

2020 年青州市城市建设投资开发有限公司

旅游产业专项债券信用评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 5 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2018]0867D 号

青州市城市建设投资开发有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其公司拟发行的“2020 年青州市城市建设投资开发有限公司旅游产业专项债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本次专项债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月五日

发行要素

发行主体	本次规模	发行期限	偿还方式	发行目的
青州市城市建设投资开发有限公司	不超过人民币 8 亿元	本次债券期限为 7 年，在债券存续期的第 5 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权	本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	本次债券募集资金 5.60 亿元用于募投项目建设，2.40 亿元用于补充公司营运资金

评级观点：中诚信国际评定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**；评定“2020 年青州市城市建设投资开发有限公司旅游产业专项债券”的债项信用等级为**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、有力的政府支持等优势对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际关注到公司盈利能力对地方财政的依赖性、资产流动性偏弱、存在一定短期偿债压力和一定的代偿风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。此外，中诚信国际充分考虑了土地使用权抵押对本次债券按时还本付息的保障作用。

概况数据

青州城投（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	209.51	240.01	247.77
所有者权益合计（亿元）	105.14	127.37	128.94
总负债（亿元）	104.37	112.63	118.83
总债务（亿元）	55.42	53.75	56.81
营业总收入（亿元）	14.64	16.47	17.97
经营性业务利润（亿元）	2.16	1.90	1.23
净利润（亿元）	2.16	1.89	2.30
EBITDA（亿元）	3.94	3.72	3.79
经营活动净现金流（亿元）	-4.87	-6.48	-4.03
收现比(X)	0.58	0.58	0.97
营业毛利率(%)	13.67	8.82	12.35
应收类款项/总资产(%)	6.00	12.88	14.67
资产负债率(%)	49.82	46.93	47.96
总资本化比率(%)	34.52	29.68	30.58
总债务/EBITDA(X)	14.07	14.43	14.98
EBITDA 利息倍数(X)	0.89	0.83	0.58

注：1、中诚信国际根据公司 2015 年~2017 年连审审计报告及 2019 年审计报告整理，各期财务报告均依据新会计准则编制；2、中诚信国际将公司“其他非流动负债”纳入长期债务核算、“应付债券”中实际于 2020 年到期的部分纳入短期债务核算；3、2019 年公司 EBITDA 中已扣除投资性房地产的公允价值变动损益。

正 面

■ **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。**2019 年，青州市实现地区生产总值（GDP）549.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.4%；同期，青州市共接待国内外游客 991.13 万人次，实现旅游消费总额 116.34 亿元，增长 8.42%，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。2017 年

~2019 年，公司分别获得政府补助 2.18 亿元、2.53 亿元和 2.14 亿元。

■ **偿债保障措施较强。**本次债券采取土地使用权抵押的方式进行增级，抵押土地均为公司拥有的商业和住宅性质用地，且已获得国家土地使用权证，土地评估价值合计 25.68 亿元，增强了对债券还本付息的保障。

关 注

■ **盈利能力对地方财政有一定的依赖性。**公司安置房建设和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。

■ **资产流动性偏弱。**公司资产主要由存货和投资性房地产构成，主要为开发成本和待开发土地。截至 2019 年末，公司存货和投资性房地产分别为 146.32 亿元和 54.71 亿元，占总资产的比重分别为 59.05%和 22.08%，资产流动性偏弱。

■ **存在一定短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司短期债务为 16.64 亿元，但可用货币资金仅为 1.54 亿元，且无可用银行授信，存在一定短期偿付压力。

■ **存在一定的代偿风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 34.44 亿元，占当期所有者权益合计的比重为 26.71%，其中，对民营企业担保余额 26.56 亿元，考虑到目前宏观经济放缓，中小企业抗风险能力下降，公司仍存在一定代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，青州市城市建设投资开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**青州市旅游行业和区域经济发展持续向好；股东及相关各方支持意愿增强；公司资本实力显著扩充等。

■ **可能触发评级下调因素。**青州市区域经济弱化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

同行业比较

2019 年青州市部分同类型企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流 (亿元)
青州市宏源国有资产经营有限公司	195.58	138.77	29.05	11.29	1.50	-3.95
青州市城市建设投资开发有限公司	247.77	128.94	47.96	17.97	2.30	-4.03

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

青州市城市建设投资开发有限公司成立于2006年5月19日，由青州市基础设施建设投资管理中心（以下简称“投资管理中心”）以货币形式出资设立，为国有独资公司，初始注册资本0.36亿元。2006年6月，公司股东决议对公司增资0.84亿元，全部由投资管理中心以土地使用权形式出资。2019年9月，经青州市国有资产监督管理局出具的《关于无偿划转企业国有股权的通知》（青国资发〔2006〕38号），将投资管理中心所持公司100%股权划转至青州市国有资产监督管理局。截至2019年末，公司注册资本为1.20亿元，实收资本为1.20亿元，唯一股东为青州市国有资产监督管理局，实际控制人为青州市政府。

公司是青州市最重要的土地开发整理、基础设施及保障性住房建设主体，主要从事土地整理、工程代建和安置房销售业务。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
青州恒瑞投资发展有限公司	恒瑞投资
青州市城投生态环境工程有限公司	城投生态
青州市山水园林工程有限公司	山水园林

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

发行条款

本次债券募集资金不超过人民币8.00亿元，期限为7年，在债券存续期的第5年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，按照公开、公平、公正原则，以市场化方式确定发行票面年利率。簿记建档区间应依据有关法律法规，由公司和主承销商根据市场情况充分协商后确定。本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本次债券拟募集资金总额不超过人民币8.00亿元，其中5.60亿元拟用于青州市南阳湖景区旅游综合开发项目，2.40亿元拟用于补充营运资金。

表 2：募集资金投资项目明细表（亿元）

募集资金投向	项目总投资	拟使用募集资金额度	拟使用募集资金占总投资的比例（%）
青州市南阳湖景区旅游综合开发项目	9.03	5.60	62.02
补充营运资金	-	2.40	-
合计	-	8.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

担保方式

本次债券采用国有土地使用权抵押担保方式增信，公司以其拥有的8宗、面积129.15万平方米、评估价值为25.68亿元的国有土地使用权为本次债券设立抵押担保。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防控输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲

期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

作为山东省重要的工业城市，潍坊市现已初步形成以海洋化工、动力机械等十大产业为主体的工业体系，区域经济和财政实力逐年增强，但公共财政支出压力逐年增大，财政收入对上级补助有一定的依赖性

潍坊市位于山东半岛的中部，下辖奎文、潍城、坊子、寒亭4个市辖区，潍坊滨海经济技术开发区、潍坊国家高新技术产业开发区、潍坊综合保税区、潍坊市峡山生态经济开发区4个开发区及自贸区，以及昌乐、临朐2个县，同时代管青州、寿光、安丘、高密、昌邑、诸城6个县级市。截至2019年末，潍坊市常住人口为935.15万人。潍坊市是山东省重要的工业城市，现已初步形成以海洋化工、动力机械、农用运输车、服装、电子通讯及信息处理、化学纤维、新型建筑

材料、医药及保健品、食品饮料、造纸包装等十大产业为主体的工业体系，如潍柴集团、歌尔声学、共达电声、海化集团、雷沃重工、豪迈科技、福田汽车、孚日股份、晨鸣纸业等企业在此投资，工业基础实力不断增强。

近年来，潍坊市经济规模和综合经济实力不断提升，2017年~2019年，潍坊市地区生产总值分别为5,858.50亿元、5,495.63亿元和5,688.50¹亿元。2019年，潍坊市GDP在全省各地级市中仍排名第四位，排名前三的分别为青岛市、济南市和烟台市，GDP较上年同比增长3.7%。其中，第一产业增加值517.42亿元，增长0.9%；第二产业增加值2,291.04亿元，与上年持平；第三产业增加值2,880.04亿元，增长7.5%。三次产业结构由9.3:41.17:49.53调整为9.1:40.27:50.63。

