

2014 年潍坊滨城投资开发有限公司

公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第【874】号 01

债券简称:

14 潍坊滨投债/PR 潍坊滨城

增信方式: 保证担保

担保主体: 潍坊东兴建
建设发展有限公司

债券剩余规模: 4.8 亿元

债券到期日期: 2021 年
02 月 14 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 债券存续期第
3-7 年分别偿还本金
20%

分析师

姓名:
于一飞 罗力

电话:
010-66216006

邮箱:
yuyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2014 年潍坊滨城投资开发有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 27 日	2017 年 06 月 26 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对潍坊滨城投资开发有限公司(以下简称“潍坊滨投”或“公司”)及其 2014 年 2 月 14 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果考虑到外部环境较好, 有利于公司发展; 公司继续获得外部大力支持。同时我们也关注到公司资产流动性较弱、盈利能力及利润总额均大幅下降、经营活动现金流表现较差以及未来偿债压力加大等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 有利于公司发展。2017 年潍坊市寒亭区实现地区生产总值 233.36 亿元, 同比增长 9.0%; 公共财政收入为 18.66 亿元, 同比增长 8.15%, 寒亭区经济和财政实力不断增强, 公司外部运营环境较好。
- 公司继续获得外部大力支持。2017 年寒亭区人民政府无偿划转潍坊经济区城市建设投资开发有限公司(以下简称“经济区域投”)至公司, 使公司资本公积增加 142,919.61 万元; 同时公司获得财政补贴 25,097.48 万元。

关注:

- 公司资产流动性较弱。2017 年末公司应收账款和其他应收款合计占总资产比重为 34.32%, 对营运资金构成较大占用; 此外, 公司账面价值 62.12 亿元的资产已用于抵押, 资产流动性较弱。

- **公司盈利能力及利润总额均大幅下降。**2017 年公司综合毛利率同比下降 30.80 个百分点至 15.59%；融资规模大幅攀升导致 2017 年财务费用显著上升至 52,703.97 万元，利润总额大幅下降至 1,888.52 万元。
- **公司经营活动现金流表现较差。**2017 年公司收现比为 0.24，，经营活动现金净流出 25.62 亿元，表现较差。
- **公司有息债务快速增长，未来偿债压力加大。**公司有息债务快速增长，2017 年末公司有息债务 1,350,644.92 万元，同比增长 146.18%；2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数和 2017 年末有息债务与当年 EBITDA 的比值分别为 1.10 和 25.00，长期偿债指标趋弱，未来偿债压力加大。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,906,022.54	1,708,908.21	961,360.94
所有者权益（万元）	1,298,679.87	984,546.38	625,092.18
有息债务（万元）	1,350,644.92	548,644.11	237,123.23
资产负债率	55.31%	42.39%	34.98%
流动比率	4.28	4.37	3.14
营业收入（万元）	148,454.51	49,513.88	48,330.99
投资收益（万元）	24,437.79	15,689.64	13,509.42
营业外收入（万元）	24,352.75	10,962.00	7,674.94
利润总额（万元）	1,888.52	18,692.06	17,901.30
综合毛利率	15.59%	46.39%	23.44%
EBITDA（万元）	54,025.42	38,245.47	25,189.38
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.51	1.66
经营活动现金流净额（万元）	-256,199.78	-326,546.56	-11,905.61

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,577,290.13	3,357,607.76	2,548,504.61
所有者权益（万元）	1,510,355.17	1,560,297.24	947,055.95
资产负债率	57.78%	53.53%	62.84%
流动比率	5.85	4.47	2.74
营业收入（万元）	32,035.49	40,440.47	111,429.23
营业利润（万元）	15,304.28	-711.54	-5,152.42
利润总额（万元）	15,310.24	12,060.21	11,098.55
综合毛利率	2.58%	41.70%	31.50%

经营活动现金流净额（万元）	213,916.43	-86,931.16	-48,039.94
---------------	------------	------------	------------

资料来源：东兴建设 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年2月14日发行7年期8亿元公司债券，截至2017年末，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变化。潍坊市寒亭区国有资产运营中心持有公司100%股权，为公司控股股东，潍坊市寒亭区人民政府为公司实际控制人。2017年，新纳入公司合并财务报表范围的一级子公司有6家，具体情况如表1所示。

表 1 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
潍坊亿燃天然气有限公司	6,122.45	51.00%	天然气供应等	投资
潍坊经济区城市建设投资开发有限公司	16,300.00	100.00%	对城市基础设施和市政公用事业的投资及管理	股权划转
潍坊滨涌水务有限公司	10,000.00	100.00%	水务项目投资、建设、设计、施工、经营管理等	新设
潍坊滨德表面处理科技产业园管理有限公司	10,000.00	100.00%	园区管理，电镀加工等	新设
山东滨毅投资管理有限公司	1,000.00	51.00%	投资、投资管理等	新设
潍坊市滨投分布式能源有限公司	10,000.00	51.00%	分布式能源项目的开发、建设和运营等	新设

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，并建立了较为完善的公司治理结构和治理制度，跟踪期内，公司仍按照相关制度进行治理与管理，主要部门未发生调整，根据公司提供的资料，不存在党政机关公务人员在公司兼职的情况。

截至2017年末，潍坊经济开发区城市建设投资开发有限公司（以下简称“经济区域投”）总资产62.72亿元，净资产为18.78亿元；2017年度实现营业收入9.87亿元，实现净利润0.26亿元。

截至2017年12月31日，公司资产总额为290.60亿元，所有者权益合计129.87亿元，资产负债率为55.31%；2017年度，公司实现营业收入14.85亿元，利润总额0.19亿元，经营活动现金净流出25.62亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《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，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97 号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266 号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
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)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
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)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

