

潍坊滨海投资发展有限公司

2019 年城市地下综合管廊建设 专项债券(第一期)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
【119】号 01

分析师

姓名：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@cspengyuan.com

评级日期：
2019年03月27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

潍坊滨海投资发展有限公司 2019 年 城市地下综合管廊建设专项债券（第一期）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：10 亿元（总规模不超 30 亿元，分期发行） 评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：按年付息，债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别偿还发行总额的 20%

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”）对潍坊滨海投资发展有限公司（以下简称“潍坊滨投”或“公司”）本次拟发行 10 亿元城市地下综合管廊建设专项债券（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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司未来业务收入较有保障，且获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱、资金支出压力较大、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。近年来，潍坊市及滨海经济技术开发区（以下简称“滨海开发区”）经济保持快速增长，2017 年潍坊市完成地区生产总值 5,858.60 亿元，2015-2017 年增长率分别为 8.3%、8.0%及 7.0%；同期滨海开发区完成地区生产总值 321.76 亿元，2015-2017 年增长率分别为 13.2%、8.7%和 7.7%，为公司发展提供了良好基础。
- 未来业务收入较有保障。公司负责滨海开发区内基础设施建设和土地整理等工作，均与当地政府签订代建协议，截至 2017 年末，公司在建基础设施项目的账面金额达 82.03 亿元，土地储备面积 4,938.11 万平方米，未来业务收入较有保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2017 年，当地政府通过资本金注入的方式增加公司资本公积 164.41 亿元，有效提升了公司的资本实力；此外，2015-2017 年公司共获得财政补贴 7.14 亿元，提高了公司的利润水平。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货中土地资产面积 4,938.11 万平方米，账面价值为 405.77 亿元，占资产总额的 61.15%，其中已抵押土地账面价值为 209.38 亿元，占土地资产账面价值的 51.60%，公司资产流动性较弱。
- **在建项目资金支出压力较大。**截至 2017 年末，公司主要在建基础设施项目尚需投资 105.13 亿元，后续资金需求较大，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务共计 244.64 亿元，占负债总额的比重为 81.81%，随着在建项目的持续推进，公司债务压力将进一步加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 43.70 亿元，占所有者权益的比重为 11.99%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标:

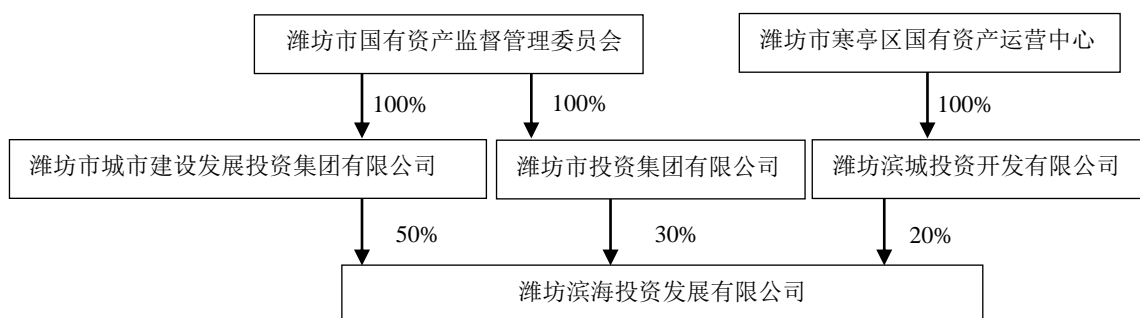
项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	6,635,548.29	5,592,338.06	4,887,310.25
所有者权益（万元）	3,645,342.90	2,842,723.93	2,282,594.02
有息债务（万元）	2,446,405.38	2,065,053.93	2,067,626.33
资产负债率	45.06%	49.17%	53.30%
流动比率	4.93	5.35	5.07
营业收入（万元）	474,560.36	379,260.64	315,896.39
政府补助（万元）	19,554.21	17,152.46	34,658.85
利润总额（万元）	96,330.21	78,459.44	67,557.42
综合毛利率	16.34%	16.35%	11.92%
EBITDA（万元）	105,331.45	83,384.99	72,889.33
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.63	0.70
经营活动现金流净额（万元）	-649,060.07	-162,203.15	25,957.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2005年8月18日，系经潍坊市政府批准设立，由潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、潍坊市投资集团有限公司（简称“市投资公司”）共同以货币出资组建的有限责任公司，初始注册资本为1,000万元。后经多次增资与股权变更，截至2018年末，公司注册资本为1亿元，潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、潍坊市投资集团有限公司和潍坊滨城投资开发有限公司分别持股50.00%、30.00%和20.00%，潍坊市国资委为公司的实际控制人，截至2018年末，公司股权及控制关系如下图所示：

图 1 截至 2018 年末公司股权结构



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为潍坊市重要的基础设施投资建设主体，主要负责滨海开发区内土地整理、基础设施建设及国有资产经营管理等业务。截至2017年末，公司拥有控股子公司15家，具体如下表所示。

表1 截至 2017 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
潍坊滨海海宁物业服务有限公司	500	100.00%	物业服务
潍坊滨海海安置业有限公司	10,000	100.00%	房地产开发经营及中介
潍坊滨海希望城投资控股有限公司	10,000	100.00%	科教创新园区内项目整体规划、设计、投资建设及资产管理运营
潍坊滨海绿城苗木实验培育基地有限公司	1,000	100.00%	苗木试验培训基地
潍坊滨海国际影城有限公司	3,000	100.00%	影城项目规划、设计、投资、建设、引进、管理。
潍坊欢乐海投资有限公司	5,000	100.00%	投资文化产业、投资基金管理等
潍坊滨海阳光会所管理有限公司	500	100.00%	酒店服务

潍坊滨海海德房产营销有限公司	100	100.00%	房地产营销及租赁
潍坊滨海阳光食府餐饮管理有限公司	100	100.00%	酒店服务
潍坊北海轻轨发展有限公司	10,000	70.00%	轻轨线路的投资、建设、运营、维护及配套服务
山东滨海弘润投资建设有限公司	20,000	51.00%	投资建设
潍坊滨海蓝海水务发展有限公司	10,000	100.00%	水利基础设施开发建设及经营管理
潍坊滨海新城开发建设有限公司	5,000	100.00%	投资建设
潍坊滨海阳光港丽湾餐饮管理有限公司	500	100.00%	酒店服务
潍坊绿海林业发展有限责任公司	3,000	63.33%	盐碱环境生态化治理的研究和实验、盐生植物的作物化筛选驯化等

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为663.55亿元，所有者权益为364.53亿元，资产负债率为45.06%；2017年度，公司实现营业收入47.46亿元，利润总额9.63亿元，经营活动现金净流出64.91亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年第一期潍坊滨海投资发展有限公司城市地下综合管廊建设专项债券；

发行总额：10亿元（总规模不超过30亿元¹，分期发行）；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：每年付息一次，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末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，第3年至第7年利息随当年兑付的本金部分一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金 10 亿元，其中 6 亿元用于潍坊滨海经济开发区城市地下综合管廊建设项目，4 亿元用于补充流动资金，具体用途及金额如下表所示：

表2 本期债券募集资金使用安排具体情况（单位：亿元）

序号	资金用途	总投资	募集资金投资额	占项目总投资额比例	本期债券募集资金投资额
1	地下综合管廊项目	44.53	18.00	40.42%	6.00
2	补充营运资金	-	12.00	-	4.00

¹ 公司已于 2018 年 12 月 25 日在银行间债券市场发行“18 潍滨专项债 01”，发行规模 10 亿元。

合计	44.53	30.00	-	10.00
----	-------	-------	---	-------

资料来源：公司提供

（1）项目建设内容

该项目规划建设地下综合管廊 36.67km，管廊截面尺寸 2.8m×2.5m，管廊内包含燃气、电气、电信、给水等管道。工程内容详见下表：

表3 地下综合管廊项目的具体施工内容

编号	道路名称	起点	终点	长度（km）
1	海惠路	荣乌高速	海港路	15
2	香江东街	海汇东路	利民河	4.8
3	珠江东街	海汇东路	利民河	4.8
4	海港路	海汇东路	虞河	6.24
5	规划路	海汇东路	虞河	5.83
-	合计	-	-	36.67

