

2020 年龙口市城乡建设投资发展有限公司
城市停车场建设专项债券
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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【214】号 03

分析师

姓名：
何佳欢 梁瓚

电话：
0755-82871617

邮箱：
hejh@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 11 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

2020 年龙口市城乡建设投资发展有限公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过人民币 9 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

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发行总额 20% 的比例偿还债券本金

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”）对龙口市城乡建设投资发展有限公司（以下简称“龙口城投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 9 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。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，公司是龙口市基础设施建设的重要主体，其项目建设收益持续性尚可，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司代建管理费收入和土地业务收入波动较大，资产流动性较弱，其他应收款规模较大，对公司资金占用明显，经营活动现金流持续净流出，有息债务规模大，偿债压力增加且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。2016-2018 年龙口市 GDP 分别为 1,111.0 亿元、1,190.9 亿元和 1,260.0 亿元，同比增速分别为 8.1%、7.0%和 6.8%，综合经济实力连续多年位居全国百强县市前列。
- 公司是龙口市基础设施建设的重要主体，其项目建设收益持续性尚可。公司主要从事龙口市内基础设施建设的投资和管理，负责运营两家煤矿、三个水库和房产等经营性国有资产，是龙口市基础设施建设的主要投融资主体；截至 2018 年末，公司已签订代建协议的在建、拟建项目预计总投资为 31.30 亿元，尚需投资 19.26 亿元，项目建设收益持续性尚可。
- 公司获得的外部支持力度较大。龙口市政府于 2009 年先后将三座水库、房产和两

家煤炭企业股权等经营性资产划转给公司进行经营和管理；2017年龙口市国有资产监督管理局将龙口市投资公司持有的龙口市实力建设投资管理有限公司（以下简称“实力公司”）100%股权无偿划转给公司，增强了公司资本实力；2016-2018年公司分别获得财政补助1.51亿元、2.03亿元和1.93亿元。

关注：

- **公司代建管理费收入和土地业务收入波动较大。**公司代建管理费收入和土地业务收入较为依赖龙口市的城市建设规划，波动较大。其中，2016-2018年公司代建管理费收入分别为11,834.90万元、3,005.75万元和827.27万元，近三年来持续下滑。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由与龙口市财政局和地方企事业单位往来款、土地资产、划拨的水库、行政中心办公大楼及其土地使用权等构成。其中，截至2018年末受限的货币资金为2.21亿元，已抵押的土地资产账面价值为8.94亿元，行政中心办公大楼房屋建筑物账面价值为7.85亿元，水库和行政中心办公大楼土地资产账面价值合计为22.47亿元，上述资产账面价值合计47.72亿元，占总资产的比重为37.29%，公司整体资产流动性较弱。
- **公司其他应收款规模大，对公司资金占用明显。**截至2018年末，其他应收款账面价值为50.22亿元，占总资产的比重为39.25%。主要由公司与龙口市财政局和地方企事业单位往来款构成。
- **公司经营活动现金流持续净流出，且有息债务规模大，偿债压力增加。**2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.16亿元、-1.99亿元和-0.72亿元；2016-2018年末公司有息债务规模分别为13.86亿元、48.29亿元和41.40亿元，其占总负债的比重分别为18.26%、92.67%和85.43%，有息债务规模大，偿债压力增加。
- **公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。**截至2018年末，公司对外担保余额为20.36亿元，占期末净资产的比重为25.61%，对外担保金额较大，相关担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,279,666.19	1,304,565.60	1,366,072.82
所有者权益	795,024.39	783,532.03	606,799.80

有息债务	414,010.00	482,863.33	138,633.33
资产负债率	37.87%	39.94%	55.58%
流动比率	8.25	22.13	5.36
营业收入	72,510.28	76,182.31	33,821.27
其他收益	19,275.33	20,302.55	0.00
营业外收入	15.67	3.41	15,158.17
利润总额	16,335.68	19,997.87	18,224.23
综合毛利率	21.85%	23.51%	63.72%
EBITDA	30,837.39	34,776.94	33,974.96
EBITDA 利息保障倍数	3.62	4.07	3.54
经营活动现金流净额	-7,154.59	-19,855.30	-21,586.78

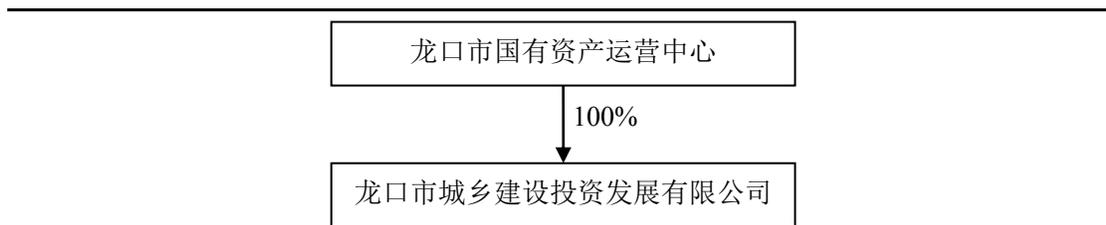
资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系根据龙口市国有资产监督管理局龙国资[2008]109号文件批复于2008年12月成立的国有企业，由龙口市投资公司¹以5,000万元人民币出资设立。2012年9月，龙口市投资公司以货币资金形式对公司增资15,000万元，增资完成后，公司注册资本和实收资本均为20,000万元。

2019年9月，根据中共龙口市委文件《中共龙口市委、龙口市人民政府关于龙口市市级机构改革涉及的事业单位机构改革实施意见》（龙发【2019】4号），公司股东龙口市投资公司的名称变更为龙口市国有资产运营中心。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为20,000万元，龙口市国有资产运营中心持有公司100%股权，龙口市政府为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

作为龙口市基础设施建设的主要投融资主体，公司主要负责龙口市城市基础设施建设的投资和管理、市政府授权范围内的国有资产经营管理等。截至2018年末，公司拥有龙口市洼东煤矿有限公司（以下简称“洼东煤矿”）、龙口市桑园煤矿有限公司（以下简称“桑园煤矿”）两家子公司，主要从事煤炭采掘与销售业务；下设王屋水库、北邢家水库、迟家沟水库三个独立核算单位，主要负责原水销售业务。公司合并范围内子公司共3家，明细如表1所示。

