

青州市城市建设投资开发有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“17青州建投债01/17青州01”和“17青州建投债02/17青州02”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十六日

青州市城市建设投资开发有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 青州市城市建设投资开发有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
17 青州建投债 01/17 青州 01	10.00	2017.07.10~2024.07.10	AA	AA
17 青州建投债 02/17 青州 02	10.00	2017.08.25~2024.08.25	AA	AA

概况数据

青州市城投	2016	2017	2018
总资产 (亿元)	206.39	209.51	229.14
所有者权益 (含少数股东权益) (亿元)	105.21	105.14	127.13
总负债 (亿元)	101.17	104.37	102.01
总债务 (亿元)	55.55	55.42	44.75
营业总收入 (亿元)	13.23	14.64	16.43
经营性业务利润 (亿元)	-0.14	2.16	2.42
净利润 (亿元)	2.23	2.16	2.41
EBIT (亿元)	3.96	3.93	3.81
EBITDA (亿元)	3.99	3.94	3.82
经营活动净现金流 (亿元)	-4.11	-4.87	-4.17
收现比 (X)	0.82	0.58	0.58
总资产收益率 (%)	2.04	1.89	1.74
营业毛利率 (%)	11.74	13.67	8.79
应收类款项/总资产 (%)	3.63	6.00	10.26
资产负债率 (%)	49.02	49.82	44.52
总资本化比率 (%)	34.55	34.52	26.03
总债务/EBITDA (X)	13.93	14.07	11.70
EBITDA 利息倍数 (X)	0.63	0.89	0.94

注：1、公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2、将公司 2016 年~2018 年财务报表中“其他非流动负债”纳入长期债务核算；将公司 2017 年~2018 年财务报表中“其他流动负债”纳入短期债务核算。

分析师

项目负责人：何 川 che@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠勇 gnliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持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”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 青州建投债 01/17 青州 01”和“17 青州建投债 02/17 青州 02”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了青州市的区域经济和旅游资源为公司业务发展提供了良好的外部环境、有力的政府支持、债务规模及财务杠杆下降等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司盈利能力对地方财政的依赖性、应收账款和其他应收款增长较快、存在一定短期偿债压力、存在较大的代偿风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- 青州市的区域经济和旅游资源为公司业务发展提供了良好的外部环境。2018 年，青州市实现地区生产总值（GDP）704.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%；同期，青州市共接待国内外游客 1,067.6 万人次，同比增长 13.2%，实现旅游消费总额 107.3 亿元，增长 16.1%。良好的区域经济和旅游资源为公司业务发展奠定了基础。
- 有力的政府支持。作为青州市最重要的土地开发整理、基础设施及保障性住房投融资和建设运营主体，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。2016 年~2018 年，公司分别获得政府补助 1.03 亿元和 2.18 亿元和 2.53 亿元。
- 债务规模及财务杠杆下降。截至 2018 年末，公司总债务及资产负债率分别降至 44.75 亿元和 44.52%，资本结构趋于稳定。

关注

- 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。
- 应收账款和其他应收款增长较快。由于公司代建项目确认收入后回款及时性较差，公司应收账款增长较快，2018 年末增至 9.81 亿元；此外，往来款项的流出使得 2018 年末其他应收款增至 13.71 亿元，当年经营性净现金流为 -4.17 亿元。应收账款和其他应收款的增加对公司资产流动性及经营性获现能力产生一定影响。
- 存在一定短期偿债压力。截至 2018 年末，公司短期债务为 14.71 亿元，货币资金为 0.77 亿元，无可用银行授信，存在一定短期偿付压力。
- 存在较大的代偿风险。截至 2018 年末，公司对外担保余

额为 27.64 亿元，其中对民营企业担保余额为 22.85 亿元，考虑到目前宏观经济放缓，中小企业抗风险能力下降，公司仍存在较大代偿风险。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在“17 青州建投债 01/17 青州 01”和“17 青州建投债 02/17 青州 02”的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供的相关资料，“17 青州建投债 01/17 青州 01”和“17 青州建投债 02/17 青州 02”共募集资金 20 亿元，截至 2018 年末已全部使用完毕，其中 8 亿元用于青州市普通片区棚户区改造项目，6 亿元用于青州市玉竹片区棚户区改造项目，6 亿元用于补充流动资金，募集资金与募集说明书约定用途一致，未发生用途变更。

近期关注

青州市经济总量持续增长，同时丰富的旅游资源也为公司业务发展提供良好的外部环境

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 2018 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 95.5 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，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。2018 年，青州市实现地区生产总值（GDP）704.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 59.2 亿元，比上年增长 2.0%；第二产业增加值 301.0 亿元，比上年增长 6.2%；第三产业增加值 343.8 亿元，比上年增长 8.1%，三次产业结构调整为 8.4：42.8：48.8。按常住人口计算，2018 年，青州市人均生产总值 73,031 元，比上年增长 6.3%。

