



# 青州市宏利水务有限公司2022年公司债券信用评级报告

---

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。

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：



# 青州市宏利水务有限公司 2022年公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2022-01-25

## 评级观点

- 中证鹏元评定青州市宏利水务有限公司（以下简称“宏利水务”或“公司”）本次拟发行总额不超过9亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司代建收入及管网租赁收入的持续性较好，且得到了当地政府的大力支持，国有土地使用权抵押担保提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司面临较大资金压力，资产流动性较弱，存在较大的债务压力及或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

**发行规模：**不超过9亿元（含）

**发行期限：**7年

**偿还方式：**在债券存续期的第3-7年末，分别按照债券发行总额20%的比例提前偿还债券本金

**发行目的：**拟全部用于青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目建设

**增信方式：**国有土地使用权抵押担保

## 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：亿元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	175.50	166.85	151.70	158.50
所有者权益	88.49	87.78	84.18	82.68
总债务	80.43	69.46	56.64	69.10
资产负债率	49.58%	47.39%	44.51%	47.83%
现金短期债务比	0.59	0.77	0.31	0.18
营业收入	4.98	8.62	8.44	10.79
其他收益	0.40	1.50	1.20	0.00
利润总额	0.72	1.79	1.60	1.34
销售毛利率	9.63%	9.46%	9.44%	28.30%
EBITDA	--	7.93	7.30	9.29
EBITDA利息保障倍数	--	1.65	1.67	1.40
经营活动现金流净额	0.38	-2.64	16.92	40.47
收现比	103.00%	103.00%	103.00%	80.34%

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

## 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

## 优势

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**青州市是山东省中部重要的交通枢纽和物资集散地，区域经济实力不断增强，为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建收入持续性较好。**公司是青州市重要的基础设施代建主体之一，公司代建业务待结算金额较大，代建业务收入较有保障。
- 公司获得的外部支持力度很大。**资产注入方面，2013-2015年青州市人民政府持续向公司注入累计价值52.85亿元固定资产，2015-2016年青州市财政局分别拨付公司资本金9.75亿元和6.51亿元；财政补贴方面，2018-2020年公司分别获得日常经营补贴1.23亿元、1.20亿元和1.50亿元。
- 国有土地使用权抵押担保提升了本期债券的安全性。**公司以46.67万平方米的国有土地使用权用于本期债券抵押担保，评估价值为28.33亿元（评估基准日为2021年7月31日），初始本金覆盖倍数为3.15倍，提升了本期债券的安全性。

## 关注

- 公司面临较大资金压力。**截至2020年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入76.13亿元，公司面临较大的资金压力。
- 公司资产流动性较弱。**公司资产以开发成本、土地和固定资产为主，受限资产包括部分土地和货币资金，2020年末占总资产的15.41%，整体资产流动性较弱。
- 公司面临较大的债务压力。**截至2021年6月末，公司总债务为80.43亿元，占总负债的92.44%，近年现金短期债务比表现较弱，面临较大的债务压力。
- 公司存在较大的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保合计23.80亿元，占年末净资产的27.12%，其中对民企担保合计2.53亿元，部分对外担保被列为关注类或不良类，存在较大的或有负债风险。

## 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

## 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
	区域风险状况	较高		有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	2		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	3
业务状况	公共财政收入	2	财务风险	收现比	6
	区域风险状况调整分	0	状况		
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa-

调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA

## 一、发行主体概况

公司系2004年6月4日经青州市人民政府批准，由青州市基础设施建设资金管理中心出资组建成立的国有独资企业，初始注册资本3,000.00万元，实收资本3,000.00万元，青州市基础设施建设资金管理中心持股100.00%；2013年9月27日青州市基础设施建设资金管理中心增加注册资本2,000.00万元；2014年8月7日公司股东变更为青州市国有资产管理局，并增加注册资本45,000.00万元，变更后公司注册资本为50,000.00万元，实收资本50,000.00万元，青州市国有资产管理局持股100.00%。2019年9月8日<sup>1</sup>，公司股东变更为青州市国有资产监督管理局。2020年6月30日，公司股东增加青州市瑞通投资有限公司，后者系青州市国有资产监督管理局全资拥有。变更后，青州市国有资产监督管理局持有公司72.72%股权，青州市瑞通投资有限公司持有公司27.28%股权。2020年10月21日，公司股东由青州市国有资产监督管理局和青州市瑞通投资发展有限公司变更为青州市国有资产监督管理局。截至2021年6月末，公司注册资本和实收资本为68,755.30万元，青州市国有资产监督管理局为公司唯一股东，青州市人民政府为公司实际控制人。

公司是青州市人民政府控制的国有平台之一，主要从事青州市水利基础设施代建业务和供水管网租赁业务。截至2021年6月末，公司纳入合并报表的子公司仅1家，为青州市宏利农村用水服务有限公司。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2022年青州市宏利水务有限公司公司债券；

**发行总额：**不超过9亿元（含）；

**债券期限和利率：**本期债券期限7年，本期债券设置提前偿还条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金；本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，按照公开、公平、公正原则，以市场化方式确定发行票面年利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，本期债券设置提前偿还条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例提前偿还债券本金，最后五年每年应付利息随当年兑付本金一起支付；

---

<sup>1</sup>公开渠道显示2019年末公司股东除青州市国有资产监督管理局外，还有中国新城镇控股有限公司及其全资拥有的国开新城（北京）资产管理有限公司（二者于2018年6月29日成为公司股东，合计持股27.28%）。审计认为中国新城镇控股有限公司及其子公司的投资属于“明股实债”，根据实质重于形式的原则，未将该项投资作为注册资本和实收资本，而是计入长期应付款。2020年7月，中国新城镇控股有限公司及其子公司退出投资，其所持公司27.28%股份转让给青州市瑞通投资有限公司。

**增信方式：**公司以4宗国有土地使用权用于本期债券抵押担保，面积合计46.67万平方米，评估价值为28.33亿元。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过9亿元（含），资金投向明细如下：

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目	154,842.75	90,000.00	58.12%

