

# 跟踪评级公告

联合[2015] 1833 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河源市润业投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14河源润业债/14河润业”AA的信用等级。

特此通告。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月十四日



---

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）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 河源市润业投资有限公司公司债跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 河源润业债/14 河源业	9 亿元	2014/12/03 2021/12/02	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 8 月 14 日

### 财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	0.78	0.07	8.51
资产总额(亿元)	33.92	41.32	52.86
所有者权益(亿元)	24.87	31.20	33.05
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	6.00	8.05	17.66
营业收入(亿元)	4.13	4.18	4.24
利润总额(亿元)	1.72	1.85	1.90
EBITDA(亿元)	1.72	1.86	1.90
经营性净现金流(亿元)	-5.67	-2.29	0.52
营业利润率(%)	5.93	5.67	5.64
净资产收益率(%)	6.67	5.77	5.60
资产负债率(%)	26.67	24.50	37.48
全部债务资本化比率(%)	19.43	20.51	34.82
流动比率(%)	1113.24	1992.40	2405.34
全部债务/EBITDA(倍)	3.49	4.34	9.27
经营现金流动负债比(%)	-186.31	-110.36	24.14

### 分析师

侯煜明 张依

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）

Http: //www. lhratings.com

### 评级观点

河源市润业投资有限公司（以下简称“公司”）是河源市高新技术开发区重要的城市基础设施建设主体。跟踪期内，公司继续保持一定区域垄断性，营业收入平稳增长，公司债务负担轻。河源市经济平稳较快增长，财政实力有所增强，政府持续给予公司较大支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，2014 年公司资产中土地存货占比较高且变现能力受到一定限制、未来对外融资需求大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

2015 年 3 月，国务院批准河源高新技术产业开发区升级为国家级高新区。为满足发展需要，河源市人民政府权力推进高新区基础建设。作为高新区重要的城市基础设施建设主体，公司的经营规模和盈利能力有望进一步提升。

“14 河源润业债/14 河源业”设置的分期等额偿还条款，将在一定程度上降低债券本息的集中偿付压力。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 河源润业债/14 河源业”AA 的信用等级。

### 优势

1. 河源市经济稳步增长，地方财力不断增强，河源市高新技术开发区经济实力快速发展，为公司城市基础设施建设提供了稳定的财力支持和良好的外部环境。
2. 公司在资金、资产和财政补贴等方面受到河源市人民政府和河源市高新技术开发区管理委员会支持力度持续。

### 关注

1. 跟踪期内，公司经营获现能力仍较差。
2. 公司未来存在较大投资支出压力，对外融资需求大。
3. 公司资产中土地存货和应收账款占比较

高，资产流动性较弱。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河源市润业投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河源市润业投资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。

二、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。

三、本信用评级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，未因河源市润业投资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。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河源市润业投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于河源市润业投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

河源市润业投资有限公司（以下简称“公司”或“河源润业”）是经河源市人民政府批准，由河源市高新技术开发区企业服务中心（以下简称“服务中心”）于 2010 年 4 月全额出资设立，为国有独资企业，初始注册资本 2000 万元。2010 年 10 月，河源润业股东服务中心决定，同意向公司增加注册资本金 18000 万元，截至 2014 年底，公司注册资本为 20000 万元。

经营范围：园区开发、建设与经营服务；实业投资（具体项目另行审批）；资本运营和收益管理；资源经营和管理；信息技术咨询服务，广告业务。（以上项目须经审批的，取得审批后方可经营；法律法规禁止的不得经营）

截至 2014 年底，公司资产总额 52.86 亿元，所有者权益 33.05 亿元；2014 年，公司实现营业收入 4.24 亿元，实现利润总额 1.90 亿元。

公司注册地址：河源市高新技术开发区管理委员会办公大楼；法定代表人：林剑锋。

## 三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容

的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2

余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。

2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业环境

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预 [2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风

险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金 [2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发 [2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过

PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

## 2. 区域经济环境

河源市是国务院1988年1月7日批准设立的地级市，管辖源城区、东源县、龙川县、紫金县、连平县、和平县共五县一区，全市现设有99个乡镇，土地总面积1.58万平方公里，2013年末全市常住人口303.76万人。河源市位于广东省东北部，地处东江中上游，东靠梅州

