



平邑财金投资集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行企业债券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

平邑财金投资集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行企业债券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
24 平邑财金债/24 平财 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到平邑财金投资集团有限公司（以下简称“公司”或“平邑财金”）是平邑县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，其工程代建业务在区域中具有较强的专营性和竞争优势，未来工程代建业务收入较有保障，持续获得了较大力度的外部支持，且西部（银川）融资担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产中项目成本、土地及采砂权占比较高，整体资产流动性较弱，质量欠佳；公司融资规模有所增长，现金短期债务比处于较低水平，项目建设存在较大资金需求，面临较大的资金和即期债务压力，并且存在一定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。我们认为公司未来工程建设代建业务收入较有保障，同时其对平邑县政府的重要性及与平邑县政府的联系将保持相对稳定，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 6 月 11 日

联系方式

项目负责人：王玉婷
wangyt@cspengyuan.com

项目组成员：李青夏
liqx@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	187.14	176.71	156.64
所有者权益	90.78	89.74	88.87
总债务	57.16	55.09	41.91
资产负债率	51.49%	49.21%	43.26%
现金短期债务比	0.38	0.42	0.84
营业收入	9.04	9.01	9.07
其他收益	1.21	1.21	1.04
利润总额	1.16	1.35	1.45
销售毛利率	16.07%	22.01%	23.04%
EBITDA	3.19	3.80	3.15
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.29	0.98
经营活动现金流净额	2.84	-7.97	-6.41

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司承担了平昌县较多的棚户区改造及城市基础设施建设的任务，工程代建业务在区域中具有较强的专营性和竞争优势，未来工程代建业务收入较有保障。**公司为平昌县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，近年来承担了平昌县较多的棚户区改造及城市基础设施建设任务，在上述方面对当地做出了很大贡献，其委托代建业务在区域中具有较强的专营性和竞争优势；截至2023年末，公司在建的代建项目投资金额较大，为未来工程代建业务收入提供了保障。
- **公司在资产注入及政府补助方面持续获得了较大力度的外部支持。**政府补助方面，2023年公司获得政府补助1.21亿元，提升了公司的利润水平。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元评定，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连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产中项目成本、土地及采砂权占比较高，整体资产流动性较弱，质量欠佳。**公司的总资产主要由代建及自建项目成本、土地、采砂权、应收类款项等构成，其中应收类款项对资金形成占用且回收时间具有不确定性，项目成本、土地、采砂权等占比较高，集中变现难度大，同时受限资产规模较大，部分土地及房屋尚未办理产权证书，资产整体流动性较弱，质量欠佳。
- **公司债务规模增长，现金短期债务比处于较低水平，叠加项目建设投入需求较大影响，面临较大的资金和即期债务压力。**受项目建设投入影响，2023年公司融资规模增长，资产负债率升高，短期债务占比较高，现金短期债务比下降至0.38；同时，在建项目尚需投资金额较高，公司面临较大的资金和偿债压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保金额为19.20亿元，占同期末公司净资产的21.15%。被担保方为国有企业和少部分民营企业，均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	3/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
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

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

- 公司是平阳县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，平阳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，平阳县国有资产管理服务中心（以下简称“平邑国资中心”）直接持有公司 100% 股权，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的棚户区改造和城市基础设施代建收入全部来自政府相关单位，且在资产注入及政府补助等方面获得了当地政府的较大支持；另一方面，公司承担了平阳县较多的棚户区改造和城市基础设施建设任务，在上述方面对当地政府有很大贡献，取代公司也需付出一定的努力和成本，且公司已发债，若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。中证鹏元认为平阳县政府提供支持的能力较强，主要体现为：平阳县的发展定位为临沂市域副中心城市，拥有一定的石材、经济作物和旅游等地方资源，近年来建材（石材）和高端木业等主导产业保持较快增长，地区经济逐年增长，财政收入稳步提升且税收收入占比较高，收入质量相对较好。

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
24 平邑财金债/24 平财 01	2.60	2.60	2023-12-22	2031-01-18

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2024年1月18日发行7年期2.60亿元“24平邑财金债/24平财01”，募集资金计划用于平邑新材料（石材）低碳示范项目建设及补充营运资金。截至2024年4月19日，“24平邑财金债/24平财01”募集资金专项账户余额为0.00元。

三、发行主体概况

2023年公司名称、注册资本、实收资本、股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司的注册资本20.00亿元，实收资本19.48亿元，唯一股东和实际控制人均为平邑国资中心，股权结构图详见附录二。

2023年公司合并报表范围减少1家子公司；截至2023年末，公司合并报表范围内共有17家子公司，详情见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

子公司名称	持股比例	业务性质	不再纳入的原因
平邑县新动能产业引导基金投资有限公司	100.00%	商务服务业	无偿划转

资料来源：公司 2023 年审计报告

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”的总体思路上，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

平阳县的发展定位为临沂市域副中心城市，近年地区经济逐年增长，建材（石材）和高端木业等主导产业保持较快增长，但经济体量在临沂市排名靠后，且财政自给能力不佳

区位特征：平阳县的发展定位为临沂市域副中心城市，拥有一定的石材、经济作物和旅游等地方资源，随着高速和铁路网络的陆续开通，当地交通便利程度大幅改善。平阳县隶属于山东省临沂市，位于临沂市西北部，地处临沂市、枣庄市、济宁市和泰安市四市交界的中心位置，发展定位为临沂市域副中心城市，总面积1,825平方公里，辖14个镇街、1个省级经济开发区、575个行政村（社区）。交通方面，日兰高速、327国道和荷日铁路横贯平阳县东西，鲁南高铁、新台高速相继开通，县内设有高铁站蒙山站和火车站平邑站，当地交通便利程度大幅改善。随着滕临高速、通用机场的规划建设，平阳县将形成“两横一纵”的高速公路路网，逐步成为四通八达的交通网络枢纽。

资源方面，平阳县蒙山的主峰龟蒙顶为山东省第二高峰，蒙山寿星是蒙山的著名景点，蒙山龟蒙景区是世界地质公园、国家森林公园和国家5A级旅游景区。坐落在县内的天宇自然博物馆拥有藏品39万件，是集矿物晶体、动物化石、动植物标本为一体的自然地质博物馆。据平阳县人民政府官网数据，平阳县已探明金矿资源储量40吨，居全省第4位；石膏储量15.76亿吨，居全省第2位；花岗石饰面板材资源储量8,666.72万立方米，居全省第3位；水泥用石灰岩资源储量6,536.33万吨、熔剂用灰岩资源储量3,165.6万吨。此外，平阳县还是金银花的原产地和主产区，种植面积达到65万亩，年产干花1,800万公斤，占全国总产量的60%以上，是全国最大的金银花种植、加工和集散基地。