表1 截至 2018 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
龙口市洼东煤矿有限公司	3,239.80	100%	煤炭采掘与销售
龙口市桑园煤矿有限公司	2,807.00	100%	煤炭采掘与销售

¹ 龙口市投资公司，前身为 1992 年成立的非银行金融机构；2006 年改为财政全额拨款的事业单位。

龙口市实力建设投资管理有限公司 ²	50,000.00	100%	土地综合整治投资与管理
------------------------------	-----------	------	-------------

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2020年龙口市城乡建设投资发展有限公司城市停车场建设专项债券；

发行总额：不超过人民币9亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别按照发行总额20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金9.00亿元，其中7.20亿元拟用于龙口市公共停车场建设项目，1.80亿元拟用于补充公司的营运资金。资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

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
龙口市公共停车场建设项目	11.683	7.20	61.63%
补充营运资金	-	1.80	-
合计	-	9.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目概况

龙口市城市停车场建设项目规划设计7处城市公共停车场，分别为林苑地下停车场、牟黄路停车场、徐福大道停车场、南大街停车场、府西路停车场、港城大道停车场以及火车站站前停车场，建设地均位于龙口市城区。总占地面积194.54亩，建设地面停车场77,973.72平方米，地下停车场235,312.6平方米，地下商业47,762.1平方米，共建设地上停车位3,393个，其中机动车车位2,356个，非机动车车位1,037个，地下停车位10,815个，其中机动车车位7,680个，非机动车车位3,135个，配备1,039套充电设施，同时完善地下停车场的地上绿化景观，并对商业街的地面操场进行恢复。项目计划建设期为2年，截至2019年6月末，龙口市城市停车场建设项目整体上仍处于前期筹建阶段，部分停车场已启动施

² 根据龙口市国有资产监督管理局龙国资【2017】9号文，实力公司股权于2017年12月无偿划转给公司，实力公司股权划转的工商变更登记于2018年7月25日完成。

工前准备工作。目前，项目已投入资金1,816.00万元，占项目总投资的1.56%。。

本项目已取得的批文情况见下表。

表3 本期债券募投项目取得的批文情况

文件名称	文件号	发文单位	发文时间
《关于对龙口市公共停车场建设项目社会稳定风险评估报告的批复》	-	龙口市维护社会稳定工作领导小组	2018.07.26
《关于龙口市公共停车场建设项目用地意见的函》	龙国土资函[2018]33号	龙口市国土资源局	2018.07.31
《建设项目选址意见书》	选字第370681201800007号	龙口市住房规划建设管理局	2018.07.31
对《龙口市公共停车场建设项目工程环境影响报告表》的审批意见	龙环报告表[2018]51号	龙口市环境保护局	2018.08.06
《关于核准龙口市城乡建设投资发展有限公司龙口市公共停车场建设项目的通知》	龙发改审字[2018]52号	龙口市发展和改革委员会	2018.08.12
《关于龙口市城乡建设投资发展有限公司〈龙口市公共停车场建设项目节能报告〉的审查意见》	龙发改投资能审[2018]12号	龙口市发展和改革委员会	2018.09.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）项目经济效益分析

根据山东宗汇工程咨询有限公司出具的《龙口市公共停车场建设项目可行性研究报告》，该项目建设期2年。运营方案拟定为项目建设完工后对外出租及自营两种，所有停车场配套建设的商业中心对外出租，牟黄路停车场定向服务于龙口市公共交通汽车公司，其余停车场全部为公司自营对社会公开出租。项目收益来自租赁收入和自营收入，其中租赁收入主要包括停车场租赁收入和配套商业租赁收入，自营收入主要包括机动车停车费收入、非机动车停车费收入、充电服务收入和广告收入。

表4 募投项目年收益情况测算（单位：万元）

运营方式	收益来源	运营规模	收费标准	预计营业收入
租赁收入	停车场租赁收入	8,000平方米(牟黄路停车场定向服务于公交公司)	0.80元/平方米·日	233.60
	配套商业租赁收入 47,762.1平方米(除火车站前停车场外6处停车场配套商业总建筑面积)	20,543.54平方米(徐福大道停车场、牟黄路停车场2处停车场配套商业总建筑面积)	2.00元/平方米·日	1,349.71
		9,299.38平方米(港城大道停车场、府西路停车场2处停车场配套商业总建筑面积)	3.00元/平方米·日	916.45
		17,919.18平方米(南大街停	4.00元/平方米·日	2,354.58

		车场、林苑地下停车场 2 处 停车场配套商业总建筑面积)		
自营收入	机动车停车费收入	5,716 个停车位（徐福大道 停车场、牟黄璐停车场）	单个停车位每天早 7 点 到晚 9 点 2 元/小时；晚 9 点到次日早 7 点 2 元/小 时	9,179.90
		4,172 个停车位（林苑地下 停车场、南大街停车场、 府西路停车场、港城大道 停车场以及火车站站前停 车场）	单个停车位每天早 7 点 到晚 9 点 3 元/小时；晚 9 点到次日早 7 点 2 元/小 时	7,676.10
	非机动车停车 费收入	4,172 个停车位；假设年平 均使用率 90%	单个停车位每天早 7 点 到晚 12 点 1 元/个；晚 12 点到次日早 7 点 1 元/个	274.10
	充电服务收入	充电桩 1,019 个，充电桩功 率为 5.5kW；充电桩每天工 作 6 小时，年使用率 30%	充电服务费 1.4 元/千瓦 时	515.50
	广告收入	LED 电子屏 14 个	40.00 万元/年·个	560.00
		充电桩平面广告区 1,149 个	0.5 万元/年·个	574.50
不锈钢广告牌 210 个		5.00 万元/年·个	1,050.00	
合计				24,684.44