资料来源：公司提供

#### 1.项目建设内容

青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目（以下简称“该项目”）涉及益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区、云门山街道沈家片区、云门山街道青龙街片区。该项目安置区总占地面积240,236.10平方米（360.35亩），总建筑面积313,156.63平方米，其中住宅建筑面积225,216.03平方米，商业建筑面积38,901.90平方米，储藏室建筑面积36,325.16平方米，配套公建建筑面积12,713.54平方米。项目规划建设55栋5F住宅楼及配套底层公建，规划住宅1,690套。地上停车位1,690个，占地面积50,700平方米。该项目总投资154,842.75万元，其中建设投资138,042.75万元，建设期利息16,800.00万元。

#### 2.项目批复情况

截至2020年末，该项目取得的批复情况如下：

**表2 项目批复情况**

印发时间	批复文件名称	文号	发文机关
2020/7/10	关于青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目可行性研究报告的批复	青发改投资〔2020〕054号	青州市发展和改革局
2020/7/14	-	青环审表字〔2020〕236号	潍坊市生态环境局青州分局
2020/7/17	关于《青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目社会稳定风险评估报告》的批复	-	中国共产党青州市委政法委员会
2020/7/7	青州市自然资源和规划局关于青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目用地的预审意见	青自然资复〔2020〕12号	青州市自然资源和规划局

资料来源：公司提供

#### 3.项目进度情况

该项目总建设期为24个月，截至2021年8月末，项目前期征迁工作已完成，正处于建设前期的勘测及筹备中，尚未实际开展投资。

#### 4.项目经济效益

根据青岛建通浩源集团有限公司出具的《青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目可行性研究报告》，项目建设期为2年，财务评价计算期为4年，建成后出售住宅、商业房产、储藏室和车位等以取得收益。根据项目建设具体情况，项目在第2年开始销售，分三年销售。预计计算期销售收入为18.96亿元，税后利润为1.43亿元，税收内部收益率为8.13%，税后投资回收期为2.98年。但项目建设进度及建成后能否实现预期收入存在不确定性。

## 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，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%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季回升。

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，全年进出口总额创历史新高，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。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。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，引导资金服务实体经济；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，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。

**2018 年下半年至 2019 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，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，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**

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018 年 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，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。10 月，国办发[2018]101 号文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。

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。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

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，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，因而在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

### 青州市是山东省中部重要的交通枢纽和物资集散地，经济实力持续增强，但经济增速逐步放缓

青州市是山东省潍坊市下属的县级市，是山东省中部重要的交通枢纽和物资集散地，交通便利，胶济铁路、济青高速公路及长深高速公路穿境而过，距离济南国际机场 120 公里，距离青岛流亭国际机场和青岛码头 210 公里。青州市全市总面积 1,569 平方公里，截至 2019 年末，全市户籍人口 95.85 万人。

2018-2020 年，青州市经济增速分别为 6.7%、5.4% 和 3.7%，经济实力持续增强但增速逐年放缓。从产业结构来看，受益于服务业快速发展，青州市产业结构持续调整，第三产业对 GDP 的贡献已超第二产业。2020 年青州市第一产业增加值 62.8 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 224.4 亿元，增长 2.9%；第三产业增加值 277.6 亿元，增长 4.7%。三次产业比重由上年的 11.07：41.02：47.91 调整为 11.12：39.73：49.15。按常住人口计算，人均生产总值为 58,566 元，为全国人均 GDP 的 80.84%。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，2018-2020 年青州市社会消费品零售总额、进出口总额均保持增长，但 2019 年固定资产投资大幅下降。2019 年青州市固定资产投资比上年下降 37.1%，其中第一产业投资下降 36.4%，第二产业投资下降 68.6%，第三产业投资增长 18.9%。

表3 青州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	564.75	3.7%	549.3	5.4%	704.1	6.7%
第一产业增加值	62.8	2.4%	60.8	1.4%	59.2	2.0%
第二产业增加值	224.36	2.9%	225.3	5.5%	301	6.2%
第三产业增加值	277.59	4.7%	263.2	6.3%	343.8	8.1%
固定资产投资	-	4.6%	-	-37.1%	-	5.1%
社会消费品零售总额	203.5	0.7%	256	6.8%	239.7	8.0%
进出口总额	87.4	23.7%	70.8	8.4%	66.3	22.2%
存款余额	934.2	18.4%	789.2	8.9%	724.5	3.6%
贷款余额	611.8	14.1%	536.1	7.6%	498	4.8%
人均 GDP（元）	58,566		56,964		73,031	
人均 GDP/全国人均 GDP	80.84%		80.35%		113.00%	

注：“-”代表该数据未获得。

资料来源：2018-2020 年青州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年青州市工业经济增速有所回升但仍较低。石化行业和工程机械行占青州市工业经济主导地位。2020 年青州市工业增加值为 180.3 亿元，比上年增长 3.8%，增速较上年提升 1.1 个百分点。规模以上工业增加值，增长 6.4%，增速较上年提升 4.1 个百分点。分行业看，农副食品加工业增长 6.4%，纺织业增长 166.6%，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业增长 11.2%，橡胶和塑料制品业增 68.8%，通用设备制造业增长 20.5%，汽车制造业增长 15.8%，电力、热力生产和供应业增长 14.0%，燃气生产和供应业增长 3.0%。全年规模以上工业企业实现利润总额 43.1 亿元，比上年增长 71.6%。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 87.18 元，比上年减少 4.50 元。

2020年青州市实现公共财政收入48.1亿元，增长2.8%；实现政府性基金收入41.88亿元，同比减少2.2%。

根据青州市政府网站数据，2021年前三季度，全市生产总值初步核算数据为493.5亿元，按可比价格计算，同比增长12.2%。其中，第一产业增加值52.2亿元，增长8.5%；第二产业增加值199.2亿元，增长11.8%；第三产业增加值242.1亿元，增长13.3%。全市规模以上工业增加值同比增长22.7%；完成总产值895.0亿元，增长32.6%。实现营业收入786.5亿元，增长25.8%；实现利润总额26.3亿元，下降22.7%。全市实现社会消费品零售总额172.4亿元，同比增长24.3%；固定资产投资同比增长20.7%；完成进出口总额77.5亿元，同比增长18.5%。全市完成一般公共预算收入41.7亿元，同比增长14.5%。

