

信用等级公告

联合〔2020〕3625号

联合资信评估股份有限公司通过对周口市城建投资发展有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定周口市城建投资发展有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，周口市城建投资发展有限公司 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年九月二十五日



周口市城建投资发展有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5~8 亿元

本期中期票据期限: 370 天

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 9 月 25 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	aa		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	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	3	
			经营分析	3	
财务风险	F2	现金流	资产质量	5	
			盈利能力	2	
			现金流量	4	
			资本结构	1	
			偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				1	

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

周口市城建投资发展有限公司(以下简称“公司”)是河南省周口市重要的棚户区改造承接主体。近年来, 周口市经济持续发展, 财政实力不断增强, 公司持续得到周口市政府在资产及资金注入和政府补助等方面的有力支持。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司业务回款情况很差、资产质量较差、存在资本支出压力及债务规模大幅增长等因素对其经营及发展可能带来的负面影响。

公司经营活动现金流入量对其拟发行的 2021 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)的保障能力强。此外, 本期中期票据设置交叉保护条款及事先约束条款, 对提升本期中期票据兑付安全性有一定积极影响。

随着周口市经济持续发展, 城镇化进程的不断推进, 公司业务有望稳定发展, 综合竞争力有望进一步增强。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 经营环境良好。2019 年, 周口市实现地区生产总值 3198.49 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.5%; 一般预算收入为 140.9 亿元, 同比增长 9%。
2. 持续获得外部支持。公司是周口市重要的棚户区改造主体, 在周口市保障房建设业务领域具有专营性优势, 近年来在资产及资金注入和政府补助等方面获得周口市政府的有力支持。

关注

1. 部分棚户区改造项目回款情况很差。公司棚户区改造项目回款进度受周口市财政资金安排影响大, 回款情况很差, 对资金占用明显。
2. 土地开发业务可持续性存在不确定性。

分析师：许狄龙 李文强

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. 棚户区改造项目存在资本支出压力。截至2020年6月底，公司棚户区改造主要在建项目计划总投资为252.05亿元，已完成投资179.99亿元；拟建项目计划总投资36.09亿元。
4. 公司资产质量较差。公司资产中政府作价出资注入的建设用地使用权占比较大且未办理相关权证。
5. 公司债务规模大幅增长。2017—2020年6月底，公司有息债务规模分别为21.21亿元、61.45亿元、90.57亿元和143.23亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	4.24	16.26	20.96	45.10
资产总额(亿元)	140.73	231.66	292.58	341.63
所有者权益(亿元)	117.93	147.19	166.29	170.10
短期债务(亿元)	8.88	18.25	29.31	38.27
长期债务(亿元)	12.33	43.20	61.26	104.96
全部债务(亿元)	21.21	61.45	90.57	143.23
营业收入(亿元)	14.89	38.34	37.84	13.74
利润总额(亿元)	3.96	5.84	5.18	2.24
EBITDA(亿元)	4.43	7.22	6.89	--
经营性净现金流(亿元)	-10.64	-14.28	-26.52	11.63
现金收入比(%)	58.58	52.77	65.02	32.84
营业利润率(%)	5.23	11.47	11.12	16.28
净资产收益率(%)	3.18	3.35	2.75	--
资产负债率(%)	16.20	36.46	43.16	50.21
全部债务资本化比率(%)	15.24	29.45	35.26	45.71
流动比率(%)	1280.08	537.27	422.65	482.86
速动比率(%)	299.12	208.33	174.51	216.10
经营现金流动负债比(%)	-101.60	-34.61	-40.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	8.51	13.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	2.03	1.44	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.89	0.72	1.18
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	103.82	118.04	137.58	165.63
所有者权益(亿元)	100.82	113.90	121.33	121.35
全部债务(亿元)	0.00	2.50	13.51	34.40
营业收入(亿元)	0.00	1.64	2.16	1.10
利润总额(亿元)	-0.04	0.20	0.05	0.02
资产负债率(%)	2.89	3.51	11.81	26.73
全部债务资本化比率(%)	0.00	2.15	10.02	22.08
流动比率(%)	47.95	70.74	109.42	368.79
经营现金流动负债比(%)	55.27	-54.37	-37.34	--

注：2020 年半年报未经审计；长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

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
AA ⁺	稳定	2019.11.25	黄琪融 许狄龙	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	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由周口市城建投资发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

周口市城建投资发展有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

周口市城建投资发展有限公司（以下简称“公司”）是由周口市国有资产监督管理局（以下简称“周口市国资局”）于 2017 年 6 月出资成立的国有独资企业，初始注册资本 10.00 亿元。2019 年 12 月，根据周国资〔2019〕15 号文件，周口市国资局将其持有的公司全部股份划拨给其全资子公司周口国控发展有限公司（以下简称“周口国控”）。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，周口国控为公司唯一股东，周口市人民政府为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

公司经营范围：投资、国有资产经营、重点支持土地整理和土地一级开发项目、城乡基础设施建设项目、产业集聚区、扶持产业化龙头项目；物流建设运营；传媒事业发展；国内广告的设计、制作、代理、发布；公共停车场管理；企业管理；物业管理；商贸服务；中介咨询；环保事业发展；园林绿化；房屋租赁。

截至 2020 年 6 月底，公司本部内设财务管理部、工程管理部、投融资管理部、项目管理部、综合管理部、风险审计部及董事会办公室 7 个部门（详见附件 1-2）；拥有纳入合并范围一级子公司共 12 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 292.58 亿元，所有者权益 166.29 亿元（其中少数股东权益 34.10 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 37.84 亿元，利润总额 5.18 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 341.63 亿元，所有者权益 170.10 亿元（其中少数股东权益 34.76 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 13.74 亿元，利润总额 2.24 亿元。

公司注册地址：周口市东新区文昌大道与人和路交叉口东北角 10 楼；法定代表人：刘

长岭。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2021 年注册总规模为 10.00 亿元的中期票据，并在注册框架内发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 5.00 亿元，发行规模上限 8.00 亿元，期限 370 天。本期中期票据按年付息，到期一次还本¹，募集资金用于偿还有息债务。

本期中期票据设置了交叉保护条款和事先约束条款。

交叉保护条款的触发情形包括：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司未能清偿本期中期票据利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币 5000 万元，或（2）发行人最近一年经审计的合并财务报表净资产的 5%，以较低者为准。

事先约束条款约定的事先约束事项为：公司拟出售或转移重大资产（同时存在账面价值和评估价值的，以高者为准）或重要子公司或通过其他形式不再将重大资产、重要子公司纳入合并报表（该类资产价值单独或累计金额超过公司最近一年或一期合并财务报表的净资产 10% 及以上；该类子公司单独或合计总资产、净资产、营业收入或净利润占公司最近一年或一期合并财务报表的总资产、净资产、营业收入或净利润 35% 及以上），应当事先召开持有人会议并经持有人会议表决同意。主承销商有

