

昌乐县新城发展有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1082】号 01

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

昌乐县新城发展有限公司相关债券2025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 01/22 昌乐专项债	AA+	AA+

评级日期

2025 年 7 月 25 日

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：王鹤
wangh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，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。公司作为昌乐县重要的基础设施建设主体，2024 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 01/22 昌乐专项债”（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整体资产流动性较弱，面临较大的偿债及资金压力，且存在较大的或有负债风险。

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，公司有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	96.01	96.62	97.27
所有者权益	54.98	54.19	53.15
总债务	29.18	33.32	26.19
资产负债率	42.74%	43.91%	45.36%
现金短期债务比	0.17	0.59	1.44
营业收入	4.22	4.89	4.89
其他收益	2.11	1.13	1.60
利润总额	0.78	1.05	1.48
销售毛利率	15.64%	22.92%	13.94%
EBITDA	4.05	2.46	2.26
EBITDA 利息保障倍数	2.20	1.33	1.70
经营活动现金流净额	3.64	-0.55	4.57

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **良好的外部环境。**昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，依托于良好的区位和资源优势，已形成装备制造、黄金珠宝加工交易、新能源汽车等主导产业，2024 年经济增速回升，财政收入平稳增长，为公司开展业务提供了良好的外部环境。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**作为昌乐县重要的基础设施建设主体，2024 年公司继续获得昌乐县财政局 2.11 亿元财政补助，有效提升了利润水平。
- **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

- **整体资产流动性较弱。**2024 年末公司资产仍以土地及房产、项目建设投入、应收类款项为主，受限比例较高，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不确定性。
- **偿债指标表现不佳，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**2024 年末公司货币资金大幅减少，现金短期债务比降低至 0.17，现金类资产对短期债务的保障程度弱，截至 2024 年末公司银行授信基本使用完毕，面临较大的短期偿债压力；此外，公司主要在建项目尚需一定资金投入，仍有一定的资本支出压力。
- **公司面临较大的或有负债风险。**2024 年末公司对外担保余额为 64.25 亿元，占同期末所有者权益的比重为 116.87%，被担保对象主要为当地国企，但大部分未设置反担保措施，其中对民企潍坊汉唐新能源汽车科技有限公司（以下简称“汉唐新能源”）担保余额为 0.18 亿元，根据公开查询，汉唐新能源存在被执行人、失信被执行人、限制高消费等记录，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
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				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					bbb+
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
------	----------	----------	--------	--------

22昌乐01/22昌乐专项债	6.40	5.12	2024-7-26	2029-3-30
----------------	------	------	-----------	-----------

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于昌乐县城地下综合管廊建设工程项目建设和补充营运资金。截至2025年5月31日，本期债募集资金专项账户余额为50.68万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人、董监高均无重大变化。截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为4.58亿元，控股股东和实际控制人仍为昌乐县国有资产监督管理局（以下简称“昌乐县国资局”），持股比例为70%。

公司仍为昌乐县重要的基础设施建设主体，2024年合并范围变化情况如表1。

表1 2024 年公司合并报表范围变化情况

2024 年不再纳入公司合并报表的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	不再纳入原因
昌乐富昌农业有限公司	100%	农业企业	转让

资料来源：公司 2024 年审计报告

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，

关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的债务化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

昌乐县位于山东半岛蓝色经济区，交通便利，依托于良好的区位和资源优势，已形成装备制造、黄金珠宝加工交易、新能源汽车等主导产业，2024年经济增速回升，财政收入平稳增长，但经济财政体量在潍坊市下属区县中排名相对靠后

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，形成了装备制造、黄金珠宝加工交易、新能源汽车等主导产业。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。2024年末昌乐县常住人口56.70万人，较2020年第七次人口普查的常住人口58.38万人略有下降。

经济发展水平：昌乐县GDP总量在潍坊市下属区县中仍相对靠后，2024年投资和外贸反弹带动经济增速回升。近年昌乐县地区生产总值增速有所波动，总体上升。其中，2024年GDP为442.4亿元，可比口径增速5.6%，总量在潍坊市下辖区县中相对靠后。按照2024年末昌乐县常住人口数据计算，2024年昌乐县人均GDP为7.80万元，仍低于全国平均水平。2024年昌乐县固定资产投资同比增长5.3%，受房地产市场不景气的影响，当年房地产开发投资同比下降54.4%，商品房销售面积同比下降11.9%。2022-2024年昌乐县社会消费品零售总额持续增长，其中2024年同比增长7.3%，按行业分，批发、零售业零售额163.7亿元，同比增长6.9%，住宿、餐饮业零售额9.5亿元，同比增长13.5%。近年昌乐县进出口总额波动较大，2024年有较大反弹，同比增长17.0%。

