



2022年昌乐县新城发展有限公司城市地下 综合管廊建设专项债券2023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：

2022年昌乐县新城发展有限公司城市地下综合管廊建设专项债券 2023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
22昌乐专项债/22昌乐 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：依托于装备制造、黄金珠宝加工交易等主导产业，近年昌乐县经济持续增长，为昌乐县新城发展有限公司（以下简称“昌乐新城”或“公司”）发展提供了较好的外部环境，作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司承接的项目规模较大，2022年继续获得了较大力度的外部支持，西部（银川）融资担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供的保证担保仍有效提升了“22昌乐专项债/22昌乐01”（以下简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产仍以土地、房产和项目建设投入为主，整体流动性较弱、质量一般，受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司总债务水平大幅升高，面临的偿债压力整体增大，同时存在较大的资本支出压力和或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为：作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司承接的项目规模较大，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月6日

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@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	2022	2021	2020
总资产	97.27	71.24	66.10
所有者权益	53.15	51.67	50.27
总债务	26.19	8.67	9.15
资产负债率	45.36%	27.48%	23.96%
现金短期债务比	1.44	0.72	0.36
营业收入	4.89	4.55	4.59
其他收益	1.60	1.90	1.88
利润总额	1.48	1.39	1.38
销售毛利率	13.94%	8.83%	7.90%
EBITDA	2.26	2.15	2.06
EBITDA 利息保障倍数	1.70	3.93	4.30
经营活动现金流净额	4.57	0.70	-0.90

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 依托于装备制造、黄金珠宝加工交易等主导产业，近年昌乐县经济持续增长，为公司发展提供了较好的外部环境。昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，依托于较好的区位和自然资源，发展有装备制造、黄金珠宝加工交易等主导产业，其中蓝宝石资源丰富，黄金珠宝特色产业集群为山东省特色产业集群，近年区域经济持续增长。
- 作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司承接的项目规模较大，2022 年继续获得了较大力度的外部支持。作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司 2022 年末承接的特色小镇、污水治理、管廊建设、湿地保护修复、农业综合体等基础设施项目计划总投资合计 41.72 亿元，规模较大；2022 年继续获得昌乐县财政局 1.58 亿元财政补贴资金，有效提升了公司的利润水平。
- 保证担保提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，西部担保主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- 公司资产仍以土地、房产和项目建设投入为主，整体流动性较弱、质量一般。受项目建设投入增加影响，2022 年公司资产规模有所增长，其中存货、在建工程及投资性房地产仍是公司最主要的资产，主要由土地、房产和项目建设投入等构成，其中土地及房产抵押受限的账面价值较高，集中变现难度较大，在建项目未来成本收回或收益实现存在时间及规模上的不确定性，资产集中变现能力较弱、质量一般。
- 受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司总债务水平大幅升高，面临的偿债压力整体增大，同时仍有较大的资本支出压力。受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司 2022 年末总债务水平大幅升高，因债务规模扩大使得利息支出增加，EBITDA 利息保障倍数降低；截至 2022 年末公司银行授信基本使用完毕，面临的偿债压力整体增大；此外，2022 年末公司主要在建项目尚需投资规模仍较大，仍有较大的资本支出压力。
- 公司对外担保余额较大。2022 年末公司对外担保余额为 57.67 亿元，仍超过同期末所有者权益，被担保对象主要为昌乐县国有企业，但对外担保大部分未设置反担保措施，且存在部分对民营企业的担保，公司面临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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是昌乐县重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昌乐县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与昌乐县政府的联系非常紧密以及对昌乐县政府非常重要。同时，中证鹏元认为昌乐县政府提供支持的能力较强，主要体现为整体表现较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+	2022-06-21	马琳丽、郑丽芬	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2021-07-20	马琳丽、郑丽芬	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)	阅读全文

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
22 昌乐专项债/22 昌乐 01	6.40	6.40	2022-06-21	2029-03-30

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2022年3月发行7年期6.40亿元城市地下综合管廊建设专项债券，募集资金原计划用于昌乐县城区地下综合管廊建设工程项目建设和补充营运资金。截至2023年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为50.45万元。

三、发行主体概况

2022年公司的营业范围、股东、注册资本等均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍为4.58亿元，控股股东仍为昌乐县国有资产监督管理局（以下简称“昌乐国资”）。

公司是昌乐县重要的基础设施建设主体，主要负责昌乐县内基础设施建设开发及国有资产经营业务，同时还兼营房屋租赁业务。2022年公司新增1家子公司昌乐富昌农业有限公司，系投资设立，截至2022年末，纳入公司合并范围子公司为2家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及

