

跟踪评级公告

联合[2017] 1039 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
二零一七年六月二十三日



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2017年跟踪评级报告

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 2021/12/03	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	8.51	0.23	4.96
资产总额(亿元)	52.86	52.52	57.47
所有者权益(亿元)	33.05	35.00	36.41
长期债务(亿元)	17.66	16.59	19.98
全部债务(亿元)	17.66	16.59	19.98
营业收入(亿元)	4.24	4.25	3.19
利润总额(亿元)	1.90	2.02	1.46
EBITDA(亿元)	1.90	2.02	1.46
经营性净现金流(亿元)	0.52	-6.09	4.62
营业利润率(%)	5.64	5.73	6.60
净资产收益率(%)	5.60	5.59	3.87
资产负债率(%)	37.48	33.36	36.64
全部债务资本化比率(%)	34.82	32.16	35.43
流动比率(%)	2405.34	5548.24	5118.24
全部债务/EBITDA(倍)	9.27	8.23	13.69
经营现金流动负债比(%)	24.14	-655.53	426.11
EBITDA 利息倍数(倍)	2.72	1.80	1.47

分析师

崔俊凯 李衡

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

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，公司持续获得河源市政府有力的支持，受工程款回流大幅增加影响，公司当期的收现质量好，债务负担仍处于较低水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司土地开发成本占比较高且所持有土地用作抵押借款比率高，变现能力差；公司利润总额对财政补贴依赖性强，整体盈利能力弱等因素对整体信用水平带来不利的影响。但考虑到河源市对公司持续而有力的支持，有助于维持公司信用状况的稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14 河源润业债/14 河源业”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，且公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流净额对债券分期偿还本金保障能力较强。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，跟踪期内，公司持续获得河源市政府的财政补贴。
2. 跟踪期内，受工程款回流大幅增加的影响，公司收现质量有大幅提高。
3. 目前公司债务水平低，债务负担仍较轻，财务弹性良好。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量和公司经营活动产生的现金流量净额对债券分期偿还本金的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司收入结构单一，利润总额对财政补贴依赖性强，整体盈利能力弱。
2. 公司存货以土地开发成本为主，且所持有的土地用作于抵押借款比率高，变现能力差，整体资产质量一般。
3. 募投项目实际进度缓慢，截至目前为止，募投项目并未产生收入。联合资信将持续关注募投项目产生收入和土地出让金按期返还情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由河源市润业投资有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;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。

河源市润业投资有限公司跟踪评级报告

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2016年底，公司注册资本为20000万元。根据河源市机构编制委员会文件《关于成立市高新技术开发区服务机构的批复》河机编【2007】81号，河源市政府同意河源市高新技术开发区管委成立服务中心，并为正科级事

业单位。公司实质控制人为河源市高新技术开发区委员会。

公司经营范围：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2016年底，公司(合并)资产总额57.47亿元，所有者权益36.41亿元；2016年公司实现营业收入3.19亿元，利润总额1.46亿元。

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、存续期债券概况与募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续债券的募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金9.00亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续期债券利息。相关信息如下表：

表1 截至2017年3月底公司公司开发行债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行额度	债券余额	募集资金用途	募投项目完工进度	还本付息方式
“14河源润业债/14河源业”	9.00	9.00	河源市高新区战略性新兴产业项目一期工程	37%	每年付息一次，本金在存续期第三年至第七年，分别偿还20%

资料来源：公司提供

河源市高新区战略性新兴产业项目一期工程主要收入来源于标准厂房、宿舍和其他服务设施的出售、出租收入，以及返还的土地出让收入。

募投项目可供出售的标准厂房、宿舍和其他服务设施建设面积约31.10万平方米，计划2016年开始出售，两年内全部出售，总出售收入为12.35亿元；可供出租的标准厂房、宿舍

和其他服务设施建筑面积约为22.50万平方米，2015年开始出租，出租计算至2021年，2015年~2021年总出租收入为0.61亿元。2015~2021年，标准厂房、宿舍和其他服务设施的出售和出租收入预计为18.49亿元。

根据河源市人民政府《关于同意将A01-06等六宗用地未来出让收入用于市高新区战略性新兴产业开发项目一起工程的批复》

(河府函【2014】48号), 河源市人民政府将从 A01-06 等六宗土地未来的出让收入安排资金, 作为平衡河源市高新区战略性新型材料产业开发项目一期工程建设资金。上述土地共计 724351.88 平方米 (约 1086.56 亩), 其中工业用地 487351.09 平方米 (约 731.02 亩), 商住用地 237000.79 平方米 (约 355.50 亩), 于 2018 年开始出让, 出让期 4 年, 土地出让后开发支出等前期土地开发成本不从土地出让收入扣除, 扣除各项费用和税款后, 上述工业用地未来土地出让收入的 85% 返还至公司, 预计上述 2018~2021 年可返还的出让收入合计为 10.09 亿元。