表2 昌乐县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	442.4	5.6%	419.1	0.8%	423.4	3.5%
固定资产投资	-	5.3%	-	-50.8%	-	21.0%
社会消费品零售总额	173.2	7.3%	161.4	3.2%	156.5	-1.7%
进出口总额	135.0	17.0%	115.1	-14.1%	133.9	38.2%
人均 GDP（元）	78,023		73,575		73,604	
人均 GDP/全国人均 GDP	81.35%		82.34%		85.89%	

注：1、“-”表示相关数据未公开披露；2、2024 年人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口，2022-2023 年人均 GDP 采自统计年鉴。
 资料来源：昌乐县政府网，中证鹏元整理

产业情况：昌乐县逐步形成了装备制造、黄金珠宝加工交易、新能源汽车等主导产业，2024年工业企业整体经营表现不佳。昌乐县近年实施“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。依托丰富的蓝宝石资源，实现年加工珠宝首饰4千万克拉、黄金150吨，加工交易额600亿元。但2024年全县工业发展状况不佳，规模以上工业企业营业收入同比下降5.2%、利润总额同比下降13.9%。县内上市企业有元利科技（603217.SH）、山东矿机（002526.SZ）、日科化学（300214.SZ）等，宏力型钢在美国纳斯达克上市，英轩实业在新三板挂牌。产业发展规划方面，2025年昌乐县将推深做实“链长制”，放大骨干企业“链主”作用，以高端化、智能化、绿色化为方向，大力延链、补链、强链，壮大重点产业集群，力争食品加工、造纸包装产业产值超过200亿元，黄金珠宝、高端化工产业超过100亿元；做优特色产业集群，引导电声乐器、绿色铸造、新型塑胶、集成房屋等特色产业提档升级，深化梯度培育，优化产业层次。

财政水平：昌乐县财政收入平稳增长，政府性基金收入存在波动。近年昌乐县一般公共预算收入保持平稳增长，2024年为31.44亿元，同比增长4.6%，其中税收收入17.18亿元，占一般公共预算的比重下降至54.66%；财政自给率有所回升，2024年为72.85%，处于相对较高水平。2022-2024年昌乐县政府性基金收入波动增长，2024年政府性基金收入大幅增长至33.73亿元，其中，国有土地使用权出让收入完

成32亿元。

表3 昌乐县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	31.44	30.07	28.50
税收收入占比	54.66%	63.28%	61.68%
财政自给率	72.84%	69.76%	71.17%
政府性基金收入	33.73	22.77	32.18

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

四、经营与竞争

跟踪期内，公司职能定位、主营业务并未发生重大变化，但收入结构发生改变。2024年公司未确认基础设施建设收入，白浪河水系昌乐段综合治理工程已于2023年移交，2024年亦未确认服务费，由于新增租赁标的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，租赁收入同比大幅提高，成为营业收入的主要来源。此外，2024年公司新增土地收储收入2.00亿元，可对营业收入形成一定贡献，但需关注该项业务可持续性。毛利率方面，2024年租赁业务毛利率有所下降，同时因土地收回补偿费用较低，导致土地收储毛利率低，综合影响下，2024年整体毛利率同比小幅下降。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设业务	0.00	0.00	-	35,862.94	73.41%	8.70%
租赁业务	22,187.52	52.61%	29.66%	9,560.26	19.57%	48.61%
服务费	0.00	0.00	-	3,430.70	7.02%	100.00%
土地收储	19,987.53	47.39%	0.07%	0.00	0.00	-
合计	42,175.05	100.00%	15.64%	48,853.89	100.00%	22.92%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要在建项目均尚未签订代建协议或回购协议，未来基础设施建设收入可能存在波动；2024年公司已完工自营项目均已对外出租，租赁业务具备较好的持续性；同时在建项目尚需一定投入，公司面临一定的资本支出压力

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%）购入中小微企业创业基地项目，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2024年末，公司已收到项目购买资金15.06亿元，累计确认收入14.35亿元。

截至2024年末，公司承接的工程项目尚需投资2.72亿元，本期债券募投项目昌乐县城市地下综合管廊建设项目已于2024年一季度完工，并转入“固定资产”，该项目以向管廊使用单位收取的入廊费和管

线维护费平衡建设成本，2024年管廊出租率达95%，实现租赁收入0.58亿元；昌乐县白浪源现代农业综合体项目亦于2024年对外出租，向县内的农业合作社出租高温日光温室、智能玻璃温室，租赁期限3年，自2024年5月1日至2027年4月30日止，按年支付租金，年租金合计0.75亿元。公司在建项目均未签署代建协议或回购协议，部分项目拟自持经营，公司整体项目收益实现情况具有不确定性，未来基础设施建设收入可能存在波动。

