



信用等级通知书

信评委函字[2017]Y019号

中诚信证券评估有限公司对青州市城市建设投资开发有限公司及其拟发行的“2017年第一期青州市城市建设投资开发有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，青州市城市建设投资开发有限公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；“2017年第一期青州市城市建设投资开发有限公司公司债券”的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十四日

2017 年第一期青州市城市建设投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	青州市城市建设投资开发有限公司
发行规模	10亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，分次还本，存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付

概况数据

青州城投	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	98.47	102.99	105.21
总资产（亿元）	151.64	181.32	206.39
总债务（亿元）	29.07	51.43	55.55
营业总收入（亿元）	8.12	12.09	13.23
营业毛利率（%）	13.49	12.03	11.74
EBITDA（亿元）	2.28	3.12	3.99
所有者权益收益率（%）	1.80	2.11	2.12
资产负债率（%）	35.06	43.2	49.02
总债务/EBITDA（X）	12.75	16.47	13.93
EBITDA 利息倍数（X）	0.79	0.60	0.63

注：1) 所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2) 将公司 2014 年~2016 年财务报表中“其他非流动负债”纳入长期债务核算。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“2017 年第一期青州市城市建设投资开发有限公司公司债券”的信用级别为 **AA**，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予青州市城市建设投资开发有限公司（以下简称“青州城投”或“公司”）主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了青州城投偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了青州市稳步增长的区域经济和财政实力、公司获得有力的政府支持等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信证评也关注到公司盈利能力对地方财政的依赖性、短期债务偿还压力较大以及存在一定代偿风险等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 青州市区域经济和财政实力持续增长。近年来青州市经济保持增长势头，2016 年，青州市实现地区生产总值（GDP）615.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%；同期，实现一般公共预算收入为 45.99 亿元，按可比口径计算，同比增长 10.1%。不断发展的区域经济和财政实力为公司业务发展奠定了良好的基础。
- 有力的政府支持。作为青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，自成立以来，公司得到了青州市政府在资金、政策等方面的大力支持。同时，2014 年~2016 年，公司分别获得政府补助 1.73 亿元、1.89 亿元和 1.03 亿元。

分 析 师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn



李 硕 shuoginali@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月14日

关 注

- 公司盈利能力对地方财政有一定的依赖性。公司安置房建设及土地整理业务大部分受政府委托进行建设，并以成本为基础按一定比例确认代建管理费用，盈利能力不强，公司利润对政府补贴收入有一定的依赖性。
- 公司短期内具有一定的债务偿还压力。截至2016年末公司短期债务为23.13亿元，考虑到公司存在一定的资本支出压力且账面上货币资金不足以覆盖短期债务，公司短期偿债压力较大。
- 存在一定代偿风险。截至2016年末，公司对外担保余额为31.59亿元，其中担保对象为民营企业的比重为71.89%，考虑到民营企业经营风险较大，公司未来或将出现一定代偿风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对青州市城市建设投资开发有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

青州市城市建设投资开发有限公司成立于2006年5月19日，由青州市基础设施建设投资管理中心（以下简称“投资管理中心”）以货币形式出资设立，为国有独资公司，初始注册资本0.36亿元。2006年6月，公司股东决议对公司增资0.84亿元，全部由投资管理中心以土地使用权形式出资。截至2016年末，公司注册资本为1.20亿元，公司唯一股东为投资管理中心，实际控制人为青州市人民政府。

公司是青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，主要从事安置房投融资建设和土地开发整理业务。近年来公司得到青州市人民政府的大力支持，承接了青州市多个重大项目建设任务，为青州市经济和社会发展做出了重要贡献。作为青州市保障性住房建设最重要的投融资主体，公司处于行业领导地位。

截至2016年末，公司总资产206.39亿元，所有者权益合计105.21亿元，资产负债率49.02%。2016年，公司实现营业总收入13.23亿元，净利润2.23亿元，经营活动净现金流-4.11亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	2017 年第一期青州市城市建设投资开发有限公司公司债券
发行总额	10 亿元
债券期限	7 年
债券利率	固定利率
偿还方式	本期债券采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金
募集资金用途	4 亿元用于青州市普通片区棚户区改造项目，3 亿元用于青州市玉竹片区棚户区改造项目，3 亿元用于补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

青州市经济概况

青州市地处山东半岛中部，是山东省潍坊市下

辖的一个县级市。截至 2016 年末，全市辖 4 个街道、8 个镇和 1 个经济开发区，全市总面积 15,689 平方公里，户籍人口总计 94.4 万。青州市是山东中部重要的交通枢纽和物资集散地，交通便利，区位优势比较明显，在潍坊市发展全局中具有重要地位。

近年来，由于具备完善的工业基础及较好的区位优势，近年来青州市经济总量保持增长趋势，主要经济指标稳步提升，但在宏观经济下行和产业结构调整的影响下，青州市经济发展增速逐年放缓。2016 年，全市实现地区生产总值（GDP）615.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 52.9 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 281.8 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 281.0，增长 8.5%。三次产业结构比例由上年的 8.8:47.4:43.8 调整为 8.6:45.8:45.6，产业结构优化程度持续加深，第三产业对当地经济的贡献进一步增强。按常住人口计算，2016 年青州市人均生产总值 64,099 元，比上年增长 7.6%。