总体看, 跟踪期内, 受募投项目的征地拆迁进展缓慢, 导致募投项目的标准厂房、宿舍和其他服务设施的出售和出租均暂未产生收入。联合资信将持续关注募投项目产生收入和土地出让金按期返还的情况。

四、宏观经济和政策环境

2016 年, 在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下, 全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下, 我国继续推进供给侧结构性改革, 全年实际 GDP 增速为 6.7%, 经济增速下滑趋缓, 但下行压力未消。具体来看, 产业结构继续改善, 固定资产投资缓中趋稳, 消费平稳较快增长, 外贸状况有所改善; 全国居民消费价格指数 (CPI) 保持温和上涨, 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) 持续回升, 均实现转负为正; 制造业采购经理指数 (PMI) 四季度稳步回升至 51% 以上, 显示制造业持续回暖; 非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上, 非制造业保持较快扩张态势; 就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年, 全国一般公共预算收入 15.96 万亿元, 较上年增长 4.5%; 一般公共预算支出 18.78 万亿元, 较

上年增长 6.4%; 财政赤字 2.83 万亿元, 实际财政赤字率 3.8%, 为 2003 年以来的最高值, 财政政策继续加码。2016 年, 央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 并灵活运用多种货币政策工具, 引导货币信贷及社会融资规模合理增长, 市场资金面保持适度宽松, 人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长, 产业结构继续改善。2016 年, 我国农业生产形势基本稳定; 工业生产企稳向好, 企业效益持续改善, 主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响; 服务业保持快速增长, 第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高, 服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳, 基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年, 我国固定资产投资 59.65 万亿元, 较上年增长 8.1% (实际增长 8.8%), 增速较上年小幅回落。其中, 民间投资增幅 (3.2%) 回落明显。2016 年, 受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地, 我国基础设施建设投资增速 (15.7%) 依然保持在较高水平; 楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用, 全国房地产开发投资增速 (6.9%) 较上年明显提升; 受经济下行压力和实体经济不振影响, 制造业投资较上年增长 4.2%, 增幅继续回落, 成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长, 对经济支撑作用增强。2016 年, 我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元, 较上年增长 10.4% (实际增长 9.6%), 增速较上年小幅回落 0.3 个百分点, 最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年, 我国居民人均可支配收入 23821 元, 较上年实际增长 6.3%, 居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看, 居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长; 受益于楼

市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设

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。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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。

2) 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、

非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3) 行业发展

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情

况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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，2016 年末全市常住人口 308.10 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

根据《2016 年河源市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，河源市实现地区生产总值（GDP）898.72 亿元，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 105.05 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 407.83 亿元，增长 9.9%；第三产业增加值 385.84 亿元，增长 8.4%。三次产业结构由上年的 11.6:45.7:42.7 调整为 11.7:45.4:42.9，产业结构仍以第二产业为主。

2016 年，河源市完成固定资产投资 652.29 亿元，比上年增长 15.6%。从三次产业看，第一产业投资 13.43 亿元，增长 89.7%；第二产业投资 252.67 亿元，增长 16.4%；第三产业投资 386.20 亿元，增长 13.6%。

2016 年，全市实现全社会工业增加值 405.74 亿元，比上年增长 9.5%。全市共有规模以上工业企业 600 家，比上年增加 70 家，其中年产值超 10 亿元的 28 家，实现规模以上工业增加值 377.17 亿元，比上年增长 10.1%，其中，民营企业工业增加值 239.05 亿元，增长 14.8%。从企业规模看，大型企业工业增加值 100.30 亿元，增长 5.2%，中型企业工业增加值 139.06 亿元，增长 7.9%，小型企业工业增加值 135.92 亿元，增长 15.8%，微型企业工业增加值 1.88 亿元，下降 1.3%。

地方财力

2016 年，河源市实现地方综合财力 300.40 亿元，同比增长 0.86%；河源市实现地方一般公共预算收入 68.89 亿元，同比增长 2.1%，占地方综合财力 22.93%，其中税收收入 45.13 亿元，占一般公共预算收入 65.51%；转移支付和税收返还收入 185.92 亿元，占地方综合财力 61.89%；国有土地使用权出让收入 33.86 亿元，占地方综合财力 11.27%。

