

鱼台县鑫达经济开发投资有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



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
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。

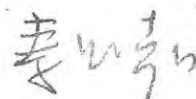
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

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：
鹏信评【2018】第 Z
【1353】号 02

分析师

姓名：
金善姬 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
jinshj@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 02 月 15 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

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

鱼台县鑫达经济开发投资有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：不超过 10 亿元

债券期限：7 年

担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行
总额 20%的比例偿还债券本金

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）对鱼台县鑫达经济开发投资有限公司（以下简称“鱼台鑫达”或“公司”）本次拟发行总额不超过 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司工程建设业务收入保持增长，且未来收入来源有一定的保障，公司获得的外部支持力度较大，同时，重庆三峡融资担保集团股份有限公司¹（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出压力，有息债务规模较大，面临较大的刚性债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年鱼台县地区生产总值分别为 156.12 亿元、169.62 亿元和 182.43 亿元，同比分别增长 8.6%、7.9%和 7.3%，地方经济实力持续增强。
- 公司工程建设业务收入保持增长，且未来收入来源有较好的保障。公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，近年工程建设收入保持快速增长，截至

¹ 重庆三峡融资担保集团股份有限公司原名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018 年 06 月 08 日工商变更为此名。

2017 年末，公司在建代建项目预计总投资合计 518,308.96 万元，未来收入来源有较好的保障。

- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2017 年，公司获得鱼台县政府投入的各类资本金及公司股权价值合计 134,674.83 万元，有效提升了公司资本实力；财政补贴方面，2015-2017 年公司分别获得财政补贴 8,025.20 万元、9,888.16 万元和 14,119.15 万元，有效提升了公司的利润水平。
- 三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。三峡担保实力强，业务发展情况良好，经中证鹏元评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司整体资产流动性较弱。截至 2017 年末，公司资产中土地资产、开发成本和应收款项合计占比达 82.05%，且应收款项的回收在时间上存在一定的不确定性，存货难以即时变现，公司整体资产流动性较弱。
- 经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出压力。2015-2017 年公司经营活动现金分别净流出 30,714.34 万元、189,271.79 万元和 46,442.81 万元，三年合计净流出 266,428.95 万元，经营活动现金流表现较差；截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 415,174.80 万元，面临较大的资金支出压力。
- 面临较大的刚性债务压力。截至 2017 年末，公司有息债务规模达 355,843.39 万元，较 2015 年末增长 335.17%，占总债务的比重达 94.48%，公司存在较大的刚性债务压力；2015-2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.43、1.85 和 1.34，公司偿债能力有所下降。
- 公司存在一定或有负债风险。截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 22,149.06 万元，占所有者权益的比重为 6.00%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	745,647.64	539,897.49	263,510.19
所有者权益合计（万元）	369,030.55	304,039.12	178,979.53
有息债务（万元）	355,843.39	184,558.65	81,770.66

资产负债率	50.51%	43.69%	32.08%
流动比率	2.84	2.98	4.61
营业收入（万元）	71,722.71	47,644.10	33,960.11
其他收益（万元）	14,119.15	-	-
营业外收入（万元）	185.06	9,888.16	8,025.20
利润总额（万元）	16,825.03	14,604.77	13,157.85
综合毛利率	14.08%	16.67%	16.67%
EBITDA（万元）	19,608.07	16,090.94	13,481.58
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.85	2.43
经营活动现金流净额（万元）	-46,442.81	-189,271.79	-30,714.34

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标：

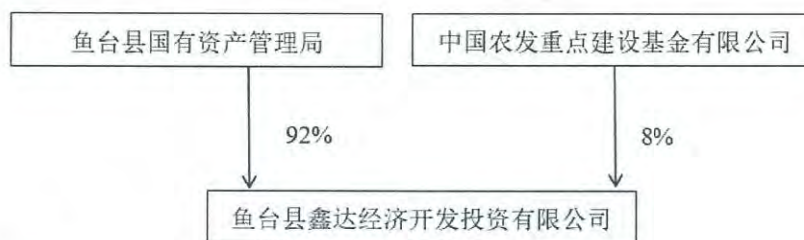
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
在保责任余额（万元）	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
风险准备金覆盖率	5.72%	7.51%	10.50%
净资产放大倍数	4.53	5.93	7.11
累计代偿率	1.52%	1.67%	1.53%

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系由鱼台县国有资产管理局（以下简称“鱼台县国资局”）和自然人韩燕于2005年1月27日分别出资950万元和50万元设立，初始注册资本1,000万元。2007年7月24日，自然人韩燕将所持50万元股份全部转让给鱼台县国资局，同时鱼台县国资局向公司增资5,000万元，公司注册资本增至6,000万元。2011年7月12日，公司股东决议将注册资本增至8,000万元。2016年11月25日，公司股东决议由资本公积转增注册资本84,000万元，公司注册资本由8,000万元增至92,000万元。2017年5月，经公司股东决议，同意中国农发重点建设基金有限公司向公司增资8,000万元。截至2018年6月末，公司注册资本为100,000万元，鱼台县国资局持有公司92%的股权，为公司控股股东，公司产权及控制关系如下图所示：

图1 截至2018年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务范围涉及市政基础设施建设、土地整理和房租租赁等。目前，公司收入主要来自工程建设业务。2016年12月，依据鱼政字【2016】63号文件，鱼台县人民政府将鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司（以下简称“鑫兴城建”）100%股权划转给公司，2017年12月中国农发重点建设基金有限公司入股鑫兴城建，由此将公司所持股权摊薄至62.50%，但依然为控股股东。截至2017年12月31日，公司纳入合并报表子公司共1家，详见下表：

表1 截至2017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
鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司	100,000	62.50%	城乡建设开发、旅游项目开发、市政工程、水利工程、城乡道路建设项目投资

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为745,647.64万元，所有者权益合计369,030.55万元，资产负债率为50.51%；2017年度，公司实现营业收入71,722.71万元，利润总额16,825.03万元，经营活动产生的现金净流出46,442.81万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年鱼台县鑫达经济开发投资有限公司公司债券；

发行总额：不超过10亿元；

债券期限：7年；

债券利率：本期债券采用固定利率方式，票面年利率根据 Shibor 基准利率加上基本利差确定，在本期债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，当期利息随当年兑付的本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息；

增信方式：本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过人民币10亿元，其中6亿元用于山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目，4亿元用于补充营运资金。募集资金具体使用安排如下表所示。

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目	91,080.00	60,000.00	65.88%
补充营运资金	-	40,000.00	-
合计	91,080.00	100,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容及进度

该项目由公司子公司鑫兴城建承建，已列入山东省2016年棚户区改造计划。该项目位于鱼台县张黄镇驻地东部，拆迁范围为张黄镇工业园区内的大安、迟别、杨楼、南林、龙坦5个自然村，拆迁户数1,728户，拆迁占地总面积932,667 平方米，拆迁总建筑面积332,815.73平方米，涉及总人口6,000人。新建安置区土地面积192,580平方米，建筑总面积316,776平方米，安置栋数49栋，安置套数2,611套。建筑面积中包括住宅面积241,437平方米，配套公建4,580平方米，配套商业53,906平方米，地下车库16,853平方米。