在经济发展的同时，青州市加大了对基础设施、支柱产业及经济社会薄弱环节的投资建设力度。2016 年，全市完成固定资产投资 576.2 亿元，同比增长 13.5%。其中，第一产业完成投资 13.2 亿元，增长 8.9%；第二产业完成投资 385.4 亿元，增长 14.9%；第三产业完成投资 177.6 亿元，增长 9.5%，三次产业投资额分别占全市固定资产投资总额的 2.3%、66.9%、30.8%。

图 1：2012 年~2016 年青州市地区生产总值和固定资产投资情况



资料来源：青州市各年度统计公报，中诚信证评整理

总体来看，青州市经济继续保持较快增长，第

二产业在青州市经济中仍占主导地位，城市化水平进一步提高。中诚信证评认为，青州市经济基础扎实，旅游资源丰富，随着投资环境的日臻完善，青州市将面临良好的发展前景。

青州市财政实力

随着经济的较快发展，青州市一般公共预算收入实现较快增长，2014年~2016年分别为38.09亿元、41.96亿元和45.99亿元；同期，税收收入占一般公共预算收入的比重分别为80.34%、77.88%和81.17%，整体来看，青州市税收来源较为稳定，为一般公共预算收入增长提供了良好的支持。

2014年~2016年，青州市政府性基金收入分别为31.73亿元、30.21亿元和24.70亿元，近年来呈持续下降趋势，主要系受当地房地产市场调控影响所致，中诚信证评关注到土地出让收入受国家宏观政策特别是土地和房地产政策的影响较大，未来政府性基金收入规模仍存在较大不确定性，或对青州市财力状况造成一定影响。此外，2014年~2016年，青州市上级补助收入分别为12.59亿元、12.33亿元和13.97亿元，对青州市财力状况形成一定有益补充。

表 2：2014 年~2016 年青州市财政收支情况（亿元）

项目	2014	2015	2016
一般公共预算收入	38.09	41.96	45.99
其中：税收收入	30.6	32.68	37.33
上级补助收入	12.59	12.33	13.97
其中：一般性转移支付收入	6.55	7.58	8.90
专项转移支付收入	4.17	2.87	2.92
税收返还收入	1.87	1.87	2.15
政府性基金收入	31.73	30.21	24.70
地方综合财力	82.41	84.50	84.66
一般公共预算支出	41.96	46.88	49.42
财政平衡率（%）	90.78	89.51	93.05

注：地方综合财力=一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：青州市财政局，中诚信证评整理

财政支出方面，2014年~2016年，青州市分别完成一般公共预算支出41.96亿元、46.88亿元和49.42亿元，公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为90.78%、89.51%和93.05%，财政收支平衡情况较好。

政府债务方面，截至2016年末，青州市地方政府债务余额为56.32亿元，均为直接债务，政府债务率为66.52%，债务水平一般，政府债务负担尚在可控范围内。

整体来看，青州市经济平稳增长，财政收入稳步提升，为保障和持续改善民生、促进经济转型等提供了有力的资金支持；同时青州市地方政府债务压力较小，整体债务情况良好。

政府支持

公司作为青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，得到了青州市政府在资金、政策等方面的大力支持。

2006年6月，公司股东投资管理中心以土地使用权形式对公司增资0.84亿元，使公司注册资本增至1.20亿元，同年公司收到青州市财政局拨款0.33亿元；2006年，根据青政办复字[2006]20号文，青州市政府同意将青州市宏源国有资产经营有限公司的国有土地、房产等资产划拨给公司，评估价值为1.32亿元，计入资本公积；根据青政发[2012]43号文，2012年9月青州市政府同意将面积为6,847,004.12平方米的国有土地使用权注入公司，作为投资管理中心的股东投入，土地评估价共计75.90亿元，计入资本公积；2014年5月，根据青政发[2014]13号文，投资管理中心向公司注入面积为371,408.00平方米的土地，按评估价值4.62亿元入账，计入资本公积。自2011年起，青州市财政局每年对公司拨款，2011年~2015年，公司收到的款项分别为9.07亿元、1.02亿元、1.33亿元、0.17亿元和2.34亿元，计入资本公积。

根据青州市财政局《关于同意青州市城市建设投资开发有限公司将拨款转为财政补贴的决定》，公司得到青州市财政局在现金方面的补贴支持，2014年~2016年，公司分别获得财政补贴1.73亿元、1.89亿元和1.03亿元，以此为主形成的营业外损益是公司最重要的利润来源。

青州市另一政府性平台青州市宏源国有资产经营有限公司（以下简称“宏源公司”）于2003年经青州市人民政府批准成立，股东为青州市基础设施

施建设资金管理中心，持股比例 100%。宏源公司主要从事青州市道路整治、河道治理等基础设施建设和公益事业，在业务领域方面公司与宏源公司分工明确，不存在竞争关系。

总体看来，作为青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，公司在资金、政策等方面得到当地政府的有力支持，公司具备一定的抗风险能力。

