

信用等级公告

联合〔2020〕3269号

联合资信评估有限公司通过对山东赢城控股集团有限公司及其拟发行的2021年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定山东赢城控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，2021年山东赢城控股集团有限公司公司债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



2021年山东赢城控股集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方信用等级：AA
本期债券信用等级：AA
评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：3亿元
本期债券期限：7年
偿还方式：按年付息，存续期的3~7个计息年度末，分别偿还发行总额的20%
增信方式：瀚华融资担保股份有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保
募集资金用途：用于济莱协作区高新技术产业园项目及补充公司营运资金

评级时间：2020年8月21日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构	资本结构	3
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

山东赢城控股集团有限公司（以下简称“公司”）是济南市莱芜区北部新城重要的基础设施建设主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了莱芜区经济持续增长，公司面临良好的外部环境，在资产注入以及财政补助等方面得到一定的外部支持。同时，联合资信关注到，公司代建业务回款进度慢且业务可持续性有待观察、面临较大的集中偿债压力、利润总额对公允价值变动收益的依赖性强等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务规模和结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还金额的保障能力强。本期债券存续期内，募投项目预期收益对本期债券用于募投项目资金的保障程度尚可。瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券偿付的安全性。此外，本期债券设置了分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

近年来，莱芜市（区）经济持续增长，随着莱芜市撤市设区并入济南市，公司外部发展环境向好。公司在园区经营方面具有专营优势，租金收入的增长有望对公司营业收入形成一定支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力及本期债券偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司外部发展环境向好。近年来，莱芜市（区）经济持续增长，2017—2019年地区生产总值分别为362.12亿元、398.86亿元和593.51亿元。随着莱芜市撤市设区并入济南市，公司外部发展环境向好。
2. 公司区域专营性较强，获得一定的外部支持。公司是莱芜区北部新城重要的基础设施建设主体，具有较强的区域专营性。2016—2017年，莱城区财政局合计注入项目资产4.91亿元；2017—2019年，公司分别收到政府补助2000.00万元、22.50万元和25.00万元。

分析师：喻宙宏 邱成
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **本期债券获得担保增信。**瀚华担保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券偿付的安全性。本期债券并设置了分期偿付条款，有效降低了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. **公司代建业务回款进度慢，可持续性有待观察。**截至2019年底，公司累计确认基础设施建设收入14.28亿元，尚未收到回款，回款进度慢。公司代建项目业务可持续性有待观察。
2. **公司对外部企业借款余额较大。**截至2019年底，公司有偿借出资金余额2.51亿元，其中对民营企业的1.01亿元借款尚无明确的抵押、担保等增信措施，存在一定的资金回收风险。
3. **公司利润总额对公允价值变动收益的依赖性强。**2017—2019年，公司确认公允价值变动收益-0.14亿元、1.53亿元和1.61亿元，主要来自投资性房地产的公允价值增值；同期公司分别实现利润总额0.33亿元、1.83亿元和1.36亿元，利润总额对公允价值变动收益的依赖性强。2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.08%和4.02%，公司整体盈利能力一般。
4. **面临较大的集中兑付压力。**2020—2022年，公司到期债务分别为12.76亿元、1.69亿元和0.43亿元，公司2020年的集中偿付压力较大。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2017年	2018年	2019年
现金类资产（亿元）	0.64	1.14	2.93
资产总额（亿元）	41.80	52.29	62.26
所有者权益（亿元）	21.24	23.65	24.91
短期债务（亿元）	1.10	1.27	11.63
长期债务（亿元）	7.00	12.71	11.30
全部债务（亿元）	8.10	13.98	22.93
营业收入（亿元）	3.09	3.21	3.43
利润总额（亿元）	0.33	1.83	1.36
EBITDA（亿元）	0.43	1.92	1.93
经营性净现金流（亿元）	-3.37	-5.64	-3.57
营业利润率（%）	14.87	18.14	17.44
净资产收益率（%）	1.63	5.91	4.02
资产负债率（%）	49.20	54.77	59.99
全部债务资本化比率（%）	27.61	37.15	47.93
流动比率（%）	193.36	195.51	134.44
经营现金流流动负债比（%）	-30.36	-43.73	-15.95
现金短期债务比（倍）	0.58	0.89	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	2.20	1.85
全部债务/EBITDA（倍）	18.95	7.29	11.87

公司本部（母公司）			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	40.71	51.61	62.82
所有者权益（亿元）	20.79	23.17	24.49
全部债务（亿元）	9.23	13.98	22.93
营业收入（亿元）	3.08	3.12	3.14
利润总额（亿元）	0.35	1.83	1.56
资产负债率（%）	48.93	55.12	61.02
全部债务资本化比率（%）	30.74	37.64	48.36
流动比率（%）	202.69	199.34	140.60
经营现金流动负债比（%）	-17.99	-43.37	-22.30

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东赢城控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2021年山东赢城控股集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

山东赢城控股集团有限公司(以下简称“公司”或“赢城控股”)原名莱芜市赢城发展集团有限公司,由莱芜市莱城区经济开发投资公司(原莱芜市莱城区财政局设立的事业单位,以下简称“莱城经发”)于2013年出资组建,初始注册资本及实收资本均为2000万元。公司股东莱城经发分别于2013年底及2016年底以货币形式向公司增资0.30亿元和3.34亿元,并于2016年底将注册资本变更为5.00亿元。截至2019年底,公司注册资本5.00亿元、实收资本3.84亿元,剩余出资额预计于2024年5月28日前缴齐。2019年1月,根据山东省行政区划调整,莱芜市整体并入济南市。受此影响,2019年3月,公司股东莱城经发更名为济南市莱芜区经济开发投资公司(以下简称“莱芜经发”),实际控制人变更为济南市莱芜区财政局,公司变更为现名。

公司经营范围:城市基础设施、市政工程、公用设施投资、建设及运营管理;水利基础设施建设;水资源开发利用;污水处理、河道治理;旅游开发;旧城改造;城镇化建设;新农村建设;政府授权范围内国有资产经营及产业投资(未经金融监管部门批准,不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务);项目投资策划及咨询;建材、钢材、木材、五金交电、阀门、管件、装饰材料、水暖器材、有色金属(贵金属除外)的批发零售;汽车租赁;机械设备租赁;物业管理;新能源发电站项目开发、建设、维护、运营管理及技术咨询;太阳能设备、光伏发电设备销售及安装。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

截至2019年底,公司本部内设财务部、资产运营部、综合服务部、投融资发展部、工程管理部 and 合同预算部共6个部门;公司合并范围内拥有13家子公司。

截至2019年底,公司资产总额62.26亿元,所有者权益合计24.91亿元(其中少数股东权益0.14亿元);2019年,公司实现营业收入3.43亿元,利润总额1.36亿元。

公司注册地址:山东省济南市莱芜区口镇澳门南路中段(赢城集团大厦)。法定代表人:王俊德。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2021年山东赢城控股集团有限公司公司债券(以下简称“本期债券”),发行金额3.00亿元。本期债券期限7年,采用固定利率,每年付息一次,自第3个计息年度开始每年按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金。瀚华融资担保股份有限公司(以下简称“瀚华担保”)对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 募集资金用途

本期债券募集资金中,2.00亿元拟用于济莱协作区高新技术产业园项目(以下简称“募投项目”或“医药产业园”)建设,1.00亿元拟用于补充公司流动资金。

3. 本期债券募投项目概况

本期债券募投项目的建设内容主要为济莱协作区高新技术产业园项目的部分建筑设施,该产业园以生物医药和高端医疗器械生产为主,园区包含标准厂房、研发展示区、产品研发区和生活区。根据聊城世纪大化工程咨询有限公司出具的《济莱协作区高新技术产业园项目申请报告》(以下简称“项目申请报告”),募投项目具体建设内容包括产业园中的16栋四层组团建筑、7栋一层厂房、7栋两层检测中心、1栋六层配套中