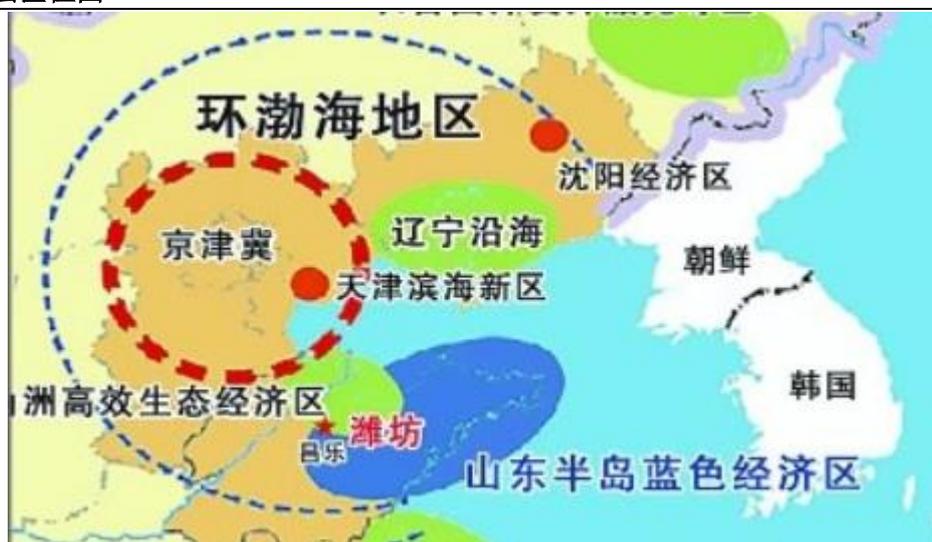
其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，依托于较好的区位和自然资源，发展有装备制造、黄金珠宝加工交易等主导产业，区域经济持续增长，但人均 GDP 仍低于全国平均水平，地方政府债务持续增长

区位特征：昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，蓝宝石资源丰富。昌乐县位于山东半岛中部，是潍坊市的近郊县，位于山东半岛蓝色经济区内，胶济铁路、胶济高铁客运专线、青银高速、309 国道以及正在建设的潍日高速穿城而过，省道大沂路、胶王路纵贯南北，交通条件便利。昌乐自然资源丰富，国家 4A、3A 级景区 6 处，昌乐古火山群分别被住房和城乡建设部、国土资源部确定为国家自然遗产、国家地质公园；矿产资源方面，已探明和开发的有蓝宝石、油页岩、木鱼石、地热等近 30 种，其中全县蓝宝石有矿面积 450 多平方公里，储量数十亿克拉，占全国蓝宝石总储量的 90% 以上，是世界四大蓝宝石产地之一。昌乐县下辖 4 个镇、4 个街道、1 处省级经济开发区、1 处省级旅游度假区和 1 处水库管理区，辖区面积 1,101 平方公里。根据全国第七次人口普查结果，昌乐县常住人口 58.38 万人，较 2010 年的 61.59 万人略有下降。

图 1 昌乐县区位图



资料来源：昌乐县政府网站

经济发展水平：昌乐县 GDP 持续增长，但在潍坊市下属区县中仍相对靠后，人均 GDP 低于全国平均水平。近年昌乐县地区生产总值持续增长，增速高于全国平均水平；2022 年昌乐县 GDP 增至 423.4 亿元，在潍坊市下辖区县中相对靠后，三次产业结构为 13.9:37.8:48.3，第三产业居主导地位。按照第七次全国人口普查数据计算，2022 年昌乐县人均 GDP 为 7.25 万元，较 2020 年有所提升，但仍低于全国平均水平。从拉动经济增长的三大因素来看，2021-2022 年昌乐县固定资产投资增速较快，但其中 2022 年受

房地产市场不景气影响，当年房地产开发投资同比下降 34.1%，商品房销售面积同比下降 22.4%；2020-2022 年昌乐县社会消费品零售总额波动增长，其中 2022 年同比下滑 1.7%，按行业分，批发、零售业同比下降 1.4%，住宿、餐饮业同比下降 7.3%；2020-2022 年昌乐县进出口总额逐年增长，对经济增长的拉动作用增强，其中 2022 年同比增速为 38.2%，增长主要由出口带动，当年出口总额同比增速为 48.6%。

表1 2022 年潍坊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 (万元)	一般公共预算收入	政府性 基金收入
寿光市	1,002.1	4.0%	8.59	98.27	93.16
诸城市	805.5	3.8%	7.49	60.60	80.24
青州市	703.3	3.1%	7.32	51.10	63.98
高密市	646.8	4.3%	7.37	54.50	44.71
安丘市	423.6	4.5%	5.04	30.25	31.98
昌乐县	423.4	3.5%	7.25	28.50	32.18
临朐县	409.2	4.4%	5.07	24.65	57.13
潍城区	370.8	1.0%	7.11	20.73	16.91

注：1、“-”表示数据未公开披露；2、人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口，寿光市、诸城市及临朐县人均 GDP 根据 2021 年末常住人口计算，高密市、青州市、昌乐县、安丘市及潍城区人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。
资料来源：各区县政府网站、2022 年经济运行情况、2022 年 1-12 月统计月报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 昌乐县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	423.4	3.5%	405.3	10.7%	330.3	4.1%
固定资产投资	-	21.0%	-	15.2%	-	-
社会消费品零售总额	156.5	-1.7%	159.2	19.9%	132.8	5.6%
进出口总额	133.9	38.2%	96.9	14.2%	84.9	-4.7%
人均 GDP（元）	72,524.96		69,424.58		56,577.60	
人均 GDP/全国人均 GDP	84.63%		85.73%		78.10%	

