

信用等级公告

联合[2018] 1264 号

联合资信评估有限公司通过对河源市润业投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“14 河源润业债/PR 河源润业”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



河源市润业投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

| 债券名称 | 债券余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|-----------------|---------|------------|--------|--------|
| 14 河源润业债/PR 河源业 | 7.20 亿元 | 2021/12/03 | AA | AA |

本次评级展望 稳定

上次评级展望 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 25 日

财务数据

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 现金类资产(亿元) | 0.23 | 4.96 | 1.84 |
| 资产总额(亿元) | 52.52 | 57.47 | 55.35 |
| 所有者权益(亿元) | 35.00 | 36.41 | 37.89 |
| 短期债务(亿元) | 0.00 | 0.00 | 2.79 |
| 长期债务(亿元) | 16.59 | 19.98 | 13.22 |
| 全部债务(亿元) | 16.59 | 19.98 | 16.01 |
| 营业收入(亿元) | 4.25 | 3.19 | 3.25 |
| 利润总额(亿元) | 2.02 | 1.46 | 1.46 |
| EBITDA(亿元) | 2.02 | 1.48 | 1.53 |
| 经营性净现金流(亿元) | -6.09 | 4.62 | 0.87 |
| 营业利润率(%) | 5.73 | 6.60 | 6.00 |
| 净资产收益率(%) | 5.59 | 3.87 | 3.76 |
| 资产负债率(%) | 33.36 | 36.64 | 31.55 |
| 全部债务资本化比率(%) | 32.16 | 35.43 | 29.71 |
| 流动比率(%) | 5548.24 | 5118.24 | 1251.77 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.23 | 13.69 | 10.46 |
| 经营现金流流动负债比(%) | -655.53 | 426.11 | 20.39 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.80 | 1.38 | 1.45 |

分析师

孙宏辰 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,公司业务范围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在财政补贴方面的支持,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,公司土地抵押比率高,利润总额对财政补贴依赖性强,业务单一且整体盈利能力弱等因素对整体信用水平带来不利的影响。但考虑到公司获得持续有力的外部支持,以及公司定位和区域内竞争优势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14 河源润业债/PR 河源业”设置分期还本条款,有助于降低债券本息的集中偿付压力。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级 AA,“14 河源润业债/PR 河源业”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,河源市经济稳步增长,地方财力不断增强,为公司发展提供了较好的外部环境。
- 跟踪期内,作为河源市重要的城市基础设施建设主体,公司持续获得财政补贴。
- “14 河源润业债/PR 河源业”设置分期还本条款,有效降低债券本息的集中偿付压力。

关注

- 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。
- 公司存货以土地开发成本为主,且所持有的土地抵押比率高,变现能力差,整体资产质量一般。

3. 募投项目实际进度缓慢，跟踪期内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实现情况。

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;根据后续跟踪评级的结论,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债券“14河源润业债/PR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

跟踪期内，河源市润业投资有限公司（以下简称“公司”）股权结构及实际控制人未发生变化。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 20000 万元。公司实际控制人为河源市高新技术开发区委员会（股权结构见附件 1-1）。

跟踪期内，公司职能定位、经营范围、部门设置和其拥有的全资子公司未发生变化。

截至 2017 年底，公司资产总额 55.35 亿元，所有者权益 37.89 亿元；2017 年公司实现营业收入 3.25 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、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，由联合资信所评存续债券“14 河源润业债/PR 河源业”余额为 7.20 亿元，公司在跟踪期内已按时支付“14 河源润业债/PR 河源业”利息，并兑付本金 1.80 亿元。

“14 河源润业债/PR 河源业”募集资金用于河源市高新区战略性新型材料产业开发项目一期工程。截至 2017 年底，募投项目已完成 37.00%，已完成大部分征地拆迁工作；募集资金已经按募集资金用途全部使用完毕。

表 1 跟踪评级债券基本信息

| 名称 | 余额 | 到期兑付日 | 票面利率 |
|-----------------|---------|------------|-------|
| 14 河源润业债/PR 河源业 | 7.20 亿元 | 2021-12-03 | 6.20% |

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、

M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，

居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加

上政府性债务风险管控的加强,2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱,基础设施建设投资增速或将小幅回落;在高端领域制造业投资的拉动下,制造业投资仍将保持较快增长;当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续,房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下,居民消费将保持平稳较快增长;对外贸易有望保持较好增长态势,调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容,全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外,物价水平或将出现小幅上升,失业率总体将保持稳定,预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济

1. 城市基础设施建设

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者,但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下,地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿

