



# 2017年第一期莒南县城市国有资产经营有限公司2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：



# 2017年第一期莒南县城市国有资产经营有限公司 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 莒南 01/17 莒南 国资债 01	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持莒南县城市建设投资集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“莒南城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 莒南 01/17 莒南国资债 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司是莒南县城市基础设施及保障房建设的投融资主体，工程代建业务持续性较好，公司收入保持增长；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金支出压力和短期偿债压力较大，以及面临较大或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司是莒南县城市基础设施及保障房建设的投融资主体，工程代建业务持续性较好，经营和财务风险整体较为稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年06月27日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	153.95	150.96	99.14
所有者权益	93.70	92.22	56.27
总债务	24.72	23.98	18.86
资产负债率	39.13%	38.91%	43.25%
现金短期债务比	0.28	0.55	0.98
营业收入	15.31	9.73	7.17
其他收益	0.00	0.00	1.20
利润总额	2.16	1.85	1.58
销售毛利率	19.65%	24.87%	9.51%
EBITDA	2.88	2.15	1.83
EBITDA 利息保障倍数	1.80	2.09	2.89
经营活动现金流净额	-0.37	-4.32	0.58
收现比	79.15%	70.20%	92.70%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2020年7月17日，公司名称由“莒南县城市国有资产经营有限公司”更名为“莒南县城市建设投资集团有限公司”。

## 优势

- **公司工程代建业务持续性较好。**公司是莒南县城市基础设施及保障房建设的投融资主体，2021年公司工程建设收入大幅增加，目前在建的代建项目较多，未来代建收入较有保障。
- **公司收入保持增长。**2021年公司营业收入大幅增长，当年新增矿石销售、采砂等业务，对公司收入形成一定补充。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2021年末，公司资产以应收款项、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，应收款项主要是与政府单位和政府控股单位的往来应收款，回款时间存在一定不确定性。
- **公司资金支出压力较大。**公司经营回款不佳，经营活动现金流表现较弱，2021年末公司主要代建项目尚需投资规模较大。
- **公司短期偿债压力较大。**公司总债务小幅增长，短期债务占比上升，2021年末公司现金短期债务比大幅下降至0.28，现金类资产对短期债务保障程度较弱。
- **公司面临较大或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额占当期末所有者权益的比重为25.79%，均未设置反担保措施，部分担保被列为关注类和不良类。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2019V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

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
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	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					0
公司主体信用等级					AA



### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-28	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2017-08-30	金善姬、胡长森	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
PR 莒南 01/17 莒南国资债 01	7.70	4.62	2021-06-28	2024-09-26

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2017年9月公开发行7年期7.70亿元公司债券，原计划 2.70亿元用于补充流动资金，5.00亿元用于莒南县临海新城保障性安居工程建设项目。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为253.24万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2021年末，公司注册资本仍为12.00亿元，实收资本仍为2.20亿元，莒南县国有资产管理服务中心仍是公司唯一股东和实际控制人。

公司主要从事莒南县区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。2021年公司合并范围无变化，截至2021年末，公司合并报表范围内子公司共有7家，具体见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全

