

信用等级公告

联合[2017]1598号

临朐沂山实业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

临朐沂山实业有限公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

临朐沂山实业有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年临朐沂山实业有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AAA_{pi}
 公司主体信用等级：AA_{pi}
 评级展望：稳定
 发行规模：10 亿元
 债券期限：7 年
 还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%。
 担保方：重庆三峡担保集团股份有限公司
 担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2017 年 10 月 12 日

财务数据

发行人-临朐沂山实业有限公司

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	45.48	66.09	89.83
所有者权益 (亿元)	18.09	28.25	37.45
长期债务 (亿元)	8.75	15.69	17.68
全部债务 (亿元)	12.61	20.83	24.27
营业收入 (亿元)	7.34	7.59	7.87
净利润 (亿元)	0.82	0.76	0.83
EBITDA (亿元)	1.61	1.51	1.63
经营性净现金流 (亿元)	3.66	-5.64	5.32
营业利润率 (%)	15.54	15.82	13.80
净资产收益率 (%)	4.65	3.28	2.52
资产负债率 (%)	60.22	57.26	58.31
全部债务资本化比率 (%)	41.08	42.44	39.32
流动比率 (倍)	2.25	2.82	2.47
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.07	0.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.37	1.31	1.18
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.16	0.15	0.16

担保方-重庆三峡担保集团股份有限公司

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	111.27	101.15	77.87
所有者权益 (亿元)	64.59	60.98	50.26
营业收入 (亿元)	14.95	16.48	14.84
净利润 (亿元)	6.03	6.02	7.39

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

临朐沂山实业有限公司（以下简称“公司”或“沂山实业”）为临朐县重要的城市基础设施建设及运营主体，负责临朐县的建设开发。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了其在资产注入、政府债务置换和财政补贴等方面获得较大力度的政府支持。同时联合评级也关注到公司业务较为单一、盈利能力弱、未来存在较大资本支出压力、对外担保比率高等因素给公司信用水平带来的不利影响。

临朐县经济的稳定发展为公司各经营板块提供了良好的外部环境，随着临朐县的不断发展，公司未来收入规模和利润水平有望得到提升。同时考虑到公司获得政府的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置了分期偿付条款，有助于降低本次债券的集中偿付压力。重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，本次债券由三峡担保提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本次债券本息偿还的安全性。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为公司本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 临朐县近年来经济平稳发展，政府财政实力不断增强，公司外部经营环境良好。

2. 公司承担临朐县的建设开发项目，业务垄断性强，在资产注入、债务置换和财政补贴等多方面获得了政府的大力支持。

3. 三峡担保为本次债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保显著地提升了本次债券

本息偿还的安全性；本次债券设置分期偿还条款，降低了未来集中偿付压力。

关注

1. 公司业务较为单一，且公益性较强，期间费用占比较高，盈利能力偏弱。
2. 公司拟建项目投资较大，未来具有较大的资本支出压力，存在较强的对外融资需求。
3. 公司对外担保余额较大，担保比率较高，存在较大或有负债风险。
4. 本次债券前三年募投项目尚在建设期，债券本息偿还需依赖公司自身经营收入。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue @unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy @unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由临朐沂山实业有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因临朐沂山实业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与临朐沂山实业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对临朐沂山实业有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

临胸沂山实业有限公司（以下简称“公司”或“临胸沂山实业”）前身为临胸县城市建设投资开发有限公司（以下简称“临胸城投”）。临胸城投于 2007 年 7 月成立，注册资本 2,000 万元，由临胸县基础设施投资管理中心（以下简称“临胸基础设施投资中心”）控股 100.00%。2010 年 3 月 12 日，根据公司股东决定和公司章程的有关规定，公司新增注册资本人民币 1.00 亿元，由临胸基础设施投资中心出资缴纳，其中货币出资 0.30 亿元，土地使用权 0.70 亿元。变更后，公司注册资本为 1.20 亿元，股东临胸基础设施投资中心出资人民币 1.20 亿元，占注册资本的 100%。2012 年 9 月，公司变更为现名。截至 2016 年底，公司注册资本 1.20 亿元，临胸基础设施投资中心持有公司 100% 股份，公司实际控制人为临胸基础设施投资中心。

公司经营范围包括：铝材市场建设开发服务；基础设施投资及经营管理；城市基础设施及配套项目开发；水利、环境、公共设施管理与经营；旅游产品销售；景区建设与开发；金属制品加工、销售；房地产开发。

公司设立综合事业部、计划财务部、投资管理部和资产管理部共 4 个职能部门。公司合并范围内共 3 家子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 89.83 亿元，负债合计 52.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37.45 亿元，归属于母公司的所有者权益 37.36 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.87 亿元，净利润（含少数股东损益）0.83 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.12 亿元。

公司注册地址：临胸县龙泉路 60 号；法定代表人：钟震。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于 2017 年发行额度为 10 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），期限为 7 年。本次债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末按 20% 的比例等额偿还本金。当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