资料来源：公司提供

（2）项目审批情况

该项目已获得的批复情况如下：

表4 地下综合管廊项目的审批核准情况

批文名称	发文机关	印发时间
《关于潍坊潍坊滨海投资发展有限公司潍坊滨海经济技术开发区地下综合管廊建设项目核准的批复》	潍坊滨海经开区经济发展局	2017/04/06
《固定资产投资节能登记表》	潍坊滨海经开区经济发展局	2016/09/12
《关于潍坊市滨海经济技术开发区城市地下综合管廊建设工程环境影响报告表的批复》	潍坊滨海经开区环保局	2017/02/06
《说明》	潍坊市规划局滨海分局	2017/01/22
《说明》	潍坊市国土资源局滨海分局	2017/01/11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（3）项目进度及安排

该项目建设期计划为24个月，拟于2017年4月份开工建设，预计2019年3月工程全部竣工。实际工期来看，该项目于2018年12月正式开工，预计于2020年11月完工。截至2019年3月25日，该项目已累计投入4.59亿元，约占总投资额10.31%，完成了施工项目管道沿线拆迁、土方开挖和垫层、防水等前期工作，目前正在进行海惠路段施工工作。

（4）项目收益

根据国家发展改革委、住房和城乡建设部关于《城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》（发改价格[2015]2754号），城市地下综合管廊有偿使用费包括入廊费和日

常维护费。入廊费主要用于弥补管廊建设成本，由入廊管线单位向管廊建设运营单位一次性支付或分期支付。日常维护费主要用于弥补管廊日常维护、管理支出，由入廊管线单位按确定的计费周期向管廊运营单位逐期支付。

该项目建成后，将由公司负责管廊运营服务。根据山东广信达土地房地产资产评估项目管理有限公司出具的可研报告，入廊费共计15.26亿元，分7年缴纳，日常维护费共计89.32亿元，需在运营期限内每年缴纳，具体取费标准如下表所示。该项目运营期内总收入预计为104.57亿元，运营成本为14.05亿元，营业税金及附加7.09亿元，项目净收益为83.43亿元。经测算，该项目财务内部收益率6.94%，净现值为31.63亿元。但我们也关注到，公司尚未与各管线使用单位签订正式入廊协议，未来管廊使用单位数量及实际收费的定价尚待市场检验，管廊收入存在一定的不确定性。

表5 入廊费的标准明细

管线	电力	电信	给水	污水	供热	合计
长度（米）	36,370	36,370	36,370	36,370	36,370	-
数量（根）	25	30	1	1	2	-
费用（元/米）	650	750	850	750	800	-
合计（亿元）	5.91	8.18	0.31	0.27	0.58	15.26

注：入廊费=长度×费用×数量

资料来源：《潍坊滨海经济技术开发区地下综合管廊建设项目的可行性研究报告》

表6 日常维护费的标准明细

管线	电力	电信	给水	污水	供热	合计
长度（米）	36,370	36,370	36,370	36,370	36,370	-
数量（根）	25	30	1	1	2	-
费用（万元/年）	598	423	890	969	1,200	-
运营年限（年）	28	28	28	28	28	-
合计（亿元）	41.86	35.53	2.49	2.71	6.72	89.32

注：日常维护费=费用×数量×运营年限

资料来源：《潍坊滨海经济技术开发区地下综合管廊建设项目的可行性研究报告》

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7 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	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时, 严格限定政府购买服务的范围, 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
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

近年潍坊市及滨海开发区经济实力均逐步增强, 固定资产投资力度较大, 为公司发展提供了良好的基础

潍坊市位于山东半岛中部, 地理位置较为优越, 南依沂山, 北濒渤海, 扼山东内陆腹地通往半岛地区的咽喉, 胶济铁路横贯市境东西; 东连青岛、烟台, 西接淄博、东营, 南临临沂、日照, 是山东地区的主要交通枢纽, 也是山东半岛蓝色经济区、黄河三角洲高效

生态经济区及山东省胶东半岛高端产业聚集区的重点城市之一，区位优势明显。潍坊市总面积15,859平方公里，下辖4区（潍城、奎文、坊子、寒亭）2县（临朐、昌乐）6市（青州、诸城、寿光、高密、昌邑、安丘），另有高新技术产业开发区（简称“高新开发区”）、滨海开发区、峡山生态经济开发区（简称“峡山生态区”）和综合保税区4个开发区。截至2017年末，全市常住人口936.3万人。

近年来潍坊市经济发展较快，已形成机械装备制造、生物医药、纺织服装、海洋化工、造纸包装等产业体系，拥有潍柴控股集团有限公司、山东福田重工股份有限公司、山东海化集团、山东晨鸣纸业集团股份有限公司等一批优秀企业。2017年，潍坊市地区生产总值为5,858.60亿元，按可比口径，同比增长7.0%，但增速有所放缓。其中，一、二、三产业增加值分别为493.30亿元、2,671.30亿元和2,694.00亿元，同比分别增长3.5%、5.8%和8.9%，三次产业结构从2015年的8.8：48.2：43.0调整为2017年的8.4：45.6：46.0，第三产业发展相对较快，产业结构更趋合理。2017年潍坊市人均地区生产总值为62,592元，为全国人均地区生产总值的1.05倍。

近年来潍坊市固定资产投资规模较大，2015-2016年分别为4,516.70亿元和5,112.50亿元，增速维持在13%以上。2017年潍坊市政府围绕制造业、现代服务业、现代农业、基础设施、社会民生等五大领域，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%。此外，政府大力推广PPP模式，建立全市基础设施和公用事业PPP项目库，谋划储备社会资本参与公用事业建设项目100个，总投资1,175亿元，吸引社会资本956亿元，新签约项目39个，吸引社会资本301亿元，对地区经济总量增长的拉动作用较大。

近年来潍坊市社会消费品零售总额增速虽有所放缓，但增长率维持在8%以上，2017年全市社会消费品零售总额达2,737.90亿元，其中，商品零售2,463.50亿元，增长8.4%；餐饮收入274.40亿元，增长13.0%。全市社会货物物流总额20,381.2亿元，增长9.0%。近几年潍坊市不断出台相关刺激政策诸如《促进外贸稳定发展实施方案》、《潍坊市实施捆绑营销开拓海外市场工作方案》、《潍坊市促进外贸稳定增长和转型升级政策措施》、《关于构建新体制培育新优势加快全市开放发展的意见》等，使得地区进出口总额保持较快增长，2015-2017年潍坊市进出口总额分别为189.30亿美元、180.05亿美元和224.98亿美元，同比分别增长6.5%、6.3%和17.1%，增速分别高于同期全省19.2个百分点、2.8个百分点和1.9个百分点。此外，潍坊市近年来各项存款余额和贷款余额呈现不断增长趋势，金融机构基本保持良性运行，有助于推动地区经济活跃与城市化建设的提升。

表8 2015-2017年潍坊市经济发展情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年	2015年
----	-------	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,858.60	7.0%	5,522.70	8.0%	5,170.50	8.3%
第一产业增加值	493.30	3.5%	475.30	4.1%	455.10	4.1%
第二产业增加值	2,671.30	5.8%	2,559.80	7.6%	2,490.80	7.9%
第三产业增加值	2,694.00	8.9%	2,487.60	9.2%	2,224.60	9.8%
固定资产投资	-	-	5,112.50	13.2%	4,516.70	13.9%
社会消费品零售总额	2,737.90	8.9%	2,514.90	10.4%	2,277.50	10.6%
进出口总额（亿美元）	224.98	17.1%	180.05	6.3%	189.30	6.5%
存款余额	7,613.10	7.3%	7,094.80	14.1%	6,217.60	11.7%
贷款余额	5,388.60	9.9%	4,906.00	3.1%	4,760.40	7.0%
人均 GDP（元）		62,592		59,275		55,824
人均 GDP/全国人均 GDP		1.05		1.10		1.13