潍坊市经济保持发展,经济实力较强

2017 年,潍坊市地区生产总值为 5,858.60 亿元,按可比口径,同比增长 7.0%,但增速有所放缓。其中,一、二、三产业增加值分别为 493.30 亿元、2,671.30 亿元和 2,694.00 亿元,同比分别增长 3.5%、5.8%和 8.9%,一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 4.2%、40.9%和 54.9%,分别拉动 GDP 增长 0.29、2.86 和 3.85 个百分点,三次产业结构由 2016 年的 8.6: 46.4: 45.0 调整为 2017 年的 8.4: 45.6: 46.0,第三产业发展相对较快,产业结构更趋合理。2017 年潍坊市人均地区生产总值为 62,592 元,为全国人均地区生产总值的 1.05 倍。

2017 年潍坊市工业生产稳定,工业效益回升,全市 3,843 家规模以上工业企业增加值

增长 6%，全市规模以上工业企业实现主营业务收入 12,228 亿元，增长 9.2%，实现利润总额 707.4 亿元，增长 20.2%，实现利税总额 1,086.5 亿元，增长 17.2%。通用设备制造业、专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业分别实现主营业务收入 1,204.3 亿元、638.1 亿元和 341.5 亿元，增长 26.7%、8.4% 和 19.7%；分别实现利润总额 113.3 亿元、45.4 亿元和 38.1 亿元，增长 61%、47% 和 45.6%。

潍坊市固定资产投资继续推进，围绕制造业、现代服务业、现代农业、基础设施、社会民生等五大领域，实施 225 个市级重大项目，计划投资 5,710 亿元，完成投资 1,470 亿元，占年度计划的 103%。2017 年潍坊市社会消费品零售总额 2,737.9 亿元，增长 8.9%。潍坊市固定资产投资及社会消费对地区经济总量增长的拉动作用较大。2017 年潍坊市对外贸易稳定增长，全市进出口总额 1,463.8 亿元，增长 17.1%。其中，出口 952.9 亿元，增长 15.9%，进口 510.9 亿元，增长 19.4%。

表 3 2016-2017 年潍坊市经济发展情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,858.6	7.0%	5,522.7	8.0%
第一产业增加值	493.3	3.5%	475.3	4.1%
第二产业增加值	2,671.3	5.8%	2,559.8	7.6%
第三产业增加值	2,694	8.9%	2,487.6	9.2%
固定资产投资	-	-	5,112.5	13.2%
社会消费品零售总额	2,737.9	8.9%	2,514.9	10.4%
进出口总额	1,463.8	17.1%	1,249.0	6.3%
存款余额	7,613.1	7.3%	7,094.8	14.1%
贷款余额	5,388.6	9.9%	4,906	3.1%
人均 GDP（元）	62,592		59,275	
地方人均 GDP/全国人均 GDP	104.91%		109.81%	

资料来源：2016-2017 年潍坊市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

寒亭区地区经济保持较快增长，但经济总量偏小

2017 年寒亭区实现地区生产总值 233.36 亿元，同比增长 9.0%，其中，第一产业增加值 12.55 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 114.92 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 105.89 亿元，同比增长 10.1%。三次产业结构比例由 2016 年的 5.6：50.2：44.2 调整为 5.4：49.2：45.4，第一、二产业比重下降，第三产业比重提高。

2017 年寒亭区工业生产稳中有升。全区 101 家规模以上工业企业工业增加值同比增长 8.6%；主营业务收入实现 299.8 亿元，同比增长 7.6%；实现利润 10.1 亿元，同比增长 28.6%；实现利税 16.6 亿元，同比增长 14.6%。

固定资产投资方面，投资总量保持增长。2017 年全区固定资产投资累计 197.8 亿元，同比增长 11.9%。其中第二产业投资 57.2 亿元，同比下降 27.4%，第三产业完成投资 140.6 亿元，同比增长 43.4%。房地产投资加大，商品房销售热度持续，按项目建设地汇总，房地产投资 30.2 亿元，同比增长 41.2%，商品房销售面积 76.6 万平方米，同比增长 54.8%。

总体来看，寒亭区经济保持较快增长，经济实力不断增强，但地方经济总量较小。

表 4 2016-2017 年寒亭区经济发展主要指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	233.36	9.0%	214.90	8.1%
第一产业增加值	12.55	3.8%	12.11	4.3%
第二产业增加值	114.92	8.7%	107.88	7.0%
第三产业增加值	105.89	10.1%	94.92	9.9%
固定资产投资总额	197.8	11.9%	196.71	6.1%
社会消费品零售总额	94.47	9.6%	86.23	10.4%
进出口总额（亿美元）	8.08	19.6%	7.05	7.8%
金融机构存款余额	257.88	19.5%	215.82	22.1%
金额机构贷款余额	198.5	36.4%	145.58	13.1%

资料来源：寒亭区统计局及其 2017 年度《寒亭区 1-12 月经济运行情况及社会关注重要指标数据》，鹏元整理

潍坊市地方综合财力增强，且财政自给率较高

受益于潍坊市经济的较快发展，潍坊市财政实力不断增强，2017 年潍坊市地方综合财力为 1,149.63 亿元，同比增长 12.68%。从构成来看，公共财政收入和政府性基金收入是潍坊市地方综合财力的主要来源。2017 年潍坊市全市公共财政收入为 539.12 亿元，同比增长 3.37%。从全市公共财政收入结构来看，税收收入保持增长，2017 年税收收入为 407.57 亿元，同比增长 2.42%，占公共财政收入的比重为 75.60%，公共财政收入质量较好。

近年来上级政府对潍坊市支持力度较大，2017 年全市上级补助收入为 180.81 亿元，对潍坊市地方综合财力的贡献率为 15.73%，主要为一般性转移支付收入和专项转移支付收入，有助于增强其地区财力。但专项转移支付收入多为指定用途，可支配性不高。

潍坊市全市政府性基金收入规模较大，2017 年全市政府性基金收入为 429.70 亿元，同比增长 29.23%，占潍坊市地方综合财力的 37.38%，其中国有土地使用权出让金收入占比较大，对地方综合财力贡献较大。考虑到国有土地使用权出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现仍存在一定波动性，不利于地方综合财力的稳定性。