本次债券由重庆三峡担保集团股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金 10 亿元，全部用于临胸县工业产业园建设项目建设。

表 1 募投项目资金用途概况（单位：万元，%）

项目名称	总投资额	本次债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
临胸县工业产业园建设项目建设	145,100.00	100,000.00	68.92

资料来源：公司提供

（1）项目概况

项目功能定位为发展商务、办公、创意、动漫、研发、IT、服务外包、企业总部、高端装备制造、现代物流业等现代服务业，全力打造临胸县新的工业产业园区。

项目规划建设产业基地、研发中心、仓储物流配送区、生活区 4 个主要区域。其中产业基地包括单层车间 65 座、双层车间 65 座、车间配套办公用房分别位于单、双层车间两侧；研发中心为 16 层建筑楼一栋；仓储物流配送区包括仓储物流配送车间 21 座；生活区包括职工宿舍为 6 层住宅楼 4 栋、职工餐厅为 2 层建筑楼一栋、日用超市为 1 层建筑房一座。

该项目规划用地面积为 1,459 亩，净用地面积 1,150 亩。总建筑面积为 760,940 平方米，其中，单层车间建筑面积 276,480 平方米，双层车间建筑面积 138,240 平方米，车间配套办公用房建筑面积 46,080 平方米，物流配送车间建筑面积 229,376 平方米，研发中心建筑面积 44,780 平方米，职工宿舍建筑面积 23,040 平方米，职工餐厅建筑面积 2,048 平方米，日用超市建筑面积 640 平方米，配电室建筑面积 256 平方米。

(2) 资金来源

项目总投资为 145,100 万元，其中本次债券拟融资金额为 100,000 万元，其余资金由公司自筹解决。

(3) 项目审批情况

截至目前，项目已取得《国家发展改革委关于山东省临朐沂山实业有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券〔〔2017〕〕110 号），并完成相关土地环评批文（临发改〔〔2016〕〕94 号、临国土资字〔〔2016〕〕37 号和临能审字〔〔2016〕〕150 号）。

(4) 项目进度

截至 2017 年 7 月底，项目已完成部分场地平整及道路硬化建设，累计完成投资 1.37 亿元。本项目计划建设期为 3 年，根据项目总投资及项目实施进度计划的安排，项目在开发建设期每年分别投入 5.53 亿元、4.39 亿元、4.57 亿元。

(5) 项目经济效益及社会效益

根据潍坊工程咨询院有限公司出具的《临朐沂山实业有限公司临朐县工业产业园建设项目可行性研究报告》，项目建成后，车间及配套办公用房 65% 用于出租，剩余用于销售；研发中心、职工餐厅及日用超市全部销售。债券存续期内项目预计产生销售收入 13.46 亿元，租赁收入 6.93 亿元，合计 20.39 亿元，扣除开发建设投资及运营成本，项目利润总额 15.84 亿元，所得税后利润为 11.88 亿元。

社会效益方面，项目的实施将极大的带动周边县市的发展，从而促进当地产业结构的不断优化，推动该地区经济的发展。随着直接与间接为项目服务的人员的增加，能提高当地人民的文化素质和生活质量，并且提供更多的就业机会，对缓解社会就业压力做出一定的贡献，同时有利于提供临朐县的知名度，扩大对外开放事业。

总体看，该项目具有良好的经济效益和广泛的社会效益。

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化和环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作

用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函〔2016〕88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预〔2016〕152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综〔2016〕11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为临朐县的基础设施建设的投融资主体，公司主营业务包括区域内基础设施建设、土地整理、安置房建设等。

2. 人员素质

钟震先生，1985 年出生，本科学历，2014 年 9 月 11 日出任公司董事长兼总经理。

刘翠翠女士，本科学历，2010 年 9 月至今工作于公司，现任公司财务负责人。

截至 2016 年底，公司共有员工 41 人。从年龄结构来看，30 岁以下 19 人，30 至 50 岁 22 人；从学历结构来看，大专及本科以上学历 28 人，大专以下学历 13 人；从职称结构来看，初级职称 14 人，中级职称以上 6 人。

总体来看，公司高层管理人员年龄较小，管理经验略有欠缺；公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

3. 股东背景

公司系国有独资企业，临朐基础设施投资中心为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

4. 政府支持

公司自成立以来承担临朐县的建设开发任务，得到临朐县政府在资产注入及划拨、财政补贴等方面的支持。

(1) 资产注入及政府债务置换

2013 年根据临政办发〔2012〕34 号文件，临朐县政府将县城部分供热管网注入公司；2015 年根据临政复〔2015〕83 号文件，临朐县东镇国有资本运营有限公司将所持有的临朐沂翠环保有限公司（以下简称“沂翠公司”）100% 国有股权无偿划转给公司，作价 3.28 亿元；2015~2016 年临朐县通过政府债务置换分别向公司注入 6.22 亿元和 8.50 亿元，计入公司“资本公积”科目。

