

诸城政泰城市建设投资集团有限公司

2021 年非公开发行
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评
级结果有效期间变更信用评级。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

梁璇

诸城政泰城市建设投资集团有限公司 2021 年非公开发行公司债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【232】号 02

分析师

姓名：
丁楠 张晨

电话：
010-66216006

邮箱：
dingn@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 3 月 24 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 30 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：不超过 5 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对诸城政泰城市建设投资集团有限公司（以下简称“诸城政泰”或“公司”）本次拟非公开发行总额不超过 30 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，未来收入有一定保障，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性弱，面临较大的资金压力及偿债压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。诸城市工业基础良好，形成了以服装纺织、食品加工、汽车制造、机械制造为支柱产业的产业格局，产业集聚效应较好，地区经济财政长期在潍坊市所辖 6 个县级市中排名第二，且为全国百强县，2019 年实现地区生产总值 636.75 亿元，按可比价格计算，2017-2019 年分别同比增长 6.5%、6.5%和 4.6%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司未来收入有一定保障。截至 2020 年 9 月末，公司存货中已签订代建协议的土地整理项目成本合计 44.52 亿元，随着成本的陆续结转，未来收入有一定保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2018-2020 年，诸城市国有资产管理局向公司注入公司股权、土地征收拆迁补偿款等资产合计 95.59 亿元。2018-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司分别获得财政补贴 1.12 亿元、1.20 亿元及 1.40 亿元，较大程度提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性弱。**公司资产主要以存货及应收款项为主，其中存货主要为项目开发成本及土地，2020年9月末占总资产比重为46.81%；应收款项占总资产比重为29.33%，对公司资金形成较大占用，此外，公司账面价值19.75亿元资产抵质押受限，公司资产流动性较弱。
- **公司存在较大的资金压力。**近年公司销售收现情况整体较差，经营活动现金流存在较大波动，2020年1-9月净流出14.55亿元；截至2020年9月末，公司主要在建项目尚需投资32.99亿元，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务增长较快，面临较大偿债压力。**截至2019年末，公司有息债务为60.93亿元，较2018年末增长77.09%；2019年末公司有息债务规模为EBITDA的23.46倍，面临较大偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年9月末，公司对外担保金额为8.50亿元，均无反担保措施，对民营企业担保金额为2.10亿元，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年
总资产	2,074,321.37	1,775,717.80	1,172,573.61
所有者权益	1,009,540.67	977,053.88	650,954.09
有息债务	756,455.38	609,325.38	344,075.00
资产负债率	51.33%	44.98%	44.49%
现金短期债务比	0.91	0.99	1.86
营业收入	64,756.26	104,766.04	60,794.86
其他收益	13,952.00	12,000.00	11,191.89
利润总额	7,439.32	16,510.37	12,823.21
综合毛利率	12.99%	15.24%	13.42%
EBITDA	-	25,972.28	16,275.66
EBITDA 利息保障倍数	-	0.77	0.79
经营活动产生的现金流量净额	-145,499.23	12,068.24	4,343.09
收现比	1.40	0.45	0.38

资料来源：公司2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名诸城市政泰城市建设有限公司，成立于2018年4月17日，注册资本20,000万元，由诸城市国有资产运营中心出资，并于2021年3月10日变更为现名。截至2020年9月末，公司注册资本为20,000万元，诸城市国有资产运营中心为公司唯一股东及实际控制人。

公司作为诸城市重要的投资开发建设主体，以基础设施项目的代建、土地整理为主营业务，承担诸城市基础设施建设项目的投融资等职能。截至2020年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，具体情况如下表所示。

表1 截至2020年9月末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
诸城市政泰土地开发整理有限公司	41,000.00	100.00%	土地储备、整治与利用等
诸城市政泰投资有限公司	20,000.00	100.00%	对外投资
诸城市政泰农业发展有限公司	10,000.00	100.00%	蔬菜种植、茶叶种植、水果种植、销售等
诸城舜邦投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	对新农村、小城镇及城乡一体化建设进行投资开发；房地产投资开发经营等
诸城市政泰建设工程有限公司	5,000.00	100.00%	工程施工等
诸城安厦建设投资有限公司	5,000.00	100.00%	棚户区、保障房改造建设；房屋建筑工程施工；对城市设施建设进行投资建设
北京政源旅游开发有限公司	9,500.00	100.00%	旅游资源开发等
连云港政源旅游开发有限公司	20,000.00	100.00%	旅游业务等
诸城市盛园城乡建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	城乡统筹发展基础设施建设项目的投资及管理
诸城东鲁物业管理有限公司	500.00	100.00%	物业管理服务等
诸城市林晟旅游开发有限公司	20,000.00	100.00%	旅游资源开发等

