

信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0293 号

山东水泊梁山城建投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2022 年山东水泊梁山城建投资有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本债券信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月二十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2022年6月20日

2022年山东水泊梁山城建投资有限公司 公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA	稳定	AAA	2022/6/20	瞿鹏	于堡 吴芳

主体概况

山东水泊梁山城建投资有限公司是济宁市梁山县最重要的基础设施建设主体，承担了梁山县主要的基础设施和棚户区改造项目建设。截至2021年末，公司控股股东为梁山县国有资产事务中心，实际控制人为梁山县人民政府。

债券概况

本债券发行额：不超过10亿元（含），其中基础发行额为人民币5亿元，弹性配售额为人民币5亿元
发行期限：7年期，第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
募集资金用途：募投项目建设及补充营运资金
偿还方式：每年付息一次，分期偿还本金
增信措施：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
保证人：重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA/稳定

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60
	GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	21.60
	GDP 增速	4.00%	1.84		资产负债率	9.00%	9.00
	人均 GDP	4.00%	1.84		全部债务资本化比率	9.00%	7.20
	一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	3.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	1.60		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	2.00
	上级补助收入	4.00%	2.64				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力								
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+
基础模型参考等级							AA		

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AA
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AA
5.增信措施	全额无条件不可撤销连带责任保证担保
6.本债券信用等级	AAA

评级观点

东方金诚认为，近年来济宁市梁山县经济保持增长；公司是梁山县最重要的基础设施建设主体，相关业务具有很强的区域专营性，得到实际控制人及相关方的有力支持；重庆兴农融资担保集团有限公司为本债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性较差，面临较大的资本支出压力，粮食销售业务的开展存在一定不确定性，现金来源对筹资活动依赖较大。综合分析，东方金诚认为，公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，本债券到期不能偿还的风险极低。

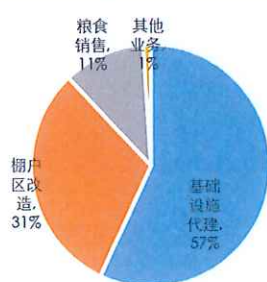
同业对比

项目	山东水泊梁山城建投资有限公司	淄博市博山区国有资产经营有限公司	莒南县城市建设投资集团有限公司	淮安市洪泽区城市资产经营有限公司
地区	济宁市梁山县	淄博市博山区	临沂市莒南县	淮安市洪泽区
GDP (亿元)	264.00	260.1	339.38	394.15
GDP 增速 (%)	6.3	7.1	8.4	10.0
人均 GDP (元)	36130	-	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	21.82	17.57	26.1	22.14
一般公共预算支出 (亿元)	48.21	30.68	52.6	50.59
资产总额 (亿元)	129.79	113.57	153.95	204.22
所有者权益 (亿元)	65.85	37.12	93.70	72.01
营业收入 (亿元)	7.41	8.08	15.31	5.11
利润总额 (亿元)	1.13	1.91	2.16	2.40
资产负债率 (%)	49.27	67.32	39.13	64.74
全部债务资本化比率 (%)	41.09	54.76	20.20	54.82

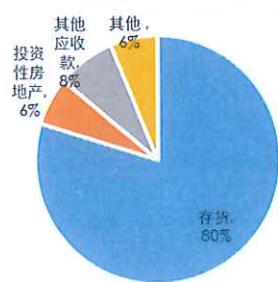
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据均为 2021 年，东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



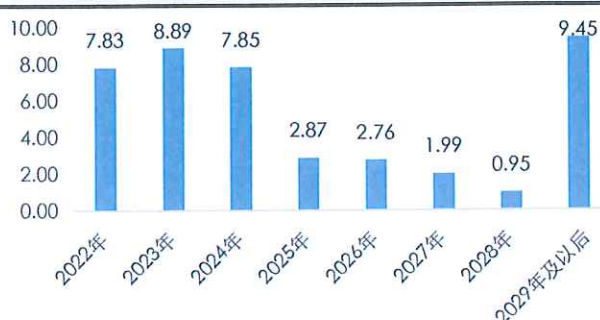
2021 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	101.53	115.32	129.79
所有者权益	52.59	56.39	65.85
营业收入	4.81	5.46	7.41
利润总额	0.83	0.91	1.13
全部债务	42.41	47.74	45.92
资产负债率	48.20	51.10	49.27
全部债务资本化比率	44.64	45.84	41.09

2021 年末公司全部债务结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	济宁市梁山县		
GDP 总量	231.55	240.55	264.00
GDP 增速	4.6	3.8	6.3
人均 GDP (元)	31034	32920	36130
一般公共预算收入	18.01	20.01	21.82
一般公共预算收入增速 (%)	1.3	1.1	9.0
上级补助收入	25.10	24.08	24.26

注: 梁山县 2021 年经济数据来源于 2022 年政府工作报告

优势

- 济宁市下辖梁山县经济保持增长, 形成了专用汽车、出版印刷、食品加工、纺织服装等主导产业, 整体经济实力较强;
- 公司承担了梁山县主要的基础设施建设和棚户区改造项目, 业务具有很强的区域专营性;
- 作为梁山县最重要的基础设施建设主体, 公司在增资、资金注入、资产划拨和政府补助等方面得到实际控制人及相关方的有力支持;
- 重庆兴农融资担保集团有限公司为本债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建和拟建项目投资规模较大, 未来面临很大的资本支出及筹资压力;
- 公司粮食销售业务受下游客户经营状况及采购需求影响很大, 收入逐年下降, 业务开展存在一定的不确定性;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高, 资产流动性较差;
- 公司筹资前净现金流持续净流出, 现金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

考虑到公司在梁山县基础设施建设和棚户区改造领域的重要地位, 预计未来将继续得到实际控制人及相关各方的有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

主体概况

山东水泊梁山城建投资有限公司（以下简称“梁山城投”或“公司”）原名山东水泊城建投资有限公司，成立于2008年9月，由梁山县建筑设计院和梁山县园林处共同出资设立，持股比例分别为60%和40%¹，初始注册资本为5000万元。2012年12月，梁山县建筑设计院和梁山县园林处分别将持有公司的股权全部转让给原梁山县经济投资管理中心²（以下简称“梁山国资中心”），同时公司更为现名。2016年及2018年，公司先后吸收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”）成为公司股东。期间历经多次增资，截至2021年末，公司注册资本为116320.70万元，实收资本为90638.70万元；按注册资本计算，梁山国资中心为公司控股股东，持有公司79.25%股权，农发基金和国开基金分别持股14.13%和6.62%³；公司实际控制人为梁山县人民政府。

公司是济宁市梁山县最重要的基础设施建设主体，承担了梁山县主要的基础设施和棚户区改造项目建设，同时，公司还从事粮食销售等经营性业务。

截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共11家，其中二级子公司4家。

图表1 截至2021年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式	纳入时间
梁山县建业房地产开发有限责任公司	建业房产	1000	100.00	出资购买	2014年
梁山县鲁财土地整理有限公司	鲁财土整	5000	100.00	投资设立	2019年
梁山国有资产运营投资有限公司	梁山国投	10000	100.00	无偿划拨	2017年
梁山中南建设发展有限公司	中南建设	44000	100.00	出资购买	2021年

资料来源：审计报告，东方金诚整理

本债券主要条款及募集资金用途

本债券主要条款

公司拟发行总额不超过10.00亿元（含）的“2022年山东水泊梁山城建投资有限公司公司债券”（以下简称“本债券”），其中基础发行额为5.00亿元，弹性配售额为5.00亿元。本债券为7年期的固定利率债券，设置本金提前偿还条款，即在本债券存续期的第3至第7个年度分别按照募集资金总额的20%偿还债券本金。本债券在存续期的第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，本债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息一次，后5年利息随本金一起支付。

本债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

募集资金用途

本债券基础发行额为5.00亿元，其中3.85亿元用于2018年棚户区改造项目（阳光城市华

¹ 梁山县建筑设计院认缴出资3000万元，持股60%，实缴出资600万元；梁山县园林处认缴出资2000万元，持股40%，实缴出资400万元。

² 政府直属部门，主要负责梁山县国有资产监督管理，已更名为梁山县国有资产事务中心。

³ 2015年-2016年，农发基金对公司合计投资2.59亿元，投资期限均为10年，投资收益为年化1.20%。2015年9月，国开基金对公司投资8700万元，投资期限为20年，投资收益为年化1.20%。农发基金及国开基金未委派董监高参与公司经营管理。截至2021年末，公司已偿还农发基金本金11934万元，已偿还国开基金本金1000万元。按照实质重于形式原则，公司已将未偿还的农发基金、国开基金调整在长期借款科目核算。

府)建设,0.90亿元用于2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)建设,0.25亿元用于补充营运资金。如行使弹性配售选择权,本债券发行总额为10.00亿元,其中7.70亿元用于2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)建设,1.80亿元用于2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)建设,0.50亿元用于补充营运资金。

图表2 本债券募集资金用途(单位:亿元、%)