业务运营

青州城投的主营业务包括土地整理、安置房代建和安置房销售等板块。2016 年公司实现营业收入 13.23 亿元，其中代建工程收入 8.22 亿元，占营业收入的 62.15%；土地整理收入 4.89 亿元，占营业收入的 36.92%；安置房销售收入 0.12 亿元，占营业收入的 0.92%。

图 2：2016 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

土地整理

公司受青州市人民政府委托经营指定地块的土地整理业务。公司土地整理业务采取代建模式，即公司与青州市人民政府签署《土地委托开发协议书》，负责对合同指定的地块进行开发整理并自行承担前期土地开发整理费用，成本计入存货科目的开发成本之中；工程完工后公司将该部分地块移交至政府，并与政府按成本加成的方式结算土地整理收入，成本加成比例为 20%，同时将存货科目中列示的开发成本结转至营业成本科目。

截至 2016 年末，公司土地整理累计完成投资约 40.00 亿元。2014 年~2016 年公司完成的土地整

理面积分别为 987.00 亩、1,225.00 亩和 1,034.31 亩；同期，公司交付并出让的土地面积分别为 908.00 亩、1,324.00 亩和 1,140.39 亩，分别实现土地整理收入 4.81 亿元、5.61 亿元和 4.89 亿元。

表 3：2014 年~2016 年公司土地整理项目情况

项目名称	2014	2015	2016
土地整理面积（亩）	987.00	1,225.00	1,034.31
土地开发总成本（亿元）	4.01	4.68	4.10
出让土地面积（亩）	908.00	1,324.00	1,140.39
土地开发收入（亿元）	4.81	5.61	4.89
返还公司的收入（亿元）	6.23	8.83	4.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司可供出让的土地面积为 2,458.00 亩，其中商业经营用地 2,094.00 亩，公益性用地 304.00 亩。未来公司土地整理的重点区域为青州市西南片区，面积约 1,080 亩，拟投入资金约 2.85 亿元，公司未来仍存在一定的资本支出压力。

总体来看，公司土地储备较为充足，土地整理业务具有较稳定的收益，但该业务易受到宏观经济调控、国家及地区土地政策等多种因素影响，面临一定的政策性风险，中诚信证评将对此保持关注。

安置房

公司承担了青州市所有的安置房建设任务，在当地具有垄断性。公司的安置房建设分为两种业务模式，安置房代建和安置房自建，在青州市棚户区改造计划中，公司与青州市政府签订代建协议的安置房项目为代建模式，其余为自建模式。

安置房代建

公司安置房委托代建业务模式具体为：公司与青州市人民政府签订《青州市建设项目合作协议书》，在项目建设期内，由公司组织对安置房项目进行建设并先行垫付建设资金，计入存货科目的开发成本之中，项目按照完工进度以成本加成方式进行结算，成本加成比例为 10%，工程结算内容包括投资成本、项目前期费用和成本加成费用等，由青州市财政局对结算款项进行支付，公司在确认收入同时结转相应成本。2014 年~2016 年公司实现的安置房代建收入分别为 2.89 亿元、2.67 亿元和 8.22 亿元。

截至 2016 年末，公司已完成党校安置区、南阳河片区、城东二期安置区和石坊路片区等安置房建设项目，占地面积合计 66.06 万平方米，建筑面积合计 102.35 万平方米，累计完成投资 8.08 亿元，政府回购款到位 7.89 亿元。

截至 2016 年末，公司在建的安置房项目主要有总工会片区安置房、北海花园安置房和老汽车站

安置房等项目，用地面积合计 27.13 万平方米，建筑面积合计 40.58 万平方米，在建项目总投资 7.90 亿元，截至 2016 年末公司已完成投资 4.59 亿元。公司未来投资流向主要集中在西店安置房建设项目，随着项目进程的不断推进，公司将面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2016 年末公司已完工安置房项目情况

项目名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已收到政府回购款 (亿元)	建设周期
党校安置区建设项目	18.45	37.18	3.55	3.36	2011~2016
南阳河片区安置房建设项目	10.35	12.40	2.00	2.11	2010~2016
城东二期安置房建设项目	12.45	15.38	1.04	1.05	2012~2016
石坊路片区安置房建设项目	24.81	37.39	1.49	1.37	2011~2016
合计	66.06	102.35	8.08	7.89	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2016 年末公司在建安置房项目情况

项目名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	工程期限 (年份)	总投资 (万元)	已完成投资 (万元)	资金来源
总工会片区安置房建设项目	0.98	1.53	2015~2017	2,609.50	1,108.97	自筹
北海花园安置房建设项目	1.32	2.50	2015~2017	4,245.06	3,502.83	自筹
老汽车站安置房建设项目	2.42	3.58	2015~2017	6,091.10	4,885.75	自筹
河滨路安置房建设项目	0.88	2.86	2015~2017	5,800.00	440.67	自筹
西店安置房建设项目	18.59	25.28	2015~2017	51,639.39	28,273.85	自筹
南房片区安置房建设项目	2.94	4.83	2016~2018	8,600.00	7,643.71	自筹
合计	27.13	40.58	--	78,985.05	45,855.78	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，公司计划总投资规模为 2.46 亿元，分别为蒋七片区棚户区改造项目和青州市福宁花园棚户区改造项目，用地面积合计为 9.07 万平方米，建筑面积 13.69 万平方米。