资料来源：《龙口市公共停车场建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

整体来看，本期债券募投项目可为公司实现收益，但该项目工程进度是否能达预期尚待考察，且未来能否按预期实现收入存在一定的不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

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。后续相关政策延续 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，政策上一定程度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 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 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），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），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。2018 年 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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；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。

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	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，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
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、规范政府和与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6月	《关于坚决制止地方	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政

	以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)		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, 严禁党政机关工作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)	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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度; 金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上, 按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求; 在不增加地方政府隐性债务规模的前提下, 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; 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

资料来源: 各政府部门网站, 中证鹏元整理。

(二) 区域环境

龙口市工业基础良好, 近年经济实力逐步增强, 综合经济实力位居全国百强县市前列, 为公司发展提供了良好的基础

龙口市为山东省烟台市下辖县级市, 位于山东省东北部, 胶东半岛西北部, 西北临渤海。龙口市总面积为901平方公里, 海岸线68.4公里, 下辖13个镇街区和1个省级经济技术开发区、1个高新技术产业园区和1个滨海旅游度假区, 2017年末龙口市常住人口63.7万人。龙口市交通较为便利, 形成“六横七纵”的公路交通网络, 距烟台蓬莱国际机场40公里, 并拥有一个国家一级对外开放口岸龙口港。

龙口市自然禀赋和物产资源较丰富。矿产资源方面, 境内褐煤总储量26亿吨, 年产原煤600多万吨, 是全国唯一的滨海矿区; 已探明黄金矿石储量236.1万吨; 沿海大陆架储藏有丰富的石油, 在渤海中部发现PL19-3油田, 距龙口48海里, 属特大型整装油田, 已探明

地质储量为10亿吨，可开采储量约为6亿吨；距龙口市96公里的渤海油气田位于渤海湾南部，已探明天然气储量225亿立方米，可开采储量为108亿立方米。农副产品方面，全市果园面积25.9万亩，2016年水果总产量39.3万吨，是山东半岛重要的水果储藏加工集散地；全市海水养殖面积14.6万亩，2016年水产品总产量3.4万吨。

近年来龙口市经济规模持续增长，但增速有所下滑。2016-2018年分别实现地区生产总值1,111.0亿元、1,190.9和1,260.0亿元，同比增速分别为8.1%、7.0%和6.8%。2017年全市人均GDP已超过17万元，为同期全国人均GDP的285.4%。根据中小城市经济发展委员会和中小城市发展战略研究院等机构在《人民日报》发布的《2018年中国中小城市科学发展指数研究成果（一）》来看，2018年度全国综合实力百强县市排名中，龙口市排名第11位。从产业结构来看，近年来龙口市产业不断转型升级，三次产业结构从2016年的3.5:57.0:39.5预计调整为2018年的3.1:56.2:40.7，第二产业为龙口市支柱产业，第三产业占比逐年增加。

龙口市工业起步较早，已形成包括高端铝材料、汽车及汽车零部件、港口及临港、食品加工及存储等产业集群。全市拥有8家A股上市公司，分别为南山铝业、恒通股份、中际旭创、兴民智通、隆基机械、道恩股份、威龙股份和朗源股份。2017年，龙口市实现工业增加值641.3亿元，同比增长7.2%。港口货物吞吐量达到9,193万吨，集装箱吞吐量达到79.2万标箱。2016-2018年龙口市固定资产投资持续增长，2018年固定资产投资完成543.1亿元，按可比口径同比增长8.2%。

整体来看，龙口市工业基础良好，产业集群特色明显，近年来经济规模持续增长，为公司发展提供了良好基础。

表6 龙口市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,260.0	6.8%	1,190.9	7.0%	1,111.0	8.1%
第一产业增加值	-	-	39.5	3.2%	38.4	5.5%
第二产业增加值	-	-	673.0	6.8%	633.6	8.6%
第三产业增加值	-	-	478.4	7.6%	439.0	7.4%
工业增加值	-	-	641.3	7.2%	-	-
固定资产投资	543.1	8.2%	733.6	9.2%	688.3	13.8%
社会消费品零售总额	404.5	9.6%	433.3	10.0%	393.9	11.1%
进出口总额（亿美元）	-	-	235.5	12.1%	-	-
存款余额	-	-	812.4	-	843.8	-
贷款余额	-	-	606.2	-	577.1	-

人均 GDP（元）	-	170,255	-
人均 GDP/全国人均 GDP	-	285.4%	-

注：“-”表示未获得相关数据。

资料来源：《2019年龙口市政府工作报告》、龙口市统计局，中证鹏元整理

2018年龙口市实现公共财政收入104.5亿元，同比增长6.6%，其中税收收入64.7亿元，占公共财政收入比重为62%；实现政府性基金收入7.6亿元，同比增长261.9%；同期龙口市公共财政支出为103.8亿元，同比增长9.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为100.7%，财政自给程度高。

五、公司治理与管理

公司已按照《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规的要求设置了相应的公司治理架构，目前公司设立有董事会、经理层，不设股东会和监事会，由出资人龙口市投资公司行使股东会职责。股东主要决定公司经营计划和投资方案、选举或更换执行董事、修改公司章程等重大事项。公司董事会主要进行重大经营管理决策等事项，董事会成员共3人，董事每届任期为3年，任期届满，经重新委派后可以连任。公司不设监事会，设监事1名，监事由股东进行委派，每届任期为3年，任期届满，经重新委派后可以连任。公司在董事会之下设置经营管理机构，负责执行公司的日常经营管理业务。经营管理机构中设置经理1名，其他高级管理人员若干名。高级管理人员的任期不超过三年。经理由董事会聘任或者解聘，对董事会负责，经理主要负责公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司作为龙口市城市基础设施建设主体，政府通过划拨优良资产增强其可持续融资能力。公司针对现金管理、关联交易、对外担保、对外投资等事项制定了必要的管理制度，能够较好规范日常重要事务的执行。

