

信用等级公告

联合〔2019〕1438号

联合资信评估有限公司通过对河源市润业投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持河源市润业投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“14 河源润业债/PR 河源润业”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日



河源市润业投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 河源润业债/PR 河源业	5.40 亿元	2021/12/03	AA	AA

本次评级展望 稳定

上次评级展望 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	4.96	1.84	2.00
资产总额(亿元)	57.47	55.35	59.88
所有者权益(亿元)	36.41	37.89	39.29
短期债务(亿元)	0.00	2.79	7.10
长期债务(亿元)	19.98	13.22	11.65
全部债务(亿元)	19.98	16.01	18.75
营业收入(亿元)	3.19	3.25	2.96
利润总额(亿元)	1.46	1.46	1.20
EBITDA(亿元)	1.48	1.53	1.64
经营性净现金流(亿元)	4.62	0.87	1.57
营业利润率(%)	6.60	6.00	6.00
净资产收益率(%)	3.87	3.76	2.97
资产负债率(%)	36.64	31.55	34.38
全部债务资本化比率(%)	35.43	29.71	32.30
流动比率(%)	5118.24	1251.77	512.64
全部债务/EBITDA(倍)	13.46	10.46	11.43
经营现金流流动负债比(%)	426.11	20.39	14.38
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	1.45	1.52

注: 已将其其他应付款和其他流动负债的有息部分调整至全部债务

分析师: 孙宏辰 丁 晓

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点:

河源市润业投资有限公司(以下简称“公司”)是河源市重要的城市基础设施建设主体,主要承担河源市高新技术开发区的城市基础设施建设业务。跟踪期内,公司工程建设项目顺利推进,并持续获得河源市政府在财政补贴方面的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司土地抵押比率高,利润总额对财政补贴依赖性强,业务单一且整体盈利能力弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

“14 河源润业债/PR 河源业”设置分期还本条款,有效缓解了公司未来的集中偿付压力。

未来公司将继续承担河源市高新技术开发区内的城市基础设施建设业务,受托于河源市政府对公司的支持,公司的综合实力有望进一步加强。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA,“14 河源润业债/PR 河源业”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,河源市经济持续发展,财政收入稳步提高,为公司提供了较好的外部环境。
- 公司作为河源市重要的基础设施建设主体,其业务在河源市高新技术开发区具有垄断性优势;跟踪期内,公司持续获得河源市政府在财政补贴方面的支持。
- “14 河源润业债/PR 河源业”设置分期还本条款,有效降低债券本息的集中偿付压力。

关注

- 公司收入结构单一,利润总额对财政补贴依赖性强,整体盈利能力弱。
- 公司存货以土地为主,且土地抵押比率高。

3. 跟踪期内，存续债券募投项目实际进度缓慢，并未产生收入，联合资信将持续关注募投项目的进展情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由河源市润业投资有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

河源市润业投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于河源市润业投资有限公司主体长期信用及“14 河源润业债/PR 河源业”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2018 年 1 月 9 日,河源市润业投资有限公司(以下简称“公司”)将未分配利润转增实收资本,增加注册资本 8.00 亿元,增资后,公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元;公司股东由河源市高新区企业服务中心变更为河源市高新区投资开发服务中心,实际控制人仍为河源市高新技术开发区委员会(股权结构见附件 1)。

跟踪期内,公司的职能定位和经营范围未发生变化;公司法定代表人由林剑锋变更为吴嘉君;公司组织架构调整较大,2018 年底,公司内设党群工作部、综合管理部、投融资发展部、财务管理部、开发建设部、产业运营部和土地开发部 7 个部门。

截至 2018 年底,公司资产总额 59.88 亿元,所有者权益 39.29 亿元;2018 年公司实现营业收入 2.96 亿元,利润总额 1.20 亿元。

公司注册地址:河源市高新技术开发区高新二路创业服务中心大楼 920 室;法定代表人:吴嘉君。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日,“14 河源润业债/PR 河源业”债券余额为 5.40 亿元,期限为 7 年。