总体看来，公司承担了青州市内的全部安置房建设任务，目前公司仍保有一定规模的项目量，可为公司提供较稳定的营业收入；同时，随着项目进程的不断推进，公司将面临一定的资本支出压力，中诚信证评也将持续关注政府回购款到位情况。

安置房销售

公司安置房自建销售业务模式具体为：公司根据青州市人民政府制定的本市保障性住房建设计划进行安置房项目建设，并承担该项目的融资、投资、建设等工作。项目竣工后，安置房由公司根据当地政府及相关部门出台的保障性住房定价指导

意见以及周边市场行情进行定价后，定向销售给棚户区改造项目房屋被征收人或其他安置项目人群。

截至 2016 年末，公司已完成的用于销售的安置房项目有休闲中心海岱片区安置房、北城花园片区安置房、前营子花园片区安置房项目等，占地面积合计 56.52 万平方米，建筑面积合计 93.08 万平方米，累计完成投资 12.91 亿元，已完成销售 12.91 亿元。

表 6：截至 2016 年末公司已完成的自销安置房项目情况

项目名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	工程期限 (年份)	总投资 (亿元)	已完成销售 (亿元)
休闲中心海岱片区安置房建设项目	7.60	11.22	2008~2012	1.37	1.27
北城花园片区安置房建设项目	5.22	7.03	2009~2012	1.08	0.83
前营子花园片区安置房建设项目	6.05	10.61	2009~2012	1.29	1.12
城东海岱片区安置房建设项目	3.22	5.24	2008~2012	0.69	0.74
马驿山片区安置房建设项目	3.88	6.00	2008~2012	0.86	0.91
关头片区安置房建设项目	6.80	7.48	2008~2012	1.03	1.17
小杨庄片区安置房建设项目	2.00	3.97	2009~2012	0.65	0.75
九州家园安置房建设项目	2.15	3.42	2008~2012	0.51	0.26
实验高中片区安置房建设项目	1.56	2.73	2008~2012	0.39	0.34
裕丰家园安置房建设项目	4.08	8.26	2009~2013	1.13	1.28
旗风居片区安置房建设项目	1.17	2.28	2010~2014	0.39	0.44
衡王府路片区安置房建设项目	12.79	24.84	2011~2015	3.52	3.80
合计	56.52	93.08	--	12.91	12.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司在建的自销安置房项目主要有扈庙片区安置房建设项目、传信楼安置房建设项目、青州市普通片区棚户区改造项目、青州市玉竹片区棚户区改造项目等，占地面积合计 60.66 万平方米，建筑面积合计 107.22 万平方米，概算总投资 24.26 亿元，截至 2016 年末已完成投资 8.10 亿元。

战略规划

青州城投未来将按照综合改革的总体要求，通过改革创新来突破发展中的瓶颈，进一步强化城市建设投融资、项目建设和资产经营的综合性城投公司地位，打造城市基础设施建设、社会公共服务新平台。公司将在企业发展定位、项目投资经营模式和融资模式三方面谋求转型。

企业发展定位方面，公司将逐步消除政府融资平台的职能定位，转向以市场化经营为主体的企业。以构建合理的投资回报机制为重点，突出市场化、企业化改革方向，围绕城市基础设施代建、公共设施运营维护、公共产品服务提供以及具有一定经营性的公共服务项目投资等领域实现企业化发展将成为公司未来的主要着眼点。配合市政府引进社会资本参与开发建设社会公共基础设施、保障房等项目；对经营性领域，以市场化运营为主；对回报较高的准经营性领域，大力推行特许经营；对纯

公益领域推动政府购买。逐步构建企业与政府之间市场化、契约化的经营合作机制，切实实现由“城市基础设施投融资平台”向“城市运营商、公共服务提供商和国有资产授权经营管理主体”的转变。

项目投资经营模式方面，公司将在原有城建项目建设运营经验的基础上，发挥自身竞争优势、经营资源和专业运作能力，通过广泛寻求社会资本合作实现市场化运作，强化项目投资控制与经营策划水平，提升自身企业化经营能力，切实实现经营提升、风险可控、发展持续。公司将结合公司发展定位，积极发挥项目投资主体的作用，在条件许可情况下参与 PPP 运营主体的投资经营，构建市场稳定、收益可靠的经营性产业。同时精准策划，将衡王府路立交桥、九龙峪片区、玉竹片区等项目打造成具有前瞻性、基础性和功能性的优势项目，增强其吸引力和竞争力，为市场化运作和吸纳社会资本进入创造好条件。

融资模式方面，公司一方面要创新发债模式，摒弃原有平台贷款的老思路，充分利用优势融资渠道。通过对接金融机构，包括地方政府债（公租房、市政道路）、一般企业债、永续债（永续期公司债券）、项目收益债、资产证券化产品在内的五类债券将代替原有城投债的融资职能。另一方面公司要逐步提升盈利能力。随着城投工作的转型，公司将尝试投资、建设、回报的商业模式，逐步实现由建

