

信用等级公告

联合[2019]575号

利津县城市投资发展建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

利津县城市投资发展建设有限公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

利津县城市投资发展建设有限公司拟发行的 2019 年第一期公司债券信用等级为 AA_{+pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一九年四月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年第一期利津县城市投资发展建设有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA+pi
公司主体信用等级：AA-pi
评级展望：稳定
发行规模：不超过 6.00 亿元
债券期限：7 年

担保方：重庆进出口融资担保有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：每年付息，第三年起每年偿还本金的 20%

评级时间：2019 年 4 月 22 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	54.41	55.73	56.02
所有者权益 (亿元)	45.90	47.67	50.75
长期债务 (亿元)	2.56	4.16	2.55
全部债务 (亿元)	3.47	5.70	3.55
营业收入 (亿元)	5.46	5.87	6.07
净利润 (亿元)	1.67	1.57	1.71
EBITDA (亿元)	1.81	1.99	2.08
经营性净现金流 (亿元)	-1.45	-1.79	2.57
营业利润率 (%)	16.10	14.17	13.59
净资产收益率 (%)	3.64	3.30	3.37
资产负债率 (%)	15.63	14.46	9.41
全部债务资本化比率 (%)	7.03	10.68	6.54
流动比率 (倍)	7.89	12.43	17.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.35	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.61	14.19	36.86
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.30	0.33	0.35

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对利津县城市投资发展建设有限公司（以下简称“利津城发”或“公司”）的评级反映了其作为利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体，外部发展环境良好，区域专营优势明显，且获得一定外部支持。同时联合评级也关注到，公司委托代建项目结算和回款较为滞后、资产流动性一般、无备用授信额度等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

随着公司在手项目建设推进，公司收入规模有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对保障本期债券的到期及时偿付具有一定的积极作用。此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，利津县区域经济实力持续提升，为公司发展营造了良好的外部环境。
2. 公司作为利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体，区域专营优势明显，同时公司在资产划拨和政府补助等方面持续获得有力支持。

关注

1. 委托代建项目结算和回款受利津县财政投资评审中心和利津县人民政府影响较大，尚未结算规模较大，已结算项目回款波动性较大且回款比率不高；自营项目销售收入受市场行

情影响，或存在收益不及预期可能。

2. 公司在建的工程建设项目规模较大，存在一定的资金支出压力。

3. 公司资产中存货占比较大，主要为土地和代建项目投入，公司资产流动性一般，资产质量一般。

4. 公司所获授信均为项目授信，无备用授信额度，间接融资渠道有待拓宽。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

崔莹

电话：010-85172818

邮箱：cuiy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

崔莹

一、主体概况

利津县城市投资发展建设有限公司（以下简称“公司”或“利津城发”）系根据《利津县人民政府关于组建利津县城市投资发展建设有限公司的通知》（利政字〔2008〕54号）批复于2008年12月成立的国有控股公司，初始注册资本1.20亿元，其中利津县财政局以货币实缴出资0.38亿元，持股31.67%，利津县土地收购储备管理中心（简称“利津土储中心”）以土地使用权出资0.82亿元，持股68.33%。2010年4月27日，根据《关于对利津县土地收购储备管理中心向利津县城市资产运营有限责任公司进行股权出资的批复》（利政函〔2010〕34号），利津土储中心将其持有的公司54.17%的股权受让给利津县城市资产运营有限责任公司（简称“利津城资”），此次股权变更后，利津城资、利津县财政局及利津土储中心分别持有公司54.17%、31.67%和14.16%的股权。2017年6月26日，根据《利津县人民政府关于将县土地储备管理中心持有的利津县城市投资发展建设有限公司14.16%国有股权无偿划转至县财政局的通知》（利政字〔2017〕30号），为进一步理顺国有资产投资管理机制，利津县人民政府将利津土储中心持有的公司14.16%的股份无偿划转至利津县财政局。截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为1.20亿元，利津县财政局和利津城资分别持股45.83%和54.17%。公司实际控制人为利津县人民政府。

公司是利津县重要的保障房、基础设施建设及国有资产运营主体，经营范围包括：国有资产经营管理、产业投资、资产租赁、信息咨询、代理、中介、经纪服务，市政工程、水利工程、海岸工程、房地产开发与经营（凭资质证经营）。

截至2018年底，公司内设办公室、工程部、资金财务部、项目融资部、资产管理部5个职能部门，在职员工合计30人。公司合并范围内拥有利津凤凰房地产开发有限公司（以下简称“凤凰房地产”）和利津县城市供热有限公司（以下简称“供热公司”）两家全资子公司。

截至2017年底，公司资产合计56.02亿元，负债合计5.27亿元，所有者权益50.75亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现营业收入6.07亿元，净利润1.71亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；公司经营活动现金流量净额为2.57亿元，现金及现金等价物净增加额0.03亿元。

公司注册地址：利津县城津一路33号；法定代表人：闫冬。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司已于2018年注册总金额15.00亿元的公司债券，其中品种一规模为10.00亿元（已于2018年12月发行4.00亿元），由重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；品种二规模为5.00亿元，由东北中小企业信用再担保股份有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2019年第一期利津县城市投资发展建设有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）计划发行不超过6.00亿元，所属品种为品种一。本期债券采用固定利率，按年付息，期限为7年，从第三个计息年度开始每年偿还本金的20%，偿债资金来源于公司日常运营现金流入。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券拟募集资金总额不超过6.00亿元，其中3.60亿元用于棚户区改造项目建设（具体资金分配详见表1），2.40亿元用于补充公司营运资金。

表 1 募集资金拟使用情况 (单位: 亿元、%)

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
利津县陈庄社区改造项目	1.05	0.45	42.57
吴苟李村棚户区改造工程	2.05	0.38	18.39
盐窝城镇棚户区改造工程	1.28	0.60	46.88
庄科社区二期改造工程	1.50	0.69	46.00
北海家园社区改造工程	0.91	0.42	46.15
汀罗镇集中居住区一期工程	0.92	0.41	44.95
供销社、水利局片区改造工程	1.42	0.65	45.95
补充公司营运资金	--	2.40	--
合计	9.13	6.00	--