注：1、“-”表示相关数据未公开披露；2、人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口，2020-2022 年人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：昌乐县 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：昌乐坚持产业强县，以装备制造、黄金珠宝加工交易、新能源汽车等产业为主导，新旧动能转换已取得一定成效。昌乐县实施“2121”工业主导产业计划，全力培植装备制造、黄金珠宝加工交易两个千亿级产业和新能源汽车 500 亿级产业，加快造纸包装、精细化工两个 300 亿级产业，食品加工一个 100 亿级产业转型升级。2021 年昌乐县黄金珠宝特色产业集群入选山东省特色产业集群，2022 年全县规模以上工业企业增加值同比增长 6.8%，规模以上工业企业营业收入同比增长 6.0%、利润总额同比增长 45.3%。县内重点企业有英轩控股集团、山东矿机集团等。十四五期间，昌乐县将坚持产业强县战略，持续推进新旧动能转换，推动造纸包装、黄金珠宝、食品加工、绿色化工等传统行业向高端化、智能化、绿色化转型发展；壮大新能源汽车、新材料、高端装备制造三大新兴产业；引导装配式建筑、板材、橡胶、乐器等特色产业化、专业化、精细化、高端化发展。

财政及债务水平：昌乐县财政收入波动增长，财政平衡性表现较好，地方政府债务余额持续增长。近年昌乐县一般公共预算收入波动增长，其中 2022 年为 28.50 亿元，同比下降 2.2%，扣除留抵退税因素同口径增长 1.3%，受减税降费政策力度加大、重点税源企业关停、阶段性税费缓缴政策的延长执行等因素影响，2022 年税收占比下滑至 61.68%；财政自给率有所提升，2022 年为 71.17%，处于相对较高水平，财政平衡性较好。2020-2022 年昌乐县政府性基金收入整体有所下滑，主要系房地产市场不景气导致土地出让收入下滑影响。地方政府债务余额方面，2022 年末为 71.14 亿元，呈逐年增长趋势，2021 年末广义政府债务率为 110.93%¹。

表3 昌乐县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	28.50	29.13	26.13
税收收入占比	61.68%	75.33%	77.21%
财政自给率	71.17%	71.09%	67.69%
政府性基金收入	32.18	36.37	35.59
地方政府债务余额	71.14	59.75	53.07

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：昌乐县决算及预算执行情况报告等，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，昌乐县具有存续债券的投融资平台仅公司一家。

五、经营与竞争

作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司主要负责昌乐县基础设施建设及投资管理业务，同时也从事房产租赁业务

公司主要负责昌乐县基础设施建设及投资管理业务，同时也从事房产租赁业务，2022年营业收入为 4.89 亿元，仍主要来自基础设施建设代建业务，同比小幅增长主要系租赁业务收入增长所致。公司租赁业务主要系将持有的房产、管网等资产出租给昌乐县机关事务中心等政府相关单位产生，2022 年房屋租赁收入有所增长，主要系新增部分房产转为出租所致。由于租赁业务新增租赁房产的收入毛利率较高而使得该业务毛利率大幅提升，同时其收入占比提升，公司 2022 年销售毛利率有所增长。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

¹ 广义政府债务率=（地方政府直接债务+地区城投债务）/（公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入）*100%

基础设施建设	4.30	88.09%	8.70%	4.30	94.55%	8.70%
租赁业务	0.58	11.91%	52.78%	0.25	5.45%	11.13%
合计	4.89	100.00%	13.94%	4.55	100.00%	8.83%

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司已完工基础设施项目未来仍可确认部分基础设施建设收入，但主要在建项目均尚未签署代建协议或回购协议，未来基础设施建设代建收入可能存在波动；同时承接的项目规模较大，在建项目尚需投资金额仍较大，公司面临较大的资本支出压力

2022年公司基础设施建设收入仍均来自中小微企业创业基地项目，该项目完工总投资13.10亿元，2020年3月公司与昌乐县工业和信息化局签订《昌乐县中小微企业创业基地项目买卖协议》，由昌乐县工业和信息化局以15.06亿元（收益加成比例为15%）购入该项目，买卖协议约定自项目竣工验收之日4年内，分批完成验收移交，并根据项目移交情况分期支付项目购买资金，截至2022年末，公司已收到项目购买资金15.06亿元，累计确认收入10.76亿元，未来仍可确认部分基础设施建设收入。

截至2022年末，公司承接的项目规模较大，主要在建项目合计计划总投资41.72亿元，已投资26.22亿元，其中昌乐县城市地下综合管廊建设项目为本期债券募投项目，尚未全部完工。公司未来几年融资需求仍较大，存在较大的建设资金压力。公司本期债券募投项目收入计划来自完工后向管廊使用单位收取的入廊费和管线维护费，公司其他在建项目中部分拟自持经营，均未签署代建协议或回购协议，项目的收益实现情况具有不确定性，未来基础设施建设代建收入可能存在波动。

表5 截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
昌乐县西瓜特色小镇项目（1期）	40,286.00	27,967.90	否
昌乐县农村生活污水治理项目	30,020.00	12,589.26	否
昌乐县城市地下综合管廊建设项目	97,638.00	72,499.96	否
昌乐智能制造产业园基础设施建设项目	55,000.00	195.24	否
昌乐县小丹河流域湿地保护修复工程	25,600.00	12,226.44	否
白浪河水系昌乐段综合治理工程项目	117,198.00	103,067.64	否
昌乐县白浪源现代农业综合体项目	51,483.00	33,718.05	否
合计	417,225.00	262,264.49	-

