

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]143 号

高密市城市建设投资集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我公司对贵公司及“17 高密专项债/17 高建投”的信用状况进行了跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“17 高密专项债/17 高建投”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十一日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]143 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对高密市城市建设投资集团有限公司及其发行的“17 高密专项债/17 高建投”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持高密市城市建设投资集团有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“17 高密专项债/17 高建投”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十一日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与高密市城市建设投资集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与高密市城市建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由高密市城市建设投资集团有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受高密市城市建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “17 高密专项债/17 高建投”信用等级至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年6月21日



高密市城市建设投资集团有限公司主体及 “17 高密专项债/17 高建投”2019 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】143 号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2019 年 6 月 21 日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2018 年 6 月 20 日

债券概况

债券简称：“17 高密专项债/17 高建投”
发行金额：5 亿元
存续期：2017 年 9 月 18 日至 2024 年 9 月 18 日
偿还方式：分期偿还本金、按年付息
增信措施：土地使用权抵押

评级小组负责人

刘贵鹏

评级小组成员

王文静 杨丹

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，高密市经济继续保持较快增长，经济实力较强；高密市城市建设投资集团有限公司（以下简称“高密城投”或“公司”）继续从事高密市范围内的基础设施建设及房地产开发，业务具有较强的区域专营性；公司在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比仍较高，资产流动性较弱；公司经营性净现金流由净流入转为净流出，投资性净现金流继续表现为净流出，现金来源对筹资活动的依赖较大。

公司以其合法拥有的评估价值为 11.32 亿元的国有土地使用权为按期足额清偿本期债券本息提供抵押担保，具有较强的增信作用。

东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“17 高密专项债/17 高建投”的信用等级为 AA+。

主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	208.47	239.57	247.88
所有者权益（亿元）	145.25	150.00	153.58
全部债务（亿元）	43.67	61.92	60.76
营业收入（亿元）	11.41	10.04	10.18
利润总额（亿元）	1.42	1.55	1.66
EBITDA（亿元）	1.68	1.81	1.91
营业利润率（%）	13.80	10.63	11.94
净资产收益率（%）	0.70	0.85	0.81
资产负债率（%）	30.33	37.39	38.04
全部债务资本化比率（%）	23.12	29.22	28.35
流动比率（%）	663.38	488.81	516.79
全部债务/EBITDA（倍）	25.92	34.27	31.86
EBITDA 利息倍数（倍）	0.55	0.75	0.54

注：表中数据来源于公司 2016 年~2018 年经审计的财务报表。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2019年6月21日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2018年6月20日

债券概况

债券简称：“17 高密专项债 /17 高建投”
发行金额：5 亿元
存续期：2017 年 9 月 18 日至 2024 年 9 月 18 日
偿还方式：分期偿还本金、按年付息
增信措施：土地使用权抵押

评级小组负责人

刘贵鹏

评级小组成员

王文静 杨丹

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-62299803
地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

优势

- 跟踪期内，高密市经济继续保持较快增长，经济实力较强；
- 公司继续从事高密市范围内的基础设施建设及房地产开发，业务具有较强的区域专营性；
- 公司在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的大力支持；
- 公司以其合法拥有的评估价值为 11.32 亿元的国有土地使用权为按期足额清偿本期债券本息提供抵押担保，具有较强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比仍较高，资产流动性较弱；
- 2018 年，公司经营性净现金流由净流入转为净流出，投资性净现金流继续表现为净流出，现金来源对筹资活动的依赖较大。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及2017年高密市城市建设投资集团有限公司养老产业专项债券（以下简称“本期债券”或“17高密专项债/17高建投”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于高密市城市建设投资集团有限公司（以下简称“高密城投”或“公司”）提供的相关经营、财务数据及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，高密城投的注册资本、控股股东和实际控制人未发生变化。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为人民币21950.00万元，高密市国有资产管理办公室（以下简称“高密国资办”）为公司实际控制人。