从债务负担看，2016 年底，河源市债务仍以直接债务为主，政府债务余额 160.45 亿元，债务率为 53.41%。

总体看，跟踪期内，河源市整体经济持续发展，拉动地方综合财力增长，但仍以转移支付和税收返还为主，地方财力自给率偏低，政府债务负担处于适宜水平。

表2 2016年河源市地方财政状况（单位：万元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）地方一般公共预算收入	688934	（一）直接债务余额	1570449
1. 税收收入	451305	1. 国债转贷资金	753
2. 非税收入	237629	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	1859237	3. 国内金融机构借款	27632
1. 一般性转移支付收入	1083191	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	--
2. 专项转移支付收入	690929	4. 债券融资	1284449
3. 税收返还收入	85117	(1) 中央代发地方政府债券	1204449
(三) 国有土地使用权出让收入	338560	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	80000
(四) 财政专户收入	117304	5. 其他(村级及其他单位借款)	257614
		(二) 担保债务余额	68190
		1. 政府担保的国内金融机构借款	--
		2. 政府担保的融资平台债券融资	--
		3. 其他	68190
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	3004035	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1604544
债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100%			53.41%

资料来源：河源市财政局

3. 河源市国家级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。2016年,河源市高新区实现工业总产值544.2亿元,占全市31%;规模以上工业企业104家,占全市的17%;税收超千万企业25家,占全市的32%;园区实现规模以上工业税收9.3亿元,占全市规模以上工业税收的43%。截至2017年4月,河源市高新区拥有国家级高新技术企业32家、省级工程技术中心18家、市级工程技术中心35家。

总体看,河源市高新区已成为河源市整体经济增长的最重要引擎,未来随着高新区内企业陆续进驻,为公司发展提供了良好的外部环境。

六、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技术开发区管理管委会,公司实际控制人为河源市高新技术开发区管理管委会。

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

2016年,根据河源市高新技术开发区管理委员会财政局《关于划拨补贴的函》,根据基础设施建设改造项目的建设进度的需要,给予公司财政专项补贴支持,共计1.35亿元计入营业外收入。

七、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。

八、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业务，园区及生产基地工程项目建设业务产生的工程收入是目前公司收入的唯一来源。

2016年，公司实现工程收入3.19亿元，同比下降25.05%，主要系公司为减少与河源市

财政局的应收款项，当期减少与政府确认收入的工程数量，实现工程款回流所致。2016年，公司实现工程款回流9.11亿元。

2016年，公司工程收入毛利率为6.98%，较上年下降2.11个百分点，主要系营改增后，公司工程结算金额扣除增值税后对余额进行确认收入造成毛利率下降所致。

整体看，跟踪期内，公司为减少与河源市财政局的应收款项，当期减少与政府确认收入的工程数量，实现工程款回流，导致收入有所下滑，同时，公司受营改增的影响造成毛利率有所下滑，盈利能力弱，且公司收入结构单一，在不考虑河源市政府对公司持续的支持下，公司未来抗风险能力将进一步下降。

表3 2015~2016年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年		
	营业收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程收入	42520.01	100.00	9.09	31869.24	100.00	6.98
合计	42520.01	100.00	9.09	31869.24	100.00	6.98

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。2016年，公司完工成本2.96亿元；公司工程建设确认收入3.19亿元。

表4 2015~2016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
2015年	38654.55	42520.01
2016年	29644.56	31869.24
合计	68299.11	74389.25

资料来源：公司提供

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。具体还款安排计划为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年每年年底完成当年支付计划。根据河府函〔2014〕115号文件，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。2016年，公司收到上述应收账款回款 9.11 亿元，计入现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，并相应冲减公司的“应收账款”。

在公司建设工程项目方面，截至 2016 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 31.53 亿元。

表5 截至2016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 2016 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	5.25
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	--	9.30
合计	52.60	46.22	6.38	28.84

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. 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、中兴通讯等公司的入区需求。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016 年合并财务报告，该财务

报告经上会会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2016 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司(合并)资产总额 57.47 亿元，所有者权益 36.41 亿元；2016 年公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额 1.46 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 57.47 亿元，同比增长 9.43%；其中流动资产占比较上年小幅下降为 96.51%，非流动资产占比为 3.49%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产为 55.47 亿元，同比增长 7.67%。流动资产构成中货币资金占 8.95%、应收账款占 17.01%、其他应收款占 5.41%、存货占 66.47%和其他流动资产占 2.16%。