资料来源：公司提供

作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司2022年继续获得较大力度的外部支持

作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司2022年继续获得较大力度的外部支持，根据乐财预指（2022）524号，公司获得昌乐县财政局1.58亿元财政补贴资金并计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

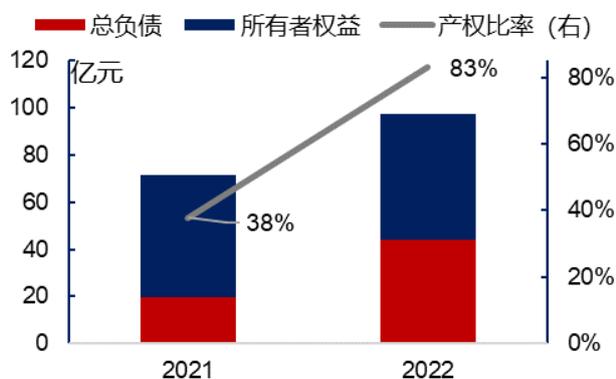
以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增1家子公司昌乐富昌农业有限公司，系投资设立，截至2022年末，纳入公司合并范围子公司为2家。

资本实力与资产质量

受项目建设投入增加影响，2022年公司资产规模有所增长，其中存货、在建工程及投资性房地产仍是公司最主要的资产，主要由土地、房产和项目建设投入等构成，其中土地及房产抵押受限的账面价值较高，集中变现难度较大，在建项目未来成本收回或收益实现存在时间及规模上的不确定性，资产集中变现能力较弱、质量一般

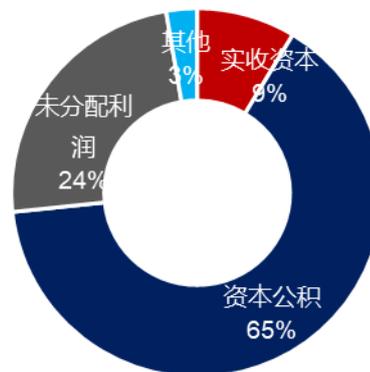
截至2022年末，公司所有者权益为53.15亿元，同比小幅增长，仍主要由资本公积、未分配利润等构成。2022年末公司总负债同比大幅增长，使得产权比率增至约83%，公司权益对负债的保障程度减弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司2022年资产规模有所增长，增长主要来自在建项目建设投入的增加，资产仍以土地、房产和项目建设投入为主。

存货、在建工程及投资性房地产是公司最主要的资产，由土地、项目建设投入等构成。其中，存货主要为土地和开发成本，2022年末同比略有减少，其中土地使用权48.44亿元，主要为住宅用地，均已取得土地使用权证，其中已抵押33.04亿元；开发成本4.52亿元，为公司在建项目投入的成本，因项目规划由对外出售转为自营，当期昌乐县农村生活污水治理项目、昌乐县西瓜特色小镇项目等转入在建工程，叠加昌乐县中小微企业创业基地项目结转收入综合影响，使得开发成本较上年有所减少。公司在建工程主要系白浪河水系昌乐段综合治理工程、昌乐县城区地下综合管廊建设工程、昌乐县白浪源现代农业综

合体项目和昌乐县西瓜特色小镇项目等项目建设投入，2022年末因投入增加而规模大幅增长。2022年末公司投资性房地产主要系自持的土地及房屋，账面金额同比略降主要系计提折旧影响，已抵押5.24亿元。

其他资产方面，截至2022年末，公司货币资金规模仍较小，其中受限货币资金0.75亿元，为质押的银行定期存单；其他应收款大幅增加，2022年末前五名主要包括应收昌乐齐城新农村建设投资有限公司1.46亿元、山东齐城建设投资集团有限公司0.85亿元、潍坊金生水利建设工程有限公司0.83亿元、昌乐县新昌市政工程有限公司（以下简称“新昌市政”）0.80亿元、潍坊昌乐国有文化资产经营有限公司0.80亿元等，上述企业合计应收占比69.60%，其中新昌市政为民营企业且存在较多诉讼记录、2020及2021年曾被列为被执行人，需关注可能面临的回收风险。

受限资产方面，截至2022年末，公司包括货币资金、应收票据、存货、投资性房地产和其他非流动资产等在内的受限资产为39.79亿元，占总资产的40.91%，规模较大。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.91	0.93%	1.33	1.87%
其他应收款	6.77	6.96%	3.27	4.60%
存货	52.95	54.44%	55.99	78.59%
流动资产合计	63.28	65.06%	62.07	87.13%
在建工程	24.98	25.69%	0.00	0.01%
投资性房地产	8.81	9.06%	9.07	12.73%
非流动资产合计	33.98	34.94%	9.17	12.87%
资产总计	97.27	100.00%	71.24	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司收入和利润稳中略增，政府补贴仍有效提升了公司利润水平

2022年公司营业收入为4.89亿元，仍主要来自基础设施建设代建业务，同比小幅增长主要系租赁业务收入增长所致；由于租赁业务毛利率大幅提升且收入占比升高，公司2022年销售毛利率有所增长，综合影响下，当年利润总额略增。截至2022年末，公司主要在建项目均未签署委托代建或回购协议，未来基础设施建设代建收入可能存在波动。