公司仍为高密市重要的基础设施建设主体，主要从事高密市城市基础设施建设和房地产开发等业务，其中房地产开发业务包括商品房开发项目和棚户区改造项目。

跟踪期内，公司合并报表范围未发生变化。截至2018年末，公司纳入合并范围的二级子公司合计7家。

表1：截至2018年末公司纳入合并范围二级子公司情况

单位：万元、%

子公司名称	子公司简称	注册资本	持股比例
高密城嘉融智建设有限公司	城嘉融智	9000.00	100.00
山东城嘉博海置业有限公司	城嘉置业	2000.00	60.00
高密市大地园林工程有限公司	大地园林	1000.00	100.00
高密市鑫兴资产管理有限公司	鑫兴资产	10005.00	100.00
高密市锦添农业发展有限公司	锦添农发	10000.00	100.00
高密市汇锦物业有限公司	汇锦物业	10.00	100.00
高密市城嘉国信建设发展有限公司	城嘉建发	10000.00	100.00

资料来源：公司审计报告、公开资料，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司公开发行的“17高密专项债/17高建投”为人民币5.00亿元7年期的附息式固定利率债券，票面利率为5.95%。本期债券的起息日为2017年9月18日，到期日为2024年9月18日，还本付息方式为每年付息一次、分期偿还本金。截至本报告出具日，本期债券已按时付息，尚未到还本日。

公司以其合法拥有的评估价值为11.32亿元的国有土地使用权为按期足额清偿本期债券本息提供抵押担保。

截至本报告出具日，本期债券募集资金已全部投入高密市综合养老产业项目

建设。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹

至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20世纪90年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1995年~2018年，城镇化率由29.04%增加至59.58%，平均每年增长1.3个百分点，意味着平均每年约2000万农村人口流入城镇。1995年~2017年，基础设施建设投资完成额由0.41万亿元增加至17.31万亿元，年均复合增长率为18.52%；城市建成区面积由19264.00平方公里增加至56225.38平方公里，年均复合增长率为4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018年末59.58%的城镇化率与发达国家80%的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002年~2017年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量由0.88辆增加至37.50辆，而人均城市道路面积仅由8.10平方米增加至16.05平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。2014年3月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2018年又有《关于实施2018年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《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》等文件出台。

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43号文到新《预算法》，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018年以来，随着发改办财金【2018】194号文和财金【2018】23号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财政补贴等更加规范化的方式来实现。

地区经济

1. 潍坊市

跟踪期内，潍坊市主要经济指标保持增长，经济实力很强

跟踪期内，潍坊市主要经济指标保持增长。2018年，潍坊市实现地区生产总值6156.8亿元，同比增长6.5%；人均地区生产总值为65721元。潍坊市三次产业结构由2017年的8.4：45.6：46.0调整为2018年的8.3：44.5：47.2。

2018年，潍坊市以通用设备制造业、专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等为主的支柱产业发展良好，规模以上工业增加值同比增长5.6%。同期，潍坊市固定资产投资放缓，但其中房地产投资增速回暖。2018年，潍坊市固定资产投资同比增长4.4%；房地产投资增长29.0%，同比回升15.3个百分点。

2. 高密市

高密市地区生产总值继续增长，综合经济实力进一步增强

跟踪期内，高密市地区生产总值继续增长，综合经济实力进一步增强。2018年，高密市实现地区生产总值为673.80亿元，同比增长6.6%；地区生产总值在潍坊市各区、县（市）排名第4位。分产业来看，第一产业增加值47.93亿元，增长1.4%；第二产业增加值320.26亿元，增长7.1%；第三产业增加值305.6亿元，增长7.0%。高密市三次产业结构由2017年的8.15：48.80：43.05调整为2018年的7.12：47.53：45.35。

高密市工业经济基础良好，已形成纺织服装、机械电子、劳保用品制造、食品加工、化工建材等支柱产业，2018年上述五大产业集群企业达到367家，占规模以上工业总产值的85.75%，对工业经济的贡献率为70.39%，拉动工业经济增长5.28个百分点，成为工业经济增长的主要力量。同期，高密市固定资产投资增速为0.8%，增速下滑较多；社会消费品零售总额为206.50亿元。

表 2：2016 年~2018 年高密市主要经济指标情况

单位：亿元、%

项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	623.18	8.2	643.22	5.6	673.80	6.6
规模以上工业总产值	1865.5	8.6	1539.9	5.0	-	7.5
全社会固定资产投资	563.24	13.6	529.30	3.1	-	0.8
社会消费品零售总额	208.98	12.0	223.19	6.8	206.5	-
三次产业结构	8.21：50.43：41.36		8.15：48.80：43.05		7.12：47.53：45.35	