固定资产投资方面，近年来潍坊市固定资产投资增速有所放缓，2019年全市固定资产投资较上年有所下降。2017年，潍坊市全年实施225个市级重大项目，完成投资1,470亿元，占年度计划的103%。2018年，潍坊市固定资产投资较2017年增长4.4%，签约省外投资过亿元合同项目233个，总投资1,458.3亿元。2019年，潍坊市固定资产投资较上年下降23.2%。分产业看，第一产业投资下降5.6%，第二产业投资下降48.4%，第三产业投资下降0.8%。工业技改投资下降49%，高新技术产业投资下降28.3%，民间投资下降31.8%。

财政收入方面，随着潍坊市经济发展和招商引资的逐步加强，潍坊市公共财政预算收入稳步增长，2017年~2019年分别为539.12亿元、569.80亿元和571.06亿元。潍坊市公共财政预算收入大部分来自税收收入，2017年~2019年分别实现税收收入407.57亿元、458.25亿元和435.60亿元，在公共财政预算收入中占比分别为75.60%、80.42%和76.27%，税收对潍坊市公共财政预算收入的支撑较强。转移性收入亦是潍坊市财政收入

的重要来源，2017年~2019年，潍坊市转移性收入分别为181.03亿元、210.37亿元和330.86亿元，增强了潍坊市政府的可支配财力。政府性基金预算收入方面，2017年~2019年潍坊市全口径政府性基金预算收入分别为429.70亿元、607.58亿元和704.46亿元，呈上升趋势，主要系与土地相关的国有土地使用权出让收入、国有土地收益基金、城市基础设施配套费等收入。

表 3：2017年~2019年潍坊市主要财政指标（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	539.12	569.80	571.06
其中：税收收入	407.57	458.25	435.60
转移性收入	181.03	210.37	330.86
政府性基金预算收入	429.70	607.58	704.46
公共财政预算支出	678.40	733.50	777.90
政府性基金预算支出	467.82	670.00	784.00
财政平衡率	79.47	77.68	73.42

资料来源：潍坊市财政局，中诚信国际整理

财政支出方面，潍坊市财政支出规模逐年上升。2017年~2019年，潍坊市公共财政预算支出分别为678.40亿元、733.50亿元和777.90亿元。政府性基金预算支出方面，2017年~2019年潍坊市全口径政府性基金预算支出分别为467.82亿元、670.00亿元和784.00亿元，政府性基金预算支出增速较快。

财政平衡能力方面，2017年~2019年，潍坊市的财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为79.47%、77.68%和73.42%，近年来财政自给能力持续减弱。

近年来，青州市经济持续增长，财政收入稳步提升，但经济增速有所放缓，财政平衡能力呈减弱趋势

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2019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95.85万。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。

¹ 潍坊市2018年及2019年GDP数据为全国第四次普查调减后数据。

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。2017年~2019年，青州市分别实现地区生产总值（GDP）658.4亿元、521.3亿元和549.3亿元²，按可比价格计算，同比分别增长6.8%、6.7%和5.4%。2019年，青州市第一产业增加值60.8亿元，增长1.4%；第二产业增加值25.3亿元，增长5.5%；第三产业增加值263.2亿元，增长6.3%。三次产业结构由上年的11.36:40.81:47.83调整为11.07:41.02:47.91。按常住人口计算，人均生产总值56,964元，比上年增长5.4%。

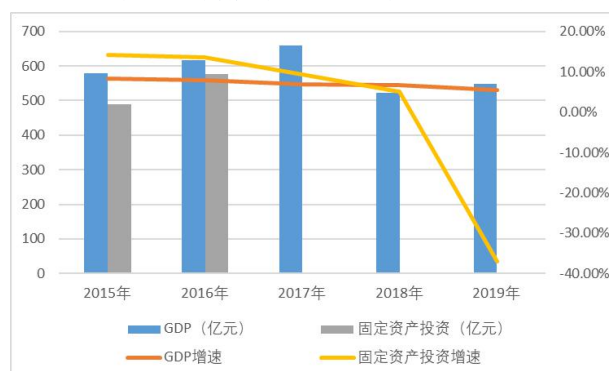
在经济发展的同时，青州市加大了对基础设施和支柱产业的投资建设力度。2019年，青州市完成青都街西延等5条道路续建工程，完成尧王山路提升改造等6条新开工工程。新增城市道路面积28.3万平方米，新增城市道路长度11.2公里，年末城市道路面积达1,099.4万平方米，城市道路长度达632.5公里，城市路网更加完善。新增建成区绿化覆盖面积18.1公顷，年末达到2,273.4公顷，建成区绿化覆盖率达43.3%。2019年，青州市全力推进棚户区改造，完成王府刘家片区、云门山东部片区2030套棚改任务，王母宫花园小区棚改安置房项目入选新中国成立70周年山东省保障性安居工程成就展。

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%。2019年，青州市固定资产投资总额较上年下降37.1%。分产业看，第一产业完成投资下降36.4%，第二产业完成投资下降68.6%，第三产业完成投资增长18.9%。房地产开发投资比上年增长41.7%，商品房销售面积比上年增长11.3%。

此外，青州市旅游业继续保持蓬勃发展态势，2019年全市共接待国内外游客991.13万人次，实现旅游总收入116.34亿元。青州市入选“2019中国最美县域榜单”，成功创建为首批国家全域旅游示

范区。九龙峪景区成功创建为4A级景区，年末全市共有A级旅游景区16家，其中，5A级景区1家，4A级景区3家，3A级景区8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；省级工业旅游示范点4处，省级农业旅游示范点3处；星级饭店4家，其中四星级饭店1家，三星级饭店2家，星级饭店客房总数768间；注册旅行社26家。

图1：2015年~2019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年及2019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趋势，但增速逐年放缓，2017年~2019年，分别为46.52亿元、48.39亿元和48.88亿元，同比分别增长5.3%、4.0%和1.0%；同期，税收收入分别为38.14亿元、40.87亿元和38.65亿元，税收收入占各期一般公共预算收入的比重分别为81.99%、84.46%和79.07%，税收收入是青州市一般公共预算收入的主要来源，为青州市财政状况的增强提供了良好的支持。

2017年~2019年，青州市政府性基金收入分别为23.29亿元、34.06亿元和42.80亿元，近年来呈持续增长趋势，但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，2017年~2019年，青州市转移性收入分别为14.09亿元、19.11亿元和27.71亿元，对青州市财力状况形成一

²青州市2018年及2019年GDP数据为第四次全国普查调减后数据。

定有益补充。

表 4：2017 年~2019 年青州市财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	46.52	48.39	48.88
其中：税收收入	38.14	40.87	38.65
转移性收入	14.09	19.11	27.71
政府性基金预算收入	23.29	34.06	42.80
公共财政预算支出	51.21	58.54	59.63
政府性基金预算支出	23.91	37.52	42.91
财政平衡率（%）	90.85	82.66	81.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财政支出方面，2017 年~2019 年，青州市分别完成一般公共预算支出 51.21 亿元、58.54 亿元和 59.63 亿元，同比分别增长 3.3%、14.3%和 1.9%。同期，全市分别完成政府性基金支出 23.91 亿元、37.52 亿元和 42.91 亿元。2017 年~2019 年，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 90.85%、82.66%和 81.97%，财政收支平衡能力呈逐年减弱趋势。

中诚信国际认为，青州市经济基础扎实，旅游资源丰富，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。随着投资环境的日臻完善，青州市将面临良好的发展前景。

同区域平台情况

青州市各平台之间定位清晰，区域分工明确，为青州市未来发展奠定了良好基础

青州市区域内承担基础设施建设职能的企业主要有两家。除青州城投外还包括青州市宏源国有资产经营有限公司（以下简称“宏源公司”），宏源公司于 2003 年经青州市人民政府批准成立，股东为青州市基础设施建设资金管理中心，持股比例 100%。具体从职能与定位来看，公司是青州市最重要的土地开发整理、基础设施及保障性住房建设主体，主要从事区域内土地整理、工程代建和安置房销售业务。宏源公司是青州市主要的城市基础设施投资建设主体，主要从事青州市

