

信用等级公告

联合[2018]2135 号

利津县城市投资发展建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对利津县城市投资发展建设有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期利津县城市投资发展建设有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

利津县城市投资发展建设有限公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

利津县城市投资发展建设有限公司拟发行的 2018 年第一期利津县城市投资发展建设有限公司公司债券信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018 年第一期利津县城市投资发展建设有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: **AA⁺**
公司主体信用等级: **AA⁺**
评级展望: **稳定**
发行规模: 不超过 4.00 亿元 (含)
债券期限: 不超过 7 年 (含)
还本付息方式: 按年付息、到期还本
担保方: 重庆进出口融资担保有限公司
担保方式: 全额无条件不可撤销连带责任保证担保
评级时间: 2018 年 12 月 17 日
主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	54.41	55.73	56.02
所有者权益 (亿元)	45.90	47.67	50.75
长期债务 (亿元)	2.56	4.16	2.55
全部债务 (亿元)	3.47	5.70	3.55
营业收入 (亿元)	5.46	5.87	6.07
净利润 (亿元)	1.67	1.57	1.71
EBITDA (亿元)	1.81	1.99	2.08
经营性净现金流 (亿元)	-1.45	-1.79	2.57
营业利润率 (%)	16.10	14.17	13.59
净资产收益率 (%)	2.45	3.36	3.47
资产负债率 (%)	15.63	14.46	9.41
全部债务资本化比 (%)	7.03	10.68	6.54
流动比率 (倍)	7.89	12.43	17.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.35	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.61	14.19	36.86
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.45	0.50	0.52

注: 1、本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2、数据单位除特别说明外均为人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对利津县城市投资发展建设有限公司 (以下简称“利津城发”或“公司”) 的评级反映了公司作为利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体, 在外部发展环境、外部支持和区域专营等方面具有一定优势。同时, 联合评级也关注到公司资产流动性弱、无备用授信额度等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

近年来, 利津县区域经济快速发展, 为公司发展提供了良好的外部环境。同时, 公司在资产注入及财政补贴等方面持续获得有力支持, 对公司的信用基本面形成支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

重庆进出口融资担保有限公司 (以下简称“重庆进出口担保”) 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的偿付安全性; 此外, 本期债券设定分期偿付条款, 有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及重庆进出口担保担保能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来, 利津县区域经济实力持续提升, 为公司发展营造了良好的外部环境。

2. 公司作为利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体, 区域专营优势明显, 同时公司在资产划拨和政府补助等方面持续获得有力支持。

3. 重庆进出口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。

关注

1. 公司资产以存货为主，资产流动性较弱。
2. 公司主营业务回款速度较慢，收入实现情况较差。
3. 公司所获授信均为项目授信，无备用授信额度，间接融资渠道有待拓宽。
4. 募投项目收入实现易受项目建设及销售进度影响，存在一定不确定性。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由利津县城市投资发展建设有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因利津县城市投资发展建设有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与利津县城市投资发展建设有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对利津县城市投资发展建设有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司



一、主体概况

利津县城市投资发展建设有限公司（以下简称“公司”或“利津城发”）系根据《利津县人民政府关于组建利津县城市投资发展建设有限公司的通知》（利政字〔2008〕54号）批复于2008年12月成立的国有控股公司，初始注册资本1.20亿元，其中利津县财政局以货币实缴出资0.38亿元，持股31.67%，利津县土地收购储备管理中心（简称“利津土储中心”）以土地使用权实缴出资0.82亿元，持股68.33%。2010年4月27日，根据《关于对利津县土地收购储备管理中心向利津县城市资产运营有限责任公司进行股权出资的批复》（利政函〔2010〕34号），利津土储中心将其持有的公司54.17%的股权转让给利津县城市资产运营有限责任公司（简称“利津城资”），此次股权变更后，利津城资、利津县财政局及利津土储中心分别持有公司54.17%、31.67%和14.16%的股份。2017年6月26日，根据《利津县人民政府关于将县土地储备管理中心持有的利津县城市投资发展建设有限公司14.16%国有股权无偿划转至县财政局的通知》（利政字〔2017〕30号），为进一步理顺国有资产投资管理机制，利津县人民政府将利津土储中心持有的公司14.16%的股份无偿划转至利津县财政局。截至2018年9月底，公司注册资本及实收资本均为1.20亿元，利津县财政局持股45.83%，利津城资持股54.17%，公司实际控制人为利津县人民政府。

公司是利津县重要的保障房及基础设施建设投融资主体，经营范围包括：国有资产经营管理、产业投资、资产租赁、信息咨询、代理、中介、经纪服务，市政工程、水利工程、海岸工程、房地产开发与经营（凭资质证经营）。

截至2017年底，公司内设办公室、工程部、资金财务部、项目融资部、资产管理部5个职能部门，在职员工合计30人。公司合并范围内拥有利津凤凰房地产开发有限公司（简称“凤凰房地产”）和利津县城市供热有限公司（简称“供热公司”）两家全资子公司。

截至2017年底，公司合并资产总额56.02亿元，负债合计5.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计50.75亿元，归属于母公司的所有者权益50.75亿元。2017年，公司实现营业收入6.07亿元，净利润（含少数股东损益）1.71亿元，归属于母公司所有者的净利润1.71亿元；经营活动产生的现金流量净额2.57亿元，现金及现金等价物净增加额342.15万元。

公司注册地址：利津县城津一路33号；法定代表人：闫冬。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司拟注册总金额15亿元的公司债券，2018年第一期利津县城市投资发展建设有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）计划发行不超过4亿元。本期债券采用固定利率，按年付息，期限为7年，从第三个计息年度开始每年偿还20%的本金，偿债资金来源于公司日常营运现金流入。

本期债券由重庆进出口融资担保有限公司（简称“重庆进出口担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