资料来源: 公司提供

上述募投项目已纳入山东省 2017~2018 年省级棚户区改造规划, 其中陈庄项目已于 2016 年 7 月开工, 其余项目已于 2017 年 3 月至 2017 年 7 月陆续开工, 建设期约两年, 募投项目总投资 9.13 亿元, 拟通过本期债券融资 3.60 亿元。截至 2019 年 3 月底, 陈庄社区改造项目开展前期准备和基础施工工作, 已投资额 0.16 亿元, 完工进度约 14.86%; 吴苟李村棚户区改造工程已投资 0.57 亿元, 完工进度约 27.95%; 盐窝城镇棚户区改造工程已投资 0.12 亿元, 完工进度约 9.42%; 庄科社区二期改造工程已投资 0.07 亿元, 完工进度约 4.61%; 北海家园社区改造工程已投资额 0.03 亿元, 完工进度约 3.49%; 汀罗镇集中居住区一期工程已投资额 0.05 亿元, 完工进度约 5.69%; 供销社、水利局片区改造项目已投资额 0.07 亿元, 完工进度约 4.81%。受项目征迁影响, 项目实际建设进度慢于预期。

截至 2018 年底, 各募投项目获得批复情况如下表所示。

表 2 募投项目批复情况

项目	立项审批	土地批复	环评批复
利津县陈庄社区改造项目	利发改(2016)91号	利国土预审字(2016)22号	利环建审(2016)018号
吴苟李村棚户区改造工程	利发改(2016)133号	利国土预审字(2016)36号	利环建审(2016)030号
盐窝城镇棚户区改造工程	利发改(2017)41号	利国土预审字(2017)13号	利环建审(2017)010号
庄科社区二期改造工程	利发改(2017)60号	利国土预审字(2017)17号	利环建审(2017)012号
北海家园社区改造工程	利发改(2017)72号	利国土预审字(2017)21号	利环建审(2017)016号
汀罗镇集中居住区一期工程	利发改(2017)95号	利国土预审字(2017)25号	利环建审(2017)018号
供销社、水利局片区改造工程	利发改(2017)73号	利国土预审字(2017)20号	利环建审(2017)014号

资料来源: 公司提供

募投项目未来通过项目销售实现资金平衡。根据项目可行性研究报告, 对募投项目的生产规模和销售预测, 结合市场实际情况, 本期债券募投项目在债券存续期内预计经营净收益合计为 99,393.08 万元, 可完全覆盖本期债券拟使用资金本息偿还。

总体看, 本期债券募投项目均拿到相关批文并有序开展, 未来预计可产生净收益可覆盖本期债券本息, 本期债券还款来源较有保障。

三、行业与区域环境分析

1. 行业分析

公司主要收入来源于代建业务，本报告对基础设施建设行业进行分析。

(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。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从1978年的17.90%增长到2018年的59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对2008年国际金融危机的冲击，2009年中央政府推出4万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自43号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险控制体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

表3 2017年以来针对地方政府融资平台的主要监管政策

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）	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，规范政府与社会资本方合作（PPP）行为，重申43号文相关内容。
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）	规范政府购买服务，制止地方政府违法违规举债融资；明确政府购买服务指导性目录的负面清单；明确先预算后购买的原则。
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）	指导地方政府按照本地区政府性基金收入项目分类发行专项债券，着力发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，加快建立专项债券与项目资产、收益相对应制度。
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）	对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；申报企业应主动声明不承担政府融资职能；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资等。

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）	国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；严禁与政府信用挂钩的误导性宣传。
2018年10月	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农发展”的指导意见》（国办发〔2019〕6号）	明确要求政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台提供增信。

资料来源：联合评级整理

2018年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018年7月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018年10月，国务院办公厅下发101号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少营利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

(4) 未来发展

截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较上年提高1.06个百分点，但距发达国家70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济

(1) 东营市发展状况

东营市位于山东省北部黄河三角洲地区，东北方向面临渤海，西与滨州市毗邻，南与淄博市、潍坊市接壤，是环渤海经济区的重要节点，亦是山东半岛城市群的重要组成部分，处于连接各大经济区的枢纽位置。东营市总面积 7,923 平方公里，下辖东营区、河口区、垦利区、广饶县和利津县三区两县，截至 2017 年底，全市常住人口 215.46 万人。东营市油气资源丰富，已探明石油地质储量 48 亿吨、天然气地质储量 2,300 亿立方米，胜利油田 85% 的石油产量集中在东营市境内，石油化工为当地主导产业。

近年来，东营市整体经济保持增长。2018年，东营市实现地区生产总值4,152.47亿元，较上年增长4.5%，第一、第二、第三产业分别增长2.2%、3.4%和6.8%，三次产业结构调整为3.5:62.2:34.3；全市固定资产投资下降10.0%。

表 4 2015~2018 年东营市主要经济指标 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值	3,450.64	3,479.60	3,801.78	4,152.47
规模以上工业总产值	13,263.01	13,380.35	13,004.47	--
固定资产投资	3,084.68	2,472.55	2,557.45	--
一般公共预算收入	220.08	221.87	232.88	244.59

资料来源：东营市统计局

(2) 利津县经济概况

利津县东依黄河与垦利区东营区为邻，北连河口区濒临渤海、东南与博兴县隔河相望，西与滨州市滨城区、沾化县接壤，县境呈西南至东北向狭长带状，南北长 102.5 公里，东西宽 8.5~25 公里，总面积 1,665.6 平方公里，下辖 2 街道 4 镇 2 乡。利津地处胜利油田腹地，地下油气资源丰富，是胜利油田的主要产区之一，油气资源丰富。

近年来，利津县经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。根据利津县人民政府 2018 年政府工作报告，2017 年全县实现地区生产总值 304.89 亿元，较上年增长 7.0%；工业主营业务收入达到 1,609.57 亿元；规模以上固定资产投资 143.33 亿元，较上年增长 6.5%。

随着利津县经济的发展，利津县财政收入持续增长。一般公共预算收入是利津县地区综合财力的主要来源，2015~2017 年利津一般公共预算收入分别为 12.50 亿元、12.88 亿元和 13.78 亿元，其中税收收入在公共预算收入中平均占 65%左右，财政收入质量一般。2015~2017 年，利津县分别实现政府性基金收入 6.28 亿元、4.40 亿元和 7.43 亿元，受土地出让进度影响波动较大。利津县获得的转移性收入较为稳定，每年规模在 10 亿元以上。近三年利津县综合财力分别为 29.99 亿元、27.90 亿元和 38.83 亿元。