资料来源：高密市国民经济和社会发展统计公报及公开资料，东方金诚整理

2019年1~3月，高密市地区生产总值为183.25亿元，同比增长1.3%，经济增速下滑明显。其中，第一产业增加值为9.88亿元，增长2.4%；第二产业增加值为89.47亿元，下降1.6%；第三产业增加值为83.9亿元，增长5%。

财政状况

潍坊市

2018年，潍坊市一般公共预算收入和政府性基金收入保持增长，财政实力很强

根据潍坊市财政局网站披露数据，2018年，潍坊市一般公共预算收入为569.80亿元，同比增长5.69%；政府性基金收入为607.58亿元，同比增长41.40%，受房地产及土地出让市场持续向好影响，潍坊市政府性基金收入大幅增长。

2018年，潍坊市一般公共预算支出为733.50亿元，同比增长8.12%；政府性基金支出为670.00亿元，同比增长43.22%。

截至2018年末，潍坊市政府债务余额为1147.52亿元，其中一般债务余额为671.14亿元，专项债务余额为476.38亿元。

高密市

受益于土地市场行情好转，高密市财政收入实现增长，财政实力较强

2018年，高密市财政收入为86.26亿元，同比增长15.34%。

高密市一般公共预算收入小幅增长，税收收入占比很高。2018年，高密市一般公共预算收入为50.60亿元，同比增长2.97%，其中税收收入为43.71亿元，同比增长8.22%，占比86.38%。

2018年，高密市政府性基金收入为20.25亿元，同比增长68.03%，受益于土地市场行情好转，高密市政府性基金收入大幅上涨；上级补助收入为15.41亿元，同比增长13.31%。

2018年，高密市一般公共预算支出为55.44亿元，同比增长6.43%；地方财政自给率为88.64%，地方财政自给程度很高。

截至2018年末，高密市政府债务余额为46.67亿元，其中一般债务余额为34.51亿元，专项债务余额为12.15亿元。

业务运营

经营概况

2018年，公司营业收入仍主要来自基础设施、棚户区改造及配套商品房开发业务，营业收入、毛利润及综合毛利率均有所增长

跟踪期内，公司作为高密市重要的基础设施建设主体，继续从事高密市基础设施建设、棚户区改造及商品房开发等业务，营业收入有所增长。其中，公司棚户区改造和商品房开发业务收入规模和占比大幅提高；受项目接近完工影响，基础设施建设收入有所下降。

2018年，公司毛利润同比增长13.93%，毛利率同比上升1.62个百分点。

表 3：公司营业收入、毛利润和综合毛利率构成情况

单位：万元、%

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	114055.53	100.00	100436.81	100.00	101769.53	100.00
基础设施建设	55910.27	49.02	39358.10	39.19	22804.29	22.41
棚户区改造	29507.07	25.87	44296.30	44.10	50708.52	49.83
商品房开发	25603.86	22.45	11725.98	11.67	25026.35	24.59
其他	3034.32	2.66	5056.43	5.03	3230.36	3.17
毛利润	19365.23	100.00	13051.34	100.00	14868.92	100.00
基础设施建设	6290.50	32.48	4106.93	31.47	2379.58	16.00
棚户区改造	2119.61	10.95	3136.49	24.03	3645.31	24.52
商品房开发	9440.90	48.75	4121.86	31.58	8053.42	54.16
其他	1514.22	7.82	1686.06	12.92	790.62	5.32
毛利率	16.98		12.99		14.61	
基础设施建设	11.25		10.43		10.43	
棚户区改造	7.18		7.08		7.19	
商品房开发	36.87		35.15		32.18	
其他	49.90		33.34		24.47	

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

公司基础设施建设业务仍具有较强的区域专营性，但在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

跟踪期内，公司继续承担潍坊市的基础设施项目建设，包括棚户区改造和配套商品房建设，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施项目建设资金仍主要来源于自有资金、外部融资及财政拨款，主要采用委托代建模式。2018 年公司建设的基础设施项目主要为高密市第一中学新校区和和平社区棚户区改造项目等，实现基础设施业务收入 2.28 亿元，全部来自和平社区棚户区改造项目结算收入；毛利率为 10.43%，与上年保持一致。