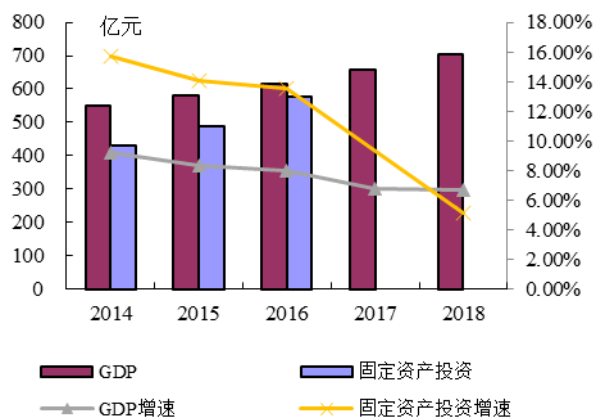
在经济发展的同时，青州市加大了对基础设施和支柱产业的投资建设力度。2018 年，青州市新增

城市道路面积 17.4 万平方米，新增城市道路长度 5.8 公里，年末城市道路面积达 1,071.1 万平方米，城市道路长度达 621.3 公里。新增建成区绿化覆盖面积 12.7 公顷，新增公园绿地面积 1.3 公顷，年末建成区绿化覆盖率和人均公园绿地面积分别达到 43.4%和 21.2 平方米。

固定资产投资方面，2018 年，青州市全社会固定资产投资比上年增长 5.1%，其中第一产业投资增长 5.0%，第二产业投资增长 8.2%，第三产业投资增长 2.0%。一、二、三次产业投资对全市固定资产增长的贡献率分别为 3.6%、78.0%和 18.4%，分别拉动固定资产投资增长 0.1 个百分点、4.0 个百分点和 1.0 个百分点。

此外，青州市旅游业继续保持蓬勃发展态势，2018 年，青州市共接待国内外游客 1,067.6 万人次，同比增长 13.2%。旅游消费总额 107.3 亿元，增长 16.1%。截至 2018 年末，青州市共有 A 级旅游景区 17 家，其中 5A 级景区 1 家，4A 级景区 2 家，3A 级景区 9 家；国家级风景名胜区 1 处，国家级森林公园 1 处，国家级工业旅游示范点 1 处。

图 1：2014 年~2018 年青州市地区生产总值和固定资产投资情况



注：2017 年青州市国民经济和社会发展统计公报未公布固定资产投资额及增速；2018 年青州市国民经济和社会发展统计公报未公布固定资产投资额。

资料来源：青州市各年度统计公报，中诚信国际整理

随着经济的不断发展，青州市一般公共预算收入保持增长，2016 年~2018 年，分别为 45.99 亿元、46.52 亿元和 48.39 亿元；同期，税收收入占各期一般公共预算收入的比重分别为 81.17%、81.99%和 84.46%，税收收入是青州市一般公共预算收入的主

要来源，且近年来较为稳定，为青州市财政状况的增强提供了良好的支持。

2016 年~2018 年，青州市政府性基金收入分别为 24.70 亿元、23.29 亿元和 34.06 亿元，近年来呈波动趋势，主要系受当地房地产市场调控影响所致，中诚信国际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，2016 年~2018 年，青州市上级补助收入分别为 13.97 亿元、14.09 亿元和 19.11 亿元，对青州市财力状况形成一定有益补充。

表 1：2016 年~2018 年青州市财政收支情况（亿元）

项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	45.99	46.52	48.39
其中：税收收入	37.33	38.14	40.87
上级补助收入	13.97	14.09	19.11
其中：一般性转移支付收入	8.90	8.00	10.25
专项转移支付收入	2.92	4.34	7.11
税收返还收入	2.15	1.75	1.75
政府性基金收入	24.70	23.29	34.06
地方综合财力	84.66	83.90	102.56
一般公共预算支出	49.42	51.21	58.54
财政平衡率（%）	93.05	90.85	82.66

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：公司提供，中诚信国际整理

财政支出方面，2016 年~2018 年，青州市分别完成一般公共预算支出 49.42 亿元、51.21 亿元和 58.54 亿元；同期，青州市公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 93.05%、90.85%和 82.66%，财政收支平衡情况较好。

截至 2018 年末，青州市地方政府债务余额 64.76 亿元，政府债务率为 67.4%，债务负担一般。

总体来看，青州市经济继续保持较快增长，财政收入稳步提升，随着旅游业的迅速发展，第三产业逐渐在青州市经济中占据主导地位，城市化水平进一步提高。中诚信国际认为，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。

公司土地整理业务稳步推进，近年来收入不

断增长，同时青州市仍有较大规模的土地尚未拆迁平整，业务可持续性得到有力保障，但该业务自主性较弱，并带来一定的资本支出压力

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 10%~25%，同时将存货科目中列示的开发成本结转至营业成本科目。

2016 年~2018 年，公司完成的土地整理面积分别为 1,034.31 亩、1,896.00 亩和 1,970.00 亩；同期，公司交付并出让的土地面积分别为 1,140.39 亩、933.70 亩和 1,247.20 亩，分别实现土地整理收入 4.89 亿元、9.97 亿元和 10.59 亿元，2017 年以来因公司整理的土地区域位置较好，单位面积出让收入同比增长，成本支出亦相应增加。