计划发行规模	募集资金用途	项目总投资	拟使用募集资金规模	募集资金占项目总投资比例	募集资金占本债券金额比例
基础发行额 5.00亿元	2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)	11.10	3.85	34.67	77.00
	2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)	2.80	0.90	32.14	18.00
	补充营运资金	-	0.25	-	5.00
合计	-	13.90	5.00	-	100.00
基础发行额+ 弹性发行额合 计10.00亿元	2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)	11.10	7.70	69.37	77.00
	2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)	2.80	1.80	64.29	18.00
	补充营运资金	-	0.50	-	5.00
合计	-	13.90	10.00	-	100.00

资料来源:公司提供,东方金诚整理

1.阳光城市华府

阳光城市华府项目位于梁山县青年路以南、建设一路以东,由子公司建业房产负责建设,规划建设用地面积9.74万平方米(146.076亩),规划总建筑面积29.20万平方米,其中地上建筑面积22.91万平方米(包括住宅面积21.51万平方米、商业面积1.40万平方米),地下建筑面积6.29万平方米。截至2021年末,该项目建设用地的土地权证已通过出让方式办理。

该项目计划总投资为11.10亿元,其中项目资本金为2.30亿元,占总投资的20.75%。根据《2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)可行性研究报告》,该项目收入包括安置住宅销售收入、商业销售收入和地下停车位销售收入,预计总收入为13.10亿元,总成本费用为12.59亿元,利润总额为0.47亿元,净利润为0.35亿元。

阳光城市华府项目建设期为2年,受新冠肺炎疫情及公司投资计划影响,该项目开工及建设进度有所延迟,实际开工时间为2021年5月,预计于2023年5月完工。截至2021年末,阳光城市华府项目已完成投资2.48亿元,投资进度为22.29%。

2.阳光城市花园

阳光城市花园项目位于济宁市梁山县城区,东临水泊西路,南临人民南路,西、北均临梁山县第二实验小学,亦由子公司建业房产负责建设,占地面积1.55万平方米(23.2亩),规划总建筑面积6.50万平方米,其中地上建筑面积5.02万平方米(包括住宅面积4.69万平方米,商业面积0.33万平方米),地下建筑面积1.48万平方米;拟新建住宅商业楼6栋、风雨操场和运动场各1处。截至2021年末,该项目建设用地的土地权证已通过出让方式办理。

该项目计划总投资为2.80亿元,其中项目资本金为1.00亿元,占总投资的35.71%。根据《2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)可行性研究报告》,该项目收入包括安置住宅销售收入、商业销售收入和地下停车位销售收入,预计总收入为3.15亿元,成本费用为3.12亿元,利润总额为195.17万元,净利润为146.38万元。

阳光城市华府项目建设期为2年,实际开工时间为2021年6月,预计于2023年6月完工。截至2021年末,阳光城市华府项目已完成投资0.91亿元,投资进度为32.67%。

图表3 本债券募投项目政府批复情况

文件名称	批复/审核机关	批文时间
阳光城市华府		
关于《2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)可行性研究报告》的批复(梁审服投字[2019]11号)	梁山县行政审批服务局	2019.6.28
建设用地规划许可证(地字第3708322020022号)	梁山县行政审批服务局	2020.12.25
不动产权证书(鲁(2020)梁山县不动产权第0005032号)	梁山县自然资源和规划局	-
关于《2018年棚户区改造项目(阳光城市华府)可行性研究报告》批复的变更	梁山县行政审批服务局	2022.4.19
不动产权证书(鲁(2022)梁山县不动产权第0006066号)	梁山县自然资源和规划局	-
阳光城市花园		
关于《2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)可行性研究报告》的批复(梁审服投字[2019]16号)	梁山县行政审批服务局	2019.7.8
建设用地规划许可证(地字第3708322020003号)	梁山县行政审批服务局	2020.3.10
不动产权证书(鲁(2020)梁山县不动产权第0000489号)	梁山县自然资源和规划局	-
关于《2018年棚户区改造项目(阳光城市花园)可行性研究报告》批复的变更	梁山县行政审批服务局	2022.4.19

资料来源:公司提供,东方金诚整理

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行,基建投资发力稳定经济大盘,一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起,并波及全国。一季度宏观数据大幅波动,其中3月消费受到严重冲击,社会消费品零售总额同比负增长,而基建投资则延续年初强势,出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%,低于今年“5.5%左右”的增长目标,显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点,主要原因是上年同期基数走低(以两年平均增速衡量)。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下,一季度工业增加值累计同比增长6.5%,明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响,一季度国内消费增速明显偏低,特别是在3月疫情发酵后,商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是,一季度楼市延续下滑,头部房企风险仍在暴露,正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来,疫情冲击在4月会有进一步体现,居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响,经济下行压力还将加大。但与此同时,政策面对冲力度也在相应增强,其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高,预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下,下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是,受俄乌战争推高国际油价等因素影响,3月PPI同比涨幅达到8.3%,回落幅

度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城

投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1. 济宁市

济宁市为山东省下辖地级市，位于山东省西南部，东邻临沂市，西与菏泽市接壤，南面是枣庄市和江苏省徐州市，北面与泰安市交界，是山东省政府批复的淮海经济区中心城市之一。截至2021年末，济宁市下辖2区（任城区、兖州区），7县⁴，代管2个县级市（曲阜市、邹城市）；设有15个经济开发区，包括济宁国家级高新区和14个省级开发区，总面积为11187平方公里，常住人口为833.7万人。

济宁市是鲁西南片区重要工业城市，整体经济水平处于山东省中上游水平，经济实力很强

济宁市是淮海经济区中心城市，地处北京和上海分割点，交通便利。京沪高铁曲阜站至北京2小时、至上海3小时；鲁南高铁在济宁境内设有6个站点。同时，济宁市位于鲁南发展片区与京沪高铁沿线发展片区交汇点，在山东省两横两纵融合发展规划中具有重要的区位优势。

作为山东省重要的煤炭能源基地，济宁市煤炭储量250多亿吨，为全国重点开发的八大煤炭基地之一，稀土储量居全国第二位，为经济发展提供了有力支撑。从经济总量上看，济宁市整体经济水平处于山东省中上游水平，2021年实现地区生产总值5070.0亿元，在山东省16个地级市中排名第6位，经济实力很强。从产业结构来看，近年来济宁市产业结构不断优化，以第二、三产业为主。

⁴ 微山县、鱼台县、金乡县、嘉祥县、汶上县、泗水县、梁山县。

图表 4 济宁市主要经济指标及对比情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	4370.17	3.8	4494.31	3.6	5070.0	8.5
人均 GDP (元)	52331	-	53773 ⁵	-	60728	8.6
规模以上工业增加值	-	1.4	-	5.9	-	13.1
第二产业增加值	1760.01	-0.2	1761.69	3.6	2034.6	8.2
第三产业增加值	2106.32	8.6	2207.01	3.8	2451.6	8.8
三次产业结构	11.3: 42.3: 46.4		11.7: 39.2: 49.1		11.5: 40.1: 48.4	
全社会固定资产投资	-	-3.6	-	3.2	-	12.4
社会消费品零售总额	-	2.2	2127.30	-1.2	2459.6	15.6
进出口总额	461.79	8.3	545.14	18.3	678.7	24.6

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

依托丰富的能源资源, 济宁市形成了煤炭开采、装备制造、电力生产等支柱产业, 但作为资源型城市, 近年来面临较大新旧动能转换和环保政策压力; 济宁市服务业发展较快, 逐渐成为地区经济增长的主要动力

依托丰富的煤炭、稀土等能源资源, 济宁市形成了煤炭开采、装备制造、电力生产等支柱产业, 建成了煤化工、工程机械、生物技术、纺织新材料、汽车零配件、光电特色产业、电子信息等多个国家级产业基地; 兖矿集团位列世界 500 强第 295 位, 太阳纸业、华勤集团等企业进入中国企业 500 强, 工业实力很强。2021 年, 济宁市规模以上工业增加值同比增长 13.1%, 轻重工业增加值之比为 21.3: 78.7; 原煤产量 5365.8 万吨、年发电量 472.7 亿千瓦时, 对外输出电力 82.9 亿千瓦时; 从三大门类看, 采矿业增长 9.3%, 制造业增长 15.7%, 电力、燃气及水的生产和供应业增长 7.2%。

在新旧动能转换和产业升级背景下, 济宁市工业经济目前处于转型时期, 正着力发展以信息技术、高端装备、医养健康、新材料新能源为主导的新兴产业, 2019 年~2021 年, 高新技术产业产值占规模以上工业比重分别为 30.7%、39.8%、40.7%。

近年来, 济宁市服务业保持增长, 2021 年批发零售业、房地产业、交通运输仓储邮政业分别实现增加值 774.1 亿元、218.5 亿元、187.9 亿元, 同比增长 14.4%、7.5%、9.1%。近年来, 济宁市房地产开发投资和商品房销售额保持快速增长, 推动第三产业发展。2019 年~2021 年, 济宁市房地产开发投资额分别为 457.1 亿元、505.6 亿元和 584.9 亿元, 同比增长 13.9%、10.6%、15.7%; 实现商品房销售面积 991.3 万平方米、1111.4 万平方米、1230.8 万平方米, 商品房销售额分别为 616.9 亿元、732.9 亿元、859.1 亿元, 同比增长 12.3%、18.8%、17.2%。交通物流方面, 济宁市 2021 年公路货运量 30405 万吨, 港口吞吐量 4600.2 万吨, 水路货运量 3355 万吨, 航运货邮吞吐量 2662.9 吨, 全市快递业务收入为 18.6 亿元。此外, 济宁市拥有世界文化遗产 2 处 (曲阜“三孔”和京杭大运河), 国家级重点文物保护单位 19 处, 2021 年旅游业有所复苏, 共接待游客 6373.2 万人次, 实现旅游收入 632.5 亿元, 增长 39.6%。