球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹

风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

**莒南县隶属山东省临沂市，以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，但经济发展水平较低，政府债务余额持续增长**

**区位特征：**莒南县地处鲁东南鲁苏交界处，近海临港，区位优势明显，农业经济发展较好，是粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地。莒南县隶属山东省临沂市，地处鲁东南鲁苏交界处，东邻日照市岚山区，南接江苏省连云港市，西与临沂市河东区毗邻，北与日照市莒县相接，总面积1,752平方公里，辖16个镇街和1个省级经济开发区（临沂临港经济开发区）。根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，莒南县常住人口为84.10万人，较2010年减少4.53万人。莒南县处于鲁南经济圈和临日连绵经济带交汇位置，区位优势明显，交通便利；近海临港，地处青岛港、董家口港、日照港等沿海七大港口辐射区，是国家“一带一路”倡议的重要节点；岚济路、莒新路、莒阿路等省际公路贯穿全境，鲁南高铁、兖石铁路、坪岚铁路、瓦日铁路4条铁路过境。莒南县农业经济发展较好，是全国粮食生产大县和全国最大的花生及制品生产基地，连续多年被评为全国“生猪调出大县”，拥有“莒南花生、莒南绿茶、莒南板栗、大店草莓、莒南驴肉”5个国家农产品地理标志保护产品。鲁南经济圈是山东省三大经济圈之一，由临沂市、济宁市、菏泽市和枣庄市4市构成，2021年7月发布的《鲁南经济圈“十四五”一体化发展规划》提出，要引导莒南县等县与临沂市中心城区加强联系，支持符合条件的县级市和县城扩容提质，支持莒南县等县撤县设区。

**图 1 鲁南经济圈规划图及莒南县区位图**


资料来源：山东省国土空间总体规划（2021-2035年）（征求意见稿）及百度地图。

**经济发展水平：**莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，经济保持增长，但经济发展水平较低。近年莒南县地区生产总值保持增长，但规模在临沂市排名相对靠后；三次产业结构由 2019 年的 16.2:44.3:39.5 调整为 2021 年的 16.3:45.8:37.9，第二产业占主导地位。按常住人口计算，2021 年莒南县人均 GDP 为 40,353 元，为全国人均 GDP 的 49.83%，经济发展水平较低。从经济发展的要素看，2019-2021 年莒南县固定资产投资和社会消费品零售总额增速存在波动，其中 2019 年固定资产投资增速为负，主要系应山东省严禁产能过剩和高耗能行业新增产能要求，当年县内工业投资大幅下降所致；2021 年在低基数的基础上，投资和消费增速有所回升，其中固定资产投资增速回升主要系第二产业投资增长拉动，社会消费品零售总额整体规模不大；近三年莒南县进出口总额保持较高增速。莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为两大支柱主导产业，同时培育了新材料、装备制造、文旅康养、现代物流等四大优势产业，打造了以鑫海科技、永锋钢铁、江鑫钢铁、盛阳钢铁为主的精品钢基地，是全球最大的谷氨酸、黄原胶、氨基酸生产基地，全国最大的优质镍合金生产基地，2021 年冶金和农副食品加工两大产业产值合计占全部规模以上工业产值的 65%。

**表1 2021 年临沂市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
兰山区	1,334.1	-	72,345	116.3	1.5
沂水县	503.7	8.0%	52,059	24.4	38.4
费县	469.7	8.3%	58,827	31.1	-
河东区	347.9	10.3%	38,301	22.2	1.7
<b>莒南县</b>	<b>339.38</b>	<b>8.4%</b>	<b>40,353</b>	<b>26.1</b>	<b>20.9</b>
平邑县	279.2	9.3%	31,291	15.1	30.6
临沭县	232.4	-	39,657	18.3	-
蒙阴县	195.9	7.8%	40,365	11.4	-

注：2021 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算；标“-”表示数据未公告。

资料来源：各区县政府网站、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表2 莒南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	339.38	8.4%	296.6	3.1%	287.6	3.8%
规模以上固定资产投资	-	11.4%	-	2.8%	-	-18.6%
社会消费品零售总额	91.9	14.6%	80.5	-0.8%	-	4.2%
进出口总额	169.9	53.8%	110.2	57.0%	60.2	14.2%
人均 GDP（元）		40,353		35,264		36,781
人均 GDP/全国人均 GDP		49.83%		48.68%		51.88%

注：2020-2021年莒南县人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算；2021年为全部固定资产投资增速。

资料来源：莒南县2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**财政及债务水平：**莒南县一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力较弱，政府债务余额持续增长。近三年莒南县一般公共预算收入稳定增长，且税收收入占比均在80%以上，收入质量较好。莒南县财政自给能力较弱，近三年财政自给率均在50%以下。受国有土地出让金收入影响，近年莒南县政府性基金收入波动较大。区域债务方面，近年莒南县政府债务余额持续增长，截至2021年末为50.10亿元，较2019年末增加35.33%。