## 五、公司治理与管理

根据《公司章程》规定，公司设立了董事会、监事会和总经理。

公司不设股东会，由股东行使相关职权。公司设董事会，董事会成员3人，由股东委派，任期为三年，可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。董事会设董事长1名，董事长由股东委派产生。公司设监事会，监事会成员为五人，设监事会主席1名。监事、监事会主席由青州市国有资产监督管理局委派、指定或者更换。监事中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设总经理一名，由股东委派产生，总经理对股东负责。总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。公司根据自身业务特点，设置了办公室、财务部、生产供应部、管网维护部和工程管理部五个部门。

## 六、经营与竞争

公司主要从事青州市的水利设施代建和管网租赁业务，此外，2018年实现土地转让收入2.47亿元。2018-2020年公司分别实现营业收入10.79亿元、8.44亿元和8.62亿元；销售毛利率分别为28.30%、9.44%和9.46%。公司营业收入和销售毛利率在2019年均有所下降，主要系当年未实现毛利率较高的土地转让收入所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建	72,410.15	10.43%	70,591.03	10.43%	69,386.26	10.43%
管网租赁	13,809.52	4.33%	13,809.52	4.33%	13,809.52	4.33%
土地转让	0.00	-	0.00	-	24,675.00	91.94%
合计	<b>86,219.68</b>	<b>9.46%</b>	<b>84,400.56</b>	<b>9.44%</b>	<b>107,870.79</b>	<b>28.30%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**近年公司基础设施代建收入较稳定，项目待结算金额大，未来代建收入较有保障，但公司拟建项目还需投入大量资金，面临较大的资金压力**

公司是青州市重要的基础设施代建主体之一。根据公司与青州市财政局签订的《青州市基础设施建设项目合作协议书》，青州市财政局将青州市基础设施建设项目（包含但不限于桥梁、管网、河道治理、城市绿化、亮化和电力工程等）及其他零星项目委托公司进行建设，由公司承担全部工程支出。青州市财政局按投资成本加成15%结算工程款，公司由此确认收入并结转成本。

近年公司基础设施代建业务收入较稳定，2018-2020年分别为6.94亿元、7.06亿元和7.24亿元；基础设施代建业务毛利率稳定，近三年均为10.43%，系收入按成本加成一定比例确认所致。

公司2018-2020年的代建收入均主要来自于青州市的三个河道治理项目：青州市北阳河水利综合治理项目建设项目、青州市南阳河综合治理三期建设项目和弥河流域青州段水资源综合治理项目。其中青州市南阳河综合治理三期建设项目尚未完工，其他两个项目已完工。截至2020年末三个项目已确认收入37.90亿元，待结算金额较大，未来代建收入较有保障。

**表5 公司代建业务收入明细情况（单位：万元）**

年份	项目名称	收入	成本
2020 年	青州市北阳河水利综合治理项目建设项目	13,898.78	12,448.47
	青州市南阳河综合治理三期建设项目	20,292.39	18,174.92
	弥河流域青州段水资源综合治理项目	32,406.37	29,024.83
	零星工程	5,812.62	5,206.08
<b>合计</b>		<b>72,410.15</b>	<b>64,854.31</b>
2019 年	青州市北阳河水利综合治理项目建设项目	11,968.71	10,719.80
	青州市南阳河综合治理三期建设项目	10,956.45	9,813.17
	弥河流域青州段水资源综合治理项目	47,665.88	42,692.05
	<b>合计</b>	<b>70,591.03</b>	<b>63,225.01</b>
2018 年	青州市北阳河水利综合治理项目建设项目	11,491.80	10,292.65
	青州市南阳河综合治理三期建设项目	11,055.88	9,902.22
	弥河流域青州段水资源综合治理项目	46,838.59	41,951.08
	<b>合计</b>	<b>69,386.26</b>	<b>62,145.96</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表6 截至 2020 年末公司近年确认收入项目基本情况（单位：万元）**

工程名称	回款方	计划总投资金额	已投资金额	已确认收入
青州市北阳河水利综合治理项目建设项目	青州市财政局	307,008.39	251,198.49	94,378.44
青州市南阳河综合治理三期建设项目	青州市财政局	232,516.00	188,730.73	70,003.48
弥河流域青州段水资源综合治理项目	青州市财政局	465,656.05	454,717.84	214,577.77
<b>合计</b>	-	<b>1,005,180.44</b>	<b>894,647.06</b>	<b>378,959.69</b>

注：上表中项目已投资金额与公司债项“20 宏利 01”和“20 宏利 02”2021 年跟踪评级披露数据有所差异，系公司前期

提供数据有误。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建、拟建项目总投资107.35亿元，已投31.22亿元，还需投入76.13亿元，面临较大的资金压力。

**表7 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	总投资	已投资	项目类型
青州市南阳河综合治理三期建设项目	23.25	18.87	代建
青州市供水管网提升改造建设项目	5.31	1.92	代建
青州市衡王府路片区、弥河片区、北部工业片区棚户区改造项目	20.66	10.43	自建
青州市科教园区建设项目	20.00	0.00	自建
青州市乡镇供水中心及饮水安全建设项目	9.00	0.00	代建
青州市海绵城市建设项目（三期）	13.65	0.00	代建
青州市益都街道卞万片区、邵庄镇尧王片区、弥河镇卡特彼勒片区及云门山街道部分片区安置区建设项目	15.48	0.00	自建
<b>合计</b>	<b>107.35</b>	<b>31.22</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司还运营管网租赁及土地转让业务，管网租赁业务收入和毛利率稳定，且业务持续性较好，土地转让业务持续性较弱**

管网租赁业务是公司主要的业务之一，管网资产由青州市人民政府于2014年注入，承租方为晖泽水务（青州）有限公司。根据公司与承租方签订的《青州市城市管网租赁合同》，公司作为出租人，向承租人提供水利管网，并按协议约定收取租金。如遇市场变化，双方可协商调整租金标准。租赁期限自2015年1月1日至2024年12月31日止，租赁到期后自动续租，需另行签订租赁协议。公司与承租方合作关系稳定，管网租赁业务持续性较好，且较稳定。近三年公司管网租赁收入均为1.38亿元，毛利率均为4.33%。

