信用等级公告

联合[2018] 1590 号

联合资信评估有限公司通过对寿光市城市建设投资开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持寿光市城市建设投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 寿光城投 MTN001”、“17 寿光城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

寿光市城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 寿光城投 MTN001	3.20 亿元	2018/09/28	AA	AA
17 寿光城投 MTN001	5.00 亿元	2022/08/16	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 11 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.48	2.13	9.30	10.25
资产总额(亿元)	55.48	57.40	75.26	77.80
所有者权益(亿元)	22.49	23.33	24.23	24.46
短期债务(亿元)	9.49	12.62	12.20	13.10
长期债务(亿元)	17.50	14.81	28.02	31.02
全部债务(亿元)	26.99	27.43	40.22	44.12
营业收入(亿元)	6.72	5.66	5.86	1.69
利润总额(亿元)	0.90	0.84	0.91	0.24
EBITDA(亿元)	3.22	3.69	3.83	--
经营性净现金流(亿元)	-4.25	-2.27	1.48	0.43
营业利润率(%)	3.13	15.06	15.57	29.75
净资产收益率(%)	3.97	3.58	3.68	--
资产负债率(%)	59.46	59.36	67.81	68.57
全部债务资本化比率(%)	54.74	54.04	62.41	64.34
流动比率(%)	313.43	217.92	244.18	263.57
经营现金流动负债比(%)	-32.61	-13.20	7.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.38	7.44	10.49	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

唐立倩　张 铖

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

作为寿光市重要的城市基础设施建设和国有资产经营主体，跟踪期内，寿光市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）在政府补贴方面获得外部的大力支持；资产及营业收入规模有所提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务规模增长较快、自身盈利能力弱、土地抵押规模大和未来融资压力大等因素对公司的信用水平带来的不利影响。随着寿光市经济持续发展、公司持续获得外部支持以及房地产和土地增减挂钩业务的开展，公司未来经营有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 寿光城投 MTN001”、“17 寿光城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为寿光市重要的城市基础设施建设和国有资产经营主体，跟踪期内，在财政补贴方面获得外部的支持力度大。
2. 公司经营范围多元发展，随着房地产和土地增减挂钩业务的开展，收入规模有望提升。

关注

1. 公司资产以存货及应收类款项为主，跟踪期内，公司账面上用于抵押的土地资产规模大，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司自身盈利能力弱，期间费用对公司利润侵蚀严重，利润总额对补贴收入的依赖度高。
3. 跟踪期内，公司在建项目投资较大，未来融资压力大；有息债务规模增长较快，短期偿债压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要寿光市城市建设投资开发有限公司（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。

寿光市城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于寿光市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”或“寿光城投”）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、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为寿光市城市基础设施建设投资管理中心（以下简称“建投中心”），实际控制人仍为寿光市人民政府。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.50 亿元。

公司是寿光市重要的城市基础设施建设主体和国有资产经营主体。跟踪期内，公司营业范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司本部内设财务部、金融部、发展规划部、招标采购部、成本控制部等 11 个职能部门；公司合并范围子公司 22 家；合并口径在职员工 362 人。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 75.26 亿元，所有者权益 24.23 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2017 年公司实现营业收入 5.86 亿元，利润总额为 0.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 77.80 亿元，所有者权益 24.46 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 1.69 亿元，利润总额 0.24 亿元。

公司注册地址：寿光市商务小区 4 号楼 461 室；公司法定代表人：刘子兴。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司存续债券为“15 寿光城投 MTN001”和“17 寿光城投 MTN001”，待偿债券余额分别为 3.20 亿元和 5.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，“15 寿光城投 MTN001”募集资金 3.20 亿元已全部投入寿光市城区热力管网改造项目（二期）建设，募投项目已完成投资 4.25 亿元，项目建设进度 55%；“17 寿光城投 MTN001”已按照规定用途全部偿还银行借款。跟踪期内，公司已按期支付存续期债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表 1　跟踪债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 寿光城投 MTN001	3.20	3.20	2015/09/28	3 年
17 寿光城投 MTN001	5.00	5.00	2017/08/16	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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。

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。

（2）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年以来与城投企业相关的主要政策

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》	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

	发改办财金【2018】194 号	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。

资源来源：联合资信综合整理

（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 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。

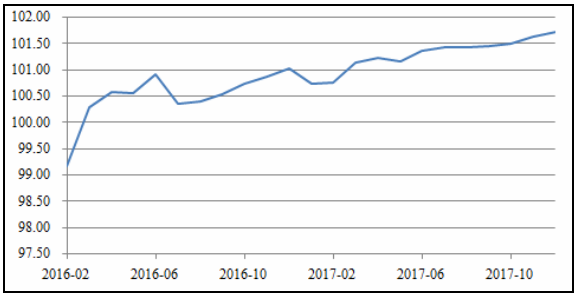
综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态