公司其他收益为获得的各项补助收入，2022年其他收益在利润总额中的占比仍超过100.00%，政府补贴有效提升了公司利润水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	4.89	4.55

营业利润	1.48	1.39
其他收益	1.60	1.90
利润总额	1.48	1.39
销售毛利率	13.94%	8.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司2022年末总债务水平大幅升高，EBITDA利息保障倍数降低，面临的偿债压力整体增大

总债务方面，受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司逐步扩大融资规模，总债务大幅升高至2022年末的26.19亿元。从借款种类来看，公司总债务主要由银行借款和债券融资构成；从期限来看，仍以长期债务为主，1年内到期的债务占比不高。

从总债务计入具体科目来看，截至2022年末，公司短期借款均为抵质押借款，规模仍不大；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款；长期借款主要系保证借款和抵质押借款，受公司项目建设资金需求增加、融资增加影响而同比大幅增长；应付债券为“20鲁昌乐新城ZR001”债权融资计划和本期债券，同比大幅增长主要系2022年3月公司发行本期债券所致；长期应付款为在建项目昌乐县农村生活污水治理项目及小丹河流域湿地保护修复工程项目专项款，2022年上述项目使用的专项债均有增加。

其他负债方面，截至2022年末，公司应付账款主要系应付工程款及房产购买款，同比略增；合同负债主要系中小微企业创业基地项目预收的项目回购款，因结转收入而同比有所减少；应交税费系应交增值税、房产税等；其他应付款主要系往来款，同比大幅增长。

表8 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

指标名称	融资余额	1年内到期	1年以上
银行借款	12.96	0.74	12.23
债券融资	9.90	0.32	9.59
专项债	3.33	0.03	3.30
合计	26.19	1.08	25.11

资料来源：公司提供

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.25	0.58%	0.60	3.04%
应付账款	2.66	6.03%	2.28	11.63%
合同负债	3.58	8.12%	4.26	21.79%

其他应付款	8.49	19.24%	1.44	7.34%
一年内到期的非流动负债	0.83	1.87%	2.09	10.69%
流动负债合计	18.95	42.94%	13.01	66.49%
长期借款	12.23	27.72%	2.50	12.77%
应付债券	9.59	21.73%	3.48	17.79%
长期应付款	3.30	7.48%	0.50	2.55%
非流动负债合计	25.17	57.06%	6.56	33.51%
负债合计	44.12	100.00%	19.57	100.00%
总债务	26.19	59.37%	8.67	44.29%
其中：短期债务	1.08	2.45%	2.69	13.73%
长期债务	25.11	56.92%	5.98	30.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受逐步扩大融资规模影响，2022年末公司资产负债率同比大幅上升至45.36%，由于短期借款规模下降，现金短期债务比增至1.44；因债务规模扩大使得利息支出增加影响，2022年公司EBITDA利息保障倍数降至1.70，截至2022年末银行授信基本使用完毕，2022年经营活动现金流净额有所增长但仍不高，公司面临的偿债压力整体增大。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	45.36%	27.48%
现金短期债务比	1.44	0.72
EBITDA 利息保障倍数	1.70	3.93

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

公司过去一年不存在ESG风险因素

环境方面，近一年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会方面，近一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，公司近一年董监高人员未发生变化，公司根据职能定位、业务特点等情况设置了财务审计部、办公室、土地房地产经营部、项目管理部等部门，具体如附录三所示。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月26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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额为57.67亿元，占同期末所有者权益的比重为108.51%，被担保对象主要为昌乐国资的下属企业，但对外担保规模较大，大部分未设置反担保措施，且存在部分对民营企业的担保，公司面临较大的或有负债风险。

表11 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	企业性质	是否有反担保
昌乐红宝农业科技有限公司	1,000.00	国有企业	否
昌乐齐城贸易有限公司	650.00	国有企业	否
昌乐齐城新农村建设投资有限公司	5,425.36	国有企业	否
昌乐齐城智慧科技有限公司	6,327.37	国有企业	否
昌乐县昌盛国有资产经营有限公司	33,000.00	国有企业	否
昌乐县城市建设投资开发有限公司	126,498.00	国有企业	否
昌乐县龙湖水务有限公司	69,157.47	国有企业	否
昌乐县齐城新农村建设投资有限公司	4,100.00	国有企业	否
昌乐县齐都传媒有限责任公司	4,988.08	国有企业	否
昌乐县新昌市政工程有限公司	3,750.00	民营企业	否
昌乐县益民热力有限公司	14,323.71	国有企业	否
山东宝昌水务有限公司	190,291.68	国有企业	否
山东宝城旅游发展有限公司	20,317.37	国有企业	否
山东宝通建设投资集团有限公司	61,000.00	国有企业	否
山东齐城建设投资集团有限公司	29,430.00	国有企业	否
潍坊汉唐新能源汽车科技有限公司	1,950.00	民营企业	是
潍坊金生水利建设工程有限公司	4,500.00	国有企业	否
总计	576,709.04	-	否

