拨，提升了公司的资本实力。
- **保证担保仍能有效提升本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，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保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**截至2020年末，公司应收款项对资金形成一定占用，存货主要由项目成本构成，由尾矿废石资源综合整治经营权和划拨土地主要构成的无形资产占比高，且集中变现难度大。
- **公司面临较大的资金压力。**公司经营活动现金持续净流出，截至2020年末，公司主要在建代建项目尚需投资金额较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020年公司总债务同比增长较快且占总负债的比重提高，EBITDA利息保障倍数有所下降。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额较大，被担保对象大部分为国企和事业单位但均无反担保措施。

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2018年7月发行7年期18亿元公司债券，募集资金计划用于平度市安置房建设项目和补充公司流动资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为35.79万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人和合并范围均未发生变更，截至2021年4月末，平度市国有资产管理中心（以下简称“平度国资中心”）对公司直接持股比例仍为60.00%，仍为公司控股股东和实际控制人。

2020年公司法定代表人、董事长和总经理有所变动，曹丽梅辞去公司董事长（法定代表人）、总经理职务，由杜酉逢担任。

2020年公司合并范围内增加8家子公司，无减少子公司，截至2020年末公司纳入合并范围内的子公司数量为9家（详见附录四）。

表 1 2020 公司合并报表范围新纳入子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
青岛九州通信工贸有限公司	100.00%	30.00	货物进出口；技术进出口；食品经营；危险化学品经营	设立
青岛九州国泰贸易有限公司	70.00%	10,000.00	货物进出口；技术进出口；食品经营	设立
青岛九州国恒贸易有限公司	70.00%	10,000.00	货物进出口；技术进出口；食品经营	设立
平度经济开发区投资建设有限公司	100.00%	50,000.00	房地产开发经营；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；住宅室内装饰装修；水利工程建设监理；公路管理与养护；建设工程设计；各类工程建设活动	设立
青岛安宜美食品有限公司	90.00%	10,000.00	食品生产；农作物种子经营；货物进出口	设立
青岛瑞峰矿业有限公司	100.00%	1,000.00	矿产品开采、购销；非金属矿物、石材加工、销售；矿山、矿坑、荒山地质地貌恢复治理及生态修复	划拨
青岛新河科技产业城开发建设有限公司	100.00%	10,000.10	房屋地筑和市政基础设施项目工程总承包；住宅室内装饰装修；房地产开发经营；水利工程重设监理	划拨
青岛锦水元建筑工程有限公司	100.00%	10,000.00	市政公用工程、管道安装工程（不含压力管道），城市道路照明工程、绿化工程、水利工程、土石方工程、市政养护维修工程施工，土地开发整理（凭资质经营）	划拨

资料来源：公司提供



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

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

平度市区域经济保持增长，固定资产投资增速持续提升，机械配件等四大主导产业对经济贡献仍然较大

2020年平度市实现地区生产总值715.7亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%，增速高于全国平均水平。分产业来看，第一产业增加值113.4亿元，增长3.0%；第二产业增加值254.7亿元，增长3.4%；第三产业增加值347.6亿元，增长3.8%，三次产业结构由2019年16.01:35.96:48.04调整为15.8:35.6:48.6，第三产业占比略有提升。按2019年末常住人口计算，2020年平度市人均GDP为51,941.36元，是全国人均GDP的71.70%。

平度市2020年工业持续增长，全市规模以上工业总产值同比增长6.8%，规模以上工业增加值同比增长4.5%。其中机械配件、电子家电、食品加工、特色化工四大产业集群产值增长6%，占规模以上工业总产值的76%，对经济增长的贡献仍较大。

固定资产投资仍是拉动平度市经济增长的重要动力，2020年全市完成固定资产投资增长21.5%。其中，亿元及以上新开工项目（含房地产开发）90个，同比增加20个，完成投资增长40.5%。2020年平度市社会消费品零售总额增速受疫情影响有所下滑；此外金融机构存贷款余额仍实现高速增长。