表 2：2016 年~2018 年公司土地整理项目情况

项目名称	2016	2017	2018
土地整理面积(亩)	1,034.31	1,896.00	1,970.00
土地开发总成本（亿元）	4.10	8.38	9.69
出让土地面积（亩）	1,140.39	933.70	1,247.20
土地开发收入（亿元）	4.89	9.97	10.59
公司收到的回款（亿元）	4.89	8.49	4.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2018 年末，公司可供出让的土地面积为 1,685.00 亩，均为经营性用地。未来公司土地整理的重点区域为青州市东部和北部片区，涉及 1,000 多个村庄，将根据当地政府规划进行业务的开展。

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，但该业务易受到国家及地区土地政策和政府规划等多种因素影响，存在一定不确定性，同时随着项目进程的推进，将给公司带来一定的资本支出压力，中诚信国际将对公司资金平衡计划保持关注。

公司工程代建项目大部分已接近完工且后续

投资压力较小，但后续安置房销售业务易受当地房地产政策调整和旅游景气度影响，收益存在一定不确定性

工程代建

公司工程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》，建设内容包括安置房和基础设施项目，在项目建设期内，由公司组织对安置房建设任务和基础设施代建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。2016 年~2018 年，公司实现的工程代建收入分别为 8.22 亿元、4.67 亿元和 5.83 亿元，近年来受安置房代建项目结算量进度影响，收入呈波动状态变化。

截至 2018 年末，公司主要已完工的工程代建项目合计 5 个，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 11.40 亿元，到位回购款 9.36 亿元，回款情况尚可。

表 3：截至 2018 年末公司主要已完工的工程代建项目情况

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)	工程期限 (年份)
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
北阳河综合治理项目	-	-	3.32	1.47	2014~2018
合计	66.06	102.35	11.40	9.36	-

注：北阳河综合治理项目为河道整理、清淤和绿化项目，不适用“占地面积”和“建筑面积”。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2018 年末，公司主要在建的工程代建项目合计 11 个，用地面积合计 76.73 万平方米，建筑面积合计 124.60 万平方米，总投资金额 26.19

亿元，已完成投资 22.36 亿元，预计将于 2019 年~2021 年竣工。截至 2018 年末，公司尚无该运营模式下的拟建项目。

表 4：截至 2018 年末公司主要在建的工程代建项目情况

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)	已完成投资 (亿元)	资金来源
北海花园安置房建设项目	1.32	2.50	2015~2019	0.42	0.35	自筹
老汽车站安置房建设项目	2.42	3.58	2015~2020	0.61	0.33	自筹
河滨路安置房建设项目	0.88	2.86	2015~2021	0.58	0.25	自筹
西店安置房建设项目	18.59	25.28	2015~2021	5.16	3.20	自筹
总工会片区安置房建设项目	0.98	1.53	2015~2019	0.26	0.11	自筹
周转安置房建设项目	12.56	21.76	2017~2020	3.82	3.41	自筹
雍和府安置房项目	3.79	5.30	2015~2019	2.72	2.69	自筹
琛亿大厦建设项目	20.76	38.38	2013~2019	4.28	4.27	自筹
九龙峪建设项目	4.98	7.22	2015~2020	3.28	2.80	自筹
旗城学校建设项目	4.24	6.56	2014~2019	2.80	2.75	自筹
平安大厦建设项目	6.21	9.63	2016~2020	2.26	2.20	自筹
合计	76.73	124.60	-	26.19	22.36	-

注：各项目工程期限会根据项目实际建设进度情况进行小幅调整；部分项目因投资规模较小在核算时与其他项目进行合并列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看来，公司承担了青州市内主要的安置房建设和基础设施工程建设，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，随着项目进程的推进，中诚信国际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、投资和建设等工作。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 2018 年末，公司已完成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，均已完成销售工作。

表 5：截至 2018 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，中诚信国际整理

截至 2018 年末，公司主要在建的自销安置房项目共 3 个，占地面积合计 82.15 万平方米，建筑面积合计 117.04 万平方米，概算总投资 31.76 亿元，截至 2018 年末已完成投资 29.78 亿元，后续投资压力较小。其中，青州市普通片区棚户区改造项目和青州市玉竹片区棚户区改造项目为“17 青州建投债 01/17 青州 01”和“17 青州建投债 02/17 青州 02”的募投项目，上述项目为青州

市重点民生工程，有利于改善棚户区居民生活环境，重点解决低收入家庭住房问题，概算总投资 27.74 亿元，截至 2018 年末已完成投资 26.97 亿元，预计 2019 年至 2020 年竣工，项目建设进度晚于预计完工时点。项目建成后，将通过住宅、配套商铺和停车位的销售来弥补前期销售成本，截至 2018 年末，该项目因尚未达到可出售条件，未产生收入，未来收入规模有待关注。

