

青州市城市建设投资开发有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 28 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1854号

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贵公司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/PR 青投 01”、“17 青州建投债 02/PR 青投 02”的信用等级为 **AA**；维持“20 青州专项债/20 青州债”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

二零二一年六月二十八日

评级观点：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”）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/PR 青投 01”、“17 青州建投债 02/PR 青投 02”的债项信用等级为 **AA**；维持“20 青州专项债/20 青州债”的债项信用等级为 **AA+**，该级别考虑了公司土地使用权抵押的增信保障作用。中诚信国际肯定了青州市区域经济发展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政府补贴有一定依赖性、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、矿山经营权价值变动等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

青州城投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	240.01	245.59	287.21
所有者权益合计（亿元）	127.37	127.52	159.34
总负债（亿元）	112.63	118.06	127.87
总债务（亿元）	53.75	58.81	88.14
营业总收入（亿元）	16.47	17.97	15.91
经营性业务利润（亿元）	1.90	1.31	2.64
净利润（亿元）	1.89	2.45	2.50
EBITDA（亿元）	3.72	3.87	5.77
经营活动净现金流（亿元）	-6.48	-4.34	1.65
收现比(X)	0.58	0.97	0.48
营业毛利率(%)	8.82	13.09	7.40
应收类款项/总资产(%)	12.88	14.60	14.69
资产负债率(%)	46.93	48.07	44.52
总资本化比率(%)	29.68	31.56	35.61
总债务/EBITDA(X)	14.43	15.18	15.27
EBITDA 利息倍数(X)	0.83	0.59	0.88

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年审计报告及 2020 年审计报告整理；2、中诚信国际将公司“其他非流动负债”、“长期应付款”、“其他流动负债”中的带息部分纳入有息债务核算、2019 年“应付债券”中实际于 2020 年到期的部分纳入短期债务核算；3、EBITDA 中已扣除投资性房地产的公允价值变动损益。

正 面

■ **青州市的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。**2020 年，青州市实现地区生产总值（GDP）564.75 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.7%，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。2018 年~2020 年，公司分别获得政府补助 2.53 亿元、2.14 亿元和 4.26 亿元。

关 注

■ **盈利能力对政府补贴有一定的依赖性。**公司工程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。

■ **资产流动性偏弱。**截至 2020 年末，公司存货和投资性房地产分别为 152.44 亿元和 56.61 亿元，占总资产的比重分别为 53.08% 和 19.71%，主要为开发成本和待开发土地，其中 26.17% 的存货和 79.56% 的投资性房地产已经因抵押而受限，资产流动性偏弱。

■ **存在一定短期偿债压力。**截至 2020 年末，公司总债务 88.14 亿元，其中短期债务为 26.62 亿元，但可用货币资金仅为 4.02 亿元，剩余未使用银行授信仅为 5.64 亿元，存在一定短期偿付压力。

■ **存在一定的代偿风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额为 31.42 亿元，占当期末所有者权益合计的比重为 19.72%，其中，对民营企业担保余额 14.85 亿元，部分民企已出现关注类贷款或担保，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。

■ **矿山经营权价值变动。**截至 2020 年末，公司无形资产 26.07 亿元，主要系 2020 年政府注入的矿山经营权，评估价值 27.34 亿元，评估售价 53.10 元/吨。但目前实际砂石销售仍以满足市内的需求为主，售价低于前期预测价，且未来随着自然条件及社会经济的变化，该部分矿山的评估价值存在一定的变化，中诚信国际将持续关注其价值变动及开发情况。

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

2020 年潍坊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)
青州市城市建设投资开发有限公司	287.21	159.34	44.52	15.91	2.50	1.65
安丘市华安国有资产经营有限公司	166.44	139.74	16.04	10.04	1.28	5.68

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 青州建投债 01/PR 青投 01	AA	AA	2020/6/28	10.00	8.00	2017/7/10~2024/7/10	提前偿还
17 青州建投债 02/PR 青投 02	AA	AA	2020/6/28	10.00	8.00	2017/8/25~2024/8/25	提前偿还
20 青州专项债/20 青州债	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/5	8.00	8.00	2020/8/18~2027/8/28 (5+2)	回售，票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17 青州建投债 01/PR 青投 01”共募集资金 10.00 亿元，其中 4.00 亿元用于青州市普通片区棚户区改造，3.00 亿元用于青州市玉竹片区棚户区改造项目，3.00 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年末，上述募集资金已按照原定募集资金用途全部使用完毕。同时，上述债券附有提前偿还条款，即在债券发行完毕后第 3 年即 2020 年起至 2024 年，逐年分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付，2020 年公司按时偿还了当年提前到期的 2.00 亿元本金。

“17 青州建投债 02/PR 青投 02”共募集资金 10.00 亿元，其中 4.00 亿元用于青州市普通片区棚户区改造，3.00 亿元用于青州市玉竹片区棚户区改造项目，3.00 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年末，上述募集资金已按照原定募集资金用途全部使用完毕。同时，上述债券附有提前偿还条款，即在债券发行完毕后第 3 年即 2020 年起至 2024 年，逐年分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付，2020 年公司按时偿还了当年提前到期的 2.00 亿元本金。

“20 青州专项债/20 青州债”共募集资金 8.00 亿元，其中 5.60 亿元用于青州市南阳湖景区旅游综合开发项目，2.40 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年末，上述募集资金已按照原定募集资金用途全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数

影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环

境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

作为山东省重要的工业城市，潍坊市重点产业集聚优势显著，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 2020 年末，潍坊市常住人口为 938.67 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，2020 年，潍坊市实现地区生产总值 5,872.2 亿元，较上年同比增长 3.6%，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。其中，第一产业增加值 535.6 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 2,308.1 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 3,028.4 亿元，增长 3.5%。三次产业结构由上年的 9.1：40.3：50.6 调整为 9.1：39.3：51.6。

固定资产投资方面，2020 年，潍坊市固定资产投资较上年增长 4.5%。分产业看，第一产业投资增长 54%，第二产业投资增长 9.1%，第三产业投资下降 0.1%。工业技改投资增长 4.5%，高新技术产业投资增长 31.4%，民间投资增长 11.8%。