截至 2016 年底，受公司资金回流大幅增长和通过借款获得的现金的影响，公司货币资金

大幅上升至 4.96 亿元，其中银行存款占 99.99%。

截至 2016 年底，受代建工程款回流的影响，公司应收账款 9.43 亿元，同比下降 38.19%。公司应收账款全部为应收河源市财政局工程欠款，账龄均在 3 年以内。由于欠款单位为河源市财政局，回收风险低，公司未计提坏账准备。

截至 2016 年底，公司其他应收款 3.00 亿元，同比下降 21.33%，主要由河源市高新技术开发区管理委员会财政局、河源市高新技术开发有限公司和河源市土地交易中心等三家单位之间的往来款构成，其中应收河源市高新技术开发区管理委员会财政局往来款 1.91 亿元，账龄 1~2 年；应收河源市高新技术开发区有限公司往来款 1.09 亿元，账龄分别在 1 年以内、1~2 年和 2~3 年；应收河源市土地交易中心的保证金 5 万元，账龄在 1 年以内。公司其他应收款的欠款单位均为政府及企事业单位，回收风险较低，公司未计提坏账准备。

跟踪期内，公司存货不断增长，截至 2016 年底，公司存货为 36.87 亿元，同比增长 14.50%，主要系公司建设工程项目规模扩大，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 11.81 亿元和土地开发成本 25.06 亿元，其中土地开发成本全部为公司持有的土地，账面价值约 20.53 亿元土地已用作抵押借款，抵押比率 81.92%，公司土地抵押比率高。公司不存在减值情形，故未计提存货跌价准备。

跟踪期内，公司新增其他流动资产 1.20 亿元，主要是公司为提高资金利用率购买的理财产品。

非流动资产

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产 2.01 亿元，同比增长 98.90%，其中可供出售金融资产 2.00 亿元，占比 99.64%，主要为公司对广东深河产业投资开发有限公司的投资（持股比例 40%），公司不参与广东深河产业投资开发有限公司管理，故将 2016 年以前计入

的“长期股权”科目调整至“可供出售金融资产”的科目。

跟踪期内，公司资产总额稳步增长，资产构成仍以流动资产为主，受代建工程回款的影响，公司应收账款大幅下降，对资金的占用较往年有所改善；但流动资产中占比高的存货以工程施工成本和土地开发成本为主，且土地用作于抵押借款比率高，变现能力差，对公司整体的资产流动性有较大的影响，非流动资产规模不大，主要为可供出售金融资产，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

所有者权益方面，截至 2016 年底，公司所有者权益合计 36.41 亿元，同比增长 4.03%，主要来自未分配利润的增长，其中，实收资本占 5.49%、资本公积占 68.83%、盈余公积占 2.58% 和未分配利润占 23.10%。截至 2016 年底，公司资本公积 25.06 亿元，全部为公司所持有的土地，均已用作于抵押借款。跟踪期内，公司所有者权益变动不大，稳定性较好。

负债

负债方面，截至 2016 年底，公司负债总额 21.06 亿元，同比增长 20.22%；其中流动负债占比 5.15%，非流动负债占比 94.85%，公司债务结构以长期负债为主，符合行业特点。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 19.98 亿元，同比增长 20.41%，主要来自应付债券的增加。截至 2016 年底，公司长期借款 6.98 亿元，同比下降 8.64%，其中抵押借款 5.48 亿元，担保借款 1.50 亿元；公司应付债券 13.00 亿元，同比增长 45.21%，主要系公司于 2016 年 9 月 14 日成功发行 4 亿元“16 河源置业 PPN001”所致。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 19.98 亿元，同比增长 20.41%，全部为长期债务。从债务指标看，截至 2016 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 36.64%、35.43%和 35.43%，同比分别加 3.28 个、3.27 个和 3.27 个百分点。

总体看，负债结构仍以非流动负债为主，债务负担较往年有所增加，但仍处于较低水平，考虑到公司未来将持续通过融资手段对河源高新区进行开发建设，未来整体债务规模将进一步扩大。

4. 盈利能力

2016 年，公司全年实现营业收入 3.19 亿元，同比下降 25.05%，公司为减少与河源市财政局的应收款项，当期减少与政府确认收入的工程数量，实现工程款回流，导致收入有所下滑；营业成本同比下降 23.31%。2016 年公司营业利润率较上年增加 0.85 个百分点至 6.60%。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用同比增长 6.25%；期间费用率增长至 0.62%，其中公司管理费用占比仍旧较高，公司财务费用主要为银行存款利息收入，且利息支出大多资本化，故财务费用持续表现为负值。总体看，公司期间费用有所上升，但仍处于很低水平。