市，南接惠州市，西连韶关市，北邻江西省赣州市。河源市素有“粤东宝库”之称，拥有丰富的矿产、水资源，矿产资源品种已发现56种，具有种类多、分布广、品位高、规模大等特点，其中铁、钛、钨、锡、稀土、萤石、高岭土、陶瓷土、矿泉水和地热是河源市的优势矿产资源；华南地区最大水库新丰江水库设在河源市境内，蓄水量达139亿立方米，水库面积达370平方公里，是香港及珠三角主要城市最重要的饮用水源区。

截至2014年底，河源市完成地区生产总值758.95亿元，比上年增长10.9%。其中第一产业增加值89.98亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值384.92亿元，同比增长15.2%；第三产业增加值284.05亿元，同比增长6.8%。一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.4、8.0、2.5个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为4.4%、73.1%、22.5%。三次产业结构为11.9:50.7:37.4，与上年比较，第一产业所占比重下降0.3个百分点，第二产业比重上升1.1个百分点，第三产业比重下降0.8个百分点。

2014年，河源市完成固定资产投资453.29亿元，比上年增长33.5%。分三次产业看，第一产业投资4.54亿元，下降16.4%；工业投资187.20亿元，增长64.6%；第三产业投资261.54亿元，增长17.7%，其中交通、电力、水利、城市建设等基础产业投资139.61亿元，增长18.6%。分投资主体看，内源性经济投资420.96亿元，增长36.0%。其中，民间投资301.17亿元，增长30.0%；外源性经济投资32.33亿元，下降3.0%。

2014年河源市实现地方可控财力279.14亿元，比上年增加62.67亿元，增长28.95%。其中：一般公共预算收入60.47亿元，同比增长23.94%（包括税收收入完成41.73亿元，同比增长21.41%），占地方可控收入的21.66%；转移支付和税收返还收入170.01亿元，占地方可控财力的60.90%；国有土地使用权出让收入42.65亿元，占地方可控财力的19.70%。

总体看，河源市财政收入主要来源于一般公共预算收入、转移支付和国有土地使用权出让，同时，转移支付占财政收入比例高，对财政收入稳定性产生一定影响。

从债务负担看，河源市债务主要为直接债

务。截至 2014 年底，河源市政府全部债务余额为 113.13 亿元，其中，政府直接债务为 112.86 亿元；截至 2014 年底，河源市政府债务率为 40.5%（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%），债务负担总体处于合理水平。

表1 2014年河源市地方财政状况（单位：亿元）

地方财力（2014年度）	金额	地方债务（截至2014年底）	金额
（一）地方一般公共预算收入	604671.00	（一）直接债务余额	1128557.82
1. 税收收入	417340.00	1. 国债转贷资金	4361.90
2. 非税收入	187331.00	2. 解决地方金融风险专项借款	
（二）转移支付和税收返还收入	1700085.00	3. 国内金融机构借款	461660.58
1. 一般性转移支付收入	867381.00	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	113459.40
2. 专项转移支付收入	776384.00	4. 债券融资	205379.30
3. 税收返还收入	56320.00	（1）中央代发地方政府债券	105379.30
（三）国有土地使用权出让收入	426458.00	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	100000.00
（四）财政专户收入	60220.00	5. 其他（村级及其他单位借款）	457156.04
		（二）担保债务余额	5546.26
		1. 政府担保的国内金融机构借款	5546.26
		2. 政府担保的融资平台债券融资	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2791434.00	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1131330.95
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			40.5%

资料来源：公司提供

### 3. 国家级河源市高新区概况

河源市高新技术产业开发区（以下简称“河源市高新区”）是 2002 年 7 月经广东省人民政府批准设立的省级高新技术产业开发区，并于 2003 年 6 月正式挂牌成立。2015 年 3 月，国务院批准河源高新技术产业开发区升级为国家级高新区。2014 年，高新区实现工业总产值 430 亿元，占全市的近 1/3；规上工业企业 79 家，占全市的 20%；税收超千万企业 23 家，占全市的 1/3；园区实现规上工业税收 8.9 亿元，占全市规上工业税收的 1/3。截至 2015 年 3 月，河源高新区拥有国家级高新技术企业 17 家、省级工程技术中心 6 家、市级工程技术中心 15 家，分别占全市总量的 63%、50%和 42%，累计专利申请量达 500 多件、专利授予量达 350 多件。河源市高新技术产业开发区已成为拉动河源经济增长最重要的引擎。