(2) 财政补贴

公司自成立以来每年均享受财政补贴。2014~2016 年临朐县政府向公司分别拨付 0.90 亿元、1.10 亿元和 1.73 亿元财政专项资金补贴。

5. 区域经济

(1) 临朐县概况

临朐县位于山东半岛中部，临朐古称骈邑，历史源远流长，自西汉置县迄今 2,000 余年，总面积 1,834 平方公里，辖 8 处乡镇、2 个街道办事处，1,400 个自然村，常住人口 85.59 万人。

近年来，临朐县经济快速发展。跟据《临朐县国民经济和社会发展统计公报》，2016 年临朐县国民生产总值 261.1 亿元，同比增长 8%。其中第一产业增加值 36.2 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 106 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 118.9 亿元，增长 9.8%。按常住人口计算，人均生产总值 30,647 元（按年均汇率折算为 4,614 美元），增长 7.4%。三次产业比例由 14.18:42.37:43.45 调整为 13.86:40.61:45.53，三产比重提高 2.08 个百分点。一、二、三产业对经济增长的贡献率为 7.66%、39.16%和 53.18%，分别拉动 GDP 增长 0.61、3.13 和 4.26 个百分点。

随着临朐县经济的发展，临朐县不断加大固定资产投资。2016 年临朐县完成固定资产投资 330 亿元，比上年增长 13.6%。其中第一产业投资 6.4 亿元，下降 11.8%；第二产业投资 186.2 亿元，增长 9.1%；第三产业投资 137.4 亿元，增长 22.1%。全年累计完成民间投资 161.5 亿元，增长 4.9%，占固定资产投资的 79.2%；基础设施建设投资 65.4 亿元，增长 77%。工业投资 184.7 亿元，增长 8.6%，全县工业在建项目 332 个，计划投资 5,000 万以上项目 104 个，其中过亿元项目 56 个，累计完成投资 117 亿元，占固定资产投资的 35.5%。

(2) 临朐县政府财力及债务

从临朐县财政实力看，2014~2016 年临朐县地方综合财力持续增长，2016 年为 61.76 亿元，同比增长 7.24%。近三年，临朐县一般公共预算收入不断增长，2016 年临朐县地方一般公共预算收入 15.70 亿元，同比增长 10.80%，其中税收收入为 13.60 亿元，占比 86.62%，税收收入占比高。2014~2016 年，临朐县政府性基金收入持续增长且在地方综合财力的占比保持在较高水平，2016 年为 40.80%。基金收入易受宏观经济政策及政府土地出让进度控制的影响，未来收入存在一定不确定性。转移性收入是临朐县财政收入的有益补充，近三年临朐县转移支付和税收返还收入持续增长。2016 年，临朐县上级补助收入为 20.86 亿元，在地方综合财力中的占比为 33.78%。

表 2 临朐县 2014~2016 年地方综合财力（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
(一) 地方一般公共预算收入	12.31	14.17	15.70
1、税收收入	11.65	12.55	13.60
2、非税收入	0.66	1.62	2.10
(二) 转移支付和税收返还收入	17.42	19.21	20.86
1、一般性转移支付收入	10.94	13.66	15.81
2、专项转移支付收入	5.32	4.39	3.61
3、税收返还收入	1.16	1.16	1.44
(三) 政府性基金收入	22.42	24.21	25.20
(四) 预算外财政专户收入	0.00	0.00	0.00
地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	52.15	57.59	61.76

资料来源：临朐县财政局

政府债务方面，截至 2016 年底，临朐县政府债务余额 19.29 亿元，全部为直接债务。截至 2016 年底，临朐县政府债务率为 31.23%，债务负担较轻。

表 3 截至 2016 年底临朐县地方政府债务余额表（单位：亿元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	15.70	（一）直接债务余额	19.29
1. 税收收入	13.60	1. 外国政府贷款	--
2. 非税收入	2.10	2. 国际金融组织贷款	0.14
（二）转移支付和税收返还收入	20.86	（1）世界银行贷款	--
1. 一般性转移支付收入	15.81	（2）其他国际金融组织贷款	0.14
2. 专项转移支付收入	3.61	2. 国债转贷资金	0.09
3. 税收返还收入	1.44	3. 农业综合开发借款	--
（三）国有土地使用权出让收入	25.20	4. 解决地方金融风险专项借款	0.38
1. 国有土地使用权出让金	24.04	5. 国内金融机构借款	16.66
2. 国有土地收益基金	0.30	（1）政府直接借款	--
3. 农业土地开发资金	0.09	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券借款	16.66
4. 新增建设用地有偿使用费	0.00	6. 向单位、个人借款	0.45
5. 城市公用事业附加收入	0.22	7. 拖欠工资和工程款	0.44
6. 其他	0.55	8. 其他	1.13
（四）预算外财政专户收入	0.00	（二）担保债务余额	0.00
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	61.76	地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	19.29
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			31.23