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：诸城政泰城市建设投资集团有限公司2021年非公开发行公司债券；

发行总额：不超过30亿元（含）；

债券期限：不超过5年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过30亿元，其中25亿元用于偿还有息债务（含下属子公司）本金及利息，5亿元用于补充公司流动资金。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交

通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指

导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

诸城市工业基础良好，经济及财政实力在潍坊市所辖市县中排名靠前，为全国百强县
诸城市，位于山东半岛东南、泰沂山脉与胶潍平原交界处，东与胶州、黄岛毗连，南与五莲接壤，西与莒县、沂水为邻，北与安丘、高密交界，由潍坊市代管。胶新铁路和青兰高速公路贯穿诸城市全境乘车1小时内可达青岛、日照两大港口和青岛、潍坊两大机场，诸城市总面积2183平方公里，诸城市辖3个街道，10个镇。2019年末，常住人口110.7万人，城镇化率为62.39%。

诸城市地区生产总值及公共预算收入长期在潍坊市所辖6个县级市中排名第二，根据《中国县域经济发展报告（2020）》，诸城市在2020年全国综合竞争力百强县（市）榜中排名第69位。诸城市工业基础良好，形成了以服装纺织、食品加工、汽车制造、机械制造

为支柱产业的产业格局，产业集聚效应较好。

近年诸城市地区生产总值保持增长趋势，但是在经济普查数据修订后，经济总额有所下降，2018-2020年分别实现地区生产总值877.73亿元、636.75亿元和652.76亿元，按可比价格计算，分别同比增长6.5%、4.6%和3.4%。分产业来看，2020年，诸城市第一产业实现增加值69.44亿元，同比增长2.4%；第二产业实现增加值237.97亿元，同比增长3.2%；第三产业实现增加值345.35亿元，同比增长3.7%，三次产业结构比例由2018年的7.79:47.41:44.80调整为10.6:36.5:52.9，第三产业占比迅速提升，2019年诸城市实现人均GDP58,967元，为全国人均GDP的81.39%。

近两年诸城市工业增加值持续增长，主导产业表现较好。2020年，全市规模以上工业企业达到348家，累计完成工业总产值1,047.3亿元，同比增长11.4%，增加值增长6.4%；实现营业收入1,142.7亿元，增长12.5%；利润43.6亿元，增长37.1%。

近三年诸城市消费市场有所波动，社会消费品零售总额分别同比增加8.8%、5.6%和-6.4%；2018-2019诸城市外贸形势较好，进出口总额分别同比增加12.4%和4.7%。近三年诸城市各项存款余额和贷款余额整体加速增长趋势，增速逐渐加快。

表2 诸城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	652.76	3.4%	636.75	4.6%	877.73	6.5%
第一产业增加值	69.44	2.4%	69.70	1.2%	68.35	2.6%
第二产业增加值	237.97	3.2%	238.17	0.8%	416.17	6.4%
第三产业增加值	345.35	3.7%	328.88	8.6%	393.21	7.4%
工业增加值	-	6.4%	-	3.3%	-	7.5%
社会消费品零售总额	229.50	-6.4%	274.30	5.6%	259.90	8.8%
进出口总额	-	-	121.80	4.7%	116.60	12.4%
存款余额	923.00	21.2%	761.30	11.2%	684.50	2.5%
贷款余额	673.70	16.9%	576.50	7.6%	535.80	-0.1%
人均GDP（元）	58,967		57,468		79,146	
人均GDP/全国人均GDP	81.39%		81.06%		122.43%	