**表3 莒南县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	26.10	17.47	15.72
税收收入占比	81.04%	87.70%	90.90%
财政自给率	42.74%	35.58%	37.70%
政府性基金收入	20.88	41.96	25.10
地方政府债务余额	50.10	44.52	37.02

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：莒南县政府网站、2019-2021年莒南县财政预决算报告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为莒南县政府下辖的一级平台公司，公司主要从事区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。2021年公司实现营业收入15.31亿元，同比增长57.40%，主要系工程建设收入大幅增加所致。从收入结构来看，2021年受工程结算量大幅增加影响，公司工程代建收入增至8.60亿元；耕地指标整理业务收入为2.26亿元，同比增加29.74%；当年公司实现房地产销售收入2.76亿元，同比减少15.50%。此外，公司新增矿石销售、采砂业务收入合计0.92亿元，对公司收入形成一定补充。毛利率方面，因公司耕地执行一地一价政策，2021年耕地指标整理业务毛利率大幅下降，叠加其他业务（2020年政府有偿收回公司土地，导致2020年其他业务毛利率较高）影响，公司当年销售毛利率降至19.65%。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

	金额	毛利率	金额	毛利率
<b>主营业务:</b>				
工程建设收入	86,043.94	11.88%	25,882.35	8.70%
耕地指标整理收入	22,641.49	42.17%	17,450.81	71.44%
房地产销售收入	27,631.28	22.74%	32,699.71	20.69%
矿石销售收入	8,208.39	47.59%	0.00	-
采砂收入	972.04	37.60%	0.00	-
<b>其他业务:</b>				
其他业务收入	7,597.96	-3.24%	21,229.06	12.73%
<b>合计</b>	<b>153,095.10</b>	<b>19.65%</b>	<b>97,261.93</b>	<b>24.87%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021 年公司工程建设收入大幅增加，目前公司代建的城市基础设施项目投资规模较大，业务持续性较好，但面临较大的资金支出压力**

公司城市基础设施建设业务主要采取委托代建模式，根据莒南县政府与公司或子公司签订的委托代建协议，公司或子公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司或子公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。莒南县政府针对代建项目按工程实际完工进度分期支付代建费，或在项目竣工验收且达到回购条件后一次性支付代建费，代建费为代建成本与代建管理费之和，代建管理费按照代建成本的一定比例计提。

公司保障房建设采取代建或自建模式。保障房委托代建模式具体为：公司或子公司与莒南县政府签订委托代建协议，约定公司作为代建主体负责保障房建设项目投资、融资、招标以及工程建设监督、管理等工作。莒南县政府按实际完工进度定期对工程进行结算或在保障房建设项目竣工验收后一次性结算，同时在结算成本基础上加成一定比例向公司或子公司支付工程款，其中结算成本包括项目前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等。保障房自建销售模式具体为：公司或子公司自行承担保障房建设项目的融资、投资建设、销售等工作，并自负盈亏，保障房竣工后，由公司或子公司根据周边市场行情自行定价销售给棚户区拆迁户。

2021 年公司实现工程代建收入 8.60 亿元，主要系城区道路建设和温泉社区城中村棚户区改造建设等代建项目，较 2020 年同比大幅增长，主要系结算量增加所致。截至 2021 年末，公司主要在建项目总投资 65.72 亿元，已投资 36.81 亿元，尚需投资规模较大。在建工程主要为代建项目，投资规模较大，未来工程代建收入来源有所保障，但随着项目建设的推进，公司也面临较大的资金压力。募投项目莒南县临海新城保障性安居工程建设项目已投资 13.61 亿元，现已基本完工，项目于 2018 年开始对外销售，截至 2021 年末，该项目账面余额为 7.93 亿元，预计可为公司带来较大规模的销售收入。