该项目计划总投资91,080万元，计划工期2年，截至2017年末，该项目已完成安置点

场地平整、基础开挖工作，合计完成投资19,544.60万元，占项目总投资额的21.46%。

2、项目的审批、核准或备案情况

该项目已取得有关部门的批复如下：

表3 募投项目审批核准情况

批准文件	批准文号	出具部门	出具日期
《关于鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司建设山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目可行性研究报告的批复》	鱼发改【2016】209号	鱼台县发展和改革局	2016年12月19日
《关于山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目用地预审意见》	鱼国土资函【2016】42号	鱼台县国土资源局	2016年11月18日
-	鱼环审【2016】48B号	鱼台县环境保护局	2016年12月15日
《关于<山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目节能评估报告>的审查意见》	鱼发改能审备【2016】80号	鱼台县发展和改革委员会	2016年12月16日
《建设项目选址意见书》	选字第37082720160055号	鱼台县城规划局	2016年11月18日
《建设工程规划许可证》	建字第37082720160039号	鱼台县城规划局	2016年12月22日
《建设用地规划许可证》	地字第37082720160062号	鱼台县城规划局	2016年12月21日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

该项目建成后由鑫兴城建负责运营并享有相关收益，根据《山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目可行性研究报告》，该项目可通过定向安置房、商业门面和车位销售以及获得政府补贴实现收入，预计建设期和还款期共可实现项目收入119,345.53万元。其中，该项目定向安置房面积241,437平方米，取平均销售价格为2,900元/平方米，销售收入为70,016.73万元；商业门面面积53,906平方米，取平均销售价格为8,000元/平方米，销售收入为43,124.80万元；规划车位数为1,119个，按4万元/个计算销售收入，销售额为4,476.00万元。此外，根据《关于预下达2016年中央和省级城镇保障性安居工程专项资金预算指标的通知》（济财综指【2016】5号）和山东省棚户区改造项目财政资金落实到位情况，平均每户补贴1万元，预计项目将收到上级财政补助资金1,728万元。

表4 募投项目收入估算表（单位：万元）

项目	合计	建设期		还款期				
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
定向安置房销	70,016.73	-	-	31,507.53	14,003.35	14,003.35	7,001.67	3,500.84

售收入								
商业门面销售 收入	43,124.80	-	-	19,406.16	8,624.96	8,624.96	4,312.48	2,156.24
车位销售收入	4,476.00	-	-	2,016.00	896.00	896.00	448.00	220.00
上级补贴	1,728.00	1,728.00	-	-	-	-	-	-
合计	119,345.53	1,728.00	-	52,929.69	23,524.31	23,524.31	11,762.15	5,877.08

资料来源：《山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上

涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数(PPI)增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台

以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。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 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 5 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备	财政部、国土	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等

	和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	资源部、中国人民银行、银监会	其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
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	《关于坚决制止地方以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)	发展改革委、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
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的通知》(财库	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金

[2018]61号)

管理

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

近年鱼台县主要经济指标保持增长，经济实力持续增强，但整体经济实力仍偏弱

鱼台县隶属于山东省济宁市，位于山东省西南部，东濒微山湖，南与江苏省徐州市毗邻，西与金乡县接壤，北与济宁市中区隔河相望。鱼台县行政区域面积654.2平方公里，辖9镇2个街道办事处，1个省级经济开发区，1个省级化工园区，392个行政村，2017年全县常住人口45.32万人。

鱼台县交通较为便利。县城距济徐高速公路出口仅5公里；距京沪高铁60公里；北至济宁机场30公里、济南遥墙国际机场200公里，南到徐州观音国际机场100公里；京杭大运河从境内穿过，境内河畔建有年吞吐量1,000万吨的鱼台物流港码头、年吞吐量120万吨的金威危险品运输码头各一座，千吨货轮、万吨级船队可直达长江及东部海边。

鱼台县濒临微山湖，水资源条件得天独厚。县内河道纵横，有大小河流17条，全长267公里，其中东西流向9条，南北流向8条，承接苏鲁豫皖四省交界处17个县区的地上客水，地表水面积达40万亩，河流可利用水720万立方米，地下水平均补给量8,108万立方米，微山湖可利用水20多亿立方米，水质符合生产生活用水标准。鱼台县境内土壤肥沃，物产丰富，素有“江北鱼米之乡”的美称。鱼台大米享誉全国，种植优质水稻25万亩，优质小麦26万亩，优质棉花20万亩，优质大蒜20万亩，黄皮元葱10万亩，蛋鸭存养量200万只，水产精养面积10万亩。同时，鱼台县矿产资源富足。煤炭地质储量48亿吨，探明储量5.4亿吨，目前共有4座矿井，3座投产矿井年煤炭产量为400万吨，以气煤、焦煤、肥煤为主，4座矿井全部达产后，年产能约700万吨，属济宁市煤化工的重要基地；此外，鱼台县钠盐资源丰富，地质储量310亿吨。

依托区位及资源优势，近年鱼台县经济持续保持增长，经济实力持续增强，但整体经济实力仍偏弱。2015-2017年鱼台县地区生产总值分别为156.12亿元、169.62亿元和

182.43亿元，按可比价格计算，同比分别增长8.6%、7.9%和7.3%，增速有所放缓。其中，2017年第一产业增加值37.04亿元，同比增长4.8%；第二产业增加值71.72亿元，同比增长6.0%；第三产业增加值73.67亿元，同比增长9.9%。三次产业结构由2015年的21.4: 40.8: 37.8调整为2017年的20.3: 39.3: 40.4，第三产业占比上升2.6个百分点，且二、三产业合计占比达79.7%，产业结构有所优化。按常住人口计算，2017年鱼台县人均GDP为40,254元，为全国人均GDP的67.47%，低于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看，鱼台县固定资产投资持续保持增长，是拉动经济增长的主要动力；全社会消费品零售总额增速呈现上升趋势，增速保持在10%以上，对经济增长贡献也较大；而对外贸易金额相对较小，对地方经济增长贡献较弱。

表 6 鱼台县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	182.43	7.3%	169.62	7.9%	156.12	8.6%
第一产业增加值	37.04	4.8%	35.55	4.1%	33.42	3.6%
第二产业增加值	71.72	6.0%	66.17	5.7%	63.71	7.5%
第三产业增加值	73.67	9.9%	67.90	12.3%	58.99	12.6%
工业增加值	-	-	-	-	56.45	7.0%
固定资产投资	161.8	4.1%	150.39	13.9%	132.04	15.5%
社会消费品零售总额	106.03	10.2%	96.25	13.2%	85.04	12.9%
进出口总额	6.48	0.7%	6.43	1.3%	1.00	75.2%
存款余额	160.23	12.7%	142.23	19.9%	113.97	13.8%
贷款余额	56.94	8.4%	52.54	9.6%	47.53	7.9%
人均 GDP（元）	40,254		37,689		34,973	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.47%		69.82%		70.87%	

注：“-”表示数据未公开披露，2015 年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：2015-2017 年鱼台县国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