图1 平邑县城市空间结构规划图

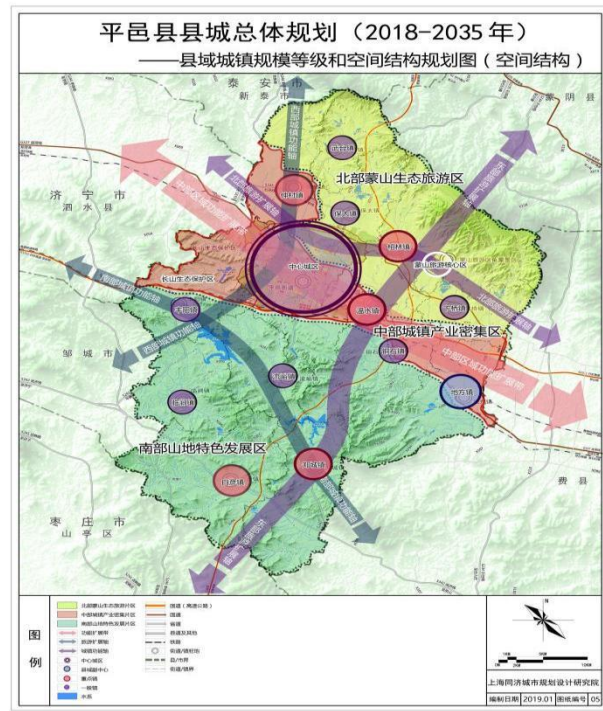
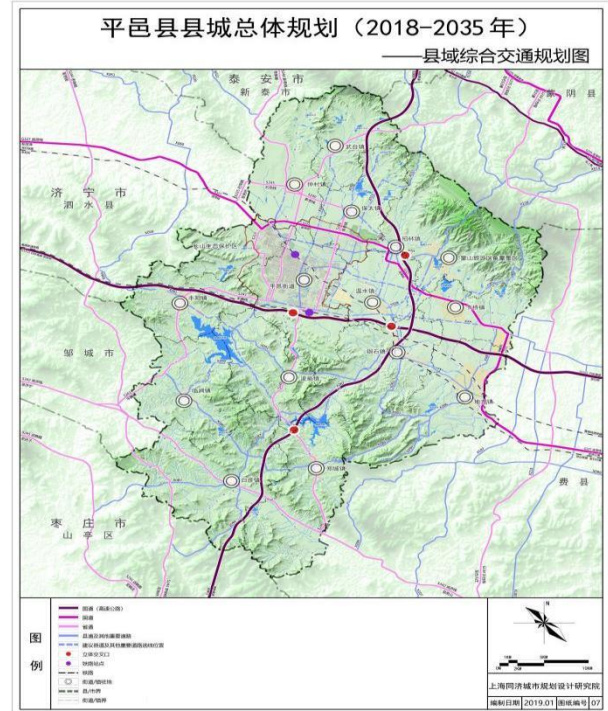


图2 平邑县县域综合交通规划图



资料来源：平邑县城市空间结构规划 (2018-2035)

资料来源：平邑县综合交通规划 (2018-2035)

经济发展水平：近年平邑县地区生产总值持续增长，但经济体量在临沂市排名靠后，人均GDP相对较低。近年平邑县地区生产总值持续增长，但增速波动较大，其中2023年全县实现地区生产总值315.00亿元，按不变价格计算同比增长6.5%，总量和增速分别居全市12个区县中的第9和第8位；从产业结构来看，平邑县2023年三次产业增加值分别为54亿元、109亿元和152亿元，三次产业增加值占比分别为17:34.6:48.4。按2022年平邑县国民经济和社会发展统计公报披露的常住人口计算，2023年全县人均GDP为35,984元，是同期全国人均GDP的40.27%，全县经济发展水平相对较低。近年平邑县固定资产投资保持增长但增速有所放缓，2023年全县工业投资增长12.8%、工业技改投资增长6.7%。2021-2023年，全县社会消费品零售总额及进出口总额均存在较大波动；具体来看，2022年平邑县社会消费品零售总额增速及进出口总额增速均为负，2023年随消费复苏，社会消费品零售总额同比增长12.7%、进出口总额同比增长66.9%，助推全县经济增长。

表2 2023年临沂市部分区县经济财政指标情况 (单位：亿元)

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
郯城县	411.20	7.2%	4.65	18.22	12.23
莒南县	393.00	7.3%	4.68	22.54	20.51
兰陵县	361.00	6.1%	3.33	27.34	12.78
河东区	323.00	7.4%	3.56	21.30	1.55
平邑县	315.00	6.5%	3.60	17.65	10.84

沂南县	306.50	5.8%	3.91	22.31	13.72
临沭县	269.00	7.1%	4.73	20.90	11.55

注：人均 GDP=GDP/年末常住人口，其中兰陵县常住人口数量取自临沂统计年鉴 2023、平邑县常住人口数量取自 2022 年平邑县国民经济和社会发展统计公报、沂南县常住人口数量取自 2023 年沂南县国民经济和社会发展统计公报、临沭县常住人口数量取自 2023 年临沭县国民经济和社会发展统计公报、其余县区均以第七次人口普查数据为准
 资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算执行报告等，中证鹏元整理

表3 平邑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）	315.00	6.5%	296.64	4.2%	279.20	9.3%
固定资产投资	-	5.5%	-	10%	-	11.2%
社会消费品零售总额	242.00	12.7%	214.70	-0.5%	217.80	16.5%
进出口总额	22.10	66.9%	13.23	-79.3%	64.17	86.8%
人均GDP（元）	35,984		33,886		31,291	
人均GDP/全国人均GDP	40.27%		39.54%		38.64%	

注：“-”表示数据未公布。人均GDP=GDP/年末常住人口，其中2021年人均GDP按照平邑县第七次全国人口普查公报公布的常住人口计算，2021-2022年人均GDP按照2022年平邑县国民经济和社会发展统计公报公布的常住人口计算
 资料来源：2021-2023年平邑县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：近年平邑县逐步形成了建材（石材）、高端木业、食品（罐头）、医药（金银花）、先进装备、新材料六大产业为主导的工业发展格局，工业经济逐年增长。2023年平邑县实现全年全部工业增加值95.2亿元，同比增长8.4%，258家规模以上工业企业完成总产值395.7亿元，同比增长12.9%，231家规上六大主导产业完成产值369.1亿元，增长12.4%，产值亿元以上企业达136家，工业经济逐年增长，主导产业保持较快增长。具体来看，建材（石材）产业方面，平邑县是全国重要石材基地之一，年加工销售各类进口板材5,000多万平方米，目前全县在加快东升国际石材产业园建设的同时，重点引进石材机械设备制造、石材废渣废料综合利用及新兴建筑建材项目。高端木业产业方面，平邑县规划建设了占地面积6平方公里的高端家居产业园，规模以上木业企业已达116家，年产值达50亿元。食品（罐头）产业方面，平邑县拥有全国罐头食品加工十强企业3家，年加工果蔬罐头60万吨，约占全国果品罐头生产总量的40%。医药（金银花）产业方面，平邑县是金银花的原产地和主产区，种植面积达到65万亩，与央企中国国药集团合作建设的中国（平邑）金银花健康产业园，被评为2019年省级重点项目。先进装备产业方面，入选国家强基工程的工业企业、农业机械制造商雷沃传动落户在平邑县。

根据《平邑县人民政府关于印发平邑县国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要的通知》，未来平邑县将积极培育先进装备制造、中医药、新材料等战略性新兴产业和商贸物流、文

化旅游、康养养生等现代服务业，协同推进宜居服务、现代农业等基础产业发展，构建现代产业体系，形成“一区二园N基地”¹的县域产业空间布局结构。

财政及债务水平：近年来平邑县财政收入稳步提升且税收收入占比较高，但总体财力水平不高且财政自给能力不佳。2023年，平邑县实现一般公共预算收入17.65亿元，同口径增长9%，其中税收收入占比仍较高，收入质量相对较好，但财力水平在临沂市12个区县中排名第11位。近年来平邑县财政自给率均在30%以下，财政自给能力不佳。2023年平邑县政府性基金收入实现10.84亿元，受土地出让市场不景气的影响而有所下降。此外，平邑县近年来地方政府债务余额增长较快，2023年末债务余额为84.60亿元，2021-2023年地方政府债务复合增长率为19.74%。

表4 平邑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	17.65	16.19	15.09
税收收入占比	80.6%	82.32%	84.29%
财政自给率	29.27%	27.11%	29.05%
政府性基金收入	10.84	16.13	30.59
地方政府债务余额	84.60	72.82	59.01

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：平邑县财政预决算报告等，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2024 年 4 月末，平邑县唯一公开发债的城投平台为平邑财金。

五、经营与竞争

公司为平邑县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，工程代建业务在区域中具有较强的专营性和竞争优势