“14 河源润业债/PR 河源业”设置分期偿还条款,约定在存续期的第 3~7 个计息年度分别偿

还本金的 20%。跟踪期内,公司已按时支付利息,并兑付本金 1.80 亿元。

表 1 跟踪评级债券基本信息

名称	余额	起息日	期限	票面利率
14 河源润业债/PR 河源业	5.40 亿元	2014-12-09	7 年	6.20%

资料来源:联合资信整理

“14 河源润业债/PR 河源业”募集资金全部用于河源市高新区战略性新兴产业开发项目一期工程。截至评级报告出具日,募投项目已完成 44.78%;募集资金已经按募集资金用途全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018 年,中国国内生产总值(GDP)90.0 万亿元,同比实际增长 6.6%,较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点,实现了 6.5%左右的预期目标,增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条

件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结

合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长

7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆

周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改

善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指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，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地

方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。

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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。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5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

注：联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公

司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间

2. 区域经济环境

公司作为河源市内重要的基础设施建设主体，主要承担河源市高新技术开发区内的城市基础设施建设业务，其业务直接受到河源市和高新区经济及财政实力的影响。

河源市概况

根据《2018年河源市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，河源市实现地区生产总值（GDP）1006.00亿元，同比增长6.30%。其中，第一产业增加值107.74亿元，同比增长4.70%；第二产业增加值385.61亿元，同比增长7.20%；第三产业增加值512.66亿元，同比增长5.80%。三次产业结构由上年的11.2:43.7:45.1调整为10.7:38.3:51.0。

2018年，河源市固定资产投资同比增长7.50%。从三次产业看，第一产业投资同比增长6.20%；第二产业投资同比增长37.80%；第三

产业投资同比下降 3.40%。

2018 年，全市实现全社会工业增加值 331.50 亿元，比上年增长 7.30%。全市共有规模以上工业企业 617 家，比上年减少 6 家，其中年产值超 10 亿元的 21 家，实现规模以上工业增加值 300.02 亿元，比上年增长 7.80%。

财政实力方面，2018 年，河源市一般公共预算收入 76.95 亿元，同比增长 8.10%，其中税收收入 52.47 亿元，同比增长 12.20%；国有土地使用权出让收入 43.89 亿元，同比增长 19.62%；上级补助收入 283.66 亿元，同比增长 21.60%。2018 年，河源市地方综合财力 404.50 亿元，同比增长 33.19%。2018 年底，河源市债务余额 221.38 亿元，地方政府债务率 54.73%。

河源市高新区概况

河源市高新区是经广东省人民政府批准设立的省级高新技术开发区，成立于 2003 年，是广东省首批示范性产业转移工业园。园区坚持走“新型工业化”道路，已吸引金融、通信、学校、公共交通、邮电等各个行业企业加盟。

根据《2018 年高新区工作总结》，2018 年，河源市高新区实现工业总产值 534 亿元，同比增长 6.70%；工业增加值 110.60 亿元，同比增长 7.10%；税收 16.01 亿元，同比增长 8.10%；一般公共预算收入 5.03 亿元，同比下降 0.40%。

总体看，跟踪期内，河源市及河源市高新区经济持续增长，河源市财政实力稳步增强，持续为公司未来的发展提供良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是河源市重要的基础设施建设主体，其业务在高新技术开发区具有垄断性优势，在跟踪期内持续获得政府的财政补贴。根据河源市高新技术开发区管理委员会财政局出具的《关于明确财政补贴的批复》，2018 年，公司共收到拨款 1.80 亿元，其中财政补贴收入 1.10 亿元，计入“营业外收入”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：E201905200348813743），截止