表 2 平度市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）	715.7	3.5%	684.7	6.0%
第一产业增加值	113.4	3.0%	109.6	2.3%
第二产业增加值	254.7	3.4%	246.2	5.1%
第三产业增加值	347.6	3.8%	328.9	8.3%
固定资产投资	-	21.5%	-	16.1%
社会消费品零售总额	312.8	0.5%	-	6.5%
存款余额	922.8	21.1%	762.1	13.1%
贷款余额	546.1	18.0%	462.9	13.3%
人均 GDP（元）	51,941.36		49,691.56	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.70%		70.09%	

注：平度市人均 GDP=GDP/常住人口，2019 年末平度市常住人口为 137.79 万人。

资料来源：2019 年、2020 年平度市国民经济与社会发展统计公报

2020 年平度市实现一般公共预算收入 61.0 亿元，同比增长 5.0%；实现政府性基金收入 34.4 亿元；全市一般公共预算支出 115.7 亿元，增长 13.4%。

五、经营与竞争

作为平度市重要的城市基础设施投资与建设主体之一，公司主要参与农业和水利基础设施建设、城市道路治理及其他基础设施建设业务。2020 年工程总承包即基础设施代建收入仍为公司主营业务收入的主要来源，主营业务收入受工程总承包收入增加的影响而大幅增加。

表 3 公司主营业务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
工程总承包	179,365.91	9.40%	108,452.41	9.40%
合计	179,365.91	9.40%	108,452.41	9.40%

注：除主营业务外，公司 2020 年其他业务收入包括租赁业务收入 3.22 亿元、贸易收入 0.39 亿元和委托贷款收入 0.29 亿元。

资料来源：公司提供

代建项目收入仍为公司收入的主要来源，公司主要在在建代建项目规模较大，未来收入较有保障，但也面临较大的资金压力

公司作为平度市重要的基础设施投资建设主体之一，承担了大量的城市基础设施和农业基础设施等的开发建设工作。公司基础设施建设项目主要采用代建模式，由公司负责前期的项目资金筹措和项目建设，并于每个开发建设年度的年末将工程建设项目支出上报政府，再按照实际工作量及对应发生的开发成本并加计一定比例结转收入及相应的成本。2020 年公司确认代建收入 17.94 亿元，受代建项目



结转增加的影响同比大幅增加，因公司确认收入时预估加成比例较为稳定，公司毛利率同比变化不大。

表 4 公司 2020 年基础设施建设代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	2020 年末累计已投资	2020 年确认收入
棚改项目	450,000.00	314,720.56	73,740.64
市政道路项目	61,463.08	61,463.08	19,854.12
排水、防汛工程	15,918.65	12,773.75	3,391.16
新区学校项目	100,000.00	48,487.17	33,109.75
城区照明工程	467.19	467.19	26.05
民兵训练基地项目	6950.42	576.01	572.78
新马社区项目	73051.00	48,945.97	48,671.41
合计	707,850.34	487,433.73	179,365.91

资料来源：公司提供

公司主要在建代建项目包括棚改项目、新区学校项目和排水、防汛工程等，2020年末上述项目计划总投资64.59亿元，未来尚需投资22.04亿元，随着项目的持续推进，代建收入较有保障，但尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表 5 公司 2020 年末在建基础设施建设代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
棚改项目	450,000.00	314,720.56
排水、防汛工程	15,918.65	12,773.75
新区学校项目	100,000.00	48,487.17
民兵训练基地项目	6,950.42	576.01
新马社区项目	73,051.00	48,945.97
合计	645,920.07	425,503.46

资料来源：公司提供

此外，本期债券募投项目平度市安置房建设项目由公司委托给平度市城市建设投资开发有限公司（以下简称“平度城投”）建设，由平度城投进行施工，公司向平度城投分次预付工程款，相应款项计入其他应收款，截至2020年末，该安置房建设项目尚未全部完成安置。