公司是平邑县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，主要业务包括工程建设、砂石销售、光伏发电和蒸汽销售等，其中工程建设业务和砂石等销售业务是收入和毛利润的主要来源。2022-2023年公司营业收入整体稳定，但受砂石销售、石料销售毛利率下降影响，销售毛利率有所下滑。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	5.91	65.38	8.40	4.63	51.33	8.36
砂石销售	1.46	16.15	41.84	2.35	26.09	47.11

¹ “一区”指平邑经济开发区；“二园”指平邑高端木业产业园和平邑石材新动能双创园。“N基地”指分别位于仲村镇的手套产业基地、位于地方镇的罐头加工基地、位于郑城镇和流峪镇的金银花加工基地、位于白彦镇的认养一头牛乳品智造基地、位于保太镇的花卉苗木基地等。

石料销售	0.36	3.98	16.82	0.56	6.26	47.64
光伏发电	0.66	7.30	17.19	0.68	7.50	17.09
蒸汽销售	0.51	5.64	22.23	0.50	5.53	12.70
商品销售	0.02	0.22	100.00	0.05	0.55	100.00
仓储物流运营	0.00	0.00	-100.00	0.12	1.38	-42.80
广告	0.02	0.22	9.64	0.02	0.19	1.07
其他业务	0.11	1.22	46.51	0.11	1.17	42.55
合计	9.04	100.00	16.07	9.01	100.00	22.01

注：1）金额分项加总与合计数差异主要系四舍五入产生尾差所致；2）其他业务主要指租赁业务
 资料来源：公司提供

（一）工程建设业务

公司承担了平邑县内较多的棚户区改造及城市基础设施建设任务，在建的工程代建项目投资金额较大，为未来工程代建业务收入提供了保障；此外，公司开展自建自营业务，但自建项目暂时未实现盈利；在建代建及自建项目未来仍有较大的建设资金投入需求，公司面临较大的资金支出压力

公司的工程建设业务主要由子公司民生公司、宜居公司、平邑财金土地整理有限公司（以下简称“土地整理公司”）负责，主要采取委托代建模式。该业务开展时，宜居公司与平邑县住房和城乡建设局就平邑县的棚户区改造项目签订了委托代建合同；民生公司与平邑县通达路桥公司就县区道路建设项目签订了委托代建协议；宜居公司与平邑县市政工程公司就大班额以及平邑高铁站站前广场等市政项目签订了委托代建合同；土地整理公司与平邑县财政局和平邑县自然资源和规划局就平邑县土地综合整治工程项目签署了服务协议。委托代建合同约定的代建管理费率为5%-10%（以后如遇物价上涨等因素影响可以协商调整），公司每年根据委托方和受托方盖章确认的工程结算单确认收入及成本；土地综合整治服务协议约定，项目预计收到的价款由两部分构成，分别为指标有偿调剂费用和服务费，其中挂钩指标的有偿调剂费用标准为45万元/亩，服务费标准为2.55万元/亩，待项目完工后由山东省自然资源厅审查通过后予以结算。

近年来公司承担了平邑县内较多的棚户区改造及城市基础设施建设任务，为平邑县的棚改和基础设施建设做出了较大贡献，其工程代建业务在区域中具有较强的专营性和竞争优势。2023年，公司的工程建设收入主要来自卞桥社区棚户区住房改造项目、东张庄片区棚户区改造项目等；受建设进度及结算进度影响，跟踪期工程建设收入有所增长，因部分结算项目收益率较高，销售毛利率略有提升。

表6 公司近年工程建设业务收入情况（单位：亿元）

年份	委托方	项目	确认收入
2023年	平邑县住房和城乡建设局	万庄二期棚户区住房改造项目	0.90
	平邑县住房和城乡建设局	万庄三期棚户区住房改造项目	0.09
	平邑县住房和城乡建设局	卞桥社区棚户区住房改造项目	2.62
	平邑县住房和城乡建设局	东张庄片区棚户区改造项目	2.30

	合计	-	5.91
2022年	平邑县市政工程有限公司	蒙山站站前停车场及配套设施建设项目	0.05
	平邑县住房和城乡建设局	平邑县棚户区住房改造项目	4.58
	合计	-	4.63

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建项目包括各棚户区改造项目和部分基础设施建设项目等。上述项目尚需投资金额较大，未来工程建设代建业务的收入较有保障。除上述代建工程建设项目外，公司自建项目还包括本期债券募投项目平邑新材料（石材）低碳示范项目、京东数字经济产业园基础设施建设项目等，但自建项目实施进度偏慢，暂未实现盈利。综合来看，公司在建项目尚需投资金额较大，且近年经营活动现金流净额波动较大，面临较大的资金压力。

表7 截至2023年末公司主要棚户区改造及基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	计划投资	完成投资	已确认收入	累计回款	建设进度
颍东片区棚改及莲花山社区棚改项目	平邑县住房和城乡建设局	1.96	1.04	1.08	1.08	建设中
永唐村片区棚改项目	平邑县住房和城乡建设局	1.62	1.27	1.33	1.33	建设中
大班额项目	平邑县市政工程有限公司	2.11	1.34	1.40	1.40	建设中
蒙山站站前停车场及配套设施	平邑县市政工程有限公司	2.56	1.84	1.92	1.13	建设中，主体完工
万庄一期棚户区住房改造项目	平邑县住房和城乡建设局	4.94	5.54	4.71	4.71	完工
万庄二期棚户区住房改造项目	平邑县住房和城乡建设局	3.55	3.59	3.01	3.01	建设中，主体完工
万庄三期棚户区住房改造项目	平邑县住房和城乡建设局	1.51	0.63	0.69	0.69	建设中
卞桥社区棚户区住房改造项目	平邑县住房和城乡建设局	5.36	4.37	3.88	3.88	建设中
东张庄片区棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	4.49	4.63	2.91	2.30	建设中，主体完工
富饶片区棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	1.52	1.13	0.00	0.00	建设中，主体完工
兴水河片区棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	6.30	3.06	0.00	0.00	建设中
S240新枣线平邑牛家庄至永唐村段工程项目	平邑县通达路桥公司	4.00	3.66	2.40	1.30	建设中
颍东（18年）棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	2.69	1.27	0.00	0.00	建设中
平邑县2019年棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	8.94	6.77	0.00	0.00	建设中
平邑县兴水河片区棚户区改造项目（A兴水社区）	平邑县住房和城乡建设局	9.00	5.71	0.00	0.00	建设中
平邑县兴水河片区棚户区改造项目（B城中社区）	平邑县住房和城乡建设局	10.32	7.99	0.00	0.00	建设中
平邑县兴水河片区棚户区改造项目（C蒙阳社区）	平邑县住房和城乡建设局	16.08	12.94	0.00	0.00	建设中
平邑县兴水河片区棚户区改造项目（C东苑社区）	平邑县住房和城乡建设局	4.50	4.23	0.00	0.00	建设中
平邑县土地综合整治工程项目	平邑县财政局、平邑县自然资源和规划局	8.00	6.80	0.00	0.00	建设中
平邑县蒙阳东片区棚户区改造项目	平邑县住房和城乡建设局	4.94	3.12	0.00	0.00	建设中
平邑金城二期棚户区改造	平邑县住房和城乡建设局	2.26	2.10	0.00	0.00	建设中
合计	-	106.65	83.03	23.33	20.83	-

资料来源：公司提供

表8 截至2023年末公司主要自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	完成投资
平邑新材料（石材）低碳示范项目	12.53	0.90
京东数字经济产业园基础设施建设项目	5.00	1.57
平邑县高端木业家具产业园基础设施建设项目	3.50	1.55
平邑京东商仓冷链物流项目	6.00	0.43
合计	27.03	4.45