注：1）上述增长率，均为可比口径；

2）2016 年潍坊市进出口总额为 1,249 亿元人民币，增速为 6.3%。按照 2016 年 12 月 31 日人民币汇率中间价 1 美元=6.9370 人民币折算，进出口总额约为 180.05 亿美元；2017 年潍坊市进出口总额为 1,463.80 亿元人民币，增速为 17.1%。按照 2017 年 12 月 31 日人民币汇率中间价 1 美元=6.5063 人民币折算，进出口总额约为 224.98 亿美元。

资料来源：2015-2017 年潍坊市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

潍坊市公共财政实力稳步增强且财政自给率较高。2017 年潍坊市实现公共财政收入 539.12 亿元，同比增长 3.37%，其中税收收入 407.57 亿元，占公共财政收入比重为 75.60%；实现政府性基金收入 429.70 亿元，同比增长 29.23%；同期潍坊市公共财政支出为 678.39 亿元，同比增长 6.40%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 26.53%。

滨海开发区位于潍坊市东北部，渤海莱州湾南岸，紧邻坊子、奎文、潍城三区及高新开发区，是潍坊市沿海产业发展带和城市发展轴的交汇点，也是潍坊沿海开发战略的核心地带，2010 年 4 月获批成为国家级经济技术开发区。滨海开发区全区面积 1,200 平方公里，辖寒亭经济技术开发区、杨家埠旅游开发区和 6 个街道。

滨海开发区交通便利，是连接省会济南与山东半岛东部沿海地区的中间枢纽，其中距青岛市 178 公里、济南市 200 公里，此外益羊铁路直达区内、德烟铁路横贯东西，环渤海荣乌高速公路、济青高速公路、新海路、大沂路、大九路、北海路等公路干线过境而过，并有潍坊港及潍坊机场通航国内外，交通运输较便利。滨海开发区资源丰富，陆域面积 677 平方公里，海岸线长 69 公里，浅海滩涂 20 余万亩，地下卤水、石油、天然气、地热、风能等资源丰富，为全国最大的盐溴生产基地及全国最大的生态海洋化工生产和出口创汇基地，先后被确定为“国家科技兴贸创新基地”、“全国科技兴海示范区”和“国家生态工业示范园区”。

近年来滨海开发区经济发展较快，目前已经形成盐化工、机械制造业、铸造业、纺织印染业、农产品加工业等产业体系，2015-2017 年分别较上年增长 13.2%、8.7%和 7.7%，

2017年滨海开发区地区生产总值达到321.76亿元，其中，一、二、三产业增加值分别为5.54亿元、256.25亿元和59.97亿元，分别较上年增长4.2%、8.2%和5.9%。从产业结构来看，三次产业结构从2015年的1.69:82.24:16.06调整为2017年的1.72:79.64:18.64，以第二产业为主，同时受旅游、物流及配套服务业拉动影响，第三产业占比有所提升。此外，近几年滨海开发区固定资产投资规模较大，且增速均保持8%以上水平，同时社会消费品零售总额增长较快，带动当地经济持续增长。近年来全区进出口总额逐年增长，尤其2017年在出口大幅提升的带动下增速较快，考虑外贸受国际政治局势及贸易政策等因素影响较大，未来或出现一定波动。

表9 2015-2017年滨海开发区经济发展主要指标（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	321.76	7.7%	303.32	8.7%	290.38	13.2%
第一产业增加值	5.54	4.2%	5.05	2.6%	4.92	3.9%
第二产业增加值	256.25	8.2%	242.01	9.0%	238.82	14.5%
第三产业增加值	59.97	5.9%	56.26	7.5%	46.64	6.6%
规模以上固定资产投资额	440.00	8.0%	430.38	16.0%	380.14	18.0%
社会消费品零售总额	26.70	12.1%	24.20	14.2%	20.94	13.8%
进出口总额（亿美元）	25.91	99.0%	12.46	5.8%	12.40	6.0%
存款余额	141.15	3.8%	136.10	15.2%	118.20	14.5%
贷款余额	59.46	20.3%	49.40	-18.6%	60.70	1.6%

注：2016年滨海开发区进出口总额为86.41亿元人民币，增速为5.8%。按照2016年12月31日人民币汇率中间价1美元=6.9370人民币折算，进出口总额约为12.46亿美元；2017年滨海开发区进出口总额为168.57亿元人民币，增速为99.0%。按照2017年12月31日人民币汇率中间价1美元=6.5063人民币折算，进出口总额约为25.91亿美元。

资料来源：潍坊市滨海开发区统计局及公司提供，中证鹏元整理

滨海开发区公共财政收入持续增长，且财政自给率较高。2017年滨海开发区实现公共财政收入34.94亿元，同比增长5.69%，其中税收收入27.57亿元，占公共财政收入比重为78.91%；实现政府性基金收入120.64亿元，同比增长10.79%；同期滨海开发区公共财政支出为23.72亿元，同比增长4.82%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为147.30%。

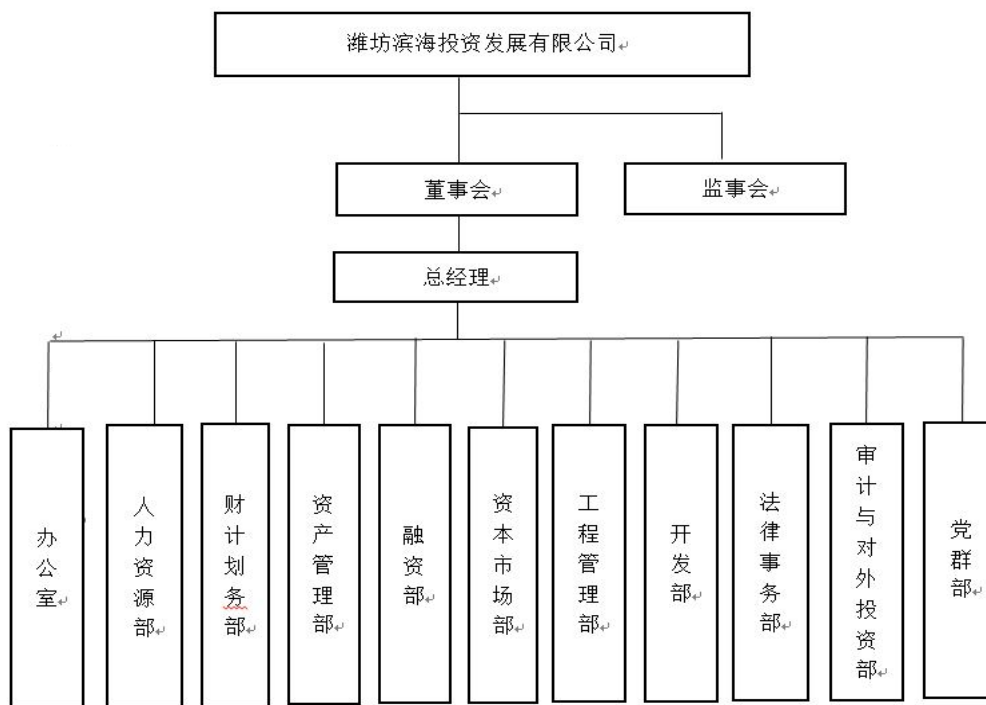
五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，并建立了较为完善的公司治理结构和治理制度。公司设立股东会，股东会是公司的权力机构，

股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。公司设董事会，董事会为公司的决策机构，由7名成员构成，其中设董事长1人，由董事会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，可连选连任。公司设监事会，由5名成员构成，其中三家股东各委派1名，另有职工代表2名，职工代表监事由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席1人，由监事会选举产生。监事每届任期三年，任期届满，可连选连任。近年公司“三会”制度运行良好，各成员均能按照公司章程及相关议事规则行使权利，确保了公司的正常经营和持续发展。

日常管理方面，公司设总经理一名，由董事长提名，董事会聘任，下设办公室、人力资源部、财务计划部、资产管理部、融资部、资本市场部、工程管理部、开发部等职能部门，总体来看，公司各职能部门间分工明确且保持着良好的协作关系，且不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