根据莒南人发【2016】45 号，莒南县人民政府分 5 年逐年拨付保障性住房建设专项补贴 7.50 亿元，2018-2022 年分别拨付 1.30 亿元、1.60 亿元、1.60 亿元、1.60 亿元、1.40 亿元，补贴将专项用于莒南县

临海新城保障性安居工程的建设运营及支付融资成本，但从 2020 年开始公司未实际收到相关补贴，需关注补贴资金后续到位情况。

**表5 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

时间	项目名称	总投资	已投资	是否代建
	莒南一中建设项目	36,390.00	31,552.00	是
	中心政务服务中心建设项目	11,451.00	10,123.00	是
	县医院项目	80,000.00	15,221.00	是
	莒南县社会福利中心建设项目	2,822.80	2,214.64	是
	磐龙河生态湿地修复整治工程	31,032.00	18,874.39	是
	G518 日定线莒南绕城段改建	60,894.00	20,441.82	是
	温泉社区城中村棚户区改造建设项目	23,275.00	19,852.22	是
基础设施项目	滨河花园城中村棚户区改造项目	17,000.00	15,542.37	是
	祥龙花园城中村棚户区改造项目	37,900.00	13,554.21	是
	北园社区片区城中村棚户区改造项目	38,620.00	12,100.60	是
	吉隆花园社区棚户区改造项目	26,622.00	10,441.00	是
	吉隆花园二期棚户区改造项目	36,599.00	7,600.60	是
	祥龙花园社区城中村改造二期项目	63,700.00	12,005.60	是
	十泉路北片区棚户区改造项目	15,621.00	12,214.02	是
	临港产业园片区棚户区	14,222.00	9,984.13	是
	涛坪线工程	13,552.00	4,880.50	是
	保障房项目	民主路片区北安置楼建设项目	9,656.06	8,335.21
苕麻厂安置楼建设项目		7,488.45	7,055.11	是
莒南县临海新城保障性安居工程建设项目		130,319.15	136,114.21	否
	<b>合计</b>	<b>657,164.46</b>	<b>368,106.63</b>	<b>-</b>

注：莒南县临海新城保障性安居工程建设项目因成本变动等原因导致已投资超过预计总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司耕地指标整理业务收入有所增加，但未来收入存在不确定性

为落实耕地占补平衡政策，增加有效耕地面积，公司全资子公司山东国鑫实业有限公司（以下简称“国鑫实业”）为土地整治工程项目的实施主体。该业务由国鑫实业负责进行土地拆迁、整治，支付相应款项，并将平整好的耕地指标交由莒南县自然资源和规划局进行销售，莒南县自然资源和规划局将耕地指标对外销售后将销售款项返还给国鑫实业，国鑫实业收到返还的销售款后确认耕地指标整理收入并结转相应成本。按照耕地占补平衡指标易地调剂有偿使用原则和土地有偿管护原则，耕地指标的销售价格和管护经费仍分别为 8.50 万元/亩、4.50 万元/亩。

2021 年公司耕地指标整理业务收入为 22,641.49 万元，同比增加 29.74%；销售毛利率为 42.17%，大幅减少，主要系公司耕地执行一地一价政策，毛利率波动较大。耕地指标流转受当地政府土地利用总体规划、房地产市场景气度等因素的影响，未来公司耕地指标收入存在不确定性。

### 公司房地产销售收入有所减少，毛利率较稳定

公司房地产开发业务主要为临海新城项目，项目类型以行政办公、商业服务、文化娱乐和居住生活为一体，位于莒南县城北部，北七路以南，天桥路以西，鸡龙河以北，西环路以东，规划面积约10平方公里，是莒南未来行政文化中心。截至2021年末，临海新城项目账面余额为7.93亿元，预计可为公司带来较大规模的销售收入。2021年公司实现房地产销售收入27,631.28万元，主要系临海新城、国鑫龙苑等房地产项目。