心、2栋职工宿舍、1栋办公楼以及餐厅、设备间等相关配套设施。募投项目建筑总面积29.04万平方米。其中地上建筑面积28.95万平方米、地下建筑面积0.09万平方米。募投项目总投资6.52亿元，计划使用募集资金2.00亿元，占投资总额的30.67%。

募投项目分两期进行开发，其中医药产业园一期已于2016年8月开工建设，目前已基本完工且陆续有企业入驻；医药产业园二期于2016年8月开工，原计划建设期20个月，由于土地拆迁进度较慢，叠加疫情的影响，建设期将有所延长，预计将于2020年底完工。截至2020年6月底，募投项目已投资4.54亿元，已完成工程量的85%。

根据项目申请报告，募投项目收入主要来源于厂房租金，所得税前项目投资回收期为12年，所得税后项目投资回收期为15年；所得税前项目投资财务内部收益率为8.53%，所得税后财务内部收益率为5.17%。

4. 项目批复情况

公司已获得莱城区以及莱城工业区各行政机构出具的批复文件，募投项目已获得相关部门在项目备案登记、环保、节能审查、土地规划使用等方面的批复见下表。

表1 募投项目批复情况

批复文件	出具单位
《“济莱协作区高新技术产业园项目”登记备案证明》	莱城区发改局
《“济莱协作区高新技术产业园项目”环境影响报告表审批》	莱城区环保局

表2 2017-2020年上半年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7

《“济莱协作区高新技术产业园项目”节能审查意见》	莱城区政府节能办公室
《“济莱协作区高新技术产业园项目”用地说明》	莱芜市国土资源局莱城工业区分局
《“济莱协作区高新技术产业园项目”规划说明》	莱芜市规划局莱城工业区分局

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显

2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大

2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降

2020 年 6 月底，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年底增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31

万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善

2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月(5.9%)略有回落，但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境

复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资

为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元(较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%)，并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持

注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息(总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”)，为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银

行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费

需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范

融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程

度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域

补短板形成有效助力。

总体来看,上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点,为城投企业提供了

一定的项目储备空间,同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力,从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	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	严格规范PPP项目合规性,对于规范合规的PPP项目,纳入财政支出预算;对于不合规的PPP项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制借假PPP名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源:联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇

化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊

建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济情况

济南市作为山东省省会城市，近年来经济持续增长，随着原莱芜市的整体并入，经济实力进一步增强。

济南市系山东省省会城市，北连首都经济圈，南接长三角经济圈，东西连通山东半岛与华中地区，是环渤海经济区和京沪经济轴上的重要交汇点、山东半岛城市群和济南都市圈核心城市。2018年12月26日，国务院批复同意山东省调整济南市莱芜市行政区划，撤销地级莱芜市，将其所辖区域划归济南市管辖，济南整体经济实力进一步增强。

根据济南市统计局披露的数据，2017—2019年，济南市分别完成地区生产总值7201.96亿元、8678.60亿元¹和9443.37亿元，同口径分别增长8.0%、7.4%和7.0%。分产业看，2019年济南市第一产业增加值343.06亿元，增长1.3%；第二产业增加值3265.22亿元，增长7.8%；第三产业增加值5835.09亿元，增长7.0%；三次产业构成由上年的3.5:36.0:60.5调整为3.6:34.6:61.8，第三产业占比进一步提高。

2018年，济南市工业经济平稳增长，全年全部工业增加值比上年增长4.1%。规模以上工业

增加值增长4.2%。同期，济南市固定资产投资同比增长9.6%，其中第一产业投资下降49.6%，第二产业投资下降23.5%，第三产业投资增长22.6%；基础设施投资增长23.3%，房地产开发完成投资增长9.7%。

截止2019年底，济南市常住人口890.87万人，较上年底增长0.78%；常住人口城镇化率达到71.21%，较上年底提高0.42个百分点。2019年，济南市人均地区生产总值10.64万元，同比增长5.7%；全年城镇居民人均可支配收入达到5.19万元，同比增长7.3%。

近年来，莱芜区经济持续增长，为公司提供了良好的外部经营环境。

莱芜区前身莱芜市莱城区，位于山东中部，总面积1739.6平方公里。截至2019年底，全区常住人口95.66万人，其中城镇人口51.63万人，城镇化率达到53.97%。2019年1月，济南市莱芜区正式挂牌成立，以原莱城区的行政区域为莱芜区的行政区域，下辖3个街道办事处和11个乡镇。根据济南市的发展规划，莱芜区将作为推动省会高质量发展的重要增长极，纳入济南市新旧动能转换先行区的南翼。

根据莱芜区政府披露的数据，2017—2019年，莱芜区经济持续增长，全年地区生产总值分别为362.12亿元、398.86亿元和593.51亿元，同比增速分别为8.5%、7.2%和7.2%。2019年，莱芜区三次产业比为9.4:42.2:48.4，第三产业占比同比下降1.2个百分点；人均生产总值达到6.23万元。

2019年，莱芜区工业生产稳中向好，265家规模以上工业实现工业总产值960.99亿元，同比增长5.37%；实现规上工业增加值194.96亿元，同比增长9.4%，增速排济南市第六位。2019年，莱芜区固定资产投资同比增长2.8%，其中第一产业投资同比下降71.1%，第二产业投资同比下降16.2%，第三产业投资同比增长24.97%；完成房地产开发投资44.82亿元，同比增长55.19%，是拉动全区固定资产投资增长的主要力量。

¹ 根据第四次经济普查后的调整结果，2018年济南市（不含莱芜）GDP为7745.8亿元，莱芜市为932.9亿元，较普查前分别下调1.43%

和7.24%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年底，公司实收资本 3.84 亿元、注册资本 5.00 亿元，公司股东为莱芜经发，实际控制人为莱芜区财政局。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的管理经验，公司员工整体文化素质较高，基本能够满足公司日常经营管理需要。

截至 2019 年底，公司高级管理人员 2 名，包括董事长 1 名、总经理 1 名。

王俊德先生，1972 年生，大学本科学历，中共党员；曾任莱芜市莱城区政府办公室主任；2017 年 6 月起任公司董事长。

姜朝彬先生，1971 年生，大学本科学历，中共党员；曾任莱城区知识产权局局长、科技办公室主任、发展改革局办公室主任；自 2017 年 11 月起任公司总经理。

截至 2019 年底，公司拥有在岗员工 76 人。从岗位分布来看，技术人员 19 人，行政人员 35 人，管理人员 14 人，财务人员 8 人；从学历构成来看，研究生及以上学历 11 人，本科学历 48 人，大专及以下学历 17 人；从年龄构成看，30 岁及 30 岁以下人数为 38 人，30 以上~50 岁（含 50 岁）人数为 24 人，50 岁以上人数为 14 人。

3. 企业规模和竞争力

公司作为莱芜区北部新城重要的开发建设主体，在基础设施建设、产业园区运营等方面具备较强的专营优势。

莱芜市政府为配合济莱协作区建设，提出了北部新城的概念。行政区划调整后，北部新城将扮演莱芜区与济南市经济产业对接的重要角色。公司是北部新城重要的基础设施建设主体，负责的项目主要包括北部新城范围内的道路改造、地下管网、水务设施、河道治理等公共基础设施建设工程以及医院、学校、文化中心等配套基础设施建设工程。此外，公司还承担产业园区建设和

运营的职能，目前已落成的园区包括医药产业园一期、新型环保设备产业园和民营科技创业孵化园（创业园一期）等，目前招商引资情况良好。

除公司外，目前莱芜区还有两家基础设施建设主体，其中济南市莱芜区赢昊城市建设投资有限公司（以下简称“赢昊公司”）主要负责莱芜区城中村改造，山东赢泰文化旅游发展有限公司（以下简称“赢泰文旅”）主要负责莱芜区南部山区旅游文化产业的建设，与公司无直接的业务竞争。

表 4 截至 2019 年底莱芜区主要城投企业概况

（单位：亿元）

企业名称	资产总额	所有者权益	全部债务	营业收入
赢昊公司	21.24	5.30	14.85	3.64
赢泰文旅	14.87	9.68	1.99	2.22
公司	62.26	24.91	22.93	3.43