¹ 本期中期票据年度计息天数为 365 天（非闰年），即本期中期票据在第一个计息年度末（第 365 天）付息一次，剩余 5 天利息随本金在本期中期票据到期时一起支付。

义务提示并协助公司召开持有人会议，出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额应达到本期中期票据总表决权的2/3以上，会议方可生效；同意公司拟做出的上述行为的持有人会议决议应当由出席会议的本期中期票据持有人所持有表决权的3/4以上通过后生效；如果出席持有人会议的未达到上述比例要求，应在持有人会议表决截止日后15个工作日内召开第二次会议，对于第二次会议仍未达出席比例要求，视为同意公司拟做出的上述行为。

如发生交叉保护条款“触发情形”所述事项，或未满足事先约束条款，公司应在2个工作日内予以公告，且应立即启动如下保护机制：

1. 书面通知：（1）公司知悉“触发情形”所述事项发生，应在2个工作日内予以披露，并书面通知主承销商；（2）主承销商通过公司公告以外的途径获悉发生触发情形的，应当在2个工作日内书面通知公司，公司应在收到主承销商书面通知后2个工作日内进行书面确认并予以披露；公司在2个工作日内未予书面确认并披露的，由主承销商于次一工作日披露上述触发情形及发行人的确认过程，视为公司已于当日发生触发情形，则直接适用约定的救济与豁免机制。公司确认并披露其未发生触发情形，本期中票任一持有人可以对上述确认结果持有异议，并在公司披露确认结果后5个工作日内向主承销商和公司提出书面异议材料，公司应在收到书面异议材料后5个工作日内聘请律师事务所并就相关异议及是否发生触发情形发表明确法律意见。公司应在收到书面异议材料后5个工作日内披露确认结果及法律意见书。主承销商应督导公司按约定履行上述相关义务，公司未在约定时间内披露确认结果及法律意见书的，由主承销商于次一工作日披露上述持有人异议情况及公司的确认过程，视为公司已于当日发生触发情形，则直接适用约定的救济与豁免机制。

2. 宽限期：（1）同意给予公司在发生“触

发情形”所述事项之后的30个工作日的宽限期，若公司在该期限内对“触发情形”所述事项中的债务进行了足额偿还，或在该期限内恢复至原约定状态，则不构成公司在本期中期票据项下的违反约定，无需适用“救济及豁免机制”（触发交叉保护条款项下的债券本息如已设置宽限期，则本宽限期天数为0天）。（2）宽限期内不设罚息，按照票面利率继续支付利息。

3. 救济及豁免机制：（1）主承销商应在知悉（或被合理推断应知悉）公司“触发情形”所述事项发生之日起筹备召开持有人会议，如公司在宽限期届满后未对“触发情形”所述事项中的债务进行足额偿还的，召集人应在宽限期届满后2个工作日内发布召开持有人会议的公告，并在发布公告后15个工作日内按照《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》召开本期中期票据持有人会议。

（2）公司可做出适当解释或提供救济方案，以获得持有人会议决议豁免本期中期票据违反约定。本期中期票据持有人有权对如下处理方案进行表决：无条件豁免违反约定；有条件豁免违反约定，即如果公司采取了以下几项或某项救济方案，则豁免违反约定：①公司对本期中期票据增加担保；②公司提高200BP的票面利率（只适用于交叉保护条款）；③自持有人会议决议生效之日起直至本期中期票据本息偿付之日不得减资（只适用于事先约束条款）。出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额达到本期中期票据总表决权的2/3以上，并经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的，上述豁免的决议生效，并对公司、其他未出席该持有人会议以及对该决议投票反对或弃权的本期中期票据持有人产生同等的法律约束力。持有人会议有效决议给予一项或多项救济措施的，公司应无条件全部接受，并于持有人会议决议生效之日起30个工作日内完成相关法律手续（如有）。公司应当在持有人会议表决截止日的次一日披露其按照持有人会议决议给予投

资人的相关救济措施及后续履行安排。如果出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额未达到本期中期票据总表决权的2/3以上,或未经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的,视同未获得豁免:则本期中期票据本息应在持有人会议表决截止日的次一日立即到期应付。持有人会议的见证律师应当根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》对持有人会议的召集、召开、表决程序、出席会议人员资格和有效表决权等事项出具法律意见书。持有人会议的召集人应当根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》在持有人会议表决截止日次一工作日披露持有人会议决议。

(3) 持有人会议决议有条件豁免,但公司未在30个工作日内完成相关法律手续的或未按照持有人会议决议执行对应有效救济措施的,则本期中期票据本息在办理法律手续期限届满后次一日或未执行有效救济措施次一日立即到期应付。

本期中期票据设置交叉保护条款及事先约束条款,对提升本期中期票据的兑付安全性

有一定积极影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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 累计同比下降 1.6%,其中一季度同比下降 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。

表 1 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)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
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
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. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, 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; 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 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（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影响负面影响，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”的财力支持和“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，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控及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、加强区域交流与合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 2 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运输的融合发展
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	坚决遏制假借 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. 区域经济环境

公司经营与投资的项目均位于周口市，近年来，周口市经济稳步发展，财政实力不断增强，公司发展面临良好的外部环境；但周口市政府债务负担重。

周口市位于河南省东南部，地处黄淮平原腹地，东临安徽阜阳市，西接河南漯河市、许昌市，南与驻马店市相连，北和开封市、商丘市接壤。2000 年经国务院批准撤销周口地区设立周口市。截至 2019 年底，周口市现辖扶沟县、西华县、商水县、太康县、鹿邑县（省直管县）、郸城县、淮阳县、沈丘县、项城市、川汇区等 8 县 1 市 1 区，总面积 11959 平方公里，总人口 1166 万人。

近年来，周口市区域经济持续增长，根据《周口市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，周口市分别实现地区生产总值（GDP）2517.03 亿元、2687.22 亿元和 3198.49 亿元，按可比价格计算，同比增幅分别为 7.9%、

8.2%和 7.5%。分产业看，2019 年周口市第一产业增加值 474.53 亿元，同比增长 2.4%；第二产业增加值 1406.01 亿元，同比增长 8.5%；第三产业增加值 1317.95 亿元，同比增长 8.7%。三次产业结构为 14.8:44.0:41.2。二三产业占 GDP 的比重达 85.2%。人均生产总值 36891.5 元，同比增长 8.1%。

从固定投资看，2017—2019 年，周口市固定资产投资不断增长；2019 年，周口市完成固定资产投资（不含农户）同比增长 9.8%。在固定资产投资中，第一产业投资增长 5.0%；第二产业投资下降 10.2%；第三产业投资增长 28.7%。民间投资增长 1.4%，工业投资下降 10.1%，基础设施投资增长 35.6%。