资料来源：临朐县财政局

总体看，临朐县经济平稳发展，地方财政收入不断增长，但政府性基金收入占财政收入的比重较大，地方财力情况受土地市场行情影响较大，上级补助收入是临朐县财政收入的有益补充。临朐县债务负担较轻。

五、管理分析

1. 公司治理

公司属国有独资公司，出资人为临朐基础设施投资中心，产权关系清晰。依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律，公司制定了章程并设立董事会、监事会和公司管理机构。

公司设董事会，成员为 3 人，由股东委派产生。董事会设董事长 1 人，可以设副董事长，由董事会以全体董事过半数选举产生。董事会每届任期 3 年，任期届满，可以连选连任。董事长为公司法定代表人。董事长在任期内，股东不得无故解除其职务。

公司设监事会，成员为 3 人，其中股东代表监事 2 人，由股东委派产生，职工代表监事 1 人，由职工代表大会选举产生。董事、经理及财务负责人不得兼任监事。监事会每届任期 3 年，任期届满，可以连选连任。

公司设立经理 1 名，副经理若干名，经理负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议，对董事会负责。

2. 管理体制

公司设立综合事业部、计划财务部、投资管理部和资产管理部共 4 个职能部门。公司制定了各部门职责，对各部门的职能与分工进行了明确规范。

财务管理方面，公司根据国家有关财务管理法规制度和公司章程有关规定，结合公司业务特点和管理要求，设立了相应的财务规章管理制度。制定了财务管理的基本任务和方法，明确了公司财务人员的岗位职责，并对支票管理、现金管理和银行存款管理等具体财务工作进行了明确规定。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，从项目的筛选和初选、项目的审批立项、后续的项目组织实施和运作管理及后续的结束退出都做了较为明确的流程规定，并对相应人员的职责进行了明确。

总体看，公司股权结构清晰，法人治理结构较为完善，管理制度能够满足公司日常经营需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务包括城市基础设施建设业务和土地整理业务，另有少量租赁业务。2014~2016 年公司营业收入持续增长，年均复合增长 3.58%。2016 年，公司营业收入 7.87 亿元，城市基础设施建设业务作为公司主要的收入来源，2016 年该项业务收入 4.16 亿元，占公司营业收入的 52.88%，同比增长 2.73%；公司土地整理业务收入稳定增长，2016 年为 3.42 亿元，同比增长 2.72%；公司租赁业务主要是公司的管网租赁和外国语学校租赁收入，公司租赁业务收入规模不大但较为稳定。2016 年租赁业务收入 0.16 亿元。公司其他业务收入规模很小，组成主要为公司下属担保公司的担保收入和资金占用费收入。

从毛利率看，由于公司城市基础设施建设和土地整理业务采取施工量加成固定委托代建管理费的收入确认模式，2014~2015 年公司该两项业务毛利率稳定在 16.67%，2016 年受营改增影响变为 14.17%。公司租赁业务毛利率不断上升，三年分别为 1.87%、5.43%和 9.08%。由于公司城市基础设施建设和土地整理业务占比较大，导致 2016 年公司整体毛利率受营改增影响有所下降。

表 4 2014~2016 年公司主营业务收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市基础设施建设业务	3.91	53.31	16.67	4.05	53.41	16.67	4.16	52.88	14.17
土地整理	3.25	44.28	16.67	3.33	43.92	16.67	3.42	43.47	14.17
租赁业务	0.16	2.13	1.87	0.16	2.14	5.43	0.16	2.04	9.08
其他	0.02	0.27	100.00	0.04	0.53	100.00	0.13	1.61	100.00
合计	7.34	100.00	16.58	7.58	100.00	16.87	7.87	100.00	15.45

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司主要营业收入来源为城市基础设施建设服务和土地整理业务，公司营业收入逐年增长，毛利率水平较高，经营状况良好。

2. 经营分析

(1) 城市基础设施建设

公司是临朐县重要的基础设施投融资主体，负责临朐县基础设施投融资建设。根据公司与临朐县财政局签订的《政府投资建设项目委托代建合同》，临朐县自 2013 年开始未来 10 年的政府投资建设项目统一委托公司代为建设。近年公司先后进行了滨河安置区、中央商务区、栗山片区和后楼片区等投资建设任务。

公司的城市基础设施建设业务模式为委托代建。具体业务操作方面，根据公司与临朐县财政局签订的委托代建合同。项目建设资金由公司自行筹措。项目竣工并经业主审核同意后，公司将项目产权移交给业主，项目业主按照代建项目款加成 20% 的投资收益对公司支付项目回款，具体支付时间由临朐县财政局根据公司资金使用情况进行具体安排，回款时间具有一定不确定性。账务处理方面，公司在建中的代建项目体现在“存货”科目，项目结算完工后，公司确认收入并借记“应收账款”，收到回购款后借记“银行存款”科目，贷记“应收账款”科目。