租赁业务、委托贷款业务和贸易业务对公司收入形成补充

租赁收入系公司对外出租水库、房产及管网所形成的收入。公司将名下的尹府水库、双庙水库、黄同水库等七座水库以每年租金6,000.00万元出租给平度市水利局，2018年12月，公司与平度市水利局续签租赁合同至2029年1月1日；自2015年起，公司将水务管网出租给平度市自来水公司，日租金68.75万元，租赁期限为10年；同时，公司将名下部分房屋租予平度市部分行政部门。2020年，公司实现租赁收入3.22亿元，较上年变化不大但仍有较大款项尚未回款。毛利率方面，公司租赁业务毛利率较为稳定。考虑到租赁合同有效期较长，预计未来几年公司仍能获得较为稳定的租赁收入，但需关注租赁收入未来回款情况。



委托贷款业务主要为配合平度市政府进行旧城改造，通过交通银行、青岛农商银行等银行开展。公司借款单位基本为平度市旧城改造的开发企业，且均为公司非关联方，大部分为民营企业，主要负责旧城改造的前期土地拆迁和开发整理工作，项目完工后进行土地出让，开发企业获取土地出让收入以弥补其前期投资并还款给公司。公司委托借款合同借款期限不一，合同到期后将视借款单位情况确定是否签订展期合同。2020年公司实现利息收入0.29亿元，同比下降较大，主要系借款规模缩减所致。此外，该业务贷款对象主要为民企，存在一定回收风险。

2020年公司新增贸易业务，该业务主要由公司子公司青岛九州信通工贸有限公司开展，销售品种主要为建材、稀释沥青、汽车等，一般通过与公司承接项目合作方开展业务以及市场化寻找客户相结合的方式销售，销售区域包括山东、深圳、天津等。该业务为公司的收入带来一定的补充，但规模相对较小。

公司获得外部的大力支持

财政补贴方面，根据平度市财政局2020年度的专项资金划拨文件，公司将平度市财政局拨付的1.95亿元经营性城建财政补贴计入其他收益；子公司青岛新河科技产业城开发建设有限公司于2020年12月4日收入到新河镇财政所拨付新马一期建设扶持资金0.31亿元。政府的财政补贴一定程度提升了公司的利润水平。

资产划拨方面，根据《平度市城市建设投资开发工作领导小组办公室关于将历史遗留矿山尾矿废石资源处置权评估作价入账的请示》（平城投办字【2020】15号）等文件，以及同致信德（北京）资产评估有限公司出具的同致信德评报字（2020）第020127号、同致信德评报字（2020）第020128号资产评估报告，公司将平度市矿山地质环境及工矿废弃地生态治理项目尾矿废石资源综合整治经营权，以评估价值192.88亿元计入无形资产并增加资本公积，较大程度提升了公司的资本实力。该尾矿废石资源综合整治经营权公司计划由子公司青岛瑞峰矿业有限公司（以下简称“瑞峰矿业”）负责，拟对尾矿废石等进行加工或者直接出售的方式实现经营收益，截至2020年末尚处于废石处置的前期准备阶段，需持续关注未来收益实现的时间以及规模。

股权划转方面，2020年度，根据平度市财政局《关于同意青岛新河生态化工科技产业基地管理委员会转让股权的意见》的文件，青岛新河科技产业城开发建设有限公司100%股权无偿转划至公司名下并相应增加资本公积1.00亿元；根据平度市国资中心《关于青岛瑞峰矿业有限公司股权划转的决定》的文件，瑞峰矿业股权100%股权划转至公司名下并相应增加资本公积0.10亿元。

表 6 公司获得资产划拨情况（单位：亿元）

计入科目	内容	文件	金额
资本公积	尾矿废石资源综合整治经营权	《平度市城市建设投资开发工作领导小组办公室关于将历史遗留矿山尾矿废石资源处置权评估作价入账的请示》（平城投办字【2020】15号）、《关于市城投办将历史遗留矿山尾矿废石资源处置权评估作价入账请示的办理意见》（编号 2020A366）	192.88
资本公积	股权划拨	《关于同意青岛新河生态化工科技产业基地管理委员会转让股权的意见》	1.00



