

# 跟踪评级公告

联合[2016] 945 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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十日



---

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 河润业	9 亿元	2014/12/03 2021/12/02	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 20 日

### 财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.07	8.51	0.23
资产总额(亿元)	41.32	52.86	52.52
所有者权益(亿元)	31.20	33.05	35.00
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	8.05	17.66	16.59
营业收入(亿元)	4.18	4.24	4.25
利润总额(亿元)	1.85	1.90	2.02
EBITDA(亿元)	1.86	1.90	2.02
经营性净现金流(亿元)	-2.29	0.52	-6.09
营业利润率(%)	5.67	5.64	5.73
净资产收益率(%)	5.77	5.60	5.59
资产负债率(%)	24.50	37.48	33.36
全部债务资本化比率(%)	20.51	34.82	32.16
流动比率(%)	1992.40	2405.34	5548.24
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	8.23
经营现金流动负债比(%)	-110.36	24.14	-655.53

### 分析师

崔俊凯 李毅婷

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，公司业务范畴明确且具有一定区域垄断性。跟踪期内，河源市经济平稳增长，财政实力持续增强，河源市政府对公司支持力度大，公司债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司资产中应收账款占比较大，回款时间不确定，对资金占用明显，土地开发成本占比较高且变现能力受到一定限制，对外融资需求大等因素对整体偿债能力带来不利的影响。

2015 年 2 月 5 日，根据国务院以国函[2015]35 号文件同意批复河源市高新技术开发区升级为国家高新技术产业开发区，实行国家高新技术产业开发区的政策，为公司发展提供良好的外部环境。未来，随着河源市和河源市高新技术产业开发区经济实力的不断增强，公司在河源市高新技术产业开发区基础设施建设实施力度加大，公司的收入规模有望持续增长。

“14 河源润业债/14 河润业”设置分期等额偿还条款，有助于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 河润业”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，河源市高新技术产业开发区经济实力快速发展，为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. 河源市高新技术产业开发区升级为国家级高新技术产业开发区，公司作为河源市人民政府在高新技术产业开发区重要的城市基础设施建设主体，业务范畴明确且具有一定区域垄断性。
3. 跟踪期内，公司持续获得河源市政府的财

政补贴。

4. 目前公司债务水平低，债务负担较轻，财务弹性良好。

#### 关注

1. 跟踪期内，公司在建项目投资规模大，政府对于已确认的回款支付情况差，公司经营获现能力较差，经营性净现金流持续为负。
2. 公司未来存在较大投资支出压力，对外融资需求大。
3. 公司资产中土地成本和应收账款占比较高，资产流动性较弱，对资金占用明显。
4. 公司2015年应收到河源市财政局2.90亿元土地出让金返还，但实际只收到7200万元。

## 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“14河源润业债/14河源润业”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 2015 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 2015 年底，公司资产总额为 52.52 亿元，所有者权益合计为 35.00 亿元。2015 年，公司实现营业收入 4.25 亿元，利润总额 2.02 亿元。

公司注册地址：河源市高新技术开发区高新二路 163 号创业服务中心大楼；法定代表人：林剑锋。

## 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，

工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，

外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

#### 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调整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监督管理的全程监控，将成为新趋势。

## 2. 河源市经济环境

### 区域概况

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。

### 经济环境

2015年，河源市完成地区生产总值（GDP）810.08亿元，按可比价格计算，比上年增长8.1%。其中，第一产业增加值93.71亿元，增长4.3%，第二产业增加值370.72亿元，增长8.5%，第三产业增加值345.65亿元，增长8.6%，三次产业结构由上年11.4:47.1:41.5优化调整为11.5:45.8:42.7，第三产业占比提高了1.2个百分点。

2015年，全市完成固定资产投资564.14亿元，比上年增长24.5%。其中，第一产业投资7.08亿元，增长61.7%；工业投资217.07亿元，

增长 16.3%；第三产业投资 339.97 亿元，增长 29.6%。

2015 年，河源市实现地方可控财力 297.86 亿元，比上年增加 18.72 亿元，增长 6.7%。其中，一般公共预算收入 67.48 亿元，同比增长 11.59%（包括税收完成 46.43 亿元，同比增长 11.26%），占地方可控财力 15.59%；转移支付和税收返还收入 205.86 亿元，占地方可控财力 69.11%；国有土地使用权出让收入 13.18 亿元，占地方可控财力的 4.42%。

