

2015 年滨州市中海创业投资经营有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【41】号 01

债券简称：PR 滨中海/15
滨中海债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口
融资担保有限公司

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2022 年
04 月 13 日

债券偿还方式：债券存
续期第 3-7 个计息年度
分别偿还本期债券发行
总额的 20%

分析师

姓名：
张颜亭 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangyt@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2015 年滨州市中海创业投资经营有限公司¹公司债券 2020 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	2020 年 05 月 18 日	2019 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对滨州市中海创业投资集团有限公司（以下简称“滨州创投”或“公司”）及其 2015 年 04 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：滨州市及滨州经济技术开发区（以下简称“滨州开发区”）经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境，公司新增大量棚户区改造项目，未来收入较有保障，当地政府以增资及划拨股权等方式较大程度提升了公司的资本实力，此外重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性较弱，在建项目存在较大的资金压力，公司本部短期偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。2019 年滨州市实现 GDP2,457.19 亿元，按可比价格计算增长 4.1%，滨州开发区实现 GDP147.81 亿元，按可比价格计算增长 3.1%；滨州市高新技术产业进一步发展，滨州开发区经济保持增长，继续为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司新增大量棚户区改造项目，未来收入较有保障。跟踪期内，公司无偿获得滨州经济技术开发区财金投资有限公司（以下简称“经开区财金”）股权，经开区

¹ 2020 年 2 月，公司名称变更为滨州市中海创业投资集团有限公司

财金主要承担滨州开发区内棚户区项目改造任务，因此公司新增大量棚户区改造项目。截至 2019 年末，公司在建的基础设施项目及棚户区改造项目较多，未来收入较有保障。

- **公司获得外部的大力支持，资本实力得到较大提升。**跟踪期内，当地政府在资产注入、股权划拨及资本金注入等方面给予公司大力支持。其中，公司增加实收资本 1.10 亿元，滨州国际会展中心资产注入、三家子公司股权划入及债务置换事项共计增加资本公积 11.82 亿元，此外，2019 年公司获得 0.90 亿元的财政补贴。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2019 年末，公司资产中其他应收款、存货和固定资产合计占比达 67.55%；公司受限资产账面价值 8.87 亿元，占同期末总资产的 14.40%，公司资产整体流动性较弱。
- **在建项目存在较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目至少尚需投资 104.32 亿元，考虑到经营现金流难以满足项目建设资金需求，且近年公司筹资活动现金持续净流出，公司未来仍面临较大的资金压力。
- **有息负债规模较大，公司本部存在较大的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息负债为 16.02 亿元，占总负债的比重为 69.73%，考虑到有息债务几乎全部集中在公司本部，且公司本部现金类资产对短期有息债务覆盖程度较低，公司本部存在较大的短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	616,405.70	485,542.67	525,829.69
所有者权益	386,658.92	260,249.79	253,650.34
有息债务	160,198.88	169,763.80	189,719.58
资产负债率	37.27%	46.40%	51.76%
现金短期债务比（合并口径）	2.16	0.79	2.61
现金短期债务比（公司本部）	0.27	0.36	1.90

营业收入	40,490.08	36,033.03	33,481.95
其他收益	9,000.00	9,000.00	9,100.00
利润总额	8,191.20	6,608.98	7,574.95
综合毛利率	7.94%	7.28%	4.89%
EBITDA	15,533.56	14,382.46	15,364.45
EBITDA 利息保障倍数	1.80	1.44	1.66
经营活动现金流净额	36,174.57	13,838.21	-61,126.26
收现比	1.01	0.95	1.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017 年和 2018 年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算

资料来源：重庆进出口担保 2017-2019 年审计报告、重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年04月13日发行7年期5亿元公司债券，募集资金计划用于滨州经济技术开发区棚户区改造项目。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为60.56万元。

二、发行主体概况

2020年2月，公司名称由“滨州市中海创业投资经营有限公司”变更为“滨州市中海创业投资集团有限公司”，注册资本由1.92亿元增至10.92亿元²，公司原控股股东滨州经济技术开发区公用事业管理局及滨州经济技术开发区装卸运输服务管理处将其所持合计1.50亿元的公司股权无偿划转至滨州经济技术开发区管理委员会（以下简称“滨州开发区管委会”），截至2020年4月末，滨州开发区管委会持有96.12%的公司股权，为公司的控股股东及实际控制人，公司产权及控制关系见附录二。根据滨开管函[2019]155号等文件，公司无偿获得经开区财金等三家子公司的全部股权，2019年公司合并范围内的子公司较上期增加4家，见表1。2019年末公司纳入合并范围的子公司共6家，见附录三。