资料来源：公司提供

（二）其他业务

公司其他业务中砂石销售业务可开采量较大，同时石料销售、光伏发电和蒸汽销售等业务可为公司的收入带来较好的补充

公司的砂石销售业务主要由子公司民生公司运营。公司销售砂石的来源可分为土地平整获得的风化料以及河道清淤获得的河砂。2020年，根据平邑县人民政府文件《平政复字（2020）47号》和《资产评估报告（报告号：鲁正信评报字（2021）第0016号）》，平邑县人民政府授权公司本部对浚河流域河砂进行开采经营，开采期限至2030年12月31日，公司本部授权子公司民生公司具体经营并将该采砂收益权按照评估价值24.48亿元计入无形资产科目，上述划入公司的砂石资源总储量4,774.80万立方米，可开采量4,229.88万立方米。

公司主要通过拍卖及协议销售的方式销售砂石。近年公司销售的风化料主要来源于白彦认养一头牛项目土地平整、京东科创园区基础开挖所得石方、废弃矿山的石料等；河砂主要来源于临涧镇唐村水库河道清淤、万寿湖河砂等。受开采进度影响，跟踪期公司该项业务的收入有所下滑，因受下游基建、房地产行业景气度影响，毛利率整体下行。2022-2023年，公司砂石销售业务前五大主要客户的占比分别为74.17%和98.07%，集中度有所提升。

表9 砂石销售业务收入情况（单位：亿元）

年份	砂石来源	销售金额
2023年	风化料（主要来源于“白彦认养一头牛”项目土地平整、京东科创园区基础开挖所得石方、废弃矿山的石料等）	0.98
	河砂（主要来源于临涧镇唐村水库河道、浚河流域河道）	0.48
2022年	风化料（主要来源于“白彦认养一头牛”项目土地平整、京东科创园区基础开挖所得石方、废弃矿山的石料等）	1.38
	河砂（主要来源于临涧镇唐村水库河道、浚河流域河道）	0.97

资料来源：公司提供

表10 砂石销售业务前五大客户（单位：亿元）

时间	客户名称	销售收入	占砂石销售总额比例
2023年	平邑金联建材有限公司	0.48	32.67%
	山东华星奥建新型建材有限公司	0.37	25.32%
	曹全奋	0.34	23.24%

2022年	刘丽丽	0.22	15.13%
	冷彦军	0.02	1.71%
	小计	1.43	98.07%
	平邑金联建材有限公司	0.97	41.30%
	山东华星奥建新型建材有限公司	0.35	15.04%
	徐祥云	0.22	9.26%
	刘丽丽	0.17	7.09%
	曹全奋	0.03	1.48%
	小计	1.74	74.17%

资料来源：公司提供

除上述砂石销售外，公司其他石料销售由子公司临沂市宝联建材有限公司和平邑金石顺发矿业有限公司负责运营；销售的石料由两家子公司自行开采获得，主要开采区域为平邑县铜石镇泉子峪村、平邑县丰阳镇东午门；销售业务主要采取合同销售形式，将加工后石粉、料石、石子和渣土销售给企业及个人。跟踪期内，公司石料销售收入下行，且毛利率大幅下滑，主要系受下游基建、房地产行业景气度影响。

公司的光伏发电业务主要由公司子公司光伏公司运营。光伏公司承担平邑县50MW光伏扶贫电站项目的建设和运营，通过对光伏电站的建设，将所发的全部电量输送至公共电网中，发电量由电网企业按照当地光伏电站上网标杆电价收购²。依托光伏电站，光伏公司将发电量运输至公共电网后，每月向国网山东省电力公司平邑县供电公司开具相应发票并确定每月收入；每年根据平邑县扶贫开发领导小组出具文件（平扶组发【2017】9号）等相关政策要求，支出扶贫款约3,400万元并计入营业成本核算。2022-2023年，公司分别结算上网电量7,066.84万度和6,901.35万度，业务收入和毛利率相对稳定。

公司的蒸汽销售业务主要由子公司宜居公司运营。宜居公司与国家能源费县发电有限公司签订了工业蒸汽供用热合同，向其采购后实际用热地点位于平邑县卞桥镇高端木业园区。公司采购后向园区内的工业企业供热，通过IC卡预先充值的方式收取费用。2022-2023年，公司蒸汽销售量分别为18.78万吨和19.25万吨，收入规模相对平稳，毛利率同比回升。

公司其他业务还包括商品销售、广告业务和租赁等，可为公司的业务收入形成一定补充，但整体规模均不大。

公司持续获得了较大力度的外部支持

作为平邑县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，公司持续获得了较大力度的外部支持。

² 根据发改价格（2015）3044号文件，平邑县光伏电站标杆电价属三类资源区，电价为0.98元（其中基本电价0.3949元，国家补贴电价0.5851元）；另外根据鲁发改价格（2020）151号文件，山东省为深入推进光伏扶贫工作，促进光伏扶贫项目健康有序发展，光伏扶贫项目上网电价，在国家标杆电价基础上每千瓦时省级再补贴0.1元（含税）。故公司发电电价共计1.08元，由基本电价、国补电价、省补电价共同构成。

2023年，公司获得政府补助1.21亿元，提升了公司的利润水平。

六、 财务分析

财务分析基础说明

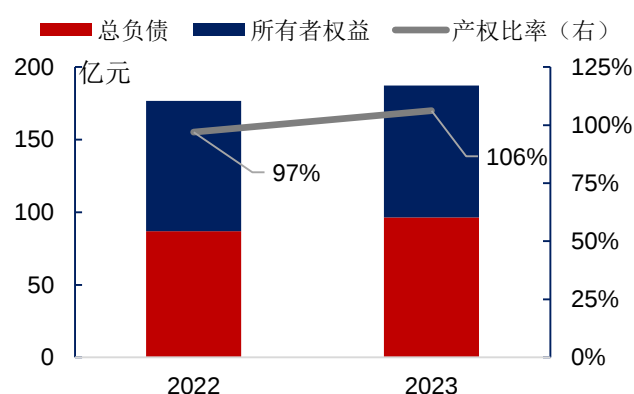
以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围减少1家子公司；截至2023年末，公司合并报表范围内共有17家子公司，详情见附录四。

资本实力与资产质量

因建设项目持续投入，跟踪期公司总资产规模保持增长；存量资产主要由代建及自建项目成本、土地、采砂权和应收类款项等构成，其中应收类款项对资金形成占用且回收时间具有不确定性，项目成本、土地、采砂权等占比较高，集中变现难度大，受限资产规模较大，部分土地及房屋尚未办理产权证书，资产整体流动性较弱，质量欠佳

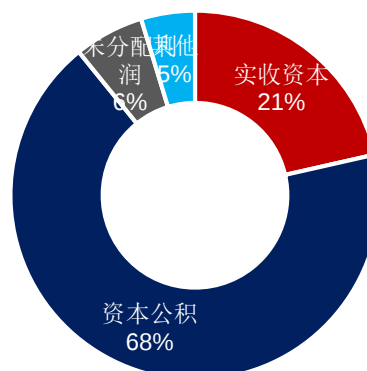
随着建设项目的持续投入，公司资产规模持续扩张，受筹资规模扩张影响，公司产权比率有所升高，截至2023年末，公司产权比率上升至约106%，公司所有者权益主要由资本公积和实收资本构成，所有者权益对负债的覆盖程度减弱。

图 3 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 4 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

公司总资产中存货占比较高，2023年规模继续增长。公司存货主要为开发成本和待开发土地，其中开发成本主要为代建棚户区改造项目和基础设施项目的投入成本，2023年末账面价值为62.34亿元；待开发土地主要系棚户区住宅用地，2023年末账面价值为20.13亿元，系招拍挂和司法拍卖获取的出让土地，已缴纳土地出让金，但截至2023年末尚未办理土地证的土地账面价值为4.67亿元。除存货外，公司自持项目主要计入投资性房地产、固定资产和在建工程等科目，其中投资性房地产为公司自持的益农认