图 2 截至 2017 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为潍坊市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事滨海开发区基础设施建设和土地整理开发业务，2015-2017年二者合计占营业收入的比重均在90%以上；此外，随着

公司基础设施项目投资增多，政府使用上述资产并每年向公司支付资产使用费增长较快，近三年资产使用费年均复合增长率为89.74%；其他收入包括房地产开发、物业、资金使用费及少量施工收入，规模相对较小。具体营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表10 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	220,392.33	11.18%	193,433.22	9.68%	161,449.89	10.14%
基础设施建设收入	213,017.11	10.52%	154,255.39	10.59%	135,707.22	10.35%
资产使用费	36,000.00	80.33%	30,000.00	88.01%	10,000.00	64.04%
其他	5,150.92	30.51%	1,572.03	35.86%	8,739.28	9.56%
营业收入合计	474,560.36	16.34%	379,260.64	16.35%	315,896.39	11.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

土地开发整理业务为公司收入的主要来源，近年来该业务增长较快，但收入规模易受政府土地总体规划及当地招商引资情况影响

公司主要负责滨海开发区内的土地整理项目，前期根据公司与滨海开发区管委会签订的《滨海开发区土地整理开发投资建设与转让（BT）合作协议书》，公司按照滨海开发区土地利用总体规划、城市规划、土地开发整理专项规划确定的目标和用途等对土地状况进行改造，在整理完成达到出让条件后移交给滨海开发区管委会，滨海开发区管委会以回购方式向公司支付回购款。管委会支付的回购款包括公司前期取得的土地成本和整理支出之和再加5%-15%的利润。具体来看，公司以招拍挂的方式从管委会取得土地并办理土地使用权证，计入存货的土地储备成本，后续进行土地整理，根据土地回购协议书，待土地整理完成，将土地移交管委会，管委会确认回购金额，同时公司确认土地整理收入。2015-2017年公司土地整理收入增长较快，分别为16.14亿元、19.34亿元和22.04亿元，复合增长率为16.84%，具体如下表所示。2015-2017年公司土地整理毛利率分别为10.14%、9.68%和11.18%，受土地性质、位置及出让价格变化影响，近年土地整理业务毛利率有所波动。

表11 2015-2017 年公司土地整理收入明细（单位：平方米、万元）

年份	地块	土地性质	面积	收入
2015年	潍国用(2010)第 G029 号	工业用地	7,066,628.00	161,449.89
	合计	-	7,066,628.00	161,449.89
2016年	潍国用（2008）第 G051 号	工业用地	7,960,920.00	193,433.22
	合计	-	7,960,920.00	193,433.22
2017年	潍国用(2007)第 C217 号	商业用地	57,625.00	2,921.17
	潍国用(2008)第 C055 号	城镇住宅用地	177,565.00	7,650.59

潍国用(2007)第 C181 号	商业用地	46,843.00	2,204.38
潍国用(2009)第 G023 号	批发零售用地	25,897.00	1,333.70
潍国用(2009)第 G083 号	商务金融用地	225,057.00	10,672.26
潍国用(2009)第 G085 号	商务金融用地	279,900.00	13,272.92
潍国用(2009)第 G088 号	商务金融用地	47,874.00	2,465.51
潍国用(2009)第 G226 号	批发零售	276,503.00	13,111.84
潍国用(2009)第 G228 号	批发零售	329,408.00	15,620.60
潍国用(2009)第 G209 号	批发零售	311,112.00	14,753.00
潍国用(2009)第 G214 号	批发零售	419,765.00	22,288.75
潍国用(2010)第 G118 号	商务金融用地	135,405.00	6,973.36
潍国用(2009)第 G079 号	商务金融用地	37,425.00	1,987.20
潍国用(2008)第 G050 号	工业用地	652,634.00	16,414.68
潍国用(2009)第 G225 号	批发零售	297,052.00	14,086.28
潍国用(2009)第 G087 号	商务金融用地	6,526.00	336.09
潍国用(2011)第 G082 号	商务金融用地	149,192.00	6,411.15
潍国用(2011)第 G081 号	商务金融用地	147,937.00	6,357.21
潍国用(2011)第 G080 号	商务金融用地	149,331.00	6,417.12
潍国用(2010)第 G168 号	城镇住宅	59,596.00	2,560.99
潍国用(2010)第 G167 号	城镇住宅	50,341.00	2,163.28
潍国用(2010)第 G169 号	城镇住宅	53,296.00	2,290.26
潍国用(2012)第 G026 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G219 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G115 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G113 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G111 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G112 号	城镇住宅	147,000.00	5,859.04
潍国用(2011)第 G124 号	城镇住宅	146,667.00	5,845.77
潍国用(2011)第 G073 号	商务金融用地	148,188.00	7,100.00
合计	-	5,113,139.00	220,392.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司拥有土地储备面积4,938.11万平方米，为公司持续取得土地整理收入提供一定保障。考虑到该业务收入规模易受政府土地总体规划及当地招商引资情况影响，未来或存在一定波动。

公司承担了滨海开发区大量的基础设施建设工作，公司基础设施建设收入较有保障，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响；公司在建项目资金需求较大，面临较大的资金压力

公司作为潍坊市重要的基础设施建设主体，近年来主要负责滨海开发区内包括市政道

路、桥涵、雨污水管线、水系建设、绿化景观建设等基础设施建设和沿海防护堤建设，根据公司与滨海开发区管委会签订的《潍坊市滨海经济开发区基础设施工程投资建设与转让合作协议》，滨海开发区管委会按照工程完工进度，依据建设成本加成5%-15%的利润，扣除税费后以财政拨款的形式将工程进度款拨付给公司。工程建设成本主要包括基础设施建设费用、项目前期费用和拆迁费用等。2015-2017年，公司分别实现基础设施建设收入135,707.22万元、154,255.39万元和213,017.11万元，毛利率分别为10.35%、10.59%和10.52%，具体明细如下表所示。考虑到该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度、政府回购安排及财政拨付政策影响，或存在一定的波动。

表12 2015-2017年公司基础设施建设收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
道路建设收入	190,538.15	10.46%	138,559.28	10.64%	73,691.44	10.77%
沿海防护堤收入	8,773.97	10.75%	5,825.11	10.05%	30,939.45	10.25%
河道治理及管网收入	13,704.99	11.24%	9,871.00	10.24%	31,076.33	9.44%
合计	213,017.11	10.52%	154,255.39	10.59%	135,707.22	10.35%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

项目区道路建设项目具体为代建滨海开发区内新海大街、海惠路、渤海大街、海河路等项目。该项目预计总投资179.28亿元，总回购款为195.86亿元，截至2017年末，累计已投资155.21亿元，累计已回款98.36亿元。近年该项目收入持续较快增长，2015-2017年公司分别确认项目区道路建设收入7.37亿元、13.86亿元和19.05亿元，毛利率分别为10.77%、10.64%和10.46%。

沿海防护堤项目具体为滨海开发区北部沿海31.34km的防护工程建设，包括防护堤主体工程，防潮闸工程和给排水及消防设施、供电照明设施、通信及调度系统等配套工程。该项目预计总投资61.56亿元，总回购款为68.24亿元，截至2017年末，累计已投资32.79亿元，累计已回款23.80亿元。受施工进度影响，2015-2017年公司沿海防护堤收入及毛利率均有所波动，分别确认收入3.09亿元、0.58亿元和0.88亿元，毛利率分别为10.25%、10.05%和10.75%。

河道治理及管网项目具体为治理滨海开发区内白浪河、弥河以及建设区内进水排水管道。该项目预计总投资57.41亿元，总回购款为64.87亿元，截至2017年末，累计已投资49.65亿元，累计已回款17.16亿元。受项目施工进度影响所致，2015-2017年公司河道及管网收入有所下降，分别为3.11亿元、0.99亿元和1.37亿元，毛利率分别为9.44%、10.24%和11.24%。