表 6：截至 2018 年末公司主要在建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)	已完成投资 (亿元)	资金来源
青州市普通片区棚户区改造项目	39.15	47.15	2015~2019	17.00	16.71	自筹
青州市玉竹片区棚户区改造项目	31.03	50.23	2013~2020	10.74	10.26	自筹
涝洼大片区安置房建设项目	11.97	19.66	2017~2020	4.02	2.81	自筹

合计	82.15	117.04	-	31.76	29.78	--
----	-------	--------	---	-------	-------	----

注：各项目工程期限会根据项目实际建设进度情况进行小幅调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司自销安置房项目建设进度已接近尾声，后续投资压力较小，但未来销售情况易受当地房地产政策调整影响，收益存在一定不确定性。

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 2015 年~2017 年三年连审财务报告和利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年财务报告。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，资产总额实现持续增加。2016 年~2018 年末，公司总资产分别为 206.39 亿元、209.51 亿元和 229.14 亿元。

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，2016 年~2018 年末，公司流动资产分别为 205.59 亿元、209.02 亿元和 175.45 亿元，占各期末资产总额的比重分别为 99.61%、99.76%和 76.57%，其中 2018 年末流动资产金额减少、占比降低主要系存货减少 30.34 亿元以及投资性房地产增加 53.21 亿元所致。公司流动资产主要包括存货、其他应收款、应收账款和预付款项，截至 2018 年末，上述科目占流动资产的比重分别为 82.55%、7.81%、5.59%和 3.60%。

具体来看，2016 年~2018 年末，公司存货分别为 174.65 亿元、175.18 亿元和 144.84 亿元，主要由开发成本和拟开发土地构成，其中 2018 年末上述科目分别为 91.34 亿元和 53.50 亿元，拟开发土地较上年末减少 27.10 亿元，主要因该部分土地使用权拟持有待增值后出售，转入投资性房地产科目核算；公司其他应收款（2018 年末为可比口径）分别为 7.49 亿元、8.27 亿元和 13.71 亿元，2018 年末余额主要为公司与青州当地国有企业

的代垫性质往来款，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，中诚信国际将对公司其他应收款的回收情况保持关注；公司应收账款（2018 年末为可比口径）分别为 0.00 亿元、4.31 亿元和 9.81 亿元，逐年上升主要系公司工程量增长，与建设委托方资金结算不及时所致，公司项目主要委托方为青州市政府，因此应收账款回收风险可控；公司预付款项分别为 10.40 亿元、11.62 亿元和 6.32 亿元，账龄大部分在 3 年以内，主要以尚未结算的工程款为主。此外，受偿还债务影响，公司货币资金由 2017 年末的 9.64 亿元大幅降至 0.77 亿元，大幅降低了公司的资产流动性。

非流动资产方面，2016 年~2018 年末，分别为 0.79 亿元、0.50 亿元和 53.70 亿元，主要由投资性房地产和少量固定资产构成，其中 2018 年末非流动资产大幅增加主要因公司新增投资性房地产 53.21 亿元。2018 年，公司拟将部分土地使用权持有待增值后出售，因此将其从存货科目转入投资性房地产科目核算。该部分土地使用权原账面价值为 27.10 亿元，近几年青州市土地价值增长，公司以 2018 年 12 月 31 日为基准日，经 A 级资质评估机构进行评估后，将其以公允价值 53.21 亿元计入投资性房地产。

负债方面，随着经营业务的平稳发展，公司负债规模也较为稳定，2016 年~2018 年末，公司负债总额分别为 101.17 亿元、104.37 亿元和 102.01 亿元，以流动负债为主要构成。

2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 67.25 亿元、63.86 亿元和 62.58 亿元，占各期末总负债的比重分别为 66.47%、61.19%和 61.35%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和预收款项构成，上述科目占 2018 年末流动负债的比重分别为 59.81%、20.31%和 9.30%。具体来看，2016 年~2018 年末，公司其他应付款（2018 年末为可比口径）分别为 34.66 亿元、35.87 亿元和

37.43 亿元,近年来持续增加主要系随着公司经营发展规模的扩大,工程代垫款和往来款的相应增长所致;同期末,公司一年内到期的非流动负债分别为 23.13 亿元、14.64 亿元和 12.71 亿元,主要以一年内到期的各项借款为主,近年来随着原有债务的逐步到期,公司短期偿债压力较大,中诚信国际将对公司债务的偿还情况保持关注。公司预收款项均为预收安置房款,2016 年~2018 年末,分别为 2.44 亿元、2.87 亿元和 5.82 亿元。