总体看，东营市及利津县经济稳步增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是利津县保障房投融资建设的唯一主体及基础设施建设的重要主体，主要从事区域内项目代建、供热、房地产销售、房屋出租等业务。近年来，公司相继完成利津县县委党校住宅楼及综合报告楼建设工程、城乡防洪排涝体系护砌工程、利津县防潮堤工程、和惠小区棚改工程、和顺小区棚改工程等项目。

除公司外，利津县主要的基础设施融资平台还包括母公司利津城资，截至 2018 年底，利津城资注册资本 2.23 亿元，其中利津县财政局持股 44.85%，利津县土地储备管理中心持股 29.26%，山东省财金发展有限公司持股 25.89%。利津城资为棚改项目资金转贷平台，不直接从事项目投资管理任务，棚改转贷资金为利津城发前期代建棚改项目的主要资金来源。

总体看，公司是利津县保障房投融资建设的唯一主体，负责项目代建、供热、房地产销售、房屋出租等业务，与利津县其他基础设施建设主体业务重合度较低，具有一定的区域专营性。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司高级管理人员共 2 人，包括董事长兼总经理 1 人、董事兼财务总监 1 人。

闫冬，1984 年出生，汉族，党员，本科学历；历任公司财务主任；利津县城市建设重点项目管理中心财务主任；利津城资、凤凰房地产董事长兼总经理。现任公司董事长兼总经理。

刘春兰，1976 年出生，汉族，党员，本科学历；历任利津县财政局农业综合开发资金、农税经费会计；利津县财政局财务科出纳；利津县财政局农业股股长；利津县财政局会计股股长。现任公司董事兼财务总监、利津县财政局非税收入管理局资金管理股股长。

截至 2018 年底，公司在职员工 30 人。从教育程度看，大专学历 20 人、本科及以上学历 10 人；从岗位构成来看，管理人员 14 人、业务人员 16 人；从年龄构成来看，30 岁以下 6 人、30~50 岁 24 人。

总体看，公司高管人员管理经验较为丰富并具有政府工作背景，公司员工结构合理，能够满足日常经营需要。

3. 外部支持

资产划拨

2013 年 12 月，根据《关于将利津县城市供热有限公司 100% 国有股权无偿划转至利津县城市投资发展建设有限公司的通知》（利政字〔2013〕68 号），利津县人民政府将供热公司全部股权无偿划转至公司。

2014 年，根据利政字〔2014〕2 号文件，利津县人民政府向凤凰房地产划拨四宗土地，面积合计 7.50 万平方米；根据利政字〔2014〕48 号文件，利津县人民政府向公司划拨三处商业房产，面积合计 4.62 万平方米；上述土地及房屋资产增加公司“资本公积”3.52 亿元。

2015 年，根据利政字〔2015〕9 号文件，利津县人民政府向凤凰房地产无偿注入 14 宗土地，面积合计 15.37 万平方米；根据利政字〔2015〕57 号文件，利津县人民政府向公司划拨三处商业房产，面积合计 4.53 万平方米房产；上述土地及房屋资产共计 5.03 亿元，计入公司“资本公积”。

2016 年，根据利政字〔2016〕17 号文件，子公司凤凰房地产获得利津县人民政府注入土地使用权 1.22 万平方米，增加公司“资本公积”0.20 亿元。公司所获划拨土地证载使用权类型为出让，用

途以住宅、经济适用住房用地和商业用地为主。

2017年，根据利财字〔2017〕72号文件，子公司供热公司收到政府注入供热管网资产1.36亿元。

财政补贴

为支持利津县保障房及基础设施建设、供热工作，利津县人民政府给予公司相关财政补贴。2015~2017年，公司获得政府补贴分别为0.98亿元、0.97亿元和1.01亿元。

税收政策

根据利津县人民政府《关于给予利津县城市投资发展建设有限公司及所属子公司税收政策的通知》，公司及所属子公司取得的土地出让收入、市政公益设施项目建设取得的项目财政性资金、收到的财政专项补贴资金不征收企业所得税收入；公司及所属子公司参与市政公益设施建设涉及地方全额留存的营业税、土地使用税、房产税由县财政负担解决；公司及所属子公司名下的商业房产因出租或自用产生的房产税、营业税及相关土地使用税予以免征；如税务部门对以上收入产生的税收予以追征，由县财政全额负担。

总体看，公司近年来在资产划拨、财政补贴以及税收政策等方面获得有力的外部支持。

五、管理分析

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东会，是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、决定公司重大投融资等职权。

公司设董事会，成员3人，其中董事长1人，职工董事1人（由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生）；董事任期三年，任期届满可连任。

公司设监事会，成员5名，其中，职工监事2人，由公司职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事任期每届为3年，任期届满可连任。监事会设主席1人，由监事会选举产生。

公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。

总体看，公司治理结构较为完善。

2. 管理体制

随着公司的发展，公司已逐步建立了较为完善的管理制度体系。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，公司设资金财务部，对公司经济活动进行财务控制和监督，公司会计核算和财务管理工作须坚持“三分离”原则，对外投资、贷款担保和资产处置等重大事项，需按规定上报董事会审批。

在融资管理方面，公司制定了《融资管理办法》，规范公司的融资行为，融资工作主要由投融资部门负责实施，公司成立审贷委员会作为融资决策的审批部门。

在对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，公司对外担保实行统一管理，未经总经理办公会议批准，公司及下属子公司、分公司不得对外担保，不得相互担保，公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并报表净资产的50%。

在对子公司的管理方面，公司制定了《子公司管理制度》，子公司董事会和监事会的设置与组成以及董事长人选，由母公司决定、指派或调整；子公司经营范围及重大业务调整，需在充分论证的基础上，由子公司董事会向母公司提交可行性书面报告，待审议后实施；子公司采用母公司统一制定的基本财务制度和会计制度，母公司将子公司预算纳入全面预算管理，未经母公司批准，子公司不得擅自借入或借出款项。

对子公司的人事管理、战略管理、资本管理、财务管理、资产与投资管理、风险管理等方面制定管理的相关原则。

总体看，公司治理结构较为合理，内部管理制度较为完善，能满足公司经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为津县重要的保障房及基础设施建设投融资和国有资产运营实体，主要从事工程代建、城市供热、房地产销售、国有资产运营等业务。

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长率5.43%。项目代建是公司营业收入的主要来源，近三年代建收入占总收入的比重均在85%左右，受项目建设推进影响，项目代建收入持续增长；供热收入受供暖价格调整影响略有波动，整体较为稳定；公司房屋出租收入规模相对较小，对营业收入起到一定补充作用；公司房地产销售收入全部来自于和悦小区项目，目前处于尾盘销售阶段。