（1）项目概况

本期债券拟募集资金总额不超过4.00亿元，其中2.40亿元用于棚户区改造项目建设工作（具体资金分配详见表1），1.60亿元用于补充公司营运资金。

表 1 募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
利津县韩垣社区安置房建设项目	21,000.00	9,600.00	45.71
庄科社区改造工程	19,400.00	8,670.00	44.69
吴苟李村棚户区改造工程	20,500.00	5,730.00	27.95
补充营运资金	--	16,000.00	--
合计	60,900.00	40,000.00	--

资料来源：公司提供

上述募投项目已纳入山东省 2016~2018 年棚户区改造规划，根据项目可行性研究报告及募集说明书，项目已于 2016 年 7 月至 2017 年 3 月陆续开工，建设期约两年，募投项目总投资 6.09 亿元，拟通过本期债券融资 2.40 亿元，占项目总投资的 39.41%，募投项目拟通过发行债券融资总金额为 4.17 亿元，占项目总投资的 68.47%。截至 2018 年 6 月底，利津县韩垣社区安置房建设项目已开展前期准备和基础施工工作，已投资 0.53 亿元，完工进度约 25.27%；庄科社区改造工程已投资 0.29 亿元，完工进度约 14.78%；吴苟李村项目已投资 0.27 亿元，完工进度约 13.03%。

截至 2017 年底，各募投项目获得批复情况如下表所示：

表 2 募投项目批复情况

项目	立项审批	土地批复	环评批复
利津县韩垣社区安置房建设项目	利发改【2016】76 号	利国土预审字【2016】19 号	利环审【2016】016 号
庄科社区改造工程	利发改【2016】152 号	利国土预审字【2016】40 号	利环审【2016】34 号
吴苟李村棚户区改造工程	利发改【2016】133 号	利国土预审字【2016】36 号	利环审【2016】030 号

资料来源：公司提供

募投项目未来通过项目销售实现资金平衡，根据项目可行性研究报告，通过对募投项目的生产规模和销售预测，结合市场实际情况，本期债券募投项目在债券存续期内预计经营净收益合计为 66,937.34 万元，可完全覆盖本期债券拟使用资金本息偿还。

三、行业分析

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施投资建设过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而约束地方

政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

总体看，城投公司仍是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表3 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。

2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级综合整理

总体看，政府债务逐步规范，城投公司融资职能逐渐剥离。

（3）行业展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

总体看，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

（1）东营市经济概况

东营市位于山东省北部黄河三角洲地区，东北方向面临渤海，西与滨州市毗邻，南与淄博市、潍坊市接壤，是环渤海经济区的重要节点，亦是山东半岛城市群的重要组成部分，处于连接各大经济区的枢纽位置。截至 2017 年底，东营市总面积 7,923 平方公里，下辖东营区、河口区、垦利区、广饶县和利津县三区两县，全市常住人口 215.46 万人。

东营市油气资源丰富，已探明石油地质储量 48 亿吨、天然气地质储量 2,300 亿立方米，胜利油田 85%的石油产量集中在东营市境内，石油化工为当地主导产业。

表4 2015~2017年东营市主要经济指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
地区生产总值（亿元）	3,450.64	3,479.60	3,801.78
规模以上工业总产值（亿元）	13,263.01	13,380.35	13,004.47

固定资产投资（亿元）	3,084.68	2,472.55	2,557.45
城镇居民人均可支配收入（元）	38,735.00	41,580.00	44,763.00
一般公共预算收入（亿元）	220.08	221.87	232.88

数据来源：2015~2017 年东营市国民经济和社会发展统计公报

近年来，东营市整体经济保持较快增长，根据《2017年东营市国民经济和社会发展统计公报》，全市实现生产总值3,801.78亿元，按可比价格计算同比增长6.4%。其中，第一产业增加值125.94亿元，增长4.0%；第二产业增加值2,391.68亿元，增长7.1%；第三产业增加值1,284.16亿元，增长5.1%。三次产业结构3.3：62.9：33.8。人均生产总值177,376元，按年均汇率折算为26,271美元。

2018年1~9月，东营市实现地区生产总值3,209.66亿元，增长5.0%，第一、第二、第三产业分别增长1.9%、4.5%和6.1%；全市固定资产投资增长7.2%；全市房地产开发投资135.90亿元，下降8.3%；商品房销售面积211.95万平方米，增长9.2%。

总体看，东营市以石油工业为主，经济增长较快。

（2）利津县经济概况

利津县东依黄河与垦利区东营区为邻，北连河口区濒临渤海、东南与博兴县隔河相望，西与滨州市滨城区、沾化县接壤，县境呈西南至东北向狭长带状，南北长 102.5 公里，东西宽 8.5~25 公里，总面积 1,665.6 平方公里，下辖 2 街道 4 镇 2 乡。利津地处胜利油田腹地，地下油气资源丰富，是胜利油田的主要产区之一，油气资源丰富。

近年来，利津县经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。根据利津县人民政府 2018 年政府工作报告，2017 年全县实现地区生产总值 304.89 亿元，同比增长 7.0%；工业主营业务收入达到 1,609.57 亿元；规模以上固定资产投资 143.33 亿元，增长 6.5%。

总体看，利津县油气资源丰富，经济增速稳定

四、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司是利津县保障房投融资建设的唯一主体及基础设施建设的重要实体，主要从事区域内项目代建、供热、房地产销售、房屋出租等业务。近年来，公司相继完成利津县县委党校住宅楼及综合报告楼建设工程、城乡防洪排涝体系护砌工程、利津县防潮堤工程、和惠小区棚改工程、和顺小区棚改工程等项目。

除公司外，利津县主要的基础设施融资平台还包括母公司利津城资，截至 2017 年底，利津城资注册资本 22,297 万元，其中利津县财政局持股 44.85%，利津土储中心持股 29.26%，山东省财金发展有限公司持股 25.89%。利津城资为棚改项目资金转贷平台，不直接从事项目投资管理任务，棚改转贷资金为利津城发前期代建棚改项目的主要资金来源。