道路整治、河道治理等基础设施建设和公益事业，在业务领域方面公司与宏源公司分工明确，不存在竞争关系。

业务运营

作为青州市最重要的土地开发整理及保障性住房投融资和建设主体，公司的业务主要包括土地整理、工程代建和安置房销售业务。近年来随着土地整理业务的顺利推进，公司营业总收入呈增长趋势，2017 年~2019 年，公司分别实现营业收入 14.64 亿元、16.47 亿元和 17.97 亿元。其中，土地整理收入分别为 9.97 亿元、10.59 亿元和 13.45 亿元，占营业总收入的比重分别为 68.10%、64.32%和 74.85%。2017 年~2019 年，公司分别实现工程代建收入 4.67 亿元、5.83 亿元和 2.43 亿元，收入规模有所波动。2019 年，公司实现安置房销售收入 0.53 亿元，收入较小。此外，公司其他业务主要包括子公司青州市城投生态环境工程有限公司（以下简称“城投生态”）的矿石销售收入，2019 年实现收入 1.56 亿元，对公司整体营业收入形成有效补充。

表 5：2017 年~2019 年公司营业总收入构成及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
土地整理	9.97	10.59	13.45
工程代建	4.67	5.83	2.43
安置房销售	-	-	0.53
其他业务	-	0.05	1.56
合计	14.64	16.47	17.97
占比	2017	2018	2019
土地整理	68.10%	64.32%	74.85%
工程代建	31.90%	35.41%	13.54%
安置房销售	0.00%	0.00%	2.94%
其他业务	0.00%	0.24%	8.61%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

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。

近年来，公司土地整理规模逐年增加，带动土地开发收入呈现增长趋势。2017年~2019年，公司分别完成土地整理面积1,896.00亩、1,970.00亩和2,429.91亩；开发投资分别为8.38亿元、9.69亿元和12.15亿元；分别完成土地出让面积933.70亩、1,247.20亩和1,408.48亩；分别实现土地开发收入9.97亿元、10.59亿元和13.50亿元；同期土地开发收入分别到账8.49亿元、4.27亿元和10.45亿元，整体资金回笼情况一般。

表 6：2017 年~2019 年公司土地整理项目情况

项目名称	2017	2018	2019
土地整理面积(亩)	1,896.00	1,970.00	2,429.91
土地开发总成本(亿元)	8.38	9.69	12.15
出让土地面积(亩)	933.70	1,247.20	1,408.48
土地开发收入(亿元)	9.97	10.59	13.50
公司收到的回款(亿元)	8.49	4.27	10.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司在整治的区域面积为7,469亩，规划总投资规模为32.98亿元，已完成投资28.75亿元，拟回购金额38.26亿元，2020年和2021年分别计划投资2.58亿元和1.65亿元。

表 7：截至 2019 年末公司在整治片区情况(亿元、亩)

地块名称	面积	总投资额	已投金额	拟回购金额	未来投资计划	
					2020	2021
西店片区	1,420	6.6	6.01	7.66	0.59	-
城东二期	1,290	5.42	4.77	6.29	0.20	0.45
新城区建设	933	4.31	3.94	5.00	0.21	0.16
一路两中心	1,090	4.72	3.7	5.48	0.57	0.45
益王府路铁路立交桥建设	1,354	5.88	5.87	6.82	0.01	-
城东一期	560	2.95	2.61	3.42	0.19	0.15
鹏利公司及周边地块	822	3.10	1.85	3.60	0.81	0.44
合计	7,469	32.98	28.75	38.26	2.58	1.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟开发情况方面，根据青州市土地出让计划，2020年~2022年，公司计划分别投入10.80亿元、11.30亿元和10.60亿元用于开发土地2,160亩、2,260亩和2,120亩，预计可分别实现土地开发收入12.53亿元、13.11亿元和12.30亿元。

表 8：2020 年~2022 年公司计划完成的土地开发情况

项目名称	2020	2021	2022
计划开发土地面积(亩)	2,160.00	2,260.00	2,120.00
预计土地开发投入(亿元)	10.80	11.30	10.60
预计实现土地开发收入(亿元)	12.53	13.11	12.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

公司承担了青州市内主要的安置房建设任务和基础设施工程建设，公司已完工代建项目回款良好，目前在建的项目量较充足，但公司暂无拟建的代建项目，未来业务持续性尚需关注

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，项目收入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。2017年~2019年，公司确认的工程代建收入分别为4.67亿元、5.83亿元和2.43亿元，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2019年末，公司已完工的工程代建项目主要包括党校安置区建设项目、南阳河片区安置房建设项目、城东二期安置房建设项目等7个，以上项目累计总投资13.62亿元，已全部结算完毕，并确认收入15.06亿元，款项已全部收回。

表 9：截至 2019 年末公司主要已完工的工程代建项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	总投资	已确认收入	已收回金额	工程期限
党校安置区建设项目	18.45	37.18	3.05	3.36	3.36	2011~2016
南阳河片区安置房建设项目	10.35	12.40	1.91	2.11	2.11	2010~2016
城东二期安置房建设项目	12.45	15.38	0.96	1.05	1.05	2012~2016
石坊路片区安置房建设项目	24.81	37.39	1.24	1.37	1.37	2011~2016
北阳河综合治理项目	-	-	3.32	3.66	3.66	2014~2019
平安大厦建设项目	6.21	9.63	1.93	2.18	2.18	2015~2019
西安安置区	7.08	9.12	1.21	1.33	1.33	2015~2019
合计	79.35	121.10	13.62	15.06	15.06	-

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

公司主要在建的工程代建项目合计 18 个，计划均于 2020 年~2021 年完工，项目计划总投资金额 35.54 亿元，截至 2019 年末已完成投资 29.11 亿元，尚需投入 6.42 亿元用于后续建设。其中，

青州市琛亿大厦项目已确认并收到款项 3.05 亿元，其他项目均尚未确认收入。截至 2019 年末，公司尚无拟建的代建工程项目。

表 10：截至 2019 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)	合同约定结算 金额 (亿元)
周转安置房建设项目	12.56	21.76	2017-2021	5.20	3.95	5.51
青州市琛亿大厦	20.76	38.38	2013-2020	4.46	4.26	4.53
雍和府安置房项目	3.79	5.30	2015-2020	3.78	3.77	4.01
九龙峪一期建设工程	4.98	7.22	2015-2021	3.30	2.28	3.50
益王府路铁路立交桥	-	-	2015-2021	2.59	2.05	2.75
亿丰时尚之都	-	-	2017-2021	2.05	1.65	2.17
休闲中心	1.52	1.22	2017-2020	2.01	1.83	2.13
青州市党校工程	-	-	2017-2021	2.01	0.9	2.13
青州路二期	-	-	2018-2020	1.92	1.79	2.04
南苑大厦建设工程	0.67	2.77	2018-2021	1.92	1.7	2.04
益教资源整合	-	-	2019-2021	1.39	0.68	1.47
青州市衡王府路立交桥	-	-	2016-2020	1.18	1.16	1.25
南阳河上游改造提升（第三至第六标段）工程	-	-	2018-2020	0.92	0.78	0.98
衡王府路铁路立交桥片区改造	-	-	2016-2021	0.76	0.48	0.81
南阳河综合治理工程	-	-	2016-2020	0.61	0.45	0.65
九龙峪建设项目	4.98	7.22	2015-2021	0.51	0.50	0.54
尧王湖片区二中西街、海军路、旗城路道路排水及绿化工程	-	-	2019-2020	0.48	0.45	0.51
青州市尧王湖生态景观工程	-	-	2019-2021	0.45	0.43	0.48
合计	-	-	-	35.54	29.11	37.50