势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为

房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

（4）政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进

棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域经济

寿光市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资规模较大，房地产开发投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据寿光市统计局公开数据显示，经初步核算，2017 年寿光市完成地区生产总值（GDP）866.7 亿元，按可比价计算，同比增长 6.0%。其中，第一产业增加值 102.1 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 346.3 亿元，同比增长 5.6%；第三产业增加值 418.4 亿元，同比增长 6.9%。一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 7.8%、40.9%和 51.3%，分别拉动 GDP 增长 0.4、2.5 和 3.1 个百分点。三次产业结构比由上年的 11.4：42.5：46.1 调整为 11.8：40.0：48.2，三产比重同比提高 2.1 个百分点。

固定资产投资方面，2017 年，全市完成固定资产投资 546.7 亿元，其中，计划投资过亿元项目 293 个，完成投资额 383.7 亿元；计划投资过五千万元项目 343 个，完成投资额 402.0 亿元；计划投资过五百-五千万元项目 435 个，完成投资额 144.6 亿元。实际投资过亿元项目 122 个，完成投资额 325.6 亿元；实际投资过五千万元项目 200 个，完成投资额 381.2 亿元。

房地产方面，2017 年，全市房地产开发投资 68.2 亿元，同比增长 11.0%。房屋施工面积 832.5 万平方米，同比下降 3.3%。商品房销售面积 130.0 万平方米，同比增长 6.8%；商品房销售额完成 51.5 亿元，同比增长 11.4%。商品房现房待售面积 64.7 万平方米，同比下降 28.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为建投中心，实际控制人仍为寿光市人民政府。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.50 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司人事变动属于正常变动，未对公司经营及管理等方面产生重大不利影响。

跟踪期内，根据公司股东作出的决定，对公司董事会作出调整，董事会成员由于效康、陈素凤、葛翠玲、成盛、张真变更为刘子兴、郑灿荣、张文利、张晓东、李益健、陈素凤；刘子兴接替于效康担任公司总经理，于效康担任公司副总经理；公司原财务负责人因个人原因离职，临时任命陈素凤担任财务负责人。

刘子兴，男，1970 年 10 月出生，毕业于山东农业大学，中共党员，硕士，经济师。曾任寿光县建委村镇科职员、寿光市建委乡村建设规划科职员、寿光市建委办公室主任、寿光市城市管理执法监察大队主任、寿光市城市基础设施建设投资管理中心副主任、党

委书记；2017 年 12 月起，任公司董事长兼总经理，并担任公司法定代表人。

于效康，男，1980 年 12 月出生，毕业于东北林业大学，中共党员，硕士。曾任山东省晨鸣纸业有限公司职员、寿光腾达物流有限公司任副经理、寿光市侯镇项目区职员、公司副总经理、公司董事长兼总经理；2017 年 12 月起，任公司副总经理。

陈素凤，女，1977 年 10 月出生，毕业于山东大学。于 2001 年 2 月至 2007 年 10 月在建设银行寿光支行工作；2007 年 11 月至 2010 年 4 月在寿光市弥河水务有限公司工作；2010 年 5 月至今任任公司融资部部长，现兼任财务负责人，并担任董事会职工董事。

截至 2018 年 3 月底，公司在职员工共 362 人，从文化程度看，高中及以下占 38.00%，大专及以上占 62.00%；从拥有职称看，工程类职称 52 人，财会类职称 33 人；从年龄结构看，30 岁以下的占 51.00%，30~50 岁的占 44.00%，50 岁以上占 5.00%。

3. 外部支持

跟踪期内，寿光市综合财力有所增长，财政实力较强；公司在政府补助方面获得外部的大力支持。

2017 年，寿光市综合财力 155.57 亿元，同比增长 10.47%，财政实力较强。从构成看，一般公共预算收入 90.31 亿元，占综合财力比重 58.05%。其中，税收收入 67.35 亿元，非税收收入 22.96 亿元，税收收入占一般公共预算收入比重 74.58%，财政收入质量一般。上级补助收入 19.61 亿元，同比减少 3.54%；政府性基金收入 35.02 亿元，同比增长 46.00%。

2017 年，寿光市一般公共预算支出 95.46 亿元，同比小幅下降。其中，一般公共服务支出、教育支出等四项刚性支出占 53.40%，财政支出弹性尚可。

2017 年，寿光市政府财政自给率 95.61%，财政平衡能力尚可。

公司作为寿光市内重要的城市基础设施建设实体，跟踪期内，公司在基础设施、取暖费等方面，获得财政补助 2.89 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（G1037078300053540V），截至 2018 年 5 月 29 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。

截至 2018 年 7 月 6 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构有所变化，管理制度等其他方面无重大变化，且执行情况良好。

跟踪期内，公司设立监事会，成员 5 人，由职工代表大会选举 2 名，由股东聘任 3 名，监事任期每届 3 年，届满可连选连任。

跟踪期内，公司管理制度等其他方面无重大变化，且执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务范围仍呈多元化发展，受房地产业务收入扩大影响，公司整体收入规模同比有所提升，但毛利率同比小幅下降。

公司作为寿光市重要的城市基础设施建设主体和国有资产经营主体，主营业务包括城市基础设施建设、房地产开发、供暖、土地转让、土地增减钩挂等。

2017 年，公司实现营收入 5.86 亿元，同比增长 3.47%，主要系房地产收入增加所致。从收入构成看，公司各板块业务同比均有所变化，其中基础设施建设、房地产和供暖业务合