资料来源：根据公开资料整理

4. 外部支持

近年来，莱芜区财政收入增长较快，但财政自给能力较弱，公司在资产注入以及财政补助等方面获得一定的外部支持。

作为莱芜区北部新城重要的基础设施建设主体，莱芜区财政收入水平对公司基础设施代建业务的收入实现影响较大。

2017—2019 年，莱芜区一般公共预算收入增长较快，分别为 18.63 亿元、21.13 亿元和 30.14 亿元，其中税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 85.94%、90.16% 和 88.60%，一般公共预算收入质量较高。2019 年，莱芜区一般公共预算支出 51.58 亿元，同比增长 20.40%，财政自给率 58.43%，财政自给能力较弱。政府性基金收入方面，原莱城区政府性基金收入规模较小，主要系土地出让收入统一在莱芜市核算，不在莱芜区本级直接体现。2019 年，莱芜区实现政府性基金收入 2.67 亿元，同比大幅增长，系济南市下划土地供应审批权限，国有土地出让收入增长所致。2019 年，莱芜区获得上级转移性和返还性收入 24.98 亿元，当年综合财力 57.79 亿元。截至 2018 年底，莱芜区地方债务余额 42.84 亿元，2019 年

新增地方政府债券 12.77 亿元，地方债务负担较重。

公司是莱芜区北部新城重要的基础设施建设主体，在资产注入以及财政补助等方面持续获得地方政府的有力支持。

股东增资方面，2016 年，莱城经开以货币形式向公司增资 3.34 亿元，计入实收资本。

资产注入方面，2016 年，莱城区财政局将济莱协作区高新技术产业园的项目投入共计 2.78 亿元划入公司，计入资本公积。2017 年，莱城区人民政府将“生态洁”新建厂房项目注入公司，包括评估价值 1.77 亿元的车间、科研楼、办公楼以及其附属的评估值为 0.36 亿元工业用地。该厂房项目基本完工，已经具备出租条件。

财政补助方面，2017—2019 年，公司分别收到政府补助 2000.00 万元（创业园一期专项资金）、22.50 万元和 25.00 万元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信用信息记录。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中证码：3712010000685790），截至 2020 年 7 月 14 日，公司本部无已结清或未结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 8 月 20 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构健全，股东会、董事会、监事会人员构成及运行情况良好。

公司依据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规，制定了公司章程。莱芜经发作为公司股东，负责决定公司的经营方针和投资计划；委派和更换董事、监事，决定其报酬；审议批准董事会、监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、利润分配方案等。

公司设董事会，成员 3 人，由股东委派产生。董事任期 3 年，任期届满，经委派可连任。董事会设董事长 1 人，由股东任命。董事会对股东负责，负责决定公司的经营计划、投资方案、财务预算、利润分配方案等，拟定公司内部管理机构设置，聘任或解聘公司经理，制定公司基本管理制度等。

公司设监事会，成员 5 人，分别由股东委派和职工代表大会选举产生，其中职工代表不得低于三分之一。监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连任。监事会设主席 1 人，由监事会选举产生。监事会负责检查公司财务、对公司高级管理人员执行职务行为进行监督。

公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主要负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划等。

2. 管理水平

公司建立了符合自身情况的管理制度，能够满足公司日常经营管理的需要。

为规范公司运作，确保各项工作有序进行，公司制定了财务管理、合同管理、工程材料设备采购管理、档案管理等方面的管理制度。

财务管理方面，公司设立财务部，负责控制和降低公司的经营成本、审核监督资金的动用和经营效益筹划财务资金、编制各种会计报表等工作。公司在财务机构组建、财务人员管理、会计核算原则、资金与费用管理等方面制定了详细的管理制度，对人员、账目、资金费用进行管理。

合同管理方面，公司强调合同签订前负责人应做好尽职调查，并在合同内容、审批流程、合同管理等方面均有详细的管理规范。

工程材料设备采购管理方面，公司规定资产运营部是工程材料设备采购管理的第一责任部门。对于大宗材料、大型设备采购应采取公开招标方式，对不适宜招标的内容，应以综合评选的方式进行采购。公司还在采购合同的拟定、材料保存等方面做出了详细的管理规定。

此外，公司还制定了工程发包制度、档案管理制度、公文管理制度等一系列细分制度。总体看，公司管理制度较为完备，实际执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司收入规模持续增长，代建项目收入是公司最主要的收入来源，2018年开始公司收入结构向多元化发展，房屋销售业务对公司收入和利润形成重要补充，并使得公司综合毛利率持续上升。

公司是莱芜区北部新城重要的基础设施建

设主体，主要负责北部新城范围内基础设施建设和园区经营。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，主要由代建项目收入构成，但代建项目收入占比持续下降，2019年为60.38%。2018年以来，公司业务结构多元化发展，其中房屋销售收入增长较快，对公司营业收入形成重要补充。公司房屋租赁收入主要来源于自建园区及商业物业出租，近年来收入规模波动较大。

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率持续上升，分别为16.84%、19.71%和19.84%，主要系毛利率较高的房屋销售收入占比上升所致。

表5 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
主营业务	代建项目	30013.04	97.04	14.62	22030.73	68.62	14.53	20680.60	60.38	16.15
	房屋租赁	90.40	0.29	82.92	1245.93	3.88	99.77	257.38	0.75	97.23
	贸易销售	--	--	--	882.77	2.75	0.30	2521.96	7.36	0.86
	房屋销售	--	--	--	7448.96	23.20	20.24	9909.18	28.93	27.64
	能源销售	--	--	--	--	--	--	104.68	0.31	27.28
其他业务	825.30	2.67	90.37	495.85	1.54	75.18	777.15	2.27	53.43	
合计	30928.74	100.00	16.84	32104.23	100.00	19.71	34250.95	100.00	19.84	

资料来源：根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施代建

近年来，公司代建业务回款进度慢，目前已签订代建协议的项目基本完工，代建业务可持续性有待观察。

公司负责莱芜区北部新城范围内的基础设施投资和开发建设，主要承建的项目为北部新城整体开发项目，包括莱城大道和新城人民医院等。2016年，公司与莱城区人民政府（现莱芜区人民政府）分别就莱城大道项目（包括配套管网、绿化等设施）和新城人民医院项目签订了委托代建协议，项目建设资金由公司自筹，莱芜区财政局按照项目实际支出（包括土地征拆支出、建安支出、资金占用费等）确认项目成本，并在确认的成本基础上加成一定比例确认为公司的项目收入（实际加成比例不固定）。莱芜区财政局每年就莱城大道、

人民医院项目出具收入确认文件，公司依据收入确认文件结转成本、确认收入，未回款的部分计入“应收账款”。

截至2019年底，公司就莱城大道和人民医院项目累计确认代建收入14.28亿元，尚未收到回款，回款进度慢。2017—2019年，公司代建收入全部来自新城人民医院项目。

表6 公司代建收入确认情况（单位：万元）

时间	项目	成本	确认收入
2014年	莱城大道	12675.24	15376.97
2015年	莱城大道	7658.94	8252.99
	绿化工程	10963.90	14760.00
2016年	莱城大道	25258.14	31672.18
2017年	人民医院	25625.17	30013.04
2018年	人民医院	18829.68	22030.73

2019 年	人民医院	17339.89	20680.60
总计	--	118350.96	142786.51

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，莱城大道项目已经完成结算；新城人民医院项目预计总投资 13.00 亿元，已完成投资 6.18 亿元，其中医疗区预计于 2021 年投入使用，医养结合区预计于 2023 年完工。