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

公司安置房销售业务因具有一定民生性质，盈利空间较小，且项目销售情况易受房地产政策影响，未来收益情况尚需关注

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 2019 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 12 个,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 13.38 亿元,且已完工项目均已完成销售工作,并已收回销售金额 13.38 亿元。

表 11: 截至 2019 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)	已收到销售款 项(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	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	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	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	0.74
马驿山片区安置房建设项目	3.88	6.00	2008~2012	0.86	0.91	0.91
关头片区安置房建设项目	6.80	7.48	2008~2012	1.03	1.17	1.17
小杨庄片区安置房建设项目	2.00	3.97	2009~2012	0.65	0.75	0.75
九州家园安置房建设项目	2.15	3.42	2008~2012	0.51	0.26	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	0.34
裕丰家园安置房建设项目	4.08	8.26	2009~2013	1.13	1.28	1.28
旗风居片区安置房建设项目	1.17	2.28	2010~2014	0.86	0.91	0.91
衡王府路片区安置房建设项目	12.79	24.84	2011~2015	3.52	3.80	3.80
合计	56.52	93.08	-	13.38	13.38	13.38

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至 2019 年末,公司主要在建的自销安置房项目共 4 个,占地面积合计 79.36 万平方米,建筑面积合计 110.39 万平方米,概算总投资 27.03 亿元,截至 2019 年末已完成投资 18.39 亿元,尚需投资 8.64 亿元用于后续建设。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 22.79 亿元,截至 2019 年末已完成投资 14.81 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,建成后,将通过住宅、配套商铺和停车位的销售来弥补前期投入成本。截至 2019 年末,以上两个项目已实现销售收入 0.53 亿元,且已收到回款。截至 2019 年末,公司尚无拟建的自销安置房项目。

表 12: 截至 2019 年末公司主要在建的自销安置房项目情况(万平方米、年、亿元)

项目名称	占地面积	建筑面积	工程期限	总投资	已投资	销售收入	已收到回款
青州市普通片区棚户区改造项目	39.15	47.15	2015~2019	12.05	6.41	0.32	0.32
青州市玉竹片区棚户区改造项目	31.03	50.23	2013~2020	10.74	8.40	0.21	0.21
科技创新园区片区(前后寺)	5.87	8.72	2018~2021	2.46	1.81	-	-
马驿山	3.31	4.29	2019~2020	1.78	1.77	-	-
合计	79.36	110.39	-	27.03	18.39	0.53	0.53

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

公司自营项目在青州市良好的旅游环境背景下,具有一定经济效益,建成后将促使公司业务板块多元化发展,但目前公司自营项目尚处于在建状态,为公司带来一定的资金压力

自营项目方面,公司目前在建的项目为本次债券募投项目——青州市南阳湖景区旅游综合开发项目,项目建成后公司将通过配套商业和景区经营权的租赁、门票等收入来覆盖前期的投资成本。该

项目位于青州市西南部，总占地面积为 82.94 万平方米（其中水域面积 32.43 万平方米、陆域面积 50.51 万平方米），包括范公亭景区、湖心观光游览区和城市湿地景区三个区域。项目总建筑面积 2.21 万平方米，其中水域建筑面积 0.26 万平方米，陆域建筑面积 1.95 万平方米；其中，独立于大景区门票单独产生二次收益的建设部分占地面积合计 5.42 万平方米，建筑面积 1.72 万平方米，投资额 3.17 亿元，包括广告牌、停车场、商铺、水上娱乐城及游船、电瓶车等设施设备，其中用于出租的商铺占地面积 2.71 万平方米，建筑面积为 1.49 万平方米，投资额 0.81 亿元。该项目规划总投资为 9.03 亿元，建设期 2 年，项目运营期 13 年，已于 2018 年 8 月开工，预计于 2021 年 12 月前竣工，截至 2019 年末，该项目已预付湖心观光游览区和湿地自然保护区工程款 2.90 亿元，已基本完成前期勘测工作，并开始实施地基挖掘等土建工程。

中诚信国际认为，公司自营项目受外部环境的影响较大，资金回笼周期较长，后续运营情况需关注。

战略规划及管理

公司致力于通过改革创新来实现从政府融资平台向市场化经营主体的转型，公司未来将大力发展经营性业务，优化产业布局，同时创新融资模式，增强盈利能力

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

企业发展定位方面，公司将逐步消除政府融资平台的职能定位，转向以市场化经营为主体的企业。以构建合理的投资回报机制为重点，突出市场化、企业化改革方向，围绕城市基础设施代建、公共设施运营维护、公共产品服务提供以及具有一定经营性的公共服务项目投资等领域实现企业化发展将成为公司未来的主要着眼点。配合市政府引进社会

资本参与开发建设社会公共基础设施、保障房等项目；对经营性领域，以市场化运营为主；对回报较高的准经营性领域，大力推行特许经营；对纯公益领域推动政府购买。逐步构建企业与政府之间市场化、契约化的经营合作机制，切实实现由“城市基础设施投融资平台”向“城市运营商、公共服务提供商和国有资产授权经营管理主体”的转变。

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

融资模式方面，公司一方面要创新发债模式，摒弃原有平台贷款的老思路，充分利用优势融资渠道。通过对接金融机构，包括地方政府债（公租房、市政道路）、一般企业债、永续债（永续期公司债券）、项目收益债、资产证券化产品在内的五类债券将代替原有城投债的融资职能。另一方面公司要逐步提升盈利能力。随着城投工作的转型，公司将尝试投资、建设、回报的商业模式，逐步实现由建设主体向投资主体的转变，从持有大量不可变现资产的建设型向持有大量优质可持续盈利资产的投资型转变，进一步夯实和提升企业经营收益水平，不断做大企业净资产规模，做大经营性现金流，通过企业盈利能力和市场地位的提升，提高企业信用等级，拓展融资渠道，降低融资成本。

公司法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，为公司日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

公司设有董事会、监事会。董事会是公司的决策机构，对股东方负责。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，负责公司的运营和管理，对董事会负责。

公司目前已建立起现代企业的法人治理结构和管理模式，制订了严格的规章制度。公司下设十一个部门，分别为办公室、财务科、融资科、资产科、结算科、工程管理科、合同审计科、安置房建设科、信访法律科、项目管理科和房地产开发部。同时，公司建立了较为完善的财务管理制度，规范了财务行为，保证了公司预算、筹资以及对外投资、担保的规范性、合法性和效益性。内部控制制度方面，公司建立了详细、严密的内部控制制度，用以规范公司内部的管理和业务操作流程，保证了公司有效地运行。

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、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 2019 年财务报告。其中，2017 年及 2019 年财务数据均采用审计报告期末数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。公司财务报表均按新会计准则编制，且均为合并口径。

盈利能力

公司主营业务收入规模稳步增长，但盈利水平较低，期间费用控制力有待提高，利润总额对政府补助依赖性较高

如前所述，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。2017 年~2019 年，公司营业总收入分别为 14.64 亿元、16.47 亿元和 17.97 亿元，收入规模不断增加。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，2017 年~2019 年，分别为 9.97 亿元、10.59 亿元和 13.45 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，2017 年~2019 年，该业务板块收入分别为 4.67 亿元、5.83 亿元和 2.43 亿元。安置房销售业务则因近年来未有新楼盘竣工交付，2017 年及 2018 年未产生收入，2019 年公司实现安置房销售收入 0.53 亿元。公司其他业务收入主要来自于子公司城投生态市场化销售矿石的收入，2019 年公司实现其他业务收入 1.55 亿元，对营业总收入形成一定补充。