投资刺激下,由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热,导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发【2014】43号,以下简称“《43号文》”)的颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,仅作为地方政府基础设施建设运营主体,在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下,财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号)对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务,并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后,国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理,弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性,而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

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

品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|-------------|--|---|
| 2017 年 4 月 | 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文 | 提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。 |
| 2017 年 5 月 | 《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文 | 规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则； |
| 2017 年 6 月 | 《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号） | PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品 |
| 2017 年 6 月 | 《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文 | （1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。 |
| 2017 年 7 月 | 全国金融工作会议 | 各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。 |
| 2017 年 11 月 | 《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号 | 对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。 |
| 2017 年 12 月 | 《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》 | 推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制 |
| 2018 年 2 月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。 |
| 2018 年 2 月 | 《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号 | 强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。 |
| 2018 年 3 月 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。 |
| 2018 年 4 月 | 《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号 | 及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。 |

资料来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景

下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的

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

2. 区域经济

河源市经济概况

根据《2017年河源市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，河源市实现地区生产总值（GDP）952.12亿元，同比增长5.1%。其中，第一产业增加值103.27亿元，同比增长4.6%；第二产业增加值399.74亿元，同比增长3.7%；第三产业增加值449.11亿元，同比增长6.6%。三次产业结构由上年的11.2:43.7:45.1调整为10.8:42.0:47.2，产业结构以第三产业为主。

2017年，河源市完成固定资产投资778.47亿元，同比增长19.3%。从三次产业看，第一产业投资28.20亿元，同比增长110.0%；第二产业投资269.53亿元，同比增长6.7%；第三产业投资480.73亿元，同比增长24.5%。

2017年，全市实现全社会工业增加值352.60亿元，比上年增长3.1%。全市共有规模以上工业企业623家，比上年增长23家，其中年产值超10亿元的22家，实现规模以上工业增加值320.34亿元，比上年增长3.2%。从企业规模看，大型企业工业增加值104.20亿元，增长2.6%，中型企业工业增加值99.97亿元，下降3.0%，小型企业工业增加值133.85亿元，增长8.9%，微型企业工业增加值2.50亿元，下降15.4%。

河源市财力方面，2017年，河源市一般预算收入71.19亿元，同比增长3.34%，其中税收收入46.75亿元，同比增长1.62%，国有土地使用权出让收入36.69亿元，同比增长8.36%，当年河源市地方综合财力303.71亿元，同比增长1.11%。2017年底，河源市直接债务余额181.27亿元，担保债务余额5.16亿元，地方政府债务

率60.75%。河源市债务负担较重。

河源市高新区概况

2017年，河源市高新区实现工业总产值566.5亿元，占全市35.3%；规模以上工业企业113家，占全市的18.1%；税收超千万企业21家；园区实现规模以上工业税收9.5亿元，占全市规模以上工业税收的42%。截至2018年3月底，河源市高新区拥有国家级高新技术企业38家，省级工程技术中心30家，市级工程技术中心15家。

公司是河源市重要的基础设施建设主体，与河源市的发展紧密性较强。跟踪期内，河源市及河源市高新区经济持续增长，财政实力稳步增强，持续为公司未来的发展提供良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是河源市重要的基础设施建设主体，在跟踪期内持续获得政府的财政补贴。2017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1.31亿元，计入营业外收入。

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2018年5月22日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用水平情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为河源市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，公司业务仍较为单一。

2017年，公司实现工程收入3.25亿元，同比小幅增长2.12%，主要系公司当年与河源市财政局确认工程量增长所致。2017年，公司实现工程款回流3.36亿元。毛利率方面，2017年，公司工程收入毛利率6.36%，较上年下降0.62个百分点，主要系当期公司负责河源供电局的土地平整项目毛利率较低所致。

跟踪期内，工程收入仍为公司唯一收入来源，确认工程量较多带动收入规模小幅增长，但毛利率依然较低。

表3 2016~2017年公司主营业务收入和毛利率构成情况

(单位: 万元、%)

| 项目 | 2016年 | | 2017年 | |
|-----------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 工程收入 | 31869.24 | 6.98 | 32545.38 | 6.36 |
| 合计 | 31869.24 | 6.98 | 32545.38 | 6.36 |

资料来源: 公司审计报告

2. 业务经营分析

根据河源市人民政府与公司签订的工程项目回购协议，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%（税前）的回购收益进行回购。2017年，公司完工成本3.06亿元；公司工程建设确认收入3.25亿元。

表4 2016~2017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 |
|-------|----------|----------|
| 2016年 | 29644.56 | 31869.24 |
| 2017年 | 30574.32 | 32545.39 |