注：“-”表示数据未公布；

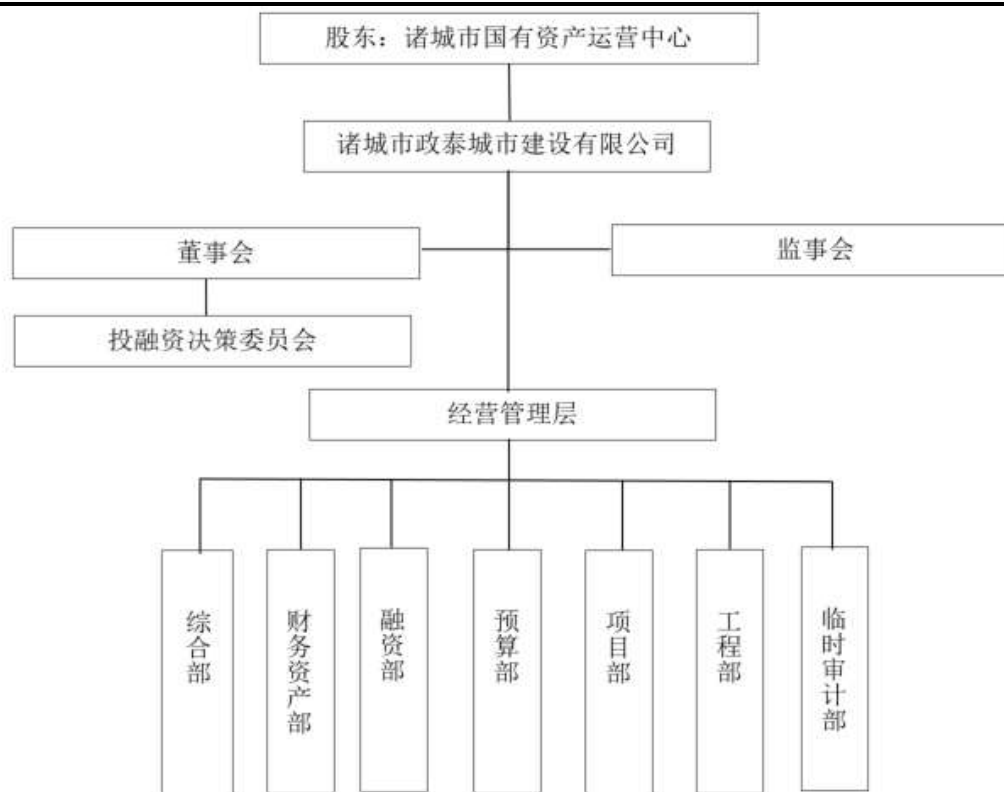
资料来源：2018-2019年诸城市国民经济和社会发展统计公报，诸城市2020年全市经济运行情况，中证鹏元整理

2020年诸城市实现公共财政收入60.5亿元，较上年减少7.36%，其中税收收入38亿元，同比下降12.20%，占当期公共财政收入的比重为62.8%。2020年诸城市公共财政支出为80亿元，同比增长1.52%，财政自给率为70.63%。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求，结合公司实际情况，制定了《公司章程》。根据章程，公司不设立股东会，股东诸城市国有资产运营中心为公司的最高权力机构。公司设董事会，其成员为5人，由股东任命产生，任期三年，设董事长一人，由董事会选举产生。公司设立监事会，其成员为3人，由股东委派和职工代表大会民主选举产生，任期三年，其中职工代表监事1人。监事会设主席一名，由监事选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营工作。公司根据职能定位、业务特点等情况设置了项目、工程、融资、财务资产等部门，具体如下所示：

图1 截至2020年9月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为诸城市重要的投资开发建设主体，承担诸城市基础设施建设、保障房建设、

土地整理项目的投融资、实施与运营职责。近年公司收入来源以上述项目代建收入为主。此外，商业租赁、管网租赁业务及房屋销售等业务对公司收入形成补充。近年公司营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
一、主营业务小计	64,566.26	13.67%	104,427.23	15.54%	60,456.92	13.16%
代建收入	33,511.81	8.70%	36,281.06	8.70%	30,359.13	8.70%
土地整理收入	28,951.48	20.00%	64,714.38	20.00%	25,545.76	20.00%
房屋销售收入	56.88	15.00%	559.14	15.00%	1,679.20	15.03%
物业收入	146.61	0.40%	348.85	-26.51%	349.01	-54.14%
管网租赁收入	1,899.50	5.96%	2,523.81	5.63%	2,523.81	5.63%
二、其他业务小计	189.99	-219.74%	338.81	-79.03%	337.94	60.00%
合计	64,756.26	12.99%	104,766.04	15.24%	60,794.86	13.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施建设、保障房建设及土地整理业务主要采用代建模式，未来收入有一定保障，但主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力，同时需关注业务回款情况