毛利率方面，2017 年~2019 年，公司营业毛利率分别为 13.67%、8.82% 和 12.35%，随毛利率水平较高的土地整理收入占比变化而波动。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，2017 年~2019 年，土地整理毛利率分别为 16.00%、8.50% 和 9.67%，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 8.70%、9.09% 和 9.08%，整体较为稳定。安置房因具有一定民生性质，销售价格主要由政府制定，故毛利较低，2019 年，公司安置房销售业务毛利率为 9.06%。公司其他业务毛利率较高，2018 年及 2019 年分别为 35.41% 和 41.77%。

表 13：2017 年~2019 年公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	9.97	16.00	10.59	8.50	13.45	9.67
工程代建	4.67	8.70	5.83	9.09	2.43	9.08
安置房销售	-	-	-	-	0.53	9.06
其他	-	-	0.01	35.41	1.56	41.77
合计	14.64	13.67	16.43	8.82	17.97	12.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2017 年~2019 年，公司期间

费用分别为 2.01 亿元、1.89 亿元和 2.93 亿元。具

体来看，财务费用占期间费用的比重最大，同期分别为 1.73 亿元、1.77 亿元和 2.64 亿元，近年来随着公司债务规模的增长，财务费用相应增加。管理费用方面，2017 年~2019 年，公司管理费用分别为 0.28 亿元、0.12 亿元和 0.29 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，2017 年~2019 年，公司期间费用收入占比分别为 13.74%、11.49%和 16.29%。整体来看，近年来期间费用呈波动上升趋势，公司费用控制能力有待提高。

利润总额方面，公司承接的项目以安置房建设为主，自身经营能力偏弱，利润总额对政府补助的依赖度较高。2017 年~2019 年，公司利润总额分别为 2.16 亿元、1.89 亿元和 2.73 亿元，主要由经营性业务利润构成。同期，公司经营性业务利润分别为 2.16 亿元、1.90 亿元和 1.23 亿元，其中，政府补助分别 2.18 亿元、2.53 亿元和 2.14 亿元，对公司税前利润形成重要支撑。此外，2019 年，计入公司投资性房地产的土地使用权实现公允价值变动收益 1.50 亿元，对当年利润总额形成补充。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
销售费用	-	-	-
管理费用	0.28	0.12	0.29
财务费用	1.73	1.77	2.64
研发费用	-	-	-
期间费用合计	2.01	1.89	2.93
期间费用收入占比	13.74	11.49	16.29
利润总额	2.16	1.89	2.73
经营性业务利润	2.16	1.90	1.23
其中：其他收益	2.18	2.53	2.14

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

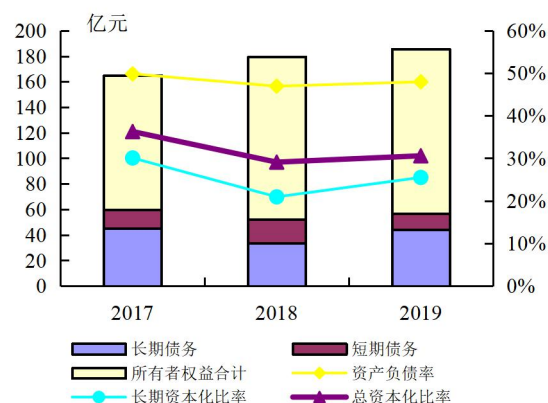
近年来公司资产规模和所有者权益规模均呈增长态势，财务杠杆适中，但公司资产中开发成本及土地使用权占比较大且可用货币资金不足，资

产流动性偏弱

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，资产及负债总额呈不断增长趋势。2017 年~2019 年末，公司总资产分别为 209.51 亿元、240.01 亿元和 247.77 亿元。负债总额分别为 104.37 亿元、112.64 亿元和 118.83 亿元。资本实力方面，2017 年~2019 年末，公司所有者权益分别为 105.14 亿元、127.37 亿元和 128.94 亿元，其中 2018 年末变动系因其他综合收益增加 19.58 亿元，主要来自公司土地使用权计入投资性房地产时评估增值。同期末，公司实收资本均为 12.00 亿元，资本公积分别为 93.88 亿元、95.48 亿元和 94.75 亿元，规模有所波动。

从杠杆水平来看，2017 年~2019 年末，公司资产负债率分别为 49.82%、46.93%和 47.96%，总资本化比率分别为 36.27%、29.09%和 30.58%，2018 年，随着公司偿还大量信托借款，公司财务杠杆比率下降。2019 年，随着项目推进，公司负债规模上升，财务杠杆比率有所回升。

图 2：2017 年~2019 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

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，2017 年~2019 年末，公司流动资产分别为 209.02 亿元、240.01 亿元和 247.77 亿元，占各期末资产总额的比重分别为 99.76%、77.63%和 77.05%，主要包括存货、其他应收款和应收账款。

具体来看，2017 年~2019 年末，公司存货分别为 175.18 亿元、146.69 亿元和 146.32 亿元，主要由开发成本和拟开发土地构成，公司所持有土地使用权均以出让方式取得，并已向青州市国土资源局足额缴纳土地出让金，且所有土地使用权均已办理了相应土地权证。为促进公司安置房建设工程的稳步实施，在缴纳土地出让金后，青州市人民政府会委托当地财政部门将该笔款项拨付予公司用于安置房建设。截至 2019 年末，公司存货中的开发成本及土地使用权分别为 94.25 亿元和 53.50 亿元，其中，25.68 亿元的土地使用权被用于为本次债券提供抵押担保。拟开发土地较上年末减少 27.10 亿元，主要因公司拟将该部分土地使用权持有待增值后出售，转入投资性房地产科目核算。2017 年~2019 年末，公司其他应收款分别为 8.27 亿元、21.10 亿元和 25.49 亿元，呈逐年增长趋势，主要是由于公司 2019 年财务报表合并范围扩大，对 2018 年数据进行了追溯，相比 2017 年增加了对青州市财政局和青州市投资管理中心往来款所致。截至 2019 年末，公司其他应收款主要系应收青州当地国有企事业单位的代垫性质往来款。2017 年~2019 年末，公司应收账款分别为 4.31 亿元、9.81 亿元和 10.85 亿元，近年来大幅度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，但上述资产的逐年增长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应收款项的回收情况保持关注。此外，近年来受偿还债务和项目投资影响，公司货币资金由 2017 年末的 9.64 亿元降至 2019 年末的 1.54 亿元，大幅降低了公司的资产流动性。

表 15：截至 2019 年末公司其他应收款前五大情况（亿元、%）

债务单位名称	账面余额	占比	借款期限	回款安排
青州市财政局	8.47	33.22	1 年以内	于 2020 年内偿还
青州市投资管理中心	2.56	10.04	1 年以内	于 2020 年内偿还

青州宏源公有资产经营有限公司	2.07	8.12	2 年以内	于 2020 年内偿还
青州恒润建设投资发展有限公司	1.25	4.90	2 年以内	于 2020 年内偿还
青州市云门旅游置业发展有限公司	0.94	3.67	2 年以内	于 2020 年内偿还
合计	15.29	59.96	-	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

非流动资产方面，2017 年~2019 年末，公司非流动资产分别为 0.50 亿元、53.70 亿元和 56.85 亿元，主要由投资性房地产和少量固定资产构成。同期，公司投资性房地产分别为 0.00 亿元、53.21 亿元和 54.71 亿元，其中 2018 年末非流动资产大幅增加主要系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，截至 2019 年末，该部分土地使用权账面价值为 54.71 亿元。2017 年~2019 年末，公司固定资产分别为 0.21 亿元、0.21 亿元和 1.88 亿元，主要系房屋建筑物。2019 年大幅增长主要系由于合并范围扩大导致的固定资产增加。

表 16：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
应收账款	4.31	9.81	10.85
其他应收款	8.27	21.10	25.49
存货	175.18	146.69	146.32
投资性房地产	0.00	53.21	54.71
固定资产	0.21	0.21	1.88
总资产	209.51	240.01	247.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债结构方面，公司总负债主要由流动负债构成。2017 年~2019 年末，公司流动负债分别为 63.86 亿元、69.46 亿元和 64.60 亿元，占各期末总负债的比重分别为 61.19%、61.67%和 54.37%，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。具体来看，2017 年~2019 年末，公司其他应付款分别为 35.87 亿元、39.29 亿元和 41.68 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。截至 2019 年末，公司其他应付款主要系应付山东财金发