计占 53.58%；公司土地增减挂钩业务占比有所下降，其他子公司业务占比有所上升。

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率为 23.04%，同比下降 1.58 个百分点，主要受其他子公司业务毛利率影响。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.69 亿元，相当于 2017 年的 28.84%。公司综合毛利率为 29.59%，较 2017 年底有所增长，系房地产业务开始进入收益期以及其他子公司业务毛利率增加所致。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
础设施建设收入	1.61	28.45	16.67	0.72	12.36	12.50	0.15	8.88	11.48
房地产收入	0.96	16.96	-25.08	1.49	25.45	6.71	0.07	4.14	42.85
供暖收入	0.70	12.37	11.57	0.92	15.77	19.57	0.59	34.91	19.83
土地增减挂钩收入	0.77	13.60	77.41	0.51	8.62	76.47	0.30	17.75	75.02
其他子公司收入	1.09	19.26	30.07	1.52	26.00	8.55	0.44	26.04	18.59
其他业务收入	0.54	9.54	67.79	0.69	11.80	65.22	0.14	8.28	63.15
合计	**5.66**	**100.00**	**24.62**	**5.86**	**100.00**	**23.04**	**1.69**	**100.00**	**29.59**

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务回购项目未发生变化，待回购金额不大，且暂无在建项目，未来该业务收入可能有所下降。

公司作为寿光市基础设施建设投融资主体，承担寿光市内部分基础设施建设任务，其经营模式采用委托代建形式，市政府按照公司投入的工程建设成本加成 20%比例拨付给公司，作为公司工程建设收入。

跟踪期内，公司已完成的项目包括企业家总部群 3 号楼、两馆一中心项目和滨河大道项目，总投资额 5.92 亿元，截至 2018 年 3 月底已回购 5.86 亿元，剩余回购的时间尚未确定。目前，公司暂无在建的基础设施建设项目，未来该业务收入可能有所下降。

表 4　2015~2018 年 3 月公司已完工基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	回购期间	投资额	截至 2018 年 3 月底已回购金额
企业家总部群 3 号楼	2011.08-2015.06	2015.06-2022.06	16477.26	14777.92
两馆一中心项目	2011.05-2015.06	2015.06-2022.06	31003.94	35269.48
滨河大道项目	2013.12-2015.06	2015.06-2022.06	11680.78	8543.59
合计	--	--	**59161.98**	**58590.99**

资料来源：公司提供

（2）房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务收入增长较快，受政府补偿影响，该业务毛利率由负转正；公司剩余可供销售面积较大，未来收入有望保持增长；公司在建项目未来投资规模较大，存在一定的融资压力。

公司房地产业务的经营主体为公司本部。跟踪期内，公司主要在建的项目为五星花园、锦绣城一期、康复中心、太阳城养老等，其中康复中心为出租项目，其余均为销售项目。截至 2018 年 3 月底，公司房地产项目总投资额 37.67 亿元，已投资额 19.20 亿元，已销售面积 25.66 万平方米，累计获得销售收入 8.14 亿元。2017 年，公司房地产业务毛利率为 6.71%，由负转正，主要系景新园保障房项目政府对销售价格与成本之间的差额部分给予补偿所致。

公司房地产板块主要项目情况如下表所

示，其中在建的西刘棚户区房地产项目具体运营模式为：公司为西刘村提供安置房开发建设，西刘村为公司提供商业开发土地，采用以地置换的模式进行开发，商业开发用房由公司自行销售，用销售收入覆盖前期西刘村安置房投资资金。截至 2018 年 3 月底，公司剩余可供销售面积较大，未来收入有望保持增长。公司在建项目未来投资规模较大，存在一定的融资压力。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要房地产项目及房产销售情况（单位：万元、年、万平方米、元/平方米）

项目		总投资金额	截至 2018 年 3 月已投资额	是否完工	可供销售面积	销售单价	已销面积	2017 年确认收入	2018 年 1~3 月确认收入	累计销售金额
商业	五星广场	11787.15	19477.36	是	11.40	--	0.06	197.2	41.86	8705.44
	五星大厦	45000.00	41275.76	是	5.19	4200.00	1.73	3219.93	378.72	7288.97
住宅	五星花园			是	5.67	2466.37	5.65	177.92	139.26	17683.48
	兰亭香苑	8000.00	10619.71	是	3.28	2957.33	3.01	1133.58	-	9104.03
	锦绣城一期	24897.00	14777.91	是	4.31	3103.08	3.50	72.22	81.54	11299.85
	学景花园	2000.00	3741.84	是	2.21	1816.55	1.87	1466.07	-	4409.7
	西刘安置房	30000.00	27666.49	否	10.44	2787.00	3.78	3755.67	-	10531.02
	东景花园	40000.00	12355.83	否	13.43	--	--	--	--	--
	景新园一期	30700.00	22187.12	是	6.79	2206.43	6.06	4871.72	20.17	12291.32
	昌鸿新达城	16000.00	19112.67	是	3.65	4300.00	-	-	-	--
养老地产	康复中心	31000.00	8543.7	否	--	--	--	---	--	--
	太阳城养老	137319.00	12217.74	否	3.05	--	--	--	--	--
合计		**376703.15**	**191976.13**		**69.42**	**--**	**25.66**	**14894.31**	**66.55**	**81395.35**