表13 截至 2017 年末公司基础设施建设累计投资及款项收回情况（单位：亿元）

工程名称	具体内容	总投资	总回购款	截至 2017 年末已投资额	截至 2017 年末已收回款	2015-2017 年累计确认收入
项目区道路建设	新海大街、海惠路、渤海大街、海河路等滨海开发区区内道路	179.28	195.86	155.21	98.36	40.28
沿海防护堤	滨海开发区北部沿海建设全长 31.34KM	61.56	68.24	32.79	23.80	4.55
河道治理及管网	治理滨海开发区内白浪河、弥河以及建设区内进水排水管道	57.41	64.87	49.65	17.16	5.47
合计		298.25	328.97	237.65	139.32	50.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资342.78亿元，已投资237.65亿元，尚需投资105.13亿元，未来存在较大的资金压力。

表14 截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目明细（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	开工日期	预计完工日期	建设资金来源	是否回购
项目区道路建设	新海大街、海惠路、渤海大街、海河路等滨海开发区区内道路	179.28	155.21	2007.12	2020.09	自筹	是
沿海防护堤	滨海开发区北部沿海建设全长 31.34KM	61.56	32.79	2009.03	2019.08	自筹	是
河道治理及管网	治理开发区内白浪河、弥河及区内进水排水管道	57.41	49.65	2008.11	2019.11	自筹	是
地下综合管廊项目	建设地下综合管廊 36.67km	44.53	0.00	2017.04	2019.03	自筹	否
合计	-	342.78	237.65	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外公司还涉足资产使用费收取、房地产开发、物业及施工等业务，主要服务于滨海开发区配套项目建设，规模均较小。

近几年公司投资开发滨海开发区道路、沿海防护堤工程及河道治理及管网规模不断扩大，滨海开发区财政局使用上述资产并每年向公司支付资产使用费。2015-2017年收到财政局拨付的资产使用费收入分别为10,000.00万元、30,000.00万元和36,000.00万元。

公司具有房地产开发四级资质，自2008年开展房地产开发业务，该业务主要为滨海开发区内企业或学校提供配套，占公司营业收入的比重较小，2015-2017年房地产开发收入分别占当年营业收入的2.73%、0.40%和0.40%。截至2017年末，公司在售房地产项目为滨

海职工家园，该项目预计总投资5.97亿元，目前基本处于完工阶段，计入存货科目，账面价值4.05亿元，其中开发成本3.72亿元及房地产产品0.33亿元，未来仍可为公司带来一定的销售收入。由于房屋售价由滨海开发区管委会限定，价格相对较低，公司该业务板块盈利空间较小。

截至2017年末，公司主要在建房地产项目为滨发商务中心及海安项目，其中滨发商务中心项目为商业办公楼，于2017年8月开工，建设期为24个月，预计总投资为7.20亿元，截至2017年末该项目已投资0.17亿元；海安项目为商品房项目，于2012年4月开工，预计2018年底竣工，截至2017年末，该项目已投资8.36亿元，上述两个项目未来尚需投资7.37万元，但随着后续项目完工，也将为公司带来一定的收入。具体明细如下表所示。

表15 截至2017年末公司主要在建房地产项目明细（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	开工日期	预计完工日期	建设资金来源	项目类型
滨发商务中心	建设中央城区商务办公楼	7.20	0.17	2017.08	2019.07	自筹	商务+自用
海安在水一方	建设住宅小区	8.70	8.36	2012.04	2018.12	自筹	商品房
合计	-	15.90	8.53	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

子公司潍坊滨海海宁物业服务有限公司为职工家园提供物业管理服务，经营时间尚短，目前处于亏损状态。2017年新增子公司潍坊绿海林业发展有限责任公司因开展工程施工产生少量施工收入。

公司持续获得较大程度的外部支持，有效提升了公司的资本实力及利润水平

由于公司在滨海开发区基础设施建设中的重要地位，近年来，地方政府在资本金注入及财政补贴等方面给予公司大力支持。2015-2017年，滨海开发区管委会通过资本金注入的方式增加公司资本公积164.41亿元，有效提升了公司资本实力。财政补贴方面，2015-2017年滨海开发区财政局向公司拨付补助资金合计7.14亿元，具体如下表所示。

表16 2015-2017年公司获得的政府支持情况（单位：万元）

资产类别	依据文件	账面价值
资本金	潍滨管字[2015]9号	497,561.65
资本金	《潍坊滨海经济技术开发区管委会关于拨付潍坊滨海投资发展有限公司资本性投入资金的通知》	499,196.28
资本金	潍滨管字[2017]12号	
资本金	潍滨管字[2017]13号	647,293.71
资本金	潍滨管字[2017]14号	
	合计	1,644,051.64

补贴金额	依据文件	合计
29,658.85	潍滨财指字[2015]115号	34,658.85
5,000.00	潍滨财指字[2015]129号	
3,870.32	潍滨财指字[2016]121号	17,152.46
13,282.14	潍滨财指字[2016]126号	
4,700.00	潍滨财指字[2017]687号（水资源补助）	19,554.21
14,854.21	潍滨财指字[2017]682号	
	合计	71,365.52

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中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年，公司合并报表范围变化情况如下表所示：

表17 2015-2017年公司合并范围变化情况

项目	是否纳入合并报表范围		
	2017年	2016年	2015年
潍坊滨海海宁物业服务有限公司	√	√	√
潍坊滨海海安置业有限公司	√	√	√
潍坊滨海希望城投资控股有限公司	√	√	√
潍坊滨海绿城苗木实验培育基地有限公司	√	√	√
潍坊滨海国际影城有限公司	√	√	√
潍坊欢乐海投资有限公司	√	√	√
潍坊滨海阳光会所管理有限公司	√	√	√
潍坊滨海海德房产营销有限公司	√	√	√
潍坊滨海阳光食府餐饮管理有限公司	√	√	√
潍坊北海轻轨发展有限公司	√	√	√
山东滨海弘润投资建设有限公司	√	√	√
潍坊滨海蓝海水务发展有限公司	√	√	√
潍坊滨海新城开发建设有限公司	√	√	√
潍坊滨海阳光港丽湾餐饮管理有限公司	√	√	√
潍坊绿海林业发展有限责任公司	√	×	×

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但以土地资产为主，且部分土地已用于抵押，整体流动性较弱

近年来，公司资产规模快速增长，2015-2017年末公司资产总额复合增长率为16.52%。资产构成以流动资产为主，2015-2017年末流动资产占总资产的比重分别为81.02%、81.34%和82.54%。

表18 2015-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,002,454.90	15.11%	1,106,693.16	19.79%	1,215,819.98	24.88%
其他应收款	269,891.66	4.07%	168,615.49	3.02%	189,971.05	3.89%
存货	4,182,528.53	63.03%	3,273,646.88	58.54%	2,553,925.18	52.26%
流动资产合计	5,476,880.12	82.54%	4,548,955.53	81.34%	3,959,716.22	81.02%
可供出售金融资产	85,748.50	1.29%	23,900.00	0.43%	23,900.00	0.49%
固定资产	199,932.24	3.01%	190,311.54	3.40%	96,980.23	1.98%
在建工程	822,429.38	12.39%	809,984.67	14.48%	789,206.26	16.15%
非流动资产合计	1,158,668.17	17.46%	1,043,382.53	18.66%	927,594.03	18.98%
资产总计	6,635,548.29	100.00%	5,592,338.06	100.00%	4,887,310.25	100.00%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。近年公司融资规模持续较大，公司货币资金较多，但随着业务投资支出增大，金额略有下降，截至2017年末，公司货币资金为100.25亿元，主要系银行存款，其中使用受限的货币资金为7.79亿元，包括承兑保证金3.14亿元和定期存款4.65亿元。其他应收款主要为应收其他公司的借款及往来款，截至2017年末，公司其他应收款前五名金额合计为14.16亿元，占其他应收款总额的比重为52.47%，分别为应收潍坊滨城建设集团有限公司5.00亿元和山东胜伟控股股份有限公司（简称“胜伟控股”）3.22亿元的借款，应收潍坊市城市建设发展投资集团有限公司2.35亿元、潍坊滨海旅游集团有限公司2.16亿元和潍坊恒和置业有限公司1.43亿的往来款。除胜伟控股为主营对外投资的一家民企外，其他几家均为国有企业。从账龄来看，1年以内的其他应收款占比55.93%，1-2年占比15.82%，2-3年占比11.46%，3年以上占比16.79%。考虑其他应收款对公司资金形成一定占用，且存在一定的坏账风险，需持续关注。公司存货主要为土地资产及开发成本，近三年增长较快，复合增长率为27.97%，截至2017年末，公司存货中土地资产面积4,938.11万平方米，账面价值为405.77亿元，占资产总额的61.15%，全部为已缴纳土地出让金的出让地，用途涵盖商务金融、城镇住宅、工业及批发