⁵ 按第七次普查的常住人口 8357897 人测算。

2.梁山县

梁山县位于山东省西南部，地处山东、河南两省和济宁、泰安、菏泽、濮阳四市交界处。截至2021年末，梁山县下辖2个街道（梁山街道、水泊街道）、10镇⁶、2乡（赵固堆乡、大路口乡）和1个省级经济开发区（梁山经济开发区），总面积为964平方公里；根据第七次人口普查数据，梁山县常住人口为73.07万人。

近年来，梁山县经济保持增长，产业结构以二、三产业为主，第一产业占比较高，主导产业为专用汽车、出版印刷、食品加工、纺织服装等，整体经济实力较强

截至本报告出具日，梁山县政府尚未公布2021年统计公报。根据梁山县2022年政府工作报告，2021年，梁山县实现地区生产总值264亿元，增长6.3%；经济总量在济宁市下辖11个区县中排第6位，产业结构以二、三产业为主，第一产业占比较高。

作为济宁市唯一的黄河滩区县，梁山县农业发展基础坚实。2020年，梁山县农作物总播种面积146.66万亩，粮食总产61.50万吨，主要农作物有粮食、棉花、油料作物等，为食品加工业和纺织服装业提供了原料基础。

近年来，受新旧动能转换影响，梁山县规模以上工业增加值增速有所放缓。2020年，梁山县规模以上工业企业共192家，规模以上工业增加值增长5.8%，其中轻工业增长5.2%，重工业增长6.2%。

梁山县主导产业主要为专用汽车、出版印刷、食品加工、纺织服装业等。其中，专用汽车业主要生产改装车、半挂车等特种车以及汽车车斗等产品，重点企业有梁山华宇汽车集团、山东曙岳车辆、梁山天成机械等，是当地经济的主要支撑。出版印刷方面，梁山县是国家级助学读物研制产业基地，主要研发、印刷中小学教辅资料，代表性企业有金榜苑公司、天成公司等。食品加工及纺织服装业是梁山县的传统产业，稀土加工业发展较快，先后引入江苏金石稀土、中稀天马、天津瑞卡地等企业，对含稀土、钴、锂的工业废料和电子淘汰设备进行加工利用。

在房地产、外贸等产业带动下，梁山县第三产业占比逐年提升。梁山县拥有国家4A级旅游景区水泊梁山风景区，但受疫情影响，近年来旅游消费出现下滑，2021年旅游总收入为10.36亿元。近年来，梁山县积极推进梁山钢铁物流加工基地项目，建设现代物流交易中心、煤炭交易中心，现代物流业发展较快，2021年梁山港到发量达1400万吨，实现营业收入58亿元。

初步统计，2022年1~3月，梁山县实现地区生产总值58.86亿元，同比增长5.0%；规模以上工业增加值增长5.9%；规模以上工业总产值为58.40亿元，同比增长7.19%。其中，专用汽车下降23.68%；绿色食品下降48.05%；稀土新材料增长292.23%。

⁶ 拳铺镇、小路口镇、韩岗镇、杨营镇、韩垓镇、馆驿镇、小安山镇、寿张集镇、黑虎庙镇、马营镇。

图表 5 梁山县主要经济指标及对比情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	231.55	4.6	240.55	3.8	264	6.3
人均地区生产总值 (元) ⁷	31034		32920		36130	
规模以上工业增加值	-	3.7	-	5.8	-	-
第二产业增加值	83.24	1.5	82.00	1.3	-	-
第三产业增加值	95.24	10.2	101.47	6.7	-	-
三次产业结构	22.9: 36.0: 41.1		23.7: 34.1: 42.2			-
全社会固定资产投资	-	1.8	-	3.9	-	7.7
社会消费品零售总额	125.53	0.4	114.76	-0.7	-	-
进出口总额	7.90	21.4	13.25	67.8	22.0	-

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

财政状况

1. 济宁市

济宁市一般公共预算收入保持增长, 政府性基金收入增长较快, 财政实力很强

2019 年~2021 年, 济宁市财政收入⁸持续增长, 以一般公共预算收入和政府性基金收入为主。其中, 税收收入占一般公共预算收入的比重逐年提升, 分别为 74.74%、73.31%和 75.32%。2021 年, 济宁市完成工业税收 133 亿元, 同比增长 3%, 但电力行业减收较大; 房地产、金融业等服务业税收为 173 亿元, 增长 17%, 成为拉动济宁市税收增长的主要动力。

济宁市政府性基金收入增长较快, 主要来自于国有土地使用权出让收入, 易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响, 未来存在一定的不确定性。此外, 济宁市持续获得上级政府大力支持, 上级补助收入对财政收入形成了重要补充。

支出方面, 2019 年~2021 年, 济宁市一般公共预算支出逐年增长, 刚性支出⁹占比在 50%以上; 同期, 济宁市财政自给率¹⁰分别为 60.69%、59.19%和 60.57%, 财政自给程度一般。截至 2021 年末, 济宁市政府债务余额 1345.17 亿元, 其中, 一般债务余额 509.06 亿元, 专项债务 836.11 亿元。

⁷ 2020 年及 2021 年按常住人口测算。

⁸ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

⁹ 刚性支出包括: 一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生 4 项支出。

¹⁰ 财政自给率=财政收入/财政支出。

图表 6 济宁市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	405.01	411.78	440.5
其中：税收收入	302.72	301.86	331.8
非税收入	102.30	99.92	108.7
一般公共预算收入增速（%）	1.2	1.7	7.0
政府性基金收入	402.92	461.27	-
上级补助收入	231.31	240.20	-
财政收入	1039.24	1113.26	-
一般公共预算支出	667.30	695.69	727.2
政府性基金支出	436.71	625.03	-
上解上级支出	64.51	68.90	-
财政支出	1168.52	1389.62	-

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2.梁山县

梁山县一般预算收入小幅增长，上级补助和政府性基金收入占比较高，财政实力较强

2019 年~2021 年，梁山县一般公共预算收入增长分别为 1.3%、1.1%和 9.0%，其中税收收入占比为 84.83%、79.21%和 78.97%；政府性基金收入增长较快，主要来自于国有土地使用权出让收入；上级政府对梁山县支持力度较大，近年来上级补助收入规模较大。

图表 7 梁山县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	18.01	20.01	21.82
其中：税收收入	15.28	15.85	17.23
非税收入	2.73	4.16	4.59
上级补助收入	25.10	24.08	24.26
政府性基金收入	24.02	24.59	46.59
财政收入	67.13	68.68	92.68
一般公共预算支出	44.05	45.61	48.21
政府性基金支出	24.95	34.19	54.66
上解上级支出	7.06	6.40	6.23
财政支出	76.07	86.20	109.09

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2019 年~2021 年，梁山县财政支出增长较快，刚性支出占一般公共预算支出的比重在 60%左右；政府性基金支出增长较快，主要是用于征地拆迁补偿、棚户区改造、城市公共设施、农村基础设施建设、移民补助等支出增长所致。同期，梁山县财政自给率分别为 40.89%、43.88%和 45.27%，财政自给程度较低。截至 2021 年末，梁山县地方政府债务余额为 69.03 亿元，其中，一般债务余额 22.95 亿元，专项债务余额 46.08 亿元。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来源于基础设施及棚户区改造业务、粮食销售，营业收入及毛利润保持增长

公司是济宁市梁山县最重要的基础设施建设主体，承担了梁山县主要的基础设施建设和棚户区改造项目。此外，公司还从事粮食销售等经营性业务。

近年来，公司营业收入保持增长，收入来源主要为基础设施及棚户区改造业务、粮食销售业务。其中，粮食销售业务受下游客户经营状况及采购需求影响很大，收入逐年下降。

2019年~2021年，公司毛利润和毛利率逐年增长，主要系毛利率相对较高的基础设施建设和棚户区改造收入规模增长所致。

图表 8 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：万元、%）

类别	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施代建	1.20	24.98	0.95	17.39	4.24	57.18
棚户区改造（代建）	0.25	5.14	1.43	26.19	1.53	20.62
棚户区改造（定向销售）	0.99	20.54	1.05	19.25	0.77	10.43
粮食销售	2.28	47.33	1.94	35.61	0.81	10.93
其他业务	0.10	2.01	0.09	1.56	0.06	0.85
合计	4.81	100.00	5.46	100.00	7.41	100.00
类别	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施代建	0.17	14.17	0.13	14.17	0.60	14.17
棚户区改造（代建）	0.04	14.17	0.20	14.17	0.22	14.17
棚户区改造（定向销售）	0.12	11.77	0.17	15.92	0.14	18.43
粮食销售	0.01	0.52	0.01	0.45	0.03	3.25
其他业务	-0.14	-142.41	-0.14	-169.98	-0.17	-278.03
合计	0.20	4.07	0.37	6.74	0.81	10.95