公司基础设施建设及保障房建设业务主要采用委托代建模式，子公司诸城市舜邦投资开发有限公司（以下简称“舜邦投资”）、诸城市盛园城乡建设投资有限公司就东鲁家园、潍河治理工程等项目与诸城市财政局、诸城国汇建设有限公司（以下简称“国汇建设”）签订安置房开发建设管理协议及委托代建合同，由子公司负责工程项目的投资建设，负责筹集项目建设所需资金，确保项目按期完成，在项目完成后交付，工程款总额由投资成本和建设管理投资收益构成，建设管理投资收益为投资款的15%，子公司根据委托方出具的成本收入确认函等资料确认当年建设管理费收入。委托方在项目竣工验收合格及工程造价决算审计结束之日起3年内付清工程款。

截至2020年9月末，公司先后建设了东鲁家园一期、东鲁家园二期、潍河治理工程等项目。2018-2019年及2020年1-9月公司分别实现代建业务收入3.04亿元、3.63亿元及3.35亿元，毛利率均为8.7%。

表4 2018-2019年及2020年1-9月公司代建业务情况（单位：亿元）

年份	项目名称	计划总投资	已投资	本期确认收入
2020年	东鲁家园一期	15.00	14.14	2.86

1-9月	潍河治理工程	9.21	12.57	0.49
	合计	24.21	26.71	3.35
2019年	东鲁家园一期	15.00	14.00	0.98
	潍河治理工程	9.21	11.62	2.64
	合计	24.21	25.62	3.62
2018年	东鲁家园一期	15.00	13.24	3.04
	合计	15.00	13.24	3.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理业务由子公司诸城安厦建设投资有限公司（以下简称“安厦建设”）负责，采用委托代建模式建设。国汇建设根据诸城市的发展规划，同诸城市财政局签订委托代建协议，承接土地整理项目，并约定5%的利润率；而后，国汇建设将该项目委托给安厦建设具体实施，并签订委托代建协议，约定25%的利润率，每年年末国汇建设和安厦建设就本年度的土地整理项目进度情况进行结算和确认，公司据此确认土地开发整理收入。近年公司土地整理并确认收入的项目为南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等。2019年公司实现土地整理收入6.47亿元，主要系当年结算金额有所增加。截至2020年9月末，公司南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等项目总投资60亿元，累计已投资54.06亿元，已整理尚未确认收入部分44.52亿元，计入公司存货。

截至2020年9月末公司主要在建项目中，南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等土地整理项目已与国汇建设签订代建协议；明确为自建模式的项目主要为冠泓二期及农林孵化器（现代农业推广）项目，拟建成后出租获得租赁收入；此外部分项目尚未确定项目运营模式。公司土地整理项目已投资规模较大，未来收入有一定保障；主要在建项目总投资116.63亿元，累计已投资85.37亿元，尚需投资32.99亿元，公司面临较大的资金压力，同时公司近年销售收现情况整体不佳，应收账款规模较大，后续需关注代建业务的回款情况。

表 5 截至 2020 年 9 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等土地整理	60.00	54.06
悦东产业园	20.50	1.16
东鲁家园二期	18.98	12.36
农林孵化器（现代农业推广）	9.11	10.38
尽美干部学院	3.50	3.14
南湖市民公园	1.36	1.70
石桥子镇大张家庄子等村项目	1.01	0.43

冠泓二期	0.80	0.80
东坡街北沿	0.70	0.58
普乐街南延	0.41	0.38
悦东特勤消防站	0.26	0.38
合计	116.63	85.37

注：计算公司主要在建项目尚需投资时不含已投资金额超总投资金额的南湖市民公园、悦东特勤消防站及农林孵化器（现代农业推广）

资料来源：公司提供

公司运营房地产销售、物业租赁及管网租赁等业务，但目前规模相对不大

子公司舜邦投资2007年-2009年共建有时代广场A座、时代广场B座、鑫湖公寓、鑫苑公寓、鑫盛公寓、鑫丽花园、青林水岸、东方逸品等商品房项目，大部分已经销售完毕，剩余少量房产为公司带来零星商品房销售收入，近年销售的主要为鑫盛公寓的房屋及时代广场的车库等，此外公司建设的东鲁家园二期项目，共有1,500套安置房及450套商品房，其商品房部分将自售，未来可为公司带来一定商品房销售收入。