土地转让业务方面，2018年公司实现土地出让收入2.47亿元，毛利率高达91.94%，主要系公司获取该出让地块的时间很早，获取成本低，土地出让时实现高额增值所致。2019年以来，公司未实现土地出让收入。

**表8 2018年公司出售土地情况（单位：平方米、万元）**

土地证号	面积	账面价值	出售价格	购买方
青国用（2014）第03021号	88,125.00	1,987.84	24,675.00	青州市瑞通投资发展有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司在资产注入和补贴方面获得的外部支持力度很大**

资产注入方面，2013-2015年青州市人民政府持续向公司注入累计价值52.85亿元固定资产，为三个水库资产和管网资产。2013年8月，政府注入七一水库、黑虎山水库和仁河水库三个水库使用权及全部水库资产，评估价值合计13.96亿元，公司增加固定资产的同时增加资本公积；2014年8月、9月、10月、11月政府分四次将青州市宏源公有资产经营有限公司供水管网资产划入公司，合计评估价值38.88亿元，公司增加固定资产的同时增加资本公积。2015-2016年青州市财政局分别拨付公司资本金9.75亿元和6.51

亿元，公司资本公积相应增加。

财政补贴方面，政府对公司日常经营活动的补贴计入其他收益。2018-2020年公司分别获得日常经营补贴1.23亿元、1.20亿元和1.50亿元。

## 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亚太（集团）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2018-2020年三年连审审计报告以2021年1-6月未经审计的财务报表，报告采用新会计准则编制。截至2020年6月末，公司纳入合并报表的子公司仅青州市宏利农村用水服务有限公司一家。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所波动，以开发成本、土地和固定资产为主，整体资产流动性较弱**

公司资产规模有所波动，2021年6月末为175.50亿元。公司资产以流动资产为主，2021年6月末占比为71.53%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.25	8.12%	8.59	5.15%	4.61	3.04%	5.23	3.30%
预付款项	12.70	7.24%	12.41	7.44%	0.00	0.00%	1.75	1.10%
存货	86.77	49.44%	83.40	49.99%	89.49	58.99%	94.99	59.93%
<b>流动资产合计</b>	<b>125.54</b>	<b>71.53%</b>	<b>116.22</b>	<b>69.66%</b>	<b>98.76</b>	<b>65.10%</b>	<b>105.20</b>	<b>66.37%</b>
可供出售金融资产	5.42	3.09%	5.42	3.25%	5.42	3.57%	5.42	3.42%
固定资产	44.55	25.38%	45.21	27.09%	46.53	30.67%	47.85	30.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>49.97</b>	<b>28.47%</b>	<b>50.63</b>	<b>30.34%</b>	<b>52.95</b>	<b>34.90%</b>	<b>53.30</b>	<b>33.63%</b>
<b>资产总计</b>	<b>175.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>166.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>151.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>158.50</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金为8.59亿元，其中受限货币资金合计8.51亿元，包含票据保证金5.55亿元以及定期存款2.96亿元，受限比例很高。2021年6月公司货币资金大幅增至14.25亿元。2020年末公司预付款项为12.41亿元，主要为公司开展项目代建业务而向各施工方预付的工程款。公司存货为开发成本和待开发土地，占资产比重较高，2020年末为83.40亿元，占总资产的49.99%。其中，开发成本57.21亿元，为青州市北阳河综合治理项目、青州市南阳河综合治理项目弥河青州段综合治理和零星工程的投资成本。待开发土地为公司所有的29宗土地，账面价值合计26.19亿元，面积合计3,303.81亩，土地性质均为出让，用途均为商住。其中，已抵押土地23宗，账面价值合计17.20亿元，面积合计2,657.32亩。

公司非流动资产主要为固定资产，还有少量的可供出售金融资产。2020年末公司固定资产为45.21亿元，主要为政府注入的三个水库（黑虎山水库、七一水库和仁河水库）和供水管网资产。公司可供出

售金融资产为对齐商银行股份有限公司的投资（按成本计量），近年账面价值未发生变化。

受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产包括部分土地和货币资金，合计账面25.71亿元，占同期末资产总额的15.41%。

**表10 截至2020年末公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	金额	受限原因
货币资金	8.51	定期存款及保证金
存货-待开发土地	17.20	借款抵押
<b>总计</b>	<b>25.71</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产主要为开发成本、土地和固定资产（水库和供水管网），部分土地资产已抵押，整体资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

**受土地转让收入影响，近年公司营业收入及毛利率有所波动，利润对政府补助的依赖大**

公司收入由管网租赁、基础设施代建和土地转让收入组成，其中管网租赁收入较为稳定，基础设施代建收入持续小幅增长，土地转让收入波动较大。近三年公司分别实现营业收入10.79亿元、8.44亿元和8.62亿元，有所波动；销售毛利率分别为28.30%、9.44%和9.46%。其中2018年公司营业收入和销售毛利率均较高，主要系当年实现毛利率较高的土地转让收入所致。公司代建业务待结算金额较大，管网租赁合同2024年底到期，且到期后自动续租，两项主营业务收入持续性均较好。公司近三年收现比较高，2019-2020年均大于1，收现情况较好。

公司税金及附加2018年高达2.94亿元，主要系土地使用税和土地增值税大幅增长，实际抵消了当年实现的土地转让收益。公司三费总体较小，但财务费用中利息支出和利息收入近年均很高，其中利息收入主要来源于政府贴息。

近三年公司利润总额分别为1.34亿元、1.60亿元和1.79亿元，其中政府补助为1.23亿元、1.20亿元和1.50亿元，占利润总额的91.60%、75.16%和83.69%，公司利润对政府补助的依赖大。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
营业收入	4.98	8.62	8.44	10.79
收现比	103.00%	103.00%	103.00%	80.34%
营业利润	0.72	1.79	1.66	0.11
其他收益	0.40	1.50	1.20	0.00
利润总额	0.72	1.79	1.60	1.34
销售毛利率	9.63%	9.46%	9.44%	28.30%