2019 年 5 月 20 日，公司本部有一笔已结清欠息记录，主要系银行系统原因所致。公司本部无未结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人兼董事长由林剑锋变更为吴嘉君，公司董事兼总经理变更为童旦明，董事变更为江小毅、钟世安和曾淑芬，其中江小毅兼任副总经理。

吴嘉君，男，汉族，生于 1983 年，中共党员，在职本科学历，毕业于广东省委党校公共管理专业；2005 年 6 月参加工作，先后在中国银行河源分行、源城区流动人口和出租屋管理协调办、管委会招商办、深圳帮扶河源指挥部和深河投资有限公司等单位工作，曾任深河投资有限公司副总经理；现任公司董事长兼法定代表人。

童旦明，男，生于 1977 年，本科学士；历任深圳华为技术有限公司高级产品经理、海外销售主管，比亚迪股份有限公司研发主管、产品总监，深圳 TCL 电脑有限公司高级项目经理，深圳市福中达投资控股有限公司区域总经理；现任公司董事兼总经理。

除上述变动外，跟踪期内，组织架构方面，公司将原来部门整合后新设党群工作部、综合管理部、投融资发展部、财务管理部、开发建设部、产业运营部和土地开发部 7 个部门；公司重新修订包括章程等在内的主要管理制度。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为河源市重要的城市基础设施建设主体，主要承担河源市高新技术开发区城市基础设施建设业务，园区及生产基地工程项目建设产生的工程收入是目前公司收入的唯一来源。

2018 年，公司营业收入 2.96 亿元，全部为工程建设收入，同比下降 9.09%，主要系工

程量下降所致。2018 年，公司毛利率为 6.36%，与上年持平。

2. 业务经营分析

根据河源市人民政府与公司签订的《工程项目建设协议》（以下简称“协议”），公司负责项目前期的资金筹集和建设工作，按照工程进度，河源市人民政府向公司分批支付建设成本和建设收益，其中建设收益为建设成本的 10%。公司将建设成本和收益合计确认为收入。

2018 年，公司工程建设项目确认收入的包括河源市中兴通讯基础设施项目（二期）和河源市高新技术开发区中央商务区滨江基础设施项目，合计确认收入 2.96 亿元，但未实现回款。2018 年，公司收到以往代建项目回款 3.76 亿元。

表 3 2018 年公司工程项目确认收入及回款情况
(单位: 亿元)

项目名称	确认收入
河源市中兴通讯基础设施项目（二期）	1.71
河源市高新技术开发区中央商务区滨江基础设施项目	1.25
合计	2.96

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要在建项目 4 个，计划总投资 52.60 亿元，已完成投资 36.58 亿元，未来尚需投资 16.02 亿元。根据公司的投资计划，2019—2021 年，公司分别计划投资 3.37 亿元、6.84 亿元和 5.81 亿元，未来将面临一定的资本支出压力。

表 4 截至 2018 年底公司主要在建工程项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	截至 2018 年底 完成投资情况	未来投资计划		
			2019 年	2020 年	2021 年
河源市中兴通讯基础设施建设项目（二期）	10.36	9.16	0.80	0.40	--
河源市高新技术开发区中央商务区滨江基础设施项目	4.38	3.91	0.27	0.20	--
河源市润业商务小区基础设施建设项目	2.81	2.27	0.30	0.24	--
河源市高新区战略性新兴产业开发项目一期工程	25.01	11.20	2.00	6.00	5.81
合计	52.60	36.58	3.37	6.84	5.81

资料来源：公司提供

注：表格中已完成投资额包括相应地块的整理成本，记入开发成本，并逐年结转

3. 未来发展

公司未来将依托于河源市高新区的发展，以资本运营为中心，以价值最大化为目标，努力提高自身的经营能力。公司将综合运用银行贷款、债券、融资租赁、信托等多种金融工具实现资金筹措多元化，确保资金的及时到位，使公司各项业务稳定快速发展；公司将完善河源市高新区战略性新兴产业开发项目、中兴通讯项目和中央商务区项目等已开工项目后续建设工作，满足中兴通讯等公司的入区需求。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围内拥有河源市先科科技服务发展有限公司一家子公司。跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底,公司资产总额 59.88 亿元,所有者权益 39.29 亿元;2018 年公司实现营业收入 2.96 亿元,利润总额 1.20 亿元。