资本公积	股权划拨	《关于青岛瑞峰矿业有限公司股权划转的决定》	0.10
合计	-	-	193.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。2020年公司合并范围内增加8家子公司，无减少子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模随着政府资产的注入大幅提升，其中应收款项对资金形成一定占用，存货主要由项目成本构成，由尾矿废石资源综合整治经营权和划拨土地主要构成的无形资产集中变现难度大，资产整体流动性较弱

随着政府资产的注入，2020年末公司资产规模大幅增长，构成转变成以非流动资产为主。

2020年末公司货币资金仍主要为银行存款，其中19.51亿元定期存款作为担保物进行质押，0.31亿元的其他货币资金为履约保函保证金，二者合计占货币资金的比重为61.40%。

2020年末公司应收账款随着部分款项的收回下降较多，主要包括应收平度市自来水公司租赁款账面余额4.91亿元以及平度市财政局代建工程款账面余额1.73亿元，其中应收平度市自来水公司的款项已计提0.15亿元坏账准备；其他应收款主要系往来款，规模同比有所下降，前五名应收单位分别为平度城投、青岛佳龙腾置业有限公司、青岛智融大数据有限公司、青岛交通开发投资中心和青岛兰庭置业有限公司，其中对平度城投的应收金额为40.02亿元主要为公司的支付的项目建设款，占其他应收款比例为71.40%，集中度较高。整体看，公司应收对象多为平度政府部门及下属单位，对资金占用较大，且部分应收单位为民企，需关注款项回收风险。

存货主要由开发成本构成，2020年末开发成本为115.71亿元，主要由棚改项目、农业水利、教育、城区设施及道路综合整治等基础设施建设项目的开发成本构成，随着工程投入的增加而逐年增加。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	322,840.51	6.75%	200,456.32	8.13%
应收账款	65,015.79	1.36%	112,687.24	4.57%
其他应收款	560,579.92	11.72%	638,351.26	25.89%
存货	1,160,880.53	24.27%	794,007.38	32.21%



流动资产合计	2,109,778.57	44.12%	1,745,502.19	70.80%
固定资产	387,587.42	8.10%	394,236.93	15.99%
无形资产	2,248,390.34	47.02%	318,223.94	12.91%
非流动资产合计	2,672,482.42	55.88%	719,893.50	29.20%
资产总计	4,782,260.99	100.00%	2,465,395.69	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司固定资产主要为房屋建筑物及水务管网，2020年末规模同比变化不大，该部分资产通过对外租赁可获取一定的租赁收入。无形资产由土地使用权和尾矿废石资源综合整治经营权的特许经营权构成，其中土地大部分为划拨用地，包括住宅用地、建设用地、机关宣传用地等，2020年末为31.96亿元，不存在抵押情况；根据《平度市城市建设投资开发工作领导小组办公室关于将历史遗留矿山尾矿废石资源处置权评估作价入账的请示》（平城投办字【2020】15号）、平度市财政局《关于市城投办将历史遗留矿山尾矿废石资源处置权评估作价入账请示的办理意见》（编号2020A366）及市政府同意批复，2020年12月，公司依据同致信德（北京）资产评估有限公司出具的同致信德评报字（2020）第020127号、同致信德评报字（2020）第020128号资产评估报告，将平度市矿山地质环境及工矿废弃地生态治理项目尾矿废石资源综合整治经营权以评估价值192.88亿元记入公司无形资产，该尾矿废石资源综合整治经营权公司计划由子公司瑞峰矿业负责，拟对尾矿废石等进行加工或者直接出售的方式实现经营收益，截至2020年末尚处于废石处置的前期准备阶段，需持续关注未来收益实现的时间以及规模。