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。2017年，公司收到上述应收账款回款3.36亿元，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”，截至2017年底，公司累计收到上述款项15.62元。

在建工程项目方面，截至2017年底，公司主要在建项目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30.84亿元。

跟踪期内，工程建的模式未发生变化；公司持续收到河源市政府的应收账款返还；公司主要在建工程持续持续推进，无新增重大项目，但在建项目待投资金额仍较大。

表5 截至2017年底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 资金筹措方案 | | 截至2017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 | 7.25 |
| 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兴产业产业开发项目一期工程 | 25.01 | 25.01 | -- | 9.30 |
| 合计 | 52.60 | 46.22 | 6.38 | 30.84 |

资料来源：公司提供

3. 未来发展

随着河源市高新区的发展，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产业开发项目、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. 财务概况

公司提供的2017年合并财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见审计结论。

截至2017年底，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额55.35亿元，所有者权益37.89亿元；2017年公司实现营业收入3.25亿元，利润总额1.46亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额55.35亿元，同比下降3.69%，其中，流动资产占95.97%，非流动资产占4.03%。

表6 2016~2017年公司主要资产构成情况表

（单位：亿元、%）

| 科目 | 2016年 | | 2017年 | |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产 | 55.47 | 96.50 | 53.12 | 95.97 |
| 货币资金 | 4.96 | 8.63 | 1.84 | 3.32 |
| 应收账款 | 9.43 | 16.41 | 9.42 | 17.02 |
| 存货 | 36.87 | 64.16 | 38.50 | 69.56 |
| 非流动资产 | 2.01 | 3.50 | 2.24 | 4.03 |
| 可供出售金融资产 | 2.00 | 3.48 | 2.20 | 3.97 |
| 资产总额 | 57.47 | 100.00 | 55.35 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

流动资产方面，2017年底，公司流动资产53.12亿元，同比下降4.24%，其中货币资金1.84亿元，同比下降62.87%，其中无受限资金；公司应收账款9.42亿元，较上年变化不大，均为河源市财政局拖欠公司的工程款；存货38.50亿元，同比增长4.43%，主要为公司土地资产（占67.97%）和开发成本（占30.03%），公司土地资产中账面价值20.53亿元已用于抵押借款，土地抵押比率为76.21%。

非流动资产方面，2017年底，公司非流动资产2.24亿元，同比增长11.39%，其中可供出售金融资产2.20亿元，同比增长10.00%，主要系公司对广东深河产业投资开发有限公司投资所致。

2017年底，公司受限资产均为土地资产抵押，占公司所有者权益54.18%，受限资产比例较高。

跟踪期内，公司资产构成以流动资产为主，应收账款占比仍较高，对资金占用较大，且土

地抵押比率高，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

所有者权益方面，2017年底，公司所有者权益37.89亿元，同比增长4.05%，主要来自未分配利润的增长，其中，实收资本占5.28%、资本公积占66.28%、盈余公积占2.64%和未分配利润占25.81%。2017年底，公司资本公积25.11亿元，全部为公司所持有的土地，大部分用于抵押借款。

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，构成主要为资本公积，稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额17.47亿元，同比下降17.07%，其中公司流动负债占24.30%，非流动负债占75.70%，公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2017年底，公司流动负债4.24亿元，同比增长291.56%，其中，公司新增一年内到期的非流动负债2.79亿元，分别由一年到期的长期借款0.90亿元和“14河源润业债/PR河源业”1.89亿元构成。

非流动负债方面，2017年底，公司非流动负债13.22亿元，同比下降33.82%，其中长期借款3.90亿元，同比下降44.13%，抵押借款0.70亿元，保证借款0.20亿元；公司应付债券9.32亿元，为“14河源润业债/PR河源业”和16华夏私募债的余额。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务16.01亿元，同比下降19.84%，其中短期债务占17.44%，长期债务占82.56%。从债务指标看，2017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31.55%、29.71%和25.87%，同比分别减少5.09个、5.72个和9.56个百分点。

根据公司提供的2018年到期债务说明，2018年，公司需偿还的债务为2.80亿元，2019

年要偿还的债务为4.60亿元，2019年是公司偿还债务的高峰期，联合资信将持续关注公司履行偿还债务的情况。

跟踪期内，公司负债结构仍以非流动负债为主，债务规模有所下降，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2017年，公司全年实现营业收入3.25亿元，同比增长2.12%，主要系公司当期与政府确认收入增多所致；营业成本同比增长2.80%。2017年公司营业利润率较上年减少0.60个百分点至6.00%。