物业租赁业务由子公司诸城东鲁物业管理有限公司负责，房屋租赁业务中用于出租的房产主要为售后回租的商铺，2018-2019年公司房屋租赁业务毛利亏损主要系房产部分对外出租，且有减租免租等优惠措施，而租赁房产为全额计提折旧所致。

管网租赁收入由子公司诸城市盛园城乡建设投资有限公司负责，并与诸城国汇建设有限公司签订了《诸城市城市管网租赁合同》，出租的资产为诸城市污水处理管网等资产，租赁期限自2017年1月1日起至2022年12月31日止，年租金2,600.00万元，租金按季结算。

公司获得了当地政府的大力支持

作为诸城市重要的基础设施建设主体，近年来公司在资产注入及财政补贴方面得到了当地政府的大力支持。

资产注入方面，2018年根据诸城市国有资产管理局出具的诸国资字（2018）6号文件，将舜邦投资100%股权无偿转让给公司，增加资本公积41.03亿元。根据诸城市国有资产管理局出具的诸国资字（2020）10号文件，将安厦建设100%股权无偿转让给公司，增加资本公积5,000.00万元。根据诸城市国有资产管理局出具的《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》，将诸城市财政局2018年支付的南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等项目的土地征收拆迁补偿款划拨给安厦建设，增加资本公积20.40亿元。2019年根据诸城市国有资产管理局出具的《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》，将诸城市财政局2019年支付的南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等项目的土地征收拆迁补偿款划拨给安厦建设，增加资本公积31.27亿元。2020年根据诸城市国有资产管理局出具

的《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》，将诸城市财政局2020年支付的南湖东组团、东城昌城辛兴组团、密州北组团等项目的土地征收拆迁补偿款划拨给安厦建设，确认资本公积2.39亿元。

财政补贴方面，2018-2019年及2020年1-9月，公司分别获得诸城市财政局给予的财政补贴1.12亿元、1.20亿元及1.40亿元，较大程度增加了公司的利润水平。

表5 近年来公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

资产注入			
年份	项目	金额	文件
2018	舜邦投资 100% 股权	410,293.28	诸国资字（2018）6 号
2018	土地征收拆迁补偿款	204,001.52	《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》
2019	土地征收拆迁补偿款	312,648.44	《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》
2020	土地征收拆迁补偿款	23,913.71	《关于同意注入土地征收拆迁补偿款的通知》
2020	安厦建设 100% 股权	5,000.00	诸国资字（2020）10 号
财政补贴			
年份	金额	文件	
2018	11,191.89	诸财字（2018）107 号	
2019	3,500.00	诸财字（2019）85 号	
2019	4,000.00	诸财字（2019）86 号	
2019	4,500.00	诸财字（2019）87 号	
2020	13,952.00	-	

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，报告采用新会计准则编制，近年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表6 2018-2019 年及 2020 年 1-9 月纳入公司合并范围的子公司变动情况

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
当年增减情况	增加 2 家	增加 5 家	增加 4 家

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产总额保持增长，但以项目投入和应收款项为主，部分资产使用受限，整体流动性弱