总体来看，公司作为河源市高新区重要的城市基础设施建设主体，业务范畴明确且持续保持一定区域垄断性。同时，广东省及河源市人民政府已根据河源市高新区发展需要制订了详尽的未来发展规划，并全力推进河源市高新区的建设与发展工作，为公司创造了良好的发展平台。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司为国有独资企业，服务中心持有公司 100% 的股权，其举办单位为河源市高新区管委会，公司实际控制人为河源市高新区管委会。

### 2. 企业规模

公司是经河源市人民政府批准依法设立的具有独立法人地位的国有独资公司，是河源市



高新区重要的城市基础设施建设主体，业务上与河源市高新技术开发区有限公司分工明确，互为补充，公司目前主要从事河源市中兴通讯基础设施建设项目（一期、二期）以及河源市高新区四期区域内的基础设施建设，业务具有一定的区域垄断性。

### 3. 公司人员情况

跟踪期内，公司人员状况发生一些变动调整。2015年1月，根据公司股东河源市高新技术开发区企业服务中心出具的《股东决定》，免去冯永康公司董事长（法定代表人）职务，任命林剑锋担任公司董事长（法定代表人），任期三年。2015年2月，根据公司股东河源市高新技术开发区企业服务中心出具的《股东决定》，免去唐丰公司总经理职务，任命林雪斌担任公司总经理，任期三年。2015年3月，根据公司股东河源市高新技术开发区企业服务中心出具的《股东决定》，决定免去吴桦公司监事职务，任命曾凡敏担任公司监事，任期三年。2015年3月，职工代表大会决定免除王佳、汪秀红公司职工监事职务，选举黄智敏、谢林锋担任公司职工监事。2015年3月董事会表决同意聘任陈锡兴为公司财务经理，任期三年。

### 4. 政府支持

2014年，根据河高财函[2014]4号文件《关于划拨补贴的函》，根据基础建设的需要，给予公司财政补贴支持，共计1.70亿元。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会等法人治理结构状况及具体人员构成变动情况见上文公司人员情况。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管层等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

公司作为河源市高新区重要的城市基础设施建设主体，主要承担河源市高新区城市基础设施建设，公司形成以园区及生产基地工程项目建设业务为主业，代理业务为辅业的业务架构。

2014年，公司主营业务收入4.24亿元，较上年上涨1.44%，主要由于工程建设收入较上年增加所致。其中，工程建设收入4.24亿元（占主营业务收入的99.96%），代理收入17.50万元（占主营业务收入的0.04%）。

2014年，公司整体毛利率为9.00%，较上年下降0.04个百分点，主要受代理收入毛利率大幅波动影响。公司工程项目业务因回购协议规定，毛利率固定不变，稳定为9.09%。

整体看，由于工程项目投入规模持续增长，公司营业收入平稳增长，由于代理业务占比较小，其较大的毛利率变动幅度对公司整体毛利率变化影响有限。

表2 2012~2014年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程收入	41124.70	99.64	9.09	41772.78	99.89	9.09	42401.23	99.96	9.09
代理收入	148.73	0.36	66.32	44.40	0.11	-42.28	17.50	0.04	-216.38
合计	41273.43	100.00	9.30	41817.18	100.00	9.04	42418.73	100.00	9.00

资料来源：公司审计报告

### 2. 工程建设

在工程建设方面，根据河源市人民政府与公司签订工程项目回购协议，内容为公司前期

负责对城市基础设施建设项目进行投资和建设，项目竣工验收后由河源市人民政府根据回购协议按照成本加上10%的回购收益进行回

购。2014 年，公司完工成本 3.85 亿元；公司工程建设确认收入 4.24 亿元，较上年增长 0.06 亿元。

表 3 2012~2014 年公司工程项目完工成本及回购价款  
(单位: 万元)

工程项目	完工成本	回购价款
2012 年	37386.09	41124.70
2013 年	37975.26	41772.78
2014 年	38546.57	42401.23
<b>合计</b>	<b>113907.92</b>	<b>125298.71</b>

资料来源: 公司提供

2012~2014 年河源市人民政府与公司均确认了回购款金额，截至 2014 年底，应收账款余额为 12.56 亿元。根据河府函〔2014〕115 号文件，河源市人民政府将河源市水产业园 B-04-01 等四块建设用地土地未来出让收入返还部分偿还河源市财政局对公司截至 2013 年的应付款项共计 9.94 亿元。上述土地共计 351495.7 平方米(约 527.24 亩)，参照近期同区域土地出让情况，按照 260 万元/亩进行测算，上述土地未来可实现土地出让收益 13.71 亿元，扣除河源市土地出让相关专项资金提取比例约占土地出让收入的 15%，剩余部分