总体看，公司为利津县保障房建设的唯一主体，区域专营优势明显。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司高级管理人员包括董事长兼总经理 1 人、董事兼财务总监 1 人。

公司董事长兼总经理闫冬，1984 年 10 月出生，汉族，党员，本科学历；历任公司财务主任；利津县城市建设重点项目管理中心财务主任；兼任利津城资、凤凰房地产董事长兼总经理。。

公司董事兼财务总监刘春兰，1976 年 3 月出生，汉族，党员，本科学历；历任利津县财政局农业综合开发资金、农税经费会计；利津县财政局财务科出纳；利津县财政局农业股股长；利津

县财政局会计股股长。现兼任利津县财政局非税收入管理局资金管理股股长。

截至 2017 年底，公司在职员工 30 人。从教育程度看，大专学历 20 人、本科及以上学历 10 人；从岗位构成来看，管理人员 14 人、业务人员 16 人；从年龄构成来，30 岁以下 6 人、30~50 岁 24 人。

总体看，公司高管人员管理经验较为丰富并具有政府工作背景，公司员工结构合理，能够满足日常经营需要。

3. 外部支持

随着利津县经济的发展，利津县财政收入持续增长。一般公共预算收入是利津县地区综合财力的主要来源，2015~2017 年，利津一般公共预算收入分别为 12.50 亿元、12.88 亿元和 13.78 亿元，其中税收收入在公共预算收入中平均占比 65%左右，财政收入质量一般。2015~2017 年，利津县分别实现政府性基金收入 6.28 亿元、4.40 亿元和 7.43 亿元，受土地出让进度的影响波动较大。利津县获得的转移性收入较为稳定，每年收入规模在 10 亿元以上。近三年利津县综合财力分别为 29.99 亿元、27.90 亿元和 38.83 亿元。整体看，利津县综合财力呈波动增长态势，财政实力的提升保障了股东支持能力的持续性。

资产划拨方面，2013 年 12 月，根据《关于将利津县城市供热有限公司 100%国有股权无偿划转至利津县城市投资发展建设有限公司的通知》（利政字【2013】68 号），利津县人民政府将供热公司全部股权无偿划转至公司。

2014 年，根据利政字【2014】2 号文件，利津县人民政府向凤凰房地产划拨四宗土地，面积合计 75,004.58 平方米；根据利政字【2014】48 号文件，利津县人民政府向公司划拨三处商业房产，面积合计 46,246 平方米；上述土地及房屋资产增加公司资本公积 3.52 亿元。

2015 年，根据利政字【2015】9 号文件，利津县人民政府向凤凰房地产无偿注入 14 宗土地，面积合计 153,691.28 平方米；根据利政字【2015】57 号文件，利津县人民政府向公司划拨三处商业房产，面积合计 45,309.85 平方米房产；上述土地及房屋资产共计 5.03 亿元，计入公司“资本公积”科目。

2016 年，根据利政字【2016】17 号文件，子公司凤凰房地产获得利津县人民政府注入土地使用权 12,184.59 平方米，增加公司资本公积 0.20 亿元。

公司所获划拨土地证载使用权类型为出让，用途以住宅、经济适用住房用地和商业用地为主。

2017 年，根据利财字【2017】72 号文件，子公司供热公司收到政府注入供热管网资产 1.36 亿元。

财政补贴方面，为支持利津县保障房及基础设施建设、供热工作，利津县人民政府给予公司相关财政补贴。2015~2017 年，公司获得政府补贴分别为 0.98 亿元、0.97 亿元和 1.01 亿元。

税收政策方面，根据利津县人民政府《关于给予利津县城市投资发展建设有限公司及所属子公司税收政策的通知》，公司及所属子公司取得的土地出让收入、市政公益设施项目建设取得的项目财政性资金、收到的财政专项补贴资金不征收企业所得税收入；公司及所属子公司参与市政公益设施建设涉及地方全额留存的营业税、土地使用税、房产税由县财政负担解决；公司及所属子公司名下的商业房产因出租或自用产生的房产税、营业税及相关土地使用税予以免征；如税务部门对以上收入产生的税收予以追征，由县财政全额负担。

总体看，利津县一般公共预算收入持续增长，综合财力呈波动增长态势，财政实力的提升保障了股东支持能力的持续性。近年来，公司作为利津县保障房投融资建设的唯一主体及基础设施

建设的重要实体，在资产划拨、财政补贴以及税收政策等方面获有力的外部支持。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东会，是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、决定公司重大投融资等职权。

公司设董事会，成员 3 人，其中董事长 1 人，职工董事 1 人（由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生）；董事任期三年，任期届满可连任。

公司设监事会，成员 5 名，其中，职工监事 2 人，由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事任期每届为 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。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。

总体看，公司法人治理结构较为合理，内部管理制度较为完善，能满足公司目前经营管理需求。

2. 管理体制

随着公司的发展，公司已逐步建立了较为完善的管理制度体系。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，公司设财务部，对公司经济活动进行财务控制和监督，公司会计核算和财务管理工作须坚持“三分离”原则，对外投资、贷款担保和资产处置等重大事项，需按规定上报董事会审批。

在融资管理方面，公司制定了《融资管理办法》，规范公司的融资行为，融资工作主要由投融资部门负责实施，公司成立审贷委员会作为融资决策的审批部门。

在对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，公司对外担保实行统一管理，未经总经理办公会议批准，公司及下属子公司、分公司不得对外担保，不得相互担保，公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并报表净资产的 50%。

在对子公司的管理方面，公司制定了《子公司管理制度》，子公司董事会和监事会的设置、组成及董事长人选，由母公司决定、指派或调整；子公司经营范围及重大业务调整，需在充分论证的基础上，由子公司董事会向母公司提交可行性书面报告，待审议后实施；子公司采用母公司统一制定的基本财务制度和会计制度，母公司将子公司预算纳入全面预算管理，未经母公司批准，子公司不得擅自借入或借出款项。