鱼台县内建设有鱼台县经济开发区、鱼台县湖西工业园区和张黄工业园区。鱼台经济开发区，始建于2002年5月，2006年3月经省政府批准为省级开发区，位于鱼台县城区东北部，规划面积25平方公里，现建成区面积6.7平方公里。目前已形成机械制造、纺织服装、农副产品深加工、精细煤盐化工、高新技术、水运陆运等主导产业，并逐步发展壮大现代物流、文化旅游等新兴产业。开发区下设鱼台县湖西工业园区，规划建设用地5,000亩，该园区主要依托年产300万吨的山东省岱庄生建煤矿湖西矿井和正在建设的年产150万吨的鱼台双合煤矿等资源优势，是集煤炭精洗、煤化工、煤电碱、热电、煤机服务等为一体的大型综合型工业园区。鱼台县张黄工业园属省级工业园区，亦是济宁市化工园区之一，规划面积21平方公里。园区内煤炭资源丰富，年产150万吨的鹿洼煤矿

和年产100万吨的临沂东山军城煤矿坐落境内，现有规模以上工业企业48家，投资过亿元的企业18家，投资过10亿元的企业8家，过亿元大型工业项目达15个，已形成了以煤盐氯碱化工和生物医药化工为主的产业集群。

2017年鱼台县工业生产总体稳定增长，工业企业效益增势较好。2017年全县规模以上工业增加值同比增长7.24%；实现主营业务收入66.96亿元，同比增长28.0%；实现利润总额2.93亿元，同比增长103.0%；实现利税总额4.69亿元，增长101.7%。依托于经济开发区和工业园区的拉动，未来鱼台县的工业发展仍有一定的空间。

2017年鱼台县实现公共财政收入10.01亿元，同比下降3.91%，其中税收收入7.63亿元，占公共财政收入比重为76.24%；实现政府性基金收入7.26亿元，同比下降39.64%；同期鱼台县公共财政支出为24.34亿元，同比下降1.33%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为41.15%。

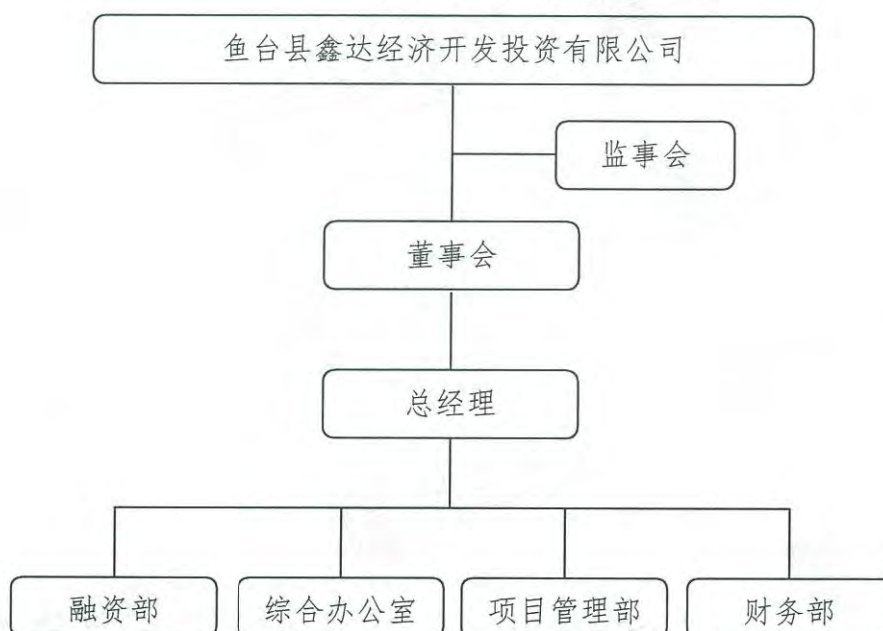
五、公司治理与管理

按照《公司法》、《公司登记管理条例》等相关法律法规的要求，公司建立了较为完善的治理结构和治理制度。公司设有董事会、监事会和经营管理机构。董事会行使经营决策权；监事会对董事会、公司高级管理人员、公司财务状况进行监督评价；经理层负责公司日常经营管理，是决策的执行人。公司董事会共设董事3名，其中董事长1人，董事每届任期3年，任期届满，经委派或选举可以连任；公司监事会由5人组成，且其中职工监事比例不低于监事人数的三分之一，监事任期每届为三年，董事、高级管理人员不得兼任监事；公司设经理，由董事会聘任或者解聘。经出资人批准，董事可以兼任经理，经理对董事会负责。

根据业务特点及业务需要，公司下设4个部门：融资部、综合办公室、项目管理部和财务部。

根据公司出具的说明，截至2017年末公司不存在公务员担任董事、监事和高级管理人员的情况。

图2 公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，2016年以前公司收入全部来自工程建设业务，2017年公司新增房屋租赁业务，但是规模很小。近年公司工程建设业务收入保持增长，2015-2017年公司分别实现营业收入33,960.11万元、47,644.10万元和71,722.71万元，年均复合增长率为45.33%，增长较快。毛利率方面，公司工程建设业务均按固定回报确认收入，故2015-2016年公司综合毛利率保持不变，由于营改增的原因，2017年该业务毛利率出现一定下降；2017年公司新增房屋租赁业务，收入来自于银都水韵豪庭小区房屋租赁收入，当年仅实现租赁收入12.94万元，毛利率为-459.42%。

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		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	71,709.77	14.17%	47,644.10	16.67%	33,960.11	16.67%
房屋租赁	12.94	-459.42%	-	-	-	-
合计	71,722.71	14.08%	47,644.10	16.67%	33,960.11	16.67%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司近年工程建设业务收入保持增长，目前在建项目较多，未来该业务收入来源有较好的保障，但也存在较大的资金支出压力

公司是鱼台县主要的城市基础设施投融资和建设主体，自成立以来，已先后参与投资建设多个项目，包括农村路网提升工程（一期）、农村饮水安全工程、济徐路等项目，在鱼台县基础设施建设中具有重要地位。

公司及子公司鑫兴城建分别与鱼台县人民政府签订委托建设协议，协议约定鱼台县人民政府委托公司及鑫兴城建从事市政基础设施项目的建设，由鱼台县人民政府下达投资计划，公司及鑫兴城建负责具体项目投建。每年末鱼台县人民政府确认结算公司及鑫兴城建当年工程实际造价和投资回报，投资回报为工程实际造价的 20%。根据鱼台县财政局出具的历年工程结算确认书，2015-2017 年公司分别确认工程建设收入 33,960.11 万元、47,644.10 万元和 71,709.77 万元。

表 8 公司工程建设业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	成本	收入
2017 年	农村路网提升工程（一期）	14,741.31	17,174.34
	农村饮水安全工程	13,714.17	15,977.67
	济徐路	10,025.02	11,679.63
	张黄望湖嘉苑棚改项目	8,491.83	9,893.39
	张黄镇中心片区棚改项目	6,337.00	7,382.91
	馨怡佳苑	3,781.80	4,405.98
	七所楼二套房建设项目	850.00	990.29
	农村道路硬化工程	670.92	781.65
	大李庄至湖西大堤连接线工程	658.32	766.98
	大李庄至湖西大堤第二标段工程	642.34	748.35
	盛乡街道规划支路雨污水工程	433.70	505.28
	北一环路、北二环路、湖陵三路、湖陵四路绿化工程	402.60	469.05
	济鱼路工程项目	400.00	466.02
	王鲁镇财政所拆迁	190.56	222.01
	工业路-王鲁段绿化	72.47	84.43
	阳光花城规划支路工程	57.32	66.78
	古亭路贯通工程	50.00	58.25
	湖陵二路南延道路绿化工程	19.12	22.28
	东鱼河湿地拆迁	12.41	14.45
	合计	61,550.88	71,709.77
2016 年	七所楼社区项目	7,665.31	9,198.37
	孝贤广场项目	6,122.29	7,346.75
	湖陵二路南延项目	1,340.00	1,608.00
	S251 省道修建工程	24,575.82	29,490.98