注：住宅中仅景新园一期为保障房；养老地产中康复中心为出租项目。
资料来源：公司提供

（3）供暖业务

跟踪期内，受新建小区影响，公司供暖收入同比稳定增长；业务实施主体金惠热力在当地市场中竞争地位较强，公司该业务收入将有望保持稳定增长。

公司供暖业务经营主体是公司全资子公司金惠热力，目前管理范围覆盖寿光市中东部城区，是当地四大供热公司中供热能力最强的企业，在寿光地区市场份额占 50%以上，具有一定专营地位。

公司供暖业务收入由供暖费和配套费两部分组成。供暖费主要受当期供热价格及供热入网面积影响，收费基准分为两种。其一，旧小区以面积为基准，公司根据《关于调整寿光市城区集中供热价格的通知》寿价格发【2015】14 号，按 22.50 元/平方米收取供暖费；其二，新小区以实际使用流量为基准，公司按照 56 元/吉焦收取供暖费。配套费收入是金惠热力对供热区域进行供热管道铺设等供热基础设施建设而向房产公司一次性收取的配套收费，收费标准为 32 元/平方米。跟踪期内，随着新建小区增加，公司供热入网面积和配套面积均增长较快。2017 年，公司供暖业务收入为 0.92 亿元，同比增长 0.22 亿元；受燃料价格变动及审计对成本结转调整的影响毛利率有所上升，2017 年为 19.57%。

表 6　公司供热情况（单位：元/平方米、万平方米）

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
每供热期供热价格	22.50	22.50	22.50
供热入网面积	460.00	560.00	560.00
配套费	32.00	32.00	32.00
配套面积	17.70	67.59	0.00

资料来源：公司提供

（4）土地增减挂钩业务

跟踪期内，公司土地增减挂钩全部来自拆除盐田，该业务毛利率保持在高水平，系公司收入和利润的重要补充。

公司土地增减挂钩业务由公司本部负责。公司土地增减挂钩业务主要包括两个方向：一是将废弃盐田进行拆除，复垦为耕地，以新增的耕地面积置换建设用地指标，由国土局进行指标出让；二是对原村庄的宅基地进行拆除，在原址或异地进行安置，腾出空地复垦为耕地，新增耕地面积可置换建设用地指标，由国土局进行出让赚取收益。

跟踪期内，公司土地增减挂钩业务全部来自拆除盐田。2017 年和 2018 年一季度，公司拆除盐田后使用指标面积分别为 168.17 亩和 101.04 亩，分别实现收入 0.51 亿元和 0.30 亿元，全部款项已收回。由于拆除盐田投入成本较低，跟踪期内，公司该业务的毛利率保持在高水平，系公司收入和利润的重要补充。截至 2018 年 3 月底，公司正在整理的土地拆旧面积 331.16 平方米，复垦面积 311.47 平方米。2018 年公司复垦区域将主要来自村庄的拆旧-安置-复垦，复垦面积预计 737.70 亩。因拆除村庄的成本将高于拆除盐田的成本，未来该业务毛利率预计将下降一半左右。

3. 未来发展

公司未来仍坚持多元化发展；在建和拟建项目未来投资规模较大，存在较大的融资压力。

公司未来仍然坚持以基础设施建设业务、房地产业务和供暖业务为主的多元化发展格局。截至 2018 年 3 月底，公司在建项目主要以太阳城养老、东景花园等房地产项目为主，总投资 32.89 亿元，已投资 12.76 亿元；拟建项目为经济开发区实验学校、金光街大桥和寿光大学科技园三个项目，总投资 13.94 亿元，其中金光街大桥为基建项目，其余为自持项目。公司未来投资规模较大，存在较大的融资压力。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	工期	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	计划投资		
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
在建项目						
供热管网工程	2010~2013	4.46	4.25	0.12	--	--
康复中心	2015~2017	3.10	0.85	0.64	0.72	--
太阳城养老	2014~2018	13.73	1.22	0.12	0.24	
西刘棚户区（安置）	2013~2017	3.00	2.77	0.23	--	--
东景花园	2016~2018	4.00	1.24	0.42	0.68	0.65
潍坊科技学院五专部	2017~2018	3.50	1.96	1.00	-	-
企业家总部群 22 号楼	--	1.10	0.47	0.63	--	--
小计	--	**32.89**	**12.76**	**3.16**	**1.64**	**0.65**
拟建项目						
经济开发区实验学校	2018-2020	1.50	--	0.29	0.5	0.6
金光街大桥	2018-2019	4.20	--	1.00	1.00	1.00
寿光大学科技学院	2018-2020	8.24	--	1.88	1.50	1.50
小计	--	**13.94**	--	**3.17**	**3.00**	**3.10**
合计	--	**46.70**	**12.39**	**6.78**	**4.64**	**3.75**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围新增 7 家子公司。考虑到新增子公司规模较小，财务数据可比性较强。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围子公司 22 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，其中应收款项及存货占比高，且用于抵押的土地资产规模较大，公司资产流动性较弱。