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，大部分来自税收收入。2020 年，全市实现公共财政预算收入 573.90 亿元，较上年同比增长 0.5%。其中，税收收入为 426.10 亿元，同比下降 2.2%，占同期公共财政预算收入的 74.2%，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，2020 年，潍坊市转移性收入

为 336.09 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，2020 年潍坊市全口径政府性基金预算收入为 753.10 亿元，较上年增长 6.9%，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 1：2018 年~2020 年潍坊市主要财政指标（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	569.80	571.06	573.90
其中：税收收入	458.25	435.60	426.10
转移性收入	210.37	330.86	336.09
政府性基金预算收入	607.58	704.46	753.10
公共财政预算支出	733.50	777.90	796.10
政府性基金预算支出	670.00	784.00	876.20
财政平衡率	77.68	73.42	72.09

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。2020 年，潍坊市公共财政预算支出为 796.1 亿元，较上年增长 2.3%；政府性基金预算支出为 876.2 亿元，同比增长 11.8%。财政平衡能力方面，2020 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）为 72.09%，较上年下降 1.33 个点，财政自给能力有所减弱。

截至 2020 年末，潍坊市政府负有偿还责任的债务余额为 1,435.7 亿元，债务规模较大。债务率为 91%，尚处于警戒线(100%)以内。2020 年潍坊市获批新增政府债券 151.7 亿元，主要用于灾后重建、在建棚户区改造以及各级重点项目等。

2020 年青州市经济持续增长，新产业增速较快，但税收收入较上年小幅下降，财政平衡能力有所减弱

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。青州市下辖 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。2020 年，据抽样调查，青州市全年全体居民人均可支配收入 31,968 元，比上年增长 4.7%。

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。2020 年，青州市实现地区生产总值（GDP）564.75 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.7%。分产业看，第一产业增加值 62.80 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 224.36 亿元，增长 2.9%；第三产业增加值 277.59 亿元，增长 4.7%。三次产业结构由上年的 11.07:41.02:47.91 调整为 11.12: 39.73: 49.15。

2020 年青州市新旧动能转换步伐加快，新产业增速较快。全年规模以上高新技术产业完成工业总产值 255.3 亿元，比上年增长 13.8%，占规模以上工业总产值的比重为 29.9%，比上年提高 6.4 个百分点。“十强产业”中，新能源新材料、高端化工、高端装备等增加值分别增长 64.2%、27.9%和 14.7%，依次高于规模以上工业 57.8、21.5 和 8.3 个百分点。

固定资产投资方面，全年固定资产投资比上年增长 4.6%，其中第一产业投资增长 6.6%，第二产业投资增长 12.0%，第三产业投资下降 1.1%。全年商品房施工面积 895.1 万平方米，比上年增长 16.2%；商品房销售额 83.4 亿元，增长 15.2%。

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。2020 年，青州市实现一般公共预算收入 48.07 亿元，同口径增长 2.8%；其中，税收收入为 37.92 亿元，较上年减少 1.9%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 78.88%，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。

2020 年，青州市实现政府性基金收入 41.88 亿元，较上年减少 2.2%，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，2020 年，青州市转移性收入为 19.98 亿元，对青州市财力状况形成一定有益补充。

表 2：2018 年~2020 年青州市财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	48.39	48.88	48.07
其中：税收收入	40.87	38.65	37.92
政府性基金预算收入	34.06	42.80	41.88
公共财政预算支出	58.54	59.63	62.35
政府性基金预算支出	37.52	42.91	53.36
财政平衡率（%）	82.66	81.97	77.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财政支出方面，2020 年，青州市完成一般公共预算支出 62.35 亿元，同比增长 4.60%，2020 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）为 77.10%，较上年减少 4.87 个百分点，财政收支平衡能力有所减弱。政府性基金支出方面，同期，青州市完成政府性基金支出 53.36 亿元。

政府债务方面，截至 2020 年末，青州市政府债务限额为 161.86 亿元，债务余额为 114.38 亿元。

跟踪期内，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。跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化，仍为代建模式。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。

跟踪期内，公司土地整理完工规模较有所减少，土地开发收入较上年减少 65.08%至 4.70 亿元。截至 2020 年末，公司主要已完工的土地整理项目共 16 块，开发投资 36.26 亿元，实现土地开发收入 36.20 亿元，部分地块尚未回款，整体资金回笼情况一般。

表 3：截至 2020 年末公司主要已完工土地整理项目情况（亿元）

序号	项目名称	完工年份	总投资额	已确认收入金额	已回款金额
1	西北大片区土地开发整理项目	2017	2.19	2.62	2.62
2	衡王府路铁路立交桥片区	2017	4.53	2.56	2.56
3	原苏桥社区部分地块	2017	2.01	2.23	2.01
4	海岱路与稷山路交叉口西北侧	2017	1.70	1.89	1.89
5	青州路一期提升改造片区土地开发整理项目	2018	1.64	1.97	1.97
6	马驿山片区土地开发整理项目	2018	1.62	1.95	1.95
7	十里片区土地开发整理项目	2018	1.90	2.38	2.38
8	综合商务区南部广场东侧部分地块	2018	1.58	1.75	0.98
9	瓜市路与青临铁路西侧道路交叉口西南侧	2018	1.30	1.45	1.45
10	涝洼大片区土地开发整理项目	2019	5.56	6.62	6.62
11	青州路二期土地开发整理项目	2019	1.73	2.06	2.06
12	尧王山片区土地开发整理项目	2019	1.40	1.74	1.74
13	云门山街道办事处第一期棚户区改造项目部分地块	2019	1.35	1.50	1.50
14	西店安置区东区项目地块	2019	2.58	2.86	-
15	青州市益王府路铁路立交桥项目	2020	4.46	2.62	-
16	北海路工程土地开发整理项目	2020	0.71	-	-
合计		-	36.26	36.20	29.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司在整治的区域面积合计为 8,473 亩，规划总投资规模为 43.33 亿元，已完成投资 36.66 亿元，后续投资压力不大。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。

表 4：截至 2020 年末公司在整治片区情况(亩、亿元)