随着公司融资规模扩大及代建、土地整理的推进，公司资产规模增速较快，2020年9月末公司资产总额为207.43亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2020年9月末，流动资产占总资产比重为89.10%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	230,079.95	11.09%	172,037.29	9.69%	34,445.86	2.94%
应收账款	153,042.19	7.38%	149,416.00	8.41%	82,502.87	7.04%
预付款项	37,910.96	1.83%	88,464.37	4.98%	229,908.96	19.61%
其他应收款	455,136.18	21.94%	261,307.30	14.72%	234,360.98	19.99%
存货	970,933.22	46.81%	887,537.88	49.98%	460,411.76	39.27%
流动资产合计	1,848,221.42	89.10%	1,559,771.70	87.84%	1,041,630.45	88.83%
固定资产	91,706.41	4.42%	93,109.89	5.24%	95,170.25	8.12%
在建工程	111,749.44	5.39%	106,303.38	5.99%	29,000.31	2.47%
非流动资产合计	226,099.95	10.90%	215,946.09	12.16%	130,943.16	11.17%
资产总计	2,074,321.37	100.00%	1,775,717.80	100.00%	1,172,573.61	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年 1-9 月的审计报告，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司货币资金为23.01亿元，其中银行存款6.61亿元，此外票据保证金2.00亿元及银行存单14.40亿元，使用受限。公司应收账款主要为应收诸城市财政局及国汇建设的代建项目款，随着代建及土地整理项目的推进，增速较快。公司预付款项主要为预付山东泰润建设集团股份有限公司、国汇建设房款及工程款等。公司其他应收款主要为国汇建设、诸城市财政局、诸城市财金资产管理有限公司等单位的往来款，截至2020年9月末，公司其他应收款账面价值45.51亿元，对资金形成较大占用。截至2020年9月末，公司存货账面价值为97.09亿元，占总资产的比例为46.81%，主要为安置房项目、基础设施项目及土地整理项目开发成本82.21亿元，其中已签订代建协议的土地整理项目投资成本为44.52亿元，公司未来收入有一定保障，但收入实现及回款时间存在一定不确定性；存货中开发土地账面价值12.36亿元，土地用途有工业用地、商业用地、城镇住宅-普通商品住房用地和其他商服用地，均已缴纳土地出让金，尚有账面价值4.13亿元土地未办妥权证。

公司固定资产主要为房屋建筑物及管网，2020年9月末账面价值为9.17亿元，公司在建工程主要为正在建设的农林孵化器项目。

总体来看，公司资产总额持续增长，但存货及应收款项占比较高，存货主要为安置房、基础设施项目及土地整理项目开发成本，截至2020年9月末，公司受限资产账面价值19.75亿元，包括货币资金16.40亿元、存货2.83亿元及固定资产0.51亿元，整体资产流动性弱。

盈利能力

公司营业收入有一定保障，政府补助对利润贡献较大

公司主要收入来源为基础设施、土地整理及安置房代建业务。截至2020年9月末，公司土地整理项目投入为44.52亿元，随着成本的结转，未来收入有一定保障。受益于代建业务毛利率较为稳定，近年公司综合毛利率较为稳定。2018-2019年及2020年1-9月公司分别获得政府补助1.12亿元、1.20亿元及1.40亿元，占利润总额的比重分别为87.28%、72.68%和187.54%，政府补助对利润贡献较大。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年
营业收入	64,756.26	104,766.04	60,794.86
其他收益	13,952.00	12,000.00	11,191.89
营业利润	7,583.04	16,517.27	12,841.86
利润总额	7,439.32	16,510.37	12,823.21
净利润	8,567.31	13,451.35	11,610.92
综合毛利率	12.99%	15.24%	13.42%

资料来源：公司2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司销售收现情况整体表现较差，未来面临较大的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是收到的代建款、土地整理款，收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款及政府补助收入，经营活动现金流出主要是支付拆迁补偿款及工程款等。公司2018-2019年营业收入收现情况整体较差，2020年有所改善。公司其他与经营活动有关的现金收支净额存在较大波动，2018-2019年、2020年1-9月分别为11.07亿元、8.89亿元及-16.55亿元。综合影响下，2018-2019年、2020年1-9月公司经营活动现金净额分别为0.43亿元、1.21亿元及-14.55亿元。

2018年公司投资活动现金呈净流入状态，投资活动的现金流入主要系无偿取得舜邦投资合并日舜邦投资合并现金及现金等价物，2019年投资活动现金净流出主要系支付农林孵化器项目工程款，2020年1-9月投资活动支付的现金主要系支付的存单及保证金款项。

由于公司经营活动及投资活动现金流不能满足公司的建设需求，公司资金对筹资活动整体较为依赖。近年公司筹资活动现金流入主要为公司吸收投资及取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息。截至2020年9月末，公司主要在建项目尚需投资32.99亿元，面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年
收现比	1.12	0.45	0.38
销售商品、提供劳务收到的现金	72,663.17	47,066.37	23,197.83
收到的其他与经营活动有关的现金	166,847.68	180,854.42	133,439.94
经营活动现金流入小计	239,510.85	227,920.79	156,637.77
购买商品、接受劳务支付的现金	67,160.33	117,004.91	123,387.57
支付的其他与经营活动有关的现金	314,189.09	91,983.57	22,714.44
经营活动现金流出小计	385,010.08	215,852.54	152,294.68
经营活动产生的现金流量净额	-145,499.23	12,068.24	4,343.09
投资活动产生的现金流量净额	-700.83	-77,835.01	67,951.64
筹资活动产生的现金流量净额	120,242.72	123,358.19	-43,723.17
现金及现金等价物净增加额	-25,957.34	57,591.43	28,571.57