设主体向投资主体的转变，从持有大量不可变现资产的建设型向持有大量优质可持续盈利资产的投资型转变，进一步夯实和提升企业经营收益水平，不断做大企业净资产规模，做大经营性现金流，通过企业盈利能力和市场地位的提升，提高企业信用等级，拓展融资渠道，降低融资成本。

公司治理

公司依据《公司法》等有关法律，建立了较为完善的法人治理结构，公司设有董事会、监事会。董事会是公司的决策机构，对股东方负责。董事会由 5 人组成，其中职工董事 1 人。除职工董事由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生以外，其他董事皆由股东方委派；设董事长 1 人，任期 3 年，任期届满，经委派可连任。公司监事会由 5 人组成，其中职工监事 2 人，除职工监事由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生以外，其他监事皆由股东方委派。监事会是公司的监督机构，对公司重大经济事项及董事、总经理等高级经营管理人员行使监督职责。总经理负责公司的运营和管理，对董事会负责。

公司下设十一个部门，分别为办公室、财务科、融资科、资产科、结算科、工程管理科、合同审计科、安置房建设科、信访法律科、项目管理科和房地产开发部。

公司建立了较为完善的财务管理制度，规范了财务行为，保证了公司预算、筹资以及对外投资、担保的规范性、合法性和效益性。内部控制制度方面，公司建立了详细、严密的内部控制制度，用以规范公司内部的管理和业务操作流程，保证了公司有效地运行。

总体来看，公司的管理体制与管理制度比较完善，能够保证公司的良好运营。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年三年连审财务报告。公司财务报表均按新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着青州市政府大力推进旧城改造工程，公司的经营发展规模不断扩大，资产总额实现快速增长。2014 年~2016 年末，公司总资产分别为 151.64 亿元、181.32 亿元和 206.39 亿元。

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，2014 年~2016 年末，公司流动资产分别为 149.82 亿元、179.74 亿元和 205.59 亿元，分别占资产总额的比重为 98.80%、99.13%和 99.61%。公司流动资产主要包括存货、货币资金、预付款项和其他应收款，截至 2016 年末，上述科目分别占流动资产的比重为 84.95%、6.35%、5.06%和 3.64%。

存货方面，公司存货主要由开发成本和拟开发土地构成，2014 年~2016 年末分别为 130.59 亿元、144.93 亿元和 174.65 亿元，近年来随着公司土地整理和安置房建设项目的不断推进，公司存货不断增加。截至 2016 年末，公司货币资金为 13.05 亿元，充足的货币资金对公司资产的流动性起到了较强的保障作用；预付款项为 10.40 亿元，全部为预付工程款，账龄大部分在 3 年以内；其他应收款为 7.49 亿元，金额前五名其他应收款共计 4.68 亿元，主要为与青州当地国有企业的代垫性质往来款，因欠款方大部分为政府相关企业，回收保障程度较高，产生坏账风险较小，但对公司资产流动性造成一定不良影响，中诚信证评将对公司其他应收款的回收情况保持关注。

表 7：截至 2016 年末金额前五名其他应收款明细

债务人	金额(亿元)	占比(%)
青州市宏源国有资产经营有限公司	2.07	27.65
青州世安市政建设养护有限公司	0.90	12.03
青州市云门旅游置业发展有限公司	0.85	11.30
山东大易文化发展有限公司	0.45	6.01
青州惠泽新材料科技有限公司	0.41	5.48
合计	4.68	62.47

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司非流动资产规模很小，2014 年~2016 年末分别为 1.82 亿元、1.58 亿元和 0.79 亿元，主要由固定资产和无形资产构成。

负债方面，随着经营发展规模的不断扩大，公司负债规模持续攀升，2014 年~2016 年末，公司负债总额分别为 53.17 亿元、78.33 亿元和 101.17 亿

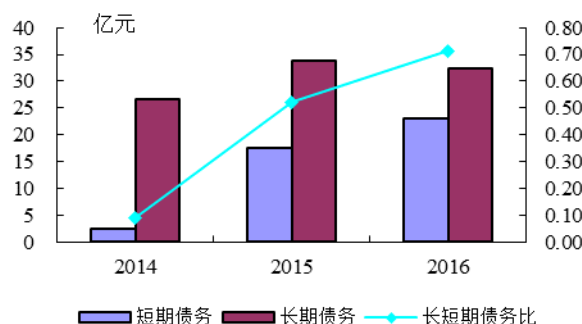
元。随着公司原有债务的逐步到期，公司负债结构由以非流动负债为主转变为以流动负债为主。

截至 2016 年末，公司流动负债为 67.25 亿元，占总负债的比重为 66.47%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目分别占当期流动负债的比重为 51.53%和 34.40%。2014 年~2016 年末，公司其他应付款分别为 15.94 亿元、20.74 亿元和 34.66 亿元，近年来持续增加，主要系随着公司经营发展规模的不断扩大，工程代垫款和往来款的相应增长所致；同期，公司一年内到期的非流动负债分别为 2.00 亿元、17.14 亿元和 23.13 亿元，主要以一年内到期的各项借款为主，公司短期偿债压力明显增加。