表 5 2015~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目代建	46,034.39	84.26	16.67	51,414.64	87.56	14.17	53,569.16	88.22	14.17
供热	4,469.70	8.18	9.73	4,446.60	7.57	8.35	4,600.68	7.58	8.49
房地产销售	2,524.39	4.62	9.94	--	--	--	93.33	0.15	21.45
房屋出租	1,605.68	2.94	27.80	2,461.31	4.19	18.89	2,461.31	4.05	18.89
其他业务	--	--	--	394.09	--	100.00	--	--	--
合计	54,634.15	100.00	16.12	58,716.63	100.00	14.50	60,724.48	100.00	13.94

资料来源：公司提供

从毛利率看，公司项目代建业务毛利率持续下降，主要系受营改增影响所致；供热业务毛利率波动下降，主要系受供暖价格调整影响所致；房屋销售和房屋出租规模较小，影响不大。受上述因素影响，近三年公司业务毛利率略有下降。

总体看，近年来公司营业收入持续增长，业务毛利率略有下降。

2. 经营分析

(1) 工程建设业务

公司工程建设业务涉及基础设施及保障房建设项目，由公司本部和子公司凤凰房地产运营，业务模式分为委托代建和自营两类。

委托代建项目

根据 2009 年 9 月 13 日，公司与津县人民政府签订的《津县城市基础设施项目委托建设合

同书》，公司受政府委托开展项目建设工作，项目所占土地的征用、拆迁、补偿及安置工作由政府负责，公司承接项目的设计、融资、项目管理和施工建设工作，同时采取成本加成方式保证收益，加成比例不低于工程成本的 20%，在项目完成并经验收后 30 个工作日内，公司向政府移交工程使用权，政府在支付全部款项后获得项目所有权。

实际执行过程中，具体项目建设工作由公司采用对外招标形式进行，公司根据项目进度向施工单位支付工程建设款项。项目完工后进行竣工决算，公司和政府相关部门依据利津县财政投资评审中心（简称“财审中心”）出具的工程决算报告，确认项目实际投资总额（包括配套基础设施建设、项目融资利息成本、工程管理成本等），公司依据决算报告确认收入，同时结转成本。

会计核算方面，公司将工程代建投入计入“存货-配套设施支出”科目，根据财审中心每年出具的工程决算报告确认收入，并同时结转相应成本。2015~2017 年，公司分别确认代建收入 4.60 亿元、5.14 亿元和 5.36 亿元，分别收到回款 1.37 亿元、4.20 亿元和 3.40 亿元，回款比率不高且波动较大。

近年来，公司代建板块主要完成项目包括利津县防潮堤工程及和惠小区、和顺小区等棚户区改造工程。截至 2017 年底，公司已完工项目累计投资额 16.96 亿元，确认收入 15.26 亿元，如下表所示。此外，公司尚未结算的代建项目包括利三路中段区域综合改造项目（部分结算）、城南张滩村片区、新合片区项目、津元广场项目，尚未结算项目的投资额为 6.26 亿元，预计收入 7.51 亿元。

表 6 2015~2017 年公司代建项目确认收入情况（单位：万元）

决算时间	已完工项目名称	累计投资额	确认收入
2015 年	城乡防洪排涝体系护砌工程	6,854.70	8,225.64
	利津县防潮堤工程	31,507.30	37,808.76
2016 年	利津和顺小区（棚户区改造）建设工程	11,020.24	13,224.29
	利津县府小区（棚户区改造）建设工程	15,379.67	18,455.60
	农行及电业局片区（棚户区改造）建设工程	17,731.00	21,277.20
2017 年	利三路中段区域综合改造项目（津城佳苑）（1-8 号栋）	87,080.77	53,569.16
合计		169,573.68	152,560.65

资料来源：公司提供

自营项目

公司工程建设板块自营项目主要为用于本期债券及后期拟发行债券的募投项目，项目建成后将由公司运营销售，项目预计总投资 13.17 亿元，截至 2017 年底，已投资额 1.16 亿元，计入“存货”科目。依据可行性研究报告测算，自营项目合计可实现销售收入 15.78 亿元，预计于 2019 年起陆续产生收入。

截至 2017 年底，公司工程建设板块在建项目（包括委托代建和自营项目）计划总投资额 26.97 亿元，已投资额 12.02 亿元，预计 2018 年需投入规模 11.48 亿元，存在一定投资压力。

表 7 截至 2017 年底公司在建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目类型	建设周期	总投资	已投资	计划投资		预计收入
					2018 年	2019 年	
城南张滩村片区、新合片区安置房建设工程	代建	2014.01-2018.06	2.00	1.39	0.61	0.33	2.40
利三路中段区域综合改造项目（津城佳苑）建设工程	代建	2015.03-2018.06	10.00	8.71	1.29	0.83	12.00
津元广场项目	代建	2014.11-2018.06	1.80	0.76	1.04	0.57	2.16
利津县韩垣社区安置房建设项目	自营	2016.11-2018.10	2.10	0.43	1.67	1.20	2.46

利津县陈庄社区改造项目	自营	2016.11-2018.10	1.05	0.16	0.89	0.63	1.27
庄科社区改造工程	自营	2017.02-2019.01	1.94	0.11	1.13	0.70	2.40
吴苟李村棚户区改造工程	自营	2017.03-2019.02	2.05	0.12	1.27	0.65	2.48
盐窝城镇棚户区改造工程	自营	2017.04-2019.03	1.28	0.12	0.79	0.37	1.50
供销社、水利局片区改造工程	自营	2017.05-2019.04	1.42	0.07	0.84	0.51	1.68
庄科社区二期改造工程	自营	2017.05-2019.04	1.50	0.07	0.86	0.57	1.84
汀罗镇集中居住区一期工程	自营	2017.05-2019.04	0.92	0.05	0.53	0.34	1.07
北海家园社区改造工程	自营	2017.07-2019.06	0.91	0.03	0.53	0.35	1.09
合计	--	--	26.97	12.02	11.48	7.05	32.34

资料来源：公司提供

总体看，公司工程建设项目分为委托代建和自营项目两类，委托代建项目结算和回款受财审中心和利津县人民政府影响较大，尚未结算规模较大，已结算项目回款波动性较大且回款比率不高；自营项目资金来源为债券募集资金，销售收入受市场行情影响，或存在收益不及预期可能。公司在建的工程建设项目规模较大，存在一定的资金支出压力。

