



2021年郓城县水泲城市建设置业有限公司 县城新型城镇化建设专项债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年郓城县水浒城市建设置业有限公司¹县城新型城镇化建设专项债券2024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
21 郓城专项债/21 郓城债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到郓城县产业发展基础较好且一般公共预算收入水平较高，为郓城县水浒城市建设投资有限公司（以下简称“郓城水浒”或“公司”）的发展提供了有利基础。公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，近年来业务收入规模持续增长，其工程代建业务可持续性较强，获得外部支持力度较大，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了“21 郓城专项债/21 郓城债”的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司部分业务尚未实现盈利、资产流动性较弱、面临较大资金支出及偿债压力等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，工程代建业务可持续性较强，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 05 月 31 日

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	161.79	152.51	138.27
所有者权益	78.18	77.29	65.26
总债务	71.05	67.79	65.17
资产负债率	51.68%	49.32%	52.80%
现金短期债务比	0.05	0.23	0.48
营业收入	10.34	7.95	7.21
其他收益	2.67	2.65	2.21
利润总额	1.62	1.75	1.63
销售毛利率	9.03%	11.66%	11.23%
EBITDA	5.88	4.24	3.05
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.83	0.72
经营活动现金流净额	5.43	-0.74	-3.54

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2022 年 2 月，公司名称由“郓城县水浒城市建设置业有限公司”变更为“郓城县水浒城市建设投资有限公司”。

优势

- **郓城县经济实力不断增强，传统优势产业和战略新兴产业集群协同发展。**2023 年全县实现 GDP531.2 亿元，增速 6.4%，规模稳居菏泽市下辖区县第 2 位；郓城县以能源化工、纺织服装、酒类包装、机电设备制造等为传统优势产业，近年来积极培育战略新兴产业集群，大力发展新能源、新材料和生物医药产业，产业发展基础较好，郓城县一般公共预算收入稳定居于菏泽市下辖区县首位，未来在鲁南经济圈的带动下，将迎来良好的发展机遇。
- **公司是郓城县主要的基础设施投融资和建设主体，工程代建业务持续性较强，供暖业务具有区域专营性。**公司作为郓城县主要的基础设施投融资建设主体，主要承接郓城县内的基础设施项目建设，2023 年实现业务收入 8.09 亿元，较 2022 年有较大幅度增长。截至 2023 年末，公司主要代建项目已投资 35.27 亿元，且存货中待结算项目成本规模较大，业务可持续性较强；公司 2023 年新开展的供暖业务覆盖郓城县主城区，在郓城县内具有区域专营性。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**公司近年来获得政府包括资产注入、资金拨付等方面的支持力度较大，合计划入资产超过 48 亿元，有效提升了公司的资本实力。2023 年，公司收到计入其他收益的财政补贴 2.67 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其为“21 郓城专项债/21 郓城债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“21 郓城专项债/21 郓城债”的信用水平。

关注

- **公司资产中存货、投资性房地产和应收性质款项占比较高，流动性较弱。**截至 2023 年末，公司存货、应收账款、其他应收款和投资性房地产合计占公司总资产的 82.94%，其中存货主要为代建及自营项目形成的开发成本和待开发土地，应收账款和其他应收款分别为应收代建项目款和往来款，集中度较高且款项回收进度受当地政府财政资金安排影响较大，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大资金支出压力和偿债压力。**截至 2023 年末，公司在建代建和自营项目尚需投资规模合计超 50 亿元，未来或将面临较大的资金支出压力；近年来公司现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数均较低，考虑到公司代建业务尚需投资规模较大，仍需通过外部融资覆盖资金缺口，未来仍将面临较大的偿债压力。
- **公司部分业务尚未实现稳定盈利，需关注未来经营情况。**2022-2023 年公司房屋销售业务毛利率持续为负，且新增的供暖和物业收入亦未能实现盈利，叠加 2023 年公司新开展的其他业务收入和利润规模均较小，尚不能对公司利润提供有效支撑，需关注上述业务及其他新开展业务未来的经营情况。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
郓城城发	郓城县内基础设施建设、房屋销售、水务及污水处理等业务	272.56	142.41	13.12
郓城水汴	郓城县内旧城改造、新农村建设、保障性住房建设等业务	161.79	78.18	10.34

注：以上各指标均为 2023 年末数据。

资料来源：公开资料、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspv_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspv_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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	3/7
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					4
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是郓城县主要的基础设施项目投融资建设主体，主要从事代建、房屋销售、房屋租赁等业务。中证鹏元认为公司在面临债务困难时，郓城县政府提供特殊支持的意愿极其强，系考虑到公司实际控制人为郓城县人民政府，所从事的基础设施建设相关业务对郓城县政府非常重要，在基础设施建设方面对当地政府贡献很大，若公司违约可能会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为郓城县政府提供支持的能力很强，系考虑到郓城县经济持续增长，产业发展基础较好且一般公共预算收入近年来稳居菏泽市下辖区县首位。

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	AAA/21 郓城专项债/21 郓城债	2023-6-16	安晓敏、郑丽芬	城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspv_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/16 郓城债	2016-11-9	胡长森、王贞姬	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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
21 郓城专项债/21 郓城债	8.00	6.40	2023-6-16	2028-5-7

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2021年5月7日发行7年期8.00亿元“21郓城专项债/21郓城债”，其中4.00亿元拟用于郓城县新动能产业园基础设施建设项目，4.00亿元拟用于补充公司营运资金。截至2024年5月24日，“21郓城专项债/21郓城债”募集资金专项账户余额为77,643.10元。

三、发行主体概况

2024年4月，郓城县人民政府按照公司与农发基金签订的《中国农发重点建设基金投资协议》收购中国农发重点建设基金有限公司持有的公司股权4,850万元，该部分股权由郓城县国资局（原郓城县国资委）持有。同月，根据《郓城县国资国企重组整合实施方案》，郓城县人民政府将公司51.00%的股权划转至郓城城发，划转基准日为2023年11月30日，划转完成后，公司控股股东变更为郓城城发，实际控制人为郓城县人民政府。