根据公司公告，2020年2月公司董事会免去王立峰公司总经理兼法定代表人职务，聘任王英鹏为公司总经理兼法定代表人。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
滨州经济技术开发区财金投资有限公司	100%	20,000.00	政府授权范围内的国有资产运营；为企业筹集资金等	划拨
滨州中海城市投资开发集团有限公司	100%	100,000.00	城市基础设施建设融资、投资；政府授权范围内的国有资产运营管理等	划拨
滨州中海城市建设运营有限公司	100%	50,000.00	城乡基础设施建设；房地产开发建设；工程项目管理等	划拨
滨州黄河风情文旅发展有限公司	100%	1,000.00	旅游项目的开发、经营、管理；会议会务服务；会展策划等	投资设立

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

² 公司控股股东滨州经济技术开发区管理委员会增加认缴出资额 9.00 亿元，其中首次出资额 1.30 亿元，截至本报告出具日，首次注资款实缴规模为 1.10 亿元。

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载

体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表 2 2019 年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
2019年3月	政府工作报告	国务院	继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号）	财政部	切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务；禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益；明确禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP

			项目
2019年5月	《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号)	国务院	积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市；从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能和加强要素保障和资源集约利用五个方面对国家级经开区的发展提出指导意见
2019年6月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	中共中央办公厅、国务院办公厅	合理保障必要在建项目后续融资；在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；严禁项目单位以任何方式新增隐性债务
2019年12月	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	中证协	非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，其中，负面清单包括：地方融资平台公司，所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2019年滨州市及滨州经济开发区经济有所增长，滨州市高新技术产业得到进一步发展，但固定资产投资规模进一步下滑

2019年滨州市经济稳步发展，综合实力有所增强，全市实现地区生产总值2,457.19亿元，按可比价格计算增长4.1%，较上年增速提高2.6个百分点。产业结构方面，三次产业结构由2018年的8.8：44.9：46.3调整为2019年的9.4：42.4：48.3，第三产业增加值占GDP的比重较上年提高2.0个百分点。2019年滨州市人均GDP为6.26万元，为全国人均水平的88.36%，较上年有所下降，主要系全国第四次经济普查后山东省核减全省2018年度GDP³所致。

2019年滨州市工业发展仍面临一定压力。全市规模以上工业增加值同比增长3.2%，其中重工业增长6.0%，但轻工业下降9.3%。全年规模以上工业实现营业收入7,376.97亿元，同比下降2.2%；实现利润182.11亿元，同比上升1.5%，工业企业亏损面为30.63%，比上年扩大1.29%。

2019年滨州市高新技术产业稳步发展。全市高新技术产业产值占规模以上工业产值比

³ 资料来源：<http://www.chinanews.com/cj/2020/01-21/9066546.shtml>

重为31%，比上年增长1.29个百分点，高新技术企业总数为167家，较上年增加43家。

2019年滨州市固定资产投资同比下降23.5%，降幅较上年扩大6.7个百分点。分产业看，第一产业完成投资下降67.9%；第二产业完成投资下降42.8%，其中工业技术改造完成投资同比下降22.3%，占工业投资比重为69.7%；第三产业完成投资增长1.5%。高新技术产业投资下降47.5%，民间投资下降22.9%，民间投资占全部投资比重为70.5%。全年房地产开发完成投资192.70亿元，增长16.17%，商品房销售面积382.83万平方米，增长28.27%。

此外，2019年滨州市社会消费品零售总额和进出口总额均稳步增长，二者较上年均增长6.8%，为当地经济发展做出一定贡献。全年全市存贷款余额较上年小幅增长。

2019年滨州市实现公共财政收入242.96亿元，比上年增长1.0%。

表 3 2018-2019 年滨州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,457.19	4.1%	2,640.52	1.5%
第一产业增加值	230.21	0.6%	-	-
第二产业增加值	1,041.01	3.3%	-	-
第三产业增加值	1,185.97	5.7%	-	-
规模以上工业增加值	-	3.2%	-	-2.3%
固定资产投资	-	-23.5%	-	-16.8%
社会消费品零售总额	-	6.8%	993.69	6.7%
进出口总额	873.00	6.8%	818.4	21.9%
存款余额	2,957.96	2.85%	2,875.12	4.05%
贷款余额	2,682.70	1.71%	2,615.63	3.91%
人均 GDP（元）		62,639		67,405
人均 GDP/全国人均 GDP		88.36%		104.27%