序号	项目	建设期间	面积	计划总投资额	已投资额
1	一路两中心	2012-2022	865	4.72	3.70
2	西店片区土地开发整理项目	2015-2021	598	6.60	6.14
3	新城区建设	2015-2021	1,724	4.31	3.97
4	城东一期	2015-2021	737	2.95	2.61
5	尧王山片区土地开发整理项目	2015-2021	-	1.40	1.18
6	大利群购物中心扩建项目土地开发整理项目	2015-2021	34	1.30	0.77
7	北阳河片区土地开发整理项目	2016-2021	633	1.90	1.79
8	青州路一期	2016-2021	640	1.92	1.71
9	河滨南路片区改造提升片区土地开发整理项目	2016-2021	167	1.17	1.37
10	卡特彼勒工业园土地开发整理项目	2016-2021	255	1.02	0.97
11	实验中学扩建指挥部	2016-2021	245	0.98	0.95
12	水源路片区土地开发整理项目	2016-2021	160	0.80	0.65
13	扈庙片区土地开发整理项目	2016-2022	262	1.05	0.77
14	新三中建设项目土地开发整理项目	2016-2022	171	1.20	0.70
15	城东二期	2016-2023	852	5.42	4.77
16	青州一中改造提升工程土地开发整理项目	2017-2021	150	0.90	0.57
17	鹏利公司及周边地块土地开发整理项目	2017-2022	443	3.10	1.87
18	时尚之都项目土地整理项目	2017-2022	60	1.02	0.69
19	青州市一路三区改造提升工程土地开发整理项目	2018-2021	340	1.02	0.97
20	中原机械厂片区	2018-2021	137	0.55	0.51
合计		-	8,473.00	43.33	36.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。跟踪期内，公司工程代建业务模式未有变化。

2020 年，公司完工探亿大厦建设项目，实现代建收入 3.05 亿元。2020 年公司确认工程代建收入（含安置房销售收入）7.85 亿元，较上年增加 166.10%，主要系工程代建项目结算增多所致。截至 2020 年末，公司已完工的工程代建项目共 12 个，累计总投资 21.78 亿元，并确认收入 22.47 亿元，已回款 18.63 亿元，部分款项回收进度较慢。

表 5：截至 2020 年末公司主要已完工的工程代建项目情况（亿元）

序号	项目名称	建设期间	总投资额	已确认收入金额	已回款金额
1	南阳河上游改造提升（第三至第六标段）工程	2013.5-2014.12	0.78	0.86	-
2	益王府路铁路立交桥建设	2013.5-2015.12	2.05	2.26	-
3	南阳河片区安置房建设项目	2010-2016	1.91	2.11	2.11
4	党校安置区建设项目	2011-2016	3.05	3.36	3.36
5	石坊路片区安置房建设项目	2011-2016	1.24	1.37	1.37
6	城东二期安置房建设项目	2012-2016	0.96	1.05	1.05
7	青州市衡王府路定点大集配套工程	2011.2-2017.2	0.6	0.72	-
8	草庙安置区	2017.2-2018.2	0.47	0.52	0.52
9	北阳河综合治理项目	2014-2019	3.32	3.66	3.66

10	平安大厦建设项目	2015-2019	1.93	2.18	2.18
11	西关安置区	2015-2019	1.21	1.33	1.33
12	琛亿大厦建设项目	2013-2020	4.26	3.05	3.05
合计		-	21.78	22.47	18.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司主要在建的工程代建项目合计 15 个，计划均于 2021 年~2022 年完工，项目计划总投资金额 27.57 亿元，已完成投资 22.02 亿

元，尚需投入 5.55 亿元用于后续建设。截至 2020 年末，公司尚无拟建的代建工程项目。

表 6：截至 2020 年末公司主要在建的工程代建项目情况（亿元）

项目名称	工程期限	总投资	已完成投资	拟结算金额
周转安置房建设项目	2017-2022	5.2	3.95	5.51
雍和府安置房项目	2015-2021	3.78	3.77	4.01
九龙峪一期建设工程	2015-2022	3.3	2.28	3.5
休闲中心	2017-2021	2.01	1.83	2.13
青州路二期	2018-2021	1.92	1.79	2.04
南苑大厦建设工程	2018-2022	1.92	1.7	2.04
亿丰时尚之都	2017-2022	2.05	1.65	2.17
青州市衡王府路立交桥	2016-2021	1.18	1.16	1.25
青州市党校工程	2017-2022	2.01	0.9	2.13
益教资源整合	2019-2022	1.39	0.68	1.47
九龙峪建设项目	2015-2022	0.51	0.5	0.54
衡王府路铁路立交桥片区改造	2016-2022	0.76	0.48	0.81
南阳河综合治理工程	2016-2021	0.61	0.45	0.65
尧王湖片区二中西街、海军路、旗城路道路排水及绿化工程	2019-2021	0.48	0.45	0.51
青州市尧王湖生态景观工程	2019-2022	0.45	0.43	0.48
合计	-	27.57	22.02	29.24

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。公司将销售收入计入工程代建收入核算。

截至 2020 年末，公司已完工用于销售的安置房项目有 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 12.91 亿元，均已完成销售工作，合计已收回销售金额 13.59 亿元。

表 7：截至 2020 年末公司已完成的自销安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	可售面积	工程期限	总投资	销售收入	已收到回款
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	1.08	1.08
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	0.58	0.58
实验高中片区安置房建设项目	1.56	2.73	2008~2012	0.39	0.45	0.45

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	0.39	0.44	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	3.80
合计	56.52	93.08	-	12.91	13.59	13.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 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 2020 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 and 青州市玉竹片区棚户区改造项目为“17 青州建投债 01/PR 青投 01”和“17 青州建投债 02/PR 青投 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 2020 年末已完成投资 14.81 亿元，预计于 2021 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 2020 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。

表 8：截至 2020 年末公司主要在建的自销安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	工程期限	总投资	已投资	销售金额	已收到回款
青州市普通片区棚户区改造项目	39.15	47.15	2017~2021	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	2017~2021	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	2019-2021	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