公司实施的保障性住房项目（经适房、安置房等）实行货币化安置方式。在交房时由购房者按拆迁时约定的协议价格向公司缴纳房款，计入“预收账款”；公司与财政局结算后，确认保障性住房代建收入，按照代建项目款加成 20% 确认投资收益。预收账款结转收入后，与代建收入之间的差价由财政局补偿。截至 2016 年底，经适房尚未确认收入，安置房确认收入反映在城市基础设施建设业务收入中，公司预收未结算的保障性住房款 4.36 亿元。

2014~2016 年公司基础设施建设业务分别取得收入 3.91 亿元、4.05 亿元和 4.16 亿元。

(2) 土地整理开发业务

公司土地整理开发业务内容为对临朐县内政府规划拆迁区域进行拆迁。根据公司与临朐县财政局签订的《政府投资建设项目委托代建合同》，业务模式与城市基础设施建设业务一致。账务处理方面，公司在建中的土地整理项目体现在“存货”科目，项目结算完工后，公司确认收入并借记“应收账款”，收到回购款后借记“银行存款”科目，贷记“应收账款”科目。

近年公司先后完成了滨河（含胸山前）片区、中央商务区一期二期、栗山片区、后楼片区、张家庄片区、东郡片区及兴隆东路公共服务区等区域的拆迁改造任务。近三年公司分别确认土地整理收入 3.25 亿元、3.33 亿元和 3.42 亿元。结合城市基础设施建设收入，2014~2016 年公司基础设施建设业务和土地整理业务合计确认收入 7.16 亿元、7.38 亿元和 7.58 亿元，收到代建款和土地整理开发款项共计分别为 3.81 亿元、4.76 亿元和 9.34 亿元，整体回款受到结算和财政拨付进度影响，存在一定滞后性。

截至 2016 年底，公司主要在建的基础设施及土地整理项目总投资 12.15 亿元。截至 2016 年底，公司主要在建项目已投资 10.64 亿元，2017 年预计投资 1.46 亿元。公司拟建项目总投资 26.25 亿元，2017 年拟建项目预计总投资 8.50 亿元。其中除 3 号写字楼预计将对外出租外，其余项目将按委托代建合同与财政局结算。

表 5 截至 2016 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

在建项目			未来计划投资金额
项目名称	总投资	截至 2016 年底累计投资额	2017 年
三里庄安置区	29,800	23,015	5,300
中央商务区三期	22,200	20,300	800
兴隆东路公共服务区	39,800	35,216	6,700

张家庄	17,200	16,350	850	
滨河西区马家庄	12,500	11,498	1002	
合计	121,500	106,379	14,652	
拟建项目			未来计划投资金额	
项目名称	总投资	预计工程周期	2017年	2018年
3号写字楼	5,500	2.0年	1,627	3,000
龙山工业产业园	145,100	3.0年	13,500	50,500
东城皇山片区棚户区改造项目	41,100	2.0年	20,000	12,800
魏家庄（连家庄）一期棚户区改造项目	21,000	2.0年	10,000	6,600
城关街道朱堡片区建设项目	4,660	1.5年	3,700	--
冶源镇老崖崮片区建设项目	4,070	1.5年	3,200	--
东蒋峪片区建设项目	6,390	1.5年	5,400	--
席家河龙泉沟片区建设项目	12,050	1.5年	9,600	--
沂山草山亭片区建设项目	10,220	1.5年	8,100	--
嵩山暖水河片区建设项目	12,390	1.5年	9,900	--
合计	262,480	--	85,027	72,900

资料来源：公司提供

（3）租赁业务

公司的租赁业务主要是公司持有的地下管网租赁和外国语学校租赁收入，租赁业务收入规模较小，但较为稳定，近三年均为0.16亿元。

3. 未来发展

公司将继续大力推进基础设施建设，同时围绕临朐县交通特点和产业发展基础，发展临朐县工业产业园项目。公司未来建设及开发土地项目较充足，但拟建项目资金需求规模较大，公司存在一定对外融资压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年合并财务报告，瑞华会计师事务所对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。合并范围变动方面，2014年，公司新纳入合并范围全资子公司临朐县金财融资担保有限公司；2015年，根据公司与临朐县东镇国有资本运营有限公司签署的《企业国有股权划转协议》，临朐沂翠环保有限公司被无偿划转划转给公司。2016年，公司合并范围无变化。2014~2016年公司合并范围的变动对财务数据的可比性影响较小，数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额89.83亿元，负债合计52.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计37.45亿元，归属于母公司的所有者权益37.36亿元。2016年，公司实现营业收入7.87亿元，净利润（含少数股东损益）0.83亿元，归属于母公司所有者的净利润0.82亿元；经营活动产生的现金流量净额5.32亿元，现金及现金等价物净增加额7.12亿元。