根据周口市财政局公布的《周口市财政预算执行情况报告》，2017—2019 年，周口市一般公共预算收入逐年增长，分别为 111.8 亿元、129.3 亿元和 140.9 亿元，2019 年税收收入 100.2 亿元，占一般公共预算收入的 71.1%，一般公共预算收入结构有待改善。2017—2019 年，周口市政府性基金收入（主要为国有土地使用权出让）分别为 53.8 亿元、170.3 亿元和 213.8 亿元，近年来大幅增长主要系当年土地市场行情较好所致。截至 2019 年底，周口市政府债务余额 332.8 亿元，其中一般债务 174.0 亿元，专项债务 158.8 亿元。

2020 年上半年，周口市实现生产总值 1328.15 亿元，同比增长 7.7%；固定资产投资同比增长 3.4%；一般公共预算收入完成 78.7 亿元，同比增长 3.3%。

五、基础素质分析

公司是周口市重要的棚户区改造实施主体，业务范围覆盖整个周口市，近年来在资产注入、资金注入及政府补助方面获得了周口市人民政府的持续支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 6 月底，公司注册资本和实

收资本均为 10.00 亿元，周口国控为公司唯一股东，周口市人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是周口市重要的棚户区改造实施主体，业务范围覆盖整个周口市，营业收入主要来自棚户区改造收入。

公司下属重要子公司包括周口港城投资发展有限公司（原名“周口港口物流园区建设开发有限公司”，以下简称“港投公司”）、周口市城乡开发投资有限公司（原名“周口市东新区开发投资有限公司”，以下简称“城开投公司”）、周口市开发投资有限公司（以下简称“开投公司”）和周口市川汇城建开发有限公司（以下简称“川汇公司”）。其中，港投公司负责周口港口物流产业集聚区（省级产业集聚区，以下简称“港区”）棚户区改造和土地一级开发整理；城开投公司负责周口城乡一体化示范区（省级新区，原周口市东新区，以下简称“示范区”）棚户区改造；开投公司负责周口市经济开发区棚户区改造；川汇公司负责周口市川汇区棚户区改造。

除公司外，周口市另有一家市级平台公司，为周口市投资集团有限公司，其主要负责周口市土地开发整理，与公司不存在竞争关系。

3. 人员素质

截至 2020 年 6 月底，公司拥有高级管理人员共 3 人，其中董事长 1 人、总经理 1 人、总会计师 1 人。

刘长岭先生，1973 年出生，大学本科学历。历任秣陵镇副镇长，李寨镇党委副书记，项城市市政府秘书长兼项城市发展投资有限公司总经理、董事长；现任公司董事长。

雷康先生，1984 年出生，硕士学历。历任中原银行周口分行、公司常务副总经理；现任公司总经理。

截至 2020 年 6 月底，公司共有职工 335 人，从年龄结构上看，50 岁以上 10 人，30 至 50 岁 145 人，30 岁以下 180 人；从学历情况

看，本科及以上学历 322 人，大专学历 13 人；从岗位构成看，管理人员 84 人，基层员工 251 人。

总体看，公司高级管理人员管理经验较为丰富；员工年龄构成合理，整体教育程度较高，可以满足公司日常经营需要。

4. 外部支持

（1）资产注入

2017 年，周口市人民政府将城开投公司、港投公司和周口市豫资投资发展有限公司股权无偿划转至公司，公司增加“资本公积”90.85 亿元。

2018 年，周口市人民政府将川汇公司、开投公司和周口市新时代保安服务有限责任公司（以下简称“保安公司”）股权无偿划转至公司，公司增加“资本公积”2.51 亿元。

（2）资金注入

2018—2019 年，公司分别收到政府部门拨付项目资金 0.60 亿元和 0.20 亿元，计入“资本公积”。

2018—2019 年，开投公司分别收到政府部门拨付项目资金 19.25 亿元和 14.10 亿元，公司按持股比例分别确认“资本公积”9.82 亿元和 7.19 亿元。

（3）财政补贴

2017—2019 年和 2020 年 1—6 月，公司分别获得政府补助 3.60 亿元、2.80 亿元、2.75 亿元和 1.90 亿元，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4116010000361459），截至 2020 年 9 月 11 日，公司本部无不良信贷信息，过往信用记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914116006973451555），截至 2020 年 9 月 3 日，港投公司本部无未结清和已结清的不良类、关注类贷款信息记录。

六、管理分析

公司根据相关规定和实际需要建立了较完善的法人治理体系，并依照业务发展和管理需要制定了相应的管理制度。总体来看，公司法人治理结构基本完善，内部管理制度较健全，管理运作情况较好。

1. 法人治理结构

公司不设股东会，由周口国控作为唯一的出资人履行出资人职责。公司设董事会、监事会和管理层，已形成决策、监督和执行相制衡的管理体系。

公司设立董事会，由 5 名董事组成，由周口国控任免，每届任期为三年，可以连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。董事会对股东负责，主要行使执行股东的决定，决定公司的年度经营计划，制订公司年度财务预算、决算方案，制定公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案，决定公司内部管理机构设置，决定聘任或解聘公司总经理及其报酬事项等职权。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，每届任期 3 年，任期届满可连任。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生；设职工代表 1 人，由职工代表大会选举产生，其余监事由周口市国资局委派。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事及高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理每届任期 3 年，任期届满，连选可以连任。总经理对董事会负责，主要行使组织实施董事会的决议，主持公司的日常经营与管理工作；拟定公司中、长期发展规划、重大投资项目及年度生产经营计划等职权。

2. 管理水平

截至 2020 年 6 月底，公司本部内设财务管理部、工程管理部、投融资管理部、项目管理部、综合管理部、风险审计部及董事会办公室 7 个部门。

公司严格按照相关法律、法规、规章的相关要求，制定并完善了《周口市城建投资发展有限公司公司章程》，对公司的设立、经营资本、经营范围、组织机构、劳动人事制度、财务会计制度、解散和清算等事项做出了明确规定，同时根据自身经营需要定制了较为完善的内部管理制度，对公司生产经营各重要环节和业务进行控制。

具体而言，公司制定了财务管理制度、资金管理暂行办法、工程管理制度、风险控制管理制度、融资管理制度及子公司管理制度等一系列管理制度，对公司重大事项进行决策和管理。针对各业务领域的不同特点制定了严格的内部控制制度和业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了制度基础。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自棚户区改造收入，随着川汇公司、开投公司和保安公司等纳入公司合并范围，公司主营业务进一步多元化，营业收入和综合毛利率均呈上升趋势。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 14.89 亿元、38.34 亿元和 37.84 亿元，2018 年同比大幅增长的主要原因系川汇公司和开投公司纳入合并范围导致。其中，棚户区改造收入近三年分别为 14.89 亿元、35.72 亿元和 33.29 亿元，占营业收入比重均大于 85%，公司主营业务突出；2018—2019 年，公司分别实现土地开发收入 1.64 亿元和 2.16 亿元，来自公司本部的土地开发业务；此外，公司营业收入还包括安保服务收入和商贸收入，分别来自保安公司的保安服务业务和周口市城投商贸有限公司

司的商贸业务，收入规模相对较小，对营业收入形成一定补充。

综合毛利率方面，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 5.59%、11.92%和 11.38%，其中 2018 年同比提升较快的主要原因系业务毛