表 7: 截至 2018 年末公司其他应付款金额前五名明细

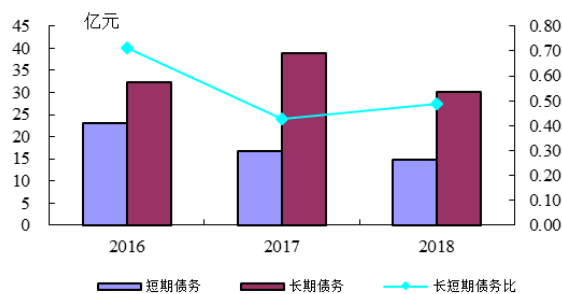
单位名称	性质	金额 (万元)
青州锦程建设投资发展有限公司	往来款	149,293.00
青州恒瑞投资发展有限公司	代垫款	47,589.77
青州恒润建设投资发展有限公司	往来款	30,161.59
临沂市政工程有限公司	往来款	12,985.60
山东华业地产开发有限公司	往来款	11,007.50
合计		251,037.46

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

2016 年~2018 年末, 公司非流动负债分别为 33.92 亿元、40.51 亿元和 39.43 亿元, 占各期末总负债的比重分别为 33.53%、38.81%和 38.65%, 主要包括长期借款和应付债券。2016 年~2018 年末, 公司长期借款分别为 14.33 亿元、12.69 亿元和 9.37 亿元, 主要以保证借款为主。随着“17 青州建投 01”和“17 青州建投 02”的成功发行, 公司应付债券由 2016 年末的 2.30 亿元大幅升至 2018 年末的 19.74 亿元。此外, 公司 2018 年末新增 6.53 亿元的递延税得税负债, 主要系公司年内将拟开发土地转入投资性房地产核算, 公允价值增加产生的“应纳税暂时性差异”所致。

有息债务方面, 2016 年~2018 年末, 公司总债务分别为 55.55 亿元、55.42 亿元和 44.75 亿元; 同期末, 公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别 0.71 倍、0.43 倍和 0.49 倍, 以长期债务为主的债务结构与公司工程建设资金投入回报周期较长的特点相匹配, 债务结构较为合理。

图 2: 2016 年~2018 年公司债务结构分析

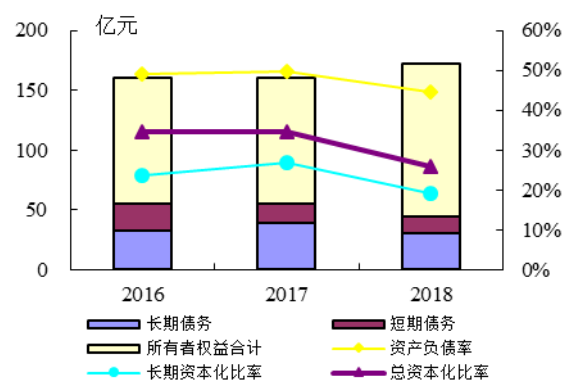


资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

资本实力方面, 2016 年~2018 年末, 公司所有者权益分别为 105.21 亿元、105.14 亿元和 127.13 亿元, 其中 2018 年末变动主要因其他综合收益增加 19.58 亿元, 主要来自公司土地使用权转入投资性房地产后账面价值的增加; 同期末, 实收资本均为 12.00 亿元, 资本公积分别为 96.11 亿元、93.88 亿元和 93.88 亿元, 其中 2017 年末有所下降主要系投资管理中心收回部分不影响公司经营的办公房产所致。

从资本结构来看, 近年来公司债务整体呈下降趋势, 2016 年~2018 年末, 公司资产负债率分别为 49.02%、49.82%和 44.52%, 总资本化比率分别为 34.55%、34.52%和 26.03%, 其中 2018 年末公司财务杠杆比率有所下降较多主要系公司偿还大量信托借款所致。

图 3: 2016 年~2018 年公司资本结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

总体来看, 近年来公司负债规模趋于稳定, 资产和所有者权益略有增长, 有息债务规模整体

呈下降趋势，但短期内仍存在一定的偿债压力，且存量货币资金较少，中诚信国际将对此保持关注。

盈利能力

2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 13.23 亿元、14.64 亿元和 16.43 亿元，收入规模不断增加。公司营业总收入主要由土地整理、工程代建和安置房销售构成。其中，土地整理作为公司核心业务，近年来随着公司地块拆迁进程的加快，土地整理收入相应持续增长，2016 年~2018 年，分别为 4.89 亿元、9.97 亿元和 10.59 亿元。工程代建业务亦是公司的主要收入来源，但近年来受项目结算进度影响，收入规模呈波动状态，2016 年~2018 年，该业务板块收入分别为 8.22 亿元、4.67 亿元和 5.83 亿元。安置房销售业务则因

2016 年以来未有新楼盘竣工交付，近两年未产生收入。

毛利率方面，2016 年~2018 年，公司营业毛利率分别为 11.74%、13.67% 和 8.79%，随毛利率水平较高的土地整理收入规模变化而波动。具体来看，公司工程代建与土地整理业务均以成本加成的代建模式实施建设，2016 年~2018 年，土地整理毛利率分别为 16.41%、16.00% 和 8.50%，其中 2018 年公司集中完工了部分与委托方约定的利润率较低的土地开发整理项目，因此毛利率有所降低；同期，工程代建毛利率分别为 9.03%、8.70% 和 9.09%，整体较为稳定；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，且近两年未产生收入，对公司盈利能力支持力度有限。