(2) 供热业务

公司供热业务由全资子公司供热公司运营，主要负责城区居民用户、工商业用户的集中供热工作。目前供热公司为利津县唯一供热企业。

供热公司业务定价机制及模式具有公益性质，供暖价格标准由政府有关部门予以确定，根据利价字[2015]19号文件规定：2016年起，城区居民住宅供热价格由23元/平方米调整为21元/平方米，非居民住宅供热价格不变，仍为32元/平方米。收费面积以《房权证》核定的建筑面积为准，无《房权证》的以建设单位交付使用时确定的建筑面积为准。公司采暖期自当年11月至次年3月，为期4个月。目前供热公司共运行58MW链条式热水锅炉2台，低温循环水供热首站1座，高温水换热站1座，加压泵站2座，供热分配站62座，供热主管网长6万米，实际交费用热面积260万平方米，服务供热用户12,000户。2015~2017年，公司供热业务收入分别为4,469.70万元、4,446.60万元和4,600.68万元，波动增长，整体较为稳定。

表8 公司供热运营情况（单位：万平方米、户、天）

年份	供热面积	服务用户	供热天数
2015年	220	10,000	121
2016年	260	12,000	121
2017年	260	12,000	121

资料来源：公司提供

总体看，公司供热业务具有较强区域专营性，业务运营较为稳定。

(3) 房屋租赁业务和房地产销售业务

公司房屋租赁业务由本部负责运营，出租物业主要来自于政府划拨及公司自建。截至2017年底，公司出租物业共8处。2015~2017年，公司房屋租赁业务收入由0.16亿元增长至0.25亿元，收入增长系受政府资产划拨影响、可供出租面积增加所致。

表9 截至2017年底公司房屋租赁情况（单位：平方米、万元）

序号	房屋位置	建筑面积	承租人	租期	年租金收入
1	津二路以东、原水利局机械公司北	16,000.00	东营润源环保服务有限公司	2015~2019年	345.60

2	利一路以南、原利津县委以西	15,087.00	东营市铸城房地产开发有限公司	2016~2020 年	325.88
3	利津县城区利一路 112 号	15,824.95	利津宾馆	2017~2021 年	341.82
4	津八路以东	12,266.00	利津大地测绘鉴定有限公司	2015~2019 年	264.95
5	利二路以北、津八路东侧，	13,782.00	利津经济开发区投资建设有限公司	2015~2019 年	297.69
6	利一路以北、津二路以东	13,640.85	利津县天源油区工程有限公司	2016~2020 年	294.64
7	利一路以南、津二路以东	16,464.00	利津县通达路桥养护有限公司	2015~2019 年	355.62
8	海洋与渔业局以北、县清风小区以西	16,582.00	利津源通水务有限公司	2016~2020 年	358.17

资料来源：公司提供

公司房地产业务主要由子公司凤凰房地产负责运营。近年来，公司已完工的房地产项目主要为利津县和悦小区项目（商品房），该项目实际投资 1.56 亿元，已于 2015 年基本销售完毕。

目前凤凰房地产公司全面转型为利津县保障性住房建设，具体建设任务以政府规划为依据，同时部分保障房项目具备一定商业配套比例（各项目配套比例因规划不同有所差异）。未来随着公司保障房项目推进，配套商品房实现销售，房地产销售收入或将有所增长。

总体看，公司房屋租赁业务和房地产销售业务收入对公司经营收入形成有效补充；公司已完工房地产项目基本销售完毕，未来随着房地产业务转型推进，房地产销售收入或将有所增长。

3. 未来发展

作为利津县主要的开发建设主体和国有资产运营实体，公司担负着利津县范围内保障房、基础设施建设、供热业务和国有资产运营的重要任务。当前利津县城市基础设施建设重点集中在棚户区改造领域，未来公司将着力推进保障房建设工作，发挥在城市供热、国有资产经营等领域的重要作用，同时随着利津县经济的持续发展，区域工业用水缺口逐步凸显，未来公司计划在工业供水领域进行拓展。

总体看，公司未来发展规划切合自身情况，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2015~2017 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额稳定增长，年均复合增长率 1.47%。截至 2017 年底，公司资产总额 56.02 亿元，较年初增长 0.52%，变化不大；由流动资产（占 84.79%）和非流动资产（占 15.21%）构成，资产结构以流动资产为主。

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率 0.66%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 47.50 亿元，较年初下降 2.00%，变化不大；主要由应收账款（占 15.94%）和存货（占 79.54%）构成。

公司应收账款全部为应收利津县财政局的代建工程款。2015~2017 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 29.49%。截至 2017 年底，公司应收账款 7.57 亿元，较年初增长 35.95%。从账龄看，一年以内的占 44.87%，2~3 年的占 54.55%，公司未计提坏账准备。

公司存货以土地和代建项目投入为主。2015~2017 年，公司存货波动下降，年均复合下降 1.21%。

截至 2017 年底，存货为 37.78 亿元，较年初下降 3.09%；其中配套设施支出占 19.63%，存量土地占 80.29%。公司土地资产以住宅、经适房及商业用地为主，均处于非抵押状态。截至 2017 年底，未计提存货跌价准备。

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率 6.36%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 8.52 亿元，较年初增长 17.36%，主要系固定资产有所增长所致；主要由投资性房地产（占 67.11%）和固定资产（占 32.03%）。

2015~2017 年，公司投资性房地产持续下降，年均复合下降率 3.32%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 5.72 亿元，较年初下降 3.37%；累计计提折旧 0.58 亿元。此外，价值 0.55 亿元的房产已用于借款抵押。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长率 42.61%。截至 2017 年底，公司固定资产 2.73 亿元，较年初增长 115.18%，主要系供热公司收到政府注入的管网资产所致。