非经营性损益方面，2016 年，公司营业外收入 1.35 亿元，同比下降 24.52%，全部为财政补贴；公司实现利润总额 1.46 亿元，营业外收入占利润总额 92.47%，公司利润总额对财政补贴依赖性很大。

从盈利指标来看，2016 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 3.87%和 2.50%，同比分别减少 1.72 个和 1.29 个百分点。

总体看，跟踪期内，受公司与政府确认收入的工程数量较少的影响，全年营业收入较上年有较快的下滑，同时公司利润总额对财政补贴依赖度很高，整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，受公司往年代建工程回流的影响，公司经营活动现金流入大幅增长至 14.24 亿元，其中受工程款回流的影响，销售商品、提供劳务收到的现金到大幅增长至 9.11 亿元，收到其他与经营活动有关的现金

5.13 亿元（主要为财政补贴和与其他企业的往来款）。公司经营活动现金流出 9.62 亿元，同比增长 8.09%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 6.58 亿元，主要为公司的项目投资建设；支付其他与经营活动有关的现金 3.04 亿元，同比增长 30.25%。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 4.62 亿元，较 2015 年的-6.09 亿元改善明显。收入实现质量方面，2016 年，公司现金收入比大幅增长至 285.89%。总体看，跟踪期内，受政府代建工程的项目回流较多的影响，公司现金收入比较往年有大幅的提高，收入实现质量好。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动表现为净流出为 2.20 亿元，其中新增投资支付的现金 1.00 亿元，主要为增加对广东深河产业投资开发有限公司的投资；支付其他与投资活动有关的现金 1.20 亿元，主要为公司购买理财产品。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 5.46 亿元，全部为公司取得借款收到的现金，包括公司于 2016 年 9 月 14 日成功发行的 4 亿元“16 河源置业 PPN001”和 1.46 亿元的银行贷款。2016 年，公司筹资活动现金流出 3.15 亿元，其中偿还债务支付的现金 2.16 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 0.99 亿元。当期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.31 亿元。

总体来看，跟踪期内，受公司代建政府工程回流较大的影响，公司经营活动现金流入较往年有大幅的提高，当期的收现质量好。但考虑到公司的代建工程款回流受政府拨付的时间影响大，未来公司的回款情况能否持续将有待观察。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年公司流动比率和速动比率分别为 5118.24%和 1716.19，同比有所下降，但仍处于较高水平。2016 年，受公司代建工程项目回款的影响，公司流动负债

比由负转正为 426.11%，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，受公司整体营业收入下降的影响，2016 年公司 EBITDA 为 1.46 亿元，同比下降 27.63%；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.47 倍和 13.69 倍，公司长期偿债能力进一步下降。但考虑到政府对持续的公司财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司对外担保 1 笔，是对河源市鸿业建设投资有限公司（国有独资企业）贷款担保 2.50 亿元，期限 2017~2032 年，对外担保比率为 6.87%，担保比率低，公司或有负债风险可控。

截至 2016 年底，公司获得授信额度总量为 9.90 亿元，已使用的授信额度为 8.80 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。

7. 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 2017 年 6 月 12 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。

8. 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、存续债券偿债能力分析

公司发行的“14 河源润业债/14 河源业”募集资金为 9 亿元，截至 2016 年底，公司 EBITDA 为 1.46 亿元，对上述债券的覆盖倍数为 0.16 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和经营活动产生的现金流净额分别为 14.24 亿元和 4.62 亿元，分别对“14 河源润业债/14 河源业”募集资金 9

亿元的覆盖倍数为 1.58 倍和 0.51 倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖能力一般。

考虑到“14 河源润业债/14 河源业”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本金的 20%。根据债券的分期还款安排，债券发行后的第 3~7 个计息年度末，公司每年需偿还债券本金 1.80 元。2016 年，公司 EBITDA 对单年应偿还本金的覆盖倍数为 0.81 倍；同期公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金净额对单年应偿还本金的覆盖倍数为 7.91 倍和 2.57 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流净额对债券分期偿还本金保障能力较强。