总体来看，公司资产规模随着政府资产的注入大幅提升，但应收款项规模较大并对资金形成一定占用，存货占比较高且主要由项目成本构成，由尾矿废石资源综合整治经营权和划拨土地主要构成的无形资产集中变现难度大，资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补贴对利润贡献较大

2020年工程总承包即基础设施代建收入仍为公司营业收入的主要来源，全年营业收入受工程总承包收入增加的影响同比增长48.50%。目前公司代建项目规模较大，该业务后续收入较有保障。2020年公司销售毛利率较上年有所下降，主要系毛利率相对较低的工程总承包收入占比增加所致。收现方面，公司2020年回款有所改善，收现比大幅上升至1.22，但因当期公司棚改业务等支出较大，公司经营活动净现金流净流出幅度有所扩大。2020年公司获得政府补助占利润总额的比例为106.53%，对利润贡献仍较大。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	218,320.82	147,017.16
收现比	1.22	0.71
营业利润	24,522.81	35,991.52
其他收益	22,628.00	40,000.00

利润总额	21,241.26	28,080.07
销售毛利率	12.65%	15.96%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

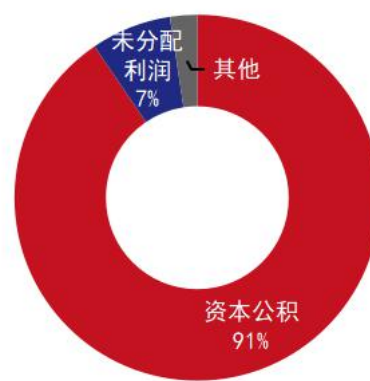
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增加较快，面临较大的偿债压力

受益于政府资产的注入，所有者权益大幅增长；受借款规模扩大的影响，公司总负债2020年末同比增长28.34%，综合影响下，2020年末公司产权比率下降至51.56%，所有者权益对负债的覆盖程度增强。因公司资产中应收款项对资金形成一定占用，存货主要由项目成本构成，由尾矿废石资源综合整治经营权 and 划拨土地主要构成的无形资产集中变现难度大，资产整体流动性较弱，仍需关注所有者权益在极端情况下对负债保障的实现风险。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



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 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，因公司长期借款与应付债券规模的扩大，非流动负债占比大幅提升。

2020年末公司短期借款主要系质押借款和少量保证借款，规模有所扩大。应交税费仍主要系应交企业所得税、增值税等。其他应付款主要系往来款，账面余额2020年末同比有所下降，账龄主要集中在两年以内。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期应付款和少量一年内到期的长期借款，2020年末规模同比变化不大。

长期借款主要系保证借款和少量质押借款，随着资金需求的增加2020年末同比大幅增加。应付债券包括本期债券17.52亿元、2020年度新增公司债券4.96亿元和24.00亿元以及新增的美元债券13.05亿元。公司长期应付款包括融资租赁款4.27亿元，信托贷款9.00亿元和新增的政府专项债券4.00亿元，款项均用于项目建设。

表 9 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	133,850.00	8.23%	107,130.00	8.45%

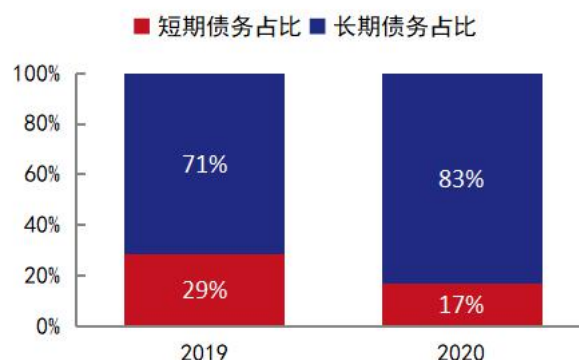
应交税费	99,647.90	6.13%	96,573.70	7.62%
其他应付款	429,720.02	26.41%	561,807.68	44.32%
一年内到期的非流动负债	40,157.70	2.47%	45,163.64	3.56%
流动负债合计	713,700.16	43.87%	858,598.51	67.73%
长期借款	145,160.00	8.92%	71,000.00	5.60%
应付债券	595,292.95	36.59%	174,127.16	13.74%
长期应付款	172,695.30	10.62%	163,874.03	12.93%
非流动负债合计	913,148.25	56.13%	409,001.18	32.27%
负债合计	1,626,848.41	100.00%	1,267,599.69	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务增长较快，2020年末为109.72亿元，同比增长91.54%，占总负债的比重上升至67.44%，公司的偿债压力增大。从结构看，仍主要由长期债务构成且占比有所提高。