利率较低的城开投公司棚户区改造收入占比下降导致。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 13.74 亿元，主要来自棚户区改造收入；综合毛利率为 16.67%。

表 3 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棚户区改造	14.89	99.99	5.59	35.72	93.15	11.63	33.29	87.97	11.47	12.26	89.29	17.80
土地开发	0.00	0.00	*	1.64	4.27	14.17	2.16	5.72	14.17	0.00	0.00	0.00
安保服务	0.00	0.00	*	0.87	2.27	23.61	1.04	2.74	19.33	0.56	4.08	29.09
商贸业务	0.00	0.00	*	0.05	0.12	0.06	1.27	3.34	0.20	0.85	6.19	1.16
其他业务	0.00	0.01	-3.00	0.07	0.19	-29.21	0.08	0.22	-24.16	0.06	0.44	0.50
合计	14.89	100.00	5.59	38.34	100.00	11.92	37.84	100.00	11.38	13.74	100.00	16.67

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2. 业务经营分析

（1）棚户区改造

公司是周口市重要的棚户区改造主体，建设项目均已纳入河南省棚户区改造项目建设名单内；公司棚户区改造项目回款进度受周口市财政资金安排影响较大，回款情况很差；此外，公司在建棚户区改造项目尚需投资规模很大，后续仍存在资本支出压力。

公司棚户区改造业务由港投公司、开投公司、城开投公司和川汇公司等子公司承担，子公司分别就不同的棚户区改造项目与周口市住房和城乡建设局（以下简称“周口市住建局”）、周口市川汇区住房和城乡建设局（以下简称“川汇区住建局”）、周口经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）和周口港口物流产业集聚区管理委员会（以下简称“港区管委会”）签订协议，协议约定地方政府委托各子公司对辖区的棚户区进行改造，项目建设资金由各公司自筹，未来地方政府将按协议约定金额进行结算。各子公司棚户区改造项目均纳入到河南省棚户区改造项目建设

名单中，地方政府承诺积极筹集协议中约定的各项资金。

2017—2019 年和 2020 年 1—6 月，公司分别实现棚户区改造收入 14.89 亿元、35.72 亿元、33.29 亿元和 12.26 亿元，主要来自于仁和家园、康和家园、颍上新城、未来家园和华耀城等棚户区改造项目。截至 2020 年 6 月底，公司棚户区改造项目回款进度受周口市财政资金安排影响较大，累计回款金额 50.87 亿元，对资金占用明显。

截至 2020 年 6 月底，公司主要在建棚户区改造项目共计 19 个，计划总投资为 252.05 亿元，已完成投资 179.99 亿元；主要拟建棚户区改造项目共计 3 个，分别为未来家园六期一片区、二片区和三片区，计划总投资规模为 36.09 亿元，其中一片区和三片区未来由公司进行市场化销售。公司棚户区改造项目均已纳入河南省上报国家的城市棚户区改造项目计划，相应匹配较长期限的统贷资金，但考虑到在建棚户区改造项目尚需投资规模很大，后续仍存在资本支出压力。

表 4 截至 2020 年 6 月底公司主要在建棚户区改造项目情况 (单位: 亿元、%)

项目名称	建设周期	建设主体	协议主体	总投资	已投资	已回款
未来家园三期	2018-2021	港投公司	港区管委会	6.85	5.00	0.38
未来家园四期	2018-2020	港投公司	港区管委会	7.20	4.67	2.06
东成城中村改造	2015-2020	开投公司	经开区管委会	14.27	16.75	1.56
安置小区	2014-2018	开投公司	经开区管委会	13.42	14.78	0.56
康庄城中村改造	2015-2020	开投公司	经开区管委会	4.97	5.99	0.00
颍上新城	2015-2020	开投公司	经开区管委会	17.16	17.07	4.24
美乐家园	2018-2021	开投公司	经开区管委会	14.73	3.54	1.76
康乐家园	2018-2020	开投公司	经开区管委会	26.46	8.32	1.14
快乐家园	2018-2020	开投公司	经开区管委会	8.60	0.10	1.09
东成城中村改造	2015-2020	川汇公司	川汇区住建局	6.52	5.35	4.39
华耀城	2013-2023	川汇公司	川汇区住建局	17.13	8.98	8.98
泰悦豪庭二期	2017-2020	川汇公司	川汇区住建局	3.90	1.35	1.35
盛和家园	2014-2022	城开投公司	周口市住建局	10.86	17.74	0.00
康和家园	2014-2023	城开投公司	周口市住建局	12.25	15.60	11.53
仁和家园	2016-2021	城开投公司	周口市住建局	25.68	27.73	11.83
乾和家园	2018-2021	城开投公司	周口市住建局	18.33	6.36	0.00
贵和家园	2018-2022	城开投公司	周口市住建局	31.40	13.95	0.00
丰和家园	2018-2024	城开投公司	周口市住建局	9.62	1.83	0.00
祥和家园	2016-2020	城开投公司	周口市住建局	2.70	4.88	0.00
合计	--	--	--	252.05	179.99	50.87

注: 部分项目总投资随项目进展有调整; 部分项目存在超概现象, 主要系拆迁成本及利息支出超概所致; 部分项目已超期, 系正在进行竣工决算导致

资料来源: 公司提供

(2) 土地开发

公司土地开发业务由公司本部和港投公司负责, 目前未进行土地开发, 未来业务可持续性存在不确定性。

公司本部与周口市城乡一体化示范区管理委员会(原名“周口市东新区管理委员会”, 以下简称“示范区管委会”)及周口市东新区棚户区(城中村)改造征迁工作指挥部(以下简称“示范区征迁指挥部”)签订三方土地开发合作协议书, 示范区管委会将土地开发项目以专业分包方式分包给公司, 公司本部作为项目管理方, 委托示范区征迁指挥部进行土地开发, 资金由示范区征迁指挥部自筹。结算方面, 待工程完工后一次性由示范区管委会支付工程款给公司, 公司再与示范区征迁指挥部进行工程款结算。公司于项目完工后根据竣工交接证明书, 以示范区征迁指挥部发生的整理成本加

成 20%确认土地开发收入。

港投公司与港区管委会签订《开发经营合同》, 根据合同, 港区管委会将周口港口物流园区的土地开发相关业务授权给港投公司自主开发经营, 港投公司按照规划以及港区管委会的相关通知对相关范围的土地进行自主开发、经营建设, 港投公司完成相关土地开发后, 港区管委会将开发的土地通过招拍挂形式转让, 并将转让价款扣除税费、上解省级财政留存后全额返还给港投公司。

2018 年, 公司本部土地开发地块为示范区王祖庙地块、示范区罗庄社区地块和示范区张寨地块, 合计整理面积 800 亩, 实际发生整理成本 1.40 亿元, 确认土地开发收入 1.64 亿元。2019 年, 公司本部土地开发地块项目为高铁片区搬口乡杨寨社区项目、东新区小王庄土地综合整治项目、东新区于庄土地综合整治项目,