表5 截至 2024 年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
昌乐县农村生活污水治理项目	30,020.00	24,092.69	否
昌乐县白浪源果蔬农业创新示范基地项目	29,372.00	8,054.60	否
合计	59,392.00	32,147.29	-

注：上年报告中披露的昌乐智能制造产业园基础设施建设项目由于县政府征地规划原因已暂停建设。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大力度的政府支持

作为昌乐县重要的基础设施建设主体，公司继续获得较大力度的外部支持，2024年公司收到政府补助2.11亿元计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

五、 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2023-2024年审计报告。

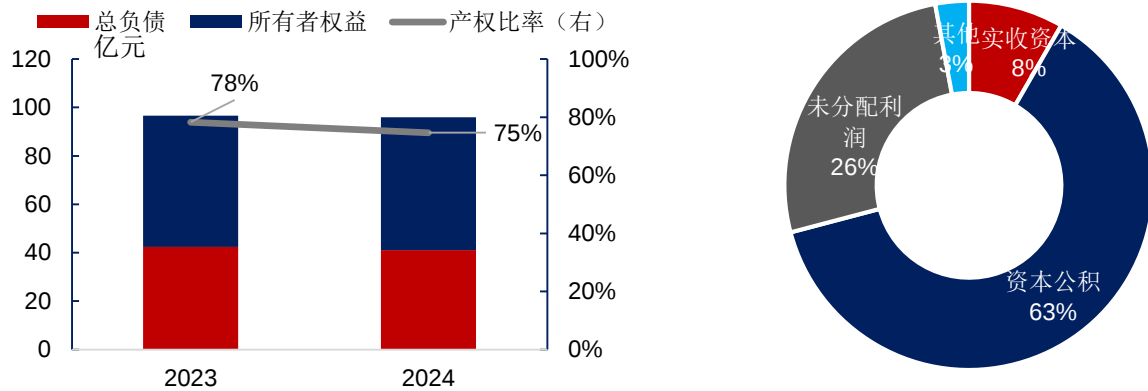
公司资产仍以土地及房产、项目建设投入、应收类款项为主，资产流动性较弱；随着债务持续偿付，2024年末公司总债务规模有所下降，但现金类资产对短期债务的保障程度弱，仍面临较大的短期偿债压力和资金压力

资本实力与资产质量

从权益结构上看，公司所有者权益仍以资本公积、未分配利润为主，由于经营积累，2024年所有者权益有所增长，同时随着债务持续偿付，期末负债规模小幅下降，综合影响下，产权比率小幅下降至约75%，公司权益对负债的保障程度略有回升。

图1 公司资本结构

图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理
 资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末公司总资产规模变化不大，资产构成以土地及房产、项目建设投入、应收类款项为主。

存货、投资性房地产、在建工程、应收类款项是公司最主要的资产。2024年末存货为土地资产48.47亿元，均已办理产权证，用途涉及住宅、商业服务、批发零售等，取得方式为政府注入及招拍挂，招拍挂的土地均已缴纳土地出让金；期末存货有所下降主要系政府有偿收回土地资产所致。公司在建工程同比大幅下降，主要系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已完工并转入“固定资产”、“投资性房地产”所致；期末投资性房地产、固定资产均有所增长。因往来款增加，2024年末其他应收款同比小幅增长，前五大应收对象涉及当地国企、民企，其中山东宝昌水务有限公司为国企且存在多条诉讼，且被列为被执行人，需关注可能面临的回收风险。此外，2024年末公司货币资金规模大幅下降至0.22亿元，均未受限。

受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产账面价值合计41.66亿元，占总资产的比重为43.40%，受限比例大，包括34.72亿元存货（应付债券抵押、长期借款抵押、对外抵押）、0.11亿元质押的定期存款以及6.84亿元投资性房地产、其他非流动资产（长期借款抵质押、对外抵质押）。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.22	0.23%	1.56	1.61%
其他应收款	14.39	14.99%	13.34	13.80%
存货	48.47	50.49%	50.49	52.25%
流动资产合计	66.68	69.45%	67.27	69.62%
固定资产	9.43	9.82%	0.06	0.06%
在建工程	3.21	3.35%	16.50	17.07%
投资性房地产	16.27	16.95%	12.25	12.67%
非流动资产合计	29.33	30.55%	29.35	30.38%
资产总计	96.01	100.00%	96.62	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