注：“-”表示统计公报未公布该数据

资料来源：2018-2019年滨州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年滨州开发区经济继续增长，全年实现地区生产总值147.81亿元，按可比价格计算增长3.1%。其中，第一产业增加值3.00亿元，增长0.2%，第二产业增加值88.32亿元，增长6.8%，第三产业增加值56.49亿元，下降3.0%。2019年滨州开发区规模以上工业增加值同比微增0.2%，社会消费品零售总额同比增长10.9%，但固定资产投资较上年下滑26.8%，降幅较上年扩大23.2个百分点。综合来看，2019年滨州开发区经济实力继续增强，但固定资产投资下滑明显。

2019年滨州开发区实现公共财政收入16.77亿元，同比增长0.15%；实现政府性基金收入0.16亿元，同比下滑12.9%；实现上级补助收入15.28亿元，同比下滑25.32%。

表 4 滨州开发区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	147.81	3.1%	185.10	8.7%
第一产业增加值	3.00	0.2%	2.91	2.9%
第二产业增加值	88.32	6.8%	110.44	10.9%
第三产业增加值	56.49	-3.0%	71.75	6.0%
规模以上工业增加值	-	0.2%	-	18.4%
全年固定资产投资	-	-26.8%	-	-3.6%
社会消费品零售总额	-	10.9%	35.35	7.6%

注：“-”表示滨州开发区统计局未提供相应数据

资料来源：滨州经济技术开发区统计局（滨州经济技术开发区统计服务中心）

四、经营与竞争

2019年，公司仍承担滨州开发区城市基础设施建设工作，全年实现营业收入4.05亿元，较2018年增长12.37%，主要系工程结算量增加，基础设施项目收入提高所致。从收入构成来看，2019年基础设施项目收入占营业收入的比重为87.83%，仍为最主要的收入来源；此外，公司营业收入还包括资产出租收入及其他收入等，但规模均较小。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为7.94%，由于基础设施项目收入毛利率稳定，因此2019年综合毛利率较2018年变动不大。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施项目收入	35,563.11	7.21%	31,608.73	7.21%
其他	325.55	28.90%	220.15	29.64%
主营业务收入小计	35,888.66	7.40%	31,828.89	7.36%
资产出租收入	4,590.36	14.14%	4,204.14	6.64%
其他	11.07	-824.23%	0.00	-
其他业务收入小计	4,601.43	12.12%	4,204.14	6.64%
收入合计	40,490.08	7.94%	36,033.03	7.28%

资料来源：公司提供

公司基础设施项目收入有所增加，目前在建项目较多，未来基础设施项目收入较有保障，但投资规模较大使得公司面临较大的资金压力

公司是滨州开发区内基础设施及政府项目工程建设主体，根据公司与滨州开发区管委

会签订的《城市基础设施建设协议书》，滨州开发区管委会授权公司建设开发区内城市道路等基础设施，由公司垫资建设，项目完工验收合格后移交政府，政府对项目进行回购。每年年末，滨州开发区管委会委托相关机构对公司所投资建设的项目进行审计，由滨州开发区财政局按照审定的实际投资额加成一定比例后作为结算金额，与公司进行结算。公司则按照结算金额确认基础设施项目收入，按实际投资额确认基础设施项目成本。

2019年，公司进行结算的基础设施项目包括李肖海安置项目和相公庙安置项目，确认工程回购收入3.56亿元，较上年增加12.51%。2019年公司基础设施业务毛利率仍为7.21%。

表 6 2019 年公司基础设施项目收入明细情况（单位：万元）

项目名称	确认收入
李肖海安置项目	23,708.74
相公庙安置项目	11,854.37
合计	35,563.11

资料来源：公司提供

目前公司仍有大量安置房项目及一些基础设施项目在建，公司在建项目较多，未来代建项目收入较有保障。截至2019年末，公司主要在建项目已完成投资30.49亿元，至少尚需投资10.45亿元⁴，规模相对较大。

值得关注的是，公司在建项目中的京东项目（黄河三角洲云计算大数据产业基地一期）主要用途为构建省特色农产品交易平台、省智慧旅游公共服务平台和创新制造公共服务平台，项目占地约2.67万m²，总建筑面积约2.69万m²，该项目所需资金由公司自筹，建成后拟通过出租方式获取收益，计划总投资5.03亿元，截至2019年末已投资2.56亿元，还需一定规模投资，且该项目建成后能否取得预期租金规模尚待观察。

表 7 截至 2019 年末公司主要在建安置房及基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	开工时间
中海创业培训中心项目	25,000.00	21,269.51	2011 年 3 月
道路、管网、绿化工程	-	14,922.02	-
李肖海家苑	50,830.00	40,906.54	2013 年 10 月
来家小区	33,915.00	7,691.40	2013 年 10 月
范集小区	33,915.00	34,494.77	2013 年 10 月
相公庙新村	17,000.00	19,329.67	2013 年 10 月
小高家苑	5,000.00	4,092.00	2015 年 3 月
北街家苑	41,660.25	2,624.66	2014 年 4 月