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

公司是梁山县最重要的基础设施建设主体，承担了梁山县范围内主要的道路、学校、市政工程等项目建设，业务具有很强的区域专营性

公司基础设施建设业务由公司本部和子公司梁山国投负责，采用委托代建模式。其中，公司本部主要负责梁山县城区范围的道路、市政工程等项目建设，梁山国投主要负责学校建设，区域专营性很强。

根据公司与梁山县人民政府（以下简称“梁山县政府”）签订的委托代建框架协议，公司代建项目资金来源于公司自筹资金和财政注入资金¹¹。项目完工并验收合格后，公司将所建项目移交给梁山县政府，政府对已完工项目进行成本审计，根据审定的项目建设成本加成 20% 与公司结算，由梁山县财政局在规定时间内结算工程款，公司据此确认代建收入并结转成本。

¹¹ 财政资金于项目立项阶段拨付到公司，计入资本公积。

近三年，公司确认收入的基础设施项目主要为城乡供水一体化工程、凤凰绿地公园和凤凰山小学工程。其中，城乡供水一体化工程总投资为 3.27 亿元，总设计供水能力 8.5 万立方米/天，总供水人口 85.78 万人，项目建成后将显著改善梁山县农村自来水供水问题。考虑到该项目涉及到的梁山县农村区域较多，故拆分为若干子项目，梁山县财政局以子项目为单位每年进行验收决算，2019 年~2021 年公司分别确认代建收入 1.20 亿元、0.95 亿元和 1.01 亿元。凤凰绿地公园和凤凰山小学工程项目总投资分别为 2.21 亿元、0.55 亿元，梁山县财政局于 2021 年对上述两个项目验收决算，确认公司代建收入共 3.22 亿元。公司基础设施建设业务毛利率均为 14.17%。

公司在建及拟建的基础设施项目投资规模较大，对公司形成较大的资本支出压力

截至 2021 年末，公司主要在建的基础设施项目计划总投资 57.07 亿元，尚需投资 41.33 亿元。在建项目中，省改线项目即 G220 东深线及 S321 枣梁线梁山绕城段改建工程，全长 33.01 公里，计划总投资 8.29 亿元，由公司自筹解决。

梁山县人民医院新院区和养老健康项目包括梁山县人民医院新院区和梁山县养老健康项目 2 个项目，建设资金均为梁山县财政资金。人民医院新院区占地面积为 13.33 万平方米（200.00 亩），建设内容为一座三级一等综合性医院，计划投资 16.50 亿元。养老健康项目位于梁山县新城，占地面积 7.22 万平方米（108.23 亩），养老区拟设置床位 1000 床，包括养老公寓和康复中心各 500 床位，计划投资 3.66 亿元。

图表 9 截至 2021 年末公司主要在建的基础设施项目（单位：亿元）

项目	建设主体	计划总投资		累计投资	尚需投资
		自筹资金	财政资金		
实验中学东校区	梁山国投	3.72	-	3.43	0.29
梁山二中	梁山国投	1.60	-	1.06	0.54
北关移民小学	梁山国投	1.55	-	0.71	0.84
郑垓小学	梁山国投	0.50	-	0.14	0.36
郝山头小学	梁山国投	0.75	-	0.11	0.64
梁山一中	梁山国投	0.97	-	0.10	0.87
梁山县政务服务中心	公司本部	3.60	-	2.90	0.70
梁山县镇村水污染治理	公司本部	3.07	-	2.51	0.56
梁山县文体中心建设工程（体育场馆）	公司本部	1.02	0.68	1.50	0.20
龟山河综合治理	公司本部	3.96	1.10	1.49	3.57
国省道改线项目	公司本部	8.29	-	0.96	7.33
开发区管网	公司本部	2.40	0.49	0.40	2.49
中银大厦	公司本部	1.57	-	0.23	1.34
水浒故城生态停车场	公司本部	0.98	-	0.14	0.84
廉政教育中心	公司本部	0.66	-	0.06	0.60
梁山县人民医院新院区和养老健康项目	公司本部	0.00	20.16	0.00	20.16
合计	-	34.64	22.43	15.74	41.33

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司暂无拟建基础设施项目。

棚户区改造

公司是梁山县唯一的棚户区改造主体，业务具有很强的区域专营性

受梁山县政府委托，公司负责梁山县范围内的棚户区改造项目建设，是梁山县唯一的棚户区改造主体，业务具有很强的区域专营性。公司棚改业务由公司本部及子公司建业房产负责，业务模式包括委托代建和定向销售两种。

委托代建模式下，公司就棚户区改造项目与梁山县政府签订委托代建框架协议¹²，通过自筹资金以及财政注入资金¹³进行征地补偿、拆迁安置及工程建设等。其中，公司本部负责前期拆迁、土地开发与整理、安置房建设等工作，子公司建业房产仅负责安置房建设。待项目完工并验收合格，安置房移交给县政府，县政府按照审定的工程造价款和约定的期限支付代建费。在实际操作中，对于投资额较大的棚改项目，梁山县政府每年度对公司当年完工部分进行验收审计，公司以此确认棚户区改造代建收入并结转成本。

近年来公司采用委托代建模式确认收入的棚户区改造项目主要为黄河滩区脱贫与迁建民生工程、流畅河社区（城中村）改造项目，2019年~2021年分别确认收入0.25亿元、1.43亿元和1.53亿元，毛利率均为14.17%。

图表 10 近年来公司委托代建模式下的棚户区改造项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目	结转成本	确认收入
2019年	2017年棚户区改造项目12片区-石棉厂	2122.85	2473.22
	梁山县流畅河社区（城中村）改造项目	7036.83	8198.25
2020年	黄河滩区与迁建民生工程	2358.01	2747.19
	梁山县棚户区改造（惠馨苑小区）项目	2882.01	3357.68
2021年	黄河滩区脱贫与迁建民生工程	13111.20	15275.18
合计	-	27510.90	32051.52

数据来源：公司提供，东方金诚整理

定向销售模式下，公司本部及建业房产均通过招拍挂方式取得土地使用权并进行安置房建设，资金来源为公司自筹。其中，部分棚改片区（包括12片区、酒厂片区、轴承厂片区、徐集片区、惠新苑、崇文小区等）的拆迁与土地整理由公司本部基于委托代建模式进行，地块达到收储条件后由梁山县土地储备中心收储，梁山县财政局支付公司代建费以覆盖前期成本。在安置房建设阶段，公司本部及建业房产再通过招拍挂方式取得该片区的使用权并进行相关建设。其他棚改片区土地整理由政府委托给山东土地城乡融合发展集团有限公司¹⁴负责，公司本部及建业房产通过招拍挂取得相关地块土地使用权后进行安置房建设。项目完工后，公司按照政府指导价格向安置户等特定人群销售；对于剩余房源和商业配套部分，公司可按照市场价格进行市场化销售，以销售收入平衡公司的建设成本。

2019年以来，公司定向销售部分主要系面向棚改拆迁户的棚户区改造住宅类回迁房，毛利率逐年提升。其中，和谐家园项目销售毛利率较高主要系销售房源中存在较多底商及门面房，

¹² 2013年12月20日，公司与梁山县政府签订梁山县委托建设协议，公司承担梁山县基础设施建设与棚户区改造工作。

¹³ 包括征地补偿、拆迁安置和项目建设等资金。财政资金于项目立项阶段拨付到公司，计入资本公积。

¹⁴ 成立于2018年5月，由山东省土地发展集团有限公司出资设立，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。该公司注册地为山东省济南市历下区，主要从事山东省省级及重点战略项目的土地开发、整理和经营业务。

公司在梁山县城市建设指挥部的指导下（梁国资发[2019]61号）¹⁵将其对外拍卖，公司成本仅为工程尾款。

图表 11 近年来公司定向销售模式建设的棚户区改造项目确认收入情况（单位：万元、%）

项目名称	确认收入	结转成本	毛利率
和谐家园项目	498.45	204.96	58.88
汇豪庭项目	5808.72	5417.14	6.74
翰林苑小区	2379.29	1913.69	19.57
文昌阁-石棉厂回迁楼	1187.63	1176.07	0.97
2019 年小计	9874.09	8711.85	11.77
梁山县黄河滩区脱贫与迁建民生项目	6727.79	5488.09	18.43
酒厂家属院	2150.11	1962.16	8.74
翰林苑小区	1631.55	1385.98	15.05
2020 年小计	10509.44	8836.23	15.92
梁山县黄河滩区脱贫与迁建民生项目	7724.87	6301.18	18.43
2021 年小计	7724.87	6301.18	18.43

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建棚改项目尚需投资规模较大，对公司形成很大的资本支出及筹资压力

截至 2021 年末，公司主要在建棚改项目主要有本债券募投项目、2017 年棚户区改造项目 12 片区¹⁶、惠馨苑小区、黄河滩区脱贫与迁建民生工程、阳光城市浒岸等，计划总投资 152.76 亿元，累计已投资 86.59 亿元，尚需投资 66.17 亿元，公司资本支出及筹资压力很大。