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是昌乐县政府下属重要企业，昌乐国资直接持有公司70%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昌乐县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与昌乐县政府的联系非常紧密。昌乐国资直接持有公司70%股权，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司基础设施代建业务收入均来自政府单位，在政府补助、项目承接等方面持续获得了当地政府的较大力度支持，预计将来与政府的联系也将保持稳定。

(2) 公司对昌乐县政府非常重要。作为昌乐县重要的基础设施项目建设主体，公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；近年来公司在税收、就业以及基础设施建设等方面对当地的贡献很大，取代公司将需付出一定的努力和成本；如公司债务违约预计会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

西部担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

西部担保为本期债券出具了担保函，就本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后二年止。

西部担保成立于2014年7月，由银川金融资本投资集团有限公司（以下简称“银川金投”）单独发起设立，初始注册资本为15.90亿元。后经数次增资及股权变更，截至2022年末，西部担保注册资本及实收资本均为45.87亿元，控股股东为银川金投，实际控制人为银川市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“银川市国资委”），西部担保股权结构情况如下表所示。

表12 截至 2022 年末西部担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
银川金融资本投资集团有限公司	30.06	65.53%
银川创新发展投资集团有限公司	10.00	21.80%
银川新兴产业资本投资运营有限公司	3.81	8.31%
银川通联资本投资运营有限公司	2.00	4.36%
合计	45.87	100.00%

资料来源：西部担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

西部担保主要从事以贷款担保和票据担保为主的间接融资担保业务、以债券担保为主的直接融资担保业务和履约担保等非融资担保业务。2020年9月，西部担保被确定为宁夏回族自治区首批政府性融资担保机构。西部担保收入主要来源于营业收入、已赚保费和投资收益，2022年西部担保新增贸易业务并将其收入计入主营业务收入，当年营业收入构成与之前年度相比发生较大变化，2022年主要营业收入均来自贸易业务收入，投资收益主要为西部担保持有债券产生的利息收入。2022年西部担保实现总收入2.40亿元，同比增长332.37%，主要系贸易收入同比大幅上升所致。受益于担保业务规模的增长，2022年西部担保确认担保费收入0.66亿元，同比增长51.88%，同期已赚保费0.72亿元，同比上升94.68%。

表13 西部担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1.63	67.65%	0.15	26.74%	1.62	58.01%

主营业务收入	1.62	67.23%	0.14	24.53%	0.00	0.00%
其他业务收入	0.01	0.41%	0.01	2.21%	1.62	58.01%
已赚保费	0.72	29.77%	0.37	66.11%	0.30	10.72%
担保费收入	0.66	27.51%	0.44	78.32%	0.31	10.99%
提取未到期责任准备金	0.05	2.26%	(0.07)	(12.20%)	(0.01)	(0.28%)
投资收益	0.06	2.50%	0.03	5.47%	0.84	29.98%
合计	2.40	100.00%	0.56	100.00%	2.80	100.00%

注：2022年西部担保新增贸易业务，当年营业总收入的列示项目和之前年度发生较大变化，上表中2021年数据来自2022年审计报告，2020年数据未参照2022年列示方式进行调整。

资料来源：西部担保2020年和2022年审计报告，中证鹏元整理

担保业务方面，截至2022年末西部担保的担保余额为62.21亿元，同比增长10.48%，其中直接融资担保业务以债券担保为主，近年来债券担保业务规模上升带动直接融资担保余额持续增长。2022年末，西部担保直接融资担保业务规模35.22亿元，同比增长19.31%。西部担保间接融资担保业务以贷款担保为主，除传统贷款担保业务以外，西部担保结合宁夏当地区域经济特点，基于供应链思维创新设计包括“青贮贷”、“网商贷”、“红酒担”等在内的多项特色金融产品。截至2022年末，间接融资担保余额为20.27亿元，同比增长3.00%。西部担保非融资担保均为履约担保，截至2022年末履约担保余额为6.72亿元，同比下降5.49%，非融资担保业务主要客户面临较大流动性压力，相关履约担保事项处置方案后续能否顺利推进仍然存在不确定性。

表14 西部担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	31.22	31.25	12.55
当期解除担保额	25.32	20.18	17.69
期末担保余额	62.21	56.31	45.24
融资担保余额	55.49	49.20	31.67
间接融资担保余额	20.27	19.68	21.65
贷款担保余额	14.19	15.81	16.49
票据担保余额	6.08	3.88	5.16
直接融资担保余额	35.22	29.52	10.02
债券担保余额	34.31	28.61	9.11
信托计划担保余额	0.91	0.91	0.91
非融资担保余额	6.72	7.11	13.58
履约担保余额	6.72	7.11	13.58
融资担保责任余额	55.01	48.72	31.50
融资担保责任余额放大倍数(X)	1.08	0.87	0.58

资料来源：西部担保提供，中证鹏元整理

2022年以来西部担保加强风险控制体系建设并持续推进风险化解处置工作，当期担保代偿额和当期担保代偿率均有不同程度下降，2022年西部担保当期担保代偿额为0.23亿元，同比下降56.06%，当期担保代偿率为0.92%，同比下降1.70个百分点，2022年末累计担保代偿率为0.49%，同比上升0.04个百分点。代偿回收方面，西部担保主要通过采取法律诉讼、处置反担保物等方式进行资产保全，截至2022年末西