⁴ 不含道路、管网、绿化工程及范集小区、相公庙新村、南街家苑、大尚家苑及朝阳小区项目

南街家苑	28,918.82	37,198.18	2014年4月
大尚家苑	40,000.00	44,895.23	2014年4月
朝阳小区	-	51,808.33	-
京东项目	50,300.00	25,637.60	2018年4月
合计	326,539.07	304,869.91	-

注：本期债券募投项目滨州经济技术开发区棚户区改造项目即李肖海家苑、来家小区、范集小区和相公庙新村四个项目

资料来源：公司提供

公司获得经开区财金股权后，新增大量棚户区改造项目，公司业务持续性进一步提升，但同时也面临较大的资金压力

2019年末，公司获得经开区财金股权后，新增大量棚户区改造项目。经开区财金成立于2017年12月，根据滨州开发区管委会全区棚户区改造工作专题会议纪要，滨州开发区管委会授权经开区财金负责承接和实施区内棚户区改造项目。

从运营模式来看，经开区财金负责棚改项目的拆迁、建设及安置工作。经开区财金将拆迁并完成开发后的土地交由滨州经开区土地储备中心出让，出让金先进入滨州经开区财政局账户，滨州经开区财政局扣除相关税费后拨付至经开区财金。经开区财金负责棚改项目的资金筹措和建设，获得出让金前棚改项目的资金主要来源于棚改专项债券及金融机构借款等。经开区财金将建成后的棚改房以较低价格出售至安置户，对棚改房建造成本高于售价部分，滨州经开区财政局将以土地出让金形式予以弥补。截至2019年末，经开区财金尚未完成土地整理，未获得土地出让金。

2018-2019年，经开区财金均未实现收入。目前在建的棚户区改造项目主要有鲲鹏小区、礼仁社区项目、朝阳小区二期及三期、康怡小区、百川小区、南海小区一期及二期，截至2019年末上述棚改项目累计已投资6.48亿元，未来至少尚需投资93.87亿元⁵，随着项目推进，经开区财金面临较大的资金压力。

表 8 截至 2019 年末公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	备注
鲲鹏小区	107,863.07	21,102.64	未签订委托代建协议，已获得4批累计4.36亿元的棚改专项债券资金
礼仁社区项目	-	16,095.27	未签订委托代建协议
朝阳小区二期	165,419.77	27,576.64	未签订委托代建协议
朝阳小区三期	241,000.21	9.10	未签订委托代建协议
康怡小区	204,900.00	5.08	未签订委托代建协议

⁵ 不含礼仁社区项目

百川小区	268,200.00	5.19	未签订委托代建协议
合计	987,383.05	64,799.32	-

注：礼仁社区项目由公司子公司滨州中海城市投资开发集团有限公司负责，公司及该子公司均无法提供礼仁社区项目的计划总投资数据

资料来源：公司提供

2019年公司资产出租收入有所增加，对公司营业收入形成一定补充

2019年公司实现租金收入0.46亿元，同比增加9.19%，主要系公司与滨州开发区管委会重签租赁合同涨租所致。公司用于对外出租的资产主要为中海创业大厦和管网管道等资产，其中2019年中海创业大厦实现租金收入1,066.55万元，污水管网和供热管道分别出租给滨州开发区开创水质净化有限公司和滨州市公建投资开发有限公司，2019年租金收入分别为2,285.71万元和1,238.10万元，租赁期均为2013-2023年。从租赁期限来看，未来几年管网管道资产出租仍能为公司带来较为稳定的租金收入。

表 9 2019 年公司资产出租收入主要情况（单位：万元）

资产名称	收入	租赁期限	承租方
中海创业大厦	1,066.55	2018-2020 年	滨州开发区管委会
		2019.7-2020.1	新华人寿保险滨州分公司
污水管网	2,285.71	2013-2023 年	滨州开发区开创水质净化有限公司
供热管道	1,238.10	2013-2023 年	滨州市公建投资开发有限公司
合计	4,590.36	-	-

注：目前新华人寿保险滨州分公司的承租合同已到期，拟与公司续租到 2020 年 7 月，但未签署续租合同。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司在资产注入、股权划拨及资本金注入等方面获得外部大力支持

资产注入方面，根据滨开管函[2019]159号文件，2019年滨州开发区管委会无偿划拨公司滨州国际会展中心资产，并增加资本公积3.50亿元。股权划拨方面，根据滨开管函[2019]155号等文件，2019年公司无偿获得经开区财金等三家子公司全部股权，并增加资本公积7.91亿元。债务置换方面，根据滨开财预[2019]17号文件，2019年滨州开发区财政局使用置换债为公司清偿0.42亿元工程款，并增加资本公积0.42亿元。