截至2023年末，公司注册资本19.46亿元，实收资本19.46亿元，郓城城发、郓城县国资局、国开基金、农发基金分别持有公司51.00%、24.44%、19.68%和4.88%的股权，郓城城发为公司控股股东，郓城县人民政府为公司实际控制人，股权结构详见附录二。

2023年公司合并范围内新增山东郓州住房租赁有限公司等12家子公司，2023年公司合并范围变化情况如下表所示。截至2023年末，公司合并范围内共有子公司17家，详见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

序号	名称	注册资本	所属行业	取得方式
1	山东郓州能源投资有限公司	4.00	资本市场服务	出资设立
2	山东郓州住房租赁有限公司	3.00	房地产租赁经营	出资设立
3	郓城县新郓物业管理有限公司	0.10	物业管理	出资设立
4	山东华敦建设工程有限公司	0.45	建筑业	股权收购
5	山东郓州农业发展有限公司	3.00	农业	出资设立
6	山东郓州水务投资有限公司	3.00	自来水生产和供应	出资设立
7	山东郓州热力有限公司	3.00	热力生产和供应	出资设立
8	郓城嘉汇热电有限公司	1.00	热力生产和供应	出资设立
9	山东郓洲粮油收储有限公司	3.00	谷物仓储	出资设立
10	郓城县新动能产业发展投资有限公司	0.10	投资与资产管理	出资设立
11	山东郓随电力有限公司	0.30	电力供应	出资设立

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

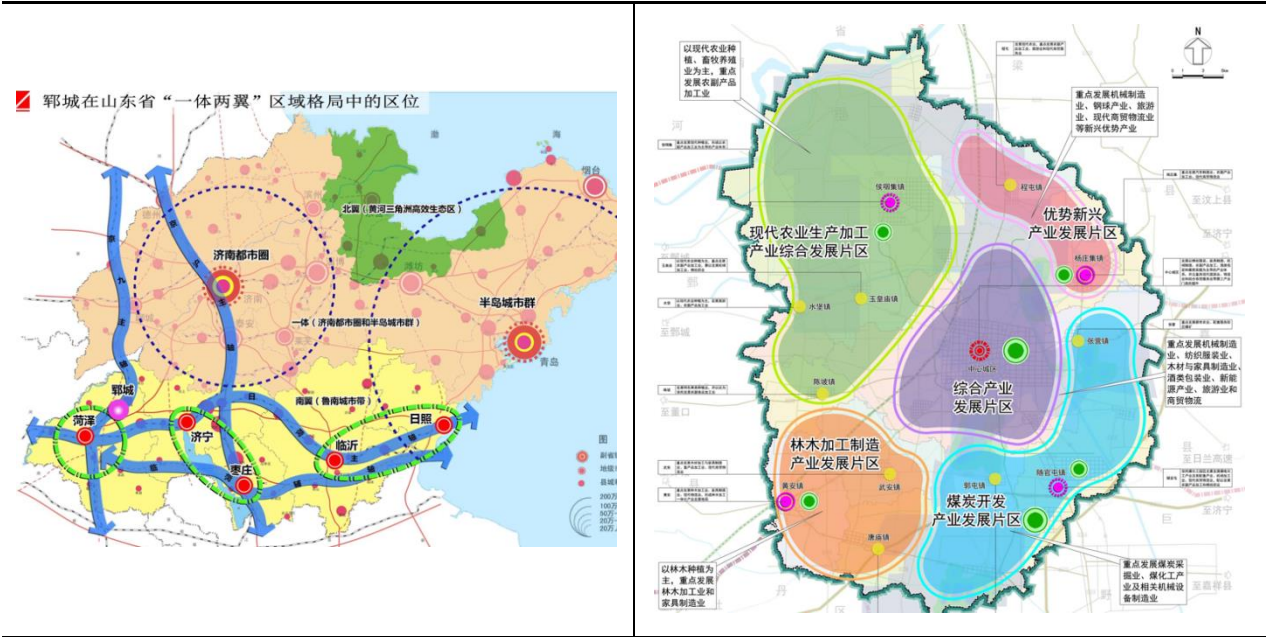
区域经济环境

郓城县为菏泽市下辖县，为山东省旅游强县，县内煤矿资源丰富，以能源化工、纺织服装、酒类包装等行业为优势产业，产业发展基础较好，近年GDP及一般公共预算收入居菏泽市下辖区县前列，但经济发展水平仍较低，地方政府债务增长较快

区位特征：郓城县为菏泽市下辖县，是山东省首批旅游强县，县内煤矿资源丰富。郓城县隶属山东省菏泽市，位于山东省西南部、菏泽市东北部，全县辖16个镇、2个乡、4个街道、1个省级经济开

发区，总面积 1,643 平方公里。截至 2022 年末，郓城县常住人口为 111.49 万人，较第七次人口普查数据有所下降。郓城县文化底蕴深厚，是水浒故事的发祥地，被誉为“中国好汉之乡”，也是山东省首批旅游强县，2021 年 12 月被授予“第一批省级文化和旅游消费试点县（市、区）”称号。郓城县矿产资源丰富，现已发现煤、煤层气、石油、天然气、地热等 10 余种能源矿产，郓城煤田为巨野煤田的重要组成部分，探明地质储量 30.81 亿吨，可采储量 8.37 亿吨。

图 1 郓城县区位图及产业布局规划图



资料来源：山东省郓城县城市总体规划（2012—2030）

经济发展水平：近年郓城县经济总量稳居菏泽市第 2 位，经济总量保持增长，但人均 GDP 水平较低。近三年郓城县地区生产总值保持增长，规模稳居菏泽市下辖区县第 2 位，2023 年郓城县地区产值为 531.2 亿元，同比增长 6.4%，其中第一产业增长 4.4%，第二产业增长 6.3%，第三产业增长 7.1%，第二、三产业是经济增长的主要动力。三次产业结构由 2021 年的 10.6:48.4:41.0 调整为 2023 年的 11.3:45.7:43.0，第三产业占比小幅提升，第二产业仍占主导地位。按 2022 年常住人口计算，2023 年郓城县人均 GDP 为 47,646 元，为全国人均 GDP 的 53.32%，人均 GDP 有所增长但仍处于较低水平。