从期间费用来看，2017年，公司期间费用476.87万元，同比增长139.58%；主要系公司投资所需的借款未资本化导致财务费用增加所致，公司期间费用率1.47%，较上年增加0.85个百分点，公司期间费用控制能力较强。

2017年，公司营业外收入1.31亿元，同比下降3.03%，均为政府补助，对公司利润总额的贡献为89.47%，公司对政府补助的依赖性很强。

从盈利指标来看，2017年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为3.76%和2.76%，同比分别变动-0.11个和0.23个百分点。

表7 2016~2017年公司盈利情况

(单位: 亿元、%)

| 项目 | 2016年 | 2017年 |
|----------|-------|-------|
| 营业收入 | 3.19 | 3.25 |
| 营业成本 | 2.96 | 3.05 |
| 营业利润 | 0.19 | 0.15 |
| 加: 营业外收入 | 1.35 | 1.31 |
| 利润总额 | 1.46 | 1.46 |
| 营业利润率 | 6.60 | 6.00 |
| 总资本收益率 | 2.54 | 2.76 |
| 净资产收益率 | 3.87 | 3.76 |

资料来源: 审计报告&联合资信整理。

跟踪期内，公司全年营业收入较上年有所增长，但公司利润总额对财政补贴依赖度很高，整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2017年，公司经营活动现金流入6.88亿元，同比下降51.65%，主要系当年政府回款下降所致；公司现金收入比103.36%，收现质量仍处于较好水平；公司经营活动现金流出6.02亿元，同比下降37.43%，系代建工程规模较上年有所下滑所致；公司经营活动产生的现金流量净额0.87亿元。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入1.22亿元，主要来自收回投资收到的现金1.21亿元，均来自银行理财产品到期收回资金所致；公司投资活动现金流出0.24亿元，同比下降89.09%，主要来自投资广东深河产业投资开发有限公司的资金；公司投资活动产生的现金流量净额0.98亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流出5.01亿元，同比增长59.05%，主要来自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增加所致；公司筹资活动现金流量净额-4.96亿元。

表8 公司现金流构成表（单位：亿元、%）

| 科目 | 2016年 | 2017年 |
|------------|--------|--------|
| 经营活动现金流入量 | 14.24 | 6.88 |
| 经营活动现金流出量 | 9.62 | 6.02 |
| 经营活动现金流量净额 | 4.62 | 0.87 |
| 现金收入比 | 285.89 | 103.36 |
| 投资活动现金流量净额 | -2.20 | 0.98 |
| 筹资活动现金流量净额 | 2.31 | -4.96 |

资料来源：审计报告&联合资信整理

跟踪期内，受政府回款进度影响，公司经营活动现金流入下降较快，整体收现质量较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为1251.77%和344.41%，较上年大幅下降，但仍处于较高水平。2017年，公司经营现金流动负债比降至20.39%，公司现金类资产是公司短期债务的0.66倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年公司

EBITDA为1.53亿元，同比增长3.13%；EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.45倍和10.46倍，公司长期偿债能力有所提高。同时考虑到政府对公司持续的财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能力较强。

截至2017年底，公司对外担保1笔，为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，担保比率为6.60%，担保比率低，公司或有负债风险可控。

截至2017年底，公司共获得授信额度7.50亿元，已使用的授信额度为4.80亿元，尚未使用的授信额度为2.70亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿债能力分析

公司发行的“14河源润业债/PR河源业”债券余额为7.20亿元，2017年，公司EBITDA为1.53亿元，对上述债券余额的覆盖倍数为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6.88亿元，对“14河源润业债/PR河源业”债券余额覆盖倍数为0.96倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖能力较弱。