表 8：2016 年~2018 年公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	4.89	16.41	9.97	16.00	10.59	8.50
工程代建	8.22	9.03	4.67	8.70	5.83	9.09
安置房销售	0.12	7.43	-	-	-	-
合计	13.23	11.74	14.64	13.67	16.43	8.79

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2016 年~2018 年，公司期间费用分别为 1.64 亿元、2.01 亿元和 1.36 亿元。具体来看，财务费用占期间费用的比重最大，2016 年~2018 年，分别为 1.36 亿元、1.73 亿元和 1.27 亿元，其中 2018 年随着公司债务规模的降低，财务费用相应减少。管理费用方面，2016 年~2018 年，分别为 0.28 亿元、0.28 亿元和 0.10 亿元，主要为人员薪酬的支出，2018 年下降较多主要系公司将原本计入管理费用的 0.15 亿元土地使用税转入税金及附加科目核算所致。近年来公司期间费用有所波动，但收入规模持续增长，2016 年~2018 年，公司期间费用收入占比分别为 12.41%、13.74% 和 8.30%。整体来看，近年来期间费用呈波动趋势，对利润总额侵蚀较小。

表 9：2016 年~2018 年公司期间费用分析

项目	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.28	0.28	0.10
财务费用（亿元）	1.36	1.73	1.27

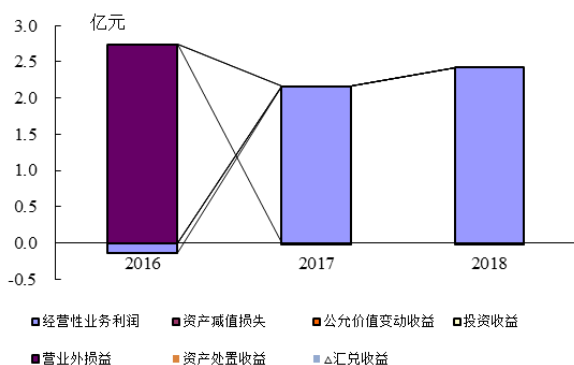
期间合计（亿元）	1.64	2.01	1.36
营业总收入（亿元）	13.23	14.64	16.43
期间费用收入占比（%）	12.41	13.74	8.30

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2016 年~2018 年，公司利润总额分别为 2.60 亿元、2.16 亿元和 2.41 亿元，公司承接的项目以安置房建设为主，自身经营能力偏弱。2016 年~2018 年，公司获得的政府补助分别 1.03 亿元、2.18 亿元和 2.53 亿元，对公司税前利润形成重要支撑，此外，2016 年公司处置名下自有房产获得收益 1.71 亿元¹亦对利润总额形成有益补充。

¹ 该笔收益计入公司营业外收入科目。

图 4：2016 年~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体看来，作为青州市最重要的土地开发整理、基础设施及保障性住房投融资和建设运营主体，公司营业收入持续增长，且得到了政府较大的财政补贴支持；但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。

现金流

经营活动方面，2016 年~2018 年，公司经营活动净现金流分别为-4.11 亿元、-4.87 亿元和-4.17 亿元；同期，公司收现比分别为 0.82 倍、0.58 倍和 0.58 倍，近年来随着公司项目量的增加，项目建设投入也相应增加，但政府回款到位情况存在一定滞后性，导致现金流出和流入时间不匹配，同时，也受往来款项净流出影响，公司经营活动净现金流近年来呈持续净流出状态。

投资活动方面，2016 年~2018 年，公司投资活动净现金流分别为-14.05 亿元、-0.20 亿元和-0.02 亿元，其中 2016 年，公司在签订施工建设合同并支付工程款时，会将工期超过一年完工的投资建设资金作为支付与其他投资活动有关的现金流出进行核算，因此公司投资活动净现金流与经营活动现金流的变化基本相符，随着工程项目的增加呈持续净流出状态，2017 年以后，公司调整了原有的核算方式，使得投资活动现金净流出规模大幅下降。

筹资活动方面，2016 年~2018 年，公司筹资活动净现金流分别为 20.38 亿元、1.66 亿元和-4.69 亿元。近年来公司在经营活动上的资金缺口主要通过发行债券和金融机构借款的方式实现资金平衡，其中 2018 年筹资活动净现金流由正转负主要系当期公司偿还了大量债务所致。

表 10：2016 年~2018 年公司现金流情况（亿元）

项目	2015	2016	2017
经营活动现金流入	34.86	29.78	32.87
经营活动现金流出	38.97	34.66	37.03
经营活动净现金流	-4.11	-4.87	-4.17
投资活动现金流入	0.97	-	-
投资活动现金流出	15.02	0.20	0.02
投资活动净现金流	-14.05	-0.20	-0.02
筹资活动现金流入	25.44	26.80	10.69
其中：吸收投资	-	-	-
借款	23.14	7.15	10.69
发行债券	2.30	19.65	-
筹资活动现金流出	5.06	25.14	15.37
其中：偿还债务	3.67	23.29	14.00
筹资活动净现金流	20.38	1.66	-4.69
现金及等价物净增加额	2.22	-3.41	-8.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，受政府代建款项滞后及与政府相关单位往来款净流出影响，公司经营活动净现金流表现较差，持续为负，资金缺口主要通过筹资活动实现资金平衡。