综合来看，公司设定了必要管理制度对各项业务的职责分工、运作流程进行了明确的规定，并建立了内控管理体系，可以保证日常正常经营运转的需要。

六、经营与竞争

作为龙口市基础设施建设的主要投融资主体，公司主要承担龙口市城市基础设施建设的投资和管理、市政府授权范围内的国有资产经营管理等职能。公司拥有两家煤炭子公司，分别为洼东煤矿和桑园煤矿，主要从事煤炭采掘与销售业务；并有三个水库，分别为王屋水库、北邢家水库和迟家沟水库，主要负责原水销售业务。公司业务收入主要来自土地业

务收入、煤炭销售、租金收入和代建管理费。2016-2018年公司分别实现营业收入33,821.27万元、76,182.31万元和72,510.28万元，其中，2017年收入规模同比大幅增加，主要系当期新增土地出让业务实现收入4.67亿元所致，值得注意的是公司土地业务收入和代建管理费收入均较为依赖龙口市的城市建设规划，不确定性较大。业务盈利方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为63.72%、23.51%和21.85%，其中，2017年公司毛利率同比出现大幅下滑，主要系新增的土地出让业务毛利较低以及高毛利的代建项目结算规模同比大幅下滑所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭销售收入	15,895.18	32.02%	17,030.95	31.09%	12,448.48	20.71%
土地业务收入	45,589.95	6.15%	46,691.40	5.71%	-	-
租金收入	8,653.54	78.82%	8,600.00	78.95%	8,600.00	78.95%
代建管理费	827.27	100.00%	3,005.75	100.00%	11,834.90	100.00%
工农水费收入	856.94	16.59%	733.16	5.42%	932.25	36.58%
废品、废料	616.16	15.13%	106.94	93.06%	-	-
电费	20.24	100.00%	14.10	100.00%	5.64	100.00%
综合业务收入	51.00	100.00%	-	-	-	-
合计	72,510.28	21.85%	76,182.31	23.51%	33,821.27	63.72%

注：“-”表示当年没有相关收入。

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年来公司煤炭业务持续性尚可，但煤种品质一般，产销情况稳中有降

公司煤炭销售收入来源于桑园煤矿和洼东煤矿两家子公司。桑园煤矿和洼东煤矿是目前龙口市仅有的两座地方国有煤矿，龙口市国有资产管理局（龙国资[2009]66号）于2009年末将桑园煤矿和洼东煤矿全部股权无偿划归公司持有。两个煤矿均为地下开采，煤炭品种为褐煤，煤种品质一般。截至2019年3月末，桑园煤矿和洼东煤矿剩余可采储量分别为268.7万吨和117.0万吨，核定产能均为30万吨/年。值得关注的是，洼东煤矿剩余可采储量较少，剩余可开采年限预计仅有3.90年。

表8 截至2019年3月末公司煤炭资源情况

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量 (万吨)	剩余 可采储量 (万吨)	剩余可开 采年限 (年)	核定年 生产能力 (万吨/ 年)
桑园煤矿	龙口市 中村镇 梁家村	100%	褐煤	2,340.8	268.7	8.95	30万吨

洼东煤矿	龙口市徐福镇洼东村	100%	褐煤	2,296.3	117.0	3.90	30 万吨
------	-----------	------	----	---------	-------	------	-------

资料来源：公司提供

销售方面，公司与烟台地区热电厂、化工等企业建立了较为稳定的合作关系，如龙口嘉元东盛热电有限公司、烟台市恒邦化工有限公司等企业。近年来公司煤炭销售客户集中度持续提升且集中度高，前五大客户占公司煤炭销售总额的比重从2016年的53.52%大幅提升至2018年的94.88%。

受公司各年采煤工作计划影响，2016-2018 年公司褐煤产量和销售量稳中有降，2018 年公司对主要采矿设备进行检修维护，导致当年产量减少。价格方面，2016 年以来随着供给侧改革的推进，褐煤价格开始回升，桑园煤矿和洼东煤矿褐煤在 2018 年的平均售价分别较 2016 年上升 38.20%和 67.27%。2016-2018 年公司分别实现煤炭销售收入 12,448.48 万元、17,030.95 万元和 15,895.18 万元；煤炭销售毛利率分别为 20.71%、31.09%和 32.02%。整体而言，公司煤炭经营业绩易受行业整体价格波动影响。

表9 2016-2018年桑园煤矿和洼东煤矿主要生产指标（单位：万吨、元/吨）

项目	桑园煤矿			洼东煤矿		
	2018 年	2017 年	2016 年	2018 年	2017 年	2016 年
销量	25.76	28.05	25.84	23.34	26.19	24.37
销售价格	316.66	297.35	229.13	358.77	332.51	214.49
直接开采成本	248.04	222.38	189.81	211.61	210.14	186.35

资料来源：公司提供

公司名下的土地出让依赖于龙口市的城市建设规划，收入实现的不确定性较大

2017年以来公司新增土地出让业务，2017-2018年公司土地业务收入分别为4.67亿元和4.56亿元，均为实力公司名下土地被龙口市国土资源局收储所得。土地业务的成本由取得土地所缴纳的土地出让金、契税及各类费用构成，2017年出让土地的取得成本为44,025.00万元，土地业务的毛利率为5.71%。2018年出让土地的取得成本为42,787.00万元。毛利率为6.15%。截至2018年末，公司仍有50块已取得土地证的土地资产，面积合计190.69万平方米，账面价值合计26.92亿元。值得注意的是，公司土地出让业务较为依赖龙口市的城市建设规划，未来收入不确定性较大。

公司作为龙口市基础设施建设的重要投融资主体，未来仍有一定代建管理费收入，但该部分收入与城市建设规划相关，且受项目进度影响较大，各年度实现的收入规模波动较大

公司是龙口市基础设施建设的重要主体，承担了市内的道路、新型社区建设项目和公共服务设施等项目的建设任务。公司代建管理费收入主要来自基础设施项目建设收益和新

型社区项目代建管理费。

基础设施项目建设方面，公司就具体的基础设施项目与相应的政府主管部门，如与龙口市住房和城乡建设管理局、龙口市交通运输管理局和龙口市卫生局等签订委托代建协议。根据委托代建协议，公司负责相关基础设施建设项目的资金筹集工作，并对建设工程全权负责。在项目投资期内，相应项目的政府主管部门根据项目实际投资额的15%（部分项目10%）与公司进行分期结算，作为公司的项目建设收益，待项目竣工后，再根据审计结果调整项目建设收益。2016-2018年公司项目建设收益分别为0.18亿元、0.20亿元和0.08亿元。