郓城县社会消费品零售总额规模较大，但近年增速有所波动，2023 年同比增长 10.50%，批发、零售、住宿、餐饮业全口径同比增速分别达到 12.6%、14.2%、28.2%、21.8%。投资方面，近年郓城县固定资产投资持续较快增长，但增速水平逐年放缓，2023 年同比增长 10.90%，其中，工业技改投资同比增长 22.1%，高技术产业投资同比增长 163.1%，高技术产业投资增速较快。

表2 2023 年菏泽市各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
曹县	582.04	7.10%	4.3	27.75	48.23

鄄城县	531.2	6.4%	4.8	39.05	14.69
东明县	530.0	6.5%	7.1	29.70	33.80
单县	455.1	6.3%	4.5	27.20	30.10
牡丹区	454.0	6.2%	4.1	29.39	17.88
巨野县	447.6	6.9%	4.9	35.28	-
鄄城县	311.1	7.1%	4.2	17.50	-

注：2023年人均GDP根据2022年常住人口数据计算；标“-”表示数据未公告。

资料来源：《菏泽统计年鉴2023》，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3 鄄城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	531.2	6.40%	514.5	2.5%	498.6	7.9%
固定资产投资	-	10.90%	152.0	16.4%	130.3	21.3%
社会消费品零售总额	195.95	10.50%	177.3	0.2%	177.0	16.1%
进出口总额	-	-	-	-	13.0	55.84%
人均 GDP（元）	47,646		46,148		44,400	
人均 GDP/全国人均 GDP	53.32%		53.85%		54.93%	

注：2021 年鄄城县人均 GDP 取自统计公报，2022-2023 年鄄城县人均 GDP 系根据 2022 年常住人口数据计算。

资料来源：鄄城县政府网站、鄄城县 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报等，中证鹏元整理

产业情况：鄄城县以能源化工、纺织服装、酒类包装等行业为优势产业，产业发展基础较好，积极培育战略新兴产业集群，大力发展新能源、新材料和生物医药产业。鄄城县传统优势产业有能源化工、纺织服装、酒类包装、机电设备制造、木制品和食品加工等，其中能源化工企业主要集中在鄄城县煤化工工业园区，代表企业山东洪达化工有限公司；鄄城县为“中国棉纺织名城”和“棉纺织产业集群创新发展示范区”，代表企业山东华灵集团有限公司；鄄城县拥有“中国酒类包装之都”的称号，其酒类包装产业现已形成酒瓶生产、瓶盖加工、酒类标签、烤花喷涂等多个门类，酒瓶产量在山东省排名第一，代表企业山东烟郓包装科技股份有限公司；鄄城县在黄安镇设立了木制品产业园区，产品涵盖单板、多层板、细木工板、科技木、刨花板、密度板、家具等七大系列，代表企业山东旺家实业发展集团股份有限公司。从发展规划上看，近年来鄄城县积极培育战略新兴产业集群，大力发展新能源、新材料和生物医药产业，着力打造大唐新能源、旭阳高端化工和生物医药 3 个百亿级产业园，加快推进动能转换，推动产业发展提质增效。2023 年，全县规上工业增加值增速 12.6%；规上工业总产值达到 785.55 亿元，同比增长 10.6%。工业用电量达到 38.85 亿度，同比增长 18.5%。

发展规划及机遇：2020 年 5 月，鄄城县入选县城新型城镇化建设示范名单，《国家发展改革委关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》文件指示，要在财政资金支持、吸引社会资本投入以及加强建设用地支撑等方面来保障项目实施。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，要促进 4 市中心城区高效联动，辐射带动鄄城县等县（市、区），引导产业和人口集聚，推动区域一体化发展；

支持郓城县等县撤县设区，支持郓城县、巨野县联合打造国家级循环经济产业园；加快郓城县至巨野县铁路等货运、疏港铁路建设，畅通鲁南经济圈公路交通网；建设郓城县等县（市、区）等一批二级旅游集散中心。

财政及债务水平：近年郓城县一般公共预算收入稳居菏泽市下辖区县首位，财政收入质量较好，但财政自给能力一般，地方政府债务增长较快。近三年郓城县一般公共预算收入稳定增长，且税收收入占比均在 70% 以上，财政收入质量较好，其中，2023 年一般公共预算收入为 39.05 亿元，同比增长 4.7%。郓城县政府性基金收入规模逐年下降，2023 年政府性基金收入 14.69 亿元。2021-2023 年郓城县财政自给率均在 50% 左右，财政自给能力一般。区域债务方面，郓城县政府债务余额逐年较快增长，截至 2023 年末，郓城县地方政府债务余额为 118.37 亿元。

表4 郓城县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	39.05	37.30	35.07
税收收入占比	70.42%	73.19%	77.07%
财政自给率	49.64%	52.98%	55.19%
政府性基金收入	14.69	18.90	26.26
地方政府债务余额	118.37	97.60	78.35

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：郓城县政府网站，2020-2022 年郓城县财政预决算报告，山东省 2023 年预算执行情况和 2024 年预算草案，中证鹏元整理

投融资平台：目前，郓城县内已发债的投融资平台仅有公司一家，主要负责旧城改造、新农村建设、保障性住房建设等业务。

五、经营与竞争

公司是郓城县主要的基础设施项目投融资建设主体，所从事的代建、房屋销售、房屋租赁等业务为公司收入和利润的主要来源，其代建业务的可持续性较强，2023 年公司新增了供暖业务，在郓城县区域内具备一定区域专营性，但尚未实现盈利，此外，公司房屋销售业务目前无在手储备项目，需关注其未来业务持续性；同时，公司在建项目未来尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