在建项目中，2017 年棚户区改造项目 12 片区项目涉及用地面积 87.17 万平方米，拆迁户数 6071 户，项目资金均由公司自筹解决。惠馨苑小区规划建筑面积 82.13 万平方米，计划总投资 21.70 亿元，包含 3.98 亿元的财政资金。黄河滩区脱贫与迁建民生工程项目是山东省重点民生工程，包括赵垆堆乡翠屏家园社区和小路口镇黄河新苑社区 2 个项目，计划总投资分别为 11.54 亿元和 17.12 亿元，项目资金由中央财政补助、省级财政补助、土地增减挂钩结余及公司自筹等方式解决；安置户数共 6337 户，总建筑面积 120.67 万平方米。阳光城市浒岸系 2018 年山东省级棚户区改造项目，计划总投资 29.20 亿元，计划建设周期 48 个月，建设资金由公司自筹解决。

¹⁵ 和谐家园原建设主体为梁山县建筑工程公司，施工时间 2012 年 7 月 30 日至 2013 年 5 月 19 日。其中，和谐家园部分房屋属于抵顶欠款且无房产证、位置较差的房产，根据梁山县城市建设指挥部重点工作会议纪要，由公司进行对外拍卖，未结清工程款由公司支付。2018 年和谐家园销售收入为 5872.61 万元，毛利率为 38.15%。

¹⁶ 2017 年棚户区改造项目 12 片区分别为石棉厂片区、幸福街片区、蓝天集团片区、温州步行街片区、后集村片区、后集新城片区、造纸厂片区、汽车站片区、马庄天马片区、前孙庄片区、吕哑口村片区、矿柱林片区。

图表 12 截至 2021 年末公司主要在建的棚户区改造项目（单位：亿元）

项目	计划总投资		累计已投资	尚需投资	业务模式
	自筹	财政			
惠馨苑小区	17.72	3.98	20.86	0.84	委托代建
杏花村苑	4.12	6.40	1.63	8.89	委托代建
城中村流畅河社区	3.12	0.93	3.74	0.31	委托代建
徐集片区	2.58	0.42	0.65	2.35	委托代建
崇文回迁安置小区	1.30	-	0.52	0.78	委托代建
幸福街小区一期	2.50	-	2.47	0.03	委托代建
惠民小区三期公租房	0.30	-	0.28	0.02	委托代建
黄河滩区脱贫与迁建民生工程	24.38	4.28	19.69	8.97	委托代建+定向销售
2017 年棚户区改造项目 12 片区	31.18	-	30.28	0.90	委托代建
翰林苑小区	1.45	-	1.43	0.02	定向销售
阳光城市花园	2.80	-	0.91	1.89	定向销售
阳光城市华府	11.10	-	2.48	8.62	定向销售
幸福街小区二期	4.00	-	0.60	3.40	委托代建
阳光城市水岸	29.20	-	0.46	28.74	委托代建
酒厂家属院	1.00	-	0.59	0.41	定向销售
合计	136.75	16.01	86.59	66.17	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司无拟建棚户区改造项目。

粮食销售

公司是梁山县主要的粮食购销主体，但该业务受下游客户经营状况及采购需求影响很大，收入逐年下降，业务开展存在一定的不确定性

公司粮食销售业务由梁山国投子公司梁山县金丰粮油收储有限公司（以下简称“金丰粮油”）负责，主要销售产品为玉米和小麦。金丰粮油为 2005 年原梁山县粮食系统破产后，政府统一接管其下属 11 个粮管所而成立，2017 年随梁山国投一并划入公司。梁山县内有多家从事粮食购销业务的企业，但业务规模和销售收入均低于金丰粮油。

玉米贸易的主要客户为梁山菱花生物科技有限公司（以下简称“菱花生物”），业务模式为，金丰粮油联合梁山县 45 个乡镇粮食收购点进行玉米收购，每月根据菱花生物收购价格与乡镇收购点确认粮食收购价格，进行统一收购后暂时储存，待销售时运输车队负责将粮食运输到指定地点，从中收取采购、保管、仓储、运输等费用，以此作为公司粮食销售收入。

小麦方面，金丰粮油在国家启动小麦最低保护性价格时从事小麦的收购业务，收购后与中央储备粮济宁直属库有限公司进行交易并收取仓储、保管等费用。由于小麦收购与销售不属于公司经常性业务，公司将该项收入计入其他收益，未确认为粮食销售收入。

2019 年~2021 年，公司粮食销售收入分别为 2.28 亿元、1.94 亿元、0.81 亿元，2021 年降幅明显主要系菱花生物收购需求大幅减少所致。2021 年下半年起，菱花生物因经营困难并多次被列入被执行人名单，公司已停止与其合作所致；2021 年 12 月，公司与山东百安瑞食品加工有限公司（以下简称“百安瑞食品”）签订了玉米供货合同，2022 年一季度已完成玉米供应

8.29 万吨。考虑到百安瑞食品成立时间较短，在梁山当地购销市场的占有率较低，公司后续供货需求存在一定的不确定性。总的来看，公司下游客户单一且该业务受下游客户经营状况及采购需求影响很大，存在较大的市场风险。

图表 13 近年来公司粮食销售情况（单位：万元）

供应商	主要产品	采购金额		
		2019 年	2020 年	2021 年
农户	玉米	22636.86	19356.79	7835.96
农户	小麦	89.72	-	-
合计	-	22726.58	19356.79	7835.96

客户名称	主要产品	销售金额		
		2019 年	2020 年	2021 年
梁山菱花生物科技有限公司	玉米	22754.27	19443.48	8098.82
中央储备粮济宁直属库有限公司	小麦	97.19	-	-
合计	-	22851.46	19443.48	8098.82

数据来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务主要为租赁业务，由公司本部和子公司梁山国投负责。公司用于出租的房产主要为政府无偿注入及公司外购的投资性房地产。

近年来公司租赁业务收入保持增长，2019 年~2021 年分别实现租赁收入 941.80 万元、850.17 万元、626.55 万元，毛利率为-146.00%、-170.87%、-278.03%，毛利率为负主要系 2018 年 11 月购入房产水泊商务中心并采用成本法进行后续计量，租赁收入无法覆盖折旧费用所致。该商务中心总建筑面积 62074.44 平方米，购入成本为 6.94 亿元，由梁山县机关事务管理局代公司统一进行出租与商业物业管理，出租率为 100%，但由于租金水平较低，无法覆盖折旧费用，公司租赁业务持续亏损。

外部支持

作为梁山县最重要的基础设施建设主体，公司在增资、资金注入、资产划拨和财政补助等方面得到实际控制人及相关方的有力支持

公司是济宁市梁山县最重要的基础设施建设主体，承担了梁山县主要的基础设施建设和棚户区改造项目，得到了实际控制人及相关各方的有力支持。梁山县从事基础设施建设的主体还包括梁山水浒文化旅游股份有限公司（以下简称“梁山文旅”）¹⁷和梁山县顺畅交通发展有限公司，分别从事梁山县景区文化设施建设和少量道路桥梁建设工作，资产规模与业务规模均较小。

增资方面，截至 2021 年末，公司实收资本从成立之初的 0.10 亿元增长至 9.06 亿元，均为梁山国资中心缴纳。

资金注入方面，截至 2021 年末，梁山县政府累计向公司注入项目建设资本金 49.89 亿元（计入资本公积）。

资产划拨方面，2017 年 12 月，梁山县经济投资管理中心将其所持有的梁山国投股权无偿

¹⁷ 梁山国资中心全资子公司，成立于 2008 年，主要从事水浒文化旅游资源开发和景区景点建设开发及项目投资，注册资本为 1 亿元。

划转给公司（梁经投[2017]31号），股权价值1.00亿元（计入资本公积）。同时梁山国投持有的下属子公司梁山民鑫农业开发有限公司、梁山县财金融资担保有限公司、梁山水浒文化旅游股份有限公司全部股权无偿划出，公司对上述拟划入公司无控制权或重大影响。截至2021年末，梁山县政府累计向公司注入房产及设备1.99亿元¹⁸（计入资本公积）。

财政补贴方面，2019年~2021年，公司分别获得梁山县政府财政补贴收入7840.19万元、7478.64万元和7894.42万元（计入其他收益），主要为基础设施建设及粮食购销补贴。

图表 14 截至 2021 年末公司获得政府及相关方的支持情况（单位：万元）

划拨方	支持类型	划拨时间	账面价值
梁山县政府	房产 27 处	2013 年	19813.20
梁山县政府	机械设备	2009 年	56.35
合计	-	-	19869.55
梁山县财政局	项目建设资本金	2017 年及之前	211808.63
梁山县财政局	项目建设资本金	2018 年	94226.73
梁山县财政局	项目建设资本金	2019 年	87344.16
梁山县财政局	项目建设资本金	2020 年	21218.31
梁山县财政局	项目建设资本金	2021 年	84339.51
合计	-	-	498937.34
梁山县政府	梁山国投股权	2017 年	10000.00
合计	-	-	10000.00
梁山县财政局	财政补贴	2018 年	5063.37
梁山县财政局	财政补贴	2019 年	7840.19
梁山县财政局	财政补贴	2020 年	7478.64
梁山县财政局	财政补贴	2021 年	7894.42
合计	-	-	28276.62

资料来源：公司提供，东方金城整理

考虑到公司在梁山县基础设施建设及棚户区改造领域的重要地位，预计未来将继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