偿债能力

从偿债能力指标来看，2016 年~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 13.93 倍、14.07 倍和 11.70 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 0.63 倍、0.89 倍和 0.94 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力近年来受债务规模和盈利能力影响呈波动状态变化，均不能对债务本息实现有效覆盖。由于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。

表 11：2016 年~2018 年公司偿债能力分析

科目	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	23.13	16.64	14.71
长期债务（亿元）	32.41	38.79	30.04
总债务（亿元）	55.55	55.42	44.75
经营活动净现金流（亿元）	-4.11	-4.87	-4.17
EBITDA（亿元）	3.99	3.94	3.82
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.07	-0.09	-0.09
总债务/EBITDA（X）	13.93	14.07	11.70
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.63	0.89	0.94
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-0.65	-1.10	-1.03

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司债务到期年份主要集中在 2019 年和 2020 年，分别需偿还债务 14.71

亿元和 12.28 亿元。中诚信国际将持续关注公司对到期债务的资金安排情况。

表 12: 截至 2018 年末公司债务到期分布 (亿元)

到期年份	2019	2020	2021	2022 年以后
到期金额	14.71	12.28	4.63	13.13

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

银行授信方面, 截至 2018 年末, 公司共获得银行授信总额 13.99 亿元, 已全部提取, 备用流动性不足。

受限资产方面, 截至 2018 年末, 公司受限资产账面价值 27.30 亿元, 均为用于融资抵押的土地使用权, 占当期末公司资产总额的 11.91%。

或有负债方面, 截至 2018 年末, 公司对外担保余额为 27.64 亿元, 占当期末所有者权益合计的比重为 21.74%, 其中对民营企业担保余额 22.85 亿元, 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 13: 截至 2018 年末公司对外担保情况 (亿元)

被担保人	被担保人性 质	担保 余额	担保 方式
潍坊长安铁塔股份有限公司	民营	5.05	保证
青州市宏源公有资产经营有限公司	国有	4.09	保证
青州尧王制药有限公司	民营	3.77	保证
山东华邦建设集团有限公司	民营	2.40	保证
青州市天安化工有限公司	民营	2.19	保证
青州尧王制药有限公司	民营	1.26	抵押
青州天安化工有限公司	民营	1.21	抵押
山东华邦建设集团有限公司	民营	1.20	抵押
青州市永力电机有限公司	民营	1.15	保证
山东开元电机有限公司	民营	1.00	抵押
山东中辰电力设备有限公司	民营	0.98	保证
山东省青州第三中学	国有	0.50	抵押
山东中辰电力设备有限公司	民营	0.50	抵押 保证
山东荣利中石油机械有限公司	民营	0.48	抵押
青州市山水园林工程有限公司	民营	0.48	保证
青州市宗艺红木家具厂	民营	0.40	抵押
潍坊正钢经贸有限公司	民营	0.39	保证
鲁星钢管厂	民营	0.29	保证
青州市人民医院	国有	0.20	保证
山东中晨电磁线有限公司	民营	0.11	保证
合计	-	27.64	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