财政补贴方面，根据滨开财预指[2019]95号等文件，2019年滨州开发区财政局拨付公司0.90亿元补贴资金。资本金注入方面，2020年公司增加注册资本9.00亿元，滨州开发区管委会首次注资款为1.30亿元，目前已到账1.10亿元。

表 10 2019 年以来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

年份	项目	依据文件	入账价值
2019 年	资产注入	滨州经济技术开发区管委会关于划转滨州国际会展中心资产的通知（滨开管函[2019]159 号）	34,980.00

	股权划拨	滨州经济技术开发区管委会关于滨州中海城市建设运营有限公司股权无偿划转的通知等文件（滨开管函[2019]155号、滨开管函[2019]156号、滨开管函[2019]157号）	79,099.01
	财政补贴	滨州经济技术开发区财政局关于拨付专项资金的通知（滨开财预指[2019]95号、滨开财预指[2019]112号、滨开财预指[2019]122号）	9,000.00
	债务置换	滨州经济技术开发区财政局关于对使用债券资金偿还工程款的债务项目进行账务处理的通知（滨开财预[2019]17号）	4,150.33
2020年	资本金注入	滨州经济技术开发区经贸发展局关于对滨州市中海创业投资集团有限公司注资的请示（滨开经发[2020]17号）及其批复、资本金注入对账单	11,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告，2018年数据采用2019年审计报告期初数，报告按新会计准则编制。跟踪期内，公司合并报表范围内新增4家子公司，详见表1。

资产结构与质量

2019年公司资产规模显著扩大，但仍以土地、开发成本和固定资产为主，且部分资产使用受限，公司资产整体流动性较弱

受经开区财金等子公司新纳入合并范围及划入会展中心资产等影响，2019年公司资产规模较上年末增加26.95%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2019年末公司流动资产占比69.79%，较上年末下降4.03个百分点。

2019年末公司货币资金为3.98亿元，含银行存款3.98亿元和库存现金1.91万元，无使用受限情形，但同期末公司本部货币资金仅为0.49亿元。2019年末公司预付款项为2.88亿元，与上年基本持平，主要为预付滨州市新星城建有限公司的工程款。公司其他应收款主要为与滨州开发区开创水质净化有限公司等单位的往来款，2019年末其他应收款为2.25亿元，较上年变动不大。公司存货主要为开发成本和土地，2019年末公司存货账面价值为33.42亿元，较上年末增加19.19%，主要系经开区财金新纳入公司合并范围所致；2019年末公司土地存货为1.73亿元，开发成本为31.69亿元，主要为道路等基础设施项目及安置房项目，其中已用于长期借款抵押的存货规模为0.90亿元。

公司投资性房地产主要为滨州国际会展中心、中海大厦及其裙楼等资产，受滨州开发

区管委会无偿划拨滨州国际会展中心资产⁶至公司的影响，2019年末公司投资性房地产扩大至5.67亿元，较上年末增加171.95%；根据公司提供的资产评估报告（天圆开评报字[2020]第000039号），滨州国际会展中心资产的评估价值为34,980.00万元，但尚未办妥权证；截至2019年末，公司已用于抵押的投资性房地产规模为2.03亿元，占全部投资性房地产的35.80%。公司固定资产主要为以前年度政府无偿划拨的管网资产，2019年末账面价值为5.98亿元，其中4.50亿元的管网资产已对外出租，能为公司带来较为稳定的租金收入；此外，2019年末公司已用于抵押的固定资产规模为5.95亿元，占全部固定资产的99.51%，受限比例较高。公司在建工程主要为京东项目等在建项目，2019年末公司在建工程为2.89亿元，较上年末增加203.32%，主要系2019年京东项目持续投入所致。公司无形资产为土地，2019年末为2.95亿元，为两宗出让地，用途分别为科教用地、城镇住宅用地兼商务金融用地，均已办妥权证。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	39,753.88	6.45%	25,693.97	5.29%
预付款项	28,780.35	4.67%	28,617.84	5.89%
其他应收款	22,452.76	3.64%	21,007.06	4.33%
存货	334,152.52	54.21%	280,354.93	57.74%
流动资产合计	430,167.54	69.79%	358,388.17	73.81%
投资性房地产	56,688.90	9.20%	20,845.57	4.29%
固定资产	59,750.29	9.69%	64,248.00	13.23%
在建工程	28,945.29	4.70%	9,542.67	1.97%
无形资产	29,522.97	4.79%	30,154.88	6.21%
非流动资产合计	186,238.16	30.21%	127,154.50	26.19%
资产总计	616,405.70	100.00%	485,542.67	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，受益于合并范围扩大及划入资产，2019 年公司资产规模显著扩大，但仍以土地、开发成本和固定资产为主，其中开发成本规模较大，但变现仍需较长时间；固定资产虽能产生一定租金收入，但租金规模相对较小。此外，2019 年末公司受限资产规模为 8.87 亿元，占总资产的 14.40%，公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