企业管理

产权结构

截至 2021 年末，公司注册资本为 116320.70 万元，实收资本为 90638.70 万元，梁山国资中心为公司控股股东，梁山县政府为公司实际控制人。

治理结构

公司按照公司法及相关法律、法规要求，制定了公司章程，建立了以股东会、董事会和监事会为基础的法人治理结构。

公司设股东会，股东会是公司最高权力机构，其中农发基金已全权委托中国农业发展银行行使股东权利，由中国农业发展银行济宁市分行具体行使。

公司设董事会，成员为 3 人，其中 2 名董事由梁山国资中心委派，1 名职工董事由职工代

¹⁸ 划入土地使用权及房产 1.99 亿元，划出土地使用权及房产 0.28 亿元。

表大会选举产生。董事会设董事长1人、副董事长1人，由出资人在董事会成员中指定。公司设监事会，监事会成员5人，其中1名由梁山国资中心委派，4名职工监事由职工代表大会选举产生。

公司设总经理1名，负责主持日常生产经营管理工作。

管理水平

公司本部下设办公室、财务部、投融资部、工程部、销售部等5个部门，部门设置较为合理，职责清晰。在财务管理方面，公司制定了《公司财务管理制度》，对人员的职责、各项经费的审批管理、收支管理、费用管理以及会计核算等工作等做了详细的规定。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度能够满足日常经营管理需要。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年~2021年的合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年~2020年财务数据进行了联审，对2021年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2019年，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，2020年新投资设立1家梁山县卓越物业管理有限责任公司，2021年新增3家¹⁹、注销2家。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共11家，其中二级子公司4家。

资产构成与资产质量

公司资产总额保持增长，但流动资产中变现能力较差的存货占比很高，资产流动性较差

近年来，公司资产总额逐年增长，资产结构以流动资产为主。2019年~2021年末，流动资产占资产总额的比重分别为89.75%、91.18%和92.39%，主要由存货、其他应收款等构成。

¹⁹ 新增3家分别为梁山中南建设发展有限公司（购买）、梁山财信项目管理有限公司（投资设立）、梁山财信商贸有限公司（投资设立）；注销2家分别为梁山县绿地置业有限责任公司、梁山绿地停车运营管理有限公司。

图表 15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	101.53	115.32	129.79
流动资产	91.13	105.15	119.91
其中：货币资金	2.93	1.73	1.44
应收账款	0.38	0.53	2.71
其他应收款	7.23	9.17	10.00
存货	79.50	91.80	103.63
其他流动资产	0.81	1.66	2.13
非流动资产	10.40	10.17	9.88
其中：投资性房地产	8.69	8.37	8.14

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司存货由基础设施和棚户区改造项目开发成本构成，存货变现能力受项目施工进度、梁山县政府结算安排等因素影响较大，整体流动性较差。由于公司所从事的梁山县棚户区改造和基础设施项目建设规模较大且近年来持续投入，存货规模增长较快，近三年存货占流动资产的比例分别为 87.25%、87.30%和 86.42%。截至 2021 年末，公司存货中基础设施建设成本为 20.09 亿元，棚户区改造项目开发成本为 80.84 亿元。

公司其他应收款近年来有所增长，主要为与当地政府部门及国有企业的往来款，对公司资金形成一定占用。2021 年末，公司其他应收款前五名及金额分别为梁山中冶教育建设投资有限公司²⁰1.92 亿元、梁山文旅 0.97 亿元、梁山县教育和体育局 0.55 亿元、梁山县国有资产事务中心 0.50 亿元、梁山城旅建设工程有限公司²¹0.40 亿元，合计占其他应收款总额的 42.31%，账龄主要在 3 年内。

公司货币资金有所下降，主要系项目建设持续投入和偿还前期债务所致，2021 年末受限金额为 0.83 亿元，主要是用于担保的定期存款和保证金；应收账款主要为应收梁山县财政局 2.30 亿元基建工程款及应收菱花生物粮食款；其他流动资产系预缴税费。

公司非流动资产主要为投资性房地产，取得方式包括梁山县政府划拨、公司自行购置，下降主要系计提折旧所致。

截至 2021 年末，公司受限资产规模为 3.49 亿元，包括受限货币资金 0.83 亿元、存货 0.89 亿元和投资性房地产 1.77 亿元，受限资产占净资产比重为 5.30%。

资本结构

得益于股东及相关方的资金注入，公司所有者权益保持增长，以资本公积和实收资本为主

近年来，公司所有者权益保持增长，以资本公积和实收资本为主。公司实收资本由梁山国资中心以货币资金及房产方式出资；资本公积逐年增长，主要为股东及相关方拨付的项目建设资本金、房产、国有股权等，2019 年~2021 年末，梁山县财政局向公司分别拨付资金 9.54 亿元、2.12 亿元、8.43 亿元，用于基建及棚改项目建设；未分配利润主要为自身利润积累。

²⁰ 成立于 2017 年，注册资本为 4000 万元，控股股东中冶建信投资基金管理(北京)有限公司对其持股 80%；公司子公司梁山国投对其持股 10%。

²¹ 梁山水浒文化旅游股份有限公司全资子公司。

图表 16 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
所有者权益	52.59	56.39	65.85
实收资本	8.17	9.06	9.06
资本公积	40.69	42.72	51.16
未分配利润	3.36	4.14	5.06

资料来源：审计报告，东方金诚整理

近年来，公司负债规模逐年增长，负债结构转变为以流动负债为主

随着公司项目建设持续推进，近年来公司负债规模逐年增长，负债结构转变为以流动负债为主。2019 年~2021 年末，流动负债占负债总额的比重分别为 43.84%、49.75%和 58.05%。

图表 17 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债总额	48.94	58.93	63.94
流动负债	21.45	29.32	37.12
其中：短期借款	2.80	2.90	3.22
预收账款	0.75	4.46	5.93
其他应付款	14.29	15.78	22.42
一年内到期的非流动负债	3.24	5.11	4.41
非流动负债	27.48	29.61	26.82
其中：长期借款	24.20	25.77	22.24
长期应付款	1.00	0.69	0.53
其他非流动负债	2.28	3.15	4.05
全部债务	42.41	47.74	45.92
其中：长期有息债务	36.38	39.73	38.09
短期有息债务	6.04	8.01	7.83
资产负债率	48.20	51.10	49.27
全部债务资本化比率	44.64	45.84	41.09

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司流动负债主要由短期借款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，2021 年末上述四项合计占流动负债的 96.92%。其中，短期借款小幅增长，以抵押借款为主；预收账款主要为预收购房款；一年内到期的非流动负债主要为未来一年内到期的长期借款 3.97 亿元、长期应付款 0.42 亿元。

公司其他应付款规模较大，主要是与梁山县政府及国有企业的借款和往来款。2021 年末，公司其他应付款前五名及金额分别为济宁市财金投资有限公司 6.03 亿元、梁山县住房和城乡建设局 4.33 亿元、济南体创嘉誉股权投资合伙企业（有限合伙）1.98 亿元、梁山县步步高房地产开发有限公司 1.48 亿元、梁山县人民医院 1.28 亿元，合计占比 67.09%。

公司非流动负债以长期借款、其他非流动负债为主。其中，长期借款主要为基建、棚改项目贷款，截至 2021 年末，公司用于项目建设的银行贷款余额为 18.37 亿元，已调整为长期借款科目的国开基金及农发基金 1.89 亿元。其他非流动负债为梁山国投以其应收账款（未来债权）为标的发行的融资产品。长期应付款为融资租赁借款，2019 年末长期应付款系国泰租赁有限公

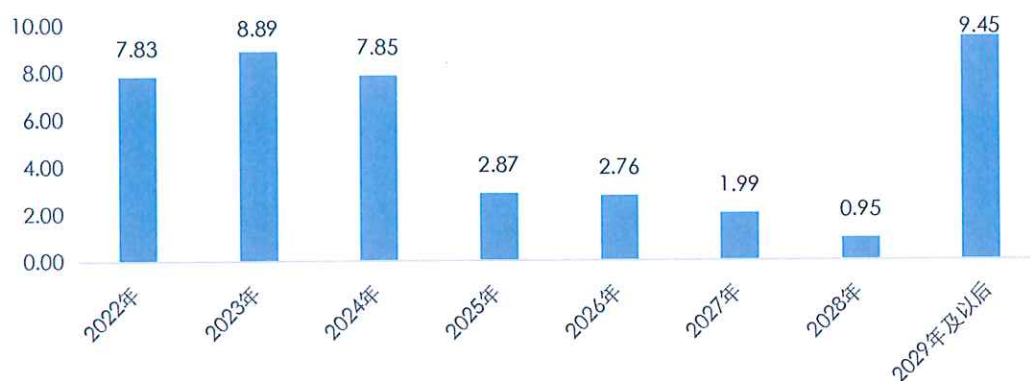
司融资租赁款 1.00 亿元（3 年期，年租赁利率 7.5%），标的物为新城商厦空调电梯设备设施；2020 年末有所下降系偿还部分到期的融资租赁款所致；2021 年长期应付款系新增的山东惠金融资租赁有限公司融资租赁款 0.53 亿元（3 年期，年租赁利率 6.5%）。

公司全部债务以长期有息债务为主，资产负债率与全部债务资本化比率均处于一般水平，中短期偿债压力较大

近年来，公司全部债务规模增长较快，以长期有息债务为主，资产负债率与全部债务资本化比率均处于一般水平。2019 年~2021 年末，公司全部债务占负债总额的比重分别为 86.67%、81.00%和 71.82%，其中长期有息债务占全部债务的比重分别为 85.76%、83.22%和 82.95%。