2. 资产质量

2018 年底,公司资产总额 59.88 亿元,同比增长 8.18%,其中流动资产占 93.65%,非流动资产占 6.35%,公司资产结构以流动资产为主。公司主要资产情况见表 5。

表5 2017—2018年公司主要资产构成情况表
(单位:亿元、%)

科 目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.84	3.32	2.00	3.34
应收账款	9.42	17.02	8.71	14.55
存货	38.50	69.56	41.17	68.75
流动资产	53.12	95.97	56.08	93.65
可供出售金融资产	2.20	3.97	3.80	6.35
非流动资产	2.24	4.03	3.80	6.35
资产总额	55.35	100.00	59.88	100

资料来源:联合资信根据审计报告整理

流动资产

2018 年底,公司流动资产 56.08 亿元,同比增长 5.58%,主要系存货增长所致;流动资产主要由货币资金(占 3.34%)、应收账款(占 14.55%)和存货(占 41.17%)构成。

2018 年底,公司货币资金 2.00 亿元,同比增长 8.61%,主要由银行存款(占 99.98%)构成。

2018 年底,公司应收账款 8.71 亿元,同比下降 7.56%,全部来源于河源市财政局。其中,一年以内的占 34.99%,1~2 年的占 38.48%,2~3 年的占 26.53%。

2018 年底,公司存货 41.17 亿元,同比增长 6.93%,主要系公司代建项目投入增加所致。存货由土地所有权(占 60.86%)和开发成本(占 39.14%)构成,其中开发成本为公司代建项目的建设成本。

非流动资产

2018 年底,公司非流动资产 3.80 亿元,同比增长 70.12%,主要系可供出售金融资产快速

增长所致。

2018 年底,公司可供出售金融资产 3.80 亿元,同比增长 72.73%,主要系公司对广东深河产业投资开发有限公司(以下简称“深河产投”)增加投资 1.60 亿元所致,增资后,公司对深河产投持股 17.43%。

2018 年底,公司受限资产规模 20.54 亿元,占当期资产总额的 34.29%,全部为用于抵押借款的土地资产,公司资产受限比例较高。

总体看,跟踪期内,公司资产结构以流动资产为主。其中,应收账款占比高,土地资产抵押比例高,均对公司资金形成占用。公司资产流动性较弱,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底,公司所有者权益39.29亿元,同比增长3.71%,主要由实收资本(占25.45%)、资本公积(占64.51%)和未分配利润(占7.19%)构成。

2018年,公司实收资本10.00亿元,较上年增加8.00亿元,主要系公司将未分配利润转增实收资本所致。

2018年底,公司资本公积25.35亿元,较上年保持相对稳定,全部为公司所持有的土地,大部分用作抵押借款。

跟踪期内,公司所有者权益变动不大,构成以资本公积为主,稳定性较好。

负债

2018 年底,公司负债规模 20.59 亿元,同比增长 17.89%。其中,流动负债占比从 24.13% 上升到 53.13%,公司负债结构以流动负债为主。

2018 年底,公司流动负债 10.94 亿元,同比增长 157.80%,主要系其他应付款和其他流动负债增长所致。2018 年底,公司流动负债主要由其他应付款(占 20.70%)、一年内到期的非流动负债(占 32.91%)和其他流动负债(占 31.99%)构成。

2018 年底，公司其他应付款 2.26 亿元，同比增长 716.40%，主要系公司向河源市财政局新增 2 亿元借款所致，借款期限为 5 年，报告将该部分计入有息债务。2018 年底，其他应付款由押金和保证金（占 1.46%）、借款（占 88.31%）和往来款（占 10.23%）构成。往来款主要是和河源市高新创业投资有限公司¹之间的拆借款。