截至 2020 年末，公司拟建的自销安置房项目共有 5 个，计划于 2021 年陆续开工，建设周期 2~3 年，计划总投资 65.40 亿元，未来面临一定资本支出压力。

表 9：截至 2020 年末公司拟建的自销安置房项目情况（亿元）

项目	拟建设周期	计划投资额
云门山棚户区	2021.6-2023.6	20.00
刘家片区棚户区	2021.12-2024.6	12.40
北辛片区棚户区	2021.12-2023.12	10.00
益都西苑安居工程	2021.10-2023.10	17.00
孟七片区棚户区	2021.10-2023.10	6.00
合计	-	65.40

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，公司目前正在建的项目为青州市南阳湖景区旅游综合开发项目，为“20 青州专项债/20 青州债”的募投项目，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 2020 年末，该项目已投资 6.05 亿元，已基本完成范公亭景区、湖心观光游览区的提升改造工作，并开始实施城市湿地景区的建设工作。

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

随着矿山治理项目的增多，公司砂石销售收入大幅增加，但目前仍以满足市内的需求量为优先，售价低于前期预测

根据《青州市人民政府第二十七次政府常务会议纪要》（2018年9月4日），公司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”）开始承接青州市内所有废弃矿坑的修复治理复绿业务。2020年，根据《青州市人民政府关于矿山地质环境恢复治理项目有关情况的通报》（2020年6月26日），青州市国有资产监督管理局将青州市王府街道凤山矿区建筑用灰岩矿、青州市邵庄镇柏泉矿区建筑石料用灰岩矿、青州市邵庄镇陈黍矿区建筑石料用灰岩矿、青州市邵庄镇黄鹿矿区建筑石料用灰岩矿和青州市邵庄镇南山矿区建筑石料用灰岩矿等6个老矿山历史遗留下的大面积开采宕口治理及恢复工作交城投生态完成，治理过程中形成的矿产品开采经营收入归公司所有。根据中天华伟矿评报[2020]第1121号~1126号，上述6处岩矿经营权评估价值合计为27.34亿元，评估利用可采储量合计20,446.90万吨，经营期限4~15年，矿山生产规模100~500万吨/年，评估售价53.10元/吨。

业务模式方面，公司对全市矿山修复治理过程中产生的石渣进行统一收购、统一加工、统一处置、统一加工处置的石渣，主要用于市市政重点工程，剩余石料进入市场运营，与上下游客户一般半年至一年结算一次。砂石市场销售价一般60元/吨左右，成本20~30元/吨，成本包括人工费、机械费、苗木费、回填用土费、清理费、运输费等。随着矿山治理项目的增多，公司砂石销售收入呈增长趋势。2020年，公司实现砂石销售收入3.36亿元，较上年增加116.77%。2020年，公司前五大客户分别为青州市财政局、青州市恒建市政工程有限公司、广饶县润石工贸有限公司、广饶县恒程混凝土有限公司、青州市世安市政建设养护有限公司，其中青州市财政局的销售量约占一半，该部分售价为成本

价，毛利较低。

截至2020年末，公司已完工3个矿山治理项目，面积合计21.80万平方米，累计开采石料1.86万方；目前正在进行3个矿山的治理项目，面积118.63万平方米，已累计开采石料253.00万方。

表 10：截至 2020 年末公司已完工的矿山治理项目情况（万平方米、方）

项目名称	治理面积	累计开采石料量	开工时间	完工时间
江山废弃矿坑治理项目	11.01	7,311.00	2018.9	2018.9
云门山1号废弃矿坑治理项目	7.64	3,220.00	2019.3	2019.6
驼山废弃矿坑治理项目	3.15	8,107.00	2019.3	2019.6
合计	21.80	18,638.00	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2020 年末公司正在开采的矿山治理项目情况（万平方米、万方、万吨）

项目名称	治理面积	累计开采石料量	2020年开采石料量	建设周期
邵庄镇韩李东山地质环境恢复治理项目	55.42	220.00	208.07	2018.9~2021.12
邵庄镇南山地质环境恢复治理项目	28.32	28.00	68.43	2020.9~2020.12
邵庄镇柏泉地质环境恢复治理项目	34.89	5.00	11.20	2020.9~2020.12
合计	118.63	253.00	287.70	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

储备项目方面，截至2020年末，公司还有8个矿山治理项目准备2021年开工，治理面积合计159.69万平方米，在手项目充足。

表 12：截至 2020 年末公司准备开采的矿山治理项目情况（万平方米）

项目名称	治理面积	预计开工时间	预计完工时间
青州市庙子镇崖坡村石灰岩矿治理项目	8.42	2021.7	2021.12
青州市王府街道上黄峪村石灰岩矿治理项目	2.48	2021.7	2021.12
青州市庙子镇朱崖村石灰岩矿治理项目	14.68	2021.7	2021.12
青州市邵庄镇石家车马村石灰岩矿治理项目	10.66	2021.7	2021.12
青州市邵庄镇神旺庄村石灰岩矿治理项目	6.25	2021.7	2021.12
青州市邵庄镇鲁家村石灰岩矿治理项目	22.85	2021.7	2021.12
青州市邵庄镇黄鹿村石灰岩矿治理项目	27.95	2021.8	2022.12
青州市邵庄镇南文登村石灰岩矿治理项目	66.40	2021.8	2022.12
合计	159.69	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

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 2019 年财务报告和经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年财务报告。其中，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告期初数，2020 年财务数据采用 2020 年审计报告期末数，公司财务报表均按新会计准则编制，且均为合并口径。

2020 年以来公司收入规模及毛利率水平均有所降低，但公司收到政府补助款金额有所增加，经营性业务利润有所提升

公司营业总收入主要由土地整理、工程代建和砂石销售构成。2020 年，公司营业总收入为 15.91

亿元，较上年减少 11.45%，其中，土地整理业务当年实现收入 4.70 亿元，较上年减少 65.08%，系结算项目减少所致。工程代建业务亦是公司的主要收入来源，2020 年，该业务板块收入为 7.85 亿元，较上年增加 166.10%，系结算项目增多所致；同期，公司实现砂石销售收入 3.36 亿元，较上年增加 116.77%，系矿山治理范围增加所致。