整体看，随着人民医院项目逐渐收尾，公司基础设施代建业务收入规模或将快速下降，代建业务可持续性有待观察。

(2) 房屋租赁

公司房屋租赁收入主要来自园区厂房和商业物业出租，近年来租金收入波动较大，政府相关补贴及资金到位不及时，且在建产业园区存在较大的投资压力。

除了北部新城范围内的基础设施建设外，公司还负责北部新城产业园区的建设与运营。公司为入园企业修建配套厂房，公司通过自持并出租的方式获得租金收入。此外，公司还自建了赢城商贸中心、特检楼等商业物业，同样可以形成一定的租金收入。公司自营性项目的建设资金主要以自筹为主，同时政府也会以财政补贴的形式提供一定的资金支持。相关项目的开发成本计入“在建工程”（公司不负责土地整理），项目完工后结转至“投资性房地产”。截至 2019 年底，公司主要在建园区项目总投资 19.45 亿元，尚需投资 14.82 亿元，存在较大资金支出压力。

表 7 截至 2019 年底公司主要在建出租项目
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资
济莱协作区高新技术产业园	6.52	4.19
赢城电子信息产业园	4.97	0.30
赢城机械加工产业园	0.96	0.14
赢城智能制造产业园	7.00	0.00
合计	19.45	4.63

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司已建成并投入运营的园区包括医药产业园一期、新型环保设备制造园和民营科技创业孵化园等，园区招商引资工作由莱芜区政府负责，目前整体出租情况良好。

租金方面，由于部分企业享受“三免两减半”等优惠政策，莱芜区政府对公司进行租金补贴，同时入园企业上缴的税收区级留存部分通过转移支付补贴给公司，以平衡园区建设资金支出。截至 2019 年底，公司尚未收到租金补贴及财政转移支付资金。根据莱芜区人民政府常务会议纪要（2019）6 号，进一步明确了产业园区租金水平，同意公司向 2019 年新入园企业按照一定的标准直接收取租金，同时，莱芜区政府给予公司一部分租金补贴。2019 年之前入园企业，继续享受“三免两减半”政策，在政策有效期（5 年）届满后执行上述租金标准。受以上政策影响，公司目前租金收入规模较小，且不同企业的租金收取情况存在较大差异。

2017—2019 年，公司分别获得房屋出租收入 90.40 万元、1245.93 万元和 257.38 万元，其中 2018 年租金收入大幅增长，主要系民营科技创业园正式投入运营、部分入园企业尚未享受租金减免政策所致。2019 年，公司租金收入同比大幅下降，主要系民营科技创业园的部分入驻企业在投产一年后达到“三免两减半”等政策的适用标准，公司相应减免了 2019 年度的租金所致。医药产业园一期的租金收入有所增长，但整体规模较小；新型环保设备产业园已实现出租，由于入园企业处于租金减免期，尚未贡献租金收入；2019 年新增新材料产业园、步行街沿街楼等物业的租金收入。随着自建园区陆续投入运营及优惠政策有效期届满，未来公司租金收入有望逐步增长。

表 8 2017—2019 年公司主要房屋租赁收入来源
(单位：万元)

园区/物业	2017 年	2018 年	2019 年
民营科技创业园	71.15	1229.45	30.00
医药产业园一期	5.84	6.98	13.44
新材料产业园（盛德泰）	--	--	129.34
步行街沿街楼	--	--	29.14
特检楼	9.40	--	55.46
都市花园	--	9.50	--
青杨行招待所	4.00	--	--
合计	90.39	1245.93	257.38

资料来源：公司提供

表9 截至2019年底公司主要出租项目情况(单位:万元、平方米、%、元/平方米·年)

项目名称	总投资	投入运营时间	可出租面积	出租率	租金标准
民营科技创业园	11443.12	2016年	41925.07	100	200-250
医药产业园一期	33315.31	2017年	158759.00	100	250-300
新型环保设备产业园	10724.37	2019年	53023.00	80	250
新材料产业园	14532.12	2019年	41608.00	70	250
特检楼	6925.76	2017年	15237.00	90	200
合计	76940.68	--	310552.07	--	--

资料来源:公司提供

(3) 房屋销售

公司房屋销售业务对收入规模形成重要补充,回款情况较好,但无在建和拟建项目,业务可持续性弱。

公司房屋销售收入主要来自特检楼、商贸中心等商业地产以及赢城福苑商住一体项目。其中,特检楼和商贸中心由公司独立开发,自持部分对应的开发成本计入“在建工程”,对外销售部分计入“存货”。

赢城福苑采用合作开发的模式,公司通过招拍挂取得土地使用权,并承担项目前期费用;合作方承担设计、招标、建设、销售、后期管理等工作,承担建设期的资金投入、工程质量、安全生产等相关责任。收益计量方面,购房款全部进入公司账户,公司在扣除项目征地成本、建设费用、配套费用、税费、手续费用后对剩余收益进行分配(土地出让价款归公司所有),公司自身享受的收益分成比例不低于60%。截至2019年底,赢城福苑项目已完工,累计投资1.50亿元,形成可售面积39178平方米,已售面积28498平方米,累计签约销售金额为1.37亿元。

2018年,公司确认房屋销售收入7448.96万元,主要来自赢城福苑、赢城商贸中心和特检楼二期。2019年,公司确认房屋销售收入9909.18万元,同比增长33.03%,主要系赢城福苑销售收入集中确认所致。公司已收到房屋销售收入对应的全部房款。

表10 2018-2019年公司房屋销售收入明细
(单位:万元)

园区/物业	2018年	2019年
赢城福苑	5562.49	8132.84
赢城商贸中心	333.25	339.70

特检楼二期	1553.22	1436.65
合计	7448.96	9909.18

资料来源:公司提供

截至2019年底,公司无在建和拟建的房地产开发项目。目前公司暂无其他房地产开发计划,该板块收入可持续性弱。

(4) 贸易

2018年公司新增贸易业务,主要来自子公司山东赢城国际商贸有限公司(以下简称“赢城商贸”),公司持有赢城商贸51%的股权。目前赢城商贸以铁矿石、钢材销售为主。2018-2019年,公司分别实现贸易收入882.77万元和2521.96万元,其中2018年因业务开展时间短,收入规模较小;随着贸易渠道的开拓,2019年贸易业务收入大幅增长。公司贸易业务毛利率很低,2018-2019年分别为0.30%和0.86%,对公司利润的贡献较为有限。

(5) 其他业务

2019年,公司新增能源销售业务,主要为子公司山东赢城清洁能源有限公司的供暖收入,供暖范围涵盖口镇街道辖区内的行政事业单位、养老院、学校等。

此外,公司曾向莱芜区当地民营企业有偿借出资金,借款企业主要为当地生产制造型企业,部分借出资金有实物担保、第三方担保、法人担保等增信措施。公司以实际收到的利息确认利息收入(计入其他业务收入),2017-2019年分别为287.57万元、268.28万元和261.79万元。

截至2019年底,公司有偿借出资金余额2.51亿元,其中对民营企业的1.01亿元借款尚无明确的抵押、担保等增信措施。联合资信将持

续关注公司对外借款的回收情况。

3. 未来发展

公司基础设施代建业务的可持续性有待观察,公司将在园区经营和股权投资等方面寻求多元化发展。

随着北部新城整体城镇化建设项目逐渐收尾,公司基础设施代建业务规模预计会逐渐收缩,该板块收入的可持续性较差。公司拟建的基础设施项目主要为农村饮水安全项目,该项目采用自营模式,预计总投资5.56亿元。

未来,公司将在园区经营、贸易和股权投资等方面寻求多元化发展。北部新城作为承接济南产业转移的前沿地带,在招商引资方面拥有较大潜力,公司在园区经营方面具有专营优势,随着入园企业数量和经营规模的扩大,租金收入有望持续增长。此外,公司还计划参股部分效益较好的入园企业,以享受园区经济增长带来的收益。

八、财务分析

公司提供了2017—2019年财务报告,亚太

(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。

合并范围变动方面,2017年公司新设9家一级子公司,2018年公司新设、注销一级子公司各1家,2019年公司合并范围一级子公司无变化。截至2019年底,公司合并范围内一级子公司共计13家,大部分系公司出资设立,实际业务规模较小,公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