总体看，公司资产稳定增长，以流动资产为主，流动资产中存货占比较大，主要为土地和代建项目投入，公司资产流动性一般，资产质量一般。

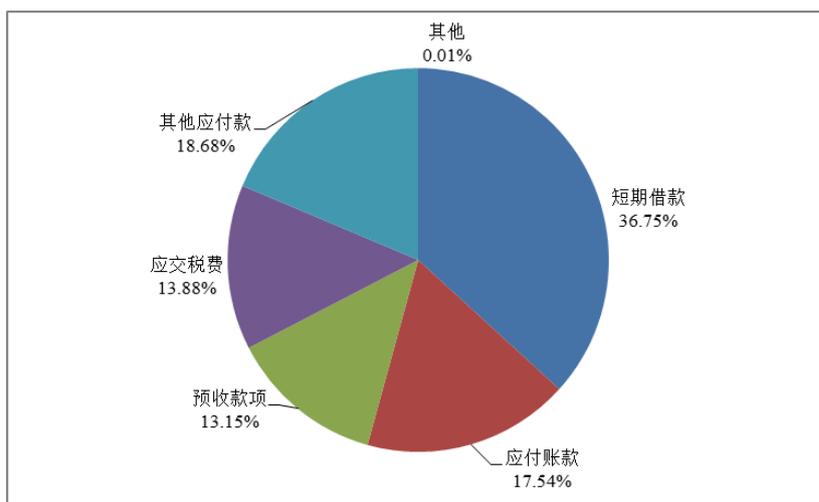
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债规模持续下降，年均复合下降率 21.26%。截至 2017 年底，公司负债合计 5.27 亿元，较年初下降 34.60%，系流动负债和非流动负债均有所下降所致；由流动负债（占 51.63%）和非流动负债（占 48.37%）构成，负债结构较为均衡。

2015~2017 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 32.33%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 2.72 亿元，较年初下降 30.22%，主要系一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款减少所致；主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款构成。

图 1 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长率 123.61%。截至 2017 年底，公司短期借款 1.00 亿元，较年初增长 42.86%，主要系公司根据营运资金需求增加短期借款所致；其中保证借款 0.60 亿元、保证加抵押借款 0.40 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率 13.07%。截至 2016 年底，公司应付账款

为0.95亿元，较年初大幅增长155.05%，主要系建设项目推进但工程款尚未结算所致。截至2017年底，公司应付账款0.48亿元，较年初下降49.88%，主要为支付部分应付工程款所致。

2015~2017年，公司预收款项波动增长，年均复合增长率16.33%。截至2017年，公司预收款项为0.36亿元，较年初增长53.36%，主要系预收供暖费及配套费增加所致。

2015~2017年，公司应交税费持续大幅增长，年均复合增长率2,765.36%。截至2017年底，公司应交税费为0.38亿元，较年初增长104.43%，主要系公司应缴纳增值税、城市维护建设税、教育费附加大幅增加所致。

2015~2017年，公司其他应付款持续下降，年均复合下降率65.99%。截至2017年底，公司其他应付款0.51亿元，较年初下降48.58%，主要系工程押金大幅减少所致。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降率0.20%。公司非流动负债全部为长期借款，近三年分别为2.56亿元、4.16亿元和2.55亿元，有所波动，系公司根据项目建设需要向金融机构融资所致。截至2017年底，公司非流动负债2.55亿元，其中质押借款1.95亿元、信用借款0.60亿元。

2015~2017年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长率1.15%。截至2017年底，公司全部债务3.55亿元，其中短期债务占28.17%，长期债务占71.83%。2015~2017年，公司资产负债率持续下降，分别为15.63%、14.46%和9.41%；公司全部债务资本化比率分别为7.03%、10.68%和6.54%；公司长期债务资本化比率分别为5.28%、8.03%和4.78%。

总体看，公司负债规模持续下降，债务规模波动增长，以长期债务为主，整体债务水平较低。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率5.15%。截至2017年底，公司所有者权益合计50.75亿元，较年初增长6.46%，主要系资本公积及未分配利润增长所致；全部为归属于母公司的所有者权益，主要由实收资本（占2.36%）、资本公积（占82.23%）和未分配利润（占14.86%）构成。公司资本公积主要为政府注入的资产。截至2016年底，公司资本公积较年初增加0.81亿元，其中0.20亿元系利津县人民政府无偿注入土地资产、0.60亿元系购买凤凰房地产少数股东股权；截至2017年底，公司资本公积为41.73亿元，较年初增加1.36亿元，主要系利津县财政局向公司注入供热管网资产所致。

总体看，受利津县人民政府持续注入资产影响，公司所有者权益不断增长，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长率5.43%，其中基础设施建设业务收入为公司主要收入来源；公司营业利润率分别为16.10%、14.17%和13.59%，略有下降。

2015~2017年，公司期间费用分别为0.16亿元、0.22亿元和0.16亿元，有所波动，主要系受财务费用有所波动影响所致。2017年，公司期间费用主要由管理费用（占65.56%）和财务费用（占34.44%）构成。近三年，公司管理费用波动增长，年均复合增长率5.04%，主要系受公司经营规模扩大影响所致；财务费用波动下降，年均复合下降率13.29%，主要系公司长期借款规模波动下降所致。近三年，公司费用收入比分别为3.01%、3.70%和2.57%，波动下降，公司整体费用控制能力较好。

2015~2016年，公司营业外收入分别为0.98亿元和0.97亿元，主要为财政补贴。2017年，公司其他收益1.01亿元，全部为政府补助。近三年，政府补助占利润总额的比重分别为58.57%、61.87%和58.89%，公司利润实现对政府补助依赖度较高。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资本收益率、净资产收益率和总资产报酬率较为稳定但

较低，2017年分别为3.25%、3.37%和3.16%。

总体看，近年来，公司收入规模有所增长，费用控制能力较好，利润实现对政府补助依赖度较高，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

2015~2017年，公司经营活动现金净流量分别为-1.45亿元、-1.79亿元和2.57亿元。公司经营活动现金流入主要来自于委托代建项目回款及供热、房产出租及房地产销售等；公司经营活动现金流出主要为项目建设支出。2015~2017年，公司现金收入比分别为37.25%、83.15%和72.13%，公司收入实现质量较差且波动性较大。

2015~2017年，公司投资活动现金流量净额分别为-39.00万元、-170.01万元和-2,126.75万元。2017年，公司投资活动现金支出较多，主要系构建固定资产等所致。

2015~2017年，公司筹资活动现金流净额分别为2.00亿元、1.83亿元和-2.32亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还借款本金和利息所致。