零售用地。其中2017年新增部分土地尚未办理土地证。截至2017年末，公司已抵押土地面积为2,538.96万平方米，账面价值为209.38亿元，占土地资产账面价值的51.60%。截至2017年末，公司存货中房地产开发产品为7.63亿元，占存货账面价值的1.82%，包括滨海职工家园项目0.33亿元及海安项目7.29亿元；存货中开发成本4.85亿元，占存货账面价值的1.16%，主要系滨海职工家园开发成本3.72亿元和海安项目开发成本1.07亿元。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。截至2017年末，公司可供出售金融资产主要系公司对潍坊瑞驰汽车系统有限公司（以下简称“瑞驰投资”）、山东铁路建设投资有限公司和潍坊滨海羿龙投资中心（有限合伙）等公司的股权投资，其中公司不参与瑞驰投资的利润分红，未来年度瑞驰投资将归还投资额。固定资产主要系构筑物，随着在建项目完工转入，近三年公司固定资产增长较快，复合增长率为43.58%。截至2017年末，公司在建工程主要系公司代建的项目区道路建设、沿海防护堤和河道治理及管网工程，三者合计金额82.03亿元，占在建工程账面金额的99.74%，近三年公司持续加大项目投入，在结转成本和固定资产后，在建工程账面价值稳步增长，复合增长率为2.08%。

总体来看，近年公司资产规模增长较快，但以土地资产为主，且超半数土地已用于抵押，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入较有保障，盈利能力较稳定，且持续获得较大的外部支持

近年公司营业收入增长较快，2015-2017年公司分别实现营业收入31.59亿元、37.93亿元和47.46亿元，年均复合增长率为22.57%，其中，土地整理和基础设施代建业务是公司收入的主要来源，近三年合计占当年营业收入的比重均在90%以上。具体来看，近三年土地整理收入分别为16.14亿元、19.34亿元和22.04亿元，年均复合增长率为16.84%，基础设施代建收入分别为13.57亿元、15.43亿元和21.30亿元，年均复合增长率为25.29%。另外，随着公司基础设施项目投资增多，政府使用上述资产并每年向公司支付的资产使用费增长较快，2015-2017年资产使用费分别为1.00亿元、3.00亿元和3.60亿元，占营业收入的比重分别为3.17%、7.91%、7.59%。考虑到公司基础设施代建项目及土地储备较多，且均已与政府签订回购协议，截至2017年末，公司在建基础设施项目的账面金额达82.03亿元，土地储备面积4,938.11万平方米，未来收入较有保障。

盈利方面，2015-2017年公司综合毛利率为11.92%、16.35%和16.34%，具体来看，近三年公司土地整理业务毛利率受土地出让结构与购地成本等因素影响，略有波动，相比基础设施代建业务的毛利率较稳定。由于2016年以来，毛利率较高的资产使用费收入占

营业收入比重升高，带动 2016-2017 年公司综合毛利率明显高于 2015 年，整体来看，公司综合毛利率较为稳定。2015-2017 年公司营业利润分别为 3.29 亿元、6.13 亿元和 7.65 亿元，复合增长率为 52.49%。此外，2015-2017 年公司分别获得政府补贴收入 3.47 亿元、1.72 亿元和 1.96 亿元，占当年利润总额的比重分别为 51.30%、21.86%和 30.30%，补贴收入为公司利润的重要补充。总体来看，公司营业收入较有保障，盈利能力较稳定，且持续获得较大的外部支持。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	474,560.36	379,260.64	315,896.39
营业利润	76,452.19	61,282.54	32,877.47
补贴收入	19,554.21	17,152.46	34,658.85
利润总额	96,330.21	78,459.44	67,557.42
综合毛利率	16.34%	16.35%	11.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年来公司经营活动现金流存在较大波动，考虑到公司在建项目资金需求较大，仍面临较大的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为收到的基础设施代建收入和土地整理收入，近年来回款情况较好，2015-2017年公司收现比分别为0.99、1.00和1.01。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴及往来款，其中往来款波动较大，2015年和2017年未有往来款资金流入，2016年公司从滨海经济开发区财政局等单位往来借款资金流入41.10亿元。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司土地整理费用及购置土地款，受2016-2017年公司缴纳大量购置土地款的影响，2016-2017年公司经营活动现金呈净流出状态。综合来看，近三年公司经营活动现金流净额分别为25,957.33万元、-162,203.15万元和-649,060.07万元，存在较大波动。

公司投资活动现金流出主要为投资项目区道路建设、沿海防护堤工程及河道治理及管网等项目支付的现金，近年来公司投资活动现金呈净流出状态。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系公司收到政府注资、取得借款、融资租赁款及发行债券资金。受公司筹集资金流入及偿还债务的共同影响，2015-2017年公司筹资活动现金净流入分别为86.80亿元、34.20亿元和96.28亿元，存在较大波动。考虑到目前公司基础设施建设投资规模尚需投资105.13亿元，公司仍面临较大的资金压力。

表20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	1.01	1.00	0.99
销售商品、提供劳务收到的现金	477,867.82	379,285.76	312,995.64
收到的其他与经营活动有关的现金	20,086.44	428,399.68	34,928.16
经营活动现金流入小计	497,954.26	807,685.44	347,923.80
购买商品接受劳务支付的现金	1,096,941.26	886,611.79	319,945.70
支付的其他与经营活动有关的现金	48,758.43	82,135.73	545.09
经营活动现金流出小计	1,147,014.32	969,888.59	321,966.47
经营活动产生的现金流量净额	-649,060.07	-162,203.15	25,957.33
投资活动产生的现金流量净额	-307,260.10	-294,531.30	-171,250.14
筹资活动产生的现金流量净额	962,781.91	342,007.62	867,979.33
现金及现金等价物净增加额	6,461.74	-114,726.82	722,686.53

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，且随着在建项目的持续投入，债务规模可能进一步攀升，偿债压力将进一步加大

近年来，随着股东持续注资及自身利润的积累，叠加2017年发行永续债，公司所有者权益持续较快增长，2015-2017年复合增长率为26.37%。同时，随着公司融资规模不断扩大，负债规模持续增长，2015-2017年复合增长率为7.14%。受此影响，近三年产权比率持续下降，财务安全性有所提高。

表21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	2,990,205.39	2,749,614.13	2,604,716.23
所有者权益	3,645,342.90	2,842,723.93	2,282,594.02
产权比率	82.03%	96.72%	114.11%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，非流动负债为公司负债的主要构成部分，2015-2017年公司非流动负债占负债总额的比重分别为69.99%、69.09%和62.85%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款金额为37,500.00万元，其中抵押借款和保证借款分别占比73.33%和26.67%。应付票据全部为应付银行承兑汇票，受银行业监管收紧影响，近三年持续下降，截至2017年末，应付票据为4.72亿元，占公司负债总额的1.58%。