2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额快速增长，年均复合增长40.54%，主要系公司货币资金和存货的大幅增长所致。截至2016年底，公司资产合计89.83亿元；其中公司流动资产占95.49%，非流动资

产占比 4.51%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 42.98%，主要系存货和货币资金的增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 85.78 亿元，其中以货币资金（占 18.28%）、其他应收款（16.47%）和存货（占比 57.77%）为主。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 76.26%，主要系公司通过往来款和借款所得的现金。截至 2016 年底，公司货币资金合计 15.68 亿元，其中 75.23% 为银行存款，24.77% 为其他货币资金，另有少量的现金；其他货币资金包括 3.00 亿元的银行承兑保证金、0.61 亿元的信托借款保证金和 0.27 亿元贷款担保存出保证金。受限货币资金 0.61 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款保持稳定，年均复合增长 0.62%，截至 2016 年底为 4.21 亿元，主要为应收临朐县财政局的移交代建基础设施款项和土地整理款，账龄为一年以内的占 99.99%。

公司预付款项为预付土地拆迁整理的工程费用。2014~2016 年底分别为 100 万元、2.63 亿元和 2.02 亿元。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 104.13%，主要系 2015 年划入的沂翠公司其他应收款较高所致。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 15.65 亿元，计提坏账准备合计 1.52 亿元（全部为按账龄分析法计提的），账面净额 14.13 亿元。从账龄看，1 年以内的占账面余额的 59.69%，1~2 年的占 24.62%，2~3 年的占 5.27%，3 年以上的占 10.42%。截至 2016 年底，公司的其他应收款主要为应收公司股东临朐县基础设施投资管理中心、临朐滨河投资开发公司等往来款，前五名占年末账面余额的 59.81%，集中度一般。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 6 2016 年底公司其他应收款金额前 5 名（单位：万元、%）

单位名称	金额	比例	性质
基础设施投资管理中心	30,664.09	19.60	往来款
临朐滨河投资开发有限公司	24,478.25	15.64	往来款
二中	15,918.08	10.17	借款
临朐弥顺市政工程有限公司	13,585.20	8.68	借款
潍坊鲁伟实业总公司	8,958.50	5.72	借款
合计	93,604.12	59.81	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货持续增长，年均复合增长 30.31%，增长主要系随着安置房和土地整理项目推进，开发成本增加所致。截至 2016 年底，公司存货合计 49.56 亿元，其中，安置房项目及土地整理项目的开发成本合计 27.33 亿元，土地使用权 22.23 亿元。公司存货未计提跌价准备。因抵押而受限的土地使用权 6.32 亿元，占存货中土地使用权的 28.43%，抵押比率较低。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 7.23%，截至 2016 年底为 4.05 亿元，以投资性房地产（占 21.80%）和固定资产（占 54.75%）为主。

2014~2016 年，公司投资性房地产账面价值逐年减少，年均复合减少 5.39%，主要系摊销所致。截至 2016 年底，投资性房地产账面价值 0.88 亿元，主要包括外国语学校培训房产。

2014~2016 年底，公司固定资产不断减少，年均复合减少 5.35%，主要系折旧所致。截至 2016 年底，公司固定资产主要由供热管网、房屋及建筑物、运输设备等构成，账面价值合计 2.22 亿元。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中存货和其他应收款占比较高，资产流动性一般，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长38.29%，主要系长期借款大幅增长所致。截至2016年底，公司负债总额为52.38亿元，其中流动负债占66.24%，非流动负债占33.76%。公司负债结构以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均复合增长36.42%，主要由其他应付款和预收款项增加所致。截至2016年底，公司流动负债34.70亿元，其中以其他应付款（占比64.76%）、一年内到期的非流动负债（占比10.30%）和预收账款（占比12.56%）为主。

2014~2016年底，公司预收款项快速增长，年均复合增长165.18%，主要包括预收经济适用房款等款项，由于成本尚未审计确定，未转入收入。截至2016年底，公司预收账款4.36亿元，其中预收经济适用房款5,769.64万元、田村集体安置楼款1,753.41万元，兴隆东路—吴家庙等20,832.46万元，三里庄安置楼4,191.93万元，中央商务区三期2,795.48万元。从账龄看，1年以内的占72.94%，1~2年的占18.50%，2~3年的占5.61%，3年以上的占2.96%。

2014~2016年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长28.45%，主要为应付往来借款和履约保证金。截至2016年底，公司其他应付款为22.47亿元。从账龄来看，1年以内的款项占比65.19%，1~2年的占比18.50%，2~3年的占比5.56%，3年以上的占比10.75%；从欠款客户集中度来看，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为13.50亿元，占其他应付款总额的60.08%，集中度一般。

表7 截至2016年底公司其他应付款金额前5名（单位：万元、%）

单位名称	金额	比例	性质
临朐县汇通水利工程有限公司	79,719.25	35.48	往来款
临朐弥顺市政工程有限公司	16,000.00	7.12	借款
临朐浩源环保科技有限公司	15,800.00	7.03	往来借款
山东红叶地毯有限公司	12,000.00	5.34	履约保证金
临朐现代健康产业公司	11,491.90	5.11	往来借款
合计	135,011.15	60.08	--