公司是郓城县主要的基础设施项目投融资建设主体，主要从事代建、房屋销售、房屋租赁等业务。2022-2023 年公司分别实现营业收入 7.95 亿元和 10.34 亿元，2023 年公司主营业务收入增长主要系公司新增工程建造业务、供暖业务及工程代建收入规模增长驱动所致。毛利率方面，公司毛利润主要来自工程代建和房屋销售业务，代建业务毛利率较为稳定，2023 年受房屋销售业务亏损扩大及新增的供暖业务尚未实现盈利影响，公司毛利率有所下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	80,907.31	78.28%	14.78%	66,724.55	83.97%	13.37%
房屋销售业务	19,274.05	18.65%	-13.00%	11,752.28	14.79%	-5.44%
工程建造业务	1,312.37	1.27%	16.70%	--	--	--
房屋租赁业务	966.80	0.94%	100.00%	985.17	1.24%	100.00%
供暖业务	660.58	0.64%	-198.69%	--	--	--
供电业务	171.33	0.17%	0.64%	--	--	--
电费收入	49.64	0.05%	11.39%	--	--	--
物业收入	9.80	0.01%	-19.29%	--	--	--
其他业务	6.55	0.01%	100.00%	--	--	--
合计	103,358.44	100.00%	9.03%	79,462.00	100.00%	11.66%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建和建造业务

公司工程代建业务项目储备充足，业务可持续性较强，但预计投资规模较大，未来或将面临较大资金支出压力，同时公司2023年新增的工程建造业务在手项目较少，未来需关注该项业务的项目承接情况

公司承担郓城县基础设施、安置房和城区土地开发整理等工程代建项目。对于工程代建业务，公司本部就代建项目与委托方签订委托代建协议，委托方包括郓城县政府、郓城县郓州城市建设发展有限公司（以下简称“郓州城建”）和郓城城发；公司自筹资金进行项目建设，并将竣工验收的项目交付至委托方。委托方在合同内约定时间节点审计成本，并按照审核后成本加成一定比例代建管理费与公司结算，加成比例5.00%-18.00%不等；公司根据结算金额确认工程代建收入并结转相关成本。委托方依据合同约定和自身财力情况拨付款项至公司。

近年来，公司工程代建业务收入主要来自于郓州大道一期项目、郓州大道二期项目、郓城一中新校区建设项目等，但确认收入规模持续增长，2022-2023年，公司工程代建收入分别为6.67亿元和8.09亿元，毛利率水平较为稳定。

截至2023年末，公司主要的代建项目包括郓州大道片区二期棚改项目、八里河片区二期棚改项目、郓城县高标准农田工程建设项目等，计划总投资72.96亿元，投资规模较大，同时存货中尚未结算的代建成本规模也较大，业务可持续性较强；但上述在建项目尚需投资38.27亿元（剔除已投资规模超过总投资项目），未来将面临较大的资金支出压力。

表6 截至 2023 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
郓州大道片区二期棚改项目	代建	71,040.00	76,771.52
北关片区二期棚改项目	代建	55,873.04	47,217.04

八里河片区二期棚改项目	代建	155,312.37	127,896.72
郓城县高标准农田工程建设项目	代建	126,300.00	70,943.07
济董线郓城东段改建工程	代建	35,082.18	5,665.47
县医院医养融合建设项目	代建	80,556.00	9,542.58
污水管网工程项目	代建	65,195.99	9,832.37
城市集中供气项目	代建	29,826.76	4,290.73
南城名苑项目	代建	110,420.00	513.50
总计	--	729,606.34	352,673.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司尚有部分在建自建项目，其中，县医院新区医疗中心未来将通过出租获取收益；新动能产业园未来将进行招商引资、通过出租获取收益；郓城县整县分布式光伏发电建设项目未来将通过售电盈利。截至2023年末，公司在建自建项目预计总投资37.06亿元，已投资21.10亿元，尚需投资15.96亿元。

表7 截至 2023 年末公司主要自建项目情况（单位：万元）

项目名称	类型	项目总投资	项目已投资规模
县医院新区医疗中心	自建	126,574.00	73,238.98
新动能产业园	自建	78,000.00	77,190.97
郓城县整县分布式光伏发电建设项目	自建	166,000.00	60,533.14
合计	--	370,574.00	210,963.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程建造业务由子公司山东华敦建设工程有限公司（以下简称“华敦建设”）负责，华敦建设通过招投标方式对郓城县区域内部分基础设施建设项目进行承包建设，与发包方签订建设工程施工合同，按照合同约定完成工程施工，项目完工后由发包方按照合同约定的期限和方式支付合同价款。2023年，华敦建设分别与郓城县杨庄集镇人民政府、郓城县房产服务中心就2022年郓城县杨庄集镇县级财政衔接资金基础设施项目和2023年老旧小区改造配套基础设施建设项目签订施工合同，合同总价款5,684.73万元，当年实现业务收入1,312.37万元，该项业务目前在手合同较少，需关注其未来业务承接情况。

（二）房屋销售业务

公司房屋销售业务主要由本部负责，根据整体规划，利用自有资金及外部借款筹措项目资金，独立获取土地、开展方案设计及工程施工，在房屋建设完成达到销售条件后，由郓城水浒与购房者签订购房合同、收入购房款。截至2023年末，公司确认的房屋销售收入均来自于南湖名门项目，该项目地处郓城县南湖公园附近，为郓城行政中心与文化旅游中心的枢纽地带，总可售面积179,748.60平方米，截至2023年末已预售64,026.88平方米。2022-2023年，公司房屋销售业务分别实现业务收入1.18亿元和1.93亿元，为公司营业收入提供了有效补充，但受房地产市场波动影响，年内项目去化速度减缓，加之财务成本升高，造成亏损扩大。截至2024年2月末，南湖名门项目仍有461套库存房屋，需关注未来去库存进展。且公司尚无储备的房地产项目，未来需关注该项业务的持续性。