展有限公司往来款 18.65 亿元及应付其他区域内企业的往来款项。同期，公司一年内到期的非流动负债分别为 14.64 亿元、16.43 亿元和 11.61 亿元，主要以一年内到期的银行借款和信托借款为主，利率在 4.35%~7.40% 之间。公司预收款项均为预收安置房款，2017 年~2019 年末，分别为 2.87 亿元、6.04 亿元和 6.54 亿元。预收账款呈逐年增长趋势，主要是由于公司安置房项目逐年增多，向拆迁安置户预收的安置房款也随之增多所致。

表 17：截至 2019 年末公司一年内到期的非流动负债前五大情况（亿元、%）

债权人	账面余额	利率	到期日	抵押情况
华夏银行青岛延吉路支行	7.24	7.40	2020/3/21	保证
山东青州农村商业银行股份有限公司	2.28	4.75	2020/10/24	保证
山东青州农村商业银行股份有限公司	0.99	4.79	2020/7/23	保证
华夏银行潍坊分行	0.40	5.23	2020/11/21	抵押
潍坊银行青州金鼎支行	0.36	4.35	2020/2/26	抵押
合计	11.27	-	-	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2017 年~2019 年末，公司非流动负债分别为 40.51 亿元、43.18 亿元和 54.22 亿元，占各期末总负债的比重分别为 38.81%、38.33% 和 45.63%，主要包括应付债券、其他非流动负债和长期借款。同期，公司应付债券分别为 19.67 亿元、19.74 亿元和 19.81 亿元，规模较稳定，主要系公司于 2017 年发行的“17 青州建投 01”和“17 青州建投 02”。以上两只债券均为 7 年期，发行利率分别为 6.40% 和 6.80%。2017 年~2019 年末，公司其他非流动负债分别为 6.42 亿元、1.10 亿元和 19.53 亿元，主要系因项目建设需要借入的信托贷款。其中 2019 年末，公司其他非流动负债主要系与渤海国际信托股份有限公司、中粮信托-华景 2 号、五矿国际信托有限公司等企业的信托借款 15.16 亿元，利率区间为 8.50%~9.41%。同期，公司长期借款分别为 12.69 亿元、12.89 亿元和 4.78 亿元，主要以保证借款为主，2019 年大幅减少主要系公司积

极降低债务水平，且部分借款到期前重分类至一年内到期的非流动负债影响所致。截至 2019 年末，公司长期借款主要系向中国农业发展银行青州市支行的抵质押贷款 4.12 亿元及向日照银行潍坊青州支行的保证贷款 0.68 亿元，利率区间为 4.90%~6.40%，期限为 3~10 年不等。此外，公司 2018 年新增 6.53 亿元的递延所得税负债，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，2017 年~2019 年末，公司总债务分别为 55.42 亿元、53.75 亿元和 56.81 亿元，呈现波动趋势；同期末，公司短期债务分别为 16.64 亿元、20.03 亿元和 16.64 亿元，长期债务分别为 38.79 亿元、33.72 亿元和 40.17 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别 0.43 倍、0.59 倍和 0.41 倍。公司债务仍以长期债务为主，但存在一定短期偿债压力。

中诚信国际认为，近年来随着业务的推进，公司资产及负债规模均有所增长，有息债务规模整体来看略有上升，鉴于公司资产流动性偏弱，可用货币资金不足，公司短期内仍存在一定的偿债压力，中诚信国际将对此保持关注。

现金流及偿债能力

公司 EBITDA 对债务本息覆盖能力欠佳，同时公司经营活动净现金流持续为负，可用货币资金规模较小，备用流动性不足，总体有一定短期偿债压力

经营活动现金流方面，2017 年~2019 年，公司经营活动净现金流分别为 -4.87 亿元、-6.48 亿元和 -4.03 亿元；同期，公司收现比分别为 0.58 倍、0.58 倍和 0.97 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多为净流出状态，无法对债务本息形成有效覆盖。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。近年来，随着负债规模的增长，公司利息支出规模呈持续增长趋势，受利润总额波动的影响，公司 EBITDA 呈波动趋势。2019 年，公司利润总额受投资性房地产的公允价值变动影响较大，扣除该部分公允价值变动损益后，2017 年~2019 年，公司 EBITDA 分别为 3.94 亿元、3.72 亿元和 3.79 亿元。

从偿债能力指标来看，2017 年~2019 年，公司总债务/EBITDA 分别为 14.07 倍、14.43 倍和 14.98 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 0.89 倍、0.83 倍和 0.58 倍。EBITDA 无法对债务本息形成有效覆盖，且 EBITDA 对债务本金及利息支出的覆盖能力近年来受债务规模和盈利能力影响呈逐年减弱趋势。

表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2017	2018	2019
短期债务	16.64	20.03	16.64
长期债务	38.79	33.72	40.17
总债务	55.42	53.75	56.81
货币资金/短期债务	0.58	0.10	0.09
EBITDA/短期债务	0.24	0.19	0.23
经营活动净现金流	-4.87	-6.48	-4.03
经营活动净现金/总债务	-0.09	-0.12	-0.07
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.10	-1.45	-0.62
EBITDA	3.94	3.72	3.79
总债务/EBITDA	14.07	14.43	14.98
EBITDA 利息倍数	0.89	0.83	0.58

注：2019 年公司 EBITDA 中已扣除投资性房地产的公允价值变动损益。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司 2020 年~2024 年及以后需偿还债务分别为 16.64 亿元、24.17 亿元、5.24 亿元、3.96 亿元和 6.80 亿元，短期偿债压力较大。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 19：截至 2019 年末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
到期金额	16.64	24.17	5.24	3.96	6.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2019 年末，公司共获得银行授信总额 16.64 亿元，已全部提取，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值 37.10 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 14.97%。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 34.44 亿元，占当期末所有者权益合计的比重为 26.71%，其中，对民营企业担保余额 26.56 亿元。考虑到宏观经济增速放缓，中小企业抗风险能力下降，公司的代偿风险值得关注。

表 20：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额	被担保人性 质
青州恒润建设投资发展有限公司	3.78	国有
青州市宏利水务有限公司	3.00	国有
山东省青州第三中学	0.50	国有
青州市宏源公有资产经营有限公司	0.41	国有
青州市妇幼保健院	0.20	国有
青州尧王制药有限公司	4.52	民营
潍坊长安铁塔股份有限公司	4.45	民营
山东华邦建设集团有限公司	4.44	民营
青州锦程建设投资发展有限公司	4.20	民营
青州市天安化工有限公司	2.18	民营
青州市永力电机有限公司	1.35	民营
青州天安化工有限公司	1.21	民营
山东中辰电力设备有限公司	1.18	民营
山东开元电机有限公司	1.00	民营
晖泽水务（青州）有限公司	0.50	民营
山东荣利中石油机械有限公司	0.48	民营
青州市宗艺红木家具厂	0.40	民营
潍坊正钢经贸有限公司	0.39	民营
鲁星钢管厂	0.15	民营
山东中晨电磁线有限公司	0.11	民营
合计	34.44	-

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 2020 年 2 月 26 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

外部支持

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

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

资金方面，自2011年起，青州市财政局每年对公司拨款或给予财政补贴。2011年~2015年，公司收到的政府拨款分别为9.07亿元、1.02亿元、1.33亿元、0.17亿元和2.34亿元，计入资本公积。根据

青州市财政局《关于同意青州市城市建设投资开发有限公司将拨款转为财政补贴的决定》，公司继续得到青州市财政局在现金方面的补贴支持，2016年~2019年末，公司分别获得财政补贴1.03亿元、2.18亿元、2.53亿元和2.14亿元，以此为主形成的经营性业务利润是公司最重要的利润来源。