财政支出方面，潍坊市全市公共财政支出规模较大，且大部分为教育、农林水利、医

疗卫生、社会保障等刚性支出，2017年全市公共财政支出为678.39亿元。2017年潍坊市全市财政自给率为79.47%，财政自给程度较高。

表 6 潍坊市全市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力（一+二+三）	1,149.63	1,020.23
（一）公共财政收入	539.12	521.54
其中：税收收入	407.57	397.95
非税收入	131.55	123.59
税收收入/公共财政收入	75.60%	76.30%
（二）上级补助收入	180.81	166.19
其中：返还性收入	30.91	31.44
一般性转移支付收入	95.28	92.20
专项转移支付收入	54.62	42.55
（三）政府性基金收入	429.70	332.50
其中：国有土地使用权出让收入	376.60	293.73
财政支出（一+二）	1,146.21	1,009.69
（一）公共财政支出	678.39	637.60
（二）政府性基金支出	467.82	372.09
财政自给率	79.47%	81.80%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：潍坊市财政局官网，鹏元整理

2017年寒亭区公共财政收入有所增强，但政府性基金收入下滑使地方综合财力有小幅下降，财政自给率也有所下滑

受政府性基金收入减少的影响，2017年寒亭区地方综合财力为44.41亿元，同比减少2.12%。寒亭区公共财政收入不断增长，2017年为18.66亿元，同比增长8.15%。其中税收收入为15.86亿元，占公共财政收入的比重为85.00%，公共财政收入质量较好。寒亭区上级补助收入为11.72亿元，占地方综合财力的比重为26.40%，上级补助收入以转移性支付收入为主，地方财政对上级补助存在一定依赖。2017年寒亭区政府性基金收入14.03亿元，同比减少21.45%，主要系新型墙体材料专项基金收入大幅减少所致；政府性基金收入中的土地出让收入12.53亿元，同比增长1.46%；2017年政府性基金收入占当年地方综合财力的比重为31.59%，政府性基金收入仍是地方综合财力的重要来源。考虑到该项收入易受国家宏观政策、土地存量、全市城建规划等外部因素的影响存在较大的不确定性，未来需持续关注寒亭区土地出让市场的变动情况。

寒亭区财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主，近年来随着地区公共财政收入以及上级转移支付收入的持续增长，寒亭区公共财政支出规模较大，2017年寒亭区公

共财政支出为 38.70 亿元，同比增长 16.33%。2017 年寒亭区财政自给率为 75.43%，较上年下降 7.03 个百分点，但公共财政自给情况仍较好。

表 6 2016-2017 年寒亭区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力（一+二+三+四）	44.41	45.37
（一）公共财政收入	18.66	17.25
其中：税收收入	15.86	13.35
非税收入	2.80	3.90
（二）上级补助收入	11.72	10.12
其中：返还性收入	1.16	0.95
一般性转移支付收入	6.35	7.02
专项转移支付	4.21	2.15
（三）政府性基金性收入	14.03	17.86
其中：国有土地使用权出让收入	12.53	12.72
（四）预算外财政专户收入	-	0.14
财政支出（一+二+三）	38.70	35.93
（一）公共财政支出	24.73	21.26
（二）政府性基金支出	13.97	14.53
（三）预算外财政专户支出	-	0.14
财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）	75.43%	81.14%

资料来源：潍坊市寒亭区财政局及其《关于潍坊市寒亭区 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要负责寒亭区内的 BT 项目建设、棚户区改造安置服务业务和房屋租赁业务，同时新增政府购买服务、政府招商引资房产、天然气销售和房屋销售业务。2017 年公司实现营业收入 148,454.51 万元，同比显著增长；综合毛利率为 15.59%，同比下降 30.80 个百分点，主要系新增毛利率较低政府购买服务业务收入占比较高所致。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
1. 主营业务小计	148,442.45	15.58%	49,513.88	46.39%
政府购买服务	91,693.35	4.76%	-	-
BT 项目建设收入	18,325.55	12.99%	17,544.11	13.04%
棚户区改造安置服务收入	15,824.24	100.00%	19,997.56	100.00%
政府招商引资房产收入	6,040.06	-8.89%	-	-

天然气销售收入	5,689.50	7.89%	-	-
租赁收入	4,960.11	57.95%	2,804.85	49.82%
房屋销售	4,145.62	17.66%	-	-
管网养护	933.93	30.40%	-	-
土地转让收入	817.89	-397.83%	9,167.37	-7.80%
管理费收入	12.19	100.00%	-	-
2. 其他业务小计	12.05	39.50%	-	-
房屋租赁收入	12.05	39.50%	-	-
合计	148,454.51	15.59%	49,513.88	46.39%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年政府购买服务业务对公司营业收入贡献较大，但该业务盈利能力一般，且对公司营运资金形成很大占用；政府购买服务业务和 BT 项目建设业务尚无在建项目、棚户区安置服务业务规模较小，该等业务未来持续性有待观察

公司是寒亭区基础设施项目的建设主体，根据业务模式的差异，基础设施建设可细分为政府购买服务业务、BT 项目建设业务和棚户区改造安置服务业务。

1、政府购买服务业务

政府购买服务业务为公司 2017 年新增业务，其经营主体为经济区域投。当年经济区域投负责管理的项目是张氏街道张氏片区棚户区改造项目，针对该项目，经济区域投与潍坊寒亭区人民政府签订了《张氏街道张氏片区棚户区改造项目政府购买服务协议》，协议约定经济区域投对西贾新村、双杨新城、荔水湾、平安四季城、双庙圣苑、学府嘉苑合计 6 处安置住房进行统筹购买，总投资额为 103,920 万元，购买后商品房全部用于安置张氏片区棚户区的拆迁居民。根据项目进度，寒亭区人民政府相应支付给经济区域投服务资金，服务资金包括项目投资、期间费用及服务费用，其中双方约定服务费为总投资额的 5%。