	合计	39,703.42	47,644.10
	滨湖路工程	15,364.96	18,437.96
2015 年	城区改造工程	12,935.13	15,522.15
	合计	28,300.09	33,960.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建项目主要包括日本沟东片区项目、城区水环境综合治理项目、张黄一期、二期棚改以及本期债券募投项目山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目等，计划总投资609,388.96万元，已投资194,214.16万元，除本期债券募投项目外，均为代建项目，未来公司工程建设业务收入有较好的保障。同时，随着募投项目的逐步完工，未来有望实现一定规模的安置房、商业门面和车位销售收入。但在建项目尚需投资415,174.80万元，公司存在较大的资金支出压力。

表9 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否代建
日本沟东片区项目	136,175.35	4,960.06	是
山东省鱼台县张黄镇2016年棚户区改造项目	91,080.00	19,544.60	否
城区水环境综合治理项目	85,000.00	5,200.68	是
张黄一期、二期棚改	67,466.51	49,528.38	是
农村路网升级工程	60,225.40	17,900.36	是
运河北区棚改	33,500.00	31,534.29	是
大聂棚改	31,365.00	18,533.05	是
王鲁棚改	29,100.00	6,340.54	是
西支河棚改	22,000.00	16,134.01	是
李阁镇棚改	18,923.70	3,181.48	是
大班额项目	17,753.00	8,475.33	是
二郎庙棚改	16,800.00	12,881.37	是
合计	609,388.96	194,214.16	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得较大的外部支持

近年来，公司持续获得了来自鱼台县政府在资产注入和财政补贴等方面给予公司较大支持。2015-2017年，鱼台县政府向公司注入各类资本金及公司股权价值合计134,674.83万元，有效提升了公司资本实力；财政补贴方面，2015-2017年公司分别获得财政补贴8,025.20万元、9,888.16万元和14,119.15万元，有效提升了公司的利润水平。

表10 近年来公司获得外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
资产类别	金额	注入时间	依据文件
资本金	6,600.00	2017年	《关于鱼台县财政局注入资本金的通知》

资本金	78,505.97	2016 年	《关于鱼台县财政局注入资本金的通知》
鱼台县鑫兴城市建设开发有限公司 100%股权	3,000.00	2016 年	鱼政字【2016】63 号
资本金	31,948.86	2016 年	《关于鱼台县财政局注入资本金的通知》
资本金	10,220.00	2015 年	《关于鱼台县财政局注入资本金的通知》
资本金	4,400.00	2015 年	《关于鱼台县财政局注入资本金的通知》
合计	134,674.83	-	-

2、财政补贴

补贴金额	时间	依据文件
14,119.15	2017 年	《鱼台县财政局关于基础设施建设补贴资金的批复》
9,888.16	2016 年	《鱼台县财政局关于基础设施建设补贴资金的批复》
8,025.20	2015 年	《鱼台县财政局关于基础设施建设补贴资金的批复》

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2016年公司新增并纳入合并报表范围子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模快速增长，但资产以土地资产、开发成本和应收款项为主，整体资产流动性较弱

近年随着政府资产注入，公司资产规模持续快速增长，2015-2017 年末分别为 263,510.19 万元、539,897.49 万元和 745,647.64 万元，年均复合增长率达 68.22%。从资产构成来看，以流动资产为主，且占比较为稳定，2017 年末流动资产占总资产的比重为 99.42%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	128,433.46	17.22%	67,914.92	12.58%	15,578.28	5.91%
应收账款	52,771.96	7.08%	55,869.97	10.35%	22,287.84	8.46%

其他应收款	70,033.57	9.39%	26,051.40	4.83%	12,827.56	4.87%
存货	488,975.87	65.58%	388,861.21	72.03%	212,516.51	80.65%
流动资产合计	741,309.17	99.42%	538,697.49	99.78%	263,210.19	99.89%
可供出售金融资产	1,200.00	0.16%	1,200.00	0.22%	300.00	0.11%
投资性房地产	2,976.24	0.40%	-	-	-	-
非流动资产合计	4,338.47	0.58%	1,200.00	0.22%	300.00	0.11%
资产总计	745,647.64	100.00%	539,897.49	100.00%	263,510.19	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金为 128,433.46 万元，主要为银行存款，其中受限货币资金共 14,000.00 万元，为质押的定期存款。公司应收账款全部为应收鱼台县财政局的工程建设款，2017 年末达 52,771.96 万元，占总资产的比重为 7.08%。从账龄来看，2017 年末 1 年以内应收账款占比为 82.41%，1-2 年占比为 17.59%，考虑到应收对象为当地政府部门，坏账风险较小，但受政府资金调剂影响，未来回收时间存在一定的不确定性。2017 年末公司其他应收款合计 70,385.50 万元，计提坏账准备 351.93 万元，净额为 70,033.57 万元，其中包括应收往来款 42,294.96 万元和拆借资金 21,689.53 万元（未扣除坏账准备），具体来看，应收鱼台县财政局往来款 40,938.93 万元，鱼台县公共资源交易服务中心土地处置款和保证金 5,611.01 万元，山东鲁王集团有限公司资金拆借款 5,000.00 万元，鱼台县张黄镇人民政府资金拆借款 3,300.00 万元和济宁金宸置业有限公司资金拆借款 3,277.00 万元，前五大其他应收单位余额合计 58,126.94 万元，占公司其他应收款总额的 82.58%，集中度较高，且部分应收对象为民营企业，存在一定的坏账风险。公司存货主要由土地使用权和建设项目开发成本构成，随着土地资产规模的增长和项目开发成本投入的增加，近年公司存货规模快速增长，2015-2017 年末规模分别为 212,516.51 万元、388,861.21 万元和 488,975.87 万元，年均复合增长率为 51.69%。2017 年末，公司存货中包括土地使用权 265,077.92 万元和项目开发成本 223,897.95 万元。土地资产为 91 宗土地使用权，主要坐落于鱼台县湖岭三路、湖岭二路、湖岭一路、鱼新二路、鱼新一路等地，证载用途主要为商业用地及其他商服用地。

公司非流动资产为可供出售金融资产和投资性房地产，其中，可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，为持有的山东双合煤矿有限公司和山东鱼台农村商业银行股份有限公司股权。公司投资性房地产为子公司已出租的银都水韵豪庭商品房，该商品房于 2017 年 3 月开始对外出租，取得租金收入，截至 2017 年 12 月 31 日，产权证尚在办理中。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但资产中土地资产、开发成本和应收款项合计占比达 82.05%，且应收款项的回收在时间上存在一定的不确定性，当地政府对代建项目的回购在时间上也存在一定的不确定性，尚未回购整理开发过的土地，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司营业收入持续增长，自身盈利能力尚可，政府补贴增厚了公司的利润水平。近几年公司营业收入主要来源于工程建设收入，随着工程建设收入的增长，公司营业收入保持增长，2015-2017年公司分别实现营业收入33,960.11万元、47,644.10万元和71,722.71万元，年均复合增长率达45.33%。截至2017年末，公司主要代建项目计划总投资518,308.96万元，已投资174,669.55万元，未来公司工程建设业务收入有一定的保障。毛利率方面，公司工程建设业务均按固定回报确认收入，故2015-2016年公司综合毛利率保持16.67%不变，由于营改增的原因，2017年该业务毛利率出现一定下降。2015-2017年公司利润总额分别为13,157.85万元、14,604.77万元和16,825.03万元，年均复合增长率为13.08%，总体盈利能力稳步增长。其中，2015-2017年公司分别获得当地政府财政补贴8,025.20万元、9,888.16万元和14,119.15万元，有效提升了公司的利润水平。