过往债务履约情况

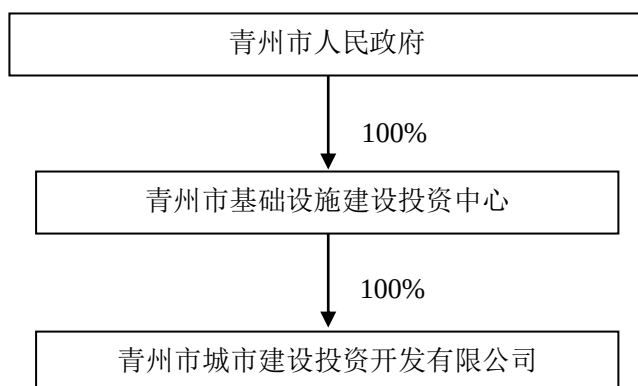
根据公司提供资料, 截至 2019 年 4 月末, 公司

未出现过银行借款到期未偿付及已发行债务融资工具到期未偿付情况。

结 论

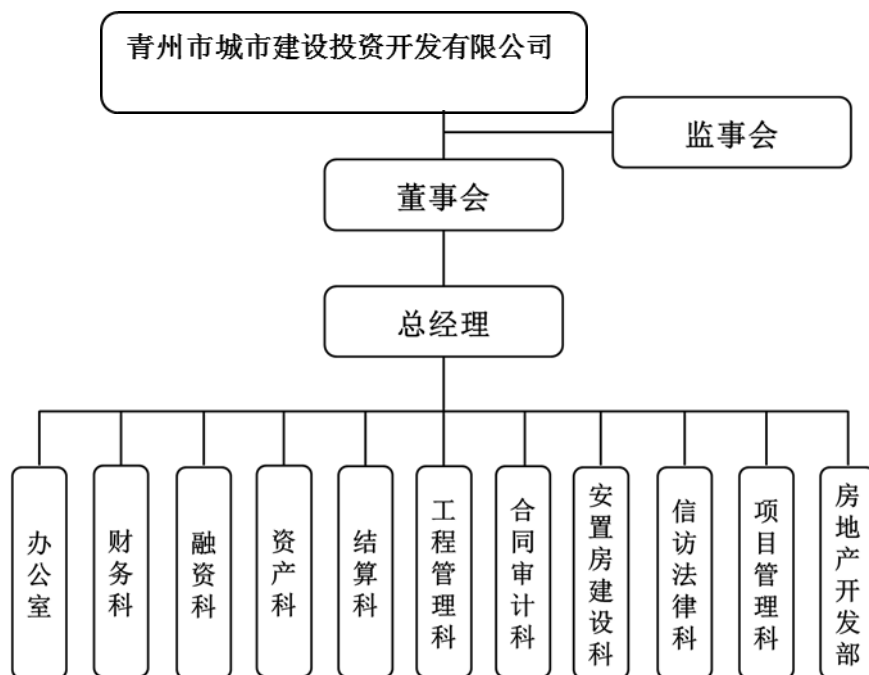
综上所述, 中诚信国际维持青州市城市建设投资开发有限公司主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“17 青州建投债 01/17 青州 01”和“17 青州建投债 02/17 青州 02”的信用等级为 **AA**。

附一：青州市城市建设投资开发有限公司股权结构图（截至 2018 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 2018 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指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018
货币资金	130,549.56	96,423.15	7,653.61
应收账款	0.00	43,098.79	98,085.00
其他应收款	74,899.00	82,669.26	137,070.90
存货	1,746,488.16	1,751,766.96	1,448,350.15
可供出售金融资产	506.14	1,841.00	1,841.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,169.91	0.00	0.00
总资产	2,063,851.15	2,095,145.22	2,291,413.60
其他应付款	346,552.38	358,743.70	374,268.20
短期债务	231,342.66	166,381.18	147,100.02
长期债务	324,132.90	387,861.30	300,353.61
总债务	555,475.56	554,242.49	447,453.63
总负债	1,011,711.79	1,043,733.37	1,020,077.67
费用化利息支出	13,596.91	17,690.84	13,993.30
资本化利息支出	49,382.68	26,447.14	26,493.99
实收资本	12,000.00	12,000.00	12,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,052,139.36	1,051,411.85	1,271,335.93
营业总收入	132,330.26	146,415.87	164,331.06
经营性业务利润	-1,351.80	21,620.32	24,206.90
投资收益	1.06	0.00	0.00
营业外收入	27,448.02	0.25	0.25
净利润	22,264.13	21,595.48	24,143.01
EBIT	39,635.36	39,286.32	38,136.32
EBITDA	39,882.51	39,384.35	38,241.40
销售商品、提供劳务收到的现金	108,078.14	84,951.51	94,988.42
收到其他与经营活动有关的现金	240,510.61	212,867.95	233,681.35
购买商品、接受劳务支付的现金	130,066.92	45,761.58	85,456.30
支付其他与经营活动有关的现金	257,382.66	297,024.88	282,547.92
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	3.59	663.63	217.79
经营活动产生现金净流量	-41,138.98	-48,731.04	-41,673.49
投资活动产生现金净流量	-140,464.92	-1,998.49	-217.79
筹资活动产生现金净流量	203,815.43	16,603.12	-46,878.26
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	11.74	13.67	8.79
三费收入比（%）	12.41	13.74	8.30
应收类款项/总资产（%）	3.63	6.00	10.26
收现比（X）	0.82	0.58	0.58
总资产收益率（%）	2.04	1.89	1.74
流动比率（X）	3.06	3.27	2.80
速动比率（X）	0.46	0.53	0.49
资产负债率（%）	49.02	49.82	44.52
总资本化比率（%）	34.55	34.52	26.03
长短期债务比（X）	0.71	0.43	0.49
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.07	-0.09	-0.09
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.18	-0.29	-0.28
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.65	-1.10	-1.03
总债务/EBITDA（X）	13.93	14.07	11.70
EBITDA/短期债务（X）	0.17	0.24	0.26
货币资金/短期债务（X）	0.56	0.58	0.05
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.89	0.94

注：1、公司各期财务报告均依据新会计准则编制，采用三年连审数据；2、将公司 2016 年~2018 年财务报表中“其他非流动负债”纳入长期债务核算；将公司 2017 年~2018 年财务报表中“其他流动负债”纳入短期债务核算；3、表中 2018 年项目和指标均按照“财会【2018】15 号文件”前口径列示和计算。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用-研发费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

期间费用合计=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/ 流动负债

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））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。