总体看，公司收入实现质量较差，经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流持续净流出。随着公司在建及拟建项目建设推进，公司存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均快速增长，流动比率分别为7.89倍、12.43倍和17.45倍，速动比率分别为1.37倍、2.43倍和3.57倍。近三年，现金短期债务比分别为1.28倍、0.92倍和1.48倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA持续增长，分别为1.81亿元、1.99亿元和2.08亿元。2017年，公司EBITDA主要由折旧（占15.08%）、计入财务费用的利息支出（占2.71%）和利润总额（占82.13%）构成。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为24.61倍、14.19倍和36.86倍，EBITDA全部债务比分别为0.52倍、0.35倍和0.59倍。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至2017年底，公司对外担保余额合计2.04亿元，担保比率为4.02%，被担保方为国有企业且目前经营正常。总体看，公司担保比率低，代偿风险相对可控。

截至2017年底，公司共获银行授信总额3.55亿元，所获授信均为项目授信，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

总体看，公司短期和长期偿债能力均较好。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2017年底，公司全部债务3.55亿元，本期债券拟发行规模为不超过6.00亿元，相对于目前公司全部债务规模，本期债券的发行对公司债务规模有重大影响。

以2017年底财务数据为基础，假设募集资金净额为6.00亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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将分别上升至18.17%、15.84%和14.42%，公司债务负担上升但仍较轻。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2017年的财务数据为基础,公司2017年EBITDA为2.08亿元,为本期公司债券发行额度(6.00亿元)的0.35倍,EBITDA对本期债券的覆盖程度较弱;2017年经营活动产生的现金流入为8.46亿元,为本期公司债券发行额度(6.00亿元)的1.41倍,公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高;经营活动现金流量净额为2.57亿元,本期公司债券发行额度(6.00亿元)的0.43倍,经营活动现金流量净额对本期债券的覆盖程度较弱。

综合以上分析,并考虑到公司具有一定的区域专营优势且可获得有力的外部支持,本期公司债券到期无法偿还的风险很低。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券募集资金中3.60亿元用于募投项目建设,2.40亿元用于补充公司营运资金。项目收入来源于项目建成后形成的保障房、配套商铺、地下储藏室及地下机动车车位的销售收入。根据山东黄河三角洲工程咨询院有限公司出具的募投项目可研报告,募投项目收入测算如下表所示。假设项目建成后逐年按30:30:20:20(盐窝城镇项目按35:35:20:10、汀罗镇项目按35:30:20:15)的比例进行销售,项目现金流入情况如下表所示。

假设本期债券于2019年成功发行,则自2022年起每年需偿还1.20亿元本金,其中募投项目使用资金每年待偿还7,200.00万元,2022年,项目当年预计销售收入对待偿本金的覆盖倍数为2.60倍,偿债保障程度较好;2023~2026年募投项目无现金流入,但在本期债券存续期内,项目累计可实现销售收入10.32亿元,为项目所用募集资金3.60亿元的2.87倍。募投项目累计营业收入对用于项目的待偿还本金覆盖较好。同时需关注项目建设和销售进度会对募投项目的收益情况产生影响。此外,受项目征迁影响,项目实际建设进度存在不及预期的可能。

表10 募投项目预计销售收入构成情况(单位:万元/平方米、平方米、万元/个、个、万元)

项目名称	多层住宅		配套商铺		地下储藏室		地下机动车车位		合计
	均价	面积	均价	面积	均价	面积	均价	数量	
利津县陈庄社区改造项目	0.34	23,000	0.75	3,548	0.20	4,000	7.00	100	11,981.00
吴苟李村棚户区改造工程	0.38	41,500	0.75	6,500	0.20	7,540	7.00	189	23,476.00
盐窝城镇棚户区改造工程	0.30	30,776	0.65	4,200	0.20	6,000	6.00	150	14,062.80
庄科社区二期改造工程	0.38	31,362	0.75	4,700	0.20	4,500	7.00	150	17,392.56
北海家园社区改造工程	0.30	24,020	0.65	3,209	0.20	2,000	6.00	100	10,291.85
汀罗镇集中居住区一期工程	0.30	23,556	0.65	3,134	0.20	2,000	6.00	100	10,103.90
供销社、水利局片区改造工程	0.38	28,050	0.75	4,400	0.20	5,100	7.00	128	15,875.00

资料来源:可行性研究报告,联合评级整理

表11 募投项目收入及偿债能力测算(单位:万元)

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	合计
利津县陈庄社区改造项目	3,594.30	3,594.30	2,396.20	2,396.20	--	--	--	--	11,981.00
吴苟李村棚户区改造工程	7,042.80	7,042.80	4,695.20	4,695.20	--	--	--	--	23,476.00
盐窝城镇棚户区改造工程	4,921.98	4,921.98	2,812.56	1,406.28	--	--	--	--	14,062.80
庄科社区二期改造工程	5,217.77	5,217.77	3,478.51	3,478.51	--	--	--	--	17,392.56

北海家园社区改造工程	3,087.56	3,087.56	2,058.37	2,058.37	--	--	--	--	10,291.85
汀罗镇集中居住区一期工程	3,536.37	3,031.17	2,020.78	1,515.59	--	--	--	--	10,103.90
供销社、水利局片区改造工程	4,762.50	4,762.50	3,175.00	3,175.00	--	--	--	--	15,875.00
募投项目收入	32,163.28	31,658.08	20,636.62	18,725.15	--	--	--	--	103,183.10
募投项目累计收入	32,163.28	63,821.36	84,457.98	103,183.10	--	--	--	--	103,183.10
当期募投项目所用资金还本金额	--	--	--	7,200.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00	36,000.00
募投项目收入/当期募投项目所用资金还本金额(倍)	--	--	--	2.60	--	--	--	--	2.87

资料来源：可行性研究报告，联合评级整理

4. 担保方分析

本期债券由重庆进出口担保提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保协议，若公司不能兑付本期债券本金或利息，重庆进出口担保将承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿、实现债权的费用和其他支付的费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口担保成立于 2009 年，是由重庆渝富资产管理集团有限公司与中国进出口银行共同出资组建的综合性担保公司。截至 2017 年底，重庆进出口担保注册资本 30.00 亿元，重庆渝富资产管理集团有限公司和中国进出口银行分别持股 60.00% 和 40.00%。

截至 2017 年底，重庆进出口担保资产总额 52.86 亿元，所有者权益 34.35 亿元，实收资本 30.00 亿元。2017 年，重庆进出口担保实现营业总收入 5.33 亿元，其中已赚担保费 3.37 亿元，投资收益 1.14 亿元；实现净利润 1.31 亿元。截至 2017 年底，重庆进出口担保期末在保客户 84 户，担保余额 303.16 亿元。