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 2015 年底，河源市政府全部债务余额为 124.71 亿元，其中，政府直接债务为 118.81 亿元；截至 2015 年底，河源市政府债务率为 41.87%（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 2015年河源市地方财政状况（单位：万元）

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	674801.00	（一）直接债务余额	1188139.69
1. 税收收入	464269.00	1. 国债转贷资金	826.17
2. 非税收入	210532.00	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	2058591.00	3. 国内金融机构借款	338645.04
1. 一般性转移支付收入	1167161.00	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	212629.56
2. 专项转移支付收入	835110.00	4. 债券融资	489798.00
3. 税收返还收入	56320.00	（1）中央代发地方政府债券	389798.00
（三）国有土地使用权出让收入	131793.00	（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	113382.00	5. 其他（村级及其他单位借款）	358870.48
		（二）担保债务余额	117863.71
		1. 政府担保的国内金融机构借款	52424.57
		2. 政府担保的融资平台债券融资	
		3. 其他	65439.14
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2978567.00	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1247071.55
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			41.87%

资料来源：公司提供

### 3. 国家级河源市高新技术开发区概况

河源市高新技术开发区（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开发区，并于 2003 年 6 月正式挂牌成立。2015 年 2 月，国务院批准河源市高新区升级为国家级高新区。2015 年，河源市高新区实现工业总产值 480.04 亿元，占全市 1/3；规模以上工业企业 98 家，占全市的 18%；税收超千万企业 22 家，占全市的 1/3；园区实现规模以上工业税收 8.92 亿元，占全市规模以上工业税收的 1/3。截至 2016 年

3 月，河源市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。河源市高新区已成为拉动河源经济增长最重要的引擎。

总体来看，河源市今年来经济及财政实力稳步增长，且河源市高新区获批成为国家级高新区，为公司发展提供了良好的外部环境，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）、河源市高新技术开发区中央商务区滨江基础设施项目、河源市润业商务小区基础设施建设项目、河源市高新区战略性新型材料产业开发项目一期工程等项目以及河源市高新区三、四期区域内的基础设施建设，业务具有一定的区域垄断性。

截至2016年3月底，公司拥有1家全资子公司。

### 3. 公司人员情况

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化

### 4. 政府支持

2015年，根据河高财函[2015]9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1.79亿元计入营业外收入。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 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技术开发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。

2015年，公司主营业务收入4.25亿元，全部来源于工程收入。2015年，公司代理收入因下属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”）进行转型升级，故当年未形成收入。

2015年，公司工程项目业务因业务模式决定，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较为稳定，公司营业收入保持相对稳定。

表2 2013~2015年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015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	41772.78	99.89	9.09	42401.23	99.96	9.09	42520.01	100.00	9.09
代理收入	44.40	0.11	-42.28	17.50	0.04	-216.38	--	--	--
合计	41817.18	100.00	9.04	42418.73	100.00	9.00	42520.01	100.00	9.09

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 10% 的回购收益进行回购。2015 年，公司完工成本 3.86 亿元；公司工程建设确认收入 4.25 亿元。

表 3 2013~2015 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
2013 年	37975.26	41772.78
2014 年	38546.57	42401.23
2015 年	38654.55	42520.01
合计	115176.38	126694.02

资料来源：公司提供

2013~2015 年河源市人民政府与公司均确认了回购款金额，截至 2015 年底，应收账款余额为 15.26 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。2015 年，公司收到上述应收账款回款 1.54 亿元，其中 0.72 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；0.82 亿元原计入其他应付款，现已在 2015 年审计报告中调整，冲减“应收账款”，公司 2015 年实际收到 0.72 亿元的土地出让金返还。2015 年，公司确认工程建设收入 4.25 亿元，但未收到回款。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 2016 年 3 月底，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 25.44 亿元。