（三）供电及供暖业务

2023年公司新增供暖、供电和电费业务，其中供暖业务由公司子公司郓州热力有限公司（以下简称“郓州热力”）对郓城县城区部分区域进行供暖。根据郓城县发展和改革局、郓城县综合行政执法局《关于城区集中供热价格有关事项的通知》（郓发改字〔2020〕87号），统一规定郓城县区域内居民用户集中供热价格为21元/平方米/季、非居民用户集中供热价格为29元/平方米/季，郓州热力按照该文件核定的热费价格对供暖终端用户进行收费。2023年，公司供暖业务实现业务收入660.58万元，受年内新增铺设管网投资规模较大，同时为打造品牌影响力，提高供热质量，公司对原材料投入均较往年有较大提升，综合影响下毛利率为负，但综合来看，该项业务区域专营性较强。

公司供电业务由子公司郓州能源有限公司（以下简称“郓州能源”）负责，郓州能源将其所有的位于郓城县郓州街道周庄行政村的分布式光伏发电项目并入国家电网山东省电力公司郓城县供电公司（以下简称“国网郓城供电公司”）管理的电网运行，双方签订购售电合同，由国网郓城供电公司按照合同约定购买郓州能源光伏项目的上网电量。2023年公司供电业务实现业务收入171.33万元，整体规模较小，毛利率水平较低。

公司电费业务由子公司郓城县新郓物业管理有限公司（以下简称“新郓物业”）负责，主要对公司建设的郓城县新动能产业园中的入驻企业代收电费，2023年实现收入49.64万元，规模较小。

（四）房屋租赁业务

公司房屋租赁业务主要由本部负责，主要将名下房产、土地、厂房等进行市场化租赁。2022-2023年分别实现业务收入985.17万元和966.80万元，2022年以来收入规模相对稳定，对公司营业收入规模提供了一定程度的补充。

公司获得较大力度的外部支持

作为郓城县主要的基础设施项目投融资建设主体，近年来公司在资金、资产注入等方面均获得较大力度的支持，合计划入资产超过48亿元，有效提升了公司的资本实力。2022-2023年，公司分别收到计入其他收益的财政补贴2.65亿元和2.67亿元，有效提升了公司的利润水平。

表8 近年来公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

时间	划转内容	金额
2012年	根据郓政发〔2012〕89号文件，将国有土地无偿划给公司	175,954.09
2013年	根据郓政发〔2013〕96号文件，将国有土地无偿划给公司	91,372.10
2014年	根据郓政发〔2014〕96号文件，将国有房产及土地无偿划给公司	70,397.58
2019年	根据郓国资〔2019〕17号文件，部分拨款转为对公司的投资	32,030.44
2022年	根据郓城县人民政府相关文件，将郓城县高标准农田项目无偿划拨给公司	70,943.07
	根据郓城县财政局相关文件，对公司增资4.33亿元。	43,300.00

2023 年	郓城县国资局以货币形式追加投资	15,700.00
合计		483,997.28

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、 财务分析

财务分析基础说明

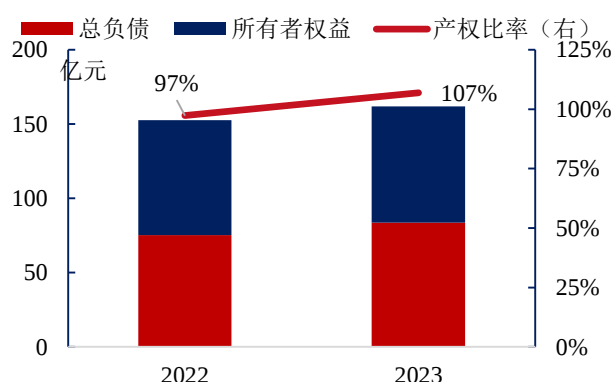
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内新增郓城县华顺建设开发有限公司等3家子公司，2023年公司合并范围内新增山东郓州住房租赁有限公司等12家子公司。截至2023年末，公司合并范围内共有子公司17家，详见附录四。

资本实力与资产质量

近年来公司所有者权益规模有所增长，但受债务规模扩张的影响，权益对负债的保障能力仍然较弱，资产中存货和投资性房地产规模较大，整体资产流动性较弱，应收账款均为主营业务产生的收入回款，受当地财政资金统筹安排影响较大，需关注未来回款情况

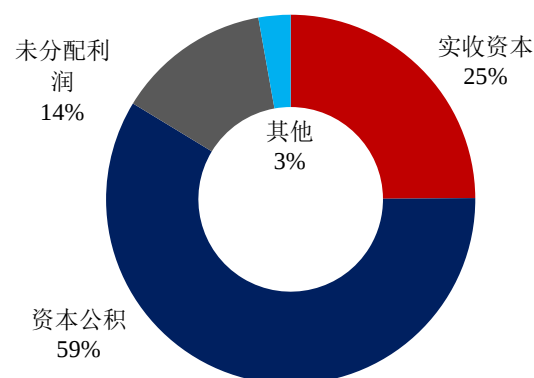
公司作为郓城县主要的基础设施投融资建设主体，近年来在资金、资产注入等方面持续获得郓城县人民政府及相关单位的大力支持。2022-2023年，公司所有者权益规模持续增长，截至2023年末，公司所有者权益为78.18亿元。同期内，公司债务规模亦有所扩张，截至2023年末，公司产权比率为107%，整体来看公司所有者权益对负债的保障能力较弱。公司所有者权益主要由政府注入资产形成的资本公积构成，同时实收资本亦占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