应付账款主要为应付项目工程款。其他应付款主要为应付其他公司的保证金及往来款，近三年波动较大，截至2017年末，公司其他应付款为28.91亿元，其中前五名应付对象金额合计占其他应付款总额的96.40%，包括应付山东潍坊滨海经济开发区财政局24.18亿元和滨海蓝色海洋产业开发有限公司3.38亿元和山东东盛控股有限公司0.09亿元的往来款，应收山东水总机械工程有限公司0.14亿元和山东省水利工程局0.07亿元的工程保证金。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，截至2017年末，公司一年内到期的长期借款53.34亿元，具体包括抵押并保证借款15.00亿元、抵押借款17.80亿元、信用借款15.20亿元、质押借款1.00亿元、担保借款2.79亿元以及抵押并质押借款1.55万元，其中来自信托25.20亿元、银行18.99亿元和融资租赁公司9.15亿元。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37,500.00	1.25%	15,000.00	0.55%	25,000.00	0.96%
应付票据	47,240.00	1.58%	131,270.00	4.77%	216,882.00	8.33%
应付账款	184,670.53	6.18%	195,779.57	7.12%	243,122.98	9.33%
其他应付款	289,109.62	9.67%	339,914.97	12.36%	44,070.83	1.69%
一年内到期的非流动负债	533,381.82	17.84%	154,058.51	5.60%	246,441.83	9.46%
流动负债合计	1,111,010.27	37.15%	849,923.77	30.91%	781,765.97	30.01%
长期借款	1,063,668.17	35.57%	1,177,900.00	42.84%	1,342,724.77	51.55%
应付债券	524,000.00	17.52%	452,000.00	16.44%	300,000.00	11.52%
长期应付款	291,526.95	9.75%	269,790.36	9.81%	180,225.49	6.92%
非流动负债合计	1,879,195.12	62.85%	1,899,690.36	69.09%	1,822,950.27	69.99%
负债合计	2,990,205.39	100.00%	2,749,614.13	100.00%	2,604,716.23	100.00%
有息债务	2,446,405.38	81.81%	2,065,053.93	75.10%	2,067,626.33	79.38%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2017 年末，公司长期借款达 106.37 亿元，包括信用借款 14.38 亿元、质押借款 4.00 亿元、抵押借款 49.58 亿元、质押并抵押借款 21.35 亿元、抵押并担保借款 10.25 亿元和保证借款 6.80 亿元，其中来自银行 71.12 亿元、信托 27.00 亿元及基金公司 8.25 亿元。应付债券为公司于 2013 年发行的公司债券、2014 年发行的中期票据、2016 年发行的两期 PPN、2017 年发行的 PPN 和北京银行债券，合计账面金额 52.40 亿元，具体如下表所示。长期应付款主要为应付融资租赁款，截至 2017 年末，融资租赁款占长期应付款的比重分别为 98.74%。

表23 截至 2017 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	票面利率	发行日期	到期日期	账面金额
公司债券	12.00	6.16%	2013-04-19	2021-04-19	8.40
中期票据	18.00	7.07%	2014-06-16	2019-06-16	18.00
PPN 债券	8.00	4.50%	2016-08-24	2021-08-24	8.00
PPN 债券	9.00	4.40%	2016-10-17	2021-10-17	9.00
PPN 债券	7.00	6.30%	2017-11-20	2022-11-20	7.00
北京银行债券	2.00	6.03%	2017-09-11	2019-09-10	2.00
合计	56.00	-	-	-	52.40

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债（剔除市投资公司 4.90 万元）、长期借款、应付债券、长期应付款中有息部分在内的有息债务规模较大且有所增长，2015-2017 年金额分别为 206.76 亿元、206.51 亿元和 244.64 亿元，分别占公司负债规模的 79.38%、75.10% 和 81.81%。从有息债务偿付期限来看，未来几年公司偿债压力均较大。

表24 截至 2017 年末公司有息债务明细（单位：亿元）

借款方	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	长期应付款中的有息债务
信托	-	25.20	27.00	-	-
银行	3.75	18.99	71.12	-	-
融资租赁公司	-	9.15	-	-	28.79
基金	-	-	8.25	-	-
其他	-	-	-	52.40	-
合计	3.75	53.34	106.37	52.40	28.79

资料来源：公司提供

表25 截至 2017 年末公司有息债务偿付安排（单位：万元）

项目	偿还期限			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
短期借款	37,500.00	-	-	-
一年到期的非流动负债	533,381.82	-	-	-
应付债券	18,000.00	21,600.00	74,000.00	216,000.00
长期应付款中的有息借款金额	106,363.48	66,363.48	58,404.12	60,395.87
长期借款	149,964.00	162,400.00	197,890.00	553,414.17
合计	845,209.30	444,763.48	330,294.12	829,810.04

注：由于上表仅考虑项目本金，故累加合计值与有息债务金额略有差异。

资料来源：公司提供

偿债能力方面，近几年公司资产负债率有所下降，2015-2017年资产负债率分别为53.30%、49.17%和45.06%。由于以存货为主的流动资产规模较大，公司流动比率较高，而速动比率较低。公司存货中主要为土地资产，受土地市场波动及房地产行情影响较大，截至2017年末，公司超过半数土地已用于抵押，资产流动性较弱，公司短期偿债能力一般。随着在建项目的持续推进，对外融资规模增加，有息债务规模较大，使得有息债务/EBITDA金额持续下降。

总体来看，公司资产负债率较高，有息债务规模较大，随着在建项目的持续投入，债务规模可能进一步攀升，偿债压力将进一步加大。

表26 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	45.06%	49.17%	53.30%
流动比率	4.93	5.35	5.07
速动比率	1.17	1.50	1.80
EBITDA（万元）	105,331.45	83,384.99	72,889.33
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.63	0.70
有息债务/EBITDA	23.23	24.77	28.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金来源及主要风险包括以下方面：

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金中6亿元拟投向滨海开发区城市地下综合管廊建设项目，预计总投资44.53亿元，根据可研报告，在本期债券存续期内，预计可实现入廊费15.26亿元和日常维护费15.95亿元，可覆盖本期债券本息并获得一定的项目收益。但我们也关注到，公司尚未与各管线使用单位签订正式入廊协议，未来管廊使用单位数量及实际收费的定价尚待市场检验，管廊收入存在一定的不确定性。

其次，公司日常经营所得现金流是本期债券还本付息资金的重要来源。公司作为潍坊市重要的基础设施建设及投融资主体，2015-2017年，公司分别实现营业收入31.59亿元、37.93亿元和47.46亿元，且近年来业务回款情况较好，2015-2017年公司收现比分别为0.99、1.00和1.01。截至2017年末，公司在建基础设施项目的账面金额达82.03亿元，土地储备面积4,938.11万平方米，考虑公司已与政府签订回购协议，未来收入较有保障。但我们也注意到，公司基础设施建设收入与资金回流受项目施工进度、政府回购安排及财政拨款

政策影响，土地整理收入与资金回流受政府土地总体规划及当地招商引资情况影响，均或存在一定的波动性。

此外，土地资产变现是本期债券按时还本付息资金的有益补充。截至 2017 年末，公司存货中土地资产面积 4,938.11 万平方米，账面价值为 405.77 亿元，占资产总额的 61.15%，全部为出让地，可覆盖本期债券本息偿付。若偿债出现困难，公司可通过土地资产变现等途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但考虑公司 51.60% 的土地已处于抵押并有部分土地尚未办理土地证，且土地资产价值易受土地一级市场影响而产生较大波动，集中处置存在一定难度。

九、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 43.70 亿元，占所有者权益的比重为 11.99%，担保对象主要为政府下属企业单位，规模较大，虽部分设置了反担保措施，但公司仍面临一定的或有负债风险。