1. 资产质量

近年来,公司资产总额快速增长,流动资产中应收类款项对公司资金形成较大占用;非流动资产中投资性房地产和在建工程占比较高,以公益性资产为主的其他非流动资产规模较大。公司整体资产流动性较弱,资产质量一般。

2017—2019年,公司资产规模快速增长,年均复合增长22.03%,截至2019年底公司资产总额合计62.26亿元,较上年底增长19.05%。公司资产中流动资产和非流动资产占比接近,2019年底分别为48.37%和51.63%。

表 11 2017—2019 年公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.64	1.52	1.14	2.18	2.93	4.70
应收账款	8.59	20.54	11.16	21.34	13.37	21.48
其他应收款	10.26	24.53	9.60	18.36	12.45	20.00
存货	1.40	3.35	2.18	4.18	0.36	0.58
流动资产	21.48	51.38	25.21	48.22	30.11	48.37
投资性房地产	7.00	16.75	12.24	23.40	13.85	22.25
固定资产	1.28	3.06	1.19	2.28	7.60	12.20
在建工程	6.28	15.02	7.91	15.13	3.44	5.53
非流动资产	20.33	48.62	27.08	51.78	32.14	51.63
资产总额	41.80	100.00	52.29	100.00	62.26	100.00

注: 其他应收款不含应收利息和应收股利

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017—2019年,公司流动资产增长较快,年均复合增长18.41%,截至2019年底为30.11亿元,较上年底增长19.43%,主要系应收账款和其他应收款增长所致。

2017—2019年,公司货币资金快速增长,截至2019年底为2.93亿元,较上年底增长157.22%,主要系当期净融资规模较大所致;其中受限资金合计1.86亿元,主要为保证金,货币资金受限

比例较高。

2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长24.80%，截至2019年底为13.37亿元，较上年底增长19.83%，主要系应收莱芜区财政局的代建工程款增长所致。截至2019年底，公司对莱芜区财政局的应收账款合计13.15亿元，占应收账款余额的98.35%，主要为北部新城整体建设项目的工程未结款，公司应收账款集中度很高。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款合计0.08亿元，账龄集中在1年以内，公司累计计提坏账准备17.06万元。

2017—2019年，公司其他应收款（不含应收利息和应收股利）波动增长，分别为10.26亿元、9.60亿元和12.45亿元，主要为与当地企业的往来款和有偿借款。从集中度看，截至2019年底前五大欠款单位合计占比53.91%，均为民营企业，集中度一般。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计10.30亿元，其中账龄在1年以内的占85.94%，1~2年的占4.04%，2~3年的占7.49%，3年以上的占2.56%，平均账龄较短，公司累计计提坏账准备0.36亿元。截至2019年底，公司对当地民营企业的有偿借出资金余额2.51亿元，其中对民营企业的1.01亿元借款尚无明确的抵押、担保等增信措施，存在一定的回收风险。2019年，公司受让隆泰钢结构有限公司和生态洁环保科技有限公司（均为莱芜区民营企业，系母子公司）的债权合计3.84亿元，其中部分款项拟通过处置两家公司名下资产方式进行回收，同时公司还将通过债转股的方式获取两家公司股权。

表12 截至2019年底公司其他应收款前五大欠款方
(单位: 亿元、%)

欠款单位	账面价值	账龄	占比	性质
生态洁环保科技有限公司	3.11	1年以内	24.31	债权转让款
莱芜市赢泰物业有限公司	1.70	1年以内、2~3年、3~4年	13.27	往来款
山东正顺建设集团有限公司	0.76	2~3年、3~4年	5.90	工程垫资
隆泰钢结构有限公司	0.73	1年以内	5.70	债权转让款
山东普阳置业有限公司	0.61	2~3年、3~4年	4.73	往来款、借款

欠款单位	账面价值	账龄	占比	性质
合计	6.91	--	53.91	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司存货波动下降，截至2019年底为0.36亿元，较上年底下降83.50%，主要系结转人民医院项目成本所致。截至2019年底，公司存货主要由库存商品0.35亿元（主要为待售的房产）构成。

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长25.75%，截至2019年底为32.14亿元，较上年底增长18.70%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，截至2019年底为1.59亿元，较上年底增加1.41亿元，主要系增加对莱芜财金资产管理有限公司的投资所致（主要从事对外投资业务，公司持股48%，莱芜财金投资集团有限公司持股51%），2019年公司确认权益法下投资收益0.01亿元。

公司投资性房地产主要为办公楼、园区厂房和商业物业，相关土地均已取得土地使用权证。公司投资性房地产均按照公允价值计量，2017—2019年账面价值快速增长，截至2019年底为13.85亿元，较上年底增加1.61亿元，均来自公允价值变动。公司用于融资抵押的投资性房地产价值10.88亿元，受限比例很高。

2017—2019年，公司固定资产波动增长，主要为公司自用房产和拟出租的厂房。截至2019年底，公司固定资产7.60亿元，较上年底增加6.41亿元，主要系医药产业园及部分厂房由在建工程转入固定资产所致（厂房在办理竣工手续后转入投资性房地产）；固定资产累计计提折旧0.31亿元，成新率94.27%，成新率较高。固定资产中合计2.28亿元的房屋建筑物无证或正在办理权证过户。

2017—2019年，公司在建工程波动下降，截至2019年底为3.44亿元，较上年底下降56.48%，主要系医药产业园及部分厂房转入固定资产所致。公司在建工程中，除文化中心和学校项目以

外（合计 0.30 亿元），其余全部为公司自建项目的投入（合计 3.14 亿元）。

2017—2019年，公司其他非流动资产均为 5.29 亿元，包括无证房产、水库用地以及道路修建成本投入等，均为公益性资产，公司未明确具体的利用方式和处置方案。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 14.58 亿元，占总资产的 23.42%，受限比例较高。除了用作保证金的货币资金 1.86 亿元外，公司受限资产主要包括投资性房地产 10.88 亿元、在建工程 0.86 亿元、固定资产 0.75 亿元和其他非流动资产 0.24 亿元，主要用于融资抵押。

2. 资本结构

近年来，随着投资性房地产公允价值变动以及未分配利润的增长，公司所有者权益持续增长，其中资本公积占比较大。公司资本公积中公益性资产占比较高，权益稳定性尚可，权益质量较差。

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.31%，主要系其他综合收益和未分配利润增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 24.91 亿元，较上年底增长 5.31%，主要来自未分配利润的增长。

表 13 2017—2019 年公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.84	18.08	3.84	16.23	3.84	15.42
资本公积	12.56	59.14	12.56	53.09	12.71	51.04
其他综合收益	2.98	14.05	3.96	16.73	3.96	15.89
未分配利润	1.67	7.88	2.93	12.40	3.82	15.33
所有者权益合计	21.24	100.00	23.65	100.00	24.91	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司实收资本无变化，均为 3.84 亿元。公司资本公积占所有者权益的比重较高，截至 2019 年底为 12.71 亿元，较上年底小幅增加 0.16 亿元，系政府划入部分水利基础设施所致。公司资本公积中存在 5.29 亿元无证房产、水库用地以及道路修建成本投入，属于公益性资产，资本公积质量较差。

2017—2019 年，公司其他综合收益有所增长，主要来自固定资产转入投资性房地产时公允价值与成本的差额。同期，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 51.05%，截至 2019 年底为

3.82 亿元。

近年来，公司负债总额快速增长，流动负债占比波动上升；有息债务规模快速增长，以长期债务为主，但短期债务占比快速上升。公司整体债务负担偏重，2020 年面临较大集中兑付压力。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 34.75%，截至 2019 年底为 37.35 亿元，较上年底增长 30.40%。从结构上看，近三年公司流动负债占比波动上升，2019 年底为 59.97%。

表 14 2017—2019 年公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	2.43	0.19	0.66	6.40	17.14
其他应付款	6.99	33.99	7.10	24.78	6.53	17.50
一年内到期的非流动负债	0.60	2.92	0.73	2.56	3.29	8.80
流动负债	11.11	54.00	12.90	45.03	22.40	59.97
长期借款	7.00	34.03	12.71	44.38	11.30	30.26