截至 2021 年末，公司全部债务规模为 45.92 亿元，债务用途主要为棚户区改造、基础设施建设项目支出；从债务期限结构来看，公司于 2022 年~2024 年到期债务合计 24.57 亿元，中短期偿债压力较大。

图表 18 2021 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 5.55 亿元，担保对象主要为梁山县人民医院、中医院和地方国有企业等，担保比率 8.42%，整体代偿风险可控。担保明细见附件三。

盈利能力

公司营业收入保持增长，利润总额对财政补贴收入存在较大依赖，整体盈利能力较弱

近三年，公司营业收入保持增长，主要来源于基础设施代建、棚户区改造业务以及粮食销售收入；期间费用主要为销售费用和管理费用，由于财务费用核算的主要是未使用资金的存款利息收入，而公司借款均用于项目建设，产生的利息费用通过资本化计入存货成本，公司财务费用均为负值。2019 年~2021 年，期间费用占公司营业收入的比重分别为 1.29%、1.54%和 2.10%，占比较低。

近三年，公司利润总额逐年增长，补贴收入占当年利润总额的比重有所下降但仍处于较高水平；公司总资本收益率及净资产收益率均处于较低水平，整体盈利能力较弱。

图表 19 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	4.81	5.46	7.41
营业利润率	2.64	4.76	9.51
期间费用	0.06	0.08	0.16
利润总额	0.83	0.91	1.13
补贴收入	0.78	0.75	0.79
补贴收入/利润总额	94.65	81.99	69.98
总资本收益率	0.86	0.84	0.91
净资产收益率	1.56	1.55	1.55

数据来源：审计报告，东方金诚整理

现金流

公司经营性现金流对波动性较大的往来款依赖较大，筹资前净现金流持续净流出，现金来源对筹资活动依赖较大

2019 年~2021 年，公司经营活动现金流入主要是政府拨付的项目资本金及往来款、公司粮食销售、基础设施及棚户区改造业务形成的业务收入；经营活动现金流出主要是公司支付的项目建设支出、粮食采购款以及与当地国有企业往来款形成的现金流出；公司经营性现金流持续净流出，但净流出规模有所收窄。公司现金收入比处于较高水平，主营业务获现能力较强。

公司投资活动现金流入规模较小，主要是 2019 年处置部分固定资产而所收到的现金净额；投资活动现金流出主要是 2019 年外购房产支付的现金。

公司筹资活动现金流入主要为公司取得借款和梁山县政府向公司进行的资本性投入等形成的现金流入；筹资活动现金流出主要用来偿还债务本金及利息等；公司筹资前现金流持续净流出。

整体来看，公司经营性现金流持续净流出，且对波动性较大的往来款依赖较大；公司筹资前现金流持续净流出，随着在建项目的持续投入，预计公司未来所需资金仍主要依赖外部融资活动。

图表 20 公司现金流构成情况 (单位: 亿元)



科目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	8.88	17.31	17.32
现金收入比 (%)	115.52	166.12	94.42
经营活动现金流出	24.29	21.36	20.88
投资活动现金流入	0.85	0.00	0.00
投资活动现金流出	2.51	0.04	0.12
筹资活动现金流入	25.73	16.87	16.46
筹资活动现金流出	11.23	13.83	13.40

数据来源: 审计报告, 东方金诚整理

偿债能力

公司是梁山县最重要的基础设施建设主体, 相关业务具有很强的区域专营性, 得到了实际控制人及相关方的有力支持, 公司的综合偿债能力很强

从短期偿债能力来看, 公司流动比率呈下降趋势但总体保持在较高水平, 速动比率较低, 流动资产中变现能力较差的存货占比很高, 资产流动性较差, 对流动负债的保障程度较低; 现金比率下降较为明显。近年来, 公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度处于较低水平。

从长期偿债能力来看, 公司长期债务资本化比率小幅波动, 长期债务负担一般; EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。

图表 21 公司偿债能力指标

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率 (%)	424.75	358.66	323.06
速动比率 (%)	54.17	45.54	43.86
现金比率 (%)	13.67	5.89	3.89
货币资金/短期有息债务 (倍)	0.49	0.22	0.18
长期债务资本化比率 (%)	40.89	41.33	36.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.44	0.45	0.59
全部债务/EBITDA (倍)	39.68	41.58	33.80

资料来源: 审计报告, 东方金诚整理

本债券拟发行金额按 10.00 亿元计算, 是公司 2021 年末全部债务和负债总额的 0.22 倍和 0.16 倍, 预计发行成功后, 公司全部债务资本化比率和资产负债率将提升至 45.93%和 52.89%, 分别增加 4.84 和 3.63 个百分点, 对公司现有资本结构产生一定影响。

总体来看, 考虑到公司是梁山县最重要的基础设施建设主体, 相关业务具有很强的区域专营性, 得到了实际控制人及相关方的有力支持, 公司的综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级城市开发建设主体, 对 2021 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与行业对比组企业相比，公司所在地区济宁市梁山县 GDP 略高于淄博市博山区，低于其他三地；GDP 增速最低；财政收支均处于中等水平。

公司资产总额、营业收入均处于中等水平，利润总额最低，资产负债率及全部债务资本化比率一般。

图表 22 同业对比情况

指标	梁山城投	淄博市博山区国有资产经营有限公司	莒南县城市建设投资集团有限公司	淮安市洪泽区城市资产经营有限公司
地区	济宁市梁山县	淄博市博山区	临沂市莒南县	淮安市洪泽区
GDP (亿元)	264.00	260.1	339.38	394.15
GDP 增速 (%)	6.3	7.1	8.4	10.0
人均 GDP (元)	36130	-	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	21.82	17.57	26.1	22.14
一般公共预算支出 (亿元)	48.21	30.68	52.6	50.59
资产总额 (亿元)	129.79	113.57	153.95	204.22
所有者权益 (亿元)	65.85	37.12	93.70	72.01
营业收入 (亿元)	7.41	8.08	15.31	5.11
利润总额 (亿元)	1.13	1.91	2.16	2.40
资产负债率 (%)	49.27	67.32	39.13	64.74
全部债务资本化比率 (%)	41.09	54.76	20.20	54.82

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA/稳定，数据来自各企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），截至 2022 年 5 月 24 日，公司本部已结清及未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司未在资本市场公开发行债务融资工具。

抗风险能力

基于对梁山县经济和财政实力、实际控制人及相关各方对公司各项支持以及公司业务的区域专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

担保方式

根据兴农担保出具的《担保函》，兴农担保为本债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证的范围包括本债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

担保效力

兴农担保对本债券提供的连带责任保证具有很强的增信作用

兴农担保成立于 2011 年 8 月，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制，初始注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有

限公司²²（以下简称“渝富集团”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“城建集团”）和重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资产”）按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳。2019 年 9 月，经股东会批准，兴农担保将未分配利润转增资本 5000 万元并接受原股东增资 23 亿元。2020 年，兴农担保三家股东同比例增资 5.80 亿元，截至 2020 年末，兴农担保实收资本增至 58.00 亿元。2021 年以来，兴农担保注册资本和股权结构未发生重大变化。

兴农担保的业务主要包含担保业务和资金业务两大板块。2021 年以来，随着战略转型持续调整，非融资性担保业务保持高速增长，加之担保费率水平提升，带动 2021 年担保费收入快速上升。同时，兴农担保通过理财产品投资、权益投资和发放委托贷款等方式获取利息收入和投资收益，对收入形成一定补充。

重庆市第三产业和新兴制造业增长势头良好，政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，为兴农担保的业务开展提供了良好的外部环境；兴农担保通过设立资产评估、资产经营管理以及智能科技公司等形成了相对完整的担保服务产业链，与当地金融机构合作关系良好，竞争优势明显；兴农担保的现金类资产和 I 类资产占比较高，准备金计提较为充足，资本实力雄厚，整体代偿能力极强；兴农担保承担了支持区域“三农”发展的政策性职责，具有区域重要性，预计未来将持续得到当地政府在政策和资金上的支持。

同时，兴农担保的贷款担保业务集中于公用事业和建筑业，客户以重庆、湖南等地区国有企业和城投公司为主，行业和客户集中度较高；受中西部地区经济环境景气度下行，中小企业经营压力上升影响，兴农担保的间接融资性担保和债权投资风险持续暴露，面临一定追偿压力；由于会计政策调整及拨备计提压力大幅增加，兴农担保的盈利能力下降，低于行业平均水平。

东方金诚评定兴农担保的主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。兴农担保为本债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

东方金诚认为，济宁市下辖梁山县经济保持增长，形成了专用汽车、出版印刷、食品加工、纺织服装等主导产业，整体经济实力较强；公司承担了梁山县主要的基础设施建设和棚户区改造项目，相关业务具有很强的区域专营性；作为梁山县最重要的基础设施建设主体，公司在增资、资金注入、资产划拨和政府补助等方面得到实际控制人及相关方的有力支持；兴农担保为本债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