表 4 截至 2016 年 3 月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 2016 年 3 月底 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	2.25
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型材料产业开发项目一期工程	25.01	25.01	--	8.90
合计	52.60	46.22	6.38	25.44

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。目前，河源市高新区促进来料加工企业转型升级，引导企业建立自主品牌，各来料加工企业逐步实现不停产转型升级。相应先科代理公司根据河源市高新区企业的需求进行转型升级，故 2015 年未形成收入。

### 4. 未来发展

随着河源市高新区的快速发展，公司未来

主要发展规划为完善公司治理结构，提供核心竞争力，持续提升经营能力，多元化筹措资金，加快高新区的开发力度。公司将综合运用银行贷款、债券、融资租赁、信托等多种金融工具实现资金筹措多元化，确保资金的及时到位，使公司各项业务稳定快速发展。公司将完善河源市高新区战略性新兴材料开发项目、中兴通讯项目、中央商务区项目、润业商务小区项目等已开工项目后续建设，满足农夫山泉、中国五矿等公司的入区需求。

## 八、募集资金使用情况

“14 河源润业债/14 河润业”于 2014 年 12 月 3 日发行募集资金 9 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司所发 9 亿元募集资金已经使用 8.90 亿元。目前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已完成大部分征地拆迁，正在完善项目的市政基础设施配套建设。

## 九、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告，经上会会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年，公司合并范围无变化，

截至 2015 年底，公司资产总额为 52.52 亿元，所有者权益合计为 35.00 亿元。2015 年，公司实现营业收入 4.25 亿元，利润总额 2.02 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。2015 年，公司营业收入和营业成本分别为 4.25 亿元和 3.87 亿元，较上年变化不大。2015 年，公司营业利润 0.23 亿元，较上年增长 11.12%。

从期间费用来看，公司管理费用占比较高，2015 年期间费用 0.02 亿元，较上年变动不大，

主要由管理费用构成。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。

2015年，公司实现营业利润0.23亿元，较上年增长11.12%；公司营业外收入是主营业务的重要补充，2015年为1.79亿元；在营业外收入（全部为财政补贴）的补充下，2015年公司实现利润总额2.02亿元，较上年增长5.95%。

从盈利水平来看，2015年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.79%和5.59%，较上年同期总体变化不大。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，2015年，公司经营活动现金流入为2.81亿元，同比下降42.09%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金快速下降至0.72亿元，主要系受经济形势下行影响，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作为应收账款还款来源，上述土地未能如期出让，导致2015年的应收账款回款较少所致，收到其他与经营有关的现金快速下降至2.10亿元，主要系与其他企业往来款减少所致。2015年，公司经营活动现金流出8.90亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金6.56亿元，同比上升174.20%，主要系投入项目投资建设所致，支付其他与经营活动有关的现金2.33亿元，同比上升20.01%，主要系归还其他企业的往来款所致。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额-6.09亿元。收入实现质量方面，2015年公司现金收入比为16.85%，较上年下降6.77个百分点。总体看，收入实现质量较弱。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.19亿元，同比下降124.53%，全部由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金构成。

总体来看，跟踪期内，回购款到位不及时，

公司经营活动现金流入较往年快速下滑，公司收现质量较差。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

截至2015年底，公司资产总额52.52亿元，同比下降0.63%，较上年变化不大；其中流动资产占比98.08%，非流动资产占比1.92%。公司资产以流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产51.51亿元，同比下降0.64%。流动资产构成主要为应收账款（占29.63%）、其他应收款（占7.41%）和存货（占62.51%）。

跟踪期内，公司货币资金大幅下滑，2015年底公司货币资金为0.23亿元，同比下降97.25%，主要系负责工程项目多，加大对项目的投资建设所致。

跟踪期内，公司应收账款快速增长，2015年底应收账款15.26亿元，同比增长21.55%，全部为应收河源市财政局欠款，账龄在3~4年，账龄较长，回款时间不确定，对公司资金占用明显。由于欠款单位为河源市财政局，公司未计提坏账准备。