### 矿石销售、采砂等业务对公司收入形成一定补充

2021年公司新增矿石销售收入8,208.39万元，主要由子公司莒南县基础设施建设投资有限公司负责运营。公司于2021年4月份取得采矿许可证，并与山东海河矿业有限公司（以下简称“海河矿业”）开展采矿业务合作。海河矿业负责矿石的开采和销售，以开采的矿石吨数和公司进行结算，公司确认矿石销售收入和成本。目前该业务尚处于初步阶段，主要客户为海河矿业。2021年末公司对海河矿业应收8,469.30万元，需关注后续回款情况。此外，公司采砂、其他业务等收入合计8,570.00万元，对公司收入形成一定补充。

## 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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2020年审计报告、北京兴华会计师事务所（普通合伙）审计的2021年审计报告，报告均为标准无保留意见且均采用新会计准则编制，2021年公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

公司资产以应收款项、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，应收款项回收时间存在一定的不确定性，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

截至2021年末，公司资产总额为153.95亿元，较为稳定。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2021年末流动资产占为65.82%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.76	2.44%	6.04	4.00%
其他应收款	45.09	29.29%	41.78	27.68%
存货	48.87	31.75%	43.70	28.95%

<b>流动资产合计</b>	<b>101.34</b>	<b>65.82%</b>	<b>93.49</b>	<b>61.93%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	2.07	1.37%
其他权益工具投资	2.13	1.38%	0.00	0.00%
投资性房地产	1.58	1.02%	1.93	1.28%
无形资产	46.65	30.30%	50.34	33.35%
<b>非流动资产合计</b>	<b>52.61</b>	<b>34.18%</b>	<b>57.47</b>	<b>38.07%</b>
<b>资产总计</b>	<b>153.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>150.96</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司货币资金为3.76亿元，其中2.01亿元银行存款受限，系定期存款和保证金。2021年末公司其他应收款为45.09亿元，主要系与政府单位以及政府控股单位间的往来款和工程款，坏账风险不大，但考虑到其规模较大，回款时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大的占用。公司存货主要由消耗性生物资产、开发成本和拟开发土地构成，2021年末为48.87亿元，其中生物性资产为3.00亿元，主要系林场；开发成本为33.31亿元；拟开发土地为12.56亿元，土地性质主要为出让，用途主要为住宅和商业。

2021年末公司可供出售金融资产及其他权益工具投资合计2.13亿元，主要系对当地企业的股权投资，其中公司持有的莒南县国润建设发展有限公司股权已用于外担保质押。公司投资性房地产主要系商服用房，以公允价值核算，2021年末为1.58亿元。2021年末公司无形资产为46.65亿元，主要系莒南县政府划拨给公司的采矿权、采砂特许经营权、林地以及石泉湖水库。

## 收入质量与盈利能力

### 2021年公司营业收入大幅增加，但销售毛利率有所下降

2021年公司实现营业收入15.31亿元，同比增长57.35%，主要系工程建设收入大幅增加所致。截至2021年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来工程代建收入来源有所保障，但需关注项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度对工程代建收入的影响，以及未来工程代建收入的回款情况。毛利率方面，因耕地指标整理等业务毛利率大幅下降，公司销售毛利率降至19.65%。

**表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2021年	2020年
收现比	79.15%	70.20%
营业收入	15.31	9.73
营业利润	1.91	1.86
利润总额	2.16	1.85
销售毛利率	19.65%	24.87%

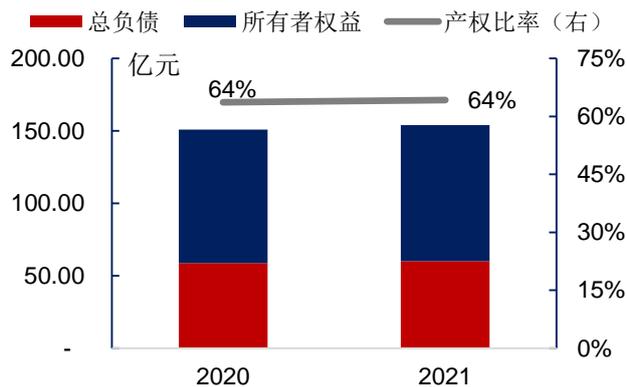
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