毛利率方面，2020 年，公司营业毛利率为 7.39%，较上年减少 5.7 个百分点，主要系 2020 年砂石销售业务毛利率较低所致。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，2020 年，公司土地整理业务毛利率为 10.00%，同比增长 0.27 个点；工程代建业务毛利率为 7.88%，较上年降低 0.95 个点；同期，砂石销售业务毛利率为 2.60%，较上年大幅下降，主要是因为当年销售给青州市财政的金额占比约 50%，该部分售价较低。

表 13：近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成(亿元、%)

项目	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	9.97	8.50	13.46	9.73	4.70	10.00
工程代建	4.67	9.09	2.95	8.83	7.85	7.88
砂石销售业务	-	-	1.55	50.01	3.36	2.60
其他	-	35.41	0.01	100.00	0.00	100.00
合计	14.64	8.82	17.97	13.09	15.91	7.39

注：工程代建收入包含工程项目代建收入和安置房销售收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，跟踪期内，公司期间费用有所减少，费用控制能力有所提高。2020 年，公司期间费用为 2.33 亿元，较上年减少 19.10%。具体来看，财务费用占期间费用的比重最大。同期，公司财务费用和管理费用分别为 2.10 亿元和 0.23 亿元，同比分别减少 11.54%和 19.85%。2020 年，公司期间费用收入占比为 14.62%，较上年减少 1.40 个点。

利润总额方面，公司承接的项目毛利率水平偏低，自身经营能力偏弱，利润总额对政府补助的依赖度较高。2020 年，公司利润总额为 2.61 亿元，较上年减少 10.42%，2019 年公司房地产项目评估增值 1.60 亿元，导致 2019 年公司利润总额偏高。2020

年公司利润总额主要由经营性业务利润构成。同期，公司经营性业务利润为 2.64 亿元，包括政府补助款 4.26 亿元，系公司及子公司青州恒瑞投资发展有限公司收到的财政局下发的企业发展资金专项补贴，政府补助较上年增加 2.12 亿元，对公司利润形成重要支撑。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	-	-	-
管理费用	0.12	0.26	0.23
财务费用	1.77	2.62	2.10
研发费用	-	-	-
期间费用合计	1.89	2.88	2.33
期间费用率(%)	11.49	16.02	14.62

利润总额	1.89	2.91	2.61
经营性业务利润	1.90	1.31	2.64
其中：其他收益	2.53	2.14	4.26

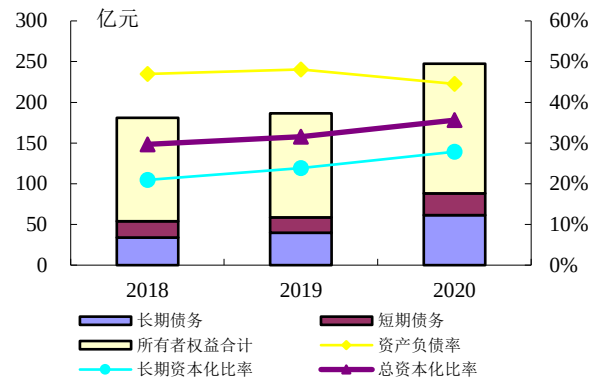
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产规模和所有者权益规模均有所增长，受有息债务规模大幅增长影响，公司总资本化比率有所提升；同时，公司资产中开发成本及土地使用权占比较大，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。截至 2020 年末，公司总资产为 287.21 亿元，较上年末增长 16.95%；总负债为 127.87 亿元，较上年末增长 8.31%；所有者权益为 159.34 亿元，较上年末增长 24.95 亿元，主要系资本公积的增长。同期末，公司实收资本为 1.20 亿元，资本公积为 122.44 亿元，较上年增长 31.47%，包括青州市人民政府将青州市邵庄镇柏泉矿区建筑石料用灰岩矿等 6 处岩矿经营权无偿划拨至本公司三级子公司城投生态（股东为青州恒瑞投资发展有限公司），上述岩矿经营权评估价值为 27.34 亿元，评估利用可采储量合计 20,446.90 万吨，经营期限 4~15 年，矿山生产规模 100~500 万吨/年，评估售价 53.10 元/吨；青州市人民政府将青州恒润建设投资有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加公司资本公积 0.56 亿元；收到青州市财政局拨付的权益性资金合计 2.89 亿元；此外，青州市自然资源管理局与公司子公司签署协议，收回两宗土地使用权，减少资本公积 1.57 亿元。

从杠杆水平来看，受股东注资影响，2020 年末，公司资产负债率为 44.52%，较上年末减少 3.55 个百分点；总资本化比率为 35.61%，较上年末提高 4.05 个百分点，公司有息债务增加较快，公司总资本化比率有所提升。

图 1：2018~2020 年末公司资本结构分析



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，截至 2020 年末，公司流动资产为 203.49 亿元，占期末资产总额的比重为 70.85%，主要包括存货、其他应收款和应收账款。具体来看，截至 2020 年末，公司存货为 152.44 亿元，较上年增加 5.37%，主要系开发成本 99.60 亿元和拟开发土地使用权 51.93 亿元，其中，拟开发土地使用权较上年减少 1.57 亿元，系 2020 年青州市自然资源管理局与公司子公司青州恒瑞投资发展有限公司签署协议，收回两宗土地使用权。其中，25.68 亿元的土地使用权被用于为“20 青州专项债/20 青州债”提供抵押担保。公司所持有土地使用权均以出让方式取得，并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。2020 年末，公司其他应收款为 28.01 亿元，较上年末增长 12.02%，主要系应收政府相关部门款项 22.03 亿元，前五大其他应收款金额合计 24.42 亿元，占科目余额的 87.02%，包括对民营企业青州市振盛建材有限公司、青州市世安市政建设养护有限公司往来款合计 3.00 亿元，后续回收情况需关注。同期末，公司应收账款为 14.18 亿元，包括对青州市财政局应收账款 12.73 亿元，占科目余额的 89.69%，应收账款较上年末增长 30.70%，主要系因公司工程量增长，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。