跟踪期内，公司其他应收款快速增长，2015年，其他应收款为3.82亿元，同比增长59.15%，主要由河源市高新区财政局和河源市高新技术开发区有限公司之间的往来款构成；其中，应收河源市高新区财政局2.67亿元，账龄在1年以内；应收河源市高新技术开发区有限公司1.14亿元，账龄在1~2年，账龄较短。其他应收款的单位主要为政府及企事业单位，公司未计提坏账准备。

跟踪期内，公司存货稳步增长，2015年，存货为32.20亿元，同比增长13.80%，主要系公司建设工程项目规模逐渐扩大，导致存货中的工程成本上升所致。存货构成中，主要为工程成本（占比22.17%）和土地开发成本（占比

77.83%)。公司不存在减值情形，故未计提存货跌价准备。

非流动资产方面，公司非流动资产主要表现为长期股权投资。

2015年，公司长期股权为1.00亿元，与上年保持一致，主要为对广东深河产业投资开发有限公司的投资（持股40.00%）。

跟踪期内，公司流动资产占比大，主要以存货和应收账款为主，且应收账款持续快速增长，账龄较长，回款时间不确定，对公司资金形成一定的占用；存货中土地开发成本占比较高且变现能力受到一定的限制，流动性弱。非流动资产规模不大，主要为长期股权投资。整体资产质量一般。

#### 负债及所有者权益

所有者权益方面，截至2015年底，公司所有者权益合计35.00亿元，较上年增长5.92%，主要来自未分配利润的增长。其中，实收资本（占5.71%）、盈余公积（占2.28%）、未分配利润（占20.42%）和资本公积（占71.59%）。截至2015年底，公司资本公积25.06亿元，主要为土地，其中账面价值23.08亿元的土地已用作于银行抵押借款。跟踪期内，公司所有者权益变动不大，稳定性较好。

负债方面，截至2015年底，公司负债总额为17.52亿元，同比下降11.57%；其中，流动负债占5.30%，非流动负债占94.70%。

流动负债方面，截至2015年底，受公司其他应付款大幅下降的影响，公司流动负债合计0.93亿元，同比下降56.93%，主要由应交税费（占92.79%）和其他应付款（占7.21%）构成。

截至2015年底，公司其他应付款快速下降至669.43万元，同比下降95.52%，主要系归还往来企业资金款所致。

非流动负债方面，截至2015年底，公司非流动负债16.59亿元，同比下降6.04%，主要由长期借款（占46.05%）和应付债券（占53.95%）构成。

截至2015年底，公司长期借款7.64亿元，

同比下降12.49%，主要由6.14亿元抵押借款和1.50亿元担保借款构成。

截至2015年底，公司应付债券8.95亿元，全部为公司发行的“14河源润业债/14河源润业”。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务为16.59亿元，较上年下降6.04%；全部为长期债务。

从债务指标看，截至2015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33.36%、32.16%和32.16%，同比分别下降4.12个、2.66个和2.66个百分点。

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较往年有所上升，公司债务规模有所下降，债务负担适宜；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

从短期偿债能力指标看，2015年公司流动比率和速动比率分别为5548.24%和2080.12%，同比大幅上升，但考虑到公司应收账款数额大且回款时间不确定，实际偿付能力低于指标值。受公司经营活动现金流量净额为负的影响，2015年底公司经营性现金流流动负债比大幅下降至-655.53%，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为2.02亿元，同比增长5.93%；全部债务/EBITDA为8.23倍，公司长期偿债能力较弱。但考虑到政府对公司的支持，公司整体偿债能力尚可。

2015年公司EBITDA对9亿元“14河源润业债/14河源润业”的倍数为0.22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河源润业”的0.31倍，经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖能力较弱。公司EBITDA和经营活动现金流入量对待偿还债券的保护程度较弱。

“14河源润业债/14河源润业”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。2015 年，公司 EBITDA 值对各期应偿还本金的覆盖倍数为 1.12 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 1.56 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对债券分期偿还本金保障能力尚可。

本期债券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设后标准厂房、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 2016 年 3 月底，募投项目仍处于在建状态，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 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得授信额度总量为 10.40 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 2016 年 6 月 17 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