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

随着政府资产注入力度的加大，2020年末公司资产负债率同比下降17.40个百分点。由于公司的货币资金有所增加，2020年公司现金短期债务有所提升；受总债务规模上升而利息费用增加的影响，当期公司EBITDA利息保障倍数有所下滑，EBITDA对公司总债务的覆盖能力较弱，面临较大的偿债压力。

表 10 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	34.02%	51.42%
现金短期债务比	1.75	1.22
EBITDA 利息保障倍数	1.17	2.08

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4月20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，公司对外担保金额为40.95亿元，占净资产比重为12.98%，被担保方大部分为平度市事业单位、国企等，均未设置反担保措施。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 11 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
平度市城市建设投资开发有限公司	80,000.00	2020.3.18-2025.3.18	否
	40,000.00	2016.3.23-2026.3.23	否
	18,750.00	2017.2.15-2025.11.20	否
	20,000.00	2020.10.29-2022.10.29	否
	20,000.00	2020.12.28-2022.12.28	否
	20,000.00	2020.11.27-2024.11.27	否
	38,000.00	2014.12.17-2022.12.17	否
	15,750.00	2016.9.18-2025.12.31	否
	14,800.00	2020.2.20-2021.2.20	否
	28,500.00	2020.7.24-2023.7.24	否
	14,000.00	2019.5.30-2024.5.30	否
	12,000.00	2020.5.28-2023.5.27	否
	10,000.00	2020.12.14-2021.12.13	否
	10,000.00	2020.11.17-2023.10.17	否
青岛兴平热电有限公司	6,750.00	2016.8.29-2025.12.31	否
	3,300.00	2016.4.26-2022.12.21	否
	1,000.00	2015.10.20-2021.6.21	否
平度市融智科工贸有限公司	1,000.00	2020.12.29-2021.12.28	否
平度市惠农农业综合开发有限公司	37,620.00	2016.6.29-2024.6.20	否
青岛平度市自来水公司	18,000.00	2015.4.14-2023.3.30	否
合计	409,470.00	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由中投保承担无条件的不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。



中投保是目前国内成立时间最早、业务规模最大、产品种类和客户资源最为丰富、综合实力最强的担保机构之一，经过长期的发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造“担保增信、资管投资、金融科技”一体两翼的业务架构。截至2021年3月末，中投保注册资本和总股本均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为其控股股东，持有中投保48.93%的股份，国投集团雄厚的综合实力有利于强化中投保在担保行业的地位并为其提供强有力的资金支持。

表 12 截至 2021 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
国家开发投资集团有限公司	220,168.80	48.93%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
新政泰达投资有限公司	34,269.20	7.62%
合计	399,298.60	88.74%

资料来源：中投保2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年中投保积极推进担保业务市场的开拓，开发新的业务品种并增加业务储备，新增担保业务规模显著上升，2020年实现担保业务收入2.16亿元，同比增长21.04%。长期以来，投资收益为中投保的重要收入和利润来源，2020年中投保结合市场情况对投资项目进行退出，取得了良好的投资收益。2020年投资收益的同比大幅增长也导致了营业收入同比明显增长，2020年确认投资收益29.97亿元，同比增长71.23%，带动营业收入实现了同比明显上升。