受益于相关工程项目建设的推进，公司近年来资产规模有所扩张，截至2023年末公司总资产161.79亿元，以流动资产为主，同期末占公司总资产的63.73%。

公司资产主要由存货、应收账款、其他应收款和投资性房地产构成，2023年末合计占公司总资产的82.94%。截至2023年末，公司存货主要为北关片区二期棚改项目、郓州大道片区二期棚改项目、八里河二期棚改项目等代建项目及自营项目南湖名门形成的开发产品和郓城县经济开发区内的待开发土地，变现能力较差，对公司资金形成较大程度占用；截至2023年末，公司应收账款26.09亿元，系应收代建项目委托方郓城县财政局、郓城城发及郓州城建的代建项目结算款项，考虑到应收账款全部为公司主营业务产生的收入回款，且实际回收情况受当地财政资金统筹安排影响较大，未来需对该应收款项的回收情况予以关注；截至2023年末，公司其他应收款21.91亿元，主要系应收郓城县财政局、郓城县郓财土地开发整理有限公司、郓城县城投资产管理有限公司等区域内行政单位和国有企业的往来款，前五大其他应收款对手方占比为78.56%，集中度较高，未来需关注实际回款情况；截至2023年末，公司投资性房地产37.45亿元，其中房屋建筑物8.78亿元，主要系公司自有的储藏室、住宅；土地使用权28.68亿元，包括7宗林地，账面价值为15.01亿元，其余均为住宅、商住用地。

其他资产方面，截至2023年末，公司货币资金1.18亿元，其中受限货币资金规模0.24亿元，主要系使用受限的保证金、专用账户年末余额。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.18	0.73%	3.20	2.10%
应收账款	26.09	16.13%	22.49	14.74%
其他应收款	21.91	13.54%	20.45	13.41%
存货	48.73	30.12%	60.06	39.38%
流动资产合计	103.10	63.73%	110.67	72.56%
在建工程	6.42	3.97%	0.00	0.00%
投资性房地产	37.45	23.15%	33.49	21.96%
非流动资产合计	58.68	36.27%	41.85	27.44%
资产总计	161.79	100.00%	152.51	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年来营业收入有所增加，主要业务持续性较强，利润对政府补贴的依赖程度较高

公司业务主要包括代建和房屋销售，近年来公司营业收入有所增加。毛利率方面，由于公司2023年新增的供暖业务毛利率为负且房屋销售业务亏损扩张，公司当期毛利率有所下降。考虑到公司存货中待结算成本规模较大，未来代建业务可持续性较强。

2022-2023年，公司分别收到计入其他收益的财政补贴2.65亿元和2.67亿元，占当期利润总额的比重分别为151.43%和164.81%。整体来看，公司利润较为依赖政府补贴。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	10.34	7.95
营业利润	1.63	1.77
其他收益	2.67	2.65
利润总额	1.62	1.75
销售毛利率	9.03%	11.66%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年来公司总债务规模变化不大，但现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均较低，未来仍将面临较大的短期债务偿付压力

近年来公司总债务规模变化不大，截至2023年末，公司总债务为71.05亿元，以一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款为主，融资渠道主要为银行借款和债券融资。

截至2023年末，公司长期借款19.45亿元，主要为质押和保证借款；公司应付债券主要为所发行的“21郓城专项债”、“22郓城01”、“22郓城02”等债券，截至2023年末为6.36亿元，平均融资成本5.77%；公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款；截至2023年末，公司长期应付款为19.04亿元，主要为公司对菏泽城投控股集团有限公司的借款及对通用环球国际融资租赁（天津）有限公司、国泰租赁有限公司等的融资租赁款，平均融资成本8.81%。从融资结构来看，公司存在一定规模的非标融资，且一年内到期的非流动负债规模较大，存在较大的短期债务偿付压力。

其他负债方面，截至2023年末，公司合同负债2.94亿元，主要为因房屋销售业务产生的预售购房款和代建业务产生的工程款；截至2023年末，公司其他应付款7.33亿元，主要为应付山东省郓城第一中学、山东悦华置业有限公司等单位的往来款项。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.45	1.73%	0.00	0.00%
应付账款	1.36	1.63%	0.11	0.14%
合同负债	2.94	3.52%	0.00	0.00%
其他应付款	7.33	8.77%	6.36	8.46%
一年内到期的非流动负债	23.55	28.17%	11.67	15.51%
流动负债合计	38.13	45.61%	20.44	27.17%
长期借款	19.45	23.26%	13.38	17.79%
应付债券	6.36	7.61%	19.83	26.37%

长期应付款	19.04	22.78%	20.95	27.86%
非流动负债合计	45.47	54.39%	54.78	72.83%
负债合计	83.61	100.00%	75.22	100.00%
总债务	71.05	84.99%	67.79	90.13%
其中：短期债务	26.20	31.34%	13.62	18.11%
长期债务	44.85	53.64%	54.17	72.01%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司近年来资产负债率有所波动，截至2023年末为51.68%，较2022年末有所上升；同期末现金短期债务比为0.05，较2022年末有所下降，现金类资产难以覆盖短期债务，2023年公司EBITDA利息保障倍数为1.04，EBITDA虽尚能保障利息，但考虑到公司项目建设和回收周期较长，叠加相关项目未来仍需依赖外部融资解决资金缺口，预计公司未来仍面临较大债务偿付压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	51.68%	49.32%
现金短期债务比	0.05	0.23
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.83

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保以及发生员工安全事故的情况。

公司治理与管理方面，根据《公司法》和有关法律法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了由股东会、董事会、监事会、总经理组成的公司治理架构，形成了符合法律法规及公司管理要求的相对完善的法人治理结构。公司设股东会作为公司最高权力机构，行使决定经营方针和投资计划、委派和更换股东任命的董事、监事等职权；公司设董事会，设5名董事，由郓城县国资局任命，董事长由郓城县人民政府任命，公司董事每届任期3年，任期届满由郓城县国资局重新任命；公司设监事会，设5名监事，由郓城县国资局任命，每届任期3年，任期届满由郓城县国资局重新任命，可连选连任；公司由郓城县人民政府聘任经理，每届任期3年，主要行使组织实施董事会决议、年度经营计划和投融资方案等职权。组织架构方面，根据自身的业务特点和管理需要，公司内设办公室、财务部、项目管理部、工程部、国