对子公司的人事管理、战略管理、资本管理、财务管理、资产与投资管理、风险管理等方面制定管理的相关原则。

总体看，公司内部管理体系较为完善，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为利津县重要的保障房及基础设施建设投融资和国有资产运营实体，主要从事工程代建、城市供热、房地产销售、国有资产运营等业务。

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，分别为 5.46 亿元、5.87 亿元和 6.07 亿元，年均复合增长 5.43%，营业收入持续保持平稳增长。项目代建是公司营业收入的主要来源，近三年代建收入占总收入的比重在 85%左右，收入规模逐年增长；供热收入是公司第二大收入来源，每年收入在 4,500.00 万元左右，小幅波动主要受供暖价格调整影响；公司房屋出租收入规模相对较小，对营业收入起到一定补充作用；公司房地产销售收入全部来自于和悦小区项目，目前项目处于尾盘销售阶段。

从毛利率看，2015~2017 年，公司整体毛利率逐年下降，分别为 16.12%、14.50%和 13.94%，主要系代建板块受营改增影响毛利率下滑所致。

表 5 2015~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目代建	46,034.39	84.26	16.67	51,414.64	87.56	14.17	53,569.16	88.22	14.17
供热	4,469.70	8.18	9.73	4,446.60	7.57	8.35	4,600.68	7.58	8.49
房地产销售	2,524.39	4.62	9.94	--	--	--	93.33	0.15	21.45
房屋出租	1,605.68	2.94	27.80	2,461.31	4.19	18.89	2,461.31	4.05	18.89
其他业务	--	--	--	394.09	--	100.00	--	--	--
合计	54,634.15	100.00	16.12	58,716.63	100.00	14.50	60,724.48	100.00	13.94

资料来源：公司提供

总体看，公司是利津县重要的保障房及基础设施建设投融资主体，近年来营业收入持续保持增长，业务毛利率小幅下降。

2. 业务经营分析

（1）工程建设

公司工程建设业务涉及基础设施及保障房建设项目，由公司本部和子公司凤凰房地产运营，业务模式分为委托代建和自营两类。

根据 2009 年 9 月 13 日，公司与利津县人民政府签订的《利津县城市基础设施项目委托建设合同书》，公司受政府委托开展项目建设工作，项目所占用土地的征用、拆迁、补偿及安置工作由政府负责，公司承接项目的设计、融资、项目管理和施工建设工作，同时采取成本加成方式保证收益，加成比例不低于工程成本的 20%，在项目完成并经验收后 30 个工作日内，公司向政府移交工程使用权，政府在支付全部款项后获得项目所有权。

实际执行过程中，具体项目建设工作由公司采用对外招标形式进行，公司根据项目进度向施工单位支付工程建设款项。项目完工后进行竣工决算，公司和政府相关部门依据利津县财政投资评审中心（简称“财审中心”）出具的工程决算报告，确认项目实际投资总额（包括配套基础设施建设、项目融资利息成本、工程管理成本等），公司依据决算报告确认收入，同时结转成本。

会计核算方面，公司将工程代建投入计入“存货-配套设施支出”科目，根据财审中心每年出

具的工程决算报告确认收入，并同时结转相应成本。2015~2017 年，公司分别确认代建收入 4.60 亿元、5.14 亿元和 5.36 亿元，分别收到回款 1.37 亿元、4.20 亿元和 3.40 亿元。近三年公司代建板块毛利率由 16.67%降至 14.17%，主要系受“营改增”影响所致。

近年来，公司代建板块主要完成项目包括利津县防潮堤工程及和惠小区、和顺小区等棚户区改造工程，截至 2017 年底已完工项目累计总投资 16.96 亿元。公司尚未结算的代建项目包括利三路中段区域综合改造项目(部分结算)、城南张滩村片区、新合片区项目、津元广场项目，尚未结算投资额 6.26 亿元，预计收入 7.51 亿元。

表 6 2015~2017 年公司代建项目确认收入情况（单位：万元）

决算时间	已完工项目名称	实际投资	结转收入
2015 年	城乡防洪排涝体系护砌工程	6,854.70	8,225.64
	利津县防潮堤工程	31,507.30	37,808.76
2016 年	利津和顺小区（棚户区改造）建设工程	11,020.24	13,224.29
	利津县府小区（棚户区改造）建设工程	15,379.67	18,455.60
	农行及电业局片区（棚户区改造）建设工程	17,731.00	21,277.20
2017 年	利三路中段区域综合改造项目(津城佳苑)(1-8 号栋)	87,080.77	53,569.16
合计		169,573.68	152,560.65

资料来源：公司提供

公司工程建设板块自营业务模式主要用于本期债券及后期拟发行债券的募投项目，项目建成后将由公司运营销售，项目总投资 13.17 亿元，截至 2017 年底已投资 1.16 亿元，计入“存货”科目；依据可行性研究报告测算，自营项目合计可实现销售收入 15.78 亿元，预计于 2019 年起陆续产生收入。

截至 2017 年底，公司工程建设板块在建项目计划总投资 26.97 亿元，已投资 12.02 亿元，预计 2018 年需投入规模 11.48 亿元，有一定资金支出压力。