2017 年底，公司资产总额 75.26 亿元，同比增长 31.11%，主要系货币资金、应收账款、其他应收款和投资性房地产增加所致。2017 年底，公司流动资产占 67.84%，非流动资产占 32.16%。

表8 公司主要流动资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.11	3.67	9.24	12.28	9.96	12.80
应收账款	5.79	10.08	8.05	10.70	7.59	9.75
其他应收款	6.25	10.89	10.44	13.88	11.40	14.65
存货	22.03	38.38	21.77	28.92	22.27	28.62
流动资产	**37.53**	**65.38**	**51.05**	**67.84**	**53.30**	**68.51**
投资性房地产	5.59	9.73	8.43	11.20	8.48	10.90
固定资产	8.15	14.19	7.84	10.41	7.81	10.04
无形资产	3.62	6.31	4.11	5.46	4.09	5.26
非流动资产	**19.87**	**34.62**	**24.21**	**32.16**	**24.50**	**31.49**
资产总计	**57.40**	**100.00**	**75.26**	**100.00**	**77.80**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 51.05 亿元，同比增长 36.04%。公司货币资金 9.24 亿元，同比增长 338.77%，其中其它货币资金 4.43 亿元为被质押的定期存款。公司应收账款为 8.05 亿元，同比增长 39.10%，主要系应收基础设施项目回购款增加所致。公司应收账款 1 年以内的占 35.24%、1~2 年占 40.25%、2~3 年的占 24.36%、3 年以上的占 0.15%，整体账龄较短；公司应收账款前五名金额合计 7.65 亿元，占比 94.90%，集中度很高，主要系应收寿光市财政局的 BT 回购款和其它公司的土地款等，回收风险较小。公司其他应收款为 10.44 亿元，同比增长 67.03%，主要系保证金、预交土地款和拆迁补偿款增加所致。公司其他应收款前五名合计 9.50 亿元，占比 87.95%，集中度很高。公司存货为 21.77 亿元，同比下降 1.19%，构成同比变化不大，其中土地存货 11.11 亿元，用于债务抵押的土地账面价值 5.92 亿元；开发成本 8.84 亿元，同比增长 51.83%，主要系土地增减挂钩业务及东景花园、昌鸿新达城、潍坊科技学院五专部等项目投入增长所致。

2017 年底，公司非流动资产为 24.21 亿元，同比增长 21.80%。公司投资性房地产为 8.43 亿元，同比增长 50.90%，主要系公司五星大厦和五星广场由存货转入所致。公司用于债务抵押的投资性房地产 3.36 亿元，包括房屋建筑物 2.66 亿元和土地使用权 0.69 亿元。公司固定资产为 7.84 亿元，同比下降 3.81%，主要是房屋及建筑物。公司无形资产为 4.11 亿元，同比增长 13.59%，主要系土地使用权增加所致；其中用于债务抵押的土地

使用权 1.98 亿元。

土地资产方面，2017 年底，公司存货中土地资产 11.11 亿元，投资性房地产中土地资产 0.69 亿元，无形资产中的土地资产 4.11 亿元，合计 15.91 亿元。其中，用于抵押的土地账面价值合计为 11.15 亿元。用于抵押的土地占公司账面上土地资产总额的 70.82%，资产流动性较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 77.80 亿元，较 2017 年底略有增长，主要系货币资金、预交的税金及保证金、房地产项目追加投资增加所致。公司受限资产 16.21 亿元，占公司资产总额 21.54%，系质押存单 4.41 亿元和用于借款抵押的各类土地资产 11.80 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定；随着项目投资规模的扩大，公司有息债务规模快速增长，以长期债务为主，债务负担较重；未来随着在建项目的投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益为 24.23 亿元（含少数股东权益 0.20 元），同比增长 3.85%。公司实收资本 1.50 亿元，同比未发生变化。公司资本公积为 14.89 亿元，同比保持相对稳定；公司未分配利润为 6.88 亿元，同比增长 13.74%。

2017 年底，公司负债总额为 51.03 亿元，同比增长 49.78%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

表9 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.81	8.25	2.75	5.39	3.80	7.12
应付账款	3.08	9.03	3.69	7.23	2.28	4.28
预收款项	0.68	1.98	2.65	5.19	3.00	5.62
一年内到期的非流动负债	9.81	28.79	7.15	14.01	7.15	13.40
流动负债	**17.22**	**50.54**	**20.91**	**40.98**	**20.22**	**37.90**
长期借款	5.23	15.35	9.90	19.40	9.90	18.56
应付债券	9.58	28.12	18.12	35.51	21.12	39.59
长期应付款	2.04	5.99	2.10	4.12	2.10	3.94
非流动负债	**16.85**	**49.46**	**30.12**	**59.02**	**33.12**	**62.08**
负债	**34.07**	**100.00**	**51.03**	**100.00**	**53.35**	**100.00**
资本公积	14.88	63.78	14.89	61.45	14.89	60.87
未分配利润	6.04	25.89	6.88	28.39	7.11	29.07
所有者权益	**23.33**	**100.00**	**24.23**	**100.00**	**24.46**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债为 20.91 亿元，同比增长 21.41%。公司短期借款 2.75 亿元，同比下降 2.20%，主要为抵押借款和质押借款。公司应付账款为 3.69 亿元，同比增长 19.82%，系应付工程款增长所致。公司预收款项为 2.65 亿元，同比增长 291.49%，主要系房屋预售款的增长所致。公司一年内到期的非流动负债为 7.15 亿元，同比下降 27.08%，系一年内到期的长期借款 2.68 亿元、应付债券 4.16 亿元和长期应付款 0.31 亿元。