2014 年~2016 年末，公司非流动负债分别为 28.00 亿元、35.27 亿元和 33.92 亿元，主要包括其他流动负债、长期借款、应付债券和专项应付款。截至 2016 年末，公司其他流动负债为¹15.78 亿元，全部为信托借款，平均利率为 7.30%，还款时间多集中于 2017 年，中诚信证评将对公司的偿还情况保持关注；长期借款为 14.33 亿元，主要为银行抵押担保借款和信托借款；应付债券为 2.30 亿元，为 2016 年公司在重庆股份转让中心发行的私募债券；专项应付款为 1.51 亿元，近年来变化不大，主要为城市基建拨款。

有息债务方面，2014 年~2016 年末，公司总债务分别为 29.07 亿元、51.43 亿元和 55.55 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.09 倍、0.52 倍和 0.71 倍，自 2015 年以来，随着公司原有债务的到期，公司短期债务大幅增加，偿债压力有所上升。

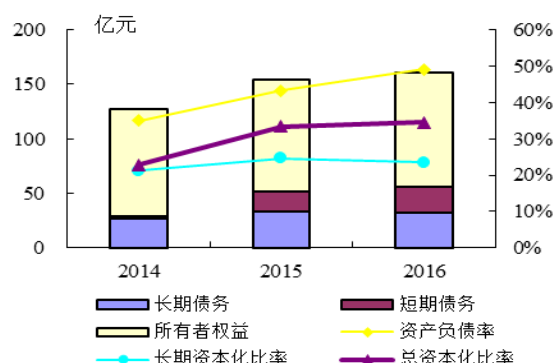
图 3：2014 年~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，受益于青州市财政局对公司持续的注资拨款以及公司未分配利润的累积，2014 年~2016 年末，公司所有者权益分别为 98.47 亿元、102.99 亿元和 105.21 亿元。随着近年来负债规模的不断增加，公司资产负债率和总资本化比率亦持续上升，2014 年~2016 年末，公司资产负债率分别为 35.06%、43.20%和 49.02%，公司总资本化比率分别为 22.79%、33.30%和 34.55%。

图 4：2014 年~2016 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着经营规模的扩大，公司资本实力得到不断增强；但公司短期内具有一定的债务偿还压力。与此同时，根据青州市的有关规划，未来公司建设任务将会进一步增加，预计公司资产负债率将进一步上升。

盈利能力

2014 年~2016 年，公司营业总收入分别为 8.12 亿元、12.09 亿元和 13.23 亿元，收入规模近年来不断增加。公司营业总收入主要由土地整理、安置房代建和安置房销售构成，土地整理作为公司核心业务，近年来收入规模保持稳定。2016 年随着保障房

¹ 在计算总债务时，将公司 2014 年~2016 年财务报告中“其他流动负债”纳入长期债务核算。

项目陆续交工结算，安置房代建收入成为公司的主要收入来源。安置房销售业务则因 2016 年未有新楼盘竣工交付，收入规模较 2015 年大幅下降。

毛利率方面，2014 年~2016 年，公司营业毛利率分别为 13.49%、12.03% 和 11.74%，近年来持续下降。分业务来看，公司安置房代建与土地整理业务

均以成本加成的代建模式实施建设，因此毛利率较为稳定，分别维持在 9.09% 和 16.67%，其中 2016 年上述业务毛利率有所降低主要系“营改增”政策税费科目调整所致；安置房销售业务则因拆迁成本较高且销售价格较低，自身盈利能力较弱。

表 8：2014 年~2016 年公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	4.81	16.67	5.61	16.67	4.89	16.41
代建工程	2.89	9.09	2.67	9.09	8.22	9.03
安置房销售	0.42	7.32	3.81	7.25	0.12	7.43
合计	8.12	13.49	12.09	12.03	13.23	11.74

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年~2016 年，公司三费合计分别为 0.86 亿元、0.96 亿元和 1.64 亿元，其中财务费用为期间费用的主要支出。虽然公司将大部分利息费用进行资本化，但由于融资规模的不断扩大，使得公司财务费用逐年增加。2014 年~2016 年，公司三费收入占比分别为 10.58%、7.96% 和 12.41%，虽然公司营业总收入持续增长，但营业总收入的增幅不及期间费用增幅，故 2016 年公司三费收入占比较之前有所上升。

表 9：2014 年~2016 年公司期间费用分析

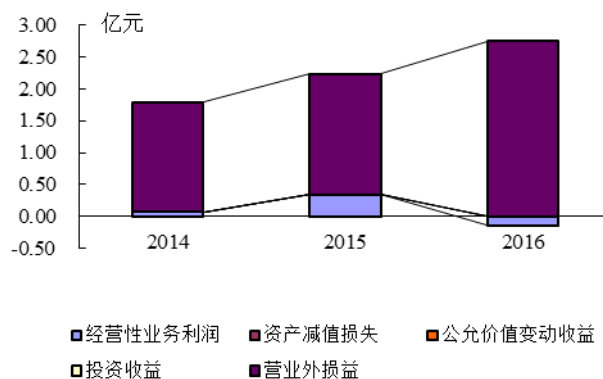
	2014	2015	2016
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.29	0.21	0.28
财务费用（亿元）	0.57	0.76	1.36
三费合计（亿元）	0.86	0.96	1.64
营业总收入（亿元）	8.12	12.09	13.23
三费收入占比（%）	10.56	7.96	12.41