政府购买服务业务的前期资金由经济区域投自行筹措，经济区域投将购买商品房的资金和期间费用计为营业成本，将资金、期间费用及加成服务费用计为营业收入。2017 年公司实现政府购买服务业务收入 91,693.35 万元，毛利率为 4.76%，盈利能力一般。2017 年该业务对公司营业收入贡献较大，占营业收入的比重为 61.77%。

但同时我们也关注到，该业务前期资金需要由公司自行筹措，项目购买后，政府相关资金未能及时到位，公司应收账款大幅增加，该业务模式将拉长公司的资金链条，对营业资金形成很大占用。另外，截至 2017 年末张氏街道张氏片区棚户区改造项目已经基本完成，后续该业务持续性尚待观察。

2、BT 项目建设业务

近年公司主要负责参与的 BT 项目包含虞河治理和灌渠改造等项目，根据项目委托建

设合同，项目竣工验收合格后，寒亭区人民政府对项目进行回购，回购资金包括给予公司项目工程成本以及 15% 的代建管理费用。2017 年公司灌渠改造项目确认收入 18,325.55 万元，毛利率为 12.99%。

表 8 公司 BT 项目收入情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
灌渠改造项目	18,325.55	17,544.11

资料来源：公司提供

公司目前正在建的 BT 项目是灌渠改造项目，其建设的主要内容为河道疏通、治理以及河道周边绿化配套设施建设，其中虞河综合治理工程项目建设已近尾声。截至 2017 年末，公司存货中尚有 3.39 亿元的虞河综合治理工程项目开发成本未与政府结算，未来可为公司带来一定收入，但公司无 BT 在建项目，故此业务未来的持续性有待观察。

3、棚户区安置服务业务

棚户区安置服务业务的经营主体是母公司和潍坊公信国有资产经营有限公司（以下简称“潍坊公信”），项目由开发商负责开发建设，公司从开发商购买，同时在当年实际投资额基础上上浮 5% 与寒亭区人民政府结算，并将实际投资额上浮部分确认为棚户区改造安置服务收入，故该业务毛利率为 100%，2017 年公司实现棚户区安置收入 15,824.24 万元，其中包括母公司棚户区安置项目 9,652.95 万元和潍坊公信棚户区安置项目 6,171.29 万元。截至 2017 年末，公司在建棚户区安置项目总投资合计 246,062 万元，尚需投资合计 12,184 万元，后续该业务持续性尚待观察。

表 9 截至 2017 年末公司在建棚户区安置服务项目建设情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
母公司棚户区安置项目	86,062	83,878
潍坊公信棚户区安置项目	160,000	150,000
合计	246,062	233,878

资料来源：公司提供

政府招商引资房产、天然气销售、租赁收入、房屋销售业务对公司营业收入形成了一定的补充，但整体收入规模不大

2017 年公司新增政府招商引资房地产业务，其经营主体为母公司。潍坊滨投负责提供潍坊总部基地中的房屋给政府招商引资的企业作为办公场所使用，并附带免费装修。企业需要支付购房款和利息。购房款为公司 2016 年买入房屋原始价款计价，利息以房屋价款结余金额，即公司 2016 年买入房屋原始价款扣减政府累计税收返还金额为基础，每半年计息，年利率为 7%，且计息起始日为公司交房日，同时计息截止日为客户缴纳税款返还截止日。公司 2017 年实现政府招商引资房产收入 6,040.06 万元，毛利率为-8.89%。毛利

率为负的原因是公司 2017 年刚开始此业务，包括购房价款和装修费用在内的成本超过收入。

2017 年公司新增天然气销售业务，该业务由新纳入合并报表范围的潍坊亿燃天然气有限公司（以下简称“潍坊亿燃”）负责运营。潍坊亿燃业务范围主要是工业供气，工业供气的合同期限一般为 5 年，供气价格分冬季价和夏季价。2017 年潍坊亿燃确认收入 5,689.50 万元，占到营业收入的 3.83%，毛利率为 7.89%，盈利能力一般。

2017 年公司新增潍坊经济开发区高新技术产业园的 7 个车间、沿街楼及其孵化器办公大楼等获得的租金收入合计 2,560.11 万元，加之公司仍在出租寒亭区金融中心和公信创业大厦，2017 年公司共实现租赁业务收入 4,960.11 万元，同比增长 76.84%。合同签订方面，除了潍坊经济开发区高新技术产业园沿街楼为长期合同，其他租赁合同均为每年签订一次。

房屋销售业务的经营主体为经济区域投，2017 年公司在售的主要项目为北辰白鹭湾、北辰花园和清源社区，其中北辰白鹭湾共三期，计划总投资 15 亿元，已投资 2.12 亿元；项目建筑内容包括住宅和别墅的建设。2017 年经济区域投确认房屋销售收入 4,145.62 万元，毛利率为 17.66%。未来随着房地产项目建设完成并销售，公司房地产收入或将增长。

根据自身业务发展和当地政府的规划，公司自主建设寒亭区停车场项目，停车场项目计划建设三处停车场，分别为高铁潍坊北站停车场、杨家埠民俗艺术风景区停车场和柳毅山文化生态旅游景区停车场，建设地点分别位于寒亭区新溥街以南，潍县北路以西；寒亭区通亭街以南，渤海路以西；寒亭区红新村以南朱里二村以西。项目总占地面积 60,405 平方米（约 90.61 亩），规划车位共计 3,300 个。工程总投资为 60,000.00 万元，建设周期为 2 年。根据项目可研报告，停车场项目收入主要由三处停车费收入、广告牌出租收入和政府补贴收入组成，其中每年停车费收入预计 4,590.20 万元，广告牌出租收入 1,340.00 万元，政府补贴 5,000.00 万元，项目年收入合计 10,930.20 万元，运营期为 20 年，2017 年停车场项目暂未实现收入。目前，寒亭区停车场建设项目由潍坊泰达城乡建设投资有限公司和潍坊方达城镇建设投资有限公司联合开发建设。截至 2017 年底，寒亭区停车场建设项目尚需投资 8,000.00 万元，该项目完工投入运营后将为公司贡献一定收入。但目前项目建设进度不及预期，收入能否按预期实现有待关注。