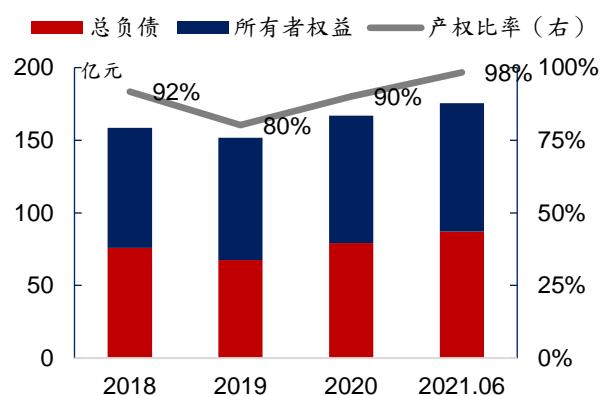
资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

**公司总债务规模较大，面临较大的债务压力**

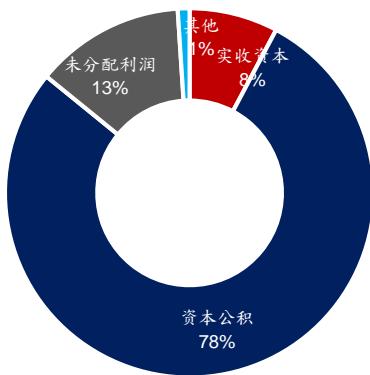
近年公司负债总额有所波动，2020年末为79.07亿元，较上年增加11.55亿元，主要系公司发行两期债券所致。2021年6月末公司负债总额增加至87.01亿元。随着利润累积，公司所有者权益稳中有增，2021年6月末为88.49亿元。2021年6月末公司产权比率降至98.33%，权益对负债的覆盖程度一般。

图1 公司资本结构



资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

图2 2021年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款4.75亿元，其中质押借款3.05亿元，保证借款1.00亿元，保证及抵押借款0.70亿元。2021年6月末公司应付票据为12.11亿元，较2020年末增加较多。2020年末公司其他应付款为7.06亿元，主要为应付青州市天源城乡建设发展有限公司、潍坊益都中心医院、山东桥山建设工程有限公司、青州市悦成商贸有限公司和青州市金通建设发展有限公司等国企或政府单位的往来款。2021年6月末公司其他应付款减少至4.33亿元。2020年末公司一年以内到期的非流动负债为6.89亿元，包括一年内到期的长期借款5.40亿元、一年内到期的长期应付款1.06亿元和应付债券利息0.44亿元。2021年6月末一年内到期的非流动负债大幅增加至15.43亿元，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

公司长期借款占负债总额比重很高，2020年末为33.92亿元，占总负债的比例达42.90%，加上一年内到期的部分后为39.32亿元。其中质押借款1.10亿元，保证借款3.85亿元，保证+抵押借款13.00亿元，保证+抵押+质押借款21.37亿元。公司长期应付主要是应付融资租赁款项，规模大幅下降，从2018年末的6.32亿元降至2020年末的0.21亿元，主要是因为，一方面公司持续清偿融资租赁款，另一方面，中国新城镇控股有限公司和其子公司国开新城（北京）资产管理有限公司对公司合计2.07亿元的投资实际计入长期应付款，2020年已退出投资。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

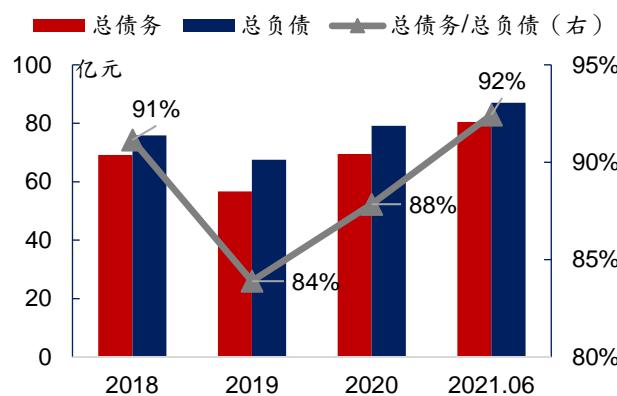
项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.77	8.93%	4.75	6.01%	3.25	4.81%	2.00	2.64%
应付票据	12.11	13.92%	8.71	11.02%	5.00	7.41%	0.00	0.00%
其他应付款	4.33	4.97%	7.06	8.93%	7.09	10.50%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	15.43	17.74%	6.90	8.72%	19.38	28.70%	24.63	32.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>41.90</b>	<b>48.16%</b>	<b>29.53</b>	<b>37.35%</b>	<b>36.43</b>	<b>53.96%</b>	<b>33.92</b>	<b>44.73%</b>

长期借款	29.71	34.14%	33.92	42.90%	30.25	44.80%	35.58	46.93%
应付债券	15.40	17.70%	15.40	19.48%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	0.00	0.00%	0.21	0.27%	0.84	1.25%	6.32	8.34%
<b>非流动负债合计</b>	<b>45.11</b>	<b>51.84%</b>	<b>49.54</b>	<b>62.65%</b>	<b>31.09</b>	<b>46.04%</b>	<b>41.90</b>	<b>55.27%</b>
<b>负债合计</b>	<b>87.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>79.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>67.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>75.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

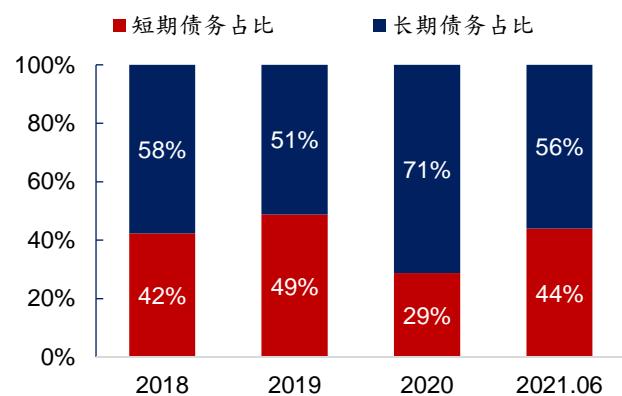
近年公司总债务规模有所波动，2021年6月末公司总债务为80.43亿元，占负债总额的比重为92.44%，占比很高；其中，短期债务为35.32亿元，占比为43.91%，债务到期较为集中。总体来看，公司总债务规模仍较大，仍面临较大的刚性债务压力。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，公司资产负债率有所波动，2021年6月末为49.58%。2021年6月末公司现金短期债务为0.59，现金类资产对短期债务保障程度较差。近年公司EBITDA利息保障倍数总体平稳，表现一般。