部担保累计代偿回收率为8.33%，处于较低水平，仍需持续加大追偿力度。此外，西部担保部分存量担保客户经营面临较大压力，未来西部担保面临的代偿风险仍需重点关注。

截至2022年末西部担保未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为0.31亿元和4.38亿元，未计提一般风险准备金，担保风险准备金合计为4.70亿元，同比增长12.08%，西部担保的担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为401.71%，同比上升24.64个百分点。

截至2022年末，西部担保资产总额62.52亿元，同比增长1.43%，其中货币资金2.99亿元，主要为银行存款，受限资金合计0.69亿元，占全部货币资金的23.19%。2022年末，西部担保其他应收款规模为34.52亿元，占资产总额的55.21%，其规模及在资产总额中的占比仍处于较高水平。西部担保其他应收款主要为应收关联方银川银信资产管理有限公司、银川汇创资本投资控股有限公司等的款项，账龄主要为1-5年及5年以上，具体回收时间及进度存在较大不确定性。2022年末西部担保债权投资为10.00亿元，为西部担保投资的银川通联资本投资运营有限公司发行的私募债。2022年末其他非流动金融资产合计10.67亿元，包括对银川汇创资本投资控股有限公司以及宁夏银行股份有限公司的股权投资，期末余额分别为5.00亿元和5.67亿元。西部担保其他应收款规模较大，导致其整体资产流动性较弱，同时其资产结构面临调整压力，截至2022年末，I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为4.87%、16.38%和80.66%，基本同2021年末情况，仍不满足监管要求的“I级资产占比不得低于20%、I级和II级资产合计占比不得低于70%、III级资产占比不得高于30%”。2021年，西部担保制定了三级资产整改方案，并已获得当地监管部门批复同意并开始实施，未来西部担保所在地政府和股东计划将部分流动性更高的资产注入西部担保以及开展资产置换，并在未来3年继续通过流动性注入、资产置换、资产抵债和资金回笼等方式持续推进西部担保三级资产整改，西部担保计划在2025年全部完成三级资产整改工作，中证鹏元将持续关注西部担保资产结构整改进展情况。

西部担保负债主要由其他应付款、其他流动负债和长期应付款等构成，近年来负债规模和结构保持稳定，截至2022年末，西部担保负债总额11.75亿元，同比增长8.00%。2022年末其他应付款为2.24亿元，同比下降14.47%，主要系企业间往来款减少所致。西部担保按照融资担保行业相关法律法规计提了各项风险准备金，截至2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为0.31亿元和4.38亿元，均计入其他流动负债科目下。2022年末西部担保长期应付款余额为1.27亿元，主要为对宁夏财金投资有限公司专项应付款1.26亿元。

截至2022年末，西部担保所有者权益总额为50.77亿元，同比基本保持稳定。2022年末西部担保融资担保责任余额放大倍数为1.08倍，同比虽有上升但仍处于较低水平，未来担保业务发展空间较大，但考虑到西部担保货币资金等高流动性资产规模较小，其对西部担保代偿能力产生的负面影响仍需关注。

收入方面，因2022年审计报告中对2021年收入项目进行了追溯调整，2022年西部担保实现总收入2.40亿元，同比增长332.37%；2022年实现净利润0.01亿元，扭亏为盈，当期净资产收益率为0.03%，西

部担保盈利水平有所回升，但盈利能力仍较弱。考虑到西部担保现阶段存量风险项目规模较大，主要担保客户中部分已出现较大流动性压力，西部担保面临的潜在代偿风险或对其未来盈利能力产生负面影响。

表15 西部担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	62.52	61.64	65.77
货币资金	2.99	2.43	3.89
应收代偿款净额	1.17	1.08	0.55
所有者权益合计	50.77	50.76	54.23
营业收入	1.63	0.15	1.62
投资收益	0.06	0.03	0.84
利润总额	0.02	(0.47)	1.84
净利润	0.01	(0.47)	1.38
净资产收益率	0.03%	(0.90%)	2.57%
累计担保代偿率	0.49%	0.45%	0.27%
累计代偿回收率	8.33%	9.57%	12.02%
拨备覆盖率	401.71%	377.07%	591.73%

注：西部担保 2022 年审计报告对 2021 年数据进行了调整和差错更正，上表中 2021 年财务数据来自 2022 年审计报告。
 资料来源：西部担保 2020 年和 2022 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，西部担保控股股东为银川金投，实际控制人为银川市国资委。西部担保围绕宁夏回族自治区、银川市重点领域、重点产业、重点项目和中小微企业提供融资担保服务，支持区域经济高质量发展，在当地融资担保体系以及支持地区经济发展中具备一定的重要性。2021年，银川市政府成立财政金融及国有企业风险防范化解领导小组，在西部担保存量项目的风险化解过程中发挥了重要引领作用；此外，银川市政府及银川金投对其三级资产整改中涉及流动性注入、资产置换、资金回笼等方面予以明确支持。