2017 年底，公司非流动负债为 30.12 亿元，同比增长 78.76%。公司长期借款 9.90 亿元，同比增长 89.29%，主要系抵押借款。公司应付债券为 18.12 亿元，同比增长 89.14%，主要系新增“17 寿光城投 PPN001”、“17 寿光城投中票 MTN001”和“17 鲁寿光城投 ZR001”所致。公司长期应付款为 2.10 亿元，主要由售后回租的融资租赁 1.08 亿元、西刘村村民

安置工程借款 0.62 亿元和应付潍科技学院五专部土地款 0.72 亿元构成，其中包括一年内到期的长期应付款 0.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 53.35 亿元，较 2017 年底增长 4.54%，主要系短期借款增加以及发行非公开公司债券所致。

2017 年底，公司全部债务合计 40.22 亿元，同比增长 46.63%，主要系公司长期借款和应付债券大幅增长所致；其中，短期债务占 30.34%，长期债务占 69.66%。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 67.81%、62.41%和 53.63%，同比均有所上升。若将长期应付款中有息债务调整到全部债务进行核算，公司调整后全部债务资本化比率调整后和长期债务资本化比率分别为 63.60%和 55.43%，公司债务负担较重。

2018 年 3 月底，公司调整后全部债务为 46.23 亿元，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 68.57%、64.34%和 57.53%，债务负但较 2017 年底均有所上升，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，自身盈利能力弱，期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对补贴收入依赖度高。

跟踪期内，公司业务仍呈多元化发展，2017 年公司营业收入 5.86 亿元，同比增长 3.47%。同期，公司营业成本为 4.51 亿元，同比增长 5.76%，成本的增速大于收入的增速。2017 年公司营业利润率 15.57%，同比小幅上升。

2017 年公司期间费用 2.65 亿元，同比增长 9.55%，主要系有息债务的增加导致财务费用有所增加所致；期间费用率为 45.28%，同比增长 2.51 个百分点。公司期间费用规模较大，对利润侵蚀严重，期间费用控制能力弱。

2017 年，公司获得各类政府补助 3.07 亿元，主要系供暖业务补贴；同期，公司利润总额 0.91 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖度高。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率为 4.75%，同比有所下降；净资产收益率为 3.68%，同比保持相对稳定。公司盈利能力弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.69 亿元，相当于 2017 年的 28.93%；公司期间费用率 56.61%，较 2017 年进一步上升；公司营业利润-0.45 亿元，营业外收入 0.69 亿元，主要系定金及罚款收入，利润总额 0.24 亿元，相当于 2017 年的 26.32%。

4. 现金流分析

跟踪期内，随着收入实现质量提升，公司经营活动现金流净额由负转正，但无法满足投资活动资金出现的缺口，公司筹资活动力度加大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助和与其他单位的往来款。2017 年，公司经营活动现金流入 11.85 亿元，同比增长 129.48%，主要系房地产板块收入增加所致，同期，公司现金收入比为 119.32%，同比大幅上升；随着在建项目的持续投入，公司经营活动现金流出 10.37 亿元，同比有所增加。随着收入实现质量提升，2017 年公司经营活动现金流量净额为 1.48 亿元，由负转正。

公司投资活动相对较少。2017 年，受收回理财产品减少以及在建自持项目和土地使用权投入的影响，公司投资活动现金流量净额为-2.54 亿元，投资活动资金出现较大缺口。

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额无法满足投资活动的资金缺口，2017 年公司筹资活动同比大幅增加。2017 年公司取得借款收到的现金 11.31 亿元，发行“17 寿光城投 PPN001”、“17 寿光城投中票 MTN001”和“17 鲁寿光城投 ZR001”债券收到的现金合计 12.70 亿元，此外，公司收到其他与筹资活动有关的现金 2.85 亿元，主要系收到解付的受

限资金。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的本息，此外，支付其他与筹资活动有关现金 6.70 亿元，主要是支付的质押定期存单。受益于成功发行债券，公司筹资活动现金流量净额由负转正，2017 年为 5.21 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流主要为销售商品、提供劳务收到的现金 1.67 亿元、购买商品、接受劳务支付的现金 1.49 亿元，经营活动现金流量净额为 0.43 亿元；公司投资活动现金流主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.80 亿元；公司筹资活动现金流主要为取得借款收到的现金 1.05 亿元、发行非公开公司债券收到 3.00 亿元和偿还债务支付的现金 2.15 亿元，筹资活动现金流量净额为 1.09 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司非受限现金类资产相对较少，存货及应收款项占比高，且多处于抵押状态，存在较大短期支付压力；考虑到公司外部支持力度大，整体偿债能力尚可。