此外，根据审计报告，公司及子公司收入的资金来源属于财政部、国家税务总局《关于专项用途财政性资金企业所得税处理问题的通知》（财税【2011】70号）所规定的财政性资金，此类收入为不征税收入，免征企业所得税。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	71,722.71	47,644.10	33,960.11
营业利润	18,255.80	4,719.23	5,141.09
其他收益	14,119.15	-	-
营业外收入	185.06	9,888.16	8,025.20
利润总额	16,825.03	14,604.77	13,157.85
综合毛利率	14.08%	16.67%	16.67%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动产生现金流较差，目前在建项目持续投入量较大，公司存在较大的资金支出压力

公司经营活动现金流入主要来自于工程建设业务收入以及收到的政府补助、往来款、暂收款和存款利息收入等，经营活动现金流出主要来自于工程建设业务成本支出以及支付的往来款和暂付款等。2015-2017 年，当地政府对代建项目的回购在时间上存在一定的不确定性，公司工程建设业务回款情况波动较大，近三年收现比分别为 0.62、0.32 和 1.07。随着对工程建设业务的投入，近年公司经营活动现金流出规模较大且持续增长，2015-2017 年公司经营活动产生的现金分别净流出 30,714.34 万元、189,271.79 万元和 46,442.81 万元，三年合计净流出 266,428.95 万元，表现较差。

2015-2017 年公司投资活动现金流规模较小，主要为购置运输设备、办公设备等固定资产所产生的投资现金流出。而筹资活动方面，目前公司主要依赖外部借款来解决资金需求，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还借款本息支付的现金，2015-2017 年公司筹资活动产生的现金合计净流入 375,627.49 万元。截至 2017 年末，公司主要在建项目计划总投资 609,388.96 万元，尚需投资 415,174.80 万元，未来仍存在较大的资金支出压力。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.07	0.32	0.62
销售商品、提供劳务收到的现金	77,018.94	15,365.76	21,167.98
收到的其他与经营活动有关的现金	115,843.28	32,631.90	12,140.09
经营活动现金流入小计	192,862.22	47,997.66	33,308.07
购买商品、接受劳务支付的现金	158,401.02	202,023.79	56,587.17
支付的其他与经营活动有关的现金	79,632.10	35,245.67	7,435.24
经营活动现金流出小计	239,305.03	237,269.45	64,022.42
经营活动产生的现金流量净额	-46,442.81	-189,271.79	-30,714.34
投资活动产生的现金流量净额	-86.28	-900.00	-
筹资活动产生的现金流量净额	97,047.63	238,508.43	40,071.43
现金及现金等价物净增加额	50,518.54	48,336.64	9,357.08

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模攀升较快，面临较大的刚性债务压力

近年随着政府资产的注入及利润积累，公司所有者权益保持快速增长，2015-2017 年末分别为 178,979.53 万元、304,039.12 万元和 369,030.55 万元，年均复合增长率达 43.59%。而随着对外借款的增加，公司负债也快速增长，2017 年末为 376,617.09 万元，

较 2015 年末增长 345.54%。2017 年末,公司产权比率为 102.06%,较 2015 年末上升 54.83 个百分点,同时考虑到公司资产中土地资产、开发成本和应收款项占比较大,公司权益对负债的覆盖程度较弱。

表 14 公司资本结构情况(单位:万元)

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	376,617.09	235,858.38	84,530.66
所有者权益	369,030.55	304,039.12	178,979.53
产权比率	102.06%	77.58%	47.23%

资料来源:公司 2015-2017 年审计报告,中证鹏元整理

从负债结构来看,以流动负债为主,2017 年末公司流动负债占比为 69.35%。公司流动负债主要由短期借款和其他应付款构成,2017 年末公司短期借款为 4,000.00 万元,为公司向济宁银行股份有限公司鱼台分行短期贷款,子公司鑫兴城建和自然人田广河为该笔贷款提供担保。公司其他应付款主要为向非金融机构的借款,且近年规模不断上升,2017 年末公司其他应付款规模合计 252,374.47 万元,占总负债的比重为 67.01%,其中分别向济宁市财金投资有限公司借款 158,848.00 万元、向鱼台县人民医院借款 22,640.91 万元、向洛银金融租赁股份有限公司借款 14,137.26 万元、向九巨龙房地产开发集团有限公司借款 10,000.00 万元、向邦银金融租赁股份有限公司借款 8,424.02 万元,应付余额前五大单位欠款合计 214,050.19 万元,占其他应付款的比重达 84.81%。

表 15 截至 2017 年末公司其他应付款余额前五大单位情况(单位:万元)

单位名称	款项性质	余额	占比
济宁市财金投资有限公司	非金融机构借款	158,848.00	62.94%
鱼台县人民医院	非金融机构借款	22,640.91	8.97%
洛银金融租赁股份有限公司	金融机构借款	14,137.26	5.60%
九巨龙房地产开发集团有限公司	非金融机构借款	10,000.00	3.96%
邦银金融租赁股份有限公司	金融机构借款	8,424.02	3.34%
合计	-	214,050.19	84.81%

资料来源:公司 2015-2017 年审计报告,中证鹏元整理

公司非流动负债全部为长期借款,近年随着公司资金需求的增加,长期借款规模也持续上升,2017 年末达 115,450.00 万元,占总负债的比重为 30.65%,主要为向长安国际信托股份有限公司、中信信托有限责任公司、德邦证券股份有限公司、中国农业发展银行鱼台支行等单位借款。

表 16 公司主要负债构成情况(单位:万元)

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,000.00	1.06%	3,000.00	1.27%	0.00	0.00%
其他应付款	252,374.47	67.01%	176,318.65	74.76%	57,130.66	67.59%
流动负债合计	261,167.09	69.35%	180,883.38	76.69%	57,130.66	67.59%
长期借款	115,450.00	30.65%	54,975.00	23.31%	27,400.00	32.41%
非流动负债合计	115,450.00	30.65%	54,975.00	23.31%	27,400.00	32.41%
负债合计	376,617.09	100.00%	235,858.38	100.00%	84,530.66	100.00%
其中：有息债务	355,843.39	94.48%	184,558.65	78.25%	81,770.66	96.73%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模增长较快，截至 2017 年末，公司有息债务规模 355,843.39 万元，较 2015 年末增长 335.17%，占总债务的比重达 94.48%，公司存在较大的刚性债务压力。