表 7 截至 2017 年底公司在建项目情况表（万元）

项目名称	项目类型	建设周期	总投资	已投资	计划投资		预计收入
					2018 年	2019 年	
城南张滩村片区、新合片区安置房建设工程	代建	2014.01-2018.06	20,000.00	13,912.62	6,087.38	3,288.13	24,000.00
利三路中段区域综合改造项目（津城佳苑）建设工程	代建	2015.03-2018.06	100,000.00	87,080.77	12,919.23	8,335.99	120,000.00
津元广场项目	代建	2014.11-2018.06	18,000.00	7,565.23	10,434.77	5,681.50	21,600.00
利津县韩垣社区安置房建设项目	自营	2016.11-2018.10	21,000.00	4,256.70	1,6743.3	12,047.57	24,571.84
利津县陈庄社区改造项目	自营	2016.11-2018.10	10,500.00	1,560.30	8,939.70	6,314.27	12,681.00
庄科社区改造工程	自营	2017.02-2019.01	19,400.00	1,121.32	11,296.11	6,982.57	23,967.22
吴苟李村棚户区改造工程	自营	2017.03-2019.02	20,500.00	1,236.15	12,758.96	6,504.89	24,792.00
盐窝城镇棚户区改造工程	自营	2017.04-2019.03	12,800.00	1,205.76	7,931.42	3,662.83	14,962.80
供销社、水利局片区改造工程	自营	2017.05-2019.04	14,200.00	683.02	8,398.65	5,118.34	16,764.00
庄科社区二期改造工程	自营	2017.05-2019.04	15,000.00	691.50	8,647.00	5,661.50	18,442.56

汀罗镇集中居住区一期工程	自营	2017.05-2019.04	9,200.00	523.48	5,313.68	3,362.84	10,703.90
北海家园社区改造工程	自营	2017.07-2019.06	9,100.00	317.59	5,310.12	3,472.29	10,891.85
合计	--	--	269,700.00	120,154.44	114,780.31	70,432.72	323,377.17

资料来源：公司提供

总体看，工程建设业务为公司主要收入来源，近年来收入稳定增长，该板块未来拟投入规模较大，存在一定资金支出压力。

（2）供热业务

公司供热业务由全资子公司供热公司运营，主要负责城区居民用户、工商业用户的集中供热工作。目前供热公司为利津县唯一供热企业。

供热公司业务定价机制及模式具有公益性质，供暖价格标准由政府有关部门予以确定，根据利价字【2015】19号文件规定：2016年起，城区居民住宅供热价格由23元/平方米调整为21元/平方米，非居民住宅供热价格不变，仍为32元/平方米。收费面积以《房权证》核定的建筑面积为准，无《房权证》的以建设单位交付使用时确定的建筑面积为准。公司采暖期自当年11月至次年3月，为期4个月。目前供热公司共运行58MW链条式热水锅炉2台，低温循环水供热首站1座，高温水换热站1座，加压泵站2座，供热分配站62座，供热主管网长6千米，实际交费用热面积260万平方米，服务供热用户12,000户。2015~2017年，公司供热业务收入稳定在0.45亿元左右，毛利率在7.50%上下。

表8 公司供热运营情况（单位：万平方米、户、天）

年份	供热面积	服务用户	供热天数
2015年	220	10,000	121
2016年	260	12,000	121
2017年	260	12,000	121

资料来源：公司提供

总体看，公司供热业务在利津县具有专营优势，收入规模较为稳定。

（3）房屋租赁业务

公司房屋租赁业务由本部负责运营，出租物业主要来自于政府划拨及公司自建，截至2017年底，公司出租物业共8处。2015~2017年，公司房屋租赁业务收入由0.16亿元增长至0.25亿元，注要系受政府资产划拨影响、可供出租面积增加所致。近三年公司租赁板块毛利率分别为27.80%、18.89%和18.89%，2015年毛利率较高，系当年租赁物业因建造成本低对应的折旧计提小所致。

表9 截至2017年底公司房屋租赁情况（单位：平方米、万元）

序号	房屋位置	建筑面积	承租人	租期	年租金收入
1	津二路以东、原水利局机械公司北	16,000.00	东营润源环保服务有限公司	2015~2019年	345.60
2	利一路以南、原利津县委以西	15,087.00	东营市铸城房地产开发有限公司	2016~2020年	325.88
3	利津县城区利一路112号	15,824.95	利津宾馆	2017~2021年	341.82
4	津八路以东	12,266.00	利津大地测绘鉴定有限公司	2015~2019年	264.95
5	利二路以北、津八路东侧	13,782.00	利津经济开发区投资建设有限公司	2015~2019年	297.69
6	利一路以北、津二路以东	13,640.85	利津县天源油区工程有限公司	2016~2020年	294.64

7	利一路以南、津二路以东	16,464.00	利津县通达路桥养护有限公司	2015~2019 年	355.62
8	海洋与渔业局以北、县清风小区以西	16,582.00	利津源通水务有限公司	2016~2020 年	358.17

资料来源：公司提供

总体看，受政府资产划拨影响，公司可供出租面积近年来有所增长，租金收入对公司营业收入形成一定补充。

（4）房地产业务

公司房地产业务主要由子公司凤凰房地产负责运营。近年来，公司已完工的房地产项目主要为利津县和悦小区项目（商品房），该项目实际投资 1.56 亿元，已于 2015 年基本销售完毕。

目前凤凰房地产公司全面转型为利津县保障性住房建设，具体建设任务以政府规划为依据，同时部分保障房项目具备一定商业配套比例（各项目配套比例因规划不同有所差异）。未来随着公司保障房项目推进，配套商品房实现销售，房地产板块收入将有所增长。

总体看，随着保障房项目配建商品房实现销售，未来公司房地产板块未来收入将有所增长。

3. 未来发展

作为利津县主要的开发建设主体和国有资产运营实体，公司担负着利津县范围内保障房、基础设施建设、供热业务和国有资产运营的重要任务。当前利津县城市基础设施建设重点集中在棚户区改造领域，未来公司将着力推进保障房建设工作，发挥在城市供热、国有资产经营等领域的重要作用，同时随着利津县经济的持续发展，区域工业用水缺口逐步凸显，未来公司计划在工业供水领域进行拓展。