表27 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	期限	担保方式	反担保措施
潍坊滨海旅游发展集团有限公司	26,000	2014.05.21—2019.01.21	连带责任保证担保	公司有效资产
潍坊市投资集团有限公司	40,000	2015.04.07—2018.04.07	土地抵押	无
潍坊渤海水产综合开发有限公司	50,000	2015.08.04—2023.08.03	连带责任保证担保	无
潍坊滨海新城公有资产经营管理 有限公司	10,000	2015.08.24-2020.08.23	连带责任保证担保	公司所有资产
	10,000	2016.11.21—2019.11.20	连带责任保证担保	住宅楼
	10,000	2016.10.13—2019.10.11	连带责任保证担保	住宅楼
潍坊滨城投资开发有限公司	30,000	2016.06.29—2021.06.29	连带责任保证担保	结算资金
潍坊滨城投资开发有限公司	30,000	2016.07.25—2021.07.25	连带责任保证担保	结算资金
潍坊滨城投资开发有限公司	19,000	2015.08.06—2020.08.05	连带责任保证担保	结算资金
潍坊滨城建设集团有限公司	67,000	2016.12.29—2028.12.29	连带责任保证担保	工程款
潍坊滨城建设集团有限公司	10,000	2017.10.30—2019.10.26	连带责任保证担保	固定资产
潍坊港集团有限公司	10,000	2017.04.12—2018.06.21	连带责任保证担保	固定资产
潍坊东兴建设发展有限公司	50,000	2017.04.26—2019.04.24	连带责任保证担保	无
潍坊昌大建设集团有限公司	8,000	2017.07.27—2018.01.27	连带责任保证担保	工程款
潍坊市路通工程建设有限公司	2,000	2017.08.25—2018.08.24	连带责任保证担保	工程款
潍坊蓝海建设发展投资有限公司	15,000	2017.09.01—2019.08.30	连带责任保证担保	工程款
潍坊市城市建设发展投资集团有 限公司	50,000	2017.09.06--2020.09.06	连带责任保证担保	无
合计	437,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	1,002,454.90	1,106,693.16	1,215,819.98
应收票据	15.00	-	-
应收账款	68.80	-	-
预付款项	21,921.23	-	-
其他应收款	269,891.66	168,615.49	189,971.05
存货	4,182,528.53	3,273,646.88	2,553,925.18
流动资产合计	5,476,880.12	4,548,955.53	3,959,716.22
可供出售金融资产	85,748.50	23,900.00	23,900.00
长期股权投资	50,538.40	19,166.66	17,487.89
固定资产	199,932.24	190,311.54	96,980.23
在建工程	822,429.38	809,984.67	789,206.26
商誉	19.66	19.66	19.66
非流动资产合计	1,158,668.17	1,043,382.53	927,594.03
资产总计	6,635,548.29	5,592,338.06	4,887,310.25
短期借款	37,500.00	15,000.00	25,000.00
应付票据	47,240.00	131,270.00	216,882.00
应付账款	184,670.53	195,779.57	243,122.98
预收款项	4,200.04	1,155.91	1,208.78
应交税费	21.80	-80.39	-216.99
应付利息	14,886.46	12,825.21	5,256.53
其他应付款	289,109.62	339,914.97	44,070.83
一年内到期的非流动负债	533,381.82	154,058.51	246,441.83
流动负债合计	1,111,010.27	849,923.77	781,765.97
长期借款	1,063,668.17	1,177,900.00	1,342,724.77
应付债券	524,000.00	452,000.00	300,000.00
长期应付款	291,526.95	269,790.36	180,225.49
非流动负债合计	1,879,195.12	1,899,690.36	1,822,950.27
负债合计	2,990,205.39	2,749,614.13	2,604,716.23
实收资本（或股本）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
其他权益工具	50,000.00	-	-
资本公积	2,962,201.93	2,314,908.22	1,833,226.52
盈余公积	6,008.84	6,008.84	6,008.84
未分配利润	603,811.12	507,535.32	429,087.11
归属于母公司所有者权益合计	3,632,021.89	2,838,452.38	2,278,322.47

少数股东权益	13,321.00	4,271.55	4,271.55
所有者权益合计	3,645,342.90	2,842,723.93	2,282,594.02
负债和所有者权益（或股东权益）总计	6,635,548.29	5,592,338.06	4,887,310.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	474,560.36	379,260.64	315,896.39
二、营业总成本	400,551.03	319,998.68	281,711.44
营业成本	397,027.28	317,238.76	278,237.42
税金及附加	62.03	296.20	621.97
管理费用	1,827.79	1,198.37	1,462.65
财务费用	1,633.92	1,265.35	1,389.40
投资收益（损失以“-”号填列）	2,443.32	2,020.58	-1,307.49
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,423.72	2,020.58	-1,307.29
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-0.45	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	76,452.19	61,282.54	32,877.47
加：营业外收入	19,878.36	17,180.45	34,695.94
减：营业外支出	0.34	3.56	15.99
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	96,330.21	78,459.44	67,557.42
减：所得税费用	-	11.23	0.79
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	96,330.21	78,448.22	67,556.64
（一）持续经营净利润（净亏损以“-”号填列）	96,330.21	78,448.22	67,556.64
（二）终止经营净利润（净亏损以“-”号填列）	-	-	-
少数股东损益	-17.91	-	-21.38
归属于母公司所有者的净利润	96,348.12	78,448.22	67,578.02

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	477,867.82	379,285.76	312,995.64
收到其他与经营活动有关的现金	20,086.44	428,399.68	34,928.16
经营活动现金流入小计	497,954.26	807,685.44	347,923.80
购买商品、接受劳务支付的现金	1,096,941.26	886,611.79	319,945.70
支付给职工以及为职工支付的现金	1,001.82	798.55	761.50
支付的各项税费	312.81	342.52	714.19
支付其他与经营活动有关的现金	48,758.43	82,135.73	545.09
经营活动现金流出小计	1,147,014.32	969,888.59	321,966.47
经营活动产生的现金流量净额	-649,060.07	-162,203.15	25,957.33
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	19.60	341.81	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.28	0.47	5.63
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	8,963.89
收到其他与投资活动有关的现金	1,006.38	-	-
投资活动现金流入小计	1,026.26	342.29	8,969.52
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	128,141.37	262,973.58	155,219.65
投资支付的现金	91,748.50	-	5,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	88,396.49	31,900.00	20,000.00
投资活动现金流出小计	308,286.36	294,873.58	180,219.65
投资活动产生的现金流量净额	-307,260.10	-294,531.30	-171,250.14
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	633,411.55	499,196.28	497,561.65
发行债券收到的现金	40,000.00	170,000.00	-
借款所收到的现金	591,521.17	469,900.00	1,202,370.02
收到的其他与筹资活动有关的现金	444,350.00	313,200.00	-
筹资活动现金流入小计	1,709,282.72	1,452,296.28	1,699,931.67
偿还债务所支付的现金	363,305.61	686,003.77	547,474.41
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	122,612.66	138,795.43	121,477.92
支付的其它与筹资活动有关的现金	260,582.54	285,489.47	163,000.00
筹资活动现金流出小计	746,500.81	1,110,288.66	831,952.34
筹资活动产生的现金流量净额	962,781.91	342,007.62	867,979.33
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	6,461.74	-114,726.82	722,686.53

加：期初现金及现金等价物余额	918,093.16	1,032,819.98	310,133.45
六、期末现金及现金等价物余额	924,554.90	918,093.16	1,032,819.98

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	96,330.21	78,448.22	67,556.64
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,281.15	3,656.19	3,761.41
长期待摊费用摊销	-	-	16.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.45	1.82	-24.88
财务费用（收益以“-”号填列）	1,720.09	1,269.35	1,553.79
投资损失（收益以“-”号填列）	-2,443.32	-2,020.58	1,307.49
存货的减少（增加以“-”号填列）	-908,881.65	-719,721.70	-223,807.35
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	2,683.96	33,405.80	44,671.10
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	154,249.04	442,757.75	130,922.42
经营活动产生的现金流量净额	-649,060.07	-162,203.15	25,957.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	45.06%	49.17%	53.30%
流动比率	4.93	5.35	5.07
速动比率	1.17	1.50	1.80
收现比	1.01	1.00	0.99
EBITDA (万元)	105,331.45	83,384.99	72,889.33
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.63	0.70
有息债务/EBITDA	23.23	24.77	28.37
负债与所有者权益比率	82.03%	96.72%	114.11%
综合毛利率	16.34%	16.35%	11.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款中的有息部分+1年内到期的长期有息债务(剔除市投资公司借款)+长期借款(剔除市投资公司借款)+应付债券+长期应付款中有息部分

附录六 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。