(11.65 亿元)为河源市留成部分，上述土地未来的出让收入河源市留成部分的 80%将返还至公司，专项用于偿还公司相应款项。具体还款安排为 2014 年支付应付账款 1.20 亿元，2015 年支付 2.90 亿元，2016 年支付 2.70 亿元，2017 年偿还上述应收账款余额的剩余部分，河源市财政局将于 2014~2017 年每年年底完成每年支付计划。根据河府函〔2014〕115 号，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照计划出让或实际返还金额低于预期，河源市人民政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金平衡公司项目建设成本及还本付息资金缺口。截至 2014 年底，公司收到上述应收账款回款 1.62 亿元，其中 1.00 亿元以现金方式支付，计入现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，0.62 亿元为之前年度未确认的政府专项资金，2014 年冲减“应收账款”。2014 年，公司确认工程建设收入 4.24 亿元，但未收到回款。2014 年公司虽然收到政府回款 1.62 亿元，公司应收账款规模仍大幅增长。

在公司建设工程项目方面，截至 2014 年底，公司工程项目主要在建项目 5 个，合计需投资 52.60 亿元，其中贷款 46.22 亿元，政府投入资本金 6.38 亿元，已完成投资 16.08 亿元。

表 4 截至 2014 年底公司主要委托代建工程项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2014 年底完成投资情况
		贷款	政府投资	
河源市中兴通讯基础设施建设项目(一期)	10.04	8.00	2.04	10.04
河源市中兴通讯基础设施建设项目(二期)	10.36	8.00	2.36	1.38
河源市高新技术开发区中央商务区滨江基础设施项目	4.38	2.40	1.98	2.08
河源市润业商务小区基础设施建设项目	2.81	2.81	--	2.17
河源市高新区战略性新兴产业产业开发项目一期工程	25.01	25.01	--	0.41
<b>合计</b>	<b>52.60</b>	<b>46.22</b>	<b>6.38</b>	<b>16.08</b>

资料来源: 公司提供

目前，河源市高新区正处于发展阶段，未来几年也将是河源市高新区基础设施建设项目集中实施的阶段，公司将持续得到当地政府的支持，此板块收入有望继续保持稳定增长。

联合资信也关注到，公司未来对外融资需求大，将面临一定的融资压力。

### 3. 代理业务

公司代理业务主要以全资子公司河源市先科商务代理有限公司（以下简称“先科代理”）为经营主体。先科代理主要承接和开展来料加工、来样加工、来件装配和补偿贸易“三来一补”业务以及代理进出口业务。公司代理业务主要模式有两种，一是由先科代理负责代理加工装配企业与来料加工企业签订各类加工装配合同，协调双方工缴费价格水平，并代来料加工企业办理生产所需原材料、设备进口和半成品、成品出口的报关、结汇手续，先科代理从中收取相应的代理费用；二是由先科代理直接与来料加工企业签订加工装配合同，并为来料加工企业设立专门的加工厂、负责招聘生产工人及加工产品，向来料加工企业收取加工装配业务的代理费用。以上两种模式均由来料加工企业负责提供场地、设备及加工产品所需的原材料、辅料、包装物料等。目前，先科代理曾为联泰橡胶制品厂与联泰科技实业（河源）有限公司、P&T PRODUCTS LIMILET 与河源富华运动用品有限公司等代理加工装配合同；并分别与香港豪劲制品厂有限公司、香港威利印刷有限公司等签订来料加工协议，按照协议内容成立了河源市先科商务代理有限公司豪劲塑胶五金制品厂、河源市先科商务代理有限公司威利印刷厂等来料加工工厂。2012~2014 年，公司代理收入分别实现 148.73 万元、44.40 万和 17.50 万元。河源市高新区近年积极促进来料加工工厂转型升级，引导企业创建自主品牌，各家来料加工厂已实现不停产转型，产品打开了国内市场，相应先科代理的三年代理收入逐年下降，但业务代理成本及职工工资未下降，导致公司代理业务毛利率大幅下降。