⁶ 根据公司提供的滨州会展中心委托运营管理协议书，会展中心资产在 2021 年 10 月前产生的运营收益归运营管理方所有，自 2021 年 10 月至 2025 年 9 月，公司将按运营管理收入的 10%-20% 获得收益。

公司经营业务盈利能力依然较弱，政府补贴对利润贡献较大

基础设施项目收入仍是公司收入的最主要来源，2019年公司结转李肖海安置项目及公庙安置项目，并确认基础设施项目收入3.56亿元，较上年增加12.51%；此外，2019年公司通过出租中海创业大厦和管网管道等资产，获得租金0.46亿元，较上年增加9.19%。公司综合毛利率水平较上年变动不大。2019年公司营业利润为0.83亿元，主要系获得财政补贴0.90亿元并计入其他收益，公司经营业务盈利能力依然较弱，财政补贴仍然是公司利润的主要来源。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	40,490.08	36,033.03
其他收益	9,000.00	9,000.00
营业利润	8,347.53	6,609.08
利润总额	8,191.20	6,608.98
综合毛利率	7.94%	7.28%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但在建项目的资金压力较大

2019年公司销售收现情况仍较好，收现比为1.01。2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较上年有所增加，购买商品、接受劳务支付的现金因在建项目投资支出放缓而出现减少，同时往来款净流入规模较上年有所增加。综上影响，2019年公司经营活动现金净流入3.62亿元，经营活动现金流表现尚可。

2019年公司投资活动现金净流入1.69亿元，主要系当年公司新增子公司货币资金所致。筹资活动方面，2019年公司偿还债务本息规模较大，筹资活动现金净流出2.55亿元。

目前公司在建项目较多，截至2019年末，主要在建项目后续至少尚需投资104.32亿元，考虑到公司经营现金流入规模较小，难以满足项目建设资金需求，且近年公司筹资活动现金持续净流出，公司未来仍面临较大的资金压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.01	0.95
销售商品、提供劳务收到的现金	41,028.55	34,141.73
收到的其他与经营活动有关的现金	26,588.22	22,716.04

经营活动现金流入小计	67,616.77	56,857.77
购买商品、接受劳务支付的现金	18,053.90	28,799.45
支付的其他与经营活动有关的现金	9,805.27	12,114.13
经营活动现金流出小计	31,442.21	43,019.57
经营活动产生的现金流量净额	36,174.57	13,838.21
投资活动产生的现金流量净额	16,906.25	-9,518.43
筹资活动产生的现金流量净额	-25,520.91	-30,436.52
现金及现金等价物净增加额	27,559.91	-26,116.75

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息负债规模较大，公司本部存在较大的短期偿债压力

受经开区财金等子公司股权及会展中心资产划入影响，公司资本公积显著增加并带动所有者权益扩大，2019年末公司所有者权益同比增长48.57%至38.67亿元。此外，2019年末公司负债规模同比微增1.98%至22.97亿元。受所有者权益扩大影响，2019年末公司产权比率显著下降，所有者权益对债务的保障能力增强。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	229,746.78	225,292.88
所有者权益	386,658.92	260,249.79
产权比率	59.42%	86.57%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2019 年末非流动负债规模为 14.24 亿元，占期末负债总额的 62.00%。

公司应付账款主要为应付工程款，2019年末应付账款为2.54亿元，其中应付滨州海嘉建设有限公司的北汽工程建设款2.39亿元。2019年末公司预收款项为1.21亿元，主要为预收的朝阳小区二期房屋认购款。公司其他应付款主要为与滨州开发区财政局及山东府新创业投资有限公司等单位的往来款，2019年末其他应付款为2.89亿元，同比增长66.43%，主要系与山东府新创业投资有限公司的往来款增加所致。2019年末公司一年内到期的非流动负债为1.84亿元，含一年内到期的长期借款0.84亿元和一年内到期的应付债券1.00亿元。

截至2019年末，公司长期借款余额11.48亿元，包括信用借款8.82亿元、质押借款1.90亿元和质押并抵押借款1.59亿元，其中一年内到期部分为0.84亿元；公司应付债券即本期债券，2019年末余额为2.00亿元，票面利率为6.65%，存续期7年。公司长期应付款主要为