房地产开发业务方面，截至 2018 年末，公司已开发了东方名都、梓潼家园、滨北书苑、康河馨苑、湖光金色和金域蓝湾等棚户区改造及商品房项目。2018 年公司棚户区改造项目收入为 5.07 亿元，商品房销售收入为 2.50 亿元，均来自于东方名都项目。棚户区改造业务毛利率为 7.19%，商品房销售业务毛利率为 32.18%。公司综合业务毛利率同比有所提高，主要系毛利率较高的商品房销售收入占比有所提高所致。

截至 2018 年末，公司主要在建项目包括滨北雅苑、三里嘉园、康城嘉园和东方名都等，上述项目同时包含棚户区改造和配套商品房项目，计划总投资 45.59 亿元，已完成投资 13.01 亿元，尚需投资金额 32.58 亿元，其中 2019 年计划投资 9.38 亿元。

表 4：截至 2018 年末公司主要在建房地产项目情况

单位：亿元

项目名称	项目类型	计划总投资	已完成投资	2019 年投资计划
滨北雅苑	棚户区改造/商品房	7.40	1.61	1.40
三里嘉园	棚户区改造/商品房	10.05	2.60	2.50
康城嘉园	棚户区改造/商品房	17.94	0.08	4.00
东方名都	棚户区改造/商品房	10.20	8.72	1.48
合计	-	45.59	13.01	9.38

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司拟建的棚户区改造项目主要为堤东片区项目，商品房项目主要为观湖美墅项目，计划总投资合计为 32.43 亿元。整体来看，公司在建及拟建房地产规模较大，存在一定的资本支出压力。

外部支持

作为高密市重要的基础设施建设和棚户区改造业务主体，公司在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持

高密市城市基础设施建设主体主要有两家。除公司外，高密市国有资产经营投资有限公司（简称“高密国投”）¹主要负责高密城市基础设施和棚户区改造（含保障房建设）业务。公司和高密国投的实际控制人均为高密市国资办，主营业务存在一定交叉。相对来说，高密国投负责的基础设施业务所占比重较大，公司负责的棚户区改造（含保障房建设）业务所占比重较大。

表 5：2018 年公司与高密国投主要财务指标

单位：亿元、%

简称	资产总额	所有者权益	全部债务	资产负债率	营业收入	利润总额
高密国投	249.83	136.54	61.42	45.35	21.09	2.35
高密城投	247.88	153.58	60.76	38.04	10.18	1.66

资料来源：公开资料，东方金诚整理

资产注入方面，2018 年，公司获得股东多次注资，增加资本公积 2.34 亿元。

财政补贴方面，2018 年，公司收到财政补贴收入 0.80 亿元。

考虑到公司在高密市基础设施建设领域中的重要地位，预计未来仍将得到实际控制人及相关各方提供的大力支持。

企业管理

截至 2018 年末，公司注册资本及实收资本均为 21950.00 万元，较 2017 年末未发生变化；高密国资仍为公司唯一出资人，高密市国资办仍为公司实际控制人。跟踪期内，公司治理结构和组织架构未发生重大变化。

¹ 高密国投成立于 2003 年 12 月，控股股东及实际控制人均为高密市国资办，截至 2019 年 3 月末，其注册资本为 7.8 亿元。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有 7 家（见表 1），较 2017 年末未发生变化。

资产构成与资产质量

公司资产规模继续增长，以流动资产为主，但流动资产以变现能力较弱的存货为主，且受限资产占比较高，资产流动性较弱

公司资产规模继续增长，以流动资产为主。2018 年末，公司资产总额为 247.88 亿元，同比增长 3.47%，其中流动资产占资产总额的比重为 97.28%。

表 6：公司主要资产构成情况

单位：亿元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金	12.16	23.61	16.95
预付款项	5.07	1.93	12.13
其他应收款	5.12	7.13	7.60
存货	178.23	194.24	201.88
流动资产	201.37	232.58	241.13
无形资产	6.01	5.80	5.58
非流动资产	7.10	6.99	6.75
资产总额	208.47	239.57	247.88

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司存货主要为土地使用权及项目开发成本，2018 年末占比分别为 66.55%和 23.52%；其中，土地使用权为政府注入及公司公开招拍挂获得，共计 212 块土地，面积合计 2194.65 万平方米，账面价值为 134.36 亿元。公司将根据高密市本地经济发展及规划的需要，统筹安排土地使用用途，其中，城东所属土地将用来发展房产、商业项目；柴沟区域土地将用来发展花卉市场、生态植物园等项目；其他位置根据公司业务发展需要待定。公司土地使用权类型均为出让地，用途均为商服用地，均取得土地使用权证，但流动性较弱。公司开发成本 47.48 亿元，主要为商品房、棚户区改造项目开发成本，此外包括少量基建项目开发成本。