总体看，未来，随着保障房项目配建商品房的销售和保障房建设的推进，以及在工业供水领域的拓展，公司营业收入有望增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年三年连审合并财务报告及 2017 年合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2015~2017 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 56.02 亿元，负债合计 5.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 50.75 亿元，归属于母公司的所有者权益 50.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 6.07 亿元，净利润（含少数股东损益）1.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 342.15 万元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模基本稳定，年均复合增长 1.47%。截至 2017 年底，公司资产合计 56.02 亿元，其中流动资产占 84.79%，非流动负债占 15.21%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产基本稳定，年均复合增长 0.66%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 47.50 亿元，较年初下降 2.00%；公司流动资产主要由应收账款（占 15.94%）和存货（占 79.54%）构成。

公司应收账款全部为应收利津县财政局的代建工程款。2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 29.49%。截至 2017 年底，公司应收账款 7.57 亿元，较年初增长 35.95%。从账龄看，一年以内的占 44.87%，2~3 年的占 54.55%，账龄较长。公司未计提坏账准备。

公司存货以土地和代建项目投入为主。2015~2017 年，公司存货年均复合下降 1.21%，截至 2017 年底公司存货为 37.78 亿元，较年初下降 3.09%；其中配套设施支出占 19.63%，存量土地占 80.29%，公司土地资产以住宅、经适房及商业用地为主，均处于非抵押状态。截至 2017 年底，未发现存货有减值迹象，暂未提取存货跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 6.36%，主要系固定资产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 8.52 亿元，较年初增长 17.36%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 67.11%）和固定资产（32.03%）构成。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年下降，年均复合下降 3.32%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 5.72 亿元，较年初下降 3.37%；其中投资性房地产余额中有价值 0.55 亿元的房产已用于借款抵押；公司累计计提折旧 0.58 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 42.61%。截至 2017 年底，公司固定资产 2.73 亿元，较年初增长 115.18%，主要系供热公司收到政府注入的管网资产，公司累计计提固定资产折旧 0.47 亿元，未计提减值准备。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中中应收政府代建工程款持续增长，存货占比偏高，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模呈逐年下降态势，年均复合减少 21.26%，主要系流动负债减少所致。截至 2017 年底，公司负债合计 5.27 亿元，较年初下降 34.60%，其中流动负债占 51.63%，非流动负债占 48.37%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年下降态势，年均复合减少 32.33%，主要系其他应付款减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 2.72 亿元，较年初下降 30.22%；流动负债主要由短期借款（占 36.75%）、应付账款（占 17.54%）、预收款项（占 13.15%）和其他应付款（占 18.68%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 123.61%。截至 2017 年底，公司短期借款 1.00 亿元，较年初增长 42.86%，其中保证借款 0.60 亿元、保证加抵押借款 0.40 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 13.07%。截至 2017 年底，公司应付账款 0.48 亿元，较年初下降 49.88%，主要为支付部分应付工程款所致。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 16.33%。截至 2017 年底，公司预收款项 0.36 亿元，较年初增长 53.36%，主要为工程结算所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年大幅下降，年均复合下降 65.99%。截至 2017 年底，公司其他应付款 0.51 亿元，较年初下降 48.58%，主要系工程押金大幅减少所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债全部为长期借款，呈波动稳定态势，分别为 2.56 亿元、4.16 亿元和 2.55 亿元。。2017 年，公司非流动负债较年初下降 38.70%，其中质押借款 1.95 亿元、信

用借款 0.60 亿元。

从债务结构看，2015~2017 年，公司全部债务基本稳定，年均复合增长 1.15%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 3.55 亿元，较年初下降 37.72%；其中短期债务占 28.17%，长期债务占 71.83%，以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 15.63%、14.46%和 9.41%，呈逐年下降态势；全部债务资本化比率分别为 7.03%、10.68%和 6.54%，呈波动下降态势；长期债务资本化比率分别为 5.28%、8.03%和 4.78%，呈波动下降态势。公司整体债务负担轻。

总体看，公司资产负债率很低，整体债务负担轻。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 5.15%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 50.75 亿元，全部为归属于母公司所有者权益，较年初增长 6.46%，主要系资本公积（占比 82.23%）及未分配利润（占比 14.86%）增长所致。公司资本公积主要为政府注入的土地及房屋资产，2016 年公司资本公积增长 0.81 亿元，其中 0.20 亿元系利津县人民政府无偿注入土地资产、0.60 亿元系购买凤凰房地产少数股东股权所致；截至 2017 年底资本公积为 41.73 亿元，较年初增长 3.38%，主要系利津县财政局向公司注入供热管网资产所致。

总体看，近年来，受益于利津县人民政府持续注入资产，公司所有者权益持续增长，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 5.43%，其中基础设施建设业务收入为公司主要收入来源；同期净利润基本稳定，年均复合增长 1.20%。2017 年公司营业收入 6.07 亿元，较年初增长 3.42%，主要系基础设施建设业务收入增长所致；净利润 1.71 亿元。

2015~2017 年，公司期间费用年均复合下降 2.73%，三年分别为 0.16 亿元、0.22 亿元和 0.16 亿元；2017 年费用收入比为 2.57%，较年初下降 1.13 个百分点，主要系公司借款减少导致财务费用下降所致。整体来看，公司期间费用控制能力较好。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 0.98 亿元和 0.97 亿元，主要为财政补贴。2017 年，公司其他收益 1.01 亿元，全部为政府补助。2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.67 亿元、1.57 亿元和 1.71 亿元，利润总额对财政补贴依赖程度很高。

从盈利指标看，公司营业利润率持续下降，2015~2017 年公司营业利润率分别为 16.10%、14.17%和 13.59%。2015~2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率变化不大，截至 2017 年底分别为 3.25%和 3.37%。

总体看，近年来受基础设施建设业务收入持续增长影响，公司收入规模有所增长；公司利润总额对政府补贴的依赖性强，整体盈利能力弱。

5. 现金流

2015~2017 年，公司经营活动现金净流量分别为-1.45 亿元、-1.79 亿元和 2.57 亿元。公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金。2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.38 亿元，主要为公司基础设施建设业务回款；收到其他与经营活动有关的现金 4.08 亿元，主要为收到的政府补贴以及往来款。2015~2017 年，公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 4.12 亿元，主要为棚改及基础设施建设支出，支付其他与经营活动有关的现金 1.71 亿元，主要为支付往来款。2015~2017 年公司现金收入比分别为