综合来看，天然气销售、租赁收入、房屋销售业务和停车场项目将对公司营业收入形成了一定的补充，但目前整体收入规模不大。

公司继续获得外部大力支持

2017 年，根据《关于预下达 2017 年第二批省级保障性住房奖补引导资金的通知》（潍

财[2017]29号)等政府文件,公司获得财政补贴25,097.48万元,分别计入其他收益及营业外收入中;2017年1月12日,根据潍坊市寒亭区人民政府纪要(第28次)区政府常务会议纪要,经济区域投无偿划转至公司,增加公司资本公积142,919.61万元。公司在资产注入、财政补贴等方面获得寒亭区政府大力支持,提高了公司的利润水平,扩充了公司的资产规模。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告,报告均采用新会计准则编制,以下分析中2016年数据均采用2017年审计报告的期初数。2017年公司新增纳入合并范围一级子公司6家;截至2017年末,公司纳入合并范围内一级子公司共计11家。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长,但应收款项对营运资产形成较大占用,且部分资产已抵押,整体资产流动性较弱

主要受经济区域投纳入合并报表范围影响,公司资产大幅增长,2017年末公司总资产2,906,022.54万元,同比增长70.05%。其中流动资产1,873,401.24万元,占总资产比重的64.47%,同比提高1.61个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货。2017年末公司货币资金为251,736.17万元,同比增加74.35%,其中99,190.99万元的货币资金使用受到限制。

2017年末公司应收账款账面价值208,612.55万元,同比显著增长,其中应收潍坊市寒亭区财政局的款项占应收余额比例为93.04%。公司其他应收款主要为往来款,2017年公司其他应收款显著增长,账面价值增至788,720.96万元,其中前五大应收对象为寒亭区国库集中支付中心、潍坊泰达城乡建设投资有限公司、山东潍坊经济开发区国有资产经营投资公司、潍坊市寒亭区财政局、潍坊双杨建设有限公司,大部分为政府机构和国企,前五大应收对象的应收款总计占到55.97%。此外,账面价值396,555.01万元的应收账款已用于质押。综合来看,公司应收账款和其他应收款规模均显著增长,2017年末二者合计

占总资产比重为 34.32%，对公司营运资金的占用很大，虽然应收对象多为政府性机构，未来仍需关注相应款项的回款时间。

公司预付款项主要是支付给委托建设方的工程款，2017 年末公司预付账款为 206,526.65 万元，同比显著增加，主要系经济区域投纳入合并报表范围所致，其中前五名预付对象包括潍坊和佳房地产开发有限公司、潍坊泰达城乡建设投资有限公司、潍坊曜昇房地产开发有限公司、潍坊元鸿房地产开发有限公司和潍坊嘉实孵化产业园有限公司。

公司存货主要是土地、新增的房地产项目开发成本以及总部基地办公楼，2017 年末账面价值 411,221.19 万元，同比增长 51.02%，主要系经济区域投纳入合并报表范围所致。此外，公司账面价值 95,360.76 万元的存货已用于抵押。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	251,736.17	8.66%	144,389.23	8.45%
应收账款	208,612.55	7.18%	71,257.94	4.17%
预付款项	206,526.65	7.11%	81,284.51	4.76%
其他应收款	788,720.96	27.14%	474,029.30	27.74%
存货	411,221.19	14.15%	272,294.94	15.93%
流动资产合计	1,873,401.24	64.47%	1,074,148.56	62.86%
长期股权投资	726,482.64	25.00%	567,690.48	33.22%
投资性房地产	148,076.12	5.10%	46,228.94	2.71%
非流动资产合计	1,032,621.30	35.53%	634,759.67	37.14%
资产总计	2,906,022.54	100.00%	1,708,908.23	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期股权投资和投资性房地产。长期股权投资主要是公司对滨海投资发展有限公司（以下简称“滨海发展”）的投资，公司持股比例 20%，2017 年末长期股权投资账面价值同比增长 27.97% 至 726,482.64 万元，主要系滨海发展以权益法核算，2017 年权益增加 13.95 亿元所致。滨海发展是潍坊滨海经济开发区的投资建设主体，同时拥有政府赋予的土地开发权、房地产开发权、矿产及盐业等资源的开发经营权，截至 2017 年末，滨海发展资产总计 6,635,548.29 万元，所有者权益合计 3,645,342.90 万元，2017 年度实现营业收入 474,560.36 万元，实现利润总额 96,330.21 元，近年来滨海发展经营状况良好，为公司带来了较大的投资收益，但该部分资产受参股企业发展状况影响较大，公司可控性较小。公司投资性房地产主要是房屋建筑物及土地，2017 年末公司投资性房地产账面价值显著增长至 148,076.12 万元，主要系公司新购入投资性房地产和经济区域投纳入合并报表范围所致。其中账面价值为 30,045.48 万元的投资性房地产已用于抵押。

总体来看，公司资产规模大幅增长，以其他应收款、存货和长期股权投资为主；2017年末公司应收账款和其他应收款合计占总资产比重为34.32%，对营运资金构成较大占用；此外，公司账面价值合计621,152.24万元的部分资产已用于抵押，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入显著增长，但盈利能力及利润总额大幅下降，且主要依靠补贴收入