## 2021年公司总债务规模略微增加，短期偿债压力加大

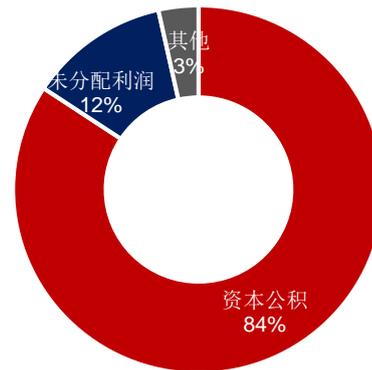
截至2021年末，公司总负债、所有者权益、产权比率等均小幅增加，但考虑到公司资产主要以应收款项、消耗性生物资产、开发成本、拟开发土地、采矿权和采砂特许经营权为主，所有者权益对负债的实际保障程度较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

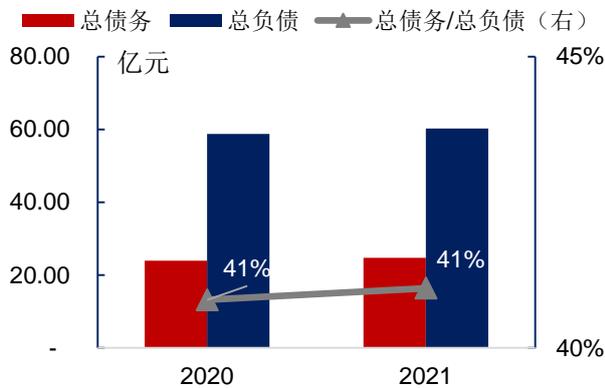
从负债结构来看，截至2021年末，公司流动负债占比为80.99%，较2020年末有所上升。2021年末公司短期借款为8.73亿元，其中质押借款0.19亿元、保证借款5.94亿元、保证+抵押借款2.60亿元。2021年末公司其他应付款为30.56亿元，主要系往来款项。2021年末公司一年内到期的非流动负债为3.73亿元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券。2021年末公司长期借款为7.57亿元，其中保证+质押借款7.36亿元，保证+质押+抵押借款0.21亿元。2021年末公司应付债券为3.06亿元，系“PR莒南01/17莒南国资债01”。

表8 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

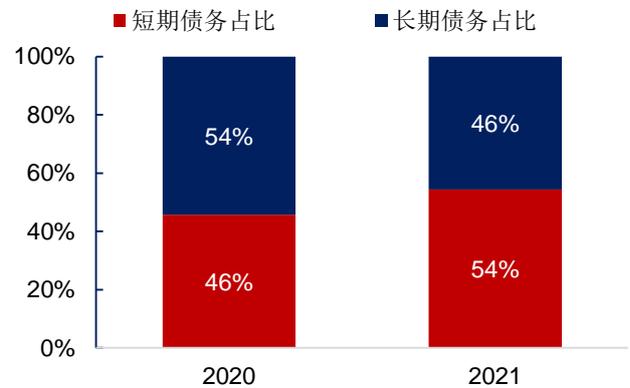
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.73	14.48%	7.70	13.11%
其他应付款	30.56	50.73%	31.72	54.00%
一年内到期的非流动负债	3.73	6.19%	3.27	5.57%
<b>流动负债合计</b>	<b>48.79</b>	<b>80.99%</b>	<b>45.59</b>	<b>77.62%</b>
长期借款	7.57	12.56%	7.96	13.55%
应付债券	3.06	5.08%	4.59	7.82%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.45</b>	<b>19.01%</b>	<b>13.15</b>	<b>22.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>60.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>58.74</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为24.72亿元，较为稳定，其中短期债务占比为54%，占比有所上升，公司面临较大的短期偿债压力。