资料来源：公司2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，面临较大偿债压力

随着融资规模的扩大，公司负债总额增速较高，截至2020年9月末，公司负债总额为106.48亿元。受益于政府注资及利润累积，所有者权益持续增长，截至2020年9月末，公司产权比率为105.47%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年
负债总额	1,064,780.70	798,633.92	521,619.52
所有者权益	1,009,540.67	977,053.88	650,954.09
产权比率	105.47%	81.74%	80.13%

资料来源：公司2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，中证鹏元整理

公司近年流动负债占比有所增长，截至2020年9月末，流动负债占比52.74%，与非流动负债大致相当。

截至2020年9月末，公司短期借款余额5.60亿元，其中质押借款3.50亿元、保证及抵押借款1.90亿元、保证借款0.20亿元。公司应付票据为银行承兑汇票，2020年9月末月10.59亿元。公司应付账款主要为应付诸城市龙城建设投资集团有限公司工程款。公司其他应付款主要为应付诸城市政源水务有限公司、诸城市东鲁农业发展有限公司等单位往来款，截至2020年9月末，公司其他应付款为23.35亿元。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款及长期应付款，2020年9月末余额分别为6.11亿元及1.77亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	56,000.00	5.26%	27,510.00	3.45%	0.00	0.00%
应付票据	105,920.29	9.95%	118,000.00	14.77%	0.00	0.00%
应付账款	62,519.42	5.87%	86,739.34	10.86%	6,239.95	1.20%
其他应付款	233,538.67	21.93%	80,517.74	10.08%	164,717.94	31.58%
一年内到期的非流动负债	78,801.52	7.40%	28,735.63	3.60%	18,510.00	3.55%
流动负债合计	561,576.13	52.74%	363,584.17	45.52%	196,054.52	37.59%
长期借款	418,588.57	39.31%	335,079.75	41.96%	225,565.00	43.24%
长期应付款	84,616.00	7.95%	100,000.00	12.52%	100,000.00	19.17%
非流动负债合计	503,204.57	47.26%	435,079.75	54.48%	325,565.00	62.41%
负债合计	1,064,780.70	100.00%	798,633.92	100.00%	521,619.52	100.00%
其中：有息债务	756,455.38	71.04%	609,325.38	76.30%	344,075.00	65.96%

资料来源：公司2018-2019年及2020年1-9月的审计报告，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司长期借款余额共计41.86亿元，其构成如下表所示。公司长期应付款为应付融资租赁款及信托借款。

表12 公司长期借款情况（单位：万元）

项目	金额
抵押借款	8,700.00
保证借款	166,948.75
信用借款	46,333.33
保证+抵押	106,216.00
保证+质押	151,500.00
减：一年内到期的长期借款	61,109.52

合计	418,588.57
----	------------

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年 1-9 月的审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他应付款中的有息部分、长期借款及长期应付款中的有息部分。截至2020年9月末，公司有息债务为75.65亿元，占负债总额的71.04%，较2018年末增加119.85%。

表13 截至 2020 年 9 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年10-12月	2021年	2022年	2023年及以后
有息债务	16,203.85	135,167.52	92,064.52	410,099.19

注：表中有息债务金额不包括应付票据金额。

资料来源：公司提供

偿债能力方面，随着融资规模持续增长，公司资产负债率持续上升，截至2020年9月末，公司资产负债率为51.33%，较2018年末增加6.35个百分点。公司近年现金短期债务有所下降，截至2020年9月末现金短期债务比为0.91，货币资金对短期有息债务的覆盖能力尚可。2019年公司EBITDA规模有所增长，但同期利息支出增幅较大，EBITDA利息保障倍数为0.77，与2018年末基本持平，公司有息债务规模较大，2019年末有息债务规模为EBITDA的23.48倍。整体来看，公司面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年
资产负债率	51.33%	44.98%	44.49%
现金短期债务比	0.91	0.99	1.86
EBITDA（万元）	-	25,972.28	16,275.66
EBITDA 利息保障倍数	-	0.77	0.79
有息债务/EBITDA	-	23.46	21.14