表13 公司偿债能力指标

项目	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	49.58%	47.39%	44.51%	47.83%
现金短期债务比	0.59	0.77	0.31	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	1.65	1.67	1.40

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、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（2022年1月6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；公司公开发行的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，公司对外担保余额合计23.80亿元，占同期末公司净资产的27.12%；其中对民企担保合计2.53亿元。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2022年1月6日），公司有关注类担保余额7,375.00万元，不良类的担保余额1,799.02万元。根据公司提供的说明，关注类担保对象是山东拓普包装有限公司和青州尧王制药有限公司，山东拓普包装有限公司被列入关注类担保是由于被担保借款到期时，山东拓普包装有限公司采取借新还旧的方式进行借款展期，银行对于此情况显示为关注；青州尧王制药有限公司被列入关注类担保是由于其自身存在不良对外担保。不良类担保对象是山东青能动力集团股份有限公司，被列入不良担保是由于山东青能动力集团股份有限公司出现欠息情况。

公司曾为山东龙马重工集团有限公司（以下简称“龙马重工”）向天津银行济南分行的贷款提供担保，因龙马重工违约，公司作为担保人被天津银行济南分行起诉。根据青州市基础设施建设资金管理中心出具的《青州市基础设施建设资金管理中心付款情况说明》，天津银行济南分行与公司达成和解，青州市基础设施建设资金管理中心于2019年6月18日代公司支付和解协议约定的贷款、贷款利息及相关费用2,621.41万元。2019年7月8日，公司收到济南市中级人民法院的结案通知书。

2021年11月4日，根据中国执行信息公开网查询结果，青州市宏利水务有限公司（以下简称“青州宏利”或“公司”）新增一项被执行信息，立案日期为2021年11月2日，执行法院为青州市人民法院，执行案号(2021)鲁0781执3755号，执行标的为2,069.49万元。公司被列为被执行人的原因是：公司为山东威特变压器厂在中国农业银行青州市支行的2,000万贷款提供保证担保，担保期间为2016年5月5日至2017年5月4日。山东威特变压器厂发生违约，目前已被列为失信被执行人。中国农业银行青州市支行将该笔不良贷款（包含本金2,000万元及利息约69.5万元）和其他贷款一起打包成4.2亿元资产包，将其出售给中国信达资产管理股份有限公司山东省分公司（以下简称“信达资管”）。信达资管起诉了资产包中涉及的债务人及包括公司在内的担保方。后青州市政府与信达资管达成解决方案，由青州市资产管理有限责任公司通过淘宝网竞拍方式以1.38亿元的价格拍得该4.2亿元资产包，双方签订《中国信达资产管理股份有限公司山东省分公司与青州市资产管理有限责任公司债权转让合同》（以下简称《债权转让协议》）。青州市财政局需于2021年12月30日前先期支付4,000万竞买保证金，剩余价款在成交之日起两年内付清。青州市资产管理有限责任公司已支付上述4,000万竞买保证金。

总体来看，公司对外担保规模较大，担保对象部分为民企，但大部分对民企担保设置了反担保。公司存在部分关注类或不良类担保，或有负债风险较大。

**表14 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保余额	担保方式	企业性质	担保期限	反担保措施
青州市瑞通投资发展有限公司	10,483.87	抵押	国企	2015.03.16-2024.03.12	国企反担保
青州市瑞通投资发展有限公司	4,000.00	质押	国企	2019.07.12-2020.07.12	国企反担保
青州市瑞通投资发展有限公司	7,560.00	抵押	国企	2019.12.27-2021.08.21	国企反担保

青州市瑞通投资发展有限公司	16,800.00	保证	国企	2016.03.30-2024.03.29	国企反担保
青州市银通新农村建设投资有限公司	35,143.00	保证	国企	2020.12.23-2025.12.22	国企反担保
山东宏源尊悦农业科技发展有限公司	17,000.00	抵押及保证	国企	2020.01.06-2026.12.20	国企反担保
青州市海青文化旅游投资发展有限公司	18,800.00	保证	国企	2020.01.07-2026.12.21	国企反担保
青州市云门旅游置业发展有限公司	9,500.00	保证	国企	2020.09.21-2021.09.21	国企反担保
青州市云门旅游置业发展有限公司	27,000.00	抵押	国企	2019.03.22-2033.03.19	国企反担保
青州鸿达公路工程有限责任公司	10,000.00	保证	国企	2020.06.18-2021.01.18	国企反担保
青州鸿达公路工程有限责任公司	10,000.00	保证	国企	2020.06.19-2021.02.19	国企反担保
青州鸿达公路工程有限责任公司	9,500.00	保证	国企	2020.09.21-2021.09.20	国企反担保
青州市中医院	2,500.00	保证	国企	2020.12.01-2021.11.30	国企反担保
青州市中医院	1,500.00	保证	国企	2020.12.10-2021.12.09	国企反担保
青州市中医院	1,000.00	保证	国企	2020.11.20-2021.11.19	国企反担保
青州市中医院	1,000.00	保证	国企	2020.09.22-2021.09.11	国企反担保
青州市人民医院	5,000.00	抵押	国企	2020.03.27-2021.03.25	国企反担保
青州市水利建筑总公司	17,000.00	保证	国企	2020.06.09-2021.03.09	国企反担保
青州市水利建筑总公司	8,000.00	保证	国企	2020.12.16-2021.12.02	国企反担保
青州市妇幼保健院	1,000.00	保证	国企	2020.06.23-2021.06.22	国企反担保
山东鼎诺工程有限公司	998.00	保证	民企	2020.03.26-2022.03.24	国企反担保
山东鼎诺工程有限公司	1,440.00	保证	民企	2020.01.15-2022.01.11	国企反担保
山东鼎诺工程有限公司	5,000.00	承兑	民企	2020.09.21-2021.09.21	国企反担保
青州尧王制药有限公司	2,180.00	保证	民企	2019.05.24-2021.04.22	国企反担保
青州尧王制药有限公司	2,000.00	保证	民企	2019.05.09-2021.04.07	国企反担保
青州尧王制药有限公司	2,000.00	保证	民企	2019.04.04-2021.03.02	国企反担保
青州尧王制药有限公司	500.00	保证	民企	2020.02.09-2021.02.08	国企反担保
山东汇强重工科技有限公司	1,500.00	保证	民企	2020.12.16-2021.12.02	国企反担保
山东汇强重工科技有限公司	1,000.00	保证	民企	2020.01.14-2021.01.13	国企反担保
山东汇强重工科技有限公司	595.00	保证	民企	2020.12.22-2021.12.21	国企反担保
青州市银泉建材有限公司	5,000.00	保证	民企	2020.09.21-2021.09.17	国企反担保
山东拓普包装有限公司	740.00	保证	民企	2020.12.21-2021.12.20	国企反担保
山东青能动力股份有限公司	2,300.00	保证	民企	2020.03.12-2021.03.06	国企反担保
<b>合计</b>	<b>238,039.87</b>	-	-	-	-