截至 2017 年底，重庆进出口担保共发生 14 笔代偿，其中 2017 年新增代偿 6 笔，新增代偿金额 3.76 亿元，当年担保代偿率为 3.00%；累计担保代偿率为 2.70%。截至 2017 年底，应收代偿款余额 3.57 亿元，代偿回收率为 53.70%。

经联合资信评估有限公司评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定。重庆进出口担保担保实力很强，可有效增强本期债券偿付的安全性。

总体看，重庆进出口的担保担保对本期债券信用状况具有积极作用。

九、综合评价

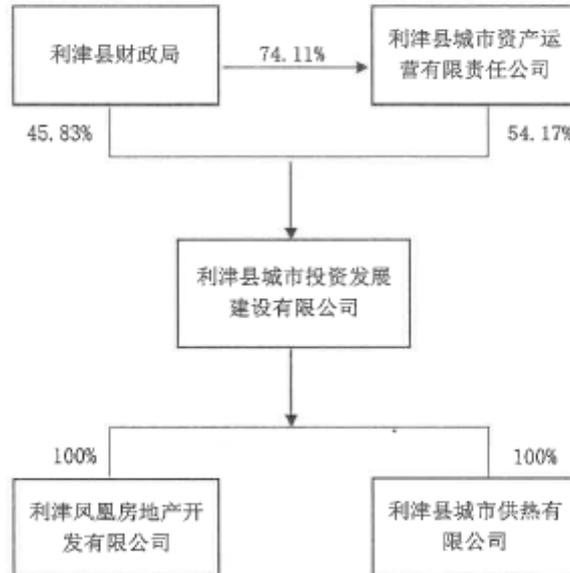
联合评级对利津城发的评级反映了其作为利津县保障房、基础设施建设及国有资产运营的重要主体，外部发展环境良好，区域专营优势明显，且获得一定外部支持。同时联合评级也关注到，公司委托代建项目结算和回款较为滞后、资产流动性一般、无备用授信额度等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

随着公司在手项目建设推进，公司收入规模有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

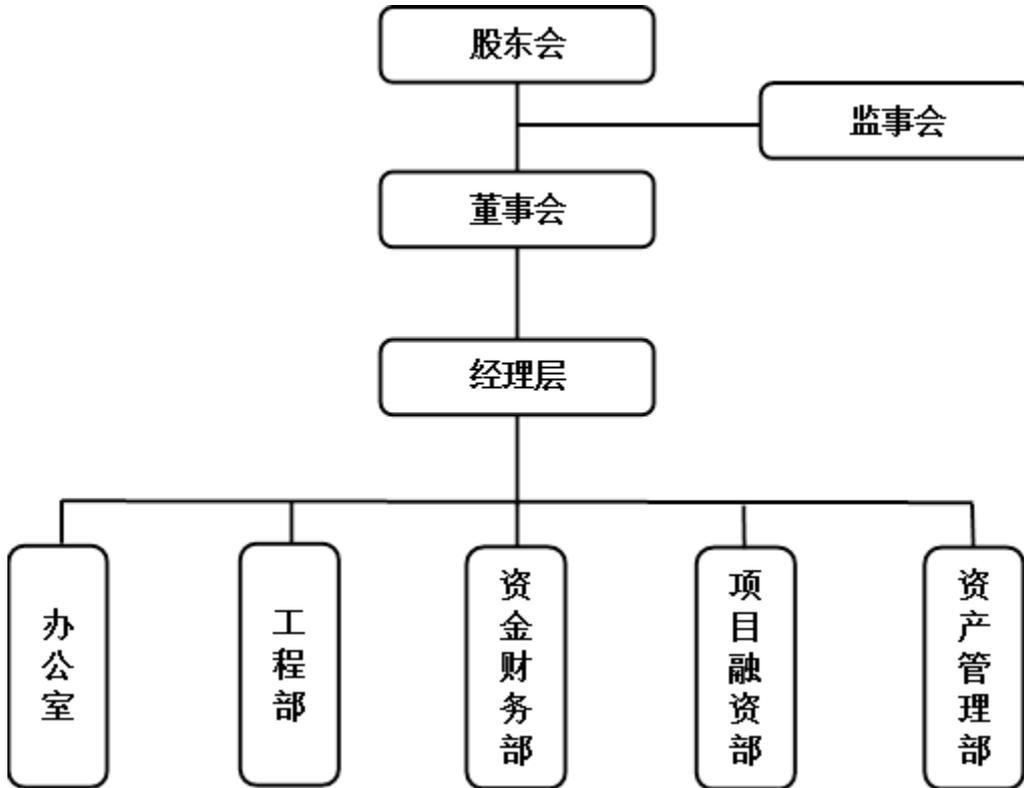
重庆进出口担保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对保障本期债券的到期及时偿付具有一定的积极作用。此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	54.41	55.73	56.02
所有者权益 (亿元)	45.90	47.67	50.75
短期债务 (亿元)	0.91	1.54	1.00
长期债务 (亿元)	2.56	4.16	2.55
全部债务 (亿元)	3.47	5.70	3.55
营业收入 (亿元)	5.46	5.87	6.07
净利润 (亿元)	1.67	1.57	1.71
EBITDA (亿元)	1.81	1.99	2.08
经营性净现金流 (亿元)	-1.45	-1.79	2.57
应收账款周转次数 (次)	1.21	1.16	0.92
存货周转次数 (次)	0.12	0.13	0.14
总资产周转次数 (次)	0.10	0.11	0.11
现金收入比率 (%)	37.25	83.15	72.13
总资本收益率 (%)	3.53	3.21	3.25
总资产报酬率 (%)	3.20	3.11	3.16
净资产收益率 (%)	3.64	3.30	3.37
营业利润率 (%)	16.10	14.17	13.59
费用收入比 (%)	3.01	3.70	2.57
资产负债率 (%)	15.63	14.46	9.41
全部债务资本化比率 (%)	7.03	10.68	6.54
长期债务资本化比率 (%)	5.28	8.03	4.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.61	14.19	36.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.35	0.59
流动比率 (倍)	7.89	12.43	17.45
速动比率 (倍)	1.37	2.43	3.57
现金短期债务比 (倍)	1.28	0.92	1.48
经营现金流动负债比率 (%)	-24.33	-45.97	94.43
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.30	0.33	0.35

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。