2017年公司实现营业收入148,454.51万元，同比显著增长，主要系经济区域投纳入合并范围导致新增政府购买服务、政府招商引资房产、房屋销售业务所致。综合毛利率同比减少30.80个百分点至15.59%，主要是因为子公司经济区域投的政府购买服务业务毛利率较低，但占营业收入的比例较大，拉低了公司的综合毛利率。2017年公司财务费用为52,703.97万元，较上年显著增长，主要系经济区域投纳入合并范围导致债务规模大幅增长使利息支出较多，导致公司营业利润最终出现亏损。公司的投资收益主要来源于对滨海发展的长期股权投资，2017年公司取得投资收益24,437.79万元，其中来自滨海发展的投资收益为1.93亿元。2017年公司收到营业外收入24,352.75万元，主要包括24,272.30万元的政府补助。在政府补助的支持下，2017年公司利润总额为正但仍大幅降至1,888.52万元。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	148,454.51	49,513.88
财务费用	52,703.97	19,949.33
投资收益	24,437.79	15,689.64
营业利润	-22,275.53	9,182.25
营业外收入	24,352.75	10,962.00
利润总额	1,888.52	18,692.06
综合毛利率	15.59%	46.39%
期间费用率	38.67%	44.99%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，筹资活动力度较大，目前在建工程存在一定资金需求。经营活动方面，2017年公司收现比为0.24，经营获现能力较弱。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是收到的往来款及政府补助。购买商品、接受劳务支付的现金主要系向施工方支付的建设工程款，支付其他与经营活动有关的现金主要为与其他公司的往来现金支出。2017年公司往来款规模明显增大，经营性现金净流出减少至25.62亿元。

投资活动方面，公司 2017 年投资活动现金流入 187,427.94 万元，主要是收到其他与投资活动有关的现金。2017 年投资活动现金流出显著增长至 571,726.93 万元，其中主要包括购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 217,522.80 万元和支付其他与投资活动有关的现金 350,404.07 万元。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，主要是公司为存货中的开发成本而支付的现金。支付其他与投资活动有关的现金增长，主要系公司的往来款增多所致。由于投资活动现金流出远大于现金流入，所以投资活动产生的现金净流出 384,298.99 万元。

融资活动方面，筹资活动流入主要是取得借款收到的现金。2017 年公司取得借款收到的现金达 79.30 亿元。筹资活动流出主要是公司偿还债务本息。综合来看，2017 年公司筹资活动现金净流入 68.37 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流表现较差，筹资活动力度较大。截至 2017 年末，公司在建房地产项目和停车场项目尚需投资 13.68 亿元，存在一定资金需求。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.24	0.24
销售商品、提供劳务收到的现金	35,740.95	11,744.78
收到的其他与经营活动有关的现金	426,484.70	165,626.38
经营活动现金流入小计	462,886.10	177,371.16
购买商品、接受劳务支付的现金	181,350.58	66,405.43
支付的其他与经营活动有关的现金	530,383.20	428,601.60
经营活动现金流出小计	719,085.87	503,917.72
经营活动产生的现金流量净额	-256,199.77	-326,546.56
投资活动产生的现金流量净额	-384,298.99	-8,394.69
筹资活动产生的现金流量净额	683,721.09	411,128.18
现金及现金等价物净增加额	43,222.33	76,186.93

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务快速增长，未来偿债压力加大

跟踪期内，公司负债规模增长较快，2017 年末负债总额为 1,607,342.67 万元，同比增长 121.90%，其中非流动负债显著增长，年末非流动负债占比为 72.78%。2017 年公司所有者权益有所增加，主要系公司长期股权投资中滨海发展权益增加 13.95 亿元以及政府拨入 14.29 亿元资金计入资本公积所致。截至 2017 年末公司所有者权益为 1,298,679.87 万元，同比增长 31.91%。受负债增长较快影响，公司产权比例上升，所有者权益对负债保障能

力趋弱。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
负债合计	1,607,342.67	724,361.83
其中：流动负债	437,565.64	245,964.41
非流动负债	1,169,777.03	478,397.42
所有者权益合计	1,298,679.87	984,546.38
产权比率	123.77%	73.57%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2017 年末公司短期借款为 33,603.00 万元，其中包括质押借款 7,000.00 万元、抵押借款 11,450.00 万元和保证借款 15,153.00 万元。公司应付票据为银行承兑汇票，2017 年末应付票据账面余额 34,615.99 万元，同比增长 64.09%。2017 年末公司其他应付款账面价值为 194,417.42 万元，同比增加 28.15%，主要系公司往来款增多所致。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 112,648.90 万元，其中一年内到期的长期借款 96,648.90 万元，一年内到期的应付债券 16,000.00 万元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,603.00	2.09%	3,950.00	0.55%
应付票据	34,615.99	2.15%	21,096.36	2.91%
其他应付款	194,417.42	12.10%	151,711.54	20.94%
一年内到期的非流动负债	112,648.90	7.01%	45,200.33	6.24%
流动负债合计	437,565.64	27.22%	245,964.41	33.96%
长期借款	958,006.53	59.60%	316,003.75	43.63%
应付债券	146,770.50	9.13%	162,393.67	22.42%
其他非流动负债	65,000.00	4.04%	0.00	-
非流动负债合计	1,169,777.03	72.78%	478,397.42	66.04%
负债总额	1,607,342.67	100.00%	724,361.83	100.00%
其中：有息债务	1,350,644.92	84.03%	548,644.11	75.74%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和其他非流动负债。2017 年末，公司长期借款余额 958,006.53 万元，较上年大幅增长，其中保证借款 154,764.75 万元，质押借款 146,039.00 万元。公司应付债券主要是母公司发行的 2011 年和 2014 年企业债券及其子公司潍坊公信 2016 年发行的企业债券，共计 146,770.50 万元，同比减少 9.62%。2017 年公司其他流动负债为 65,000.00 万元，其中对济南昭华投资中心（有限合伙）和长安国际