合计整理面积 1340 亩，实际发生整理成本 1.86 亿元，确认土地开发收入 2.16 亿元。目前，公司本部无其他土地开发项目。截至 2020 年 6 月底，公司土地开发业务累计收到回款 3.48 亿元。

截至 2020 年 6 月底，港投公司已整理完成待出让土地 1009.80 亩，均系 2016 年以前整理完成，实际发生土地开发成本 0.64 亿元。2017 年至今，港投公司未进行土地开发。

3. 未来发展

未来，公司将利用资本市场估值洼地，入主一到两家上市公司，调整业务结构，增强公司盈利能力；与河南城发环境股份有限公司合作开展民生业务，包括居民供热，垃圾发电，污水处理等，建立静脉产业园；与河南省天然气储运公司合作，开展天然气能源储备、贸易等业务；与河南建设集团有限公司合作成立合资公司，开展建筑业务；与房地产开发商拓展在本地发展机会，合作成立项目公司，进行房地产业务开发；计划开展供应链金融业务，做大做强公司实体经营业。公司还计划成立小额贷款公司，开展小额贷款业务；开展有色金属、原油等贸易业务，与深圳怡亚通供应链管理公司等公司合作，开展贸易金融方面业务。

总体看，公司战略规划覆盖行业较多，需关注后续资本项目运作及多元化业务合作情况。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度三年连审财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合

伙）对上述报表进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年半年报未经审计。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 12 家。2018 年，公司新增纳入合并范围的子公司 10 家；2019 年和 2020 年 1—6 月，公司合并范围未发生变化。近年来，公司合并范围变化较大，公司财务数据可比性一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 292.58 亿元，所有者权益 166.29 亿元（其中少数股东权益 34.10 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 37.84 亿元，利润总额 5.18 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 341.63 亿元，所有者权益 170.10 亿元（其中少数股东权益 34.76 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 13.74 亿元，利润总额 2.24 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产构成以应收类款项、建设用地使用权和棚户区改造成本等流动资产为主。其中，部分建设用地使用权未办理权证，棚户区改造成本变现能力受周口市财政资金安排等因素影响大，应收类款项占用资金明显，公司资产流动性弱，资产质量较差。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 44.19%，主要来自流动资产的增加；2019 年底，公司资产总额 292.58 亿元，较 2018 年底增长 26.30%，构成以流动资产（占 93.84%）为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	134.07	95.27	221.72	95.71	274.55	93.84	320.86	93.92
货币资金	4.24	3.01	16.25	7.01	20.96	7.16	45.09	13.20
应收账款	20.52	14.58	43.81	18.91	56.06	19.16	66.98	19.60
其他应收款	6.57	4.67	25.84	11.15	36.18	12.37	31.32	9.17
存货	102.74	73.01	135.75	58.60	161.19	55.09	177.26	51.89
非流动资产合计	6.66	4.73	9.93	4.29	18.03	6.16	20.77	6.08

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
可供出售金融资产	1.50	1.07	1.81	0.78	6.73	2.30	6.73	1.97
投资性房地产	2.66	1.89	2.59	1.12	3.30	1.13	3.27	0.96
其他非流动资产	1.12	0.80	3.84	1.66	6.12	2.09	6.12	1.79
资产总计	140.73	100.00	231.66	100.00	292.58	100.00	341.63	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 43.10%，主要系应收账款、其他应收款和存货的增长所致。2019 年底，公司流动资产为 274.55 亿元，较 2018 年底增长 23.83%，主要由货币资金（占 7.63%）、应收账款（占 20.42%）、其他应收款（占 13.18%）和存货（占 58.71%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 122.47%，主要系合并范围变化及融资规模扩大导致；2019 年底公司货币资金 20.96 亿元，较 2018 年底增长 29.00%，主要由银行存款 8.03 亿元和其他货币资金 12.92 亿元构成。

2017—2019 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 65.30%，主要为应收棚户区改造项目款；2019 年底，公司应收账款 56.06 亿元，较 2018 年底增长 27.97%。从集中度看，公司应收账款主要应收对象为港区财政局、经开区管委会和示范区管委会（棚户区改造项目的实际回款方），合计占比为 97.28%，集中度很高。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 134.60%，主要为往来款增加所致；2019 年底，公司其他应收款 36.18 亿元，较 2018 年底增长 40.04%。从集中度看，公司其他应收款中应收对象前五名占比为 66.27%，集中度较高。总体看，公司应收类款项主要为应收周口市政府、平台公司的款项，回收风险较小，但考虑到其规模大，对公司资金占用明显。

表 6 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况
(单位：亿元、%)

欠款方名称	金额	占比
周口市中心一体化示范区管理委员会	11.57	31.49

欠款方名称	金额	占比
周口市经济开发区管理委员会	6.42	17.47
周口市川汇综合投资有限公司	2.62	7.12
河南富邦园林有限公司	2.25	6.13
周口市豫资投资发展有限公司	1.49	4.07
合计	24.34	66.27

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货持续增长，年均复合增长 25.26%，主要系棚户区改造持续推进导致；2019 年底，公司存货较 2018 年底增长 18.74%至 161.19 亿元，其中建设用地使用权 78.06 亿元（63.08 亿元未办理权证），土地开发成本 0.64 亿元，其余主要为棚户区改造成本。

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 64.52%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产增长所致；2019 年底，公司非流动资产 18.03 亿元，较 2018 年底增长 81.51%，主要由可供出售金融资产（占 37.35%）、投资性房地产（占 18.29%）和其他非流动资产（占 33.94%）构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 111.87%；2019 年底，公司可供出售金融资产较 2018 年底增长 271.60%至 6.73 亿元，主要由持有的周口碧天置业有限公司（持股比例 14.00%）、厦门中创环保科技股份有限公司（持股比例 9.83%）及河南省中豫融资担保有限公司（持股比例 2.50%）股权构成。

2017—2019 年，公司投资性房地产分别为 2.66 亿元、2.59 亿元和 3.30 亿元，系持有的招商大厦办公楼构成，采用成本法进行后续计量，2019 年底累计计提折旧 0.13 亿元。

公司其他非流动资产系预付棚户区改造

项目工程款, 2017—2019 年分别为 1.12 亿元、3.84 亿元和 6.12 亿元。

2020 年 6 月底, 公司资产总额 341.63 亿元, 较 2019 年底增长 16.77%, 主要系货币资金、应收账款和存货增长所致; 资产构成仍以流动资产为主 (占 93.92%), 较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 6 月底, 公司受限资产 22.54 亿元, 受限比例为 6.60%。其中, 货币资金受限 17.48 亿元, 存货、投资性房地产和无形资产分别因抵押受限 2.27 亿元、2.59 亿元和 0.21 亿元。

3. 负债和所有者权益

近年来, 公司所有者权益持续增长, 债务规模大幅上升, 以长期债务为主, 整体债务负担处于适宜水平; 未来, 随着公司在建棚户区改造的持续推进, 公司债务规模将持续上升。