公司预付款项大幅增长，主要系堤东片区、烟草公司片区等拆迁费大幅增加所致。2018 年末，公司货币资金中受限金额为 4.42 亿元，受限比例较大。

截至 2018 年末，公司受限资产为 67.19 亿元，占资产总额的比重为 27.11%。受限资产主要为用于借款抵押的存货和质押的定期存款。

资本结构

受益于股东注资及经营净利润累计，公司所有者权益继续增长

2018年末，公司所有者权益为153.58亿元，同比增长2.38%。其中，实收资本为2.20亿元，较2017年末未发生变化；资本公积为142.53亿元，同比增长1.67%，主要系股东注资所致；未分配利润为7.99亿元，同比增长16.31%。

公司负债总额继续增长，但有息债务规模小幅下降，整体债务率水平很低

2018年末，公司负债总额为94.30亿元，同比增长5.29%，其中流动负债占比49.48%。

公司流动负债主要为短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。随着工程进度加快，2018年末，公司应付账款增长至7.82亿元；预收款项同比增长101.16%，主要系预收东方明都和滨北书苑等项目购房款增多；其他应付款同比下降29.31%，主要是由于年内偿还往来款增多。

表7：公司主要负债构成情况

单位：亿元、%

项目名称	2016年末	2017年末	2018年末
短期借款	2.80	4.60	5.10
应付账款	3.39	3.80	7.82
预收款项	1.43	5.99	12.05
其他应付款	13.68	16.01	11.32
流动负债	30.36	47.58	46.66
长期借款	32.86	37.10	42.74
应付债券	0.00	4.89	4.91
非流动负债	32.86	41.99	47.65
负债总计	63.22	89.57	94.30

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2018年末，公司长期借款继续增长，全部为抵质押或担保借款。应付债券仍为“17高密专项债/17高建投”。

2018年末，公司全部债务为60.76亿元，同比下降1.87%，其中短期有息债务为13.11亿元，占比为21.58%，规模和占比均有所下降。同期末，公司资产负债率为38.04%，同比提高0.65个百分点；全部债务资本化比率为28.35%，同比下降0.87个百分点，整体债务率水平很低。

截至2018年末，公司对外担保金额为6.40亿元，担保比率为4.17%，被担保方为高密市国有独资企业和公司工程施工合作方，担保方式为连带责任保证担保。整体来看，公司对外担保金额较大，存在一定的代偿风险。

表 8：截至 2018 年末公司对外担保情况

单位：万元

被担保人	企业性质	担保金额	担保期限
高密市国有资产经营投资有限公司	国有独资	14544.00	2016.03.11~2021.02.21
高密市国有资产经营投资有限公司	国有独资	14547.00	2016.04.28~2021.02.21
高密市国有资产经营投资有限公司	国有独资	10909.00	2016.04.15~2021.02.21
高密市宏宇建设有限公司	私营	4667.00	2018.03.12~2019.03.11 ²
高密市城建建筑有限责任公司	私营	3400.00	2018.04.04~2019.04.03 ³
高密市城建建筑有限责任公司	私营	2000.00	2018.04.26~2019.04.25 ⁴
高密市宏宇建设有限公司	私营	2000.00	2018.03.12~2019.03.11 ⁵
高密市宏宇建设有限公司	私营	4200.00	2018.03.09~2019.03.09 ⁶
盛德路桥建设有限公司	私营	7749.86	2016.09.26~2019.09.25
合计	-	64016.86	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

盈利能力

公司营业收入有所增长，利润对财政补贴依赖较大，盈利能力很弱

2018 年，公司营业收入为 10.18 亿元，同比增长 1.33%；营业利润率为 11.94%，同比增长 1.31 个百分点。同期，期间费用为 0.31 亿元，占营业收入比重为 3.04%，期间费用率仍处于较低水平。

公司利润对财政补贴依赖较大。2018 年，公司利润总额为 1.66 亿元，同比增加 0.11 亿元，其中财政补贴收入为 0.80 亿元，占比 48.20%。

从盈利能力指标来看，公司盈利能力很弱。2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 0.58% 和 0.81%，同比下降 0.03 个百分点和 0.04 个百分点。