表 15：截至 2020 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	账龄	预计回收时间
青州市财政局	17.04	60.72	1 年以内	2021-2025
青州市基础设施建设资金运行中心	3.44	12.26	1 年以内	2021-2022
青州市世安市政建设养护有限公司	2.40	8.55	1 年以内	2021
青州市云门旅游置业发展有限公司	0.94	3.34	1 年以内	2021
青州市振盛建材有限公司	0.60	2.15	3 年以内	2021
合计	24.42	87.02	-	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

非流动资产方面，截至 2020 年末，公司非流动资产为 83.72 亿元，主要由投资性房地产和无形资产构成。同期，公司投资性房地产为 56.61 亿元，较上年末增长 0.08%，主要系公司 2018 年从存货科目转入投资性房地产权目的土地使用权。该部分土地原账面价值为 27.10 亿元，近几年青州市土地价值增长，截至 2020 年末，该部分土地使用权账面价值为 54.74 亿元。2020 年末，公司无形资产为 26.07 亿元，主要系 2020 年政府注入的矿山经营权，评估价值 27.34 亿元，当期计提摊销 1.27 亿元。

表 16：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	1.93	1.54	4.52
应收账款	9.81	10.85	14.18
其他应收款	21.10	25.00	28.01
存货	146.69	144.67	152.44
投资性房地产	53.21	56.57	56.61
无形资产	0.00	0.00	26.07
总资产	240.01	245.59	287.21

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债结构方面，公司总负债主要由非流动负债构成。截至 2020 年末，公司非流动负债为 71.35 亿元，占期末总负债的比重为 55.80%，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。同期末，公司长期

借款为 16.62 亿元，较上年增加 272.14%，主要系华夏银行股份有限公司潍坊分行、中国农业发展银行青州市支行以及山东青州农村商业银行股份有限公司开发区支行、恒丰银行股份有限公司潍坊昌乐支行等对公司新增了 12.48 亿元的抵押贷款所致，新增借款利率介于 5.30%~7.0%之间；2020 年末，公司应付债券为 19.79 亿元，与上年基本持平，主要系公司于 2017 年发行的“17 青州建投债 01/PR 青投 01”、“17 青州建投债 02/PR 青投 02”以及 2020 年发行的“20 青州专项债/20 青州债”，以上三只债券期限分别为 7 年期、7 年期和 7（5+2）年期，发行利率分别为 6.40%、6.80%和 7.00%。截至 2020 年末，公司长期应付款为 20.32 亿元，其中包括向潍坊市保障性住房建设投资有限公司、易通融资租赁（天津）有限公司等单位借款 17.45 亿元，随着借款金额增加，科目余额较上年增加 17.13 亿元；同期，公司其他非流动负债为 7.66 亿元，较上年减少 56.31%，主要系与渤海国际信托股份有限公司、中粮信托有限责任公司、光大兴陇信托有限责任公司等企业的信托、租赁借款 21.70 亿元，综合资金成本在 11%左右，随着将临近到期部分调整进入一年内到期非流动负债科目，科目余额大幅减少。

截至 2020 年末，公司流动负债为 56.52 亿元，占期末总负债的比重为 44.20%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。具体来看，截至 2020 年末，公司其他应付款为 21.82 亿元，较上年末减少 46.57%，主要系对潍坊峡山文化旅游开发有限公司等单位往来款项，前五大单位往来款合计 6.23 亿元，占其他应付款期末余额合计数的比例为 30.12%，其他应付款往来对象比较分散。同期，公司一年内到期的非流动负债为 22.39 亿元，较上年末增加 85.72%，主要以一年内到期的银行借款、应付债券和其他非流动负债为主。2020 年末，公司应付账款为 3.45 亿元，较上年增加 43.66%，主要系应付工程款和货款。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司总债务为 88.14 亿元，较上年末增长 49.88%。其中，短期债务为 26.62 亿元，长期债务为 61.52 亿元，长短

期债务比（短期债务/长期债务）为 0.30 倍。公司债务仍以长期债务为主，但截至 2020 年末，公司货币资金为 4.52 亿元（含受限货币资金 0.50 亿元），公司面临较大的短期偿债压力。

中诚信国际认为，随着股东注资以及业务的推进，公司资产及负债规模均有所增长，有息债务规模增长较快，鉴于公司资产流动性偏弱，可用货币资金不足，公司面临较大的短期偿债压力，中诚信国际将对此保持关注。

公司经营活动净现金流、EBITDA 对债务本息覆盖能力欠佳，可用货币资金规模较小，备用流动性不足，公司面临较大的短期偿债压力

经营活动现金流方面，2020 年，公司经营活动净现金流为 1.65 亿元，较上年增加 5.99 亿元。但经营活动净现金流对债务本息覆盖能力仍然较弱，2020 年末，公司经营活动净现金/总债务为 0.02 倍，较上年增加 0.09 倍；经营活动净现金流利息覆盖倍数为 0.25 倍，较上年提升 0.92 倍。

获现能力方面，公司利润总额中投资性房地产产生的公允价值变动损益占比很高，在计算 EBITDA 构成时统一将其剔除，剔除后，2020 年公司 EBITDA 为 5.77 亿元，较上年增加 49.10%。但由于公司债务本息规模较大，EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱，2020 年，公司总债务/EBITDA 为 15.27 倍，较上年增长 0.09 倍；EBITDA 利息保障系数为 0.88 倍，较上年增加 0.29 倍。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2018	2019	2020
短期债务	20.03	18.97	26.62
长期债务	33.72	39.84	61.52
总债务	53.75	58.81	88.14
货币资金/短期债务	0.10	0.08	0.17
EBITDA/短期债务	0.19	0.20	0.22
经营活动净现金流	-6.48	-4.34	1.65
经营活动净现金/总债务	-0.12	-0.07	0.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.45	-0.67	0.25
EBITDA	3.72	3.87	5.77
总债务/EBITDA	14.43	15.18	15.27
EBITDA 利息倍数	0.83	0.59	0.88