随着公司债务规模的快速增长，公司资产负债率持续上升，截至 2017 年末公司资产负债率为 50.51%，较 2015 年末上升 18.43 个百分点。公司资产以流动资产为主，流动比率处于较高水平，但随着流动负债规模的快速增加，流动比率持续下降。公司流动资产以存货为主，故速动比率处于较低水平。考虑到公司流动资产中土地资产、开发成本及应收款项占比较高，存货变现能力较弱，应收款项回收时间存在一定不确定性，公司即期偿付能力受限。随着利润总额持续增长，近年公司 EBITDA 持续增长，但由于近年公司有息债务增长较快，使得财务费用大幅增加，公司 EBITDA 利息保障倍数持续下滑，2015-2017 年分别为 2.43、1.85 和 1.34，公司偿债能力有所下降。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	50.51%	43.69%	32.08%
流动比率	2.84	2.98	4.61
速动比率	0.97	0.83	0.89
EBITDA（万元）	19,608.07	16,090.94	13,481.58
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.85	2.43
有息债务/EBITDA	18.15	11.47	6.07

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金中 6 亿元用于山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目，4 亿元用于补充营运资金。根据《山东省鱼台县张黄镇 2016 年棚户区改造项目可行性研究报告》，该项目预计建设期和还款期共可实现项目收入 119,345.53 万元。但募投项目投资规模较大，募投项目能否如期完成，以及销售收入能否达预期均存在一定的不确定性。

其次，公司经营活动获取的收入是本期债券按时还本付息的重要保障。2015-2017 年公司分别实现营业收入 33,960.11 万元、47,644.10 万元和 71,722.71 万元。截至 2017 年末，公司仍有多个在建代建项目，且已签署代建协议，公司未来收入来源有一定的保障。但近几年公司经营活动现金流净额表现不佳，公司在建项目较多将面临较大的资金支出压力。

最后，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至 2017 年末，存货中尚有土地使用权 91 宗，账面价值 265,077.92 万元，必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司提供一定的流动性支持。但公司存货中 30.59%的土地已抵押，账面价值合计 8.11 亿元，资产能否顺利抵押、出让存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

三峡担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了债券的信用水平

本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担保证责任的期间为本期债券存续期间及债券到期之日起二年。

三峡担保成立于2006年9月，原名为“重庆市三峡库区产业信用担保有限公司”，初始注册资本5亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司出资设立；2010年1月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015年5月更名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年3月31日，三峡担保股权结构如表19所示。

表 18 截至 2018 年 3 月 31 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
------	---------	------

重庆渝富资产经营管理集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保担保代偿情况有所好转，2017当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

表 19 2015-2017 年三峡担保主要财务数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
资产负债率	46.28%	41.95%	39.71%

营业收入（万元）	123,776.37	149,555.53	164,751.65
利润总额（万元）	48,870.92	72,959.24	71,475.65
综合毛利率	39.62%	46.28%	42.54%
净资产收益率	6.12%	9.60%	10.83%
经营活动净现金流（万元）	14,860.05	-10,393.77	77,795.69
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：三峡担保 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，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。

九、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 22,149.06 万元，占所有者权益的比重为 6.00%，被担保对象主要为鱼台县人民医院、鱼台县经济技术开发区和山东省鱼台县第一中学，均为事业单位或国有企业，但均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
鱼台县人民医院	4,718.68	2018/03/31	无
	2,050.00	2018/08/11	无
	1,380.00	2018/12/13	无
	1,200.00	2018/12/13	无
	1,020.00	2018/12/13	无
鱼台县经济技术开发区	960.00	2018/12/13	无
	960.00	2018/12/13	无
	480.00	2018/12/13	无
	3,000.00	2018/12/25	无
山东省鱼台县第一中学	3,000.00	2018/12/10	无
	380.38	2019/02/21	无
	1,500.00	2018/12/25	无

	1,500.00	2018/12/10	无
合计	22,149.06	-	-

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	128,433.46	67,914.92	15,578.28
应收账款	52,771.96	55,869.97	22,287.84
预付款项	2.00	-	-
其他应收款	70,033.57	26,051.40	12,827.56
存货	488,975.87	388,861.21	212,516.51
其他流动资产	1,092.31	-	-
流动资产合计	741,309.17	538,697.49	263,210.19
可供出售金融资产	1,200.00	1,200.00	300.00
投资性房地产	2,976.24	-	-
固定资产	58.89	-	-
递延所得税资产	103.34	-	-
非流动资产合计	4,338.47	1,200.00	300.00
资产总计	745,647.64	539,897.49	263,510.19
短期借款	4,000.00	3,000.00	-
应付账款	112.87	-	-
预收款项	29.93	-	-
应交税费	1,949.82	1,564.72	-
其他应付款	252,374.47	176,318.65	57,130.66
一年内到期的非流动负债	2,700.00	-	-
流动负债合计	261,167.09	180,883.38	57,130.66
长期借款	115,450.00	54,975.00	27,400.00
非流动负债合计	115,450.00	54,975.00	27,400.00
负债合计	376,617.09	235,858.38	84,530.66
实收资本	100,000.00	92,000.00	8,000.00
资本公积	164,559.50	157,959.50	131,504.68
盈余公积	5,149.26	4,368.13	3,229.77
未分配利润	61,974.65	49,711.49	36,245.08
归属于母公司股东权益合计	331,683.41	304,039.12	178,979.53
少数股东权益	37,347.14	-	-
股东权益合计	369,030.55	304,039.12	178,979.53
负债和股东权益总计	745,647.64	539,897.49	263,510.19

资料来源：公司 2015-2017 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、营业总收入	71,722.71	47,644.10	33,960.11
减：营业成本	61,623.29	39,703.42	28,300.09
税金及附加	1,392.82	142.93	-
管理费用	1,128.35	653.69	71.99
财务费用	3,276.82	2,189.63	401.32
资产减值损失	205.45	235.21	45.62
加：投资收益	40.67	-	-
其他收益	14,119.15	-	-
二、营业利润	18,255.80	4,719.23	5,141.09
加：营业外收入	185.06	9,888.16	8,025.20
减：营业外支出	1,615.82	2.62	8.44
三、利润总额	16,825.03	14,604.77	13,157.85
减：所得税费用	485.24	-	-
四、净利润	16,339.79	14,604.77	13,157.85
归属于母公司所有者的净利润	13,141.63	14,604.77	13,157.85
少数股东损益	3,198.17	-	-

资料来源：公司 2015-2017 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	77,018.94	15,365.76	21,167.98
收到其他与经营活动有关的现金	115,843.28	32,631.90	12,140.09
经营活动现金流入小计	192,862.22	47,997.66	33,308.07
购买商品、接受劳务支付的现金	158,401.02	202,023.79	56,587.17
支付给职工以及为职工支付的现金	95.91	-	-
支付的各项税费	1,175.99	-	-
支付其他与经营活动有关的现金	79,632.10	35,245.67	7,435.24
经营活动现金流出小计	239,305.03	237,269.45	64,022.42
经营活动产生的现金流量净额	-46,442.81	-189,271.79	-30,714.34
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	40.67	-	-
投资活动现金流入小计	40.67	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	126.94	-	-
投资支付的现金	-	900.00	-
投资活动现金流出小计	126.94	900.00	-
投资活动产生的现金流量净额	-86.28	-900.00	-
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	8,000.00	110,454.82	17,620.00
取得借款收到的现金	70,000.00	112,302.98	47,580.00
收到其他与筹资活动有关的现金	174,593.15	72,845.00	-
筹资活动现金流入小计	252,593.15	295,602.80	65,200.00
偿还债务支付的现金	5,825.00	34,792.04	19,480.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,660.04	8,714.42	5,558.04
支付其他与筹资活动有关的现金	135,060.47	13,587.90	90.00
筹资活动现金流出小计	155,545.52	57,094.37	25,128.57
筹资活动产生的现金流量净额	97,047.63	238,508.43	40,071.43
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	50,518.54	48,336.64	9,357.08
加：年初现金及现金等价物余额	63,914.92	15,578.28	6,221.20
六、期末现金及现金等价物余额	114,433.46	63,914.92	15,578.28