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营性业务利润和营业外损益共同构成了公司的利润来源。2014 年~2016 年，公司利润总额分别为 1.79 亿元、2.23 亿元和 2.60 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.08 亿元、0.35 亿元和 -0.14 亿元，其中 2016 年由于财务费用大幅上升，对公司税前利润影响较为明显。营业外损益是对公司税前利润的重要支撑，主要由政府补助构成，为公司最主要的利润来源，2014 年~2016 年公司营业外损益分别为 1.71 亿元、1.89 亿元和 2.74 亿元，其中政府补助分别为 1.73 亿元、1.89 亿元和 1.03 亿元。

此外，2016 年公司处置名下自有房产获得收益 1.71 亿元对利润总额形成有益补充。

图 5：2014 年~2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体看来，公司营业收入持续增长，作为青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，公司得到了政府较大的财政补贴支持；同时公司税前利润对于政府补助的依赖程度较高，自身盈利能力偏弱。

偿债能力

现金流方面，2014 年~2016 年，公司经营活动净现金流分别为 -4.09 亿元、-8.11 亿元和 -4.11 亿元。近年来持续为负主要系公司由 2014 年开始承接大量建设任务，安置房代建业务和土地整理业务投资周期较长且公司承担建设规模较大，导致现金流出和流入时间不匹配所致。

近年来公司经营活动净现金流持续为负，不能覆盖债务本息。2014 年~2016 年末，公司总债务

/EBITDA 分别为 12.75 倍、16.47 倍和 13.93 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.79 倍、0.60 倍和 0.63 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均较弱。虽然近年来公司盈利能力有所增长，但债务基数不断增加，公司的偿债能力弱化趋势较为明显。

表 10：2014 年~2016 年公司偿债能力分析

	2014	2015	2016
长期债务（亿元）	26.65	33.78	32.41
总债务（亿元）	29.07	51.43	55.55
经营活动净现金流（亿元）	-4.09	-8.11	-4.11
EBITDA（亿元）	2.28	3.12	3.99
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.14	-0.16	-0.07
总债务/EBITDA（X）	12.75	16.47	13.93
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.79	0.60	0.63
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-1.42	-1.57	-0.65

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从债务分布来看，公司短期偿债压力较大，债务到期年份主要集中于 2017 年。中诚信证评将持续关注公司对到期债务的资金安排情况。

表 11：截至 2016 年末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2017	2018	2019	2020 年及以后
到期金额	23.13	12.38	10.58	29.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年末，公司共获得银行授信总额 15.71 亿元，授信额度均已使用完毕，备用流动性趋紧。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产共计 50.81 亿元，主要为用于融资抵押的土地使用权，占当期公司资产总额的 24.62%。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为 31.59 亿元，占当期净资产的比重为 30.02%。担保对象中除青州锦程建设投资发展有限公司、山东省青州第三中学和青州市宏源国有资产经营有限公司外，其余担保对象均为青州市民营企业，目前被担保企业经营情况正常，但考虑到民营企业经营风险较大，公司的代偿风险值得关注。

表 12：截至 2016 年末公司对外担保情况（万元）

被担保人	被担保人性质	担保金额	到期日
青州晖泽水务有限公司	民营	3,000.00	2017.03.31
青州锦程建设投资发展有限公司	国有	10,000.00	2025.11.30
青州开泰镀膜股份有限公司	民营	700.00	2017.06.20
青州市瀚森苗木发展有限公司	民营	3,000.00	2018.07.22
青州市宏源国有资产经营有限公司	国有	70,871.76	2020.08.22
青州市泰丰齿轮有限公司	民营	6,000.00	2017.09.01
青州市天安化工有限公司	民营	23,690.00	2017.12.25
青州市宗艺红木家具厂	民营	4,000.00	2017.12.12
青州尧王制药有限公司	民营	43,000.00	2017.12.22
山东华邦建设集团有限公司	民营	21,000.00	2017.11.08
山东鲁星钢管有限公司	民营	3,000.00	2017.02.01
山东荣利中石油机械有限公司	民营	4,800.00	2017.10.26
潍坊长安铁塔股份有限公司	民营	41,500.00	2017.08.23
青州市永力电机有限公司	民营	13,500.00	2017.08.18
山东中辰电力设备有限公司	民营	9,400.00	2020.01.23
山东中晨电磁线有限公司	民营	1,100.00	2017.01.05
青州益能热电有限责任公司	民营	2,000.00	2017.07.11
青州天安化工有限公司	民营	16,975.00	2018.05.08
山东开元电机有限公司	民营	5,000.00	2016.12.05
山东中辰电力设备有限公司	民营	4,950.00	2017.08.28
潍坊正钢经贸有限公司	民营	2,000.00	2016.12.01
青州锦程建设投资发展有限公司	国有	10,000.00	2025.11.30
青州尧王制药有限公司	民营	6,631.58	2021.04.05
山东省青州第三中学	国有	4,950.00	2017.11.29
青州市山水园林工程有限公司	民营	4,800.00	2017.11.20
合计		315,868.34	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结 论