2018 年底，公司一年内到期非流动负债 3.60 亿元，同比增长 28.90%，主要包括一年内到期的应付债券“14 河源润业债/PR 河源业”1.80 亿元、一年内到期的应付债券“16 河源置业 PPN001”0.80 亿元和一年内到期的长期借款 1.00 亿元。

2018 年底，公司其他流动负债 3.50 亿元，为公司 2018 年新发行的“18 润业投资 PPN001”，截止评级报告出具日，该债券已经偿还。

2018 年底，公司非流动负债 9.65 亿元，同比下降 27.01%，主要由长期借款（占 30.05%）和应付债券（占 69.95%）构成。

2018 年底，公司长期借款 2.90 亿元，同比下降 25.64%，主要系保证借款调整至一年内到期的非流动负债所致。2018 年底，长期借款全部由抵押借款构成。

2018 年底，公司应付债券 6.75 亿元，同比下降 27.58%，主要系“14 河源润业债/PR 河源业”和“16 河源置业 PPN001”部分金额调整至一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 18.75 亿元，同比增长 17.08%，其中短期债务占 37.86%，长期债务占 62.14%。公司债务结构以长期债务为主。

表6 2017—2018年公司有关债务情况
(单位: 亿元、%)

项 目	2017 年	2018 年
-----	--------	--------

¹ 河源市高新创业投资有限公司系河源市高新区管委会下属国企，主要经营创业投资、实业投资和企业管理咨询等业务

短期债务	2.79	7.10
长期债务	13.22	11.65
全部债务	16.01	18.75
资产负债率	31.55	34.38
全部债务资本化比率	29.71	32.30
长期债务资本化比率	25.87	22.87

资料来源：联合资信根据审计报告整理

注：2018 年长期债务包括一年以上的其他应付款

从债务指标看，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.38%、32.30%和 22.87%，其中资产负债率和全部债务资本化比率分别同比增长 2.83 个和 2.59 个百分点，长期债务资本化比率同比下降 3.00 个百分点。公司债务负担一般。

跟踪期内，公司负债结构以流动负债为主，债务规模有所增加，公司债务负担一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入 2.96 亿元，同比下降 9.09%，主要是工程项目收入减少所致；同期，公司营业成本 2.77 亿元，同比下降 9.09%，公司的营业利润率为 6.00%，与 2017 年保持稳定。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 0.04 亿元，同比下降 6.39%；同期，期间费用率为 1.51%，同比增长 0.04 个百分点。

2018 年，公司营业利润 0.13 亿元，同比下降 13.84%；利润总额 1.20 亿元，同比下降 17.90%，其中营业外收入 1.10 亿元，均为政府补助，对利润总额形成有力的补充。

从盈利指标看，2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.76%和 2.97%，其中总资产收益率较上年持平，净资产收益率同比下降 0.79 个百分点，公司整体盈利能力较弱。

表7 2017—2018 年公司盈利情况
(单位: 亿元、%)