资料来源：公司 2015-2017 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
1.将净利润调节为经营活动现金流量：	-	-	-
净利润	16,339.79	14,604.77	13,157.85
加：资产减值准备	205.45	235.21	45.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	76.76	-	-
财务费用（收益以“一”号填列）	3,568.99	2,186.03	413.73
投资损失（收益以“一”号填列）	-40.67	-	-
递延所得税资产减少（增加以“一”号填列）	-103.34	-	-
存货的减少（增加以“一”号填列）	-93,295.69	-177,440.44	-56,587.17
经营性应收项目的减少（增加以“一”号填列）	-36,012.25	-26,520.03	17,178.91
经营性应付项目的增加（减少以“一”号填列）	61,216.67	-2,337.33	-4,923.28
其他	1,601.47	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-46,442.81	-189,271.79	-30,714.34
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	114,433.46	63,914.92	15,578.28
减：现金的年初余额	63,914.92	15,578.28	6,221.20
现金及现金等价物净增加额	50,518.54	48,336.64	9,357.08

资料来源：公司 2015-2017 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）	355,843.39	184,558.65	81,770.66
资产负债率	50.51%	43.69%	32.08%
流动比率	2.84	2.98	4.61
速动比率	0.97	0.83	0.89
产权比率	102.06%	77.58%	47.23%
综合毛利率	14.08%	16.67%	16.67%
EBITDA（万元）	19,608.07	16,090.94	13,481.58
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.85	2.43
有息债务/EBITDA	18.15	11.47	6.07
收现比	1.07	0.32	0.62

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司存货中土地资产情况（单位：平方米、万元）

编号	土地证号	坐落位置	取得方式	用途	面积	账面价值
1	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000045 号	鱼台县城镇鱼城驻地文化路北等 18 处	出让	商业	15,200.10	985.31
2	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000015 号	湖陵三路西 南环路北	出让	商业	56,575.00	4,135.63
3	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000050 号	湖陵三路西 鱼新三路南等 3 处	出让	商业	2,469.20	265.14
4	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000043 号	湖陵四路西 鱼新二路南等 2 处	出让	商业	1,342.10	238.36
5	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000055 号	鱼新一路北 湖陵三路东	出让	商业	2,811.00	759.29
6	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000049 号	北环路北 湖陵二路东等 8 处	出让	商业	31,449.50	4,276.92
7	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000001 号	鱼新三路南 湖陵三路西等 5 处	出让	商业	11,005.50	1,059.88
8	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000047 号	湖陵二路西 鱼新一路南等 3 处	出让	商业	3,786.40	882.50
9	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000052 号	西支河北 湖陵三路东	出让	商业	2,301.50	537.62
10	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000048 号	文昌路东 花园路南等 4 处	出让	商业	5,604.00	977.27
11	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000053 号	湖陵二路西 花园路南等 6 处	出让	商业	4,429.70	1,143.59
12	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000007 号	湖陵一路东 花园路南等 3 处	出让	商业	1,129.50	165.20
13	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000054 号	北环路北	出让	商业	15,667.00	1,706.76
14	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000044 号	湖陵一路东 鱼新三路北等 3 处	出让	商业	3,299.10	489.84
15	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000051 号	湖陵二路西 鱼新二路南	出让	商业	3,407.50	925.51
16	鲁（2017）鱼台县不动产权第 0000046 号	北环路北 湖陵二路东等 7 处	出让	商业	23,284.20	3,144.66
17	鱼国用（2010）第 0827000060 号	湖陵一路东	出让	商业	22,852.65	2,925.14
18	鱼国用（2010）第 0827000076 号	湖陵二路西 鱼新三路南	出让	商业	27,744.83	2,885.46
19	鱼国用（2010）第 0827000074 号	湖陵二路西 鱼新三路南	出让	商业	62,269.68	6,476.05
20	鱼国用（2009）第 0827000042 号	鱼新二路北	出让	商业	8,201.40	1,164.60
21	鱼国用（2010）第 0827000030 号	鱼新二路北 湖陵一路东	出让	商业	1,852.80	448.11
22	鱼国用（2010）第	北环路北	出让	商业	11,126.50	2,890.67

	0827000031 号						
23	鱼国用（2010）第 0827000032 号	湖陵三路东 鱼新三路 路南	出让	商业	5,888.35	1,527.44	
24	鱼国用（2010）第 0827000051 号	鱼新二路南	出让	商业	26,024.13	3,695.43	
25	鱼国用（2010）第 0827000052 号	湖陵二路西 鱼新一 路南	出让	商业	846.00	117.59	
26	鱼国用（2010）第 0827000053 号	湖陵三路东	出让	商业	842.42	117.10	
27	鱼国用（2010）第 0827000054 号	米滩路东 北环路南	出让	商业	14,562.70	1,514.52	
28	鱼国用（2010）第 0827000055 号	湖陵二路东 北环路 南	出让	商业	11,577.18	1,204.03	
29	鱼国用（2010）第 0827000056 号	枣曹公路北	出让	商业	2,394.00	234.61	
30	鱼国用（2010）第 0827000057 号	湖陵一路东	出让	商业	2,004.48	500.67	
31	鱼国用（2010）第 0827000058 号	湖陵一路东 鱼新三 路北	出让	商业	2,890.20	722.55	
32	鱼国用（2010）第 0827000059 号	花园路北 湖陵三路 东	出让	商业	2,515.40	349.64	
33	鱼国用（2010）第 0827000061 号	湖陵三路东 鱼新三 路南	出让	商业	1,234.50	120.98	
34	鱼国用（2010）第 0827000062 号	济徐公路北	出让	商业	1,501.90	75.10	
35	鱼国用（2010）第 0827000063 号	济徐公路北	出让	商业	807.10	40.36	
36	鱼国用（2010）第 0827000064 号	湖陵三路东	出让	商业	1,107.20	153.90	
37	鱼国用（2010）第 0827000067 号	王庙后村楼	出让	商业	12,653.00	1,315.91	
38	鱼国用（2010）第 0827000068 号	湖陵一路东 鱼新二 路南	出让	商业	854.00	118.71	
39	鱼国用（2010）第 0827000069 号	湖陵二路东	出让	商业	605.89	84.22	
40	鱼国用（2010）第 0827000070 号	文昌路东	出让	商业	5,276.90	749.32	
41	鱼国用（2010）第 0827000071 号	文昌路东 中心村	出让	商业	1,216.05	169.03	
42	鱼国用（2010）第 0827000072 号	湖陵三路西 鱼新二 路北	出让	商业	2,415.00	879.55	
43	鱼国用（2010）第 0827000073 号	湖陵三路西 花园路 北	出让	商业	1,099.60	395.96	
44	鱼国用（2010）第 0827000075 号	湖陵二路西 鱼新一 路南	出让	商业	3,997.37	1,271.57	
45	鱼国用（2010）第 0827000077 号	湖陵三路西 鱼新一 路北	出让	商业	2,840.76	1,018.98	
46	鱼国用（2010）第 0827000078 号	湖陵二路西 鱼新二 路南	出让	商业	1,614.90	563.94	
47	鱼国用（2010）第 0827000079 号	北环路北	出让	商业	15,800.00	4,079.56	