新型社区建设项目方面，根据公司与龙口市住房和城乡建设管理局签订的《龙口市新型社区建设项目委托代建合同》，公司以复垦整理后的土地获得商服建设用地可出让指标，并收储相应面积的商服用地，再以招拍挂方式出让，土地出让金扣除社区建设和土地复垦成本及收储土地成本后的净额确认为公司的代建管理费收入。该部分代建管理费由龙口市财政局分六年支付，其中2012年1.70亿元、2013年1.76亿元、2014年1.70亿元、2015年1.00亿元、2016年1.00亿元、2017年0.10亿元。2017年以来公司未有新增新型社区建设项目，由新型社区建设项目产生的代建管理费收入持续性较弱。

从公司在建、拟建项目情况来看，截至2018年末，公司主要在建、拟建的代建基础设施项目计划总投资31.30亿元，实际已投资12.05亿元，项目建设收入持续性尚可，为公司代建管理费收入带来一定补充。值得注意的是，公司主要在建、拟建的代建项目尚需投资19.26亿元，面临一定的建设支出压力。

表10 截至2018年末公司主要在建、拟建的代建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资额	项目进度
龙口中心城区至龙口港公路工程项目	52,909	35,989.00	16,920.00	68.02%
龙口市北马镇、芦头镇及东江街道水库除险加固工程项目	67,680	17,290.55	50,389.45	25.55%
人民医院扩建工程	64,644	34,535.21	30,108.79	53.42%
污水处理厂提标改造	27,947	9,807.26	18,139.74	35.09%
张新公路后栾至麻家段改造工程	23,939	17,975.50	5,963.50	75.09%
龙口市中医医院改扩建工程	15,870	629.03	15,240.97	3.96%
绛水河改造工程	8,396	4,104.60	4,291.40	48.89%
龙口市新民学校建设项目	22,542	144.29	22,397.71	0.64%
会展中心周边道路工程	17,448	0.00	17,448.00	未开工
X034 石黄路员外家至泊张大修工程	11,659	0.00	11,659.00	未开工
合计	313,034	120,475.44	192,558.56	-

注：完工进度=累计投资/预计总投资估算。

资料来源：公司提供

整体而言，公司仍有一定规模在建、拟建代建基础设施建设项目，对代建管理费收入形成一定补充，但代建管理费收入与龙口市城市规划相关，且受项目进度影响较大，各年度实现的收入波动较大。

公司租金收入较为稳定，工农水费等其他业务收入为公司盈利提供有益补充

租金收入方面，2009年龙口市国有资产管理局将总面积9.36万平方米、价值为9.33亿元的行政中心办公楼及附属设施（位于港城大道1001号）无偿划拨给公司，公司通过将该房屋建筑物出租给龙口市机关事务管理处，每年收取一定的租金收入，现行租金标准为8,600万元/年，租赁期共96个月，自2015年4月29日起至2023年4月28日止。

工农水费业务方面，公司拥有王屋水库、北邢家水库和迟家沟水库三座水库，三座水库日供水能力合计为9.2万吨，向城市供水价格为每吨0.27元。原水的主要供应对象包括龙口市自来水公司、南山集团有限公司和道恩集团有限公司等。根据龙口市物价局《关于制定工程供水价格的通知》（龙价发[2017]24号），2017年10月起公司名下水库供水价格上调，其中原水价为王屋、北邢家、迟家沟、员外刘家四座水库联合供水价格每立方米0.41元；综合供水价格为每立方米1.21元。随着供应量的增加，未来公司工农水费收入将有所提升。

近年来公司在资产划拨和财政补贴方面得到较大外部支持，随着实力公司的注入，公司资本实力得到较大提升

近年来公司作为龙口市城市基础设施建设的重要载体，在资产划拨和财政补贴方面得到较大外部支持。国有资产运营管理方面，龙口市政府于2009年先后将三座水库、房产和两家煤炭企业股权等经营性资产划转给公司进行经营和管理。资产注入方面，根据龙国资[2017]9号文件，龙口市国有资产监督管理局于2017年11月将母公司龙口市投资公司持有的实力公司100%股权无偿划转给公司。此外，由于公司承担了城市基础设施建设职能，每年均能获得部分财政补助，2016-2018年公司先后获得政府补助1.51亿元、2.03亿元和1.93亿元。

表11 近年来公司获得的主要外部支持情况（单位：万元）

类别	年份	文件号	补助项目	金额
国有资产运营管理	2009年	龙国资[2009]9号	王屋水库、北邢家水库及迟家沟水库	-
		龙国资[2009]40号	位于港城大道1001号9.36万平方米国有建设用地与房屋建筑物及其附属设施	-
		龙国资[2009]64号、龙国	桑园煤矿和洼东煤矿全部	-

		资[2009]66号	股权及采矿权	
资产注入	2017年	龙国资[2017]9号	无偿划入实力公司100%股权	162,196.13
财政补助	2018年	龙财预指[2018]43号	水库除险加固项目专项补贴	4,000.00
		龙财预指[2018]97号	水库运营项目专项补贴	15,000.00
	2017年	龙财预指[2017]27号	公用事业运营补贴	20,000.00
		龙财预[2017]1号	水库人员经费补助	192.07
		-	稳岗补贴	42.55
	2016年	龙财监指[2016]33号	城乡建设-基础设施建设款	10,000.00
		龙财预[2016]1号	水库人员经费补助	260.00
		龙财监指[2016]27号、32号、97号、119号	城乡建设贷款补助	4,825.64
		-	稳岗补贴	13.14
	-	省级安全生产专项资金	17.69	