所有者权益

2017—2019 年, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 18.75%, 主要来自资本公积和少数股东权益的增加; 2019 年底, 公司所有者权益 166.29 亿元, 较 2018 年底增长 12.98%, 主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成, 分别占比 6.01%、66.85%、6.49% 和 20.51%。

2017—2019 年, 公司实收资本均为 10.00 亿元; 同期, 公司资本公积逐年增长, 分别为 90.85 亿元、103.78 亿元和 111.16 亿元, 主要系政府向公司注入股权和资金所致。

2017—2019 年, 公司少数股东权益者逐年增长, 分别为 13.75 亿元、26.15 亿元和 34.10 亿元, 系川汇公司和开投公司纳入合并范围带来的少数股东权益。

2020 年 6 月底, 公司所有者权益 170.10 亿元, 较 2019 年底增长 2.29%, 主要来自资本公积和未分配利润的增加; 所有者权益结构较 2019 年底变化不大。

负债

2017—2019 年, 公司负债规模持续增长,

年均复合增长 135.34%, 流动负债和非流动负债均有所增加; 2019 年底, 公司负债总额较 2018 年底增长 49.52% 至 126.29 亿元, 其中流动负债占比 51.44%, 非流动负债占比 48.56%, 流动负债和非流动负债占比均衡。

2017—2019 年, 公司流动负债持续增长, 年均复合增长 149.05%, 主要来自短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加; 2019 年底, 公司流动负债 64.96 亿元, 较 2018 年底增长 57.41%, 主要由短期借款、应付票据、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成, 分别占比 18.53%、14.77%、12.53%、31.62% 和 11.83%。

2017—2019 年, 公司短期借款持续增长, 年均复合增长 39.60%; 2019 年底, 公司短期借款 12.03 亿元, 较 2018 年底增长 33.72%, 由质押借款 1.33 亿元、保证借款 9.20 亿元和信用借款 1.50 亿元构成。

2017—2019 年, 公司应付票据大幅增长, 分别为 0.10 亿元、5.12 亿元和 9.60 亿元; 2019 年底, 公司应付票据中商业承兑汇票 4.10 亿元、银行承兑汇票 5.50 亿元。

2018—2019 年, 公司预收款项分别为 7.30 亿元和 8.14 亿元, 主要为预收周口市川汇区东成城中村改造项目指挥部等单位的项目代垫款。

2017—2019 年, 公司其他应付款逐年增长, 分别为 0.44 亿元、11.78 亿元和 20.54 亿元, 主要是往来款增加所致。2019 年底, 公司其他应付款主要由保证金 2.08 亿元和往来款 18.43 亿元构成。

2017—2019 年, 公司一年内到期的非流动负债逐年增长, 年均复合增长 71.80%; 2019 年底, 公司一年内到期的非流动负债 7.68 亿元, 较 2018 年底增长 85.71%, 其中一年内到期的长期借款 5.30 亿元和一年内到期的长期应付款 2.38 亿元。

2017—2019 年, 公司非流动负债持续增长, 年均复合增长 123.04%, 主要来自长期借款和

长期应付款的增加；2019 年底，公司非流动负债 61.33 亿元，较 2018 年底增长 41.98%，主要由长期借款（占 78.23%）和长期应付款（占 21.65%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 210.76%；2019 年底，公司长期借款 47.98 亿元，较 2018 年底增长 122.52%，由质押借款、保证借款和质押保证借款构成。

2017—2019 年，公司长期应付款呈上升趋势，分别为 7.36 亿元、21.63 亿元和 13.28 亿元，其中 2018 年增长的主要原因系收到河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司和周口市人民政府专项用于棚户区改造项目的借款。2019 年底，公司长期应付款中专项借款 10.57 亿元、融资租赁款 2.70 亿元，均调整至长期债务计算。

表 7 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期债务	8.88	18.25	29.31	38.27
长期债务	12.33	43.20	61.26	104.96
全部债务	21.21	61.45	90.57	143.23
长期债务资本化比率	9.47	22.69	26.92	38.16
全部债务资本化比率	15.24	29.45	35.26	45.71
资产负债率	16.20	36.46	43.16	50.21

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供的资料整理

2020 年 6 月底，公司负债总额 171.54 亿元，较 2019 年底增长 35.83%，主要系长期借款和应付债券（“周口城投 PPN001”“周口城投 PPN002”“周口 01”）增加所致。

有息债务方面，2017—2019 年，公司有息债务持续增长，分别为 21.21 亿元、61.45 亿元和 90.57 亿元，主要系川汇公司和开投公司等纳入公司合并范围以及棚改项目持续投入导致；2019 年底，公司债务结构以长期债务（占 67.64%）为主，短期债务比重有所上升。

债务比率方面，2017—2019 年，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逐年增长，2019 年底分别为 43.16%、35.26%和 26.92%，债务负担处于适宜水平。

2020 年 6 月底，公司全部债务 143.23 亿元，较 2019 年底增长 58.15%。从构成上看，仍以长期债务为主（占 73.28%），短期债务占比有所下降；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均较 2019 年底有所提升，分别为 50.21%、45.71%和 38.16%。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入呈上升趋势，营业利润率有所提升，利润总额对政府补助依赖程度有所降低。

2017—2019 年，公司营业收入呈上升趋势，分别为 14.89 亿元、38.34 亿元和 37.84 亿元，主要来自于棚户区改造收入；同期，营业成本分别为 14.06 亿元、33.77 亿元和 33.53 亿元；2017—2019 年，公司营业利润率分别为 5.23%、11.47%和 11.12%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，分别为 0.41 亿元、1.34 亿元和 1.49 亿元，主要由管理费用和财务费用构成。同期，公司期间费用占营业收入的比重分别为 2.77%、3.50%和 3.95%。

2017—2019 年，公司分别收到政府补助 3.60 亿元、2.80 亿元和 2.75 亿元，计入“其他收益”；同期，利润总额分别为 3.96 亿元、5.84 亿元和 5.18 亿元，利润总额对政府补助依赖性有所降低。

表 8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	14.89	38.34	37.84
期间费用	0.41	1.34	1.49
其他收益	3.60	2.80	2.75
营业外收入	0.01	0.00	0.00
利润总额	3.96	5.84	5.18
营业利润率	5.23	11.47	11.12
总资产收益率	3.02	2.97	2.40
净资产收益率	3.18	3.35	2.75