养一头牛乳业项目房屋及土地、兴水河片区等土地构成，均采用公允价值计量，2023年同比增长主要系怡景假日服务中心、京东云仓地上建筑物及土地转入所致，截至2023年末尚未办理产权证书的房产和土地账面价值为5.99亿元。固定资产主要系自持房屋建筑和光伏、热力等机器设备，2023年末尚未办理产权证书的房屋账面价值为0.06亿元。在建工程主要系自建产业园区等项目，规模持续增长，截至2023年末，在建工程主要包括京东数字经济产业园基础设施建设项目、平邑县高端木业家具产业园基础设施建设项目、平邑县新材料（石材）项目（即本期债券募投项目）等。

应收款项方面，公司2023年末应收账款主要为应收工程代建款、出租款和部分光伏业务发电款等，因逐渐回款结清，规模有所下降。其他应收款主要为应收往来款、拆借款和土地指标款，其中2023年末应收平邑县财政局4.62亿元往来款和土地款、国企平邑县财源融资担保有限公司1.04亿元拆借款、国企平邑县润泽水务有限公司0.67亿元拆借款、国企曹县财金发展有限公司0.59亿元土地指标款、国企平邑县蒙阳冷链物流有限公司0.40亿元项目借款，对上述单位的应收款合计占比为78.71%，集中度相对较高，主要应收对象为政府单位和国有企业，回收时间易受应收单位资金安排的影响而具有不确定性，对资金形成占用。预付款项主要系预付工程款，呈较快增长，2023年末对前五大单位预付款合计占比58.13%。

采砂权和其他资产方面，公司无形资产主要由划拨的采砂收益权和少部分土地构成，其中2023年末尚未办理产权证书的土地账面价值为0.24亿元。货币资金主要为银行存款和其他货币资金，2023年末受限货币资金为7.16亿元，主要为用于担保的定期存单和承兑保证金。其他权益工具投资主要由公司持有的山东省天宇自然博物馆100%股权3.41亿元、平邑县财源融资担保有限公司100%股权2.08亿元和临商银行股份有限公司股份3.13亿元等构成，因公司不享有山东省天宇自然博物馆和平邑县财源融资担保有限公司经营管理和财务经营决策权利，公司未将其纳入合并范围。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产包括货币资金7.16亿元、存货12.80亿元、长期应收款0.36亿元、投资性房地产11.34亿元、固定资产0.38亿元和无形资产0.49亿元，上述受限资产账面价值合计32.53亿元，占同期末总资产的17.38%。此外，子公司平邑阳光富民光伏发电有限公司1.50亿元股权质押给江苏金融租赁股份有限公司以开展融资。

表11 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	8.99	4.80%	9.72	5.50%
应收账款	1.84	0.98%	3.03	1.71%
预付款项	10.64	5.68%	5.87	3.32%
其他应收款	9.28	4.96%	11.47	6.49%
存货	82.92	44.31%	74.35	42.07%
流动资产合计	117.16	62.61%	110.32	62.43%
固定资产	4.16	2.22%	8.07	4.56%

在建工程	6.03	3.22%	4.25	2.40%
其他权益工具投资	10.30	5.50%	11.05	6.25%
投资性房地产	18.40	9.83%	14.00	7.92%
无形资产	25.28	13.51%	25.75	14.57%
非流动资产合计	69.97	37.39%	66.39	37.57%
资产总计	187.14	100.00%	176.71	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

跟踪期内公司营业收入整体平稳，作为平阳县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，公司代建项目规模较大，未来代建业务持续性较好；但公司主营业务盈利能力较弱，政府补助有效提升整体利润水平

公司是平阳县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，主要业务包括工程代建、砂石销售、光伏发电和蒸汽销售等。跟踪期营业收入整体平稳，主要来自工程代建收入，截至2023年末公司主要在的棚户区改造和基础设施等代建项目投资金额较大，未来工程建设代建业务收入较有保障；此外砂石销售、光伏发电和蒸汽销售也可为公司的收入形成补充。

盈利方面，跟踪期内受砂石销售和石料销售毛利率下滑影响，公司销售毛利率有所下滑，主营业务盈利能力较弱。但作为平阳县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，公司2023年获得政府补助1.21亿元，并计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	9.04	9.01
营业利润	1.20	1.41
其他收益	1.21	1.21
利润总额	1.16	1.35
销售毛利率	16.07%	22.01%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

受项目建设资金需求较大影响，跟踪期公司总债务规模有所增长，短期债务占比较高，现金短期债务比处于较低水平，面临较大的即期债务压力

跟踪期公司总债务规模有所增长，截至2023年末总债务规模为57.16亿元，在负债总额中占比为59.32%。从构成来看，公司总债务以银行借款为主；从期限结构来看，公司总债务中短期债务占比较高，截至2023年末，1年内到期债务规模为13.79亿元（不含应付票据和其他借款），存在较大即期债务压力。

具体来看，截至2023年末，短期借款主要为抵质押借款和保证借款；应付票据主要为银行承兑汇票

和商业承兑汇票，主要为工程建设业务产生；其他应付款主要为往来款和有息借款（7.87亿元）；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和长期应付款，规模不大；长期借款主要系银行抵押和保证借款，规模有所增长；长期应付款主要为对山东省财金发展有限公司（以下简称“山东财金公司”）的借款8.62亿元和部分融资租赁借款，其中对山东财金公司的借款成本约为4.5%，融资租赁借款的综合成本约为7%。此外，2024年1月18日，公司发行“24平邑财金债/24平财01”，发行金额2.60亿元，由西部担保提供保证担保，7年期（5+2），其中5年内票面利率为4.80%，第6-7年票面利率为4.80%+调整基点。

其他负债方面，公司应付账款主要为应付工程款、购买商品款和设备款等；预收款项主要为预收工程款和预收商品款。

表13 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	3.65%-8.40%	46.64	13.58	3.81	1.07	28.19
非标融资	5.17%-8.26%	0.46	0.21	0.22	0.03	0.00
合计	3.65%-8.40%	47.10	13.79	4.03	1.10	28.19

注：以上数据不含应付票据及其他借款。

资料来源：公司提供

表14 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	10.62	11.02%	12.92	14.86%
应付票据	2.18	2.26%	3.05	3.51%
应付账款	2.52	2.61%	2.04	2.35%
预收款项	5.26	5.46%	7.10	8.17%
合同负债	4.40	4.57%	0.00	0.00%
其他应付款	32.67	33.90%	27.14	31.21%
一年内到期的非流动负债	3.18	3.30%	1.88	2.16%
流动负债合计	62.13	64.48%	55.23	63.51%
长期借款	24.97	25.91%	22.07	25.38%
长期应付款	8.34	8.65%	8.76	10.07%
非流动负债合计	34.23	35.52%	31.73	36.49%
负债合计	96.36	100.00%	86.97	100.00%
总债务	57.16	59.32%	55.09	63.35%
其中：短期债务	23.85	24.75%	24.27	27.90%
长期债务	33.31	34.57%	30.82	35.44%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期公司资产负债率有所抬升，现金短期债务比有所下滑，短期偿债压力增大。债务规模扩大导

致利息成本增加，政府补贴有效抬升利润规模，综合影响下，跟踪期公司EBITDA利息保障倍数下行，2023年公司EBITDA利息保障倍数为1.12，利润对债务本息的保障程度一般。

截至2023年末，公司获得银行授信额度为58.98亿元，其中未使用授信额度12.34亿元，公司尚有一定流动性储备，但在建项目尚需投资金额仍较大，公司未来面临较大的资金和偿债压力。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	51.49%	49.21%
现金短期债务比	0.38	0.42
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.29

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

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》，公司近一年内不存在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的情形。