资管理部等五个部门。组织结构详见附录三。2024年4月，郓城县国资局委派陈斌、高金勇、巨波、燕康生为董事会董事，免去王中玉、陈传森、王良庆、吴兴军的董事会董事职务；委派何健为监事会监事、孟庆存、吴慧敏为监事会监事，任命何健为监事长，免去陈广才的监事长、监事职务及邓琳的监事职务。同月，郓城县人民政府、中共郓城县委提名陈斌为公司总经理。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月9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。截至2024年5月20日，公司未被全国各级人民法院列入失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保金额为13,780.81万元，占同期末公司净资产的比例为1.77%，规模较小，被担保方均为郓城县区域内的国有企业，均未设置反担保措施。截至2024年3月31日，公司对郓州城建提供的1,392.71万元担保已到期。

表13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保开始日	担保到期日	担保金额	担保方式	反担保
郓城县自来水有限公司	2022/6/21	2025/6/25	6,273.78	保证	无
山东郓州路桥工程有限责任公司	2023/11/3	2026/11/3	3,000.00	保证	无
郓城县自来水有限公司	2022/3/21	2025/3/21	3,114.32	保证	无
郓州城建	2021/2/19	2024/2/18	1,392.71	保证	无
合计			13,780.81	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、 外部特殊支持分析

公司是郓城县重要基础设施建设平台。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，郓城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）公司与郓城县政府的联系非常紧密。公司控股股东为郓城城发，实际控制人为郓城县人民政府，公司董事、监事由郓城县国资局任命，且公司业务基本来源于政府及其相关单位，郓城县人民政府对公司的经营战略和业务经营拥有绝对控制权；公司近年受到郓城县政府支持的次数多且支持力度较大，展望未来，公司与郓城县政府的联系将比较稳定。

（2）公司对郓城县政府非常重要。公司是郓城县重要的城市建设和投融资平台，主营业务为基础设施建设和保障房建设，在基础设施建设等方面对当地政府贡献很大；但公司未从事供水、供电等民生

行业，郫城县政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的；此外，公司已发债，违约会对当地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

三峡担保提供的保证担保有效提升了“21郫城专项债/21郫城债”的信用水平

“21郫城专项债/21郫城债”由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括“21郫城专项债/21郫城债”的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为其存续期及到期之日起两年。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至2023年末，三峡担保的担保余额为941.67亿元，其中债券类担保余额占比为67.72%；融资担保责任余额704.33亿元，同比增长42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至8.56。

表14 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.29% 和 42.23%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 378.52%。

表15 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	378.52%	329.56%	350.74%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信；截至 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费的收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，累计代偿回收率不高，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

郓城县产业发展基础较好，传统优势产业有能源化工、纺织服装、酒类包装、机电设备制造、木制品和食品加工等，近年来经济保持增长；郓城县一般公共预算收入稳定居于菏泽市下辖区县首位，未来

在鲁南经济圈的带动下，将迎来良好的发展机遇，也为公司业务开展提供了良好的外部环境。

公司是郓城县主要的基础设施项目投融资建设主体，主要负责工程代建和房屋销售等业务，近年来受政府支持力度较大，收入规模亦有所增加，在建项目投资规模和存货待结算规模均较大，代建业务可持续性较强。近年来公司资产负债率有所波动，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数表现不佳，未来或将面临较大的资金支出压力和偿债压力。公司存货规模较大，且应收款项实际回收周期受当地财政资金安排影响较大，资产流动性较弱。考虑到公司是郓城县重要的国有资产运营主体，有望持续得到当地政府较大力度的支持，总体来看，公司抗风险能力尚可。同时，三峡担保提供的保证担保有效提升了“21郓城专项债/21郓城债”的信用水平。