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率有所下降，2019 年分

别为 2.40%和 2.75%。

2020 年 1—6 月，公司营业收入为 13.74 亿元，营业利润率为 16.28%；实现利润总额 2.24 亿元。

5. 现金流

公司收现质量差，项目投入以及往来款支出导致近年来经营活动现金流呈现较大规模净流出；项目投入资金以及债务的偿还依赖外部融资。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 135.02%，2019 年为 74.75 亿元，同比增长 74.68%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 24.60 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 50.15 亿元，主要为收到的往来款、垫付工程款及保证金。2017—2019 年，公司现金收入比呈上升趋势，分别为 58.58%、52.77%和 65.02%，收现质量差。2017—2019 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 104.68%，2019 年为 101.28 亿元，同比增长 77.44%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 27.82 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 72.88 亿元，主要为支付的往来款及保证金。受项目投入以及往来款支出增长影响，2017—2019 年，公司经营活动现金流均呈现较大净流出，净流出规模分别为 10.64 亿元、14.28 亿元和 26.52 亿元。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模小。同期，公司投资活动现金流出分别为 1.49 亿元、8.20 亿元和 5.94 亿元；2017—2018 年，公司将子公司纳入合并范围产生的货币资金分别为-3.75 亿元和-8.60 亿元；2019 年，公司投资支付的现金 5.10 亿元，主要是公司进行的股权投资。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.49 亿元、8.20 亿元和-5.50 亿元。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	13.53	42.80	74.75

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流出量	24.18	57.08	101.28
经营活动现金净流量	-10.64	-14.28	-26.52
现金收入比	58.58	52.77	65.02
投资活动现金净流量	1.49	8.20	-5.50
筹资活动现金净流量	12.29	14.64	28.36

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 61.84%，2019 年为 46.91 亿元，其中取得借款收到的现金为 43.90 亿元、收到其他与筹资活动有关的现金 3.00 亿元，主要为收到融资租赁借款资金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量分别为 5.62 亿元、24.40 亿元和 18.55 亿元，均主要为偿还有息债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.29 亿元、14.64 亿元和 28.36 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金流量净额为 11.63 亿元，投资活动现金流量净额为 -0.56 亿元，筹资活动现金流量净额为 14.10 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标尚可，考虑到公司是周口市重要的棚户区改造承接主体，持续得到周口市人民政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力指标方面，2017—2019 年，受短期债务规模持续增长的影响，公司流动比率和速动比率逐年下降，2019 年底分别为 422.65%和 174.51%；2020 年 6 月底，上述指标较 2019 年底均有所上升，分别为 482.86%和 216.10%。2017—2019 年，公司经营活动现金流呈现较大规模净流出，对流动负债无保障能力。2019 年底以及 2020 年 6 月底，公司现金短期债务比分别为 0.72 倍和 1.18 倍，考虑到公司受限货币资金规模较大，公司短期偿债能力指标较弱。

长期偿债能力指标方面，2017—2019 年，

公司 EBITDA 分别为 4.43 亿元、7.22 亿元和 6.89 亿元；公司全部债务/EBITDA 分别为 4.79 倍、8.51 倍和 13.14 倍；EBITDA 利息倍数分别为 6.08 倍、3.39 倍和 2.44 倍，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2020 年 6 月底，公司共获得银行授信 88.88 亿元，已使用授信额度 66.04 亿元，尚未使用额度为 22.84 亿元，间接融资渠道较畅通。

截至 2020 年 8 月底，公司对外担保金额为 0.27 亿元，占 2020 年 6 月底所有者权益的 0.16%；被担保方为周口市文昌中学。总体看，公司对外担保规模小，或有负债风险可控。

7. 母公司分析

母公司资产主要为持有的子公司股权，债务负担轻，营业收入和利润总额较小。

2019 年底，母公司资产总额 137.58 亿元，较 2018 年底增长 16.55%。母公司资产主要为持有的下属子公司股权，2019 年底长期股权投资为 121.88 亿元。

2019 年底，母公司所有者权益为 121.33 亿元，较 2018 年底增长 6.52%。其中，实收资本 10.00 亿元、资本公积 111.16 亿元。母公司所有者权益较为稳定。

2019 年底，母公司负债规模较小，为 16.25 亿元，较 2018 年底增加 12.11 亿元，主要为流动负债 12.25 亿元。母公司 2019 年底资产负债率为 11.81%，整体债务负担轻。

2019 年，母公司实现营业收入 2.16 亿元，营业成本 1.86 亿元，营业利润率 13.58%；同期，母公司利润总额 0.05 亿元。

2020 年 6 月底，母公司资产总额 165.63 亿元，较 2019 年底有所增长；所有者权益 121.35 亿元，较 2019 年底变化不大。2020 年 1—6 月，母公司实现营业收入 1.10 亿元，利润总额 0.02 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模 5.00 亿元，发行规模上限 8.00 亿元，按发行规模上限测算（下同），相当于 2020 年 6 月底公司长期债务的 7.62%，全部债务的 5.59%。

2020 年 6 月底，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 50.21%、45.71% 和 38.16%；以公司 2020 年 6 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 51.35%、47.06% 和 39.91%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据的募集资金将用于偿还公司有息债务，公司的实际债务负担或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行规模上限的 0.55 倍、0.90 倍和 0.86 倍；经营活动的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模上限的 1.69 倍、5.35 倍和 9.34 倍；公司经营活动现金流净额均为负值，对本期中期票据无保障能力。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

十、结论

公司是周口市重要的棚户区改造承接主体，在资产注入、资金注入及政府补助等方面获得了周口市人民政府的大力支持。公司棚户区改造项目全部纳入河南省棚户区改造计划，配套资金到位情况较好。

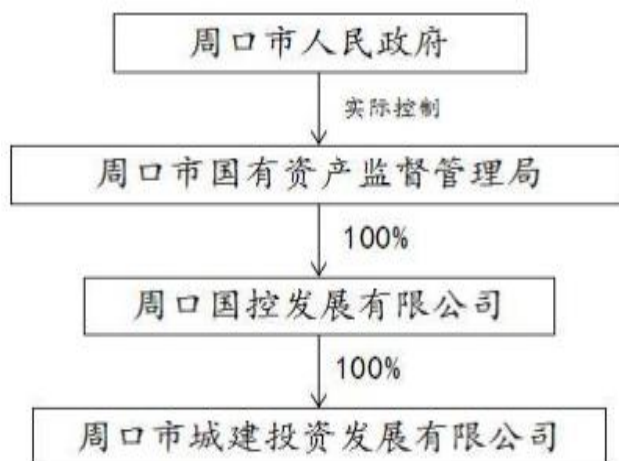
近年来，公司棚户区改造收入呈增长趋势，但回款情况很差；在建棚户区改造项目投资规模很大，存在资本支出压力。随着各子公司的并入及棚改项目的持续推进，公司资产规模大幅提升，构成以流动资产为主，流动资产中应