长期应付款	1.50	7.29	1.30	4.55	1.52	4.08
非流动负债	9.46	46.00	15.74	54.97	14.95	40.03
负债总额	20.57	100.00	28.64	100.00	37.35	100.00

注：其他应付款不含应付利息和应付股利，长期应付款不含专项应付款
资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长42.00%，截至2019年底为22.40亿元，较上年底增长73.67%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017—2019年，公司短期借款规模快速增长，截至2019年底为6.40亿元，主要由委托借款（4.70亿元）和担保借款（1.20亿元）构成。

截至2019年底，公司应付票据1.94亿元，较上年底增加1.59亿元，主要为银行承兑汇票。

2017—2019年，公司应付账款持续增长，年均复合增长4.43%，主要为应付工程款。截至2019年底，公司应付账款1.25亿元，较上年底增长3.63%。其中，对山东正顺建设集团有限公司（以下简称“正顺建设”）的应付工程款为1.09亿元，占应付账款的87.20%，主要系施工方已开具发票，但项目未到付款时点所致，账龄在2~3年。

2017—2019年，公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）波动下降，截至2019年底为6.53亿元，较上年底下降7.92%，系往来款减少所致。公司其他应付款中往来款合计6.45亿元，债权方主要为施工单位、当地平台公司和政府机构。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债3.29亿元，包括一年内到期的长期借款1.91亿元和一年内到期的长期应付款1.38亿元。

截至2019年底，公司其他流动负债1.13亿元，较上年底变化不大，全部为短期应付债券，包括浙江君穆资产管理有限公司私募债券（0.86亿元）和上海专茂投资有限公司私募债券（0.27亿元），属于公司有息债务。

2017—2019年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长25.70%，截至2019年底合计14.95亿元，较上年底下降5.04%，主要系长期借款减少所致。

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长27.05%，截至2019年底为11.30亿元，较上年底下降11.09%，其中担保借款0.50亿元，抵押借款6.80亿元，保证并抵押借款3.90亿元，抵押品主要为公司土地资产。

2017—2019年，公司长期应付款规模保持相对稳定，截至2019年底为1.52亿元，全部为融资租赁款。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长68.25%，截至2019年底为22.93亿元。将其他流动负债和长期应付款中的有息部分调整至有息债务核算，2017—2019年，公司调整后全部债务快速增长，年均复合增长63.25%，截至2019年底为25.58亿元；债务结构变动较大，调整后长期债务占比快速下降，分别为88.54%、84.45%和50.13%，债务结构有待优化。从债务指标上看，2017—2019年，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率均持续上升，调整后长期债务资本化比率波动上升，截至2019年底上述指标分别为59.99%、50.67%和33.98%。总体看，公司整体债务负担偏重。

从债务期限分布来看，截至2019年底，公司2020—2022年到期债务分别为12.76亿元、1.69亿元和0.43亿元，公司2020年集中偿付压力较大。

3. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，营业利润率波动上升，利润总额对公允价值变动收益的依赖性强，公司整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，分别为3.09亿元、3.21亿元和3.43亿元，以项目代建收入为主。同期，公司营业成本持续增长，分别为2.57亿元、2.58亿元和2.75亿元。近三年公司营

业收入复合增速高于营业成本，营业利润率波动上升，分别为14.87%、18.14%和17.44%。

2017—2019年，公司期间费用波动中大幅增长，分别为0.14亿元、0.13亿元和0.71亿元，主要由管理费用和财务费用构成。其中，管理费用快速增长，年均复合增长32.91%，主要系人工成本以及折旧、摊销增加所致，2019年为0.24亿元。2019年公司财务费用大幅增长至0.47亿元，主要系公司债务规模扩大、费用化利息支出增多所致。财务费用增长使得公司期间费用率大幅上升，近三年分别为4.50%、4.13%和20.70%。公司期间费用控制力较弱。

2017—2019年，公司分别收到政府补助2000.00万元（创业园一期专项资金）、22.50万元和25.00万元，计入“其他收益”或“营业外收入”科目。同期，公司确认公允价值变动收益-0.14亿元、1.53亿元和1.61亿元，主要来自投资性房地产的公允价值增值。2017—2019年，公司分别实现利润总额0.33亿元、1.83亿元和1.36亿元，利润总额对公允价值变动收益的依赖性强。

盈利指标方面，2017—2019年，公司总资本收益率和净资产收益率波动上升，2019年分别为3.08%和4.02%，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流分析

近年来，公司收入实现质量差，经营活动现金流持续净流出，经营及投资活动产生的现金流入不能满足自身的业务发展需求，对外部融资的依赖性强。

2017—2019年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为6.32亿元、5.69亿元和10.00亿元。其中，销售商品提供劳务收到的现金分别为0.20亿元、1.60亿元和0.99亿元，主要为公司房产销售和贸易业回款。2017—2019年，公司收到其他与经营活动有关现金分别为6.12亿元、4.09亿元和8.98亿元，主要为公司收回的往来款。2017—2019年，公司经营活动现金流出量增长较快，分别为9.69亿元、11.33亿元和13.57亿元；其中购买商品接受劳务支付的现金分别为3.90亿元、3.56亿元和4.89亿元，主要为项目建设产生是资金投

入；支付其他与经营活动有关的现金分别为5.72亿元、7.71亿元和8.56亿元，主要由与各机构的往来款构成。2017—2019年，公司经营活动现金流持续净流出，现金流量净额分别为-3.37亿元、-5.64亿元和-3.57亿元。同期，公司现金收入比分别为6.61%、49.78%和28.94%，公司收入实现质量差。

2017—2019年，公司投资活动现金流入规模很小，主要由收回投资收到的现金构成。同期，公司投资活动现金流出波动增长，分别为0.17亿元、0.07亿元和2.49亿元，其中2019年投资活动现金流出大幅增长主要系公司追加对联营企业的投资1.39亿元及购买赢城机械加工产业园建设用地所致。2017—2019年，公司投资活动现金流净额由正转负，分别为0.69亿元、-0.05亿元和-2.49亿元。

2017—2019年，公司筹资活动现金流入快速增长，分别为0.50亿元、7.72亿元和9.06亿元，主要由取得借款收到的现金构成，此外吸收投资收到的现金主要为子公司收到少数股东投资的投资款，2019年收到其他与投资活动有关的现金主要为利息收入。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为1.62亿元、2.19亿元和2.41亿元，主要为公司偿还银行借款本息以及融资租赁款支付的现金。同期，公司筹资活动净现金流由负转正，分别为-1.12亿元、5.54亿元和6.65亿元。由于公司经营及投资活动产生的现金流入不能满足自身的生产及投资需求，公司面临较大的外部筹资压力。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力很弱，EBITDA对长期债务的保障能力较弱。考虑到公司获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率均有所下降，2019年底分别为134.44%和132.83%，较上年底均大幅下降，对流动负债保障能力一般。2017—2019年，公司经营活动现金净流量持续为负，对流动负债无覆盖能力。截至2019年底，公司非受限现金类资产

1.07元,仅相当于同期调整后短期债务的0.08倍。整体看,公司短期偿债能力很弱。

从长期偿债能力来看,2017—2019年,公司EBITDA持续增长,分别为0.43亿元、1.92亿元和1.93亿元;调整后全部债务/EBITDA分别为22.46倍、8.55倍和13.25倍,EBITDA对长期债务的保障能力较弱;EBITDA利息倍数分别为1.07倍、2.20倍和1.85倍,保障能力尚可。整体看,公司长期偿债能力较弱。考虑持续获得资产注入以及财政补助等方面的外部支持,公司整体偿债能力很强。