现金流

2018 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，存在一定的不确定性，投资性净现金流继续表现为净流出，现金来源对筹资活动的依赖较大

公司经营性净现金流大幅减少，转为净流出状态。2018 年，公司经营活动现金流入为 18.06 亿元，同比减少 28.30%，主要系公司收到往来款减少所致；现金收入比为 114.74%，主营业务回款较好。同期，公司经营活动现金流出为 31.72 亿元，同比增长 41.32%，主要系项目建设和往来款支出增多所致；经营性净现金流为 -13.66 亿元，由净流入变为净流出。总体来看，公司经营性净现金流易受往来款及项目结算款波动影响较大，未来仍存在一定的不确定性。

跟踪期内，公司投资活动现金流规模仍相对很小，资金来源对外部融资能力依赖较大。2018 年，公司筹资前现金流为 -14.88 亿元，缺乏对债务的保障能力。同期，公司筹资活动现金流入为 26.44 亿元，同比增加 2.38 亿元，主要系本期收

² 到期自动解除担保。

³ 重新签订 5000 万保证合同，担保期限为 2019.01.31~2020.01.29。

⁴ 到期自动解除担保。

⁵ 重新签订担保合同，担保金额为 1950 万，担保期限为 2019.04.04~2020.04.03。

⁶ 到期自动解除担保。

到票据保证金增多所致；筹资活动现金流出为 16.23 亿元，同比增加 1.20 亿元，主要为公司偿还的到期债务本息；筹资性净现金流为 10.20 亿元，同比增加 1.18 亿元。2018 年，公司现金及现金等价物净增加额为-4.68 亿元，同比减少 14.43 亿元。

偿债能力

公司主营业务具有较强的区域专营性，继续得到实际控制人及相关各方的有力支持，综合偿债能力仍很强

从短期偿债能力来看，2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 516.79% 和 84.12%，覆盖倍数较高；现金比率⁷为 36.33%。但是，公司流动资产中变现能力较弱的存货等占比较大，资产流动性较差，对流动负债的保障程度一般。

从长期偿债能力来看，2018 年末，公司长期债务资本化比率为 23.68%，同比增长 1.81 个百分点。2018 年，公司全部债务/EBITDA 为 31.86 倍，EBITDA 利息倍数为 0.54 倍，EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度很低；经营现金流动负债比为 -29.28%，经营性净现金流缺乏对债务的保障能力。

银行授信方面，截至 2018 年末，公司获得的总授信额度为 65.50 亿元，已使用授信额度 47.75 亿元，尚未使用额度 17.75 亿元。

综合来看，考虑到公司为高密市重要的基础设施建设及棚户区改造项目主体，主营业务具有较强的区域专营性，并得到了实际控制人及相关各方的有力支持，东方金诚认为公司的偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2019 年 4 月 8 日，公司已结清信贷信息中有一笔欠息记录，首次发生欠息时间为 2017 年 3 月 21 日，欠息金额为 128.33 万元，欠息结清日期为 2017 年 3 月 25 日。截至本报告出具日，公司于 2017 年 9 月发行的“17 高密专项债/17 高建投”到期利息已支付，尚未到本金兑付日。

抗风险能力

基于对潍坊市高密市地区经济及财政实力、股东对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

公司以其合法拥有的评估价值为 11.32 亿元的 10 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

担保范围

⁷ 现金比率=货币资金/流动负债*100。

担保范围包括本期债券的本金和利息及违约金、损害赔偿金以及为实现抵押权而发生的全部合理费用（包括但不限于律师费、诉讼费、担保费等）和支出。

担保效力

公司用于本期债券抵押的10宗土地使用权⁸的登记面积合计124.23万平方米，土地用途为商业。跟踪期内，公司对上述抵押土地重新进行了资产评估。根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司出具的《资产评估报告》（中瑞评报字[2015]090551281号），用于抵押的10宗土地使用权评估价值为11.32亿元，对本期债券募集资金的覆盖倍数为2.26倍。根据抵押资产监管协议，在本期债券存续期内，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率不得低于2.0倍。当抵押比率低于2.0倍时，经本期债券持有人会议同意追加抵押资产后，高密城投应在约定时间内制作《追加抵押资产清单》并追加抵押资产，追加的抵押资产应按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。