收类款项、土地开发成本和棚户区改造成本占比较大，对资金占用明显，资产流动性弱。债务规模大幅增长，整体债务负担处于适宜水平。

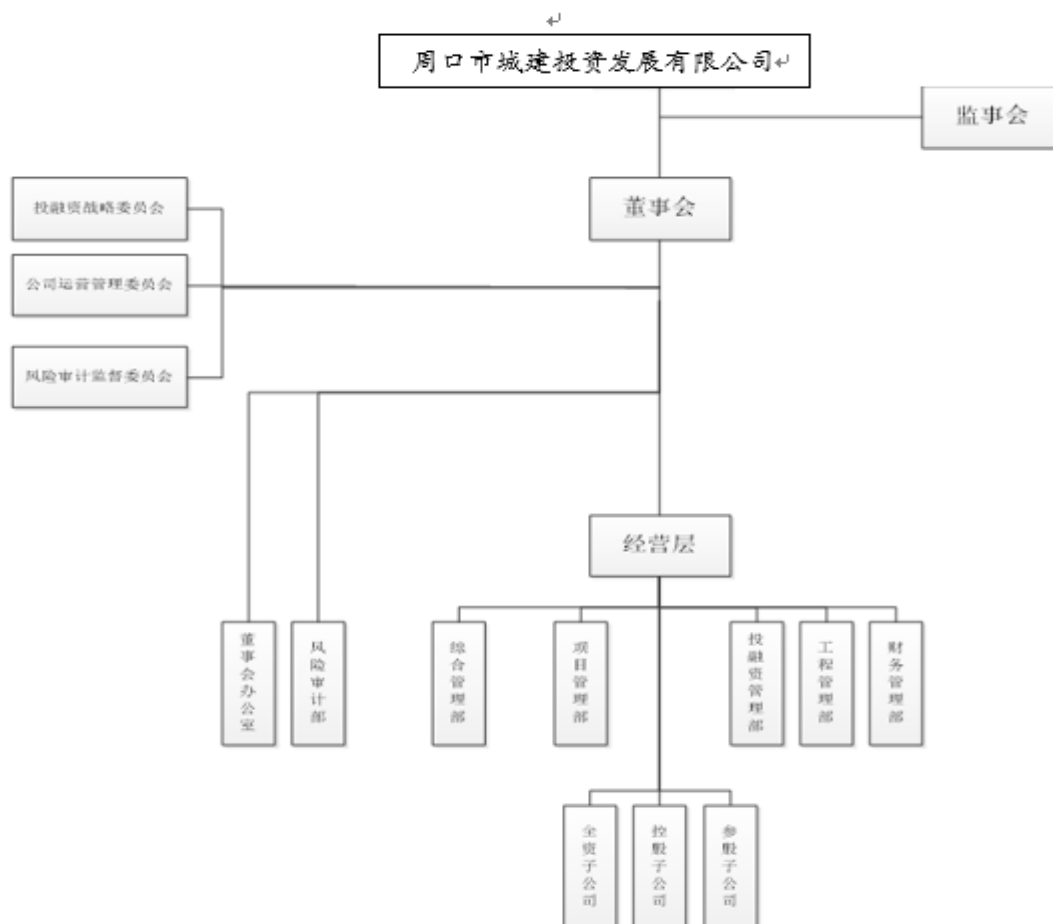
公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据设置交叉保护条款及事先约束条款，对提升本期中期票据兑付安全性有一定积极影响。

综合评估，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	业务性质	表决权比例 (%)	取得方式
周口港城投资发展有限公司	港口物流	87.80	转让
周口市城投园林绿化工程有限公司	城投园林	100.00	设立
周口市城建置业有限公司	城建置业	100.00	设立
周口市城投商贸有限公司	城投商贸	100.00	设立
周口市体育产业发展有限公司	体育产业	100.00	转让
周口市城乡开发投资有限公司	开发投资	89.22	转让
周口市新时代保安服务有限责任公司	保安服务	100.00	转让
周口市城建智慧产业有限公司	智慧产业	100.00	设立
周口市引黄调蓄城建投资发展有限公司	引黄调蓄	100.00	设立
周口中小企业投资咨询有限公司	中小企业	100.00	设立
周口市川汇城建开发有限公司	开发投资	51.00	转让
周口市开发投资有限公司	开发投资	51.00	转让

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.24	16.26	20.96	45.10
资产总额(亿元)	140.73	231.66	292.58	341.63
所有者权益(亿元)	117.93	147.19	166.29	170.10
短期债务(亿元)	8.88	18.25	29.31	38.27
长期债务(亿元)	12.33	43.20	61.26	104.96
全部债务(亿元)	21.21	61.45	90.57	143.23
营业收入(亿元)	14.89	38.34	37.84	13.74
利润总额(亿元)	3.96	5.84	5.18	2.24
EBITDA(亿元)	4.43	7.22	6.89	--
经营性净现金流(亿元)	-10.64	-14.28	-26.52	11.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.45	1.19	0.76	--
存货周转次数(次)	0.27	0.28	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.21	0.14	--
现金收入比(%)	58.58	52.77	65.02	32.84
营业利润率(%)	5.23	11.47	11.12	16.28
总资本收益率(%)	3.02	2.97	2.40	--
净资产收益率(%)	3.18	3.35	2.75	--
长期债务资本化比率(%)	9.47	22.69	26.92	38.16
全部债务资本化比率(%)	15.24	29.45	35.26	45.71
资产负债率(%)	16.20	36.46	43.16	50.21
流动比率(%)	1280.08	537.27	422.65	482.86
速动比率(%)	299.12	208.33	174.51	216.10
经营现金流动负债比(%)	-101.60	-34.61	-40.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	8.51	13.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	2.03	1.44	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.89	0.72	1.18

注：2020 年半年报未经审计；长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.06	0.19	3.45	14.63
资产总额(亿元)	103.82	118.04	137.58	165.63
所有者权益(亿元)	100.82	113.90	121.33	121.35
短期债务(亿元)	0.00	2.50	9.51	10.26
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.00	24.14
全部债务(亿元)	0.00	2.50	13.51	34.40
营业收入(亿元)	0.00	1.64	2.16	1.10
利润总额(亿元)	-0.04	0.20	0.05	0.02
EBITDA(亿元)	0.05	0.51	0.80	--
经营性净现金流(亿元)	1.66	-2.25	-4.57	-17.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	*	11.65	4.64	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.02	--
现金收入比(%)	*	0.00	0.00	146.86
营业利润率(%)	*	13.81	13.58	14.14
总资本收益率(%)	0.07	0.40	0.58	--
净资产收益率(%)	-0.03	0.14	0.03	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	3.19	16.59
全部债务资本化比率(%)	0.00	2.15	10.02	22.08
资产负债率(%)	2.89	3.51	11.81	26.73
流动比率(%)	47.95	70.74	109.42	368.79
速动比率(%)	47.95	70.74	109.42	368.11
经营现金流动负债比(%)	55.27	-54.37	-37.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	4.89	16.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	1.65	1.07	--
现金短期债务比(倍)	*	0.08	0.36	1.43

注：2020 年半年报未经审计；部分数据由于分母为零，无意义，用“*”表示

附件 3 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%
盈利指标	
总资本收益率	(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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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/短期投资+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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 周口市城建投资发展有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

周口市城建投资发展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，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

周口市城建投资发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对周口市城建投资发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，周口市城建投资发展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周口市城建投资发展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，如发现周口市城建投资发展有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对周口市城建投资发展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。

如周口市城建投资发展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周口市城建投资发展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周口市城建投资发展有限公司联系，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。