随着公司债务的持续偿付，2024年末公司总债务有所下降。从融资渠道来看，抵押、保证借款等银行借款是公司最主要的融资方式，授信行包括农发行以及农业银行、工商银行、潍坊银行。截至2024年末，公司存续债券为本期债券，票面利率为6.5%。其他有息债务中，2024年末公司长期应付款为昌乐县农村生活污水治理项目、小丹河流域湿地保护修复工程等项目专项债。从期限结构看，公司短期债务占比较低。

其他经营性债务方面，公司其他应付款主要系对昌乐县财政局和当地企业的往来应付款。由于2024年公司筹资活动现金呈净流出，且规模较大，主要通过往来款净流入以平衡现金流，2024年末公司其他应付款有所增长。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.10	0.24%	2.20	5.18%
应付票据	0.00	0.00%	0.80	1.89%
其他应付款	7.38	17.99%	5.12	12.08%
一年内到期的非流动负债	2.90	7.06%	2.68	6.31%
流动负债合计	14.82	36.12%	14.74	34.74%
长期借款	17.45	42.53%	14.26	33.60%
应付债券	5.03	12.26%	9.69	22.83%
长期应付款	3.70	9.02%	3.70	8.72%
非流动负债合计	26.21	63.88%	27.69	65.26%
负债合计	41.03	100.00%	42.43	100.00%
总债务	29.18	71.11%	33.32	78.52%
其中：短期债务	2.99	10.26%	5.67	17.03%
长期债务	26.18	89.74%	27.64	82.97%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末，公司财务杠杆小幅下降，由于货币资金规模大幅下降，现金短期债务比进一步下降至0.17，现金类资产对短期债务的保障程度弱，仍面临较大的短期偿债压力；同期公司利息费用化调整，公司EBITDA利息保障倍数提高至2.20。

公司流动性需求主要来自于债务的还本付息和工程项目的投入，2024年公司筹资活动现金呈净流出，主要通过增加往来应付款满足债务偿还资金需求。考虑到在建项目仍需较大资金投入，公司仍面临较大的资金压力。截至2024年末，公司无可用银行授信余额，备用流动性不佳。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	42.74%	43.91%
现金短期债务比	0.17	0.59
EBITDA 利息保障倍数	2.20	1.33

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月17日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额为64.25亿元，占同期末所有者权益的比重为116.87%，被担保对象除汉唐新能源为民企外，均为国企，根据公开查询，汉唐新能源存在被执行人、失信被执行人、限制高消费等记录，期末公司对汉唐新能源担保余额为0.18亿元。整体来看，公司对外担保规模较大，大部分未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是昌乐县政府下属重要企业，昌乐县国资局直接持有公司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。昌乐县国资局直接持有公司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。

八、 本期债券偿还保障分析

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2024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，为西部担保的实际控制人。

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。2024年西部担保的担保业务规模继续下降，截至2024年末，西部担保的担保余额为44.01亿元，同比下降17.51%；其中以由债券担保为主要构成的直接融资担保业务为主，2024年以来受地方政府融资平台融资政策收紧等因素影响，西部担保直接融资担保业务规模继续下降。截至2024年末，西部担保直接融资担保余额同比下降9.53%至29.32亿元，在担保余额中的占比为66.62%，未来西部担保的直接融资担保业务或将面临一定的展业和转型压力。西部担保间接融资担保业务主要包括贷款担保和票据承兑担保，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，2024年以来西部担保间接融资担保业务规模大幅下降，2024年末间接融资担保余额同比下降47.95%至7.36亿元，在担保余额中的占比下降至16.72%。西部担保非融资性担保业务主要为工程履约担保，截至2024年末非融资担保余额7.32亿元，同比增长7.65%，在担保余额中的占比为16.63%。2024年，西部担保当期担保代偿率为1.07%，同比下降0.31个百分点，但另有部分存续担保项目面临较大的代偿风险。截至2024年末，西部担保累计代偿回收率同比上升18.28个百分点至32.49%，但仍处于较低水平，追偿效果有待进一步加强；拨备覆盖率同比上升103.53个百分点至440.87%，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。

表9 西部担保主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	63.14	64.27	61.65
货币资金	2.25	2.67	2.33
应收代偿款余额	1.33	1.52	1.3
应收代偿款减值准备	0.25	0.00	0.00
所有者权益合计	50.81	50.77	50.75
营业总收入	0.69	0.72	0.73
已赚保费	0.65	0.72	0.72
净利润	0.03	0.02	(0.01)