37.25%、83.15%和 72.13%，公司收入实现质量较差。

2015~2017 年，公司投资活动较少，投资活动现金净流量分别为-39.00 万元、-170.01 万元和 -2,126.75 万元。2017 年，公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付现金 -2,126.75 万元。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流净额分别为 2.00 亿元、1.83 亿元和-2.32 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金，2017 年为 1.00 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息支付的现金。

总体看，公司收入实现质量较差，经营活动净现金流转为净流入，筹资活动有所减少。公司在建及拟建项目规模未来需持续进行投入，融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率快速增长，分别为 7.89 倍、12.43 倍和 17.45 倍；公司速动比率快速增长，分别为 1.37 倍、2.43 倍和 3.57 倍。近三年，公司现金短期债务比分别为 1.28 倍、0.92 倍和 1.48 倍，现金类资产能够覆盖短期债务，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 不断增长，分别为 1.81 亿元、1.99 亿元和 2.08 亿元；同期，EBITDA 全部债务比分别为 0.52 倍、0.35 倍和 0.59 倍，EBITDA 利息倍数分别为 24.61 倍、14.19 倍和 36.86 倍。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额合计 1.54 亿元，占净资产比率为 3.03%，被担保方为国有企业且目前经营正常。总体看，公司担保比率低，或有负债风险相对可控。

截至 2017 年底，公司共获银行授信总额 3.55 亿元，所获授信均为项目授信，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

根据中国人民银行企业信用信息报告（G10370522000152901），截至 2018 年 11 月 21 日，公司无已结清或未结清不良及关注类贷款记录，公司过往债务的履约情况良好。

截至 2018 年 11 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

总体看，公司债务规模较小，短期及长期偿债能力均较好；公司所获授信均为项目授信，无备用授信额度，间接融资渠道有待拓宽。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2017 年底，公司债务总额为 3.55 亿元，本期拟发行债券规模为 4.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务规模及结构有重大影响。

以 2017 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 15.45%、12.95%和 11.43%，分别提高了 6.04 个百分点、6.41 个百分点和 6.65 个百分点，债务负担有所加重。公司债务负担显著增加，但整体规模可控。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2017 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 8.46 亿元，是本期债券发行额度(4.00 亿元)的 2.11 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；公司 2017 年 EBITDA 为 2.08 亿元，为本期债券发行额度（4.00 亿元）的 0.52 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程

度较高。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券每年偿还本金的保障程度尚可，同时本期债券设置了分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金中 2.40 亿元用于募投项目建设，1.60 亿元用于补充公司营运资金。项目收入来源于项目建成后形成的保障房、配套商铺、地下储藏室及地下机动车车位的销售收入。根据山东黄河三角洲工程咨询院有限公司出具的募投项目可研报告，募投项目收入测算如表 12 所示。假设项目建成后逐年按 30:30:20:20 的比例进行销售，项目现金流入情况如表 13 所示。

表 10 募投项目预计销售收入构成情况（单位：万元/平方米、平方米、万元/个、个、万元）

项目名称	多层住宅		配套商铺		地下储藏室		地下机动车车位		合计
	均价	面积	均价	面积	均价	面积	均价	数量	
利津县韩垣社区安置房建设项目	0.34	48,376.00	0.75	6,296.00	0.20	4,060.00	7.00	185	23,276.84
庄科社区改造工程	0.38	43,828.00	0.75	5,590.10	0.20	3,980.00	7.00	166	22,805.22
吴苟李村棚户区改造工程	0.38	41,500.00	0.75	6,500.00	0.20	7,540.00	7.00	189	23,476.00

资料来源：可行性研究报告，联合评级整理

表 11 募投项目收入及偿债能力测算（单位：万元、倍）

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
利津县韩垣社区安置房建设项目	6,983.05	6,983.05	4,655.37	4,655.37	--	--	--	--	23,276.84
庄科社区改造工程	--	6,841.56	6,841.56	4,561.05	4,561.05	--	--	--	22,805.22
吴苟李村棚户区改造工程	--	7,042.80	7,042.80	4,695.20	4,695.20	--	--	--	23,476.00
募投项目收入	6,983.05	20,867.41	18,539.73	13,911.62	9,256.25	--	--	--	69,558.06
募投项目累计收入	6,983.05	27,850.46	46,390.19	60,301.81	69,558.06	--	--	--	69,558.06
当期募投项目所用资金还本金额	--	--	--	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	24,000.00
募投项目收入/当期募投项目所用资金还本金额	--	--	--	2.90	1.93	--	--	--	2.90

资料来源：可行性研究报告，联合评级整理

假设本期债券于 2018 年成功发行，则自 2021 年起每年需偿还 0.80 亿元本金，其中募投项目使用资金每年待偿还 0.48 亿元，2021~2022 年，项目当年预计销售收入对待偿本金的覆盖倍数分别为 2.90 倍和 1.93 倍，偿债保障程度尚可；2023~2025 年募投项目无现金流入，但在本期债券存续期内，项目累计可实现销售收入 6.96 亿元，为项目所用募集资金 2.40 亿元的 2.90 倍。募投项目累计营业收入对用于项目的待偿还本金覆盖较好。同时联合评级关注到，项目建设和销售进度会对募投项目的收益情况产生影响。受项目征迁影响，项目实际建设进度慢于预期，截至 2018 年 10 月底，韩垣项目尚未进行销售。