表 13 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	3,240.41	8.16%	21,593.76	5.54%	17,839.79	7.77%
减：分出保费	35.98	0.09%	580.49	0.15%	656.20	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-4,161.83	-	-7,839.80	-	-17,830.34	-
已赚保费	7,366.26	18.54%	28,853.07	7.41%	35,013.93	15.25%
投资收益	15,286.68	38.47%	299,670.01	76.94%	175,012.36	76.21%
其他收益	2.62	0.01%	202.97	0.05%	546.02	0.24%
公允价值变动损益	514.38	1.29%	31,415.57	8.07%	956.92	0.42%
汇兑收益	11,437.08	28.79%	-7,122.85	-1.83%	568.80	0.25%
其他业务收入	4,617.40	11.62%	35,843.40	9.20%	17,341.12	7.55%
资产处置收益	507.55	1.28%	635.10	0.16%	216.82	0.09%
营业收入合计	39,731.98	100.00%	389,497.26	100.00%	229,655.97	100.00%

数据来源：中投保 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2021年3月末，中投保资产总额为258.44亿元，所有者权益合计为117.57亿元；2020年度，中投



保实现净利润8.34亿元。

表 14 近年中投保主要经营财务数据（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
资产总额	258.44	258.52	265.13	204.53
所有者权益合计	117.57	116.42	106.67	101.27
营业收入	3.97	38.95	22.97	28.74
担保业务收入	0.32	2.16	1.78	3.13
净利润	1.63	8.34	8.31	18.61
净资产收益率	1.53%	3.82%	8.95%	22.92%
融资担保责任余额	375.83	368.98	336.29	419.11
融资担保放大倍数	3.70	3.67	3.24	4.25
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%	0.00%

注：净资产收益率为中投保年报披露的加权平均净资产收益率数据

资料来源：中投保 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投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，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