注：EBITDA 中已扣除投资性房地产的公允价值变动损益。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司 2021 年~2024 年及以后需偿还债务分别为 26.62 亿元、17.86 亿元、11.64 亿元、9.36 亿元和 22.66 亿元，公司 2021~2022 年到期债务规模较大，截至 2020 年末公司可用货币资金仅 4.02 亿元，具有一定的短期偿债压力。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 18：截至 2020 年末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2021	2022	2023	2024	2025 年及以后
到期金额	26.62	17.86	11.64	9.36	22.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年末，公司共获得银行授信总额 50.59 亿元，剩余未使用授信 5.64 亿元，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值 85.44 亿元，包括用于融资抵押的土地使用权 84.94 亿元和受限货币资金 0.50 亿元，占当期末公司资产总额的 29.75%。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 31.42 亿元，占当期末所有者权益合计的比重为 19.72%，其中，对民营企业担保余额 14.85 亿元，此外青州市天安化工有限公司原为民企，2020 年因环保问题停产改造，2021 年被青州市基础设施建设投资中心收购控股，目前仍有多笔担保诉讼和被执行案件。另外值得注意的是，被担保企业青州尧王制药有限公司、青州市永力电机有限公司、山东中辰电力设备有限公司以及潍坊长安铁塔股份有限公司等民企均已出现关注类贷款，目前企业仍在正常经营，但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 19：截至 2020 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
海晟国际融资租赁有限公司	0.90	国企
青州市宏利水务有限公司	8.23	国企
青州市瑞通投资发展有限公司	2.95	国企
潍坊水务投资有限责任公司	2.99	国企
青州市人民医院	0.13	事业单位
青州市天安化工有限公司	1.38	国企
青州浩中市政工程有限公司	0.30	民企
青州锦程建设投资发展有限公司	1.75	民企
青州市宗艺红木家具厂	0.38	民企

青州尧王制药有限公司	3.03	民企
山东华邦建设集团有限公司	3.40	民企
青州市永力电机有限公司	1.46	民企
山东中辰电力设备有限公司	0.60	民企
潍坊长安铁塔股份有限公司	3.93	民企
合计	31.42	-

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2021年5月27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，但公司征信报告显示公司有一笔展期的农发行借款，借款余额6,350万元，到期日为2022年6月7日，五级分类仍为正常类；另外，公司作为保证人/反担保人存在2.71亿元其他借贷交易还款责任以及1.00亿元关注类担保交易还款责任，系青州市永力电机有限公司、青州尧王制药有限公司、山东中辰电力设备有限公司以及潍坊长安铁塔股份有限公司等被担保企业出现关注类贷款所致。

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。2020年青州市人民政府将青州恒润建设投资发展有限公司100%股权无偿划拨至本公司，增加公司资本公积0.56亿元；

2020年，青州市人民政府将青州市邵庄镇柏泉矿区建筑石料用灰岩矿等6处岩矿经营权无偿划拨至本公司三级子公司城投生态（股东为青州恒瑞投资发展有限公司），上述岩矿经营权评估价值为27.34亿元。

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，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，2020年公司收到财政补贴款4.26亿元，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。2020年青州市财政局拨付的权益性资金合计2.89亿元至公司二级子公司青州恒瑞投资发展有限公司，增加公司资本公积。

增信措施

本次跟踪的债项之一“20青州专项债/20青州债”采用土地使用权抵押担保方式增信，公司以其存货中的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“20青州专项债/20青州债”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。

公司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，相关不动产抵押手续已于2020年6月办理完毕，以保障“20青州专项债/20青州债”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。