信托股份有限公司的其他非流动负债分别为 50,000.00 万元和 15,000.00 万元。

随着长期借款显著增长，公司有息债务快速增长，2017 年公司有息债务 1,350,644.92 万元，同比增长 146.18%。主要受负债规模快速增长影响，公司资产负债率持续上升，2017 年末公司资产负债率增至 55.31%，同比提高 12.92 个百分点。公司流动比率和速动比率表现尚可，2017 年末分别为 4.28 和 3.34。主要由于计入财务费用的利息支出增长，导致 2017 年公司 EBITDA 同比增长 41.26% 至 54,025.42 万元。但由于公司债务规模快速增长，EBITDA 利息保障倍数表现较弱，EBITDA 对公司有息债务本息的保障能力趋弱，未来偿债压力加大。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	55.31%	42.39%
流动比率	4.28	4.37
速动比率	3.34	3.26
EBITDA（万元）	54,025.42	38,245.47
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.51
有息债务/EBITDA	25.00	14.35

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

东兴建设提供的保证担保可对本期债券的偿还形成一定的保障作用

本期债券由东兴建设提供连带责任保证担保，担保人保证的范围包括债权本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的费用，担保期间为债券存续期内及债券到期之日起 2 年。

东兴建设成立于 2006 年 6 月，截至 2017 年末，注册资本为 25 亿元，潍坊市国有资产监督管理委员会是其实际控制人。东兴建设目前已经形成了以土地整理开发为主营业务，同时兼营基础设施工程代建、国有资产维护及运营的业务结构。

截至 2017 年 12 月 31 日，东兴建设总资产为 3,577,290.13 万元，所有者权益 1,510,355.17 万元，资产负债率为 57.78%。2017 年，东兴建设实现营业收入 32,035.49 万元，利润总额 15,310.24 万元，经营活动产生的现金净流入 213,916.43 万元。

表 15 东兴建设主要财务数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,577,290.13	3,357,607.76	2,548,504.61

所有者权益（万元）	1,510,355.17	1,560,297.24	947,055.95.
资产负债率	57.78%	53.53%	62.84%
流动比率	5.85	4.47	2.74
营业收入（万元）	32,035.49	40,440.47	111,429.23
营业利润（万元）	15,304.28	-711.54	-5,152.42
利润总额（万元）	15,310.24	12,060.21	11,098.55
综合毛利率	2.58%	41.70%	31.50%
经营活动现金流净额（万元）	213,916.43	-86,931.16	-48,039.94

资料来源：东兴建设 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额18,600.00万元，占期末净资产比重为1.43%，被担保企业为事业单位、民营企业和国有企业，无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	企业性质	担保金额	反担保方式
潍坊市寒亭区人民医院	事业单位	8,000.00	无
潍坊市三建集团有限公司	民营企业	3,600.00	无
潍坊泰达城乡建设投资有限公司	国有企业	5,000.00	无
潍坊市国立高科技产业园有限公司	国有企业	2,000.00	无
合计	-	18,600.00	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年潍坊市寒亭区经济与财政实力不断增强，为公司发展提供较好的外部环境；寒亭区人民政府在资产注入及财政补贴方面继续给予公司大力支持。同时我们也关注到，2017年末公司占比较大的应收账款及其他应收款对营运资金形成较大占用，账面价值62.12医院的资产已用于抵押，资产流动性较弱；2017年公司综合毛利率及利润总额均大幅下降，当年收现比仅为0.24，经营活动现金净流出25.62亿元，经营性现金流表现较差；2017年末公司有息债务大幅攀升至135.06亿元，同比增长146.18%，而公司长期偿债能力指标趋弱，未来偿债压力加大。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
流动资产：			
货币资金	251,736.17	144,389.23	41,155.93
应收票据	15.00	0.00	0.00
应收账款	208,612.55	71,257.94	32,645.56
预付款项	206,526.65	81,284.51	82,783.35
应收利息	2,681.47	779.38	0.00
其他应收款	788,720.96	474,029.30	150,797.40
存货	411,221.19	272,294.94	134,334.27
其他流动资产	3,887.25	30,113.26	0.00
流动资产合计	1,873,401.24	1,074,148.55	441,716.51
非流动资产：			
可供出售金融资产	22,548.93	5,520.00	700.00
长期应收款	6,369.25	0.00	0.00
长期股权投资	726,482.64	567,690.48	455,664.49
投资性房地产	148,076.12	46,228.94	57,939.53
固定资产	56,254.56	3,305.48	3,422.73
在建工程	21,020.21	56.26	0.00
无形资产	3,169.65	0.00	0.00
商誉	7,018.18	7,018.18	0.00
长期待摊费用	274.59	0.00	0.00
递延所得税资产	1,064.43	797.59	774.94
其他非流动资产	40,342.74	4,142.74	1,142.74
非流动资产合计	1,032,621.30	634,759.66	519,644.43
资产总计	2,906,022.54	1,708,908.21	961,360.94
流动负债：			
短期借款	33,603.00	3,950.00	700.00
应付票据	34,615.99	21,096.36	8,000.00
应付账款	17,539.75	819.13	872.22
预收款项	25,256.93	6,110.00	0.00
应付职工薪酬	442.77	452.94	0.00
应交税费	7,991.28	6,223.58	4,296.87
应付利息	10,945.13	10,400.53	8,964.44
应付股利	104.47	0.00	0.00
其他应付款	194,417.42	151,711.54	85,012.00

一年内到期的非流动负债	112,648.90	45,200.33	32,716.10
流动负债合计	437,565.64	245,964.41	140,561.63
非流动负债：			
长期借款	958,006.53	316,003.75	56,660.72
应付债券	146,770.50	162,393.67	139,046.40
其他非流动负债	65,000.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1,169,777.03	478,397.42	195,707.13
负债合计	1,607,342.67	724,361.83	336,268.76
所有者权益：			
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	1,098,844.83	815,623.25	472,749.23
其他综合收益	21,613.76	0.00	0.00
盈余公积	5,105.08	5,105.08	5,105.08
未分配利润	141,940.85	137,541.74	124,152.60
归属于母公司所有者权益合计	1,277,504.52	968,270.07	612,006.91
少数股东权益	21,175.35	16,276.31	13,085.27
所有者权益合计	1,298,679.87	984,546.38	625,092.18
负债和所有者权益总计	2,906,022.54	1,708,908.21	961,360.94