公司用于抵押的10宗土地使用权均是商业用地，位于新兴城镇化区域，所处地段交通较为便利。近年来高密市地区经济保持快速增长，带动了当地房地产市场的较快发展。随着高密市城镇化速度将进一步加快，预计未来高密市房地产和土地市场价格大幅下降的可能性较小。

表 9：拟用于抵押的土地使用权基本情况

单位：平方米、万元

土地证编号	宗地位置	土地使用权类型	面积	评估价值
高国用 2014 第 113 号	郇李家村以西，郑家庄村以东以西，红埠子庄以西	出让	132905.00	12333.58
高国用 2014 第 114 号	薛家庄村以西，西李村以西以东，姚家村以东以西	出让	120642.00	10966.36
高国用 2014 第 117 号	丰家庄以东以西，徐家庄村以西，马家庄村以东以西	出让	131862.00	12118.12
高国用 2014 第 118 号	马家庄村以东以西，蔡家庄村以东以西	出让	120295.00	10934.82
高国用 2014 第 119 号	张新庄村以东以西	出让	125113.00	11372.77
高国用 2014 第 120 号	郝家庄村以东以西，张新庄村以西	出让	130227.00	11837.63
高国用 2014 第 121 号	谭三村以东，坊岭一村以东以西	出让	121341.00	11029.90
高国用 2014 第 123 号	守信官庄村以东，坊岭一村以西，中杨家庄村以东以西	出让	124023.00	11224.08
高国用 2014 第 124 号	西桥子村以东以西	出让	110706.00	10063.18
高国用 2014 第 126 号	尚义官庄村以东，初家庄村以东以西，狄家屯村以东以西，小杨家庄村以西	出让	125180.00	11328.79
合计	-	-	1242294.00	113209.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司以其合法拥有的评估价值为11.32亿元的10宗土地使用权为按期足额清偿本期债券全部本息提供抵押担保，具有较强的增信作用。

结论

⁸ 公司抵押用10宗土地使用权已经全部交纳土地出让金及相关税费。

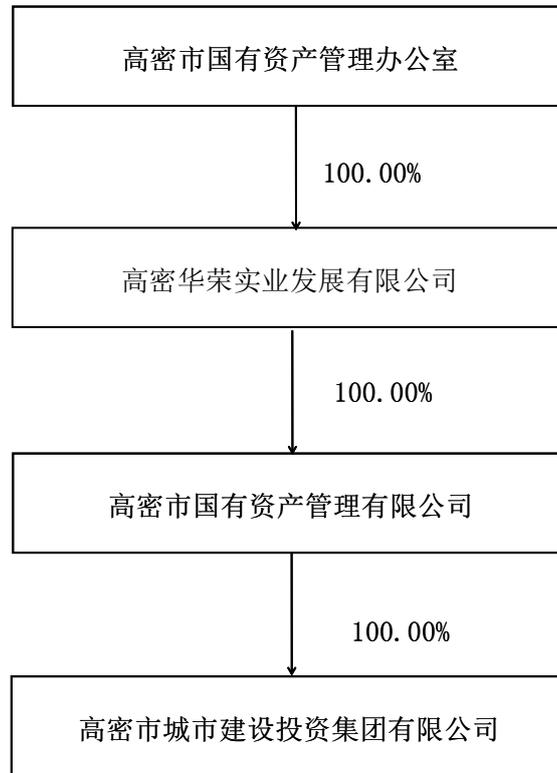
东方金诚认为，跟踪期内，高密市经济继续保持较快增长，经济实力较强；公司继续从事高密市范围内的基础设施建设及房地产开发，业务具有较强的区域专营性；公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到了股东的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货仍占比较高，资产流动性较弱；公司经营性净现金流由净流入转为净流出，投资性净现金流继续表现为净流出，现金来源对筹资活动的依赖较大。