资料来源：公司提供

## 九、抗风险能力分析

公司是青州市人民政府控制的国有平台之一，主要从事青州市水利基础设施代建业务和供水管网租赁业务。近年来区域经济实力持续增长，为公司发展提供了良好的基础。截至2020年末，公司代建业务待结算金额较大，代建业务收入较有保障。公司持续获得一定的政府补助，提升了公司的利润水平。考虑到公司资产以开发成本、土地和固定资产为主，集中变现较为困难，再加上在建、拟建项目尚需大量资金投入，公司面临较大的资金压力，总债务规模较大，带来较大的偿债压力。

## 十、本期债券偿还保障分析

## 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源包括募投项目收益、公司日常经营获取的现金及必要时资产变现等。

首先，募投项目收益是偿债资金的首要来源。募投项目在本期债券存续期内预计可实现一定规模收入。但中证鹏元关注到，募投项目投资额较大，项目建设进度及建成后能否实现预期收入存在一定不确定性。

其次，公司日常经营获取的现金是偿债资金的重要来源。2018-2020年公司营业收入分别为10.79亿元、8.44亿元和8.62亿元，经营活动产生的现金流量净额合计54.75亿元，公司经营收入和经营性现金净额规模较大，但是公司收入和经营现金回流受政府资金调配影响具有一定不确定性。

最后，公司必要时可通过土地资产变现还本付息。截至2020年末，公司拥有29宗土地，账面价值合计26.19亿元，面积合计3,303.81亩，土地性质均为出让，用途均为商住。扣除已抵押的土地后，剩余土地6宗，账面价值8.99亿元。但公司土地资产中大部分已抵押，且土地转让易受房地产行情影响，未来能否集中变现及变现金额具有一定的不确定性。

## 本期债券保障措施分析

**公司以国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，提升了本期债券的安全性**

### 1、资产抵押概况

公司拟使用 4 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地用途为城镇住宅用地，使用权类型为出让用地，面积合计 466,669.00 平方米。根据山东正源和信资产评估有限公司出具的“鲁正信评报字（2021）第 0152 号”土地估价报告（评估基准日为 2021 年 7 月 31 日），评估价值为 28.33 亿元，初始本金覆盖倍数为 3.15 倍。抵押土地价值易受房地产行情影响，后续需关注土地价值的波动风险。

**表 15 抵押资产情况**

序号	权利人	土地权证编号	坐落	用途	面积(m <sup>2</sup> )	评估价值(万元)
1	青州市宏源公有资产经营有限公司	鲁 (2020) 青州市不动产权第 0023881 号	青州市云门山风景区	城镇住宅	66,667.00	40,120.40
2	青州市宏源公有资产经营有限公司	鲁 (2020) 青州市不动产权第 0023963 号	青州市云门山风景区	城镇住宅	133,334.00	81,044.27
3	青州市宏源公有资产经营有限公司	鲁 (2020) 青州市不动产权第 0023964 号	青州市云门山风景区	城镇住宅	133,334.00	81,044.27
4	青州市宏源公有资产经营有限公司	鲁 (2020) 青州市不动产权第 0023960 号	青州市云门山风景区	城镇住宅	133,334.00	81,044.27
<b>合计</b>					<b>466,669.00</b>	<b>283,253.22</b>

注：青州市宏源公有资产有限公司为青州市国有资产监督管理局控制的另一家城投公司。

资料来源：公司提供

## 2、抵押资产操作方案

### （1）抵押相关法律手续

公司与东方证券承销保荐有限公司签署《债券债权代理协议》，由东方证券承销保荐有限公司担任本期债券的债权代理人，代理债券持有人监督公司经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司及青州市宏源公有资产有限公司（以下简称“青州宏源”）之间的谈判、诉讼义务及债券持有人会议授权的其他事项。

公司债权代理人同时为本期债券的抵押权代理人。抵押权代理人已与公司及青州宏源签署了《2022年青州市宏利水务有限公司公司债券国有土地使用权抵押协议》（以下简称《抵押协议》）。依据《抵押协议》规定，青州宏源以其合法拥有的4宗、466,669.00平方米、评估价值283,253.22万元的国有土地使用权向本期债券全体债券持有人设定抵押，抵押权在本期债券持有人持有的债券本息全部获偿前，不得解除。

青州宏源出具了《抵押资产承诺函》，承诺以其拥有的4宗国有土地使用权作为本期债券发行的抵押资产。

公司律师在《法律意见书》中出具了对抵押资产合法性的法律意见，明确以上抵押资产为青州宏源合法拥有，可为全体债券持有人设定抵押登记。

青州市不动产登记中心出具了《青州市不动产登记中心查询结果证明》，确认青州宏源拟用于抵押的国有土地使用权权属合法，暂未办理任何抵押登记。

鉴于上述信息，青州宏源可将抵押资产通过抵押登记给本期债券所有持有人。

公司、青州宏源及债权代理人已签署《2022年青州市宏利水务有限公司公司债券国有土地使用权抵押协议》，青州宏源应于本期债券发行日10日之前，到青州市自然资源和规划局办理抵押登记手续，并在债券发行日5日之前将抵押资产的他项权利证书等抵押登记文件交给抵押权代理人或抵押权代理人认可的抵押资产监管机构，抵押权代理人应配合青州宏源办理相关抵押登记手续。