**图4 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图5 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率为39.13%，较为稳定。因货币资金减少及短期债务增加，2021年末公司现金短期债务比下降明显。由于总债务的增加，2021年公司EBITDA利息保障倍数有所下降。

**表9 公司偿债能力指标**

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	39.13%	38.91%
现金短期债务比	0.28	0.55
EBITDA 利息保障倍数	1.80	2.09

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔已结清关注类的中长期贷款，金额为3,700万元；存在三笔还款责任合计为1.36亿元的关注类担保。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据子公司山东国鑫园林市政工程有限公司（以下简称“国鑫园林”）提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13日），国鑫园林存在一笔未结清关注类短期借款，金额为4,600万元；五笔已结清关注类短期贷款，合计金额2.45亿元；存在一笔还款责任为2,950.00万元的关注类担保。

根据子公司莒南县信源热力有限公司（以下简称“信源热力”）提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13日），信源热力存在一笔未结清关注类短期借款，金额为4,400万元；

七笔已结清关注类短期贷款，合计金额4.05亿元；存在一笔还款责任为500.00万元的不良类担保。

根据子公司山东国鑫实业有限公司（以下简称“国鑫实业”）提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13日），国鑫实业不存在未结清不良类信贷记录，存在两笔已结清关注类短期贷款，合计金额7,000.00万元。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计24.16亿元，占当期末所有者权益的25.79%，均无反担保措施。根据公司提供的信用报告，截至2022年6月13日，公司本部存在关注类担保1.36亿元（国鑫园林4,600.00万元，信源热力4,400.00万元，莒南县国鑫建设工程有限公司4,600.00万元）；国鑫园林存在对莒南县城市建设综合开发公司的关注类担保2,950.00万元；信源热力存在对山东凯迪捷专用车制造有不良类担保500.00万元，公司已代为清偿且将债权转让给不良资产管理公司。整体来看，公司面临较大的或有负债风险。

**表10 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	是否有反担保
莒南县公共住房经营有限公司	136,700.00	否
莒南县力源热电有限公司	44,785.00	否
莒南县国鑫建设工程有限公司	19,250.00	否
莒南县泰达路桥工程有限公司	17,625.00	否
莒南县水务发展集团有限公司	13,300.00	否
莒南县财金投资集团有限公司	5,000.00	否
莒南县城市建设综合开发公司	2,950.00	否
临沂市中小企业融资担保有限公司	2,000.00	否
<b>合计</b>	<b>241,610.00</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

公司作为莒南县政府下辖的一级平台公司，主要从事区域内的城市基础设施和保障房建设等业务。莒南县以冶金钢铁、农副食品加工为支柱产业，同时培育了新材料、装备制造、文旅康养、现代物流等四大优势产业，近年地区生产总值和一般公共预算收入均保持稳定增长，且税收收入占比较高，质量较好。

2021年公司总债务规模略有增长，现金类资产对短期债务的覆盖能力持续减弱，短期偿债压力加大；公司主要在建项目尚需较大规模投资，资金支出压力较大。2021年公司工程建设收入大幅增加，在建的代建项目较多，未来代建收入较有保障；当年新增矿石销售、采砂等业务，对公司收入形成一定补充。

总体而言，公司整体抗风险能力较强。

## 九、结论

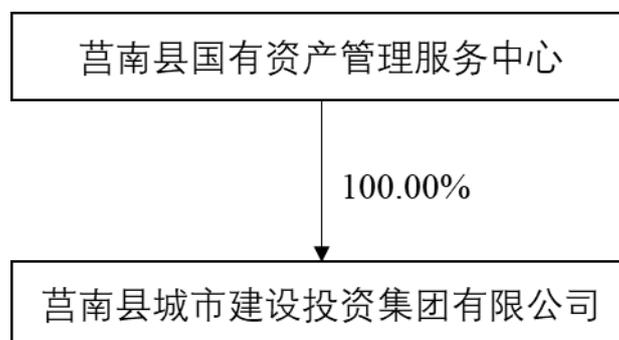
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR莒南01/17莒南国资债01”的信用等级为AA。