受流动资产大幅增加影响，2017 年底，公司流动比率和速动比率同比均有所上升，分别为 244.18%和 140.08%。2018 年 3 月底，上述两项指标继续增长，分别为 263.57%和 153.47%。考虑到公司流动资产中存货及应收类款项占比高，且多处于抵押状态，公司实际短期偿债能力低于上述指标值。2017 年，公司经营性流动负债比 7.07%，经营活动现金流量净额对流动负债基本无保障能力。2017 年底，公司非受限现金类资产 4.87 亿元，为短期债务的 0.40 倍，对短期债务保障能力弱。整体看，公司存在较大短期支付压力。

2017 年，公司 EBITDA3.83 亿元；由于同期公司有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA 倍数上升至 11.04 倍。考虑到公司外部支持力度大，整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信 44.50 亿元，未使用额度 2.82 亿元，公司间接融资渠道亟待扩宽。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保金额合计 3.26 亿元，担保比率 13.45%，公司对外担保比率较低。被担保企业目前经营状况正常，其中对山东寿光第一建筑有限公司、山东省寿光市圣都建设集团有限公司、寿光蔬菜控股产业集团和山东寿光健元春有限公司 4 家民营企业担保金额 2.66 亿元，对寿光市金财公有资产经营有限公司 1 家国有企业担保金额 0.60 亿元。考虑到对外担保的金额较小，公司或有负债风险相对可控。

九、存续债券偿债能力

截至2018年3月底，公司存续债券余额25.28亿元，一年内即将到期兑付4.16亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来存在一定集中兑付压力。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券偿还本金4.16亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值7.46亿元。2017年底，公司非受限现金类资产4.87亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为11.85亿元、1.48亿元和3.83亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司存续债券的短期偿债压力较小，未来存在一定集中兑付压力。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	4.16
未来待偿债券本金峰值	7.46
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.17
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.59
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.20
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.51

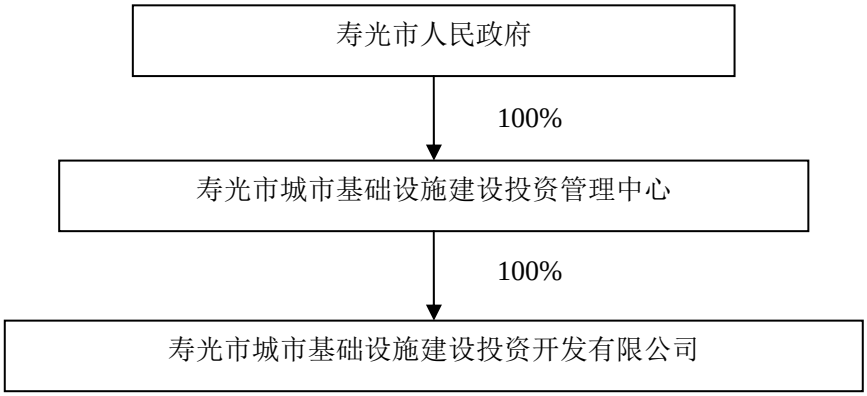
资料来源：根据公司提供资料整理

十、结论

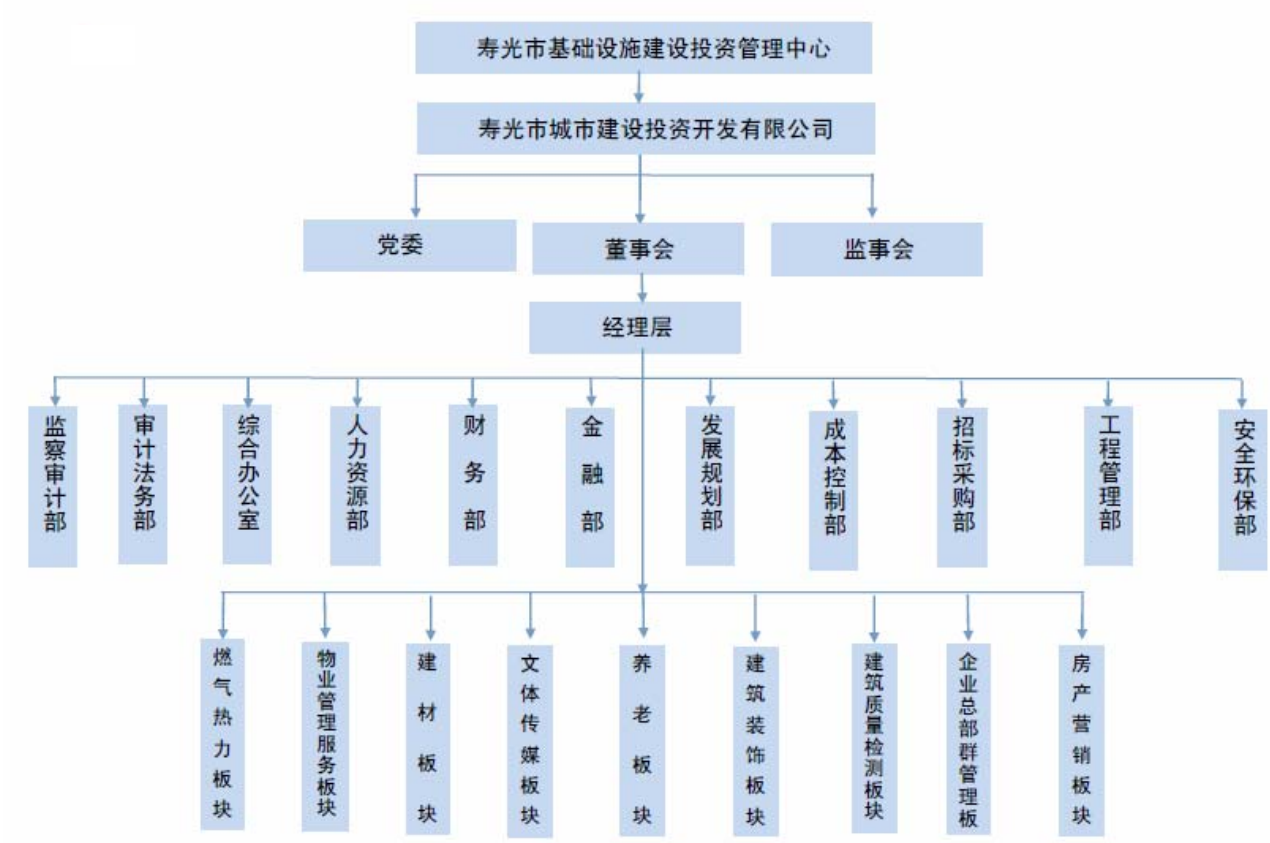
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