截至2020年3月底,公司共获得银行授信总额34.73亿元,尚未使用额度10.59亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年3月底,公司对外担保金额5.85亿元,担保比率23.35%(以2020年3月底所有者权益计算),被担保企业主要为莱芜区国有企业。此外,公司对民营企业山东仕达思生物产业有限公司(以下简称“仕达思生物”)担保余额789.00万元,对民营企业山东登胜药业有限公司(以下简称“登胜药业”)担保余额500.00万元,仕达思生物及登胜药业以自有生产设备提供反担保,目前仕达思生物及登胜药业经营及财务状况正常;公司对正顺建设的担保余额为2000万元,该公司为公司施工方,目前经营及财务状况正常。整体看,公司或有负债风险可控(对外担保明细见附件2)。

6. 母公司财务概况

母公司资产、权益规模占合并口径的比重很高,且承担了合并口径大部分的有息债务,对合并口径收入和利润的贡献大。

截至2019年底,母公司资产总额62.82亿元,较上年底增长21.72%,主要系其他应收款和固定资产增长所致。母公司资产中流动资产占52.67%、非流动资产占47.33%,资产规模和结构与合并口径基本一致。

截至2019年底,母公司所有者权益24.49亿元,较上年底增长5.71%。母公司所有者权益中资本公积占比较高,权益稳定性尚可。整体看,

母公司权益规模和结构与合并口径基本一致。同期,母公司全部债务22.93亿元,短期债务与长期债务占比接近,合并口径有息债务基本由母公司承担。截至2019年底,母公司资产负债率61.02%、全部债务资本化比率48.36%,整体债务负担一般。

2019年,母公司实现营业收入3.14亿元,同比增长0.64%,主要为代建项目收入和房屋销售收入;实现利润总额1.56亿元,同比下降17.61%,其中公允价值变动损益的对利润总额贡献大。整体看,母公司对合并口径收入和利润的贡献大

现金流方面,2019年,母公司经营活动现金流量净额为-5.25亿元,投资活动现金流量净额-1.63亿元,筹资活动现金流量净额7.12亿元,母公司对外部融资的依赖较大。

九、本期债券偿债能力分析

本期债券的发行对公司现有债务规模和结构有较大影响,公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还金额的保障能力强。本期债券存续期内,募投项目预期收益对本期债券用于募投项目资金的保障程度尚可。考虑到本期债券募投项目的租金收入易受当地经济发展水平、招商引资进度等因素的影响,实际收益对出租率和租金标准较为敏感,募投项目收入实现存在一定的不确定性。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行金额为3.00亿元,相当于2019年底公司调整后全部债务的11.73%,相当于调整后长期债务的23.39%,对公司现有债务规模有较大影响。

2019年底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为59.99%、50.67%和33.98%;以2019年底的财务数据为基础,不考虑其他因素,本期债券发行后,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别上升至61.83%、53.43%和38.85%,公司债务负担将有所

上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为本期债券发行规模的0.14倍、0.64倍和0.64倍，保障能力弱；经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行规模的2.11倍、1.90倍和3.33倍，保障能力尚可；2017—2019年公司经营活动现金净流量均为负值，对本期债券无保障能力。

本期债券自存续期第3个计息年度开始逐年按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金。2017—2019年，公司EBITDA分别为本期债券分期偿还金额的0.71倍、3.20倍和3.22倍，保障能力尚可；经营活动产生的现金流入量分别为本期债券分期偿还金额的10.54倍、9.48倍和16.67倍，保障能力强。

整体看，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还金额的保障能力强。

3. 本期债券募投项目偿债能力分析

本期债券偿债资金主要来自募投项目的资金回流以及公司自身的营运资金。其中本期债券募投项目收入主要来源于厂房出租收入。根据项目申请报告，募投项目中用于出租的厂房总面积合计26.93万平方米，假设第1~3年的出租率分别为85%、90%和95%，此后每年均为95%；初始租金200元/平方米·年，每3年租金增长30元/平方米·年；项目运营期为20年。根据以上假设，募投项目运营期内可产生租金收入14.53亿元。本期债券存续期内项目收益对债券本金中用于募投项目部分的保障情况如下表所示。

表15 募投项目收益预测及覆盖能力预测（单位：万元、倍）

项目	债券存续期							合计
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
出租收入	4577.59	4846.86	5116.13	5883.55	5883.55	5883.55	6650.97	38842.20
经营成本	327.47	327.47	327.47	327.47	327.47	327.47	327.47	2292.29
税金及附加	55.02	58.26	61.50	70.72	70.72	70.72	79.95	466.89
净收益	4195.10	4461.13	4727.16	5485.36	5485.36	5485.36	6243.55	36083.02
应付本金（用于募投项目部分）	--	--	4000	4000	4000	4000	4000	20000
项目收益对本金的覆盖倍数	--	--	1.18	1.37	1.37	1.37	1.56	1.80

注：以上收益测算未包含已经投入运营的医药产业园一期
资料来源：项目申请报告

本期债券存续期内，募投项目预计可产生净收益合计3.61亿元，相当于本期债券用于募投项目部分的1.80倍，覆盖程度尚可。

从分期偿还本金的情况来看，募投项目每年的净收益对分期偿还金额的覆盖倍数均在1倍以上，保障能力尚可。整体看，募投项目净收益对分期偿还额度覆盖能力尚可。考虑到本期债券募投项目的租金收入易受当地经济发展水平、招商引资进度等因素的影响，实际收益对出租率和租金标准较为敏感，募投项目收入实现存在一定的不确定性。

4. 担保方分析

瀚华担保为本期债券提供本息全额无条件

不可撤销连带责任保证担保。

根据瀚华担保出具的《担保函》，其保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起2年。

瀚华担保成立于2009年8月，是瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）控股的民营担保公司。截至2019年底，瀚华担保注册资本35.00亿元，实收资本30.00亿元，瀚华金控持股比例为99.90%。截至2019年底，瀚华担保资产总额61.25亿元，其中货币资金25.47亿元；负债总额20.53亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计10.98亿元；股东权益40.72亿

元；担保责任余额249.23亿元。2019年，瀚华担保实现营业收入7.50亿元，净利润2.47亿元。

经联合资信评定，瀚华担保主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。瀚华担保担保实力很强，可有效增强本期债券偿付的安全性。

十、结论

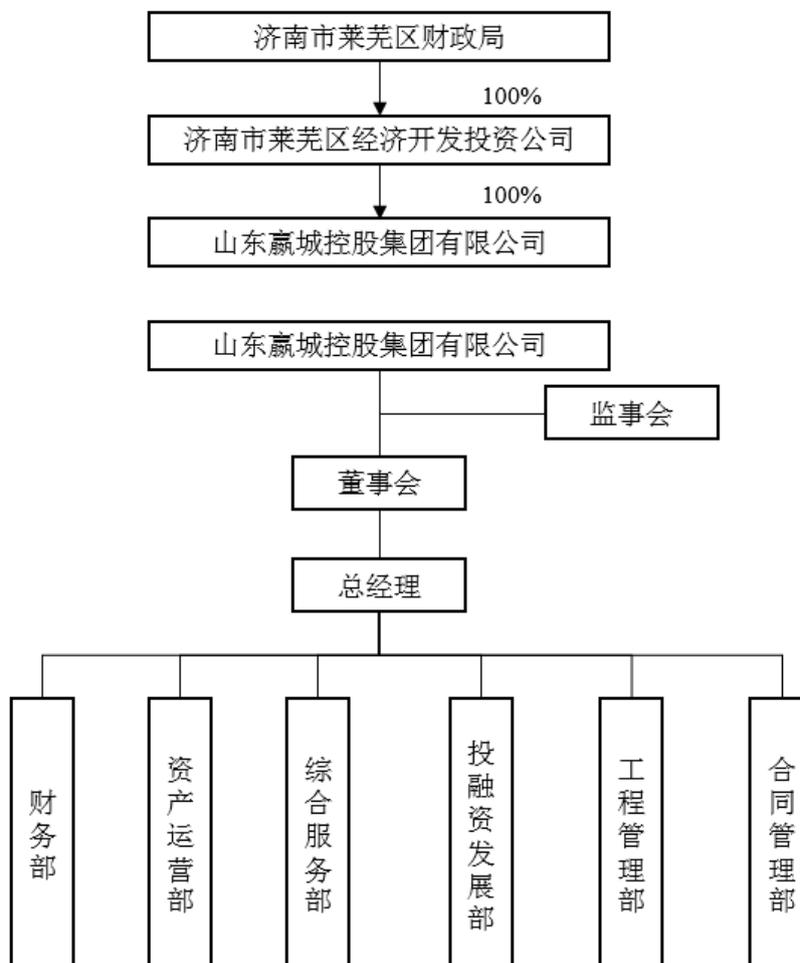
公司是济南市莱芜区北部新城重要的基础设施建设主体。近年来，莱芜区整体经济持续增长，公司外部经营环境良好。公司在资产注入以及财政补助等方面获得一定的外部支持。