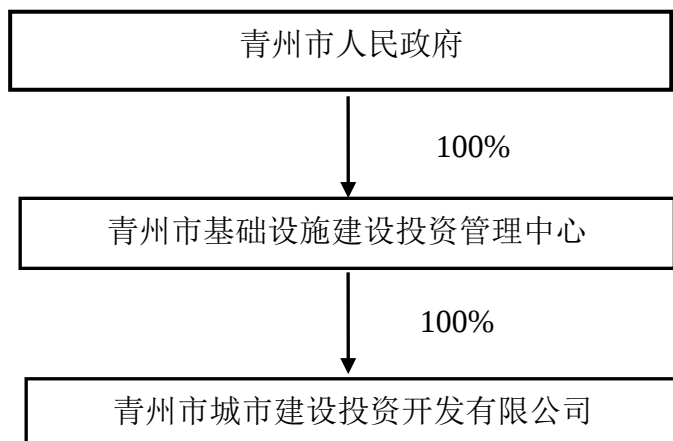
综上，中诚信证评评定青州市城市建设投资开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2017 年第一期青州市城市建设投资开发有限公司公司债券”的信用等级为 **AA**。

关于2017年第一期青州市城市建设投资开发有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

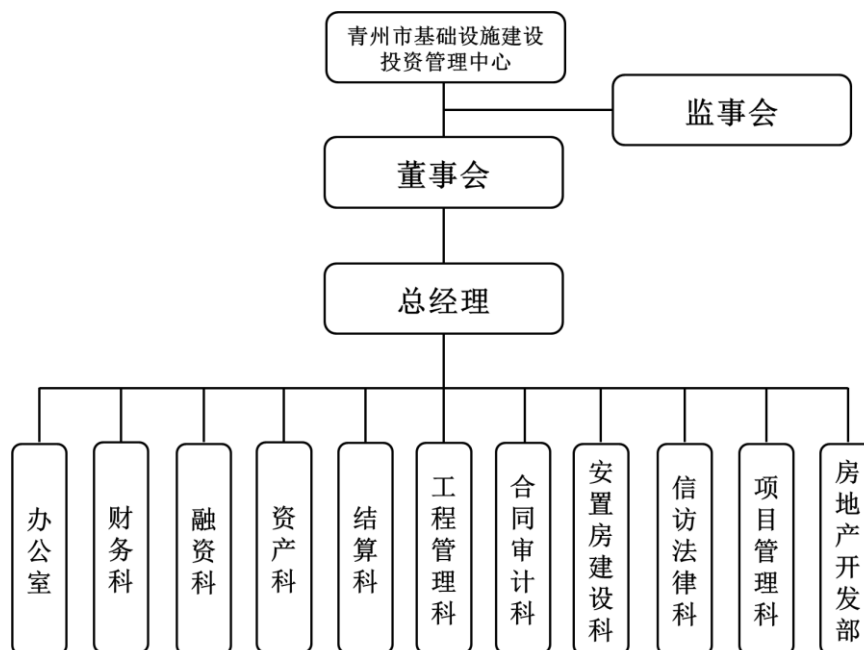
同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：青州市城市建设投资开发有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附二：青州市城市建设投资开发有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附三：青州市城市建设投资开发有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	48,399.07	113,338.03	130,549.56
应收账款净额	26,693.87	37,089.04	0.00
存货净额	1,305,888.67	1,449,319.16	1,746,488.16
流动资产	2,055,904.02	1,797,418.04	1,498,179.11
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	12,111.85	8,902.58	3,128.47
总资产	1,516,410.82	1,813,197.23	2,063,851.15
短期债务	24,200.00	176,446.34	231,342.66
长期债务	266,477.00	337,826.56	324,132.90
总债务（短期债务+长期债务）	290,677.00	514,272.89	555,475.56
总负债	531,703.34	783,322.01	1,011,711.79
所有者权益（含少数股东权益）	984,707.48	1,029,875.22	1,052,139.36
营业总收入	81,232.11	120,855.83	132,330.26
三费前利润	9,362.49	13,096.58	15,074.09
投资收益	0.00	0.00	1.06
净利润	17,738.91	21,771.65	22,264.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	22,804.85	31,227.34	39,882.51
经营活动产生现金净流量	-40,899.58	-81,129.52	-41,138.98
投资活动产生现金净流量	-52,629.77	-87,768.33	-140,464.92
筹资活动产生现金净流量	133,833.41	233,036.82	203,815.43
现金及现金等价物净增加额	40,304.06	64,138.97	22,211.53
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	13.49	12.03	11.74
所有者权益收益率（%）	1.80	2.11	2.12
EBITDA/营业总收入（%）	28.07	25.84	30.14
速动比率（X）	0.76	0.81	0.46
经营活动净现金/总债务（X）	-0.14	-0.16	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.69	-0.46	-0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.42	-1.57	-0.65
EBITDA 利息倍数（X）	0.79	0.60	0.63
总债务/EBITDA（X）	12.75	16.47	13.93
资产负债率（%）	35.06	43.20	49.02
总资本化比率（%）	22.79	33.30	34.55
长期资本化比率（%）	21.30	24.70	23.55

注：1）上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2）将公司2014年~2016年财务报表中“其他非流动负债”纳入长期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子集团及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。