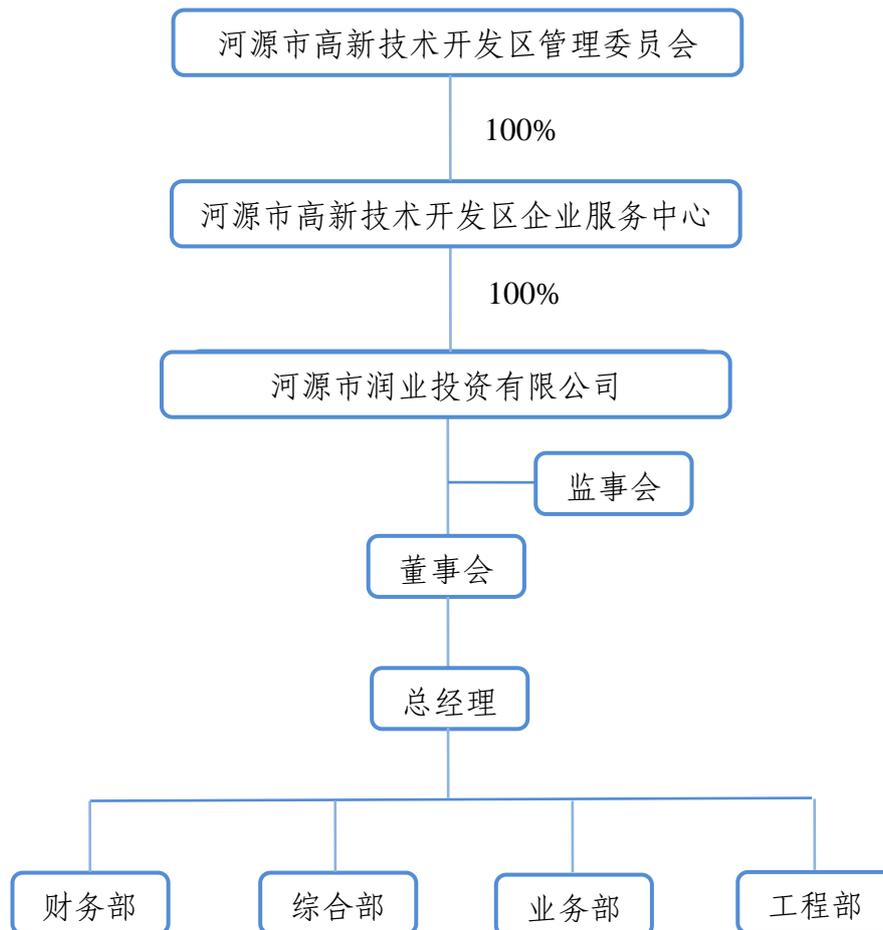
“14 河源润业债/14 河源业”主要偿债来源为募投项目河源市高新区战略性新兴产业开发项目一期工程项目建成后标准厂房、宿舍和其他服务设施的出售收入和出租收入及返还的土地出让收入。截至目前，募投项目仍处于在建状态，故未产生收入。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“14 河源润业债/14 河源业”募集资金合计 9 亿元保障能力一般；公司经营活动现金流入量和公司经营活动产生的现金流量净额对债券分期偿还本金的保障能力较强，分期偿还条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障“14 河源润业债/14 河源业”的按时兑付。

十一、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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.51	0.23	4.96
资产总额(亿元)	52.86	52.52	57.47
所有者权益(亿元)	33.05	35.00	36.41
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	17.66	16.59	19.98
全部债务(亿元)	17.66	16.59	19.98
营业收入(亿元)	4.24	4.25	3.19
利润总额(亿元)	1.90	2.02	1.46
EBITDA(亿元)	1.90	2.02	1.46
经营性净现金流(亿元)	0.52	-6.09	4.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.38	0.31	0.26
存货周转次数(次)	0.13	0.13	0.09
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.06
现金收入比(%)	23.62	16.85	285.89
营业利润率(%)	5.64	5.73	6.60
总资本收益率(%)	3.65	3.79	2.50
净资产收益率(%)	5.60	5.59	3.87
长期债务资本化比率(%)	34.82	32.16	35.43
全部债务资本化比率(%)	34.82	32.16	35.43
资产负债率(%)	37.48	33.36	36.64
流动比率(%)	2405.34	5548.24	5118.24
速动比率(%)	1092.61	2080.12	1716.19
经营现金流动负债比(%)	24.14	-655.53	426.11
全部债务/EBITDA(倍)	9.27	8.23	13.69
EBITDA 利息倍数(倍)	2.72	1.80	1.47

附件 3 主要财务计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
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	
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-营业税金及附加)/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 4-1 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 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

附件 4-3 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。