总体看，预计募投项目累计营业收入对用于项目的待偿还本金覆盖较好，但项目建设和销售进度会对收益情况产生影响。

4. 担保方分析

本期债券由重庆进出口担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保协议，若公司不能兑付本期债券本金或利息，重庆进出口担保将承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿、实现债权的费用和其他支付的费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口担保成立于 2009 年，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司与中国进出口银行共同出资组建的综合性担保公司。截至 2017 年底，重庆进出口担保注册资本 30.00 亿元，重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行分别持股 60.00%和 40.00%。

截至 2017 年底，重庆进出口担保资产总额 52.86 亿元，所有者权益 34.35 亿元，实收资本 30.00 亿元。2017 年，重庆进出口担保实现营业总收入 5.33 亿元，其中已赚担保费 3.37 亿元，投资收益 1.14 亿元；实现净利润 1.31 亿元。截至 2017 年底，重庆进出口担保期末在保客户 84 户，担保余额 303.16 亿元。

截至 2017 年底，重庆进出口担保共发生 14 笔代偿，其中 2017 年新增代偿 6 笔，新增代偿金额 3.76 亿元，当年担保代偿率为 3.00%；累计担保代偿率为 2.70%。截至 2017 年底，应收代偿款余额 3.57 亿元，代偿回收率为 53.70%。

总体看，重庆进出口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，有效增强了本期债券偿付的安全性。

九、综合评价

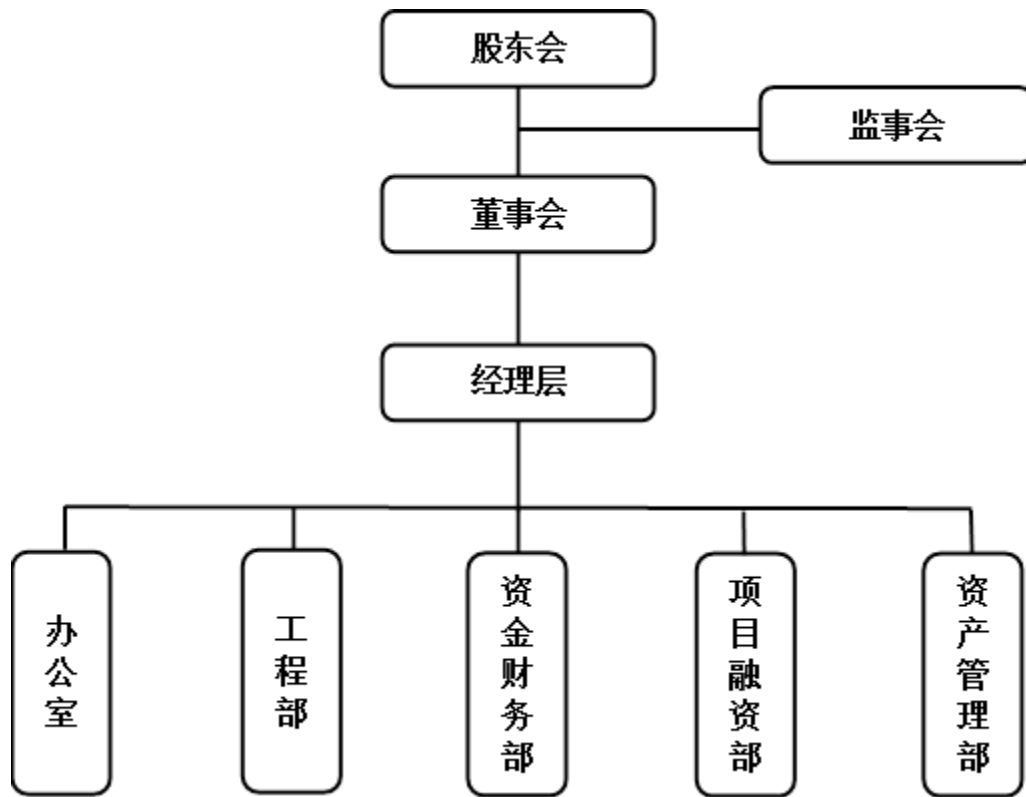
公司是利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体，具有外部发展环境良好、区位专营优势明显、外部支持力度大和负债水平低等方面的优势。同时，联合评级也关注公司资产流动性弱、无备用授信额度等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，利津县区域经济快速发展，一般公共预算收入持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。同时，政府在资产注入及财政补贴等方面持续给予公司支持，对公司的信用基本面形成支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）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的偿付安全性；此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 利津县城市投资发展建设有限公司组织结构图



附件 2 利津县城市投资发展建设有限公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	54.41	55.73	56.02
所有者权益（亿元）	45.90	47.67	50.75
短期债务（亿元）	0.91	1.54	1.00
长期债务（亿元）	2.56	4.16	2.55
全部债务（亿元）	3.47	5.70	3.55
营业收入（亿元）	5.46	5.87	6.07
净利润（亿元）	1.67	1.57	1.71
EBITDA（亿元）	1.81	1.99	2.08
经营性净现金流（亿元）	-1.45	-1.79	2.57
应收账款周转次数（次）	0.36	1.16	0.92
存货周转次数（次）	0.13	0.13	0.14
总资产周转次数（次）	0.04	0.11	0.11
现金收入比率（%）	37.25	83.15	72.13
总资本收益率（%）	1.62	3.33	3.28
总资产报酬率（%）	1.27	3.11	3.16
净资产收益率（%）	2.45	3.36	3.47
营业利润率（%）	16.10	14.17	13.59
费用收入比（%）	3.01	3.70	2.57
资产负债率（%）	15.63	14.46	9.41
全部债务资本化比率（%）	7.03	10.68	6.54
长期债务资本化比率（%）	5.28	8.03	4.78
EBITDA 利息倍数（倍）	24.61	14.19	36.86
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.35	0.59
流动比率（倍）	7.89	12.43	17.45
速动比率（倍）	1.37	2.43	3.57
现金短期债务比（倍）	1.28	0.92	1.48
经营现金流流动负债比率（%）	-24.33	-45.97	94.43
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.45	0.50	0.52

注：1、本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、数据单位除特别说明外均为人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。