社会方面，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》，公司近一年内不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题、拖欠员工工资和社保、工作环境严重影响员工健康、发生员工安全事故等情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《平邑财金投资集团有限公司章程》，设置了董事会、监事会和总经理、财务总监等管理层职位，并设立了综合管理部、投融资管理部、计划财务部、工程管理部、审计部和党群工作部等职能部门（详见附录三），基本能够满足公司的日常管理需求。根据临沂市纪委监委网站 2023 年 6 月 16 日公告，公司法定代表人、党委副书记、董事兼总经理王涛涉嫌严重违纪违法，正接受平邑县纪委监委纪律审查和监察调查，无法正常履行总经理、法定代表人职责。根据公司章程规定，公司总经理无法履行职责时，由董事长暂代总经理行使职权；法定代表人因其他原因无法履行全部职责，且未委托其他人员行使职权，董事会可以召开临时会议，作出决议指定其他董事临时行使法定代表人职权。2023 年 8 月，经公司唯一股东决定，已免去王涛、李鸿玉公司董事职务，由赵仁海等 9 名成员组成新一届董事会；经公司董事会临时会议决议通过，已指定董事长赵仁海临时行使法定代表人职权。2023 年 12 月，经唯一股东决定，公司董事、监事、高级管理人员发生变更，并通过公司新章程，原董事长赵仁海、董事王全孝、监事长杨洪岩、总经理王涛等不再担任原职务，由曹卫清担任公司董事长、杨洪岩任董事并兼任总经理职务、赵建国任监事长。此外，公司债务规模增长较快且未来建设资金需求较大，经营涉及业务板块较多且多由下属子公司负责，需关注可能面临的债务管理和子公司管控压力。

过往债务履约情况

根据公司提供的本部及子公司企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2024年5月29日）、民生公司（查询日为2024年5月28日）、宜居公司（查询日为2024年5月29日）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。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保金额为19.20亿元，占同期末公司净资产的21.15%。被担保方为国有企业和少部分民营企业，均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表16 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额	企业性质	担保到期日	反担保方式
平邑县润泽水务有限公司	109,300.00	地方国有企业	2035.12.17	无反担保
平邑县润泽水务有限公司	15,755.06	地方国有企业	2030.1.18	无反担保
平邑县市政工程有限公司	13,000.00	地方国有企业	2024.12.5	无反担保
平邑县市政工程有限公司	5,000.00	地方国有企业	2024.2.29	无反担保
平邑县市政工程有限公司	2,000.00	地方国有企业	2024.6.14	无反担保
平邑县市政工程有限公司	1,900.00	地方国有企业	2025.3.29	无反担保
平邑县市政工程有限公司	1,000.00	地方国有企业	2024.2.2	无反担保
平邑思远建设项目管理有限公司	30,000.00	地方国有企业	2037.5.26	无反担保
平邑县通达路桥有限公司	7,000.00	地方国有企业	2024.2.23	无反担保
平邑县通达路桥有限公司	1,000.00	地方国有企业	2024.4.24	无反担保
平邑县通达路桥有限公司	1,000.00	地方国有企业	2026.9.25	无反担保
平邑县宝业建筑工程有限公司	1,000.00	地方国有企业	2024.9.25	无反担保
山东勤丰电气设备有限公司	1,000.00	民营企业	2024.11.7	无反担保
亚洲富士电梯（临沂）有限公司	1,000.00	民营企业	2024.9.14	无反担保
山东竣达建安工程有限公司	1,000.00	民营企业	2026.12.11	无反担保
山东贵大建设安装工程有限公司	1,000.00	民营企业	2024.11.22	无反担保
合计	191,955.06	-	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是平邑县政府下属重要企业，平邑国资中心直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，平邑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）公司与平邑县政府的联系非常紧密。平邑国资中心直接持有公司100%股权，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的棚户区改造和城市基础设施代建收入全部来自政府相关单位，且在资产注入及政府补助等方面获得当地政府的较大支持，预计未来与政府的关系也将保持稳定。

（2）公司对平邑县政府非常重要。公司承担了平邑县较多的棚户区改造和城市基础设施建设任务，在上述方面对当地政府有很大贡献，取代公司也需付出一定的努力和成本；公司已公开发债，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连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

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2023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，银川市国资委持有银川金投73.98%的股权，西部担保实际控制人为银川市国资委，其股权结构情况如下表所示。

表 17 截至 2023 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 2023 年审计报告，中证鹏元整理

作为银川市政府性融资担保机构，西部担保主要从事债券担保、贷款担保、票据承兑担保等融资担保业务以及工程履约担保、投标担保及诉讼保全担保等非融资担保业务。2023年西部担保的担保业务规模有所下降，2023年当期担保发生额合计15.03亿元，同比下降51.86%；截至2023年末，西部担保的担保余额同比下降12.78%至54.26亿元。

西部担保的担保业务以直接融资担保为主，直接融资担保业务主要为债券担保，另尚存一笔信托计划担保。2023年以来，受地方政府融资平台融资政策进一步收紧等因素影响，西部担保直接融资担保业务规模有所下降，截至2023年末直接融资担保余额为33.32亿元，同比下降5.39%，在担保余额中的占比为61.41%。未来西部担保的直接融资担保业务或将面临一定的转型压力。西部担保间接融资担保业务主要包括贷款担保和票据担保，受商业汇票领域新监管政策实施以及银行业竞争加剧、信用贷款客户下沉等因素影响，2023年以来西部担保间接融资担保业务规模有较明显下降，2023年末间接融资担保余额同比下降30.24%至15.93亿元，在担保余额中的占比为26.06%。西部担保非融资性担保业务主要为履约担保，西部担保非融资担保业务规模保持稳定，截至2023年末非融资担保余额6.80亿元，同比增长1.19%，在担保余额中的占比为12.53%。2023年末西部担保的融资担保责任余额放大倍数为0.93倍，处于很低水平，未来具有一定业务发展空间。

表 18 西部担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	15.03	31.22	31.25
当期解除担保额	22.98	25.32	20.18
期末担保余额	54.26	62.21	56.31
融资担保余额	47.45	55.49	49.20
直接融资担保余额	33.32	35.22	29.52
债券担保余额	32.41	34.31	28.61
信托计划担保余额	0.91	0.91	0.91
间接融资担保余额	14.14	20.27	19.68
贷款担保余额	11.89	14.19	15.81
票据担保余额	2.25	6.08	3.88
非融资担保余额	6.80	6.72	7.11
履约担保余额	6.80	6.72	7.11
融资担保责任余额	47.02	55.01	48.72
融资担保责任余额放大倍数 (X)	0.93	1.08	0.87

资料来源：西部担保提供，中证鹏元整理

自成立以来，西部担保债券担保业务未出现代偿。但近年来部分存量担保客户存在流动性压力，间接融资担保及非融资担保业务风险持续暴露。2023年西部担保当期担保代偿额为0.35亿元，同比增长52.17%；当期担保代偿率同比上升0.62个百分点至1.54%。截至2023年末，西部担保累计担保代偿率为0.56%，同比上升0.06个百分点；累计代偿回收率为14.21%，同比上升5.84个百分点，但仍处于较低水平。此外，西部担保另有部分存续担保项目面临较大代偿风险。总体来看，西部担保未来担保业务质量需关注，代偿回收效果有待加强。西部担保担保风险准备金包括未到期责任准备金和担保赔偿准备金。截至2023年末，西部担保的担保风险准备金合计为5.08亿元，同比增长8.21%，同期末西部担保的拨备覆盖率为334.25%，仍处于较高水平，但需关注未来潜在代偿对拨备计提带来的压力。

资金运用业务方面，目前西部担保的投资资产全部为股权投资，截至2023年末，股权投资余额为24.37亿元，同比增长69.59%，主要系为进行三级资产整改，西部担保将其之前持有的银川银信资产管理有限公司（以下简称“银信资产”）发行的10.00 亿元私募债券，与银信资产持有的10.00亿元的银川汇创资本投资控股有限公司股权（以下简称“汇创资本”）进行抵顶。此外，西部担保还持有中兴（银川）智慧产业有限公司（以下简称“中兴智慧”）3.70亿元的股权和宁夏银行股份有限公司（以下简称“宁夏银行”）5.67亿元的股权。总体来看西部担保投资资产流动性弱。