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“21郓城专项债/21郓城债”的信用等级为AAA。

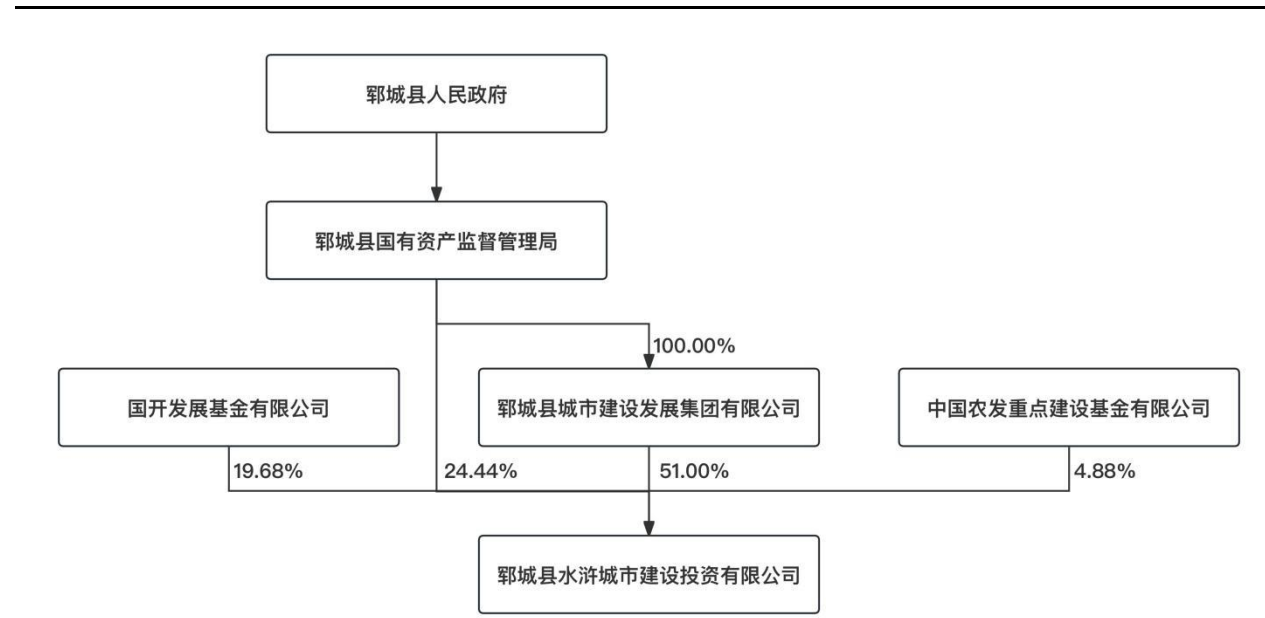
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	1.18	3.20	5.09
应收账款	26.09	22.49	18.28
其他应收款	21.91	20.45	16.97
存货	48.73	60.06	52.30
流动资产合计	103.10	110.67	96.99
固定资产	1.41	0.00	0.01
在建工程	6.42	0.00	0.00
投资性房地产	37.45	33.49	33.35
非流动资产合计	58.68	41.85	41.28
资产总计	161.79	152.51	138.27
短期借款	1.45	0.00	0.00
应付账款	1.36	0.11	0.31
合同负债	2.94	0.00	0.00
其他应付款	7.33	6.36	6.40
一年内到期的非流动负债	23.55	11.67	8.39
流动负债合计	38.13	20.44	18.11
长期借款	19.45	13.38	15.80
应付债券	6.36	19.83	21.72
长期应付款	19.04	20.95	16.78
非流动负债合计	45.47	54.78	54.90
负债合计	83.61	75.22	73.01
总债务	71.05	67.79	65.17
其中：短期债务	26.20	13.62	10.59
所有者权益	78.18	77.29	65.26
营业收入	10.34	7.95	7.21
营业利润	1.63	1.77	1.62
其他收益	2.67	2.65	2.21
利润总额	1.62	1.75	1.63
经营活动产生的现金流量净额	5.43	-0.74	-3.54
投资活动产生的现金流量净额	-4.11	-0.06	-0.52
筹资活动产生的现金流量净额	-2.12	0.25	3.03
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	9.03%	11.66%	11.23%
资产负债率	51.68%	49.32%	52.80%
短期债务/总债务	36.88%	20.10%	16.25%
现金短期债务比	0.05	0.23	0.48

EBITDA（亿元）	5.88	4.24	3.05
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.83	0.72

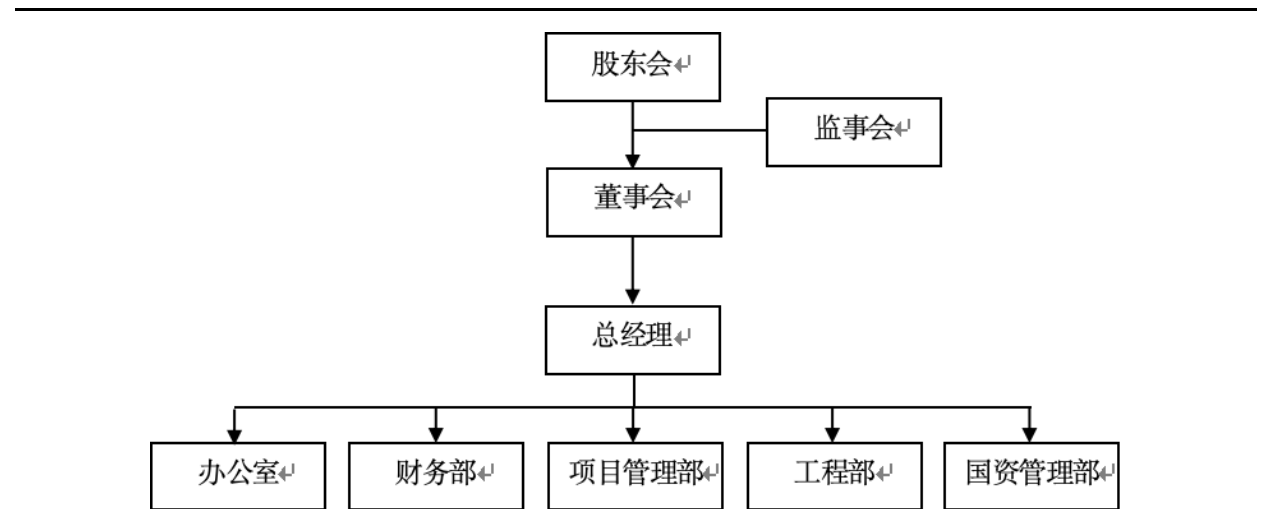
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例（%）	主营业务
郓城兴郓生物医药科技有限公司	1.00	60.00	科技推广和应用服务业
郓城县华顺建设开发有限公司	3.00	100.00	土木工程建筑业
郓城县郓铁投资有限公司	1.00	100.00	房屋建筑业
山东郓州矿业投资有限公司	1.00	100.00	采矿业
中郓鑫达（山东）实业有限公司	1.00	100.00	批发业
山东郓州能源投资有限公司	4.00	100.00	资本市场服务
山东郓州住房租赁有限公司	3.00	100.00	房地产租赁经营
郓城县新郓物业管理有限公司	0.10	100.00	物业管理
山东华敦建设工程有限公司	0.45	100.00	建筑业
山东郓州农业发展有限公司	3.00	100.00	农业
山东郓州水务投资有限公司	3.00	100.00	自来水生产和供应
山东郓州热力有限公司	3.00	100.00	热力生产和供应
郓城嘉汇热电有限公司	1.00	100.00	热力生产和供应
山东郓洲粮油收储有限公司	3.00	100.00	谷物仓储
郓城县新动能产业发展投资有限公司	0.10	100.00	投资与资产管理
山东郓随电力有限公司	0.30	100.00	电力供应
山东郓州电力有限公司	0.30	100.00	电力供应

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。