### 八、募集资金使用情况

“14 河源润业债/14 河源业”于 2014 年 12 月 3 日发行募集资金 9 亿元，截至 2015 年 3 月底，公司所发 9 亿元募集资金已经使用 1.69 亿元，占总额的 18.78%。目前募投项目河源

市高新区战略性新兴产业开发项目一期工程正在征地拆迁。

## 九、财务分析

公司提供了 2014 年财务报表，上会会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年，公司合并范围无变化，

截至 2014 年底，公司资产总额为 52.86 亿元，所有者权益合计为 33.05 亿元。2014 年，公司实现营业收入 4.24 亿元，利润总额 1.90 亿元。

### 1. 盈利能力

公司主营业务主要包括工程收入和代理收入两部分。2014 年，公司营业收入和营业成本分别为 4.24 亿元和 3.86 亿元，较上年分别增长 1.44% 和 1.48%。2014 年，公司营业利润 0.20 亿元，较上年增长 7.29%。

从期间费用来看，公司管理费用占比较高，2014 年期间费用 0.04 亿元，较上年下降 24.59%，主要管理效率提升所致。公司财务费用主要为银行存款利息收入，利息支出大多资本化，因此体现为负值。

2014 年，公司实现营业利润 0.20 亿元，较上年同期增长 7.29%；公司营业外收入是主营业务的重要补充，2014 年为 1.70 亿元；在营业外收入（主要系财政补贴）的补充下，2014 年公司实现利润总额 1.90 亿元，较上年同期增长 2.63%。

从盈利水平来看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.65% 和 5.60%，较上年同期分别下降 0.94 和 0.17 个百分点。总体来看，公司业务运营具有一定公益性，财政补贴是公司利润的重要支撑；相对于较大的资产规模，公司盈利水平较低。

## 2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入 4.86 亿元，较上年增长 15.45%。2014 年销售商品、提供劳务收到的现金 1.00 亿元，较上年增长 22461.94%，主要由于 2014 年应收账款回款部分到位所致；同期收到其他与经营活动有关的现金 3.86 亿元，较上年减少 8.26%，主要为补贴款和往来款等。2014 年，公司经营活动现金流出 4.34 亿元，较上年下降 33.22%，主要由于支付其他与经营活动有关的现金减少所致。2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额 0.52 亿元，由上年的净流出变为净流入状态，公司经营获取现金的能力略有改善。收现质量方面，由于近三年政府对于公司的应账款回款部分到位，2014 年公司现金收入比 23.62%，较上年上升 23.51 个百分点，公司现金收入质量有所回升，但总体水平仍较差。

2014 年，公司投资活动现金流出为 1.00 亿元，全部为对联营公司广东深河产业投资开发有限公司的投资，持股比例 40.00%。公司投资活动产生的现金流量净额为-1.00 亿元。

2014 年，公司筹资活动现金流入 10.25 亿元，较上年上涨 153.09%，其中 1.25 亿元为从银行取得借款，9.00 亿元为 2014 年发行的“14 河源润业债/14 河源业”；筹资活动现金流出 1.34 亿元，较上年下降 45.78%，主要为公司偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 8.91 亿元，较上年上涨 464.21%。

总体来看，跟踪期内，随着回购款的部分到位及往来款支付的减少，公司经营性现金流有所改善，公司收现质量仍较差。公司投资活动产生的现金净流出，主要依靠借款的筹资方式维持日常经营。考虑到公司工程项目未来投资规模大，且应收账款回款时间不确定，公司未来仍存在一定对外筹资压力。

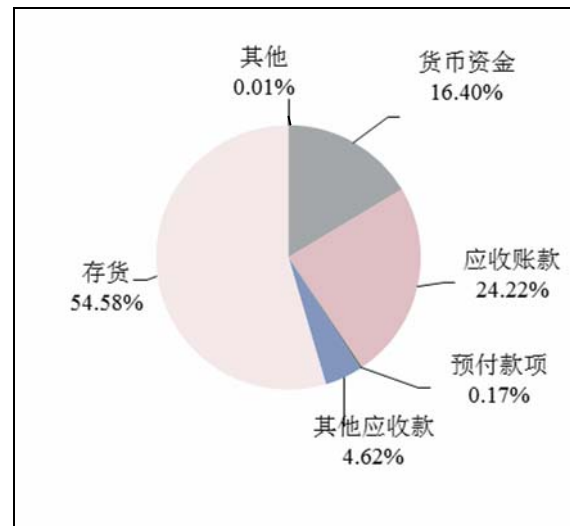
## 3. 资产及债务构成

### 资产

2014 年底，公司资产总额 52.96 亿元，较上年增长 27.93%；从构成来看，公司流动资产和非流动资产分别占 98.09%和 1.91%，公司资产结构变动不大。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 51.85 亿元，较上年增长 25.52%。其中，占比较大的科目分别为存货（占比 54.58%）、应收账款（占比 24.22%）、货币资金（占比 16.40%）、其他应收款（占比 4.62%）和预付款项（占比 0.17%）。