48	鱼国用(2010)第0827000081号	湖陵一路东 农行家属院南	出让	商业	1,253.90	174.29
49	鱼国用(2010)第0827000065号	湖陵三路东	出让	商业	6,843.32	971.75
50	鱼国用(2010)第0827000066号	济徐公路北	出让	商业	635.10	31.76
51	鱼国用(2010)第0827000048号	湖陵三路西 鱼新三路南	出让	商业	9,378.00	2,177.23
52	鱼国用(2010)第0827000080号	湖陵一路东卫校南	出让	商业	6,180.54	1,878.27
53	鱼国用(2010)第0827000049号	湖陵二路东 鱼新三路南	出让	商业	42,059.21	4,374.16
54	鱼国用(2016)第0827000003号	湖陵二路西、南环路北(鱼国土-2015-030号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	35,558.00	5,170.41
55	鱼国用(2016)第0827000002号	湖陵二路西、南环路北(鱼国土-2015-031号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	24,477.00	3,543.49
56	鱼国用(2016)第0827000005号	振兴路西、济徐公路北(鱼国土-2015-034号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	20,695.00	1,993.60
57	鱼国用(2016)第0827000004号	振兴路西、济徐公路北(鱼国土-2015-035号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	69,821.00	6,458.38
58	鱼国用(2016)第0827000017号	济徐公路北、工业路西(鱼国土-2015-036号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	29,471.00	2,572.12
59	鱼国用(2016)第0827000018号	湖陵三路东、北一环路北(鱼国土-2015-038号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	46,237.00	5,976.37
60	鱼国用(2016)第0827000019号	湖陵三路东、北一环路南(鱼国土-2015-039号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	48,757.00	7,967.85
61	鱼国用(2016)第0827000020号	湖陵三路西、北一环路南(鱼国土-2015-040号)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	40,710.00	5,653.09
62	鲁(2017)鱼台县不动产权第0000359号	阳光花城小区西、谭庄路东(鱼国土-2016-12号 23993 m ²)	出让	批发零售用地	23,993.00	5,737.50
63	鲁(2016)鱼台县不动产权第0000007号	工业路东、北环路北(鱼国土-2016-15号 39583 m ²)	出让	批发零售用地、城镇住宅用地	39,583.00	5,408.65
64	鱼国用(2016)第0827000042号	湖陵四路西、北一环路南(鱼国土-2016-16号 42827 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	42,827.00	6,228.93
65	鱼国用(2016)第0827000044号	振兴路东、北一环路南(鱼国土-2016-17号 55160 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	55,160.00	8,022.30
66	鱼国用(2016)第0827000064号	建设路南、振兴路西(鱼国土-2016-31号 37282 m ²)	出让	批发零售	37,282.00	7,335.98

67	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000122 号	湖陵四路西、北环路北(鱼国土-2016-37 号 30275 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	30,275.00	4,405.36
68	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000119 号	西支河东、胜利路南(鱼国土-2016-32 号, 11849 m ²)	出让	批发零售用地	11,849.00	1,915.56
69	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000120 号	文昌路东、古亭路西(鱼国土-2016-34 号, 39959 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	39,959.00	5,839.29
70	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000091 号	北二环路南、大李庄村(鱼国土-2016-73 号 26668 m ²)	出让	医卫慈善用地	26,668.00	2,741.60
71	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000096 号	清张公路南、张黄村(鱼国土-2016-79 号 40261 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	40,261.00	2,024.90
72	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000097 号	清张公路南、张黄村(鱼国土-2016-80 号 76281 m ²)	出让	批发零售用地、其他普通商品住房用地	76,281.00	3,836.26
73	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000123 号	湖凌二路东、北二环路南(鱼国土-2017-1 号 20878 m ²)	出让	医卫慈善用地	20,878.00	2,176.93
74	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000124 号	文苑路南、复康大道西(鱼国土-2017-4 号 47610 m ²)	出让	批发零售用地、城镇住房用地	47,610.00	2,394.47
75	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000121 号	湖凌二路西、251 省道南(鱼国土-2017-6 号 175861 m ²)	出让	科教用地	175,861.00	11,489.25
76	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000466 号	振兴路东、皮李公路北(鱼国土 2017-3 号 36040 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	36,040.00	1,574.93
77	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000467 号	振兴路西、皮李公路北、鱼清公路东(鱼国土 2017-8 号 9664 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	9,664.00	481.10
78	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000352 号	王鲁镇驻地、鲁福路西、稻香街南(鱼国土 2017-16 号 20141 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	20,141.00	1,016.64
79	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000351 号	王鲁镇驻地、鲁祥路西、稻香街南(鱼国土 2017-17 号 21714 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	21,714.00	1,095.24
80	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000349 号	王鲁镇驻地、鲁福路东、稻香街南(鱼国土 2017-18 号 13386 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	13,386.00	675.90
81	鲁(2017)鱼台县不动产第 0000350 号	王鲁镇驻地、鲁福路东、济徐公路北(鱼国土 2017-19 号 6164 m ²)	出让	城镇住房用地、批发零售用地	6,164.00	310.87
82	鲁(2018)鱼台县不动产第 0000037 号	清河镇王庄村南、乡村公路北(鱼国土	出让	城镇住宅用地	19,495.00	833.00

		-2017-43 号 19495 m ²)				
83	鲁(2018)鱼台县不动第 0000038 号	建设路南、谭庄路西、振兴路东(鱼国土-2017-42 号 54233 m ²)	出让	城镇住宅用地 批复零售用地	54,233.00	9,066.00
84	鱼国用(2010)第 000106 号	建设路北、谭庄路东	股东投入	商业	46,620.00	7,471.08
85	鱼国用(2010)第 000107 号	湖陵二路东、建设路南	股东投入	商业	173,160.00	28,164.74
86	鱼国用(2010)第 000105 号	湖陵三路西、建设路南	股东投入	商业	53,280.00	8,538.21
87	鱼国用(2012)第 082700007	文昌路东、鱼新一路北	股东投入	住宅、商业	26,860.00	4,512.14
88	鱼国用(2012)第 082700009	湖陵二路东	股东投入	住宅、商业	56,881.00	9,329.76
89	鱼国用(2012)第 082700008	湖陵二路东、西支河北	股东投入	商业	34,168.10	6,137.96
90	鱼国用(2012)第 082700006	鱼新一路南	股东投入	住宅、商业	15,684.20	2,713.91
91	鱼国用(2014) 0827000055	建设路北、湖陵四路西	股东投入	批发零售用地、其他普通商品住房用地	47,379.00	5,152.50
合计		-	-	-	2,125,810.56	265,077.92

附录五 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	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/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+1 年内到期的长期有息债务+其他应付款中的有息债务+长期借款

附录六 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。