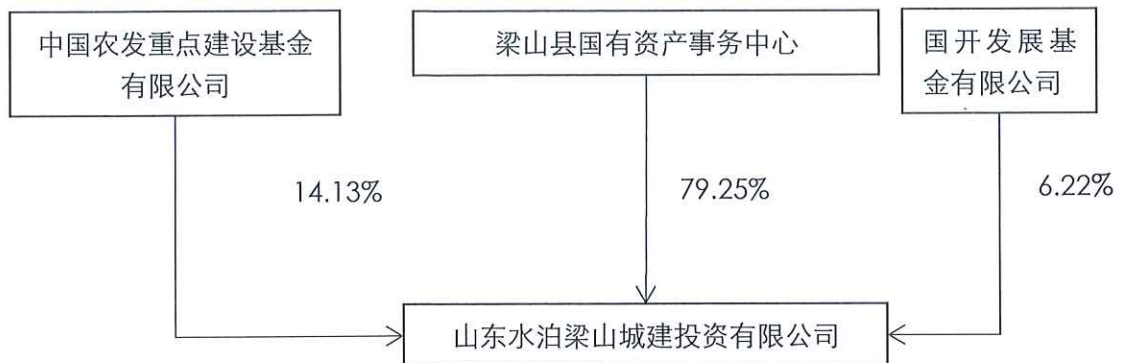
同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建项目投资规模较大，未来面临很大的资本支出及筹资压力；公司粮食销售业务受下游客户经营状况及采购需求影响很大，收入逐年下降，业务开展存在一定的不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，资产流动性较差；公司筹资前净现金流持续净流出，现金来源对筹资活动依赖较大。

综合分析，东方金诚认为公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，本债券到期不能偿还的风险极低。

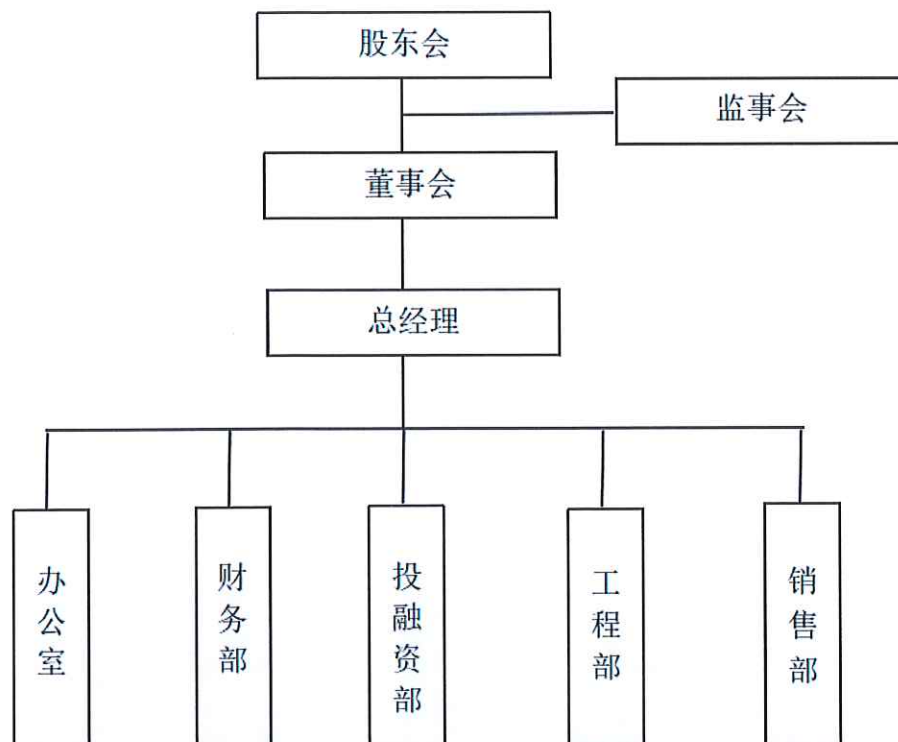
²² 2018 年重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）承接渝富集团部分资产及债务，兴农担保集团划转入渝富控股。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2021 年末公司投资性房地产明细（单位：平方米、万元）

产权证书	面积	账面价值	证载用途
梁房权证梁字第 031813 号	2850.13	575.99	商业
梁房权证梁字第 031814 号	1559.10	252.40	商业
梁房权证梁字第 031812-4 号	5843.02	1010.06	商业
梁房权证梁字第 031809 号	3452.56	558.20	商业
梁房权证梁字第 031812-5 号	5197.31	898.44	商业
梁房权证梁字第 031806 号	2445.41	395.59	商业
梁房权证梁字第 031818-1 号	3413.13	557.39	商业
梁房权证梁字第 031812-3 号	546.65	94.50	商业
梁房权证梁字第 031812-2 号	6023.41	1041.25	商业
梁房权证梁字第 031812-1 号	12440.59	2150.56	商业
梁房权证梁字第 031812 号	5075.51	877.39	商业
梁房权证梁字第 031811 号	1013.85	163.41	商业
梁房权证梁字第 031808 号	2137.34	345.43	商业
梁房权证梁字第 031807 号	1239.66	200.63	商业
梁房权证梁字第 031810 号	1320.85	213.57	商业
梁房权证梁字第 031818 号	4247.85	687.63	商业
梁房权证梁字第 031820 号	2739.72	443.32	商业
梁房权证梁字第 031820 号	2326.34	376.18	商业
梁房权证梁字第 031804 号	3794.61	613.21	商业
梁房权证梁字第 031802 号	546.82	67.06	商业
鲁（2018）梁山县不动产权第 0005495 号	42323.46	69610.94	办公
鲁（2018）梁山县不动产权第 0005496 号	19750.98		办公
鲁（2019）梁山县不动产权第 0002894 号	17333.00	311.85	工业
合计	147655.80	81445.00	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

附件三：截至 2021 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日
梁山县人民医院	5000.00	2022.01.07-2023.01.06
梁山县中医院	1000.00	2021.04.25-2022.04.22
梁山县中医院	1850.00	2021.01.25-2023.11.09
梁山县中医院	1850.00	2021.03.11-2023.11.09
梁山县中医院	600.00	2022.01.06-2024.10.31
梁山县中医院	200.00	2021.11.26-2022.10.31
梁山县城投建材有限责任公司	1000.00	2021.02.10-2022.02.10
梁山水浒文化旅游股份有限公司	550.00	2020.05.14-2023.05.08
梁山县城投建材有限责任公司	945.00	2021.05.06-2022.10.15
梁山县人民医院	2000.00	2021.01.22-2022.01.22
梁山县人民医院	3739.90	2021.11.19-2026.11.07
梁山县人民医院	3519.90	2021.11.19-2026.11.07
梁山县人民医院	1649.90	2021.11.19-2026.11.07
梁山县人民医院	2000.00	2021.05.28-2022.05.28
梁山县人民医院	1297.00	2019.04.24-2022.04.22
梁山县人民医院	2089.90	2021.11.19-2026.11.07
梁山县人民医院	3000.00	2021.02.03-2022.02.03
梁山中冶文化建投投资有限公司	3351.60	2018.01.03-2029.11.15
梁山中冶文化建投投资有限公司	2394.00	2018.01.03-2029.11.15
梁山中冶文化建投投资有限公司	2394.00	2018.01.03-2029.11.15
梁山中冶文化建投投资有限公司	2154.60	2018.01.03-2029.11.15
梁山中冶文化建投投资有限公司	1675.80	2018.01.03-2029.11.15
梁山国鑫投资管理有限公司	2500.00	2021.03.01-2022.02.22
山东梁山专用汽车产业投资发展有限公司	7500.00	2021.01.28-2024.07.23
梁山县第一中学	600.00	2021.04.08-2022.04.08
梁山县第一中学	600.00	2020.03.31-2023.03.30
合计	55461.60	-

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	101.53	115.32	129.79
其中：货币资金	2.93	1.73	1.44
其他应收款	7.23	9.17	10.00
存货	79.50	91.80	103.63
投资性房地产	8.69	8.37	8.14
负债总额	48.94	58.93	63.94
其中：其他应付款	14.29	15.78	22.42
一年内到期的非流动负债	3.24	5.11	4.41
长期借款	24.20	25.77	22.24
全部债务	42.41	47.74	45.92
其中：短期有息债务	6.04	8.01	7.83
所有者权益	52.59	56.39	65.85
营业收入	4.81	5.46	7.41
利润总额	0.83	0.91	1.13
经营活动产生的现金流量净额	-15.41	-4.06	-3.56
投资活动产生的现金流量净额	-1.66	-0.04	-0.12
筹资活动产生的现金流量净额	14.49	3.04	3.06
主要财务指标			
营业利润率（%）	2.64	4.76	9.51
总资本收益率（%）	0.86	0.84	0.91
净资产收益率（%）	1.56	1.55	1.55
现金收入比率（%）	115.52	166.12	94.42
资产负债率（%）	48.20	51.10	49.27
长期债务资本化比率（%）	40.89	41.33	36.65
全部债务资本化比率（%）	44.64	45.84	41.09
流动比率（%）	424.75	358.66	323.06
速动比率（%）	54.17	45.54	43.86
现金比率（%）	13.67	5.89	3.89
经营现金流动负债比率（%）	-71.85	-13.84	-9.58
EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.45	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	39.68	41.58	33.80

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“2022年山东水泊梁山城建投资有限公司公司债券”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与山东水泊梁山城建投资有限公司公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月20日