项 目	2017 年	2018 年
营业收入	3.25	2.96
营业成本	3.05	2.77
营业利润	0.15	0.13

营业外收入	1.31	1.10
利润总额	1.46	1.20
营业利润率	6.00	6.00
总资产收益率	2.76	2.76
净资产收益率	3.76	2.97

资料来源：联合资信根据审计报告整理。

跟踪期内，公司营业收入较上年有所下降，公司利润总额对财政补贴依赖度很高，整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入量为 7.52 亿元，同比增长 9.23%。其中销售商品提供劳务收到的现金 3.76 亿元，同比增长 11.77%，主要系往年代建项目回款增加所致；收到其他与经营活动有关的现金 3.76 亿元，同比增长 6.80%，主要系公司收到的往来款增加所致；同期，公司现金收入比 127.08%，收入实现质量较好。2018 年，公司经营活动现金流出 5.95 亿元，同比下降 1.21%。其中，支付其他与经营活动有关的现金为 1.15 亿元，同比下降 50.60%，主要系往来拆借款减少所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.57 亿元。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出 1.60 亿元，主要为公司对深河产投追加投资；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.57 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 3.74 亿元，主要为公司 2018 年发行“18 润业投资 PPN001” 3.50 亿元；公司筹资活动现金流出 3.58 亿元，同比下降 28.49%，主要系公司偿还债务支付现金增加所致。公司筹资活动现金流量净额 0.15 亿元。

表 8 公司现金流构成表（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	6.88	7.52
经营活动现金流出量	6.02	5.95

经营活动现金流量净额	0.87	1.57
现金收入比	103.36	127.08
投资活动现金流量净额	0.98	-1.57
筹资活动现金流量净额	-4.96	0.15

资料来源：联合资信根据审计报告整理

跟踪期内，受政府回款进度影响，公司经营活动现金流入有所增长，整体收现质量较好；在建项目未来投资额较大，公司将面临一定的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 512.64%和 136.30%，较上年大幅下降，但仍处于较高水平；公司现金类资产为 2.00 亿元，是同期短期债务的 0.28 倍；公司经营现金流动负债比为 14.38%。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 1.64 亿元，同比增长 7.17%；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.52 倍和 11.43 倍，公司长期偿债能力有所提高。

截至 2018 年底，公司对外担保 1 笔，为对河源市鸿业建设投资有限公司（国有独资企业）的贷款担保，合计 2.50 亿元，担保期限为 2016 年 12 月 27 日—2031 年 12 月 26 日，担保比率为 6.36%，担保比率低，公司或有负债风险可控。

截至 2018 年底，公司共获得授信额度 7.5 亿元，已使用的授信额度为 5 亿元，尚未使用的授信额度为 2.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司在河源市高新区区域内的业务地位以及政府给予公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 59.58 亿元，同比增长 7.72%。母公司资产占合并口径资产总额的 99.50%。其中，流动资产为 55.68 亿元。从构成看，流动资产主要由存货构成。

非流动资产主要由可供出售金融资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为39.04亿元，同比增长3.10%，其中资本公积占64.20%。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债总额为20.54亿元，同比增长17.72%，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款和其他流动负债构成。母公司2018年资产负债率为34.47%，同比增加2.93个百分点。

2018年，母公司营业收入为2.96亿元，占合并口径营业收入的100.00%。营业成本为2.77亿元。母公司2018年净利润为1.18亿元，同比下降17.62%。

总体来看，母公司资产规模和营业收入占合并口径的比例较大。

十、存续债券偿债能力分析

截至评级报告出具日，公司发行的“14河源润业债/PR河源业”债券余额为5.40亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为1.64亿元、7.52亿元和1.57亿元，对上述债券的覆盖倍数分别为0.30倍、1.39倍和0.29倍。公司经营活动现金流入量对“14河源润业债/PR河源业”的覆盖程度较好。

“14河源润业债/PR河源业”设置了本金分期偿还条款，在债券存续期的第3~7个计息年度分别偿还本金的20%，即1.80亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对单年需偿还本金的覆盖倍数分别为0.91倍、4.18倍和0.87倍。公司经营活动现金流入量对债券分期偿还本金保障能力较强。