表19 西部担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	2.67	2.99	2.43
其他应收款	36.45	34.52	33.74
应收代偿款余额	1.52	1.30	1.08
应收代偿款坏账准备	0.00	0.00	0.00

其他非流动金融资产	20.67	10.67	10.67
资产总额	64.27	62.52	61.64
其他应付款	4.45	2.24	2.62
其他流动负债	5.08	4.70	4.19
长期应付款	1.36	1.27	1.32
负债总额	13.50	11.75	10.88
所有者权益合计	50.77	50.77	50.76
营业总收入	0.72	2.34	0.52
营业总成本	(0.63)	(2.38)	(1.03)
投资收益	0.06	0.06	0.03
利润总额	0.12	0.02	(0.47)
净利润	0.02	0.01	(0.47)
净资产收益率	0.04%	0.03%	(0.90%)
当期担保代偿额	0.36	0.23	0.53
当期担保代偿率	1.54%	0.92%	2.62%
累计担保代偿率	0.56%	0.50%	0.46%
累计代偿回收率	14.21%	8.37%	9.25%
拨备覆盖率	334.25%	362.27%	386.28%

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 2021-2023 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

截至2023年末，西部担保资产总额64.27亿元，同比增长2.79%，其中货币资金2.67亿元，主要为银行存款，受限资金合计0.76亿元，占资产总额的1.18%；其他应收款账面价值合计36.45亿元，占资产总额的56.71%，其规模及在资产总额中的占比处于较高水平。西部担保其他应收款主要为应收关联方银信资产、汇创资本等的款项，账龄主要集中在3-5年，西部担保其他应收款集中度高，关联方资金占用规模较大，需关注其回收情况；长期股权投资为其对中兴智慧3.70亿元的股权投资；截至2023年末，西部担保其他非流动金融资产20.67亿元，为其持有的汇创资本15.00亿元股权和宁夏银行5.67亿元股权，其他非流动金融资产在资产总额中的占比为32.16%。西部担保资产以其他应收款及对外投资为主，货币资金占比低，资产流动性和收益性弱，同时其资产结构面临调整压力。截至2023年末，西部担保I、II和III级资产占比分别为0.17%、0.00%和99.83%，三级资产结构仍不符合监管部门要求，西部担保正在推进三级资产整改工作开展，未来中证鹏元将持续关注其资产结构整改进展情况。

西部担保负债主要由其他应付款、长期应付款和其他流动负债等构成，截至2023年末，西部担保负债总额13.50亿元，同比增长14.91%；其中其他应付款为4.45亿元，同比增长98.68%，主要系企业间往来款大幅增长所致；长期应付款余额为1.36亿元，主要为对宁夏财金投资有限公司1.26亿元的专项应付款；未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为0.33亿元和4.75亿元，均计入其他流动负债科目下。

截至2023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。2023年末西部担保融

资担保责任余额放大倍数为0.93倍，处于很低水平，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，对其代偿能力产生的负面影响仍需关注。

表 20 西部担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	0.00	0.00%	16,167.23	69.02%	1,364.14	26.42%
已赚保费	7,168.32	99.15%	7,158.32	30.56%	3,676.91	71.20%
担保费收入	7,320.61	101.25%	6,615.29	28.24%	4,355.56	84.34%
未到期责任准备金	(152.29)	(2.11%)	543.02	2.32%	(678.65)	(13.14%)
其他业务收入	61.80	0.85%	99.49	0.42%	122.96	2.38%
资金占用费收入	51.76	0.72%	71.60	0.31%	79.51	1.54%
咨询顾问费收入	4.72	0.07%	18.87	0.08%	17.92	0.35%
营业总收入	7,230.12	100.00%	23,425.03	100.00%	5,164.00	100.00%

注：西部担保在 2022 年审计过程中对 2021 年部分数据进行追溯调整，上表中 2021 年数据均采用 2022 年审计报告中的期初数。

资料来源：西部担保 2020 年和 2022 年审计报告，中证鹏元整理

营收方面，2023年西部担保将其持有的宁夏中芯供应链管理有限责任公司（以下简称“宁夏中芯供应链”）全部股权转让给银川金投，2023年宁夏中芯供应链不再纳入合并报表范围，导致西部担保2023年营业总收入和营业总成本规模同比均显著下降。2023年西部担保实现营业总收入0.72亿元，相当于2022年的30.86%；同期营业总成本0.63亿元，同比下降73.38%；实现净利润0.02亿元，同比增长62.46%，净资产收益率为0.04%，西部担保盈利能力弱。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。

从外部支持方面来看，西部担保的控股股东是银川金投，实际控制人为银川市国资委。西部担保围绕自治区、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，发挥区域经济稳定器、放大器和助推器作用，对当地融资担保体系建立以及支持地区经济发展非常重要。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；银川市政府计划对其三级资产整改中涉及的流动性注入、资产置换、资金回笼等方面给予支持。此外，宁夏自治区国资委和银川市政府为完善自治区担保体系建设，拟以西部担保为主体和核心重组成立宁夏自治区内商业化担保体系，拟引入信保基金作为西部担保的股东，提高其资本实力；同时当地政府计划将部分相关担保机构股权划予西部担保进行增资。预计未来在当地政府及控股股东的支持下，西部担保资本实力、资产结构及风险抵御能力均有望得到较明显改善和提升，对区域经济发展的助力作用有望得到进一步体现。

综上所述，西部担保系银川市重要的政府性融资担保机构，当地政府及控股股东在化解存量风险、改善资产比例结构等方面给予其大力支持；融资担保责任余额放大倍数低，未来具有一定业务发展空间。但中证鹏元也关注到，西部担保存量风险项目规模较大，需高度关注风险化解进程及其面临的代偿风险；

盈利能力弱，未来其盈利表现需关注；关联方资金占用规模较大，资产流动性弱，资产结构调整压力大。

经中证鹏元综合评定，西部担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。本期债券由西部担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，在一定程度上提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

公司是平阳县重要的棚户区改造和城市基础设施建设主体，承担了平阳县较多的棚户区改造和城市基础设施建设任务，主要业务包括工程代建、砂石销售、光伏发电和蒸汽销售等，跟踪期营业收入整体平稳。公司融资规模有所增长，现金短期债务比处于较低水平，项目建设存在较大资金需求，公司面临较大的资金和即期债务压力，但公司工程代建业务持续性较好，同时在资产注入及政府补助等方面获得当地政府的较大支持，整体抗风险能力尚可，且西部担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平。