期信用等级为 AA，维持“15 寿光城投 MTN001”、“17 寿光城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　合并范围子公司情况

序号	公司名称	主营业务	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	寿光市金惠热力有限公司	供热、供暖	2000	100
2	寿光市美洁物业管理服务有限公司	绿化、物业	2050	100
3	寿光龙翔文化传媒有限公司	文体传媒	500	100
4	寿光润城建材有限公司	建材销售、建设	1000	100
5	寿光正信工程质量检测有限公司	质量检测	500	100
6	寿光科讯置业有限公司	房地产经营	2000	100
7	寿光奥美体育服务有限公司	体育培训、场所服务	300	100
8	寿光市文化发展有限公司	文化创作、交流	500	100
9	寿光市金通管道工程有限公司	市政工程施工、城市集中供热	8000	62.5
10	寿光市锦润商贸有限公司	建材销售	80	100
11	寿光市恒安建筑装饰有限公司	建筑装饰	530	100
12	寿光恒安建筑安装工程有限公司	安装工程	8000	100
13	寿光西城供热有限公司	供热	10000	100
14	寿光太阳城养老服务有限公司	老年养护服务	3000	100
15	寿光龙翔照明工程有限公司	照明工程	200	100
16	寿光市温馨家政服务有限公司	家庭清洁服务	10	100
17	山东绿荫园林绿化工程有限公司	园林绿化工程、市政工程	8000	100
18	寿光城投停车管理服务有限公司	停车场经营管理	2000	100
19	寿光安城燃气有限公司	天然气及燃气设备销售	3000	100
20	寿光市城投企业总部管理有限公司	管理咨询服务	500	100
21	寿光市城投桥梁工程管理有限公司	桥梁工程管理服务	8485.9	70
22	寿光品质投资开发有限公司	投资	15000	100

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.48	2.13	9.30	10.25
资产总额(亿元)	55.48	57.40	75.26	77.80
所有者权益(亿元)	22.49	23.33	24.23	24.46
短期债务(亿元)	9.49	12.62	12.20	13.10
长期债务(亿元)	17.50	14.81	28.02	31.02
调整后长期债务（亿元）	19.94	16.85	30.12	33.12
全部债务(亿元)	26.99	27.43	40.22	44.12
调整后全部债务(亿元)	29.43	29.47	42.33	46.23
营业收入(亿元)	6.72	5.66	5.86	1.69
利润总额(亿元)	0.90	0.84	0.91	0.24
EBITDA(亿元)	3.22	3.69	3.83	--
经营性净现金流(亿元)	-4.25	-2.27	1.48	0.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.32	1.04	0.84	--
存货周转次数(次)	0.34	0.21	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.10	0.09	--
现金收入比(%)	60.83	53.80	119.32	98.71
营业利润率(%)	3.13	15.06	15.57	29.75
总资本收益率(%)	5.48	5.82	4.75	--
净资产收益率(%)	3.97	3.58	3.68	--
长期债务资本化比率(%)	43.76	38.83	53.63	55.92
调整后长期债务资本化比率(%)	46.99	41.94	55.43	57.53
全部债务资本化比率(%)	54.55	54.04	62.41	64.34
调整后全部债务资本化比率(%)	56.68	55.82	63.60	65.40
资产负债率(%)	59.46	59.36	67.81	68.57
流动比率(%)	313.43	217.92	244.18	263.57
速动比率(%)	175.41	90.00	140.08	153.47
经营现金流动负债比(%)	-32.61	-13.20	7.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.38	7.44	10.49	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.13	7.99	11.04	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款有有息债务；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 4　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	（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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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	营业利润/营业收入净额×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	
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+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

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。