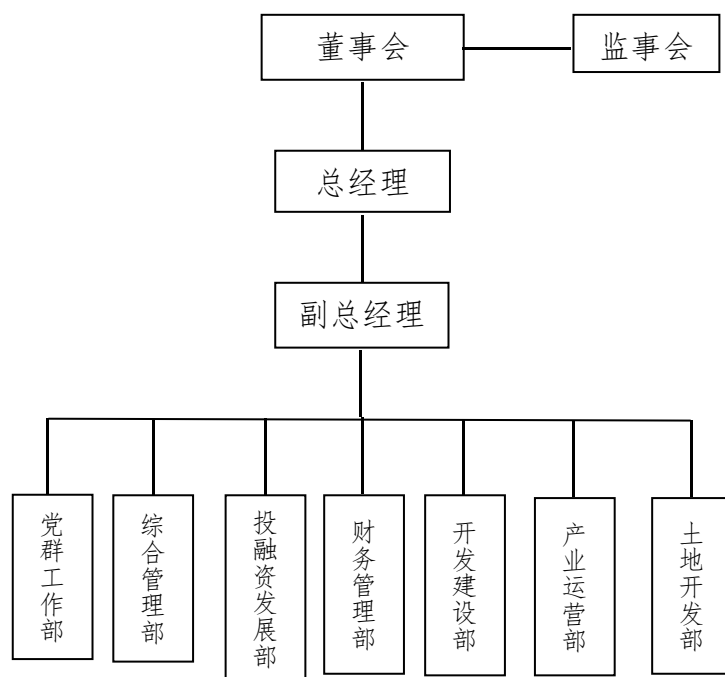
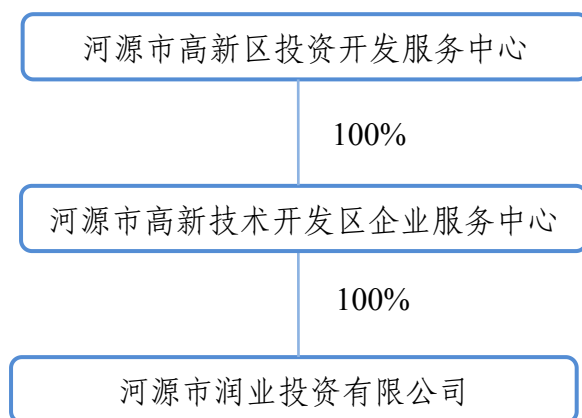
“14河源润业债/PR河源业”主要偿债资金来源为募投项目收入，包括河源市高新区战略性新兴产业材料产业开发项目一期工程项目标准厂房、宿舍及其他服务设施的租售收入、返还的土地出让收入。按照《河源市高新区战略

性新型材料产业开发项目一期工程可行性研究报告》，项目应于2015年底完成建设，但由于前期拆迁难度较大，截至评级报告出具日，募投项目仍处于在建状态，完工时间未定。联合资信将持续关注募投项目的建设进程。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“14河源润业债/PR河源业”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年底公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.96	1.84	2.00
资产总额(亿元)	57.47	55.35	59.88
所有者权益(亿元)	36.41	37.89	39.29
短期债务(亿元)	0.00	2.79	7.10
长期债务(亿元)	19.98	13.22	11.65
全部债务(亿元)	19.98	16.01	18.75
营业收入(亿元)	3.19	3.25	2.96
利润总额(亿元)	1.46	1.46	1.20
EBITDA(亿元)	1.48	1.53	1.64
经营性净现金流(亿元)	4.62	0.87	1.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.34	0.35	0.33
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	285.89	103.36	127.08
营业利润率(%)	6.60	6.00	6.00
总资本收益率(%)	2.54	2.76	2.76
净资产收益率(%)	3.87	3.76	2.97
长期债务资本化比率(%)	35.43	25.87	22.87
全部债务资本化比率(%)	35.43	29.71	32.30
资产负债率(%)	36.64	31.55	34.38
流动比率(%)	5118.24	1251.77	512.64
速动比率(%)	1716.19	344.41	136.30
经营现金流动负债比(%)	426.11	20.39	14.38
全部债务/EBITDA(倍)	13.46	10.46	11.43
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	1.45	1.52

注：已将其他应付款和其他流动负债的有息部分调整至全部债务

附件 3 主要财务计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变