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2016-2018年度三年连审审计报告，其中2017年财务报表为备考财务报表。报告采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2017年新纳入1家子公司实力公司。截至2018年末，公司纳入合并范围的一级子公司共3家。

资产结构与质量

公司资产主要由其他应收款、存货和无形资产构成，其他应收款对资金占用大，整体资产流动性较弱

随着公司部分债务的抵消与清偿，近三年来公司资产规模持续下滑，2016-2018年公司总资产规模分别为136.61亿元、130.46亿元和127.97亿元。资产以流动资产为主，流动资产占总资产的比重持续在72%以上。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货。2018年末，公司货币资金余额为4.53亿元，其中受限资金共2.21亿元，主要为实力公司在北京银行办理银行票据的保证金2.00亿元，公司货币资金受限比例达48.88%。应收账款主要系应收龙口市财政局相关业务款项和应收烟台地区化工厂、热电厂等的煤款，2018年末账面

价值为4.84亿元，其中应收龙口市财政局土地收储款和代建管理费共4.63亿元，占应收账款期末余额的94.50%，账龄在1年以内。2016-2018年末，公司预付款项余额分别为7.32亿元、7.35亿元和0.01亿元，其中2016-2017年预付款项主要为公司向龙口市财政局支付的土地出让金及保证金7.32亿元，公司已于2018年取得该部分土地的土地权证，上述预付款项转至公司存货科目。

公司其他应收款规模较大，2016-2018年末其他应收款占总资产的比重分别为59.18%、42.44%和39.25%，主要系与龙口市财政局、龙口市兴达投资管理有限公司和龙口市兴龙建设投资管理有限公司（以下简称“兴龙公司”）等企事业单位的往来款及垫付的政府工程项目款。近三年来，公司其他应收款规模持续下滑，其中2017年末账面价值为55.37亿元，同比下降31.52%，主要系公司与龙口市财政局就项目建设工程往来款进行集中清算抵消，导致垫付的政府工程项目款同比大幅减少87.85%所致；2018年随着政府及相关国有单位偿还部分欠款，公司其他应收账款余额为50.22亿元，同比下降9.29%。截至2018年末，公司应收政府部门、相关国有单位款项45.07亿元，占其他应收账款期末余额的89.74%；工程项目未完工暂挂的往来款4.75亿元，占比为9.45%，由于主要欠款单位为政府部门和地方企事业单位，相关款项回收较有保障，但考虑到公司其他应收款规模较大，对公司资金形成较大占用，需关注相关款项回收进度对公司资金周转产生的影响。公司存货以待开发土地资产为主，2016年末公司存货主要是在2013年以招拍挂方式取得6宗商服用地，面积合计20.87万平方米（约313.06亩）。2017年末公司存货账面价值为24.13亿元，是上年末3.58倍，除上述6宗商服用地外，主要系实力公司名下34宗土地（6宗商服用地、22宗商业、住宅用地、6宗零售批发用地），面积合计111.68万平方米（约1,675.24亩）；2018年末公司存货账面价值为33.20亿元，同比增长37.59%，主要由当年预付款项转入的土地以及2018年新购入土地组成，账面价值共计13.34亿元，但2018年新购入的土地尚未办理土地权证。截至2018年末，公司存货中土地资产账面价值合计33.20亿元，其中已抵押土地账面价值合计8.94亿元。

公司非流动资产主要为固定资产和无形资产。固定资产主要系房屋建筑物，即根据龙国资[2009]40号《关于向市城乡建设投资发展有限公司划拨资产的通知》，龙口市政府将位于港城大道1001号的房产无偿划拨给公司，价值9.33亿元，2018年末公司固定资产账面价值为8.23亿元。无形资产主要为土地使用权和采矿权，其中土地使用权账面价值为22.47亿元，采矿权账面价值为3.38亿元。土地使用权涉及13块土地标的地块，其中三座水库的土地共7宗，面积2.51万亩，位于龙口市港城大道的土地6宗，面积约180.84亩；采矿权为桑园煤矿和洼东煤矿，入账时的评估价值分别为3.82亿元和2.57亿元。

总体来看，截至2018年末，公司受限的货币资金、已抵押土地资产账面价值分别为2.21亿元和8.94亿元，未办理土地证的土地资产账面价值合计6.23亿元，行政中心办公楼房屋建筑物账面价值为7.85亿元，水库和行政中心办公大楼土地资产账面价值合计为22.47亿元，该等资产账面价值合计47.72亿元，占总资产的比重为37.29%；其他应收款账面价值为50.22亿元，占总资产的比重为39.25%，对公司资金占用大，公司整体资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	45,312.39	3.54%	32,205.14	2.47%	7,451.64	0.55%
应收账款	48,423.95	3.78%	49,277.71	3.78%	52,349.53	3.83%
预付款项	117.19	0.01%	73,468.51	5.63%	73,223.20	5.36%
其他应收款	502,249.09	39.25%	553,695.00	42.44%	808,497.51	59.18%
存货	331,990.89	25.94%	241,292.87	18.50%	67,419.30	4.94%
流动资产合计	937,617.33	73.27%	956,852.20	73.35%	1,012,446.69	74.11%
固定资产	82,265.62	6.43%	84,108.01	6.45%	86,396.05	6.32%
无形资产	258,550.01	20.20%	262,334.95	20.11%	266,119.89	19.48%
非流动资产合计	342,048.86	26.73%	347,713.40	26.65%	353,626.13	25.89%
资产总计	1,279,666.19	100.00%	1,304,565.60	100.00%	1,366,072.82	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司土地业务和代建管理费收入均较为依赖于龙口市的城市建设规划，收入波动较大，且煤炭业务收入存在一定波动，但政府补助有助于提升公司盈利能力