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“24平邑财金债/24平财01”的信用等级为AA+。

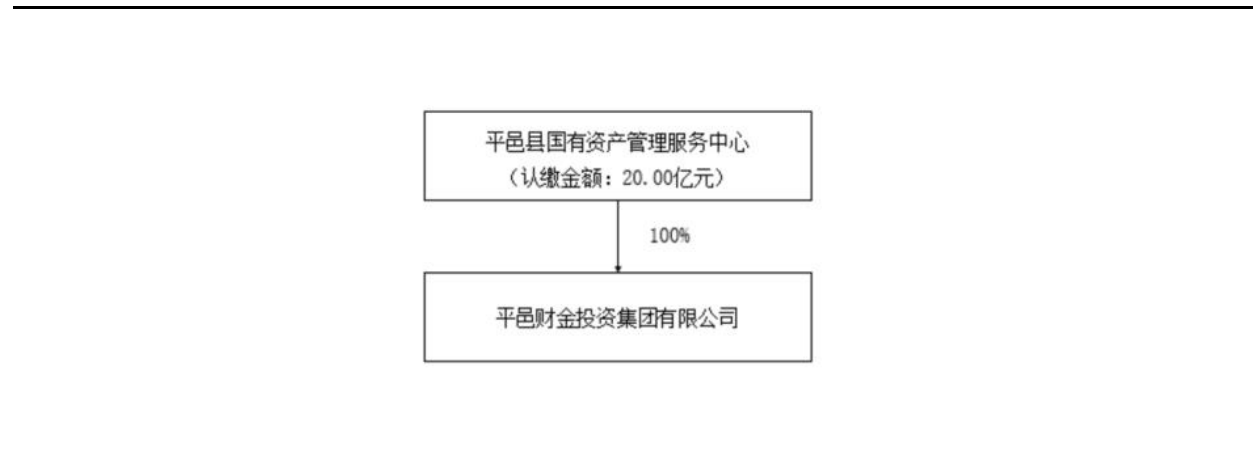
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	8.99	9.72	14.28
应收账款	1.84	3.03	3.46
预付款项	10.64	5.87	5.13
其他应收款	9.28	11.47	9.81
存货	82.92	74.35	62.91
流动资产合计	117.16	110.32	100.70
固定资产	4.16	8.07	7.86
在建工程	6.03	4.25	2.47
其他权益工具投资	10.30	11.05	7.23
长期股权投资	3.26	3.13	3.25
投资性房地产	18.40	14.00	8.50
无形资产	25.28	25.75	26.44
非流动资产合计	69.97	66.39	55.94
资产总计	187.14	176.71	156.64
短期借款	10.62	12.92	6.44
应付票据	2.18	3.05	3.00
应付账款	2.52	2.04	2.96
预收款项	5.26	7.10	4.98
合同负债	4.40	0.00	0.00
其他应付款	32.67	27.14	21.23
一年内到期的非流动负债	3.18	1.88	2.43
流动负债合计	62.13	55.23	42.04
长期借款	24.97	22.07	15.69
长期应付款	8.34	8.76	9.20
非流动负债合计	34.23	31.73	25.73
负债合计	96.36	86.97	67.77
总债务	57.16	55.09	41.91
其中：短期债务	23.85	24.27	17.02
所有者权益	90.78	89.74	88.87
营业收入	9.04	9.01	9.07
营业利润	1.20	1.41	1.49
其他收益	1.21	1.21	1.04
利润总额	1.16	1.35	1.45
经营活动产生的现金流量净额	2.84	-7.97	-6.41
投资活动产生的现金流量净额	-2.40	-6.16	-2.22
筹资活动产生的现金流量净额	-1.34	8.62	13.76

财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	16.07%	22.01%	23.04%
资产负债率	51.49%	49.21%	43.26%
短期债务/总债务	41.72%	44.05%	40.60%
现金短期债务比	0.38	0.42	0.84
EBITDA（亿元）	3.19	3.80	3.15
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.29	0.98

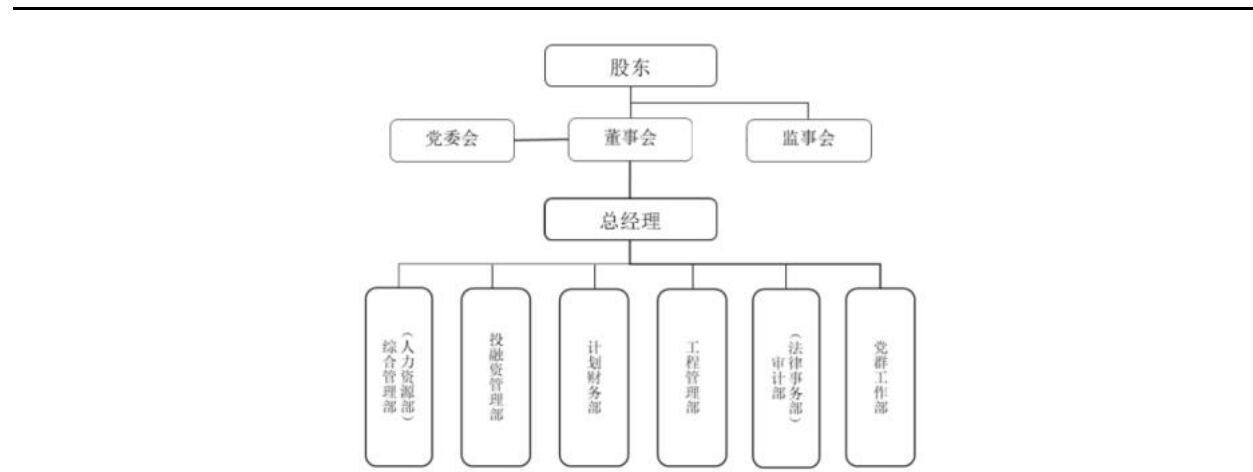
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	子公司名称	级次	持股比例	享有的表决权	业务性质	取得方式
1	平阳县民生投资有限公司	一级	100%	100%	商务服务业	政府划拨
2	平邑阳光富民光伏发电有限公司	一级	100%	100%	零售业	政府划拨
3	平邑县宜居基础设施建设开发有限公司	一级	100%	100%	建筑装饰、装修和其他建筑业	政府划拨
4	平邑广电互联网传媒有限公司	一级	61%	61%	商务服务业	股权购买
5	平邑全域旅游开发有限公司	一级	100%	100%	商务服务业	政府划拨
6	平邑东蒙资产管理有限公司	一级	100%	100%	商务服务业	政府划拨
7	平邑金石矿业科技有限公司	一级	100%	100%	批发业	出资设立
8	平邑益农现代农业开发有限公司	二级	100%	100%	农、林、牧、渔专业及辅助性活动	出资设立
9	平邑县电子商务创业投资有限公司	二级	100%	51%	资本市场服务	股权购买
10	平邑财金商贸有限公司	一级	100%	100%	批发业	出资设立
11	平邑财金土地整理有限公司	一级	100%	100%	房地产业	出资设立
12	山东银石环保科技有限公司	二级	51%	51%	商务服务业	出资设立
13	平邑海纳人力资源开发有限公司	二级	51%	51%	商务服务业	出资设立
14	平邑县同顺物业服务有限公司	二级	100%	100%	商务服务业	出资设立
15	临沂市宝联建材有限公司	二级	51%	51%	非金属矿采选业	股权购买
16	平邑金石顺发矿业有限公司	二级	51%	51%	非金属矿采选业	股权购买
17	平邑财润生态科技有限公司	二级	100%	100%	生态保护和环境治理业	出资设立

注：1、截止 2023 年 6 月 3 日，序号公司 12、13、14 尚未实际出资。

2、平邑县电子商务创业投资有限公司持股比例与表决权差异原因为：该公司为公司内全资子公司平邑民生投资有限公司子公司，于 2019 年 12 月 31 日为购买日，以增资扩股方式取得该公司 51% 的股权，2020 年 10 月该公司工商变更为平邑民生投资有限公司 100% 持股，平邑民生投资有限公司与少数股东双方出具同意转让股权的股东会决议，但截至 2023 年 12 月 31 日少数股东未全部完成股权协议，未支付转让价款，也未退回少数股东缴纳的资本金，股权转让事项并未实质性成立，不能满足非同一控制购买的五个条件，故以 51% 确认为表决权比例。

3、2020 年 10 月 20 日，平邑阳光富民光伏发电有限公司 15000 万股股权已出质，质权人为江苏金融租赁股份有限公司，质押期限为 2020 年 10 月 20 日至 2025 年 10 月 23 日。

4、2022 年 1 月 11 日，临沂市宝联建材有限公司 49% 股权已出质，质押人为中国工商银行股份有限公司平邑支行，质押期限为 2022 年 1 月 11 日至 2027 年 1 月 11 日。

资料来源：公司 2023 年审计报告

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。