借款，2019年末为0.76亿元，主要为应付滨州市新城市发展合伙企业（有限合伙）的有息借款0.70亿元。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	25,442.26	11.07%	34,276.68	15.21%
预收款项	12,083.20	5.26%	200.79	0.09%
其他应付款	28,851.72	12.56%	17,335.13	7.69%
一年内到期的非流动负债	18,379.80	8.00%	32,409.88	14.39%
流动负债合计	87,305.70	38.00%	87,769.96	38.96%
长期借款	114,819.08	49.98%	107,353.92	47.65%
应付债券	20,000.00	8.71%	30,000.00	13.32%
长期应付款	7,622.00	3.32%	169.00	0.08%
非流动负债合计	142,441.08	62.00%	137,522.92	61.04%
负债合计	229,746.78	100.00%	225,292.88	100.00%
有息债务	160,198.88	69.73%	169,763.80	75.35%

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司含一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及有息的长期应付款在内的有息债务为16.02亿元，占公司总负债的69.73%，公司有息负债规模较大。

随着公司合并范围的扩大及资产划入，2019年公司资产规模显著增加，带动公司资产负债率降至37.27%。2019年末公司一年内到期的非流动负债同比显著下滑，加之吸收子公司经开区财金的货币资金，2019年末公司现金短期债务比增至2.16，公司现金类资产对短期有息债务的保障程度尚可。值得关注的是，公司本部货币资金余额较小，且有息债务几乎全部集中在公司本部，公司本部现金短期债务比较低，公司本部的短期有息债务偿付压力较大。受利润总额增加影响，2019年公司EBITDA利息保障倍数较上年有所提高，有息债务/EBITDA同比略有下降，但仍处高位，公司盈利水平对有息债务的保障能力较差。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	37.27%	46.40%
现金短期债务比（合并口径）	2.16	0.79
现金短期债务比（公司本部）	0.27	0.36
EBITDA 利息保障倍数	1.80	1.44
有息债务/EBITDA	10.31	11.80

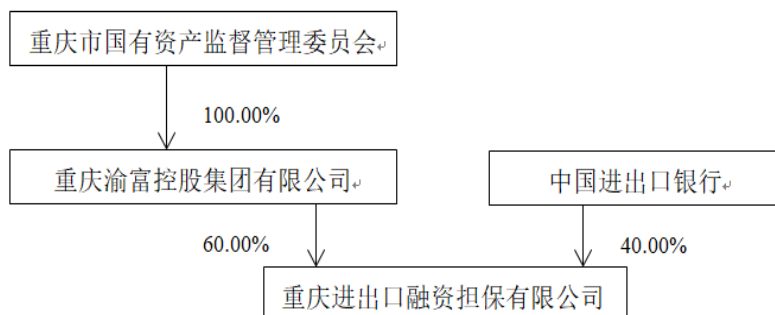
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

重庆进出口担保由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，原始注册资本10亿元；2018年9月4日，完成了第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）的工商登记；历经多次增资，截至2019年6月30日，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口担保股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图1所示。

图1 截至2019年6月末重庆进出口担保股权结构图



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2016-2018年及2019年1-6月重庆进出口担保分别实现营业收入66,816.97万元、53,323.91万元、45,379.63万元和27,813.52万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口担保营业收入主要来源于担保费收入。

表 17 重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年1-6月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	16,479.44	59.25%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	0.00	0.00%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	6,274.71	22.56%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	4,704.78	16.92%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	274.66	0.99%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.15%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%

其他收益	37.57	0.14%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
营业收入	27,813.52	100.00%	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

截至2019年末，重庆进出口担保资产总额为617,204.16万元，所有者权益合计为367,240.15万元；2019年度，重庆进出口担保实现营业总收入56,106.89万元，利润总额20,605.37万元。

表 18 重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	-	62,247.52	120,799.91
营业总收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91
已赚担保费	-	27,181.82	33,714.78
利息收入	-	8,604.58	7,065.40
投资收益	-	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	-	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算

资料来源：重庆进出口担保2017-2019年审计报告、重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

此外，根据公司提供的子公司滨州中海城市投资开发集团有限公司、滨州中海城市建设运营有限公司及经开区财金的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（查询日分

别为2020年4月30日、2020年4月30日及2020年5月6日），上述子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为0.24亿元，占同期末净资产的0.62%，被担保单位滨州东方地毯有限公司为民营企业，目前涉及买卖合同纠纷及金融借款合同纠纷等多项诉讼，且未设置反担保措施，公司对其担保存在一定或有负债风险。

表 19 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保类型	担保金额	担保到期日	是否有反担保
滨州东方地毯有限公司	抵押担保	0.24	2021.1.12	无