图 1 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014 年底，公司货币资金 8.51 亿元，其中银行存款占 99.98%，另有极少量现金；货币资金中不存在受限资金部分。

2014 年，公司应收账款 12.56 亿元，较上年增加 26.33%，应收账款余额全部为应收河源市财政局款项，账龄在 1 年以内的为 4.24 亿元（占比 33.76%）、1~2 年的为 4.18 亿元（占比 33.28%）、2~3 年的为 4.11 亿元（占比 32.72%）、3~4 年的为 0.03 亿元（占比 0.24%）。公司与政府机关及部门往来不计提坏账准备。

2014 年，公司预付款项 0.09 亿元，和上年持平，全部为预付广州市第三市政工程有限公司工程款，账龄全部为 1~2 年内。

2014 年，公司其他应收款 2.40 亿元，较上

年增长 12.33%，主要系与河源市高新技术开发区有限公司往来款。其中，账龄在 1 年以内的为 1.21 亿元（占比 50.42%）、1~2 年的为 0.90 亿元（占比 37.50%）、2~3 年的为 0.29 亿元（占比 12.08%）。2014 年其他应收款具体明细见下表。

表 5 公司其他应收款前五名欠款单位情况  
(单位: 万元、%)

单位名称	年末欠款金额 (万元)	占其他应收款总额的比例 (%)
河源市高新技术开发区有限公司	23151.35	96.56
河源市高新区财政局	820.00	3.42
广东省高速公路有限公司河源分公司	5.01	0.02
<b>合计</b>	<b>23976.36</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司审计报告

2014 年, 公司存货 28.30 亿元, 较上年减少 2.65%, 主要系工程部分成本结转所致。其中土地开发成本 25.06 亿元(占存货的 88.57%)、工程成本 3.24 亿元(占存货的 11.43%)。公司不存在减值情形, 故未计提存货跌价准备。

2014 年, 公司非流动资产 1.01 亿元, 较上年增长 7636.92%, 主要系长期股权投资增加所致。非流动资产构成科目包括长期股权投资(占 98.91%)和固定资产(占 1.09%)。2014 年底, 公司长期股权投资为 1.00 亿元, 全部为公司对联营公司广东深河产业投资开发有限公司的投资, 公司持股 40%, 由于广东深河产业投资开发有限公司处于开办期, 尚未正式运营, 故未产生投资回报。2014 年底, 公司固定资产 110.36 万元, 较上年减少 15.45%, 主要系资产折旧所致, 2014 年底固定资产账面原值 227.69 万元, 累计折旧 117.34 亿元, 账面净值 110.35 万元。

总体看, 公司流动资产占比大, 且主要以存货和应收账款为主, 资产流动性较弱。非流动资产规模不大, 主要由固定资产和长期股权投资构成。

### 负债及所有者权益

2014 年, 公司所有者权益合计 33.05 亿元, 较上年增长 5.93%, 主要由于未分配增长所致。其中, 资本公积占 75.84%、未分配利润占 16.29%、股本占 6.05%、盈余公积占 1.82%。2014 年底, 公司股本和资本公积均与上年持平。2014 年, 公司未分配利润 5.38 亿元, 较上年增长 44.74%。总体看, 公司所有者权益稳定增长。