资料来源：审计报告

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长10.16%。截至2016年底，一年内到期的非流动负债3.57亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中抵押借款1.37亿元，抵押物为土地使用权。

近三年，公司非流动负债全部为长期借款。2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均复合增长42.18%。截至2016年底公司长期借款17.68亿元。其中，担保借款14.90亿元，抵押借款2.95亿元，抵押物为土地使用权。

随着公司项目投资的推进，2014~2016年公司全部债务快速增长，年均复合增长38.84%。截至2016年底，公司全部债务为24.27亿元，其中短期债务和长期债务分别为6.58亿元和17.68亿元，分别占全部债务比重为27.13%和72.87%。

由于所有者权益的快速增长，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现波动下降趋势。2014~2016年，公司资产负债率分别为60.22%、57.26%和58.31%；公司全

部债务资本化比率分别为 41.08%、42.44%和 39.32%；长期债务资本化比率分别为 32.59%、35.71%和 32.07%。

随着项目的逐步投入，公司对外融资需求较大，债务规模不断扩大。在政府大力支持下，公司所有者权益快速增长，使公司债务水平小幅下降。总体来看，公司债务以长期债务为主，整体债务水平尚可。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 43.87%，主要系资本公积和未分配利润的增加所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 37.45 亿元，以资本公积（占 76.66%）和未分配利润（占 18.44%）为主。

2014~2016 年底，公司实收资本保持平稳，均为 1.20 亿元。

2014~2016 年底，公司资本公积快速增长，年均复合增长 64.05%。2015 年，沂翠公司被无偿划转至临朐沂山实业有限公司增加资本公积 3.28 亿元和地方政府置换债务增加公司及下属子公司的资本公积 6.22 亿元（其中包括 2.79 亿元由公司偿还银行后再由财政拨付公司，3.43 亿元由财政部门直接偿还银行）。2016 年，地方政府置换债务增加公司及下属子公司的资本公积 8.50 亿元（其中包括 1.86 亿元由公司偿还银行后再由财政拨付公司，6.64 亿元由财政部门直接偿还银行）。置换后由公司偿还银行的反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”由财政部门直接偿还银行的债务不在公司现金流量表中体现。公司少数股东权益减少主要系收购控股子公司临朐县高新技术产业投资有限公司的股权，截至 2016 年底，公司持有其股权的 90%。

总体看，通过政府的持续支持，公司所有者权益不断增长，所有者权益结构较稳定。

4. 盈利能力

公司营业收入主要是来自基础设施建设项目，另有土地整理收入和租赁收入等。2014~2016 年，公司营业收入不断增长，分别为 7.34 亿元、7.59 亿元和 7.87 亿元，年均复合增长 3.58%；公司营业成本也不断增长，三年年均复合增长 4.28%，2016 年为 6.66 亿元。近三年，公司营业利润率分别为 15.54%、15.82%和 13.80%，2016 年因营改增有所下降。

从期间费用看，公司期间费用主要体现为财务费用，2016 年公司期间费用 1.29 亿元，其中财务费用 1.11 亿元。期间费用占营业收入的比重为 16.44%，期间费用对利润的侵蚀明显，公司对期间费用的控制力度有待提高。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.90 亿元、1.10 亿元和 1.73 亿元，主要为临朐县财政拨付给公司的政府扶持资金。近三年，公司利润总额分别为 0.82 亿元、0.76 亿元和 0.83 亿元，利润总额对政府补助的依赖程度较高。

从盈利指标情况看，2014~2016 年随着所有者权益和有息债务规模扩张，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，近三年总资本收益率分别为 5.89%、3.28%和 2.58%；净资产收益率分别为 4.65%、3.28%和 2.52%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体看来，由于公司从事基础设施及保障房建设，具有公益性强的经营性质，期间费用占比较高，公司整体盈利能力偏弱，利润总额对政府补贴的依赖性强。

5. 现金流

2014~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 4.88 亿元、6.37 亿元和 12.35 亿元，主要为委托代建移交款和经适房预售款。近三年公司现金收入比分别为 66.49%、84.01%和 156.78%，

公司收现质量不断改善。2014~2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为7.13亿元、3.51亿元和17.27亿元，2016年大幅增长主要系子公司沂翠环保收到政府置换土地款7.08亿元。近三年，公司经营活动现金流出快速增长，分别为8.35亿元、15.53亿元和24.30亿元。2014~2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司所承接的项目施工支出和购买土地款，分别为7.21亿元、11.73亿元和22.18亿元。2014~2016年，公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，分别为0.80亿元、3.59亿元和1.92亿元，主要为往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额为3.66亿元、-5.64亿元和5.32亿元。