近年来公司营业收入主要来自土地业务收入、煤炭销售和租金收入，其中2017年公司新增4.67亿元土地转让收入，受此影响公司2017年营业收入大幅增至7.62亿元，同比增长125.25%。截至2018年末，公司主要在建、拟建代建基础设施项目计划总投资31.30亿元，尚需投资19.26亿元，随着建设项目的完工结算，公司未来仍有一定的代建管理费收入；此外，公司每年通过办公大楼出租可获得稳定的租金收入；随着煤炭价格的回暖，煤炭销售收入趋于稳定。但值得关注的是公司土地业务收入和代建管理费收入均较为依赖龙口市的城市建设规划，收入波动较大；煤炭经营业绩易受行业整体价格波动影响。

公司盈利方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为63.72%、23.51%和21.85%，2017年公司综合毛利率同比出现大幅下滑，主要系新增的土地业务收入毛利较低以及当年高毛利的代建项目结算规模大幅下滑所致，继续受高毛利的代建管理费收入的减少，2018年公

司综合毛利率同比仍小幅下滑。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2016-2018年期间费用率分别为51.50%、20.74%和22.32%，期间费用率较高影响公司整体盈利水平。2016-2018年政府补助分别为1.51亿元、2.03亿元和1.93亿元，占当年利润总额的比例分别为82.95%、101.52%和118.00%，政府补助有助于提升公司盈利能力。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	72,510.28	76,182.31	33,821.27
期间费用	16,186.69	15,802.43	17,419.17
其中：管理费用	7,402.49	7,494.41	7,687.53
财务费用	8,336.62	8,100.37	9,152.52
其他收益	19,275.33	20,302.55	0.00
营业利润	16,369.27	20,046.73	3,097.72
营业外收入	15.67	3.41	15,158.17
利润总额	16,335.68	19,997.87	18,224.23
综合毛利率	21.85%	23.51%	63.72%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

近三年公司经营活动现金流持续净流出，同时在建项目尚需一定规模投资，面临一定的资金压力

公司经营活动现金流主要包括经营性业务形成的现金及工程款项的收支。从收现比的角度来看，公司经营性业务回款尚可。因工程付款规模较大，公司经营活动产生的现金流持续净流出，2016-2018年经营活动产生的现金流量净额分别为-2.16亿元、-1.99亿元和-0.72亿元。

投资活动方面，公司整体投资活动现金流规模不大，其中2017年投资活动现金净流入7.49亿元，主要系新增实力公司期初现金所致。

筹资活动方面，除银行借款和发行债券的融资方式外，公司主要通过转借资金进行筹资，2016-2018年公司筹资活动现金流量净额分别为0.55亿元、-3.03亿元和2.06亿元，2017年筹资活动现金净流出主要系偿还较多关联单位的转借资金所致，主要单位包括兴龙公司和龙口市财政局等。截至2018年末，公司主要在建、拟建的代建基础设施项目尚需投资19.26亿元，面临一定的建设支出压力。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.01	1.05	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	73,565.62	79,703.85	35,648.83
收到的其他与经营活动有关的现金	367,572.45	552,598.63	453,979.46
经营活动现金流入小计	441,138.07	632,302.48	489,628.30
购买商品、接受劳务支付的现金	67,351.43	8,016.59	7,561.15
支付的其他与经营活动有关的现金	369,637.80	578,241.73	494,806.53
经营活动现金流出小计	448,292.66	652,157.78	511,215.08
经营活动产生的现金流量净额	-7,154.59	-19,855.30	-21,586.78
投资活动产生的现金流量净额	-357.53	74,860.61	32.98
筹资活动产生的现金流量净额	20,619.37	-30,251.81	5,454.02
现金及现金等价物净增加额	13,107.25	24,753.50	-16,099.79

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平一般，有息债务规模扩张较快，债务偿付压力加大

受益于股东资产注入及自身利润积累，公司所有者权益规模持续增加，2018年末为79.50亿元，较2016年末增长31.02%。债务方面，近三年公司总负债规模持续下降，2018年末公司负债总额为48.46亿元，较2016年末下降36.17%。公司产权比率由2016年末的125.13%降至2018年末的60.96%。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	484,641.80	521,033.57	759,273.02
所有者权益	795,024.39	783,532.03	606,799.80
产权比率	60.96%	66.50%	125.13%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，公司负债以非流动负债为主，2018年末非流动负债占比达76.54%。

公司流动负债主要为应付票据、其他应付款和应交税费。应付票据主要系应付银行承兑汇票，2018年末公司应付银行承兑汇票余额4.00亿元。其他应付款主要系公司同政府部门及其他企事业单位往来款，2018年末其他应付款余额为5.26亿元。

公司非流动负债主要为长期借款。2018年末长期借款余额为37.10亿元，其中保证借款9.60亿元、信用借款9.90亿元和抵押借款17.60亿元。应付债券为“15龙口债”，该债券已于2018年4月20日提前兑付。长期应付款主要是基础设施建设所获得的专项债务资金，公司已于2017年和龙口市财政局就项目建设工程往来款进行集中清算抵消。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	40,631.23	8.38%	393.02	0.08%	388.78	0.05%
应交税费	16,331.25	3.37%	9,921.13	1.90%	56,981.24	7.50%
其他应付款	52,608.71	10.86%	26,795.53	5.14%	126,578.67	16.67%
流动负债合计	113,691.80	23.46%	43,230.23	8.30%	188,748.70	24.86%
长期借款	370,950.00	76.54%	408,150.00	78.33%	66,000.00	8.69%
应付债券	0.00	0.00%	69,653.33	13.37%	69,573.33	9.16%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	434,950.98	57.29%
非流动负债合计	370,950.00	76.54%	477,803.33	91.70%	570,524.32	75.14%
负债合计	484,641.80	100.00%	521,033.57	100.00%	759,273.02	100.00%
其中：有息债务	414,010.00	85.43%	482,863.33	92.67%	138,633.33	18.26%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2016-2018 年末公司有息债务规模分别为 13.86 亿元、48.29 亿元和 41.40 亿元，占总负债的比重分别为 18.26%、92.67%和 85.43%，其中 2017 年末公司有息债务同比大幅增加，主要系实力公司划入所致。根据公司提供的有息债务偿还计划，截至 2018 年末，公司 2019-2021 年需分别偿付本息约 10.65 亿元、9.10 亿元和 4.89 亿元。