2014 年, 公司负债合计 19.81 亿元, 较上年增长 95.72%。其中, 流动负债和非流动负债分别占 10.88%和 89.12%。

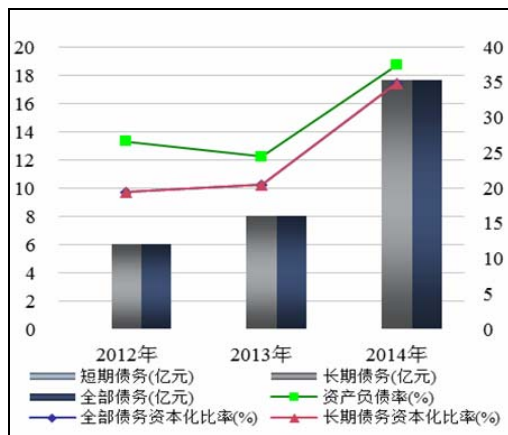
2014 年底, 公司流动负债合计 2.16 亿元, 较上年同期增长 3.97%, 主要系应交税费增加所致。其中, 占比较大的科目为其他应付款(占比 69.32%)和应交税费(占比 30.68%)。

2014 年底, 公司其他应付账款 1.49 亿元, 较上年下降 6.98%, 主要系公司与河源市高新创业投资有限公司、中兴通讯(河源)有限公司及河源市鸿业建设投资有限公司等的往来款。其中, 账龄在 1 年以内的占 68.16%, 1~2 年的占 31.23%, 2~3 年的占 0.28%, 3 年以上占 0.33%。

截至 2014 年底, 公司非流动负债 17.66 亿元, 体现为公司长期借款和应付债券。2014 年, 公司长期借款为 8.73 亿元, 较上年增长 8.45%, 主要系广发银行股份有限公司河源分行担保贷款增加 0.70 亿所致。2014 年, 公司应付债券为 8.93 亿元, 系 2014 年公司成功发行 9.00 亿元公司债。

有息债务方面, 2014 年底, 公司全部债务 17.66 亿元, 全部为长期债务。2014 年底, 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 37.48%、34.82%和 34.82%, 相比上年都有所上升, 分别上升了 12.98 个、14.31 个和 14.31 个百分点。跟踪期内, 公司有息债务负担有所加重, 但仍处于合理水平。

图2 2012~2014年公司债务指标(单位:亿元、%)



资料来源:审计报告

总体看,公司所有者权益稳定性较好。跟踪期内,公司非流动负债比重大幅上升,公司债务负担呈加重趋势,但仍处于合理水平;但随着公司承接建设更多项目,未来公司债务负担将进一步上升。

#### 4. 偿债能力

2014年底,公司流动比率和速动比率分别为2405.34%和1092.61%,较上年分别上升412.94个和502.19个百分点,但考虑到公司应收款数额大且回款时间不确定,实际偿付能力低于指标值。2014年底公司经营现金流动负债比为24.14%,较上年上升134.50个百分点,经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力明显改善。公司2014年成功发行9.00亿元企业债,现金类资产较为充裕,同时考虑到公司无短期有息债务,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看,2014年底公司EBITDA为1.90亿元,较上年增长2.61%,全部债务/EBITDA为9.27倍,EBITDA对全部债务的保障能力较弱。总体而言,考虑到政府对公司的支持,公司整体偿债能力尚可。

2014年公司EBITDA对9亿元“14河源润业债/14河润业”的倍数为0.21倍,EBITDA对待偿还债券的覆盖能力较弱;公司经营活动现金流入量为“14河源润业债/14河润业”的0.54倍,经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖

能力较弱;经营活动现金流量净值为“14河源润业债/14河润业”的0.06倍,对存续期债券无保障能力。整体看,经营活动现金流量对待偿还债券的保护程度较弱。

“14河源润业债/14河润业”设立提前偿还条款,在债券存续期的第3至第7个计息年度分别偿还债券本金的20%。根据债券的分期还款安排,债券发行后第3~7个计息年度末,公司每年需偿还债券本金1.80亿元。2014年,公司EBITDA对各期应偿还本金的覆盖倍数为1.06倍。同期公司经营活动现金流入量对单年应偿还本金的覆盖倍数为2.70倍。

公司主要偿债来源为募投项目河源市高新区战略性新型材料产业开发项目一期工程项目建成后标准厂房、宿舍和其他服务设施的出售收入和出租收入及返还的土地出让收入。截至2015年3月,募投项目仍处于在建状态,完工进度17%,故未产生相关收入。

总体看,公司经营活动现金流入量和EBITDA对债券分期偿还本金具备一定的保障能力,分期还款条款的设置,有效降低了公司的集中偿付压力,有助于保障本期债券的按时兑付。

截至2015年3月底,公司无对外担保。

截至2015年3月底,公司共获得授信额度总量为9.85亿元,尚未使用的授信额度为1.10亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

#### 5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(报告编号:G1044160200100820M),截至2015年4月22日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