## 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	2020年	2019年
货币资金	3.76	6.04	7.23
其他应收款	45.09	41.78	21.93
存货	48.87	43.70	45.20
流动资产合计	101.34	93.49	76.13
可供出售金融资产	0.00	2.07	3.49
其他权益工具投资	2.13	0.00	0.00
投资性房地产	1.58	1.93	1.92
无形资产	46.65	50.34	15.19
非流动资产合计	52.61	57.47	23.01
资产总计	153.95	150.96	99.14
短期借款	8.73	7.70	4.88
其他应付款	30.56	31.72	21.83
一年内到期的非流动负债	3.73	3.27	2.49
流动负债合计	48.79	45.59	31.18
长期借款	7.57	7.96	4.66
应付债券	3.06	4.59	6.83
非流动负债合计	11.45	13.15	11.69
负债合计	60.25	58.74	42.88
总债务	24.72	23.98	18.86
营业收入	15.31	9.73	7.17
所有者权益	93.70	92.22	56.27
营业利润	1.91	1.86	1.50
其他收益	0.00	0.00	1.20
利润总额	2.16	1.85	1.58
经营活动产生的现金流量净额	-0.37	-4.32	0.58
投资活动产生的现金流量净额	0.15	-1.44	-4.05
筹资活动产生的现金流量净额	-2.34	3.28	2.72
<b>财务指标</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	19.65%	24.87%	9.51%
收现比	79.15%	70.20%	92.70%
资产负债率	39.13%	38.91%	43.25%
现金短期债务比	0.28	0.55	0.98
EBITDA（亿元）	2.88	2.15	1.83
EBITDA 利息保障倍数	1.80	2.09	2.89

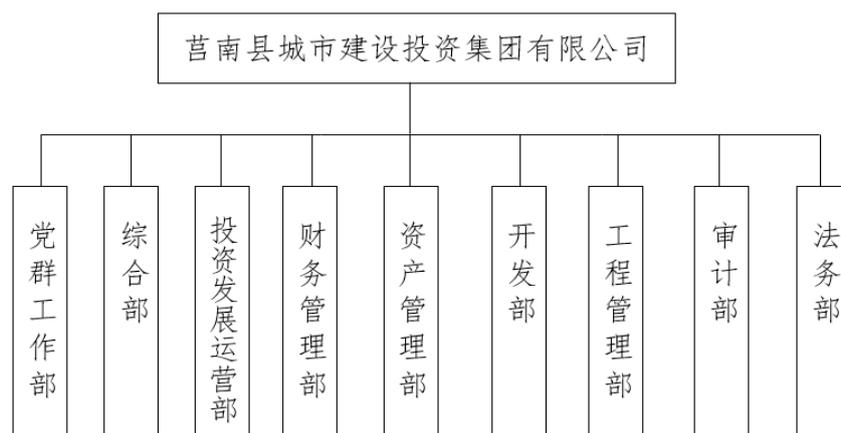
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 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 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东国鑫置业有限公司	2,600.00	100.00%	房地产开发、经营
莒南县信源热力有限公司	500.00	100.00%	热力生产和供应、租赁服务
山东国鑫园林市政工程有限公司	12,000.00	100.00%	建设工程施工、市政设施管理、土地整治服务等
山东国鑫实业有限公司	13,000.00	100.00%	建设工程施工、房地产开发经营、土地整治服务等
莒南县基础设施建设投资有限公司	25,000.00	100.00%	市政设施管理、土地整治服务、矿产资源（非煤矿山）开采等
临沂新莒农生物科技有限公司	5,000.00	100.00%	食用菌、茶叶、花卉等种植
莒南县高铁建设投资有限公司	1,000.00	100.00%	建设工程施工、土地整治服务、停车场服务。

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 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。