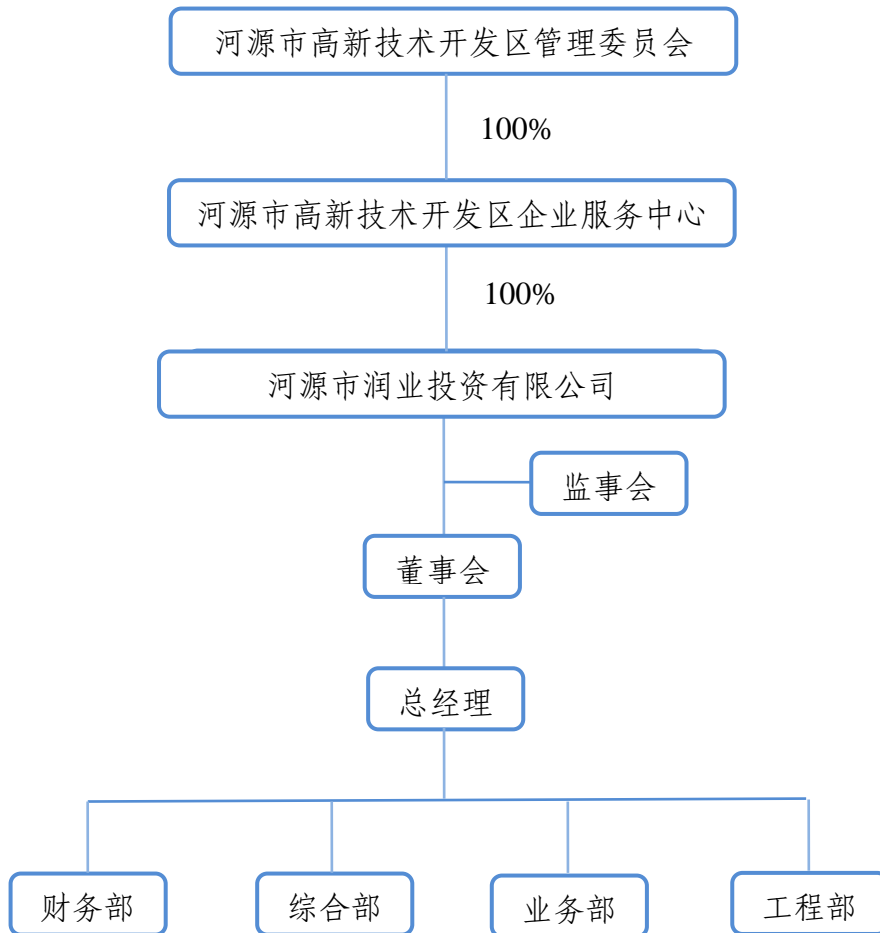
基于对公司自身经营和财务特点，以及河源市区域及财力状况、河源市人民政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

### 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 河源市润业投资有限公司

河源润业债/14 河源业”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	2013 年	2014 年	2015 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	0.07	8.51	0.23
资产总额(亿元)	41.32	52.86	52.52
所有者权益(亿元)	31.20	33.05	35.00
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	8.05	17.66	16.59
全部债务(亿元)	8.05	17.66	16.59
营业收入(亿元)	4.18	4.24	4.25
利润总额(亿元)	1.85	1.90	2.02
EBITDA(亿元)	1.86	1.90	2.02
经营性净现金流(亿元)	-2.29	0.52	-6.09
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	0.53	0.38	0.31
存货周转次数(次)	0.14	0.13	0.13
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.08
现金收入比(%)	0.11	23.62	16.85
营业利润率(%)	5.67	5.64	5.73
总资本收益率(%)	4.59	3.65	3.79
净资产收益率(%)	5.77	5.60	5.59
长期债务资本化比率(%)	20.51	34.82	32.16
全部债务资本化比率(%)	20.51	34.82	32.16
资产负债率(%)	24.50	37.48	33.36
流动比率(%)	1992.40	2405.34	5548.24
速动比率(%)	590.42	1092.61	2080.12
经营现金流流动负债比(%)	-110.36	24.14	-655.53
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	9.27	8.23



### 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	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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。