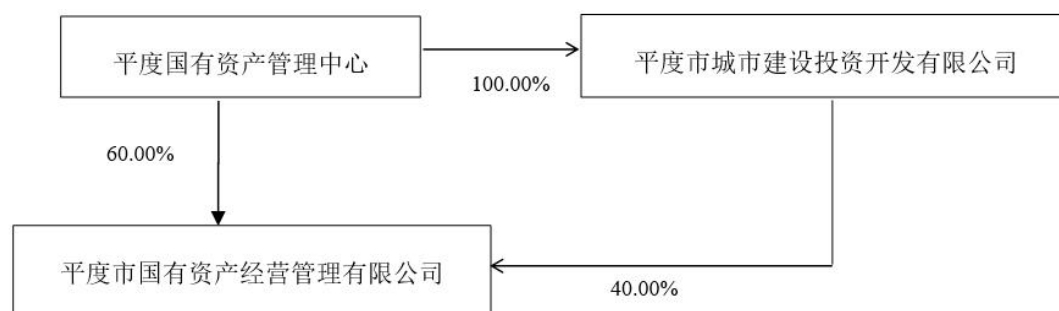


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	322,840.51	200,456.32	87,381.47
其他应收款	560,579.92	638,351.26	530,712.04
存货	1,160,880.53	794,007.38	688,911.25
流动资产合计	2,109,778.57	1,745,502.19	1,369,443.92
无形资产	2,248,390.34	318,223.94	319,309.85
非流动资产合计	2,672,482.42	719,893.50	743,812.09
资产总计	4,782,260.99	2,465,395.69	2,113,256.01
短期借款	133,850.00	107,130.00	0.00
其他应付款	429,720.02	561,807.68	660,150.18
一年内到期的非流动负债	40,157.70	45,163.64	7,040.80
流动负债合计	713,700.16	858,598.51	758,937.06
长期借款	145,160.00	71,000.00	2,994.40
应付债券	595,292.95	174,127.16	173,059.37
长期应付款	172,695.30	163,874.03	5,545.83
非流动负债合计	913,148.25	409,001.18	181,599.60
负债合计	1,626,848.41	1,267,599.69	940,536.65
总债务	1,097,155.95	572,794.82	188,640.40
所有者权益	3,155,412.58	1,197,796.00	1,172,719.36
营业收入	218,320.82	147,017.16	132,137.10
营业利润	24,522.81	35,991.52	19,495.42
其他收益	22,628.00	40,000.00	0.00
利润总额	21,241.26	28,080.07	19,492.46
经营活动产生的现金流量净额	-332,145.41	-233,357.93	-76,914.67
投资活动产生的现金流量净额	-36,554.84	-4,582.80	55.19
筹资活动产生的现金流量净额	338,388.69	345,641.92	43,789.43
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	12.65%	15.96%	18.49%
收现比	1.22	0.71	0.91
资产负债率	34.02%	51.42%	44.51%
现金短期债务比	1.75	1.22	12.41
EBITDA（亿元）	7.47	7.25	4.84
EBITDA 利息保障倍数	1.17	2.08	4.32

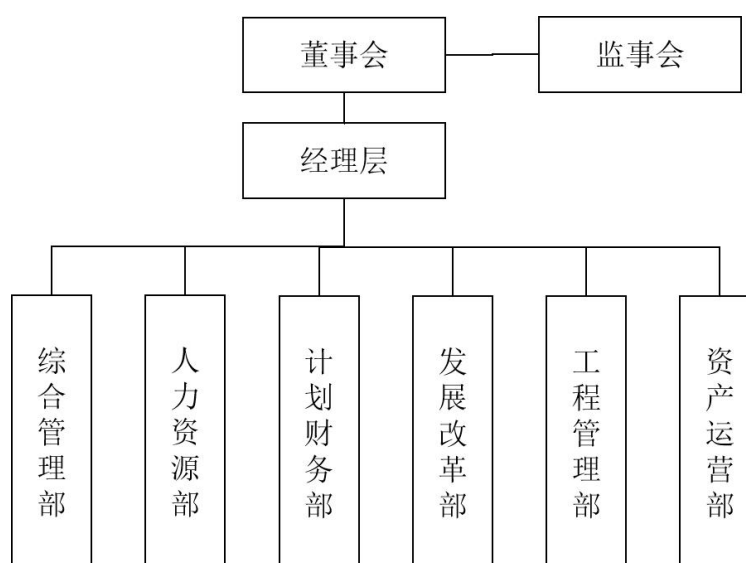
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，其中 2018 年数据使用 2019 年审计报告期初数，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
平度市合作建设开发有限公司	100.00%	房地产开发；房屋建筑工程；市政公用工程；园林工程；公路工程；工程监理	设立
青岛九州通信工贸有限公司	100.00%	货物进出口；技术进出口；食品经营；危险化学品经营	设立
青岛九州国泰贸易有限公司	70.00%	货物进出口；技术进出口；食品经营	设立
青岛九州国恒贸易有限公司	70.00%	货物进出口；技术进出口；食品经营	设立
平度经济开发区投资建设有限公司	100.00%	房地产开发经营；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；住宅室内装饰装修；水利工程建设监理；公路管理与养护；建设工程设计；各类工程建设活动	设立
青岛安宜美食品有限公司	90.00%	食品生产；农作物种子经营；货物进出口	设立
青岛瑞峰矿业有限公司	100.00%	矿产品开采、购销；非金属矿物、石材加工、销售；矿山、矿坑、荒山地质地貌恢复治理及生态修复	划拨
青岛新河科技产业城开发建设有限公司	100.00%	房屋地建和市政基础设施项目工程总承包；住宅室内装饰装修；房地产开发经营；水利工程重设监理	划拨
青岛锦水元建筑工程有限公司	100.00%	市政公用工程、管道安装工程（不含压力管道），城市道路照明工程、绿化工程、水利工程、土石方工程、市政养护维修工程施工，土地开发整理（凭资质经营）	划拨

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。