综上所述，近年来西部担保的担保业务规模持续增长，融资担保责任余额放大倍数处于较低水平，未来担保业务尚有一定规模的发展空间。西部担保系银川市重要的政府性融资担保机构，股东背景及资本实力较强，当地政府及控股股东在业务开展、风险管理、改善资产结构等多方面对西部担保提供支持。但中证鹏元也关注到，西部担保的担保业务风险持续暴露，主要客户面临流动性压力，未来西部担保面临的代偿风险需重点关注；现阶段西部担保高流动性资产规模较小，资产流动性较弱，I级资产占比很低，距满足监管要求仍有较大差距，未来面临较大的资产结构调整压力。此外，根据中国执行信息公开网信息查询结果，西部担保被列为被执行人，立案日期为2022年4月19日，目前执行标的为0，但仍需关注上述事项对西部担保可能造成的不利影响。经中证鹏元综合评定，西部担保主体信用等级为AA+，维持展望为稳定，其提供的全额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。

十、结论

依托于装备制造、黄金珠宝加工交易等主导产业，近年昌乐县经济持续增长，为公司发展提供了较好的外部环境；公司是昌乐县重要的基础设施建设主体，主要负责昌乐县基础设施建设及投资管理业务，同时也从事房产租赁业务，2022年末承接的项目建设规模较大；2022年公司收入和利润稳中略增，政府补贴仍有效提升了公司利润水平。但同时中证鹏元关注到，2022年末公司资产仍以土地、房产和项目建设投入为主，整体流动性较弱、质量一般，受项目建设进度加快、资金需求增加影响，公司总债务水平大幅升高，面临的偿债压力整体增大，同时仍有较大的资本支出压力，对外担保余额仍超过同期末所有者权益等。总体来看，公司抗风险能力仍尚可。此外，西部担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

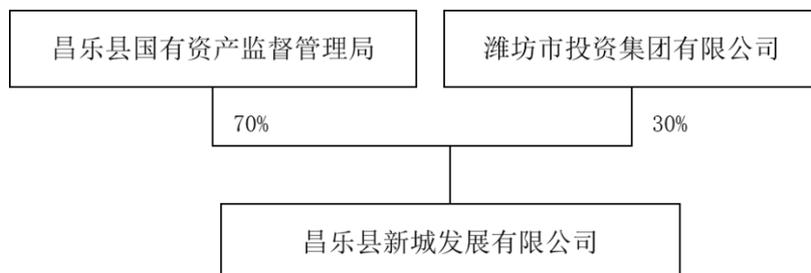
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA+。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	0.91	1.33	0.76
其他应收款	6.77	3.27	0.02
存货	52.95	55.99	58.23
流动资产合计	63.28	62.07	59.01
在建工程	24.98	0.00	0.00
投资性房地产	8.81	9.07	6.96
非流动资产合计	33.98	9.17	7.09
资产总计	97.27	71.24	66.10
短期借款	0.25	0.60	0.00
应付账款	2.66	2.28	0.00
合同负债	3.58	4.26	0.00
其他应付款	8.49	1.44	0.13
一年内到期的非流动负债	0.83	2.09	2.10
流动负债合计	18.95	13.01	8.70
长期借款	12.23	2.50	1.80
应付债券	9.59	3.48	5.25
长期应付款	3.30	0.50	0.00
非流动负债合计	25.17	6.56	7.14
负债合计	44.12	19.57	15.84
总债务	26.19	8.67	9.15
其中：短期债务	1.08	2.69	2.10
所有者权益	53.15	51.67	50.27
营业收入	4.89	4.55	4.59
营业利润	1.48	1.39	1.38
其他收益	1.60	1.90	1.88
利润总额	1.48	1.39	1.38
经营活动产生的现金流量净额	4.57	0.70	-0.90
投资活动产生的现金流量净额	-22.50	-0.04	0.03
筹资活动产生的现金流量净额	17.51	-0.09	0.88
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	13.94%	8.83%	7.90%
资产负债率	45.36%	27.48%	23.96%
短期债务/总债务	4.12%	31.00%	22.96%
现金短期债务比	1.44	0.72	0.36
EBITDA（亿元）	2.26	2.15	2.06
EBITDA 利息保障倍数	1.70	3.93	4.30

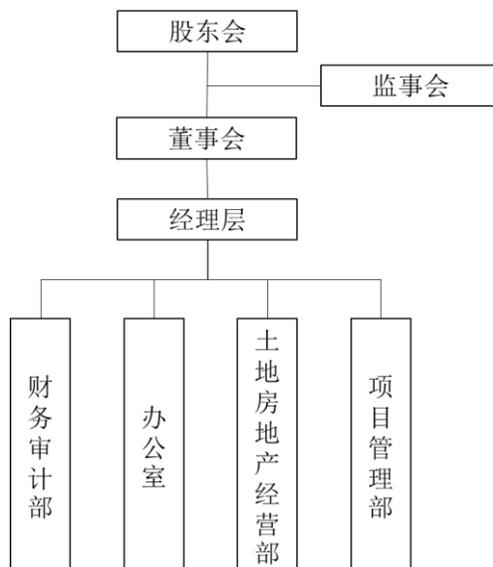
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 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 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	业务性质	取得方式
昌乐裕昌农业有限公司	100.00%	农业企业	投资设立
昌乐富昌农业有限公司	100.00%	农业企业	投资设立

注：昌乐富昌农业有限公司为 2022 年度投资设立，尚未出资

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。