表 20：“20 青州专项债/20 青州债”抵押资产情况

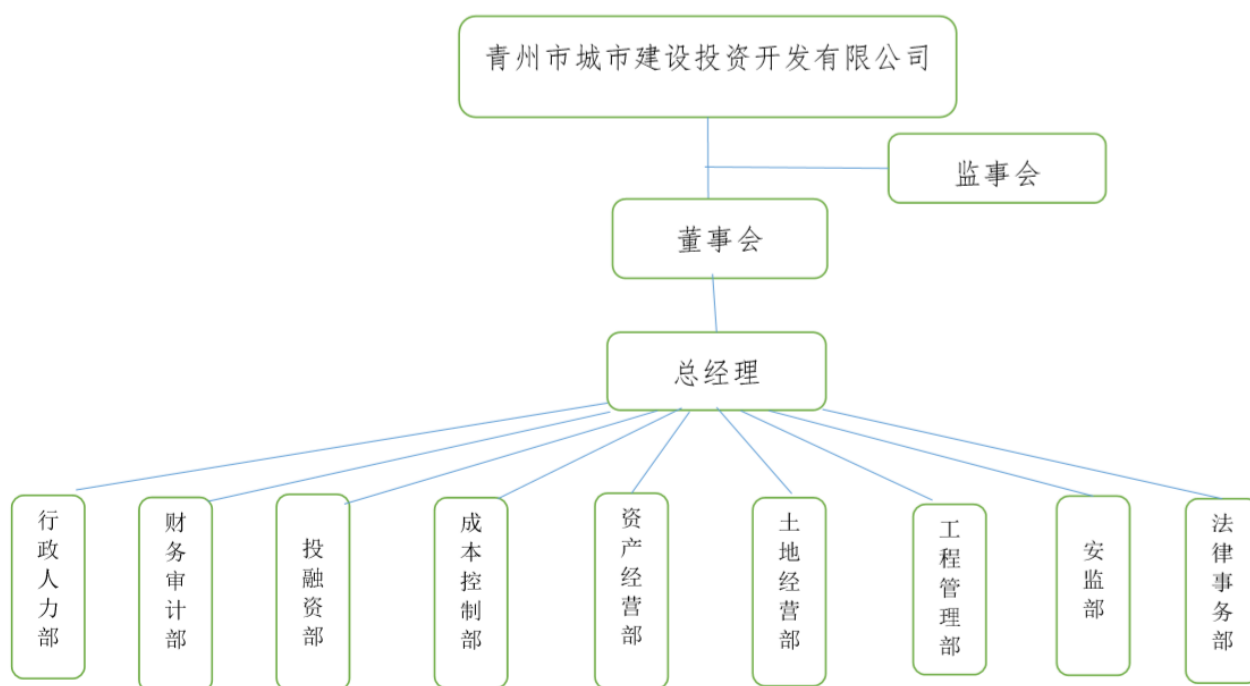
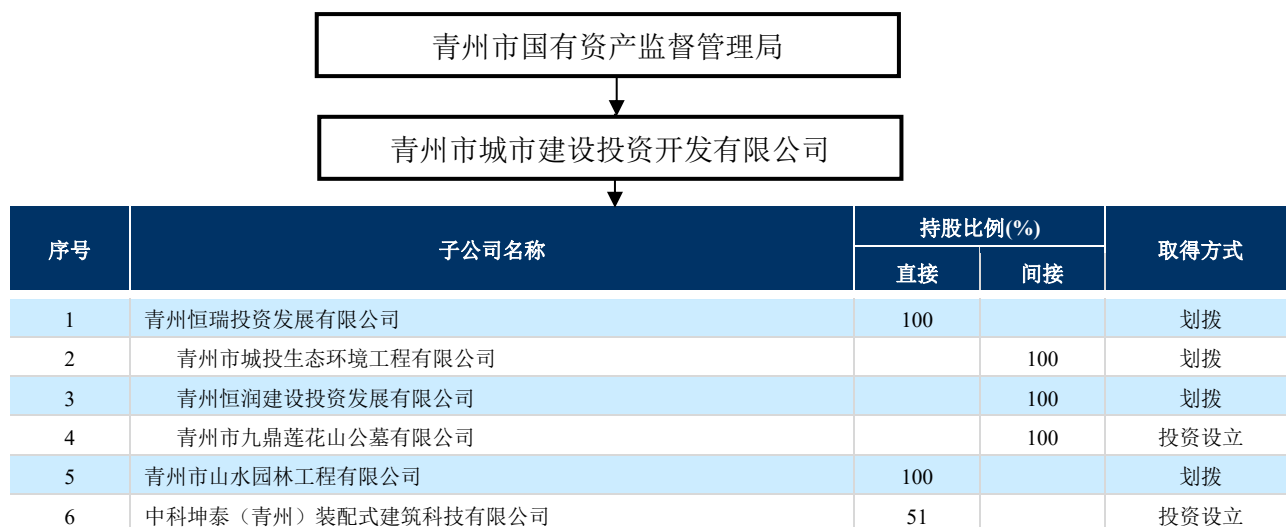
序号	土地权证编号	坐落位置	用地性质	土地用途	土地面积 (万平方米)	评估价值 (万元)
1	青国用(2013)第 03462 号	青州市南环路南侧	出让	商住	12.30	29,514.50
2	青国用(2013)第 012034 号	青州市云门山植物园周边区域	出让	商业、住宅	10.00	30,000.00
3	青国用(2013)第 012035 号	青州市云门山植物园周边区域	出让	商业、住宅	10.00	30,000.00
4	青国用(2013)第 03465 号	青州市南环路北侧	出让	商住	11.08	26,601.77
5	青国用(2013)第 03461 号	青州市南环路南侧	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》

评级结论

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/PR 青投 01”、“17 青州建投债 02/PR 青投 02”的信用等级为 **AA**；维持“20 青州专项债/20 青州债”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及组织结构图（截至 2020 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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	19,295.77	15,403.95	45,220.38
应收账款	98,148.28	108,471.77	141,767.46
其他应收款	210,971.11	250,019.72	280,081.14
存货	1,466,912.02	1,446,749.88	1,524,406.86
长期投资	1,841.00	2,625.00	4,928.19
在建工程	0.00	0.00	2,652.30
无形资产	0.00	0.00	260,729.81
总资产	2,400,064.98	2,455,851.35	2,872,134.11
其他应付款	392,862.84	408,392.58	218,190.84
短期债务	200,271.23	189,664.32	266,233.85
长期债务	337,248.61	398,399.76	615,170.07
总债务	537,519.85	588,064.07	881,403.92
总负债	1,126,332.64	1,180,645.51	1,278,723.20
费用化利息支出	18,216.89	25,545.17	19,247.16
资本化利息支出	26,493.99	39,666.45	46,650.94
实收资本	12,000.00	12,000.00	12,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	91.31
所有者权益合计	1,273,732.33	1,275,205.84	1,593,410.91
营业总收入	164,732.02	179,669.44	159,096.23
经营性业务利润	19,015.60	13,149.78	26,419.20
投资收益	0.00	0.46	0.00
净利润	18,926.14	24,458.10	24,992.27
EBIT	37,143.50	54,654.84	45,322.67
EBITDA	37,248.59	38,733.27	57,716.10
销售商品、提供劳务收到的现金	95,747.41	174,318.69	75,893.76
收到其他与经营活动有关的现金	410,167.32	412,073.15	437,993.99
购买商品、接受劳务支付的现金	86,860.21	167,942.96	66,682.67
支付其他与经营活动有关的现金	481,506.04	459,852.01	424,645.99
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	17,500.02
资本支出	217.79	10.32	2,725.09
经营活动产生现金净流量	-64,819.00	-43,433.62	16,509.70
投资活动产生现金净流量	-215.74	-718.86	-3,751.61
筹资活动产生现金净流量	-35,846.79	45,049.52	16,053.34
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	8.82	13.09	7.40
期间费用率(%)	11.49	16.02	14.62
应收类款项/总资产(%)	12.88	14.60	14.69
收现比(%)	0.58	0.97	0.48
总资产收益率(%)	1.65	2.25	1.69
资产负债率(%)	46.93	48.07	44.52
总资本化比率(%)	29.68	31.56	35.61
短期债务/总债务(%)	37.26	0.32	0.30
FFO/总债务(X)	0.03	0.06	0.07
FFO 利息倍数(X)	0.33	0.56	0.87
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.45	-0.67	0.25
总债务/EBITDA(X)	14.43	15.18	15.27
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.20	0.22
货币资金/短期债务(X)	0.10	0.08	0.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.83	0.59	0.88

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年审计报告及 2020 年审计报告整理；2、中诚信国际将公司“其他非流动负债”、“长期应付款”、“其他流动负债”纳入有息债务核算、2019 年“应付债券”中实际于 2020 年到期的部分纳入短期债务核算；3、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。