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年 1-9 月的审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司日常经营所得为本期债券按时还本付息提供重要保障。2018-2019 年及 2020 年 1-9 月公司营业收入分别为 6.08 亿元、10.48 亿元及 6.48 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司存货中土地整理代建项目投入为 44.52 亿元，随着成本陆续结转，将为公司带来一定规模的收入。但公司近年经营性现金流波动较大，后续收入及回款易受结算进度及财政拨付等因素影响存在一定波动。

此外，资产变现及抵押融资可对本期债券按时还本付息资金提供一定资金支持。截至2020年9月末，公司应收账款为15.30亿元，可通过加快回收获得资金；固定资产账面价值为9.17亿元，存货中开发土地账面价值12.36亿元，公司可通过抵押或出售等途径筹集资金。但需注意应收账款回款时间受欠款单位资金安排影响存在一定不确定性，同时固定资产中账面价值为0.51亿元、存货中账面价值2.83亿元的资产为受限资产。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2020年3月4日），公司本部及舜邦投资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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年9月末，公司对外担保金额为8.50亿元，占同期所有者权益的比重为8.42%，均无反担保措施，其中对民营企业担保金额为2.10亿元，公司面临一定的或有负债风险。

表15 截至2020年9月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额	借款日	到期日	企业性质
诸城外贸有限责任公司	10,000.00	2017/11/13	2020/11/13	民营企业
诸城市龙城建设投资集团有限公司	20,000.00	2019/12/26	2022/12/25	国企
山东佳士博粮油食品有限公司	1,000.00	2020/3/20	2021/3/19	民营企业
诸城市润泽农业科技有限公司	20,000.00	2020/1/20	2026/11/19	国企
诸城市财金资产经营管理有限公司	10,000.00	2020/6/28	2021/3/28	国企
诸城金鸡饲料有限公司	10,000.00	2020/11/11	2021/11/10	民营企业
诸城市政源水务有限公司	14,000.00	2020/4/14	2027/2/13	国企
合计	85,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供

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：万元）	2020年9月	2019年	2018年
货币资金	230,080.71	172,037.29	34,445.86
其他应收款	455,135.53	261,307.30	234,360.98
存货	970,933.22	887,537.88	460,411.76
固定资产	91,706.41	93,109.89	95,170.25
在建工程	111,749.44	106,303.38	29,000.31
总资产	2,074,321.37	1,775,717.80	1,172,573.61
短期借款	56,000.00	27,510.00	0.00
应付票据	105,920.29	118,000.00	0.00
应付账款	62,519.42	86,739.34	6,239.95
其他应付款	233,538.67	80,514.74	164,717.94
一年内到期的非流动负债	78,801.52	28,735.63	18,510.00
长期借款	418,588.57	335,079.75	225,565.00
长期应付款	84,616.00	100,000.00	100,000.00
总负债	1,064,780.70	798,633.92	521,619.52
有息债务	756,455.38	609,325.38	344,075.00
所有者权益	1,009,540.67	977,053.88	650,954.09
营业收入	64,756.26	104,766.04	60,794.86
其他收益	13,952.00	12,000.00	11,191.89
营业利润	7,583.04	16,517.27	12,841.86
利润总额	7,439.32	16,510.37	12,823.21
经营活动产生的现金流量净额	-145,499.23	12,068.24	4,343.09
投资活动产生的现金流量净额	-700.83	-77,835.01	67,951.64
筹资活动产生的现金流量净额	120,242.72	123,358.19	-43,723.17
财务指标	2020年9月	2019年	2018年
综合毛利率	12.99%	15.24%	13.42%
收现比	1.40	0.45	0.38
产权比率	105.47%	81.74%	80.13%
资产负债率	51.33%	44.98%	44.49%
现金短期债务比	0.91	0.99	1.86
EBITDA（万元）	-	25,972.28	16,275.66
EBITDA 利息保障倍数	-	0.77	0.79
有息债务/EBITDA	-	23.46	21.14

资料来源：公司 2018-2019 年及 2020 年 1-9 月的审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
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/短期有息债务
现金类资产	货币资金+应收票据+交易性金融资产
有息债务	短期借款+应付票据+其他应付款中的有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

附录三 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、债务人主体长期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、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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内出具。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。