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	148,454.51	49,513.88	48,330.99
其中：主营业务收入	148,454.51	49,513.88	48,330.99
减：营业成本	125,317.71	26,545.74	37,001.30
其中：主营业务成本	125,317.71	26,545.74	37,001.30
税金及附加	5,380.40	3,254.33	1,486.40
销售费用	250.31	0.00	0.00
管理费用	4,448.76	2,328.71	2,618.42
财务费用	52,703.97	19,949.33	6,125.40
资产减值损失	7,891.88	3,943.17	4,359.22
投资收益	24,437.79	15,689.64	13,509.42
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	13,509.42
其他收益	825.18	0.00	0.00
二、营业利润	-22,275.53	9,182.25	10,249.67
加：营业外收入	24,352.75	10,962.00	7,674.94
减：营业外支出	188.69	1,452.19	23.31
三、利润总额	1,888.52	18,692.06	17,901.30
减：所得税费用	1,698.13	1,267.41	891.5
四、净利润	190.39	17,424.65	17,009.80
归属于母公司所有者的净利润	59.55	17,044.54	16,522.74
归属于少数股东的净利润	130.84	380.11	487.06

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	35,740.95	11,744.78	19,081.47
收到的税费返还	660.45	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	426,484.70	165,626.38	49,168.61
经营活动现金流入小计	462,886.10	177,371.16	68,250.08
购买商品、接受劳务支付的现金	181,350.58	66,405.43	51,885.13
支付给职工以及为职工支付的现金	1,521.26	153.80	80.64
支付的各项税费	5,830.83	8,756.89	6,302.53
支付的其他与经营活动有关的现金	530,383.20	428,601.60	21,887.39
经营活动现金流出小计	719,085.87	503,917.72	80,155.69
经营活动产生的现金流量净额	-256,199.78	-326,546.56	-11,905.61
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	3,200.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	1,122.76	0.00	0.53
收到其他与投资活动有关的现金	183,105.18	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	187,427.94	0.00	0.53
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	217,522.80	70.64	324.48
投资支付的现金	19,628.93	5,435.66	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-15,828.87	2,888.39	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	350,404.07	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	571,726.93	8,394.69	324.48
投资活动产生的现金流量净额	-384,298.99	-8,394.69	-323.94
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	23,224.45	0.00	0.00
取得借款收到的现金	793,035.46	316,989.00	62,050.00
发行债券收到的现金	0.00	40,000.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	214,631.61	124,782.56	18,430.00
筹资活动现金流入小计	1,030,891.52	481,771.56	80,480.00
偿还债务支付的现金	99,960.78	46,716.00	15,750.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	60,924.24	22,583.38	14,578.72
支付其他与筹资活动有关的现金	186,285.41	1,344.00	16,858.55
筹资活动现金流出小计	347,170.43	70,643.39	47,187.27
筹资活动产生的现金流量净额	683,721.09	411,128.18	33,292.73
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00

五、现金及现金等价物净增加额	43,222.32	76,186.93	21,063.18
加：期初现金及现金等价物余额	109,342.86	33,155.93	12,092.75
六、期末现金及现金等价物余额	152,565.18	109,342.86	33,155.93

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	190.39	17,424.65	17,009.80
加：资产减值准备	7,891.88	3,943.17	4,359.22
固定资产折旧、投资性房地产折旧、生产性生物资产折旧	2,979.26	1,430.33	2,138.01
无形资产摊销	17.19	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.00	1.14	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	45,089.72	18,145.06	5,032.16
投资损失（收益以“-”号填列）	-24,437.79	-15,689.64	-13,509.42
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	124.29	-22.65	-46.17
存货的减少（增加以“-”号填列）	138,926.25	-80,644.96	-5,926.56
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-176,020.09	-317,513.21	-110,022.53
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-250,960.89	46,379.55	89,059.88
经营活动产生的现金流量净额	-256,199.78	-326,546.56	-11,905.61

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	1,350,644.92	548,644.11	237,123.23
资产负债率	55.31%	42.39%	34.98%
流动比率	4.28	4.37	3.14
速动比率	3.34	3.26	2.19
产权比率	123.77%	73.57%	53.80%
期间费用率	38.67%	44.99%	18.09%
综合毛利率	15.59%	46.39%	23.44%
EBITDA（万元）	54,025.42	38,245.47	25,189.38
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.51	1.66
收现比	0.24	0.24	0.39

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例（%）		主营业务
		直接	间接	
潍坊公信国有资产经营有限公司	10,000.00	100.00		运营授权范围内的国有资产
潍坊方达城镇建设投资有限公司	13,000.00	100.00		建筑工程施工，城乡基础设施及配套设施建设等
山东龙文实业股份有限公司（原名山东龙文置业股份有限公司）	30,000.00	90.00	10.00	房地产开发，商品房销售
潍坊卓远新能源开发有限公司	10,000.00	51.00		新能源项目开发与利用
潍坊临港产业园管理有限公司	1,000.00	100.00		电子技术及生物技术开发等
潍坊亿燃天然气有限公司	6,122.45	51.00		天然气供应等
潍坊经济区城市建设投资开发有限公司	16,300.00	100.00		对城市基础设施和市政公用事业的投资及管理
潍坊滨涌水务有限公司	10,000.00	100.00		水务项目投资、建设、设计、施工、经营管理等
潍坊滨德表面处理科技产业园管理有限公司	10,000.00	100.00		园区管理，电镀加工等
山东滨毅投资管理有限公司	1,000.00	51.00		投资、投资管理等
潍坊市滨投分布式能源有限公司	10,000.00	51.00		分布式能源项目的开发、建设和运营等

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。