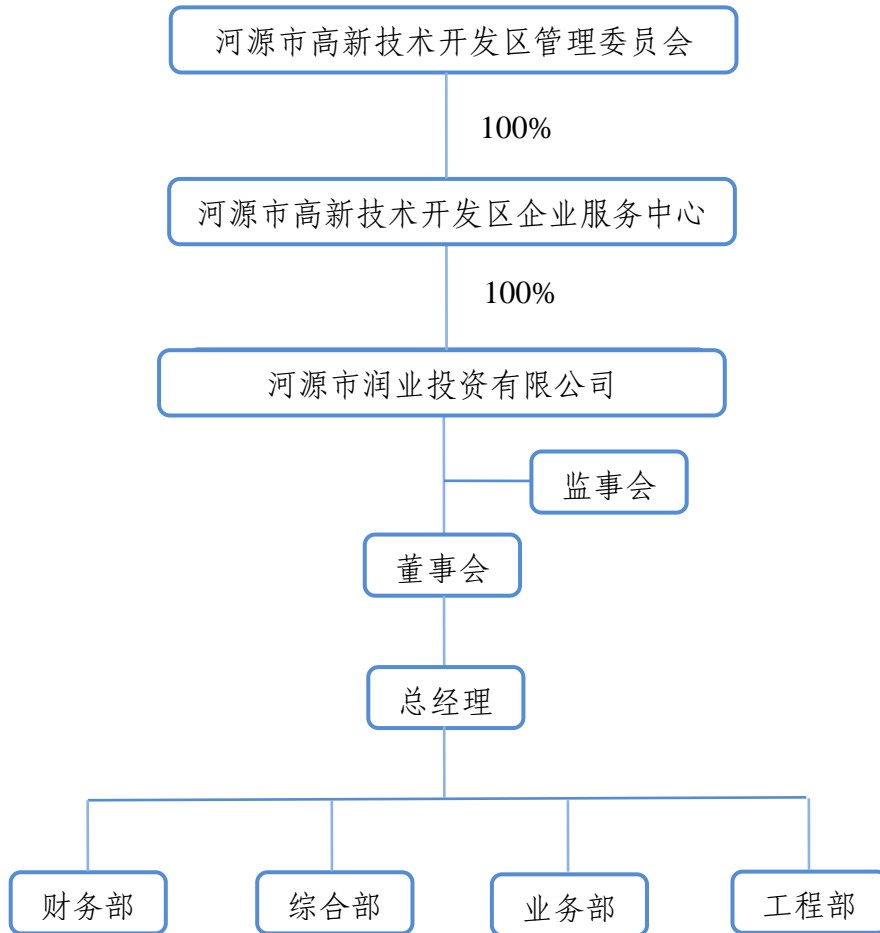
#### 6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点,以及河源市区域及财力状况、河源市人民政府对于公司的各项支持的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

## 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 河源润业债/14 河润业” AA 的信用等级。

### 附件 1 公司股权及组织结构图





**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2012年	2013年	2014年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	0.78	0.07	8.51
资产总额(亿元)	33.92	41.32	52.86
所有者权益(亿元)	24.87	31.20	33.05
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	6.00	8.05	17.66
全部债务(亿元)	6.00	8.05	17.66
营业收入(亿元)	4.13	4.18	4.24
利润总额(亿元)	1.72	1.85	1.90
EBITDA(亿元)	1.72	1.86	1.90
经营性净现金流(亿元)	-5.67	-2.29	0.52
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	1.11	0.53	0.38
存货周转次数(次)	0.15	0.14	0.13
总资产周转次数(次)	0.14	0.11	0.09
现金收入比(%)	0.36	0.11	23.62
营业利润率(%)	5.93	5.67	5.64
总资本收益率(%)	5.38	4.59	3.65
净资产收益率(%)	6.67	5.77	5.60
长期债务资本化比率(%)	19.43	20.51	34.82
全部债务资本化比率(%)	19.43	20.51	34.82
资产负债率(%)	26.67	24.50	37.48
流动比率(%)	1113.24	1992.40	2405.34
速动比率(%)	293.47	590.42	1092.61
经营现金流动负债比(%)	-186.31	-110.36	24.14
全部债务/EBITDA(倍)	3.49	4.34	9.27

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

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+应付票据+一年内到期的长期(非流动)负债

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

企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

银行间债券市场主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。