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年公司所处的滨州市及滨州开发区经济保持增长，滨州市高新技术产业得到进一步发展，为公司发展提供了良好的外部环境；公司作为滨州开发区内基础设施、棚户区改造及政府项目工程的建设主体，无偿获得当地政府划拨的经开区财金股权，并新增大量棚户区改造项目，未来收入得到进一步保障；跟踪期内当地政府以增资、划拨股权、债务置换及财政补贴等方式较大程度提升了公司的资本实力和利润水平，公司经营范围及综合实力得到进一步拓展；同时，重庆进出口担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司资产中其他应收款、存货和固定资产占比较高，且部分资产使用受限，资产整体流动性较弱；在建的基础设施项目及棚户区改造项目存在较大的资金压力；有息负债规模较大，且几乎全部集中在公司本部，公司本部现金类资产对短期有息债务覆盖程度较低，存在较大的短期偿债压力。

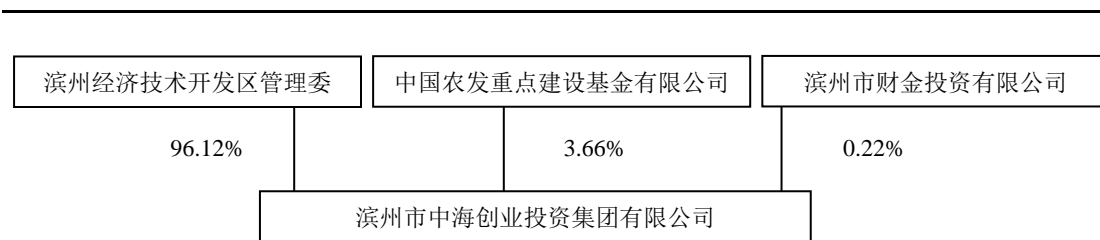
基于以上分析，中证鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	39,753.88	25,693.97	51,810.72
存货	334,152.52	280,354.93	282,391.03
固定资产	59,750.29	64,248.00	68,644.49
总资产	616,405.70	485,542.67	525,829.69
应付账款	25,442.26	34,276.68	47,831.93
其他应付款	28,851.72	17,335.13	31,022.09
一年内到期的非流动负债	18,379.80	32,409.88	19,844.00
长期借款	114,819.08	107,353.92	129,875.58
应付债券	20,000.00	30,000.00	40,000.00
长期应付款	7,622.00	169.00	0.00
总负债	229,746.78	225,292.88	272,179.35
有息债务	160,198.88	169,763.80	189,719.58
所有者权益	386,658.92	260,249.79	253,650.34
营业收入	40,490.08	36,033.03	33,481.95
其他收益	9,000.00	9,000.00	9,100.00
营业利润	8,347.53	6,609.08	7,570.50
净利润	8,179.78	6,599.45	7,562.98
经营活动产生的现金流量净额	36,174.57	13,838.21	-61,126.26
投资活动产生的现金流量净额	16,906.25	-9,518.43	-486.04
筹资活动产生的现金流量净额	-25,520.91	-30,436.52	65,676.40
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	7.94%	7.28%	4.89%
收现比	1.01	0.95	1.07
产权比率	59.42%	86.57%	107.30%
资产负债率	37.27%	46.40%	51.76%
现金短期债务比（合并口径）	2.16	0.79	2.61
现金短期债务比（公司本部）	0.27	0.36	1.90
EBITDA（万元）	15,533.56	14,382.46	15,364.45
EBITDA 利息保障倍数	1.80	1.44	1.66
有息债务/EBITDA	10.31	11.80	12.35

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2020年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

附录三 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
滨州经济技术开发区财金投资有限公司	20,000.00	100%	政府授权范围内的国有资产运营；为企业筹集资金等
滨州中海城市投资开发集团有限公司	100,000.00	100%	城市基础设施建设融资、投资；政府授权范围内的国有资产运营管理等
滨州中海城市建设运营有限公司	50,000.00	100%	城乡基础设施建设；房地产开发建设；工程项目管理等
滨州黄河风情文旅发展有限公司	1,000.00	100%	旅游项目的开发、经营、管理；会议会务服务；会展策划等
滨州中海科创发展有限公司	500.00	100%	农业技术的研发、推广；有机蔬菜的种植和销售
滨州市中海市场管理运营有限公司	5,000.00	100%	市场建设与管理等

注：滨州中海科创发展有限公司曾用名滨州市绿之韵高效农业科技有限公司，公司通过子公司滨州市中海市场管理运营有限公司间接持有滨州黄河风情文旅发展有限公司 100% 股权。
 资料来源：公司提供

附录四 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{有息的长期应付款}$

附录五 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。