偿债保障措施

本次债券采用土地使用权抵押担保方式增信，公司将通过适当的法律程序将其部分土地使用权作为抵押资产进行抵押，以保障本次债券的本息按照约定如期兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产以清偿债务。

抵押资产

公司以其拥有的8宗、面积129.15万平方米、评估价值为25.68亿元的国有土地使用权为本次债券提供抵押担保，土地性质均为出让地，土地用途包括商业和住宅等。

表 21：抵押资产情况

序号	土地权证编号	坐落位置	用地性质	土地用途	土地面积 (万平方米)	评估价值(万元)
1	青国用(2013)第03462号	青州市南环路南侧	出让	商住	12.30	29,514.50
2	青国用(2013)第012034号	青州市云门山植物园周边区域	出让	商业、住宅	10.00	30,000.00
3	青国用(2013)第012035号	青州市云门山植物园周边区域	出让	商业、住宅	10.00	30,000.00
4	青国用(2013)第03465号	青州市南环路北侧	出让	商住	11.08	26,601.77
5	青国用(2013)第03461号	青州市南环路南侧	出让	商住	13.33	31,999.92
6	青国用(2012)第01025号	王府街道下逢路西侧	出让	商业、城镇住宅	28.23	42,345.00
7	青国用(2011)第01097号	王府街道下逢路西侧	出让	商业、城镇住宅	29.31	43,964.00
8	青国用(2009)第03133号	云门山办事处下逢路西侧	出让	商业、城镇住宅	14.90	22,349.50
合计	-	-	-	-	129.15	256,774.69

资料来源：《国有土地使用权抵押合同》

抵押方案

抵押相关法律手续

公司已出具《抵押资产承诺函》，承诺合法、完整、有效地拥有上述国有土地使用权，且上述国有土地使用权未设置任何形式的抵押、担保，也不存在司法冻结和其他任何第三方权利。

公司已与东方花旗证券有限公司（以下简称“东方花旗证券”）签订《国有土地使用权抵押合同》和《抵押资产监管协议》，并聘请东方花旗证券作为本次债券的债权代理人 and 抵押资产监管人。

东方花旗证券作为债权代理人，应在本次债券发行日10个工作日之前向土地使用权抵押权登记部门申请抵押登记，抵押权自抵押登记之日起设立。

在债券存续期内，如果抵押比率（抵押资产的价值总额与本次债券未偿还本金与一年期利息之和的比率，下同）低于 2.0 倍，则公司应该追加抵押资产以弥补不足 2.0 倍的价值差额部分；如果抵押比率超过 2.0 倍，则公司可以要求对超过 2.0 倍部分的抵押资产进行增值释放。在本次债券存续期内，公司因经营发展的需要，可向债权代理人申请并经债券持有人会议同意后置换相应的抵押资产，但应保证拟置入的资产价值不低于拟置换释放出的抵押资产的价值。抵押资产追加、释放、置换时，公司应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构，分别对相关抵押资产进行评估并出具评估报告，同时经中诚信国际认可。

同时，东方花旗证券作为抵押资产监管人，承担抵押资产的监管义务。抵押资产监管人的主要职责包括：1、妥善保管因办理抵押登记而形成的各种权利凭证和其他文件资料；2、对抵押资产的权属变动，设定抵押权变动情况，或抵押资产物理外貌发生重大变动情况，或其他严重影响抵押资产价值的情况进行日常监督；3、当抵押资产发生毁损、灭失等显著影响抵押资产价值时，出具风险报告书；4、定期出具抵押资产年度监管报告；5、当抵押比率低于 2.0 倍时，通告债券持有人，并督促公司追加抵押资产以弥补价值差额部分；6、对抵押资产进行置换释放或增值释放；7、对抵押资产进行调查、评估、保全或实现抵押权。

同时中诚信国际关注抵押人、债务人应当按照抵押登记机构的要求及时提供相关登记资料及文件。

偿债分析

假设本次债券年成功发行，发行金额 80,000.00 万元，发行利率为 8%，根据公司偿还安排，可以计算如下表：

表 22：本次债券各年本息偿还金额（万元）

计息年度	偿还本金	偿还利息
第 1 年	--	6,400.00
第 2 年	--	6,400.00
第 3 年	--	6,400.00
第 4 年	--	6,400.00

第 5 年	--	6,400.00
第 6 年	--	6,400.00
第 7 年	80,000.00	6,400.00
合计	80,000.00	44,800.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司抵押的土地使用权评估总价为 256,774.69 万元，对债券所偿还合计本息的覆盖倍率为 2.06 倍，对债券本金的覆盖倍率为 3.21 倍。

中诚信国际认为估价对象的土地所有权属国家所有，公司独立拥有上述用地的土地使用权，已取得《国有土地使用证》，用地性质均为出让地；同时，公司已出具承诺函，同意将前述土地作为公司发行本次债券的担保，因而在未来债券本息偿还出现问题时，债券持有人有权通过拍卖程序处置抵押资产。上述土地使用权的抵押对于本次债券本息的覆盖程度对于本次债券偿还本息安全性有一定的增级作用。

此外，中诚信国际关注抵押资产价值未来的变动情况，同时由于抵押土地面积较大，根据市场和政策变动情况未来处置与变现存在一定的不确定性。

法律意见

上海正策律师事务所针对本次债券出具了法律意见书，认为“公司（暨抵押人）与债权代理人签订了《债权代理协议》，系签署各方真实的意思表示，内容符合《中华人民共和国合同法》以及关于债券发行的相关法律，法规和规范性文件的规定，具备法律效力。”

中诚信国际对偿债保障措施有效性的分析基于上述法律意见书的内容。

债券持有人会议规则

根据《债券持有人会议规则》，债券持有人会议的权限范围包括：1、审议公司提出的变更《募集说明书》的约定作出决议，但债券持有人会议不得作出同意公司不支付本次债券本息、变更本次债券利率的决议；2、在公司未能偿还本次债券本息时，决定委托债券债权代理人通过诉讼程序强制公

司偿还债券本息，决定委托债券债权人参与公司的整顿、和解、重组或者破产的法律程序；3、当公司减资、合并、分立、解散或者申请破产时，对是否接受公司提出的建议，以及行使债券持有人依法享有权利的方案作出决议；4、担保物发生重大变化时，根据《国有土地使用权抵押》与《抵押资产监管协议》，决定变更担保方式或置换抵押和/或质押资产；5、决定变更债券债权代理人与抵押、质押资产监管人；6、决定是否同意公司与债券债权人及其他相关人等就修改《债权代理协议》、《抵押资产监管协议》等协议或达成相关补充协议；7、当发生对债券持有人权益有重大影响的其他事项时，对行使债券持有人依法享受权利的方案作出决议；8、在法律规定许可的范围内修改《债券持有人会议规则》；9、授权和决定债权代理人办理与本次债券有关的事宜；10、审核法律法规和《募集说明书》规定事项的议案并作出相关决议。

债券持有人会议由债权代理人负责召集。当出现债券持有人会议权限范围内的任何事项时，债权代理人应自其知悉该等事项之日起3个工作日内向债券持有人、提交议案方和公司发出召开会议的通知，并于会议通知发出后十五日至三十日内召开债券持有人会议。债券持有人会议作出的决议，须经代表本次未偿还债券金总额50%以上（不含50%）的债券持有人（或债券持有人代理人）同意方为有效。债券持有人会议决议表决通过后生效，但其中涉及须经有权机构批准的事项，经有权机构批准后方可生效。

偿债安排及违约责任

在本次债券存续期内，如出现下述三种情况之一，则债权代理人应在十个工作日内向债券持有人公告公司人违约事实，并召集债券持有人大会；经债券持有人大会表决通过，债权代理人可以启动抵押资产处置方案以提前偿付债券本金及利息。抵押资产处置所得，除偿付本次债券本金及应付利息外，还应向债券持有人支付违约金。债券持有人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉

讼等费用，从资产处理所得中提前支付。如抵押资产处置所得不足以支付上述费用及应支付给债券持有人的本金、利息、违约金，公司应以其他资产补足。该三种情况如下：

1、抵押资产监管人根据《抵押资产监管协议》确定的抵押比率小于2.0倍，且甲方在收到抵押资产监管人向其发出的《追加抵押资产通知书》后三十个工作日内未能追加足额资产的；

2、至本次债券约定的付息日或兑付日，甲方未按时偿付债券本息；

3、甲方在抵押期限内被依法宣告破产、解散。

同时，中诚信国际将在债券存续期内将密切关注受托管理人、公司以及其他相关机构发布的相关信息，此外，还将关注影响公司主体及债项信用等级的其他信息，根据以上相关信息做出定期或不定期的跟踪评级，在跟踪评级中维持或调整公司的主体及债项信用等级。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定青州市城市建设投资开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2020年青州市城市建设投资开发有限公司旅游产业专项债券”的债项信用等级为 **AA+**。

中诚信国际关于2020年青州市城市建设投资开发有限公司旅游产业专项债券的跟踪评级安排

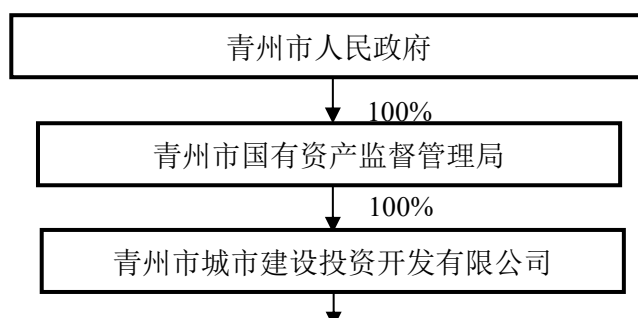
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本次公司债券的存续期内对本次公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本次债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

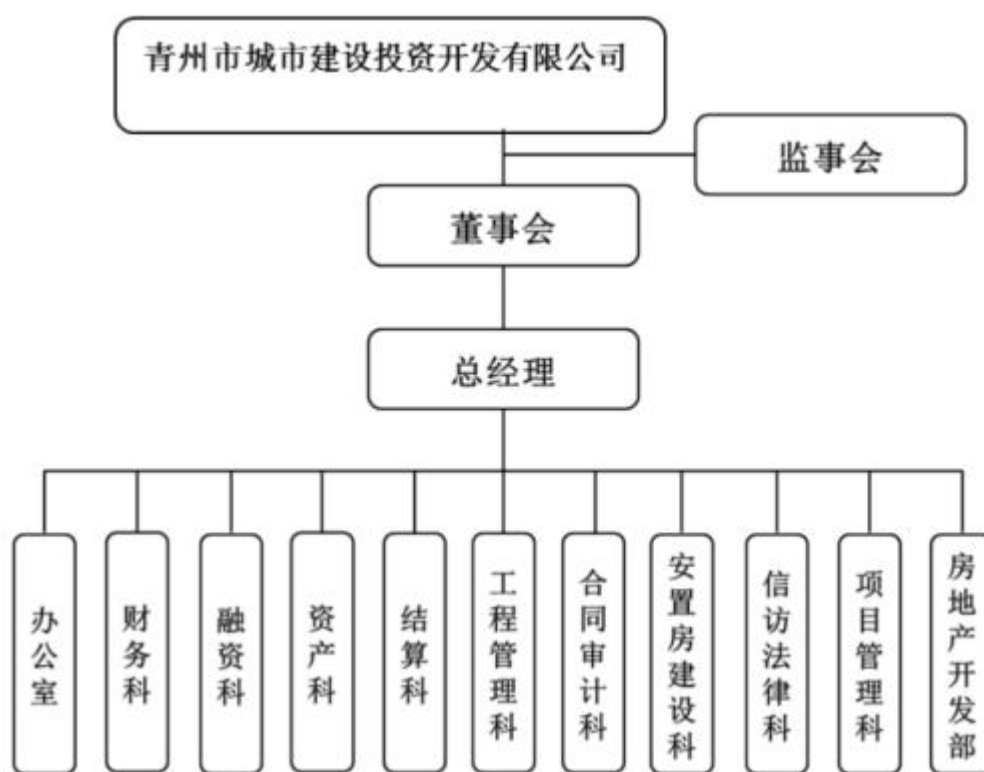
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年6月5日

附一：青州市城市建设投资开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



序号	单位名称	注册资本	持股比例	级次
1	青州恒瑞投资发展有限公司	16,000.00	100.00	一级
2	青州市城投生态环境工程有限公司	5,000.00	100.00	二级
3	青州市山水园林工程有限公司	500.00	100.00	一级
4	青州市绿洁物业管理有限公司	500.00	100.00	一级



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	96,423.15	19,295.77	15,403.95
应收账款	43,098.79	98,148.28	108,471.77
其他应收款	82,669.26	210,971.11	254,921.47
存货	1,751,766.96	1,466,912.02	1,463,156.98
长期投资	1,841.00	1,841.00	2,625.00
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	2,095,145.22	2,400,064.98	2,477,696.30
其他应付款	358,743.70	392,862.84	416,820.54
短期债务	166,381.18	200,271.23	166,364.32
长期债务	387,861.30	337,248.61	401,699.75
总债务	554,242.49	537,519.85	568,064.07
总负债	1,043,733.37	1,126,332.64	1,188,269.72
费用化利息支出	17,690.84	18,216.89	25,545.17
资本化利息支出	26,447.14	26,493.99	39,666.45
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	1,051,411.85	1,273,732.33	1,289,426.57
营业总收入	146,415.87	164,732.02	179,669.44
经营性业务利润	21,620.32	19,015.60	12,328.46
投资收益	0.00	0.00	0.00
净利润	21,595.48	18,926.14	22,996.99
EBIT	39,286.32	37,143.50	52,818.54
EBITDA	39,384.35	37,248.59	37,911.49
销售商品、提供劳务收到的现金	84,951.51	95,747.41	173,963.69
收到其他与经营活动有关的现金	212,867.95	410,167.32	441,847.33
购买商品、接受劳务支付的现金	45,761.58	86,860.21	183,580.55
支付其他与经营活动有关的现金	297,024.88	481,506.04	470,649.82
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	663.63	217.79	10.32
经营活动产生现金净流量	-48,731.04	-64,819.00	-40,292.00
投资活动产生现金净流量	-1,998.49	-215.74	-794.32
筹资活动产生现金净流量	16,603.12	-35,846.79	37,194.50
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	13.67	8.82	12.35
期间费用率(%)	13.74	11.49	16.29
应收类款项/总资产(%)	6.00	12.88	14.67
收现比(%)	0.58	0.58	0.97
总资产收益率(%)	1.89	1.65	2.17
资产负债率(%)	49.82	46.93	47.96
总资本化比率(%)	34.52	29.68	30.58
短期债务/总债务(%)	30.02	37.26	29.29
FFO/总债务(X)	0.07	0.03	0.03
FFO 利息倍数(X)	0.91	0.33	0.24
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.10	-1.45	-0.62
总债务/EBITDA(X)	14.07	14.43	14.98
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.19	0.23
货币资金/短期债务(X)	0.58	0.10	0.09
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.89	0.83	0.58

注：1、中诚信国际根据公司 2015 年~2017 年连审审计报告及 2019 年审计报告整理，各期财务报告均依据新会计准则编制；2、中诚信国际将公司“其他非流动负债”纳入长期债务核算、“应付债券”中实际于 2020 年到期的部分纳入短期债务核算；3、2019 年公司 EBITDA 中已扣除投资性房地产的公允价值变动损益。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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
	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+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(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
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用—其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。