近年来，公司收入规模持续增长，代建项目收入是公司最主要是收入来源，但可持续性有待观察；2018年开始公司收入结构向多元化发展，房屋销售业务对公司收入和利润形成重要补充。公司资产中流动资产中应收类款项对公司资金形成较大占用，以公益性资产为主的其他非流动资产规模较大，资产流动性较弱，资产质量一般。受到投资性房地产公允价值变动和未分配利润积累的影响，公司所有者权益持续增长，权益稳定性尚可。公司有息债务规模快速增长，以长期债务为主，但短期债务占比快速上升。公司整体债务负担偏重。

本期债券发行后，公司债务负担将明显加重，对公司现有债务规模影响较大。公司经营活动现金流入量对本期债券本金偿付保障程度一般。考虑到本期债券设置了本金分期偿还条款，有效降低了公司资金集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券本金分期偿还额度保障程度高。瀚华担保为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期债券偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构及组织结构图



附件 1-2 截止 2019 年底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司全称	持股比例(%)	业务性质	取得方式
1	莱芜凤翔电子科技有限公司	100.00	电子制造	购买
2	莱芜高端装备制造产业园管理运营有限公司	100.00	管理运营	新设
3	莱芜新材料产业园管理运营有限公司	100.00	管理运营	新设
4	莱芜医药产业园管理运营有限公司	100.00	管理运营	新设
5	莱芜休闲运动公园管理运营有限公司	100.00	管理运营	新设
6	山东长天逐鹿国际旅游度假区管理运营有限公司	100.00	管理运营	新设
7	济南市莱芜区赢城汽车租赁有限公司	100.00	汽车租赁	新设
8	济南市莱芜区赢城建设开发有限公司	100.00	城市建设	新设
9	济南市莱芜区赢安聚隆房地产经纪有限公司	100.00	房地产中介	新设
10	山东龙马河旅游开发有限公司	100.00	旅游管理	新设
11	山东赢城清洁能源有限公司	100.00	清洁能源	新设
12	济南市赢城投资有限公司	100.00	投资管理	新设
13	莱芜市赢城宏葵医学检验有限公司	51.00	临床检验服务	新设

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

被担保方	担保余额 (万元)	担保起始日	担保到期日	担保是否已 履行完毕
济南市莱芜区赢昊城市建设投资有限公司	9500.00	2019 年 7 月 12 日	2022 年 7 月 12 日	否
	6000.00	2019 年 11 月 26 日	2020 年 11 月 23 日	否
	4000.00	2019 年 11 月 22 日	2020 年 11 月 9 日	否
	5000.00	2019 年 7 月 16 日	2020 年 7 月 13 日	否
	5000.00	2019 年 7 月 2 日	2020 年 6 月 22 日	否
	5000.00	2019 年 12 月 27 日	2020 年 12 月 21 日	否
	5000.00	2020 年 1 月 13 日	2021 年 01 月 11 日	否
山东赢泰文化旅游发展有限公司	4298.00	2019 年 6 月 21 日	2026 年 6 月 16 日	否
	3126.53	2019 年 8 月 14 日	2026 年 6 月 16 日	否
	2000.00	2019 年 10 月 14 日	2020 年 10 月 13 日	否
	1000.00	2020 年 3 月 11 日	2021 年 3 月 10 日	否
济南市莱芜泰瑞资产运营有限公司	5300.00	2016 年 1 月 29 日	2026 年 1 月 12 日	否
山东正顺建设集团有限公司	2000.00	2020 年 2 月 20 日	2021 年 1 月 10 日	否
山东登胜药业有限公司	500.00	2020 年 3 月 21 日	2021 年 3 月 21 日	否
山东仕达思生物产业有限公司	299.00	2019 年 11 月 5 日	2020 年 11 月 3 日	否
	290.00	2020 年 2 月 18 日	2020 年 11 月 18 日	否
	200.00	2019 年 9 月 2 日	2020 年 9 月 2 日	否
合计	58513.53	--	--	--

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.64	1.14	2.93
资产总额(亿元)	41.80	52.29	62.26
所有者权益(亿元)	21.24	23.65	24.91
短期债务(亿元)	1.10	1.27	11.63
调整后短期债务(亿元)	1.10	2.39	12.76
长期债务(亿元)	7.00	12.71	11.30
调整后长期债务(亿元)	8.50	14.01	12.82
全部债务(亿元)	8.10	13.98	22.93
调整后全部债务(亿元)	9.60	16.40	25.58
营业收入(亿元)	3.09	3.21	3.43
利润总额(亿元)	0.33	1.83	1.36
EBITDA(亿元)	0.43	1.92	1.93
经营性净现金流(亿元)	-3.37	-5.64	-3.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.45	0.33	0.28
存货周转次数(次)	2.79	1.44	2.16
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比(%)	6.61	49.78	28.94
营业利润率(%)	14.87	18.14	17.44
总资本收益率(%)	1.22	3.74	3.08
净资产收益率(%)	1.63	5.91	4.02
长期债务资本化比率(%)	24.79	34.95	31.21
调整后长期债务资本化比率(%)	28.58	37.20	33.98
全部债务资本化比率(%)	27.61	37.15	47.93
调整后全部债务资本化比率(%)	31.13	40.94	50.67
资产负债率(%)	49.20	54.77	59.99
流动比率(%)	193.36	195.51	134.44
速动比率(%)	180.74	178.57	132.83
经营现金流流动负债比(%)	-30.36	-43.73	-15.95
现金短期债务比(倍)	0.58	0.89	0.25
全部债务/EBITDA(倍)	18.95	7.29	11.87
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.46	8.55	13.25
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	2.20	1.85

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.63	1.13	2.58
资产总额(亿元)	40.71	51.61	62.82
所有者权益(亿元)	20.79	23.17	24.49
短期债务(亿元)	2.23	1.27	11.63
长期债务(亿元)	7.00	12.71	11.30
全部债务(亿元)	9.23	13.98	22.93
营业收入(亿元)	3.08	3.12	3.14
利润总额(亿元)	0.35	1.83	1.56
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.91	-5.57	-5.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.45	0.32	0.26
存货周转次数(次)	2.79	1.39	1.96
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.05
现金收入比(%)	6.27	48.54	22.16
营业利润率(%)	14.65	18.53	18.12
总资本收益率(%)	1.22	3.78	3.45
净资产收益率(%)	1.71	6.03	4.77
长期债务资本化比率(%)	25.19	35.43	31.57
全部债务资本化比率(%)	30.74	37.64	48.36
资产负债率(%)	48.93	55.12	61.02
流动比率(%)	202.69	199.34	140.60
速动比率(%)	189.47	182.35	139.08
经营现金流动负债比(%)	-17.99	-43.37	-22.30
现金短期债务比(倍)	0.28	0.89	0.22
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：未获取到母公司折旧、摊销等数据，未计算母公司 EBITDA 及相关指标
资料来源：根据公司审计报告整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2021年山东赢城控股集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东赢城控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

山东赢城控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东赢城控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山东赢城控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东赢城控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东赢城控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东赢城控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东赢城控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山东赢城控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山东赢城控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。