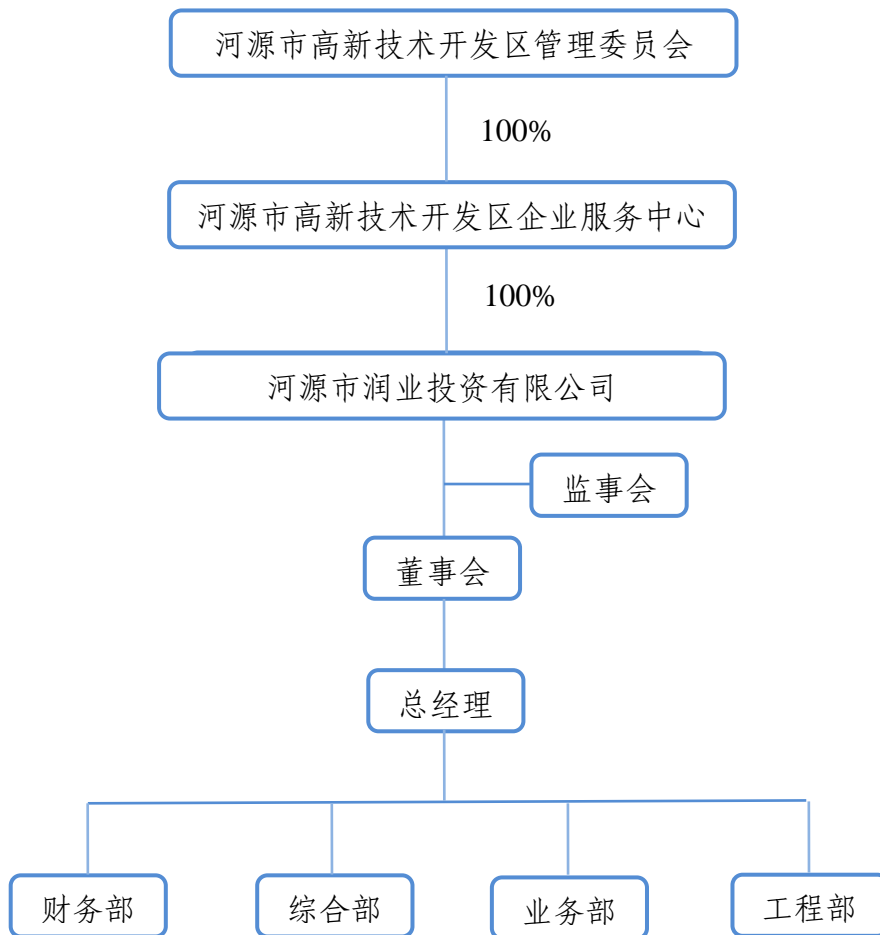
考虑到“14河源润业债/PR河源业”设置了分期偿还条款，在债券存续期的第3至第7个计息年度分别偿还本金的20%（1.80亿元）。2017年，公司EBITDA对单年应偿还债券本金的覆盖倍数为0.85倍；同期公司经营活动现金流入量对单年应偿还本金的覆盖倍数为3.82倍。公司经营活动现金流入量对债券分期偿还本金保障能力较强。

“14河源润业债/PR河源业”主要偿债资金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。截至目前，募投项目仍处于在建状态，故未产生收入。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“14 河源润业债/PR 河源润业”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2017 年底公司股权及组织结构图



附件 2 截至 2017 年底公司一级子公司情况表

| 企业名称 | 实收资本(万元) | 主营业务 | 持股比例 (%) |
|-----------------|----------|--------|----------|
| 河源市先科科技服务发展有限公司 | 1000.00 | 科技项目建设 | 100.00 |

附件 3 主要财务数据及指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 0.23 | 4.96 | 1.84 |
| 资产总额(亿元) | 52.52 | 57.47 | 55.35 |
| 所有者权益(亿元) | 35.00 | 36.41 | 37.89 |
| 短期债务(亿元) | 0.00 | 0.00 | 2.79 |
| 长期债务(亿元) | 16.59 | 19.98 | 13.22 |
| 全部债务(亿元) | 16.59 | 19.98 | 16.01 |
| 营业收入(亿元) | 4.25 | 3.19 | 3.25 |
| 利润总额(亿元) | 2.02 | 1.46 | 1.46 |
| EBITDA(亿元) | 2.02 | 1.48 | 1.53 |
| 经营性净现金流(亿元) | -6.09 | 4.62 | 0.87 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 0.28 | 0.26 | 0.35 |
| 存货周转次数(次) | 0.12 | 0.09 | 0.08 |
| 总资产周转次数(次) | 0.08 | 0.06 | 0.06 |
| 现金收入比(%) | 16.85 | 285.89 | 103.36 |
| 营业利润率(%) | 5.73 | 6.60 | 6.00 |
| 总资本收益率(%) | 3.79 | 2.54 | 2.76 |
| 净资产收益率(%) | 5.59 | 3.87 | 3.76 |
| 长期债务资本化比率(%) | 32.16 | 35.43 | 25.87 |
| 全部债务资本化比率(%) | 32.16 | 35.43 | 29.71 |
| 资产负债率(%) | 33.36 | 36.64 | 31.55 |
| 流动比率(%) | 5548.24 | 5118.24 | 1251.77 |
| 速动比率(%) | 2080.12 | 1716.19 | 344.41 |
| 经营现金流动负债比(%) | -655.53 | 426.11 | 20.39 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 8.23 | 13.69 | 10.46 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.80 | 1.38 | 1.45 |

附件 4 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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。