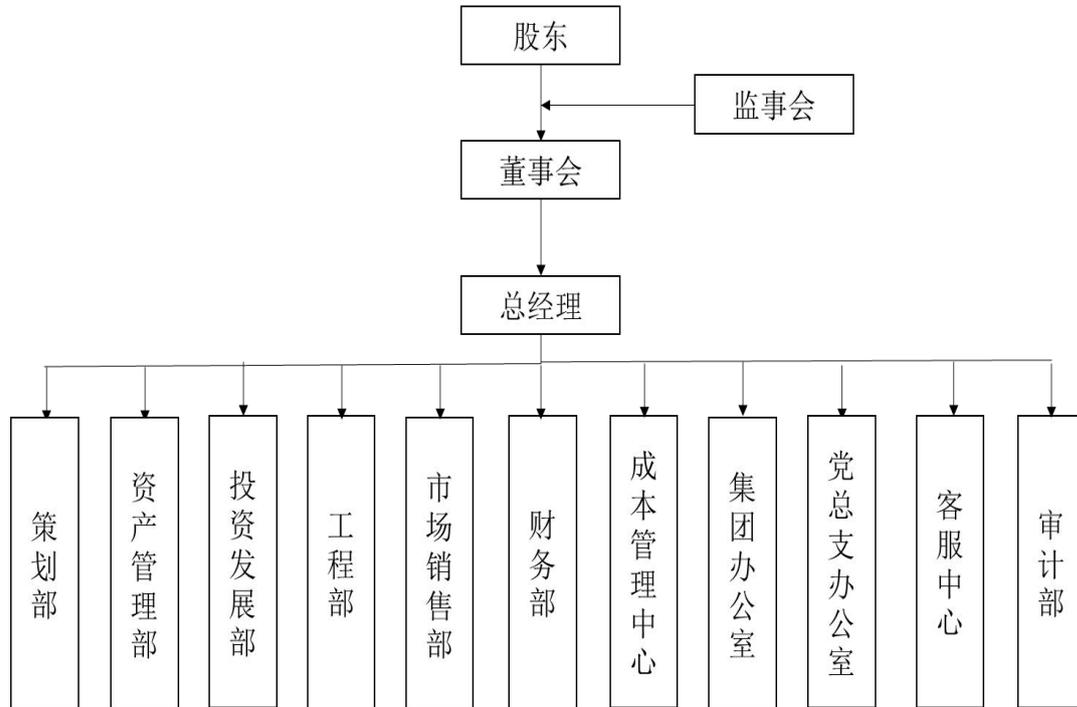
公司以其合法拥有的评估价值为 11.32 亿元的国有土地使用权为按期足额清偿本期债券本息提供抵押担保，具有较强的增信作用。

综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，维持“17 高密专项债/17 高建投”的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末公司组织架构图



附件三：公司主要财务数据和指标（单位：万元、%）

项目名称	2016年	2017年	2018年
货币资金	121567.61	236088.66	169527.77
预付款项	50713.82	19320.32	121295.96
其他应收款	51169.62	71337.24	76002.71
存货	1782258.70	1942352.92	2018781.06
流动资产合计	2013704.98	2325752.50	2411266.05
无形资产	60106.21	58021.48	55846.74
非流动资产合计	70996.70	69907.46	67540.49
资产总计	2084701.68	2395659.95	2478806.53
应付账款	33852.37	37957.44	78217.93
预收款项	14335.08	59881.99	120459.48
其他应付款	136796.38	160108.78	113181.59
流动负债合计	303552.87	475802.80	466583.96
长期借款	328640.00	370990.00	427390.00
应付债券	0.00	48860.91	49074.67
非流动负债合计	328640.00	419850.91	476464.67
负债合计	632192.87	895653.71	943048.63
实收资本	21950.00	21950.00	21950.00
资本公积	1367131.79	1401899.01	1425262.20
未分配利润	56977.55	68671.51	79872.10
所有者权益合计	1452508.81	1500006.24	1535757.90
营业收入	114055.53	100436.81	101769.53
利润总额	14170.60	15476.58	16596.10
净利润	10231.04	12730.21	12388.46
EBITDA	16848.30	18064.31	19066.79
经营性净现金流	6372.39	27415.71	-136623.12
投资性净现金流	-129.58	-20133.51	-12153.81
筹资性净现金流	48290.13	90238.85	102016.04
资产负债率	30.33	37.39	38.04
全部债务资本化比率	23.12	29.22	28.35
流动比率	663.38	488.81	516.79
速动比率	76.25	80.58	84.12
经营现金流流动负债比	2.10	5.76	-29.28
净资产收益率	0.70	0.85	0.81
全部债务/EBITDA（倍）	25.92	34.27	31.86
EBITDA 利息倍数（倍）	0.55	0.75	0.54

附件四：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期债务}+\text{短期债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期债务}+\text{短期债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务}/(\text{长期债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据：增长率= $(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n年数据：增长率= $[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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。