表17 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本金	88,265.00	75,200.00	37,200.00	213,350.00
利息	18,243.21	15,814.09	11,700.52	40,358.06
合计	106,508.21	91,014.09	48,900.52	253,708.06

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，公司资产负债率由2016年末的55.58%降至2018年末的37.87%，整体债务水平一般。近年来，公司流动比率和速动比率较高，截至2018年末，流动比率和速动比率分别为8.25和5.33。值得注意的是，公司资产主要由与龙口市财政局和地方企事业单位往来款、行政中心办公大楼房屋建筑物和水库、行政中心办公大楼土地资产等构成，资产对负债的实际保障程度一般。

表18 公司偿债能力指标（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	37.87%	39.94%	55.58%
流动比率	8.25	22.13	5.36
速动比率	5.33	16.55	5.01

EBITDA	30,837.39	34,776.94	33,974.96
EBITDA 利息保障倍数	3.62	4.07	3.54
有息债务/EBITDA	13.43	13.88	4.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

从募投项目来看，根据山东宗汇工程咨询有限公司出具的《龙口市公共停车场建设项目可行性研究报告》，龙口市公共停车场项目建设完成后，项目运营期正常年可实现经营收入24,684.44万元，本期债券存续期内项目总经营收入为114,804.11万元，净收益总额（项目经营收入扣除经营成本、营业税金及附加）为100,450.41万元。本期债券募集资金用于募投项目金额为72,000.00万元，从债券存续期第3年末起按每年20%的比例等额偿还本金，以票面利率5.5%计算，应偿还本息合计91,800.00万元，在本期债券存续期内，项目净收益为本期债券的还本付息提供资金来源，但募投项目工程能否实现上述预期收益尚待考察。

公司经营收益是本期债券还本付息的重要来源，作为龙口市基础设施建设的主要投融资主体，公司主要代建项目规模较大，预计总投资31.30亿元，项目建设收入持续性尚可；同时，公司负责运营两家煤矿子公司、三家水库以及行政中心办公大楼。整体而言，公司未来收入有一定保障，但近年来公司经营活动现金流持续净流出，需关注结算进度及结算金额对公司收入的影响以及公司土地业务和代建管理费收入较为依赖龙口市城市规划，收入不确定性较大。

公司其他应收款规模较大，2018年末其他应收款账面价值为50.22亿元，欠款主体主要为龙口市财政局，应收款项的收回可补充公司的偿债资金，但考虑到该项资金受各年财政预算安排影响，未来回款时间存在一定不确定性。

公司土地资产规模较大，必要时可通过土地抵押融资或资产变现获得必要的偿债资金，截至2018年末，公司土地资产账面价值为33.16亿元（不包括水库和行政中心办公大楼土地资产），其中未抵押且已取得土地证的土地资产账面价值合计17.99亿元，未来需关注公司土地资产未抵押规模及土地市场波动对其融资及变现能力产生的影响。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月30日），

公司本部及子公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为20.36亿元，占公司2018年末所有者权益的25.61%，其中，对兴龙公司的担保余额为14.76亿元，兴龙公司为龙口市投资公司的子公司，对龙口市工商联投资有限公司的担保余额为2.40亿元，对龙口市人民医院的担保余额为2.50亿元。相关担保均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表19 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	46,000.00	2036.12.19	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	30,000.00	2024.12.1	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	18,000.00	2025.9.1	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	20,000.00	2026.8.20	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	10,800.00	2027.4.26	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	8,840.00	2027.5.2	否
龙口市水利建筑安装工程有限公司	1,000.00	2019.12.4	否
龙口市水利建筑安装工程有限公司	5,000.00	2019.11.12	否
龙口市工商联投资有限公司	24,000.00	2019.3.27	否
龙口市人民医院	13,000.00	2019.12.18	否
龙口市人民医院	12,000.00	2019.12.21	否
龙口市兴龙建设投资管理有限公司	14,000.00	2034.12.12	否
烟台兴隆压力容器制造有限公司	500.00	2019.7.16	否
烟台兴隆压力容器制造有限公司	450.00	2019.7.8	否
合计	203,590.00	-	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	45,312.39	32,205.14	7,451.64
应收账款	48,423.95	49,277.71	52,349.53
其他应收款	502,249.09	553,695.00	808,497.51
存货	331,990.89	241,292.87	67,419.30
无形资产	258,550.01	262,334.95	266,119.89
总资产	1,279,666.19	1,304,565.60	1,366,072.82
短期借款	3,060.00	5,060.00	3,060.00
应付票据及应付账款	40,631.23	393.02	388.78
其他应付款	52,608.71	26,795.53	126,578.67
长期借款	370,950.00	408,150.00	66,000.00
应付债券	0.00	69,653.33	69,573.33
总负债	484,641.80	521,033.57	759,273.02
有息债务	414,010.00	482,863.33	138,633.33
所有者权益	795,024.39	783,532.03	606,799.80
营业收入	72,510.28	76,182.31	33,821.27
其他收益	19,275.33	20,302.55	
营业利润	16,369.27	20,046.73	3,097.72
营业外收入	15.67	3.41	15,158.17
利润总额	16,335.68	19,997.87	18,224.23
经营活动产生的现金流量净额	-7,154.59	-19,855.30	-21,586.78
投资活动产生的现金流量净额	-357.53	74,860.61	32.98
筹资活动产生的现金流量净额	20,619.37	-30,251.81	5,454.02
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	21.85%	23.51%	63.72%
收现比	1.01	1.05	1.05
产权比率	60.96%	66.50%	125.13%
资产负债率	37.87%	39.94%	55.58%
流动比率	8.25	22.13	5.36
速动比率	5.33	16.55	5.01
EBITDA（万元）	30,837.39	34,776.94	33,974.96
EBITDA 利息保障倍数	3.62	4.07	3.54
有息债务/EBITDA	13.43	13.88	4.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+应付票据+长期借款+应付债券

附录三 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。