净资产收益率	0.06%	0.04%	(0.02%)
担保余额	44.01	53.35	62.21
融资担保余额	36.68	46.54	55.49
直接融资担保余额	29.32	32.41	35.22
间接融资担保余额	7.36	14.14	20.27
非融资担保余额	7.32	6.80	6.72
融资担保责任余额	31.50	40.04	48.52
融资担保责任余额放大倍数（X）	0.62	0.79	0.96
当期担保代偿率	1.07%	1.38%	0.92%
累计代偿回收率	32.49%	14.21%	8.34%
拨备覆盖率	440.87%	337.34%	265.40%

资料来源：西部担保 2022-2024 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

截至2024年末，西部担保资产总额63.14亿元，同比下降1.76%，其中货币资金2.25亿元，主要为银行存款，受限货币资金合计0.34亿元，占资产总额的0.54%。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。截至2024年末，西部担保I、II和III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为0.02%、0.00%和99.98%，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、长期应付款和担保业务准备金等构成。截至2024年末，西部担保负债总额12.33亿元，同比下降8.67%，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计5.07亿元，在负债总额中的占比为41.12%。截至2024年末，西部担保所有者权益总额为50.81亿元，同比基本保持稳定；融资担保责任余额放大倍数为0.62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。2024年西部担保实现营业总收入0.69亿元，同比下降4.12%；实现净利润0.03亿元，同比增长18.40%，净资产收益率同比上升0.02个百分点至0.06%，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，需关注西部担保面临的潜在代偿风险。

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；资产流动性弱，资产结构调整压力大。

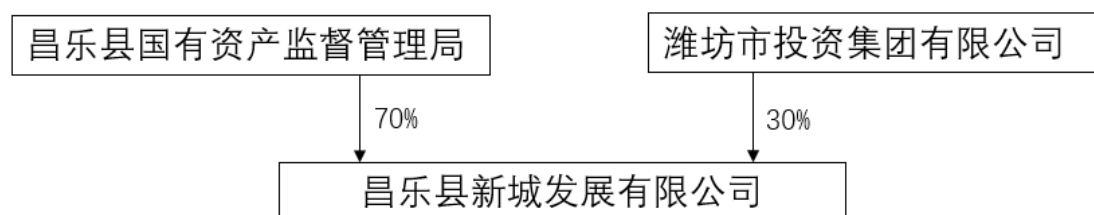
经中证鹏元综合评定，西部担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。本期债券由西部担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，在一定程度上提升了本期债券的信用水平。

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）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	0.22	1.56	0.91
其他应收款	14.39	13.34	6.77
存货	48.47	50.49	52.95
流动资产合计	66.68	67.27	63.28
固定资产	9.43	0.06	0.07
在建工程	3.21	16.50	24.98
投资性房地产	16.27	12.25	8.81
非流动资产合计	29.33	29.35	33.98
资产总计	96.01	96.62	97.27
短期借款	0.10	2.20	0.25
应付票据	0.00	0.80	0.00
其他应付款	7.38	5.12	8.49
一年内到期的非流动负债	2.90	2.68	0.83
流动负债合计	14.82	14.74	18.95
长期借款	17.45	14.26	12.23
应付债券	5.03	9.69	9.59
长期应付款	3.70	3.70	3.30
非流动负债合计	26.21	27.69	25.17
负债合计	41.03	42.43	44.12
总债务	29.18	33.32	26.19
其中：短期债务	2.99	5.67	1.08
长期债务	26.18	27.64	25.11
所有者权益	54.98	54.19	53.15
营业收入	4.22	4.89	4.89
营业利润	0.80	1.05	1.48
其他收益	2.11	1.13	1.60
利润总额	0.78	1.05	1.48
经营活动产生的现金流量净额	3.64	-0.55	4.57
投资活动产生的现金流量净额	-1.60	-5.39	-22.50
筹资活动产生的现金流量净额	-1.84	5.80	17.51
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	15.64%	22.92%	13.94%
资产负债率	42.74%	43.91%	45.36%
短期债务/总债务	10.26%	17.03%	4.12%
现金短期债务比	0.17	0.59	1.44
EBITDA（亿元）	4.05	2.46	2.26
EBITDA 利息保障倍数	2.20	1.33	1.70

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 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
昌乐裕昌农业有限公司	100.00%	农业企业

资料来源：公司 2024 年审计报告

附录四 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	a-
外部特殊支持	+5
主体信用等级	AA+

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）西部担保是宁夏回族自治区首批政府性担保机构，资本实力在区域内位居前列，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。中证鹏元认为西部担保在面临债务困难时，银川市政府提供特殊支持的意愿非常极其强；同时，中证鹏元认为银川市政府提供支持的能力较强，因此在个体信用状况基础上上调 5 子级。

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	现金类资产 / 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 + 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

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号