### （2）对抵押资产的价值评估及监管

经山东正源和信资产评估有限公司评估，本期债券4宗抵押土地使用权总评估价值为人民币283,253.22万元。公司、青州宏源已与本期债券债权代理人东方证券承销保荐有限公司签署了《2022年青州市宏利水务有限公司公司债券抵押资产监管协议》。

在本期债券存续期间，公司或青州宏源应聘请并经债权代理人认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

在本期债券的存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司或青州宏源应当应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。为加强对抵押资产的监管，并保障其安全性，在抵押权存续期间内，未经债权代理人书面同意，青州宏源不得对抵押资产作出馈赠、转让、出售、再抵押或其他任何方式的处分。经债权代理人书面同意转让、出售抵押资产所得价款，应优先用于偿还本期债券本息。

在《2022 年青州市宏利水务有限公司公司债券国有土地使用权抵押协议》有效期内，若抵押资产发生毁损的（但因不可抗力引起的除外），公司及青州宏源应及时采取有效措施防止损失扩大，同时立即通知债权代理人，青州宏源由此所获得的赔偿金、补偿金等应优先用于偿还本期债券本息。若青州宏源由此所获得的赔偿金、补偿金不足以偿还本期债券本息，或在本期债券本息全部清偿完毕前，抵押资产的剩余价值与本期债券未偿还本金加上一年利息之和的比率低于 1.5 时，债权代理人有权要求公司及青州宏源及时提供其他担保，以保证抵押资产评估价值及其他保证金额之和不低于本期债券未偿还本金加上一年利息之和的 1.5 倍。

在本期债券存续期内，在抵押率不低于本期债券未偿还本金加上一年利息之和的 1.5 倍的前提下，公司或青州宏源可以向抵押权代理人申请解除部分抵押资产的抵押或置换抵押资产。但必须保证解除或置换后抵押资产的评估价值不低于本期债券未偿还本金加上一年利息之和的 1.5 倍。用于置换的资产应经资产评估机构进行评估并出具资产评估报告，并以评估值作为参照计算依据。

综上所述，评估价值为 28.33 亿元的土地使用权为本期债券提供抵押担保，提升了本期债券的安全性。但由于抵押的土地使用权规模相对较大，能否及时变现以及变现实金额具有一定的不确定性，存在一定的处置风险。

## 十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

## 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。

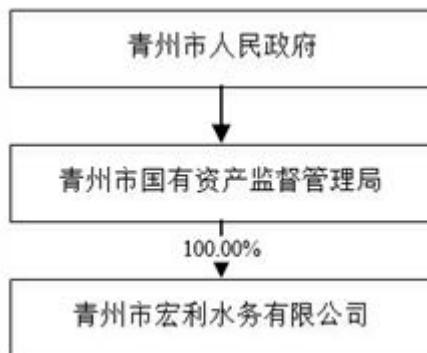
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

## 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）	2021年6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	14.25	8.59	4.61	5.23
存货	86.77	83.40	89.49	94.99
固定资产	44.55	45.21	46.53	47.85
资产总计	175.50	166.85	151.70	158.50
短期借款	7.77	4.75	3.25	2.00
应付票据	12.11	8.71	5.00	0.00
一年内到期的非流动负债	15.43	6.90	19.38	24.63
长期借款	29.71	33.92	30.25	35.58
应付债券	15.40	15.40	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.21	0.84	0.00
负债合计	87.01	79.07	67.52	75.82
总债务	80.43	69.46	56.64	69.10
所有者权益	88.49	87.78	84.18	82.68
营业收入	4.98	8.62	8.44	10.79
营业利润	0.72	1.79	1.66	0.11
其他收益	0.40	1.50	1.20	0.00
利润总额	0.72	1.79	1.60	1.34
经营活动产生的现金流量净额	0.38	-2.64	16.92	40.47
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-1.80	0.00	0.15
筹资活动产生的现金流量净额	5.28	4.40	-16.88	-41.23
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	9.63%	9.46%	9.44%	28.30%
收现比	103.00%	103.00%	103.00%	80.34%
资产负债率	49.58%	47.39%	44.51%	47.83%
现金短期债务比	0.59	0.77	0.31	0.18
EBITDA（亿元）	--	7.93	7.30	9.29
EBITDA利息保障倍数	--	1.65	1.67	1.40

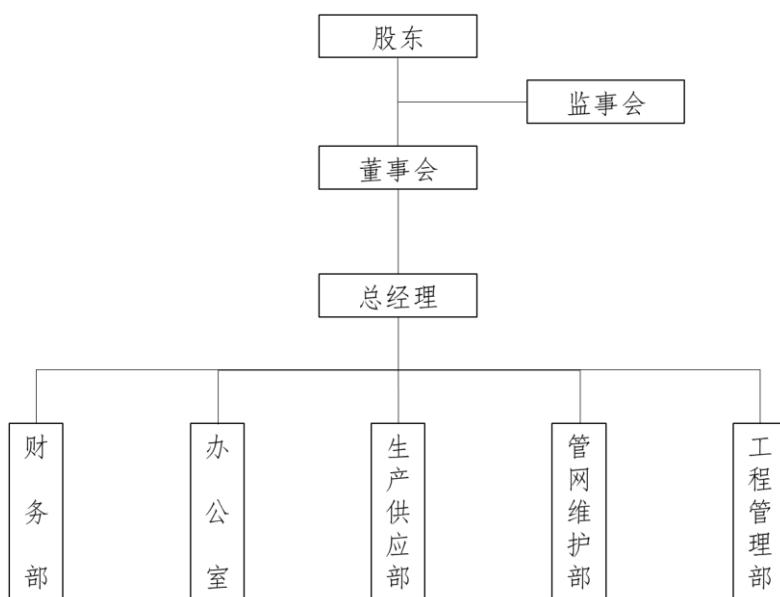
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 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	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+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+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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。