2014~2016年，公司无投资活动产生的现金流入；公司近三年所发生的投资活动现金流出主要包括2015年对潍坊鑫融融资担保有限公司股权投资所支付的现金2,000万元和2016年对山东华铝节能门窗有限公司投资所支付的现金4,000万元。

2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流入以银行借款为主。近三年公司取得借款收到的现金近三年分别为5.30亿元、7.49亿元和5.59亿元；2015~2016年公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为2.79亿元和3.06亿元，主要系政府债务置换。近三年，公司筹资活动产生的现金流出以偿还债务本息和支付其他与筹资活动有关的现金为主。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.05亿元、6.39亿元和2.35亿元。

总体来看，公司基建经营活动整体收现质量有所改善；筹资活动产生的现金净额波动中上升，随着公司项目的进一步推进，未来公司仍有较大的资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率波动上升，近三年流动比率分别为2.25倍、2.82倍和2.47倍；速动比率分别为0.69倍、1.22倍和1.04倍。2014~2016年，公司经营净现金流波动较大，公司经营现金流动负债比分别为19.64%、-25.45%和15.32%。考虑到公司现金类资产相对充足，短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标分析，2014~2016年公司EBITDA波动中有所上升，分别为1.61亿元、1.51亿元和1.63亿元。随着有息债务规模不断扩张，近三年公司EBITDA全部债务比持续下降，分别为0.13倍、0.07倍和0.07倍。EBITDA对债务的保护能力弱。但考虑到临朐县政府对公司的支持及对基础设施项目的回购，公司长期偿债能力尚可。

截至2016年底，公司获得银行授信总额度17.69亿元，已全部使用，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保总额为21.40亿元，担保比率57.14%。被担保的企业多为与公司存在业务往来的公司。从企业类型来看分为当地事业法人和平台公司、国有企业和民营企业。其中，对事业法人或平台公司担保8.55亿元，对国有企业担保7.93亿元，对民营企业担保4.91亿元。据公司提供信息，上述公司目前经营正常。整体来看，公司担保比率高，存在较大或有负债风险。

表8 截至2016年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	借款企业性质
临朐滨河投资开发有限公司	44,500.00	法人担保/法人保证/ 抵押担保	事业法人
临朐东泰城乡建设有限公司	10,000.00	法人担保	国有控股
临朐县清源供水有限公司	2,628.37	法人担保/法人保证	国有企业
山东临朐市政工程有限公司	2,128.37	法人保证	民营企业
临朐县新荷奶牛养殖有限公司	4,000.00	法人保证	国有企业

临朐浩源环保科技有限公司	19,000.00	抵押担保	民营企业
临朐县东镇国有资本运营有限公司	20,000.00	抵押担保	平台公司
临朐现代健康产业发展有限公司	17,000.00	抵押担保	民营企业
临朐县汇通水利工程有限公司	55,000.00	抵押担保	国有企业
临朐县人民医院	10,000.00	抵押担保	事业法人
临朐县新荷奶牛养殖有限公司	4,000.00	抵押担保	国有企业
临朐县广播影视中心	5,000.00	抵押担保	事业法人
临朐县交通工程有限公司	5,000.00	抵押担保	民营企业
临朐县国有沂山林场	3,700.00	抵押担保	国有企业
临朐县中医院	6,000.00	抵押担保	事业法人
临朐玉龙造纸有限公司	6,000.00	质押担保	民营企业
合计	213,956.74	--	--

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G10320301005263104），截至 2017 年 8 月 1 日，公司近三年无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及临朐县区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到临朐县政府对于公司在资产注入和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度为 10 亿元，占 2016 年底公司长期债务的 56.56%，全部债务的 41.21%。本次债券的发行对公司现有债务的影响很大。

截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.31%、39.37%和 32.07%。以 2016 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 62.49%、47.82%和 42.50%，公司债务负担将进一步加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2014~2016 年公司 EBITDA 分别为本次债券拟发行额度的 0.16 倍、0.15 倍和 0.16 倍；2014~2016 年公司经营活动的现金流入量分别为本次债券拟发行额度的 1.20 倍、0.99 倍和 2.96 倍；2014~2016 年公司经营活动现金流量净额分别为本次债券拟发行额度的 0.37 倍、-0.56 倍和 0.53 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券拟发行额度保障能力一般，EBITDA 和经营活动现金流量净额对本次债券拟发行额度保障能力弱。

根据本次债券的分期还款安排，本次债券发行后第 3~7 个计息年度末，每年需偿还债券本金 2.00 亿元。公司近三年 EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为 1.59 亿元、20.16 亿元和 1.70 亿元，分别为 2.00 亿元本金的 0.79 倍、10.09 倍和 0.85 倍，2016 年上述指标对分期偿还本金的保障分别为 0.81 倍、14.81 倍和 2.66 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券分期偿还本

金保障能力强，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障本次债券的按期兑付。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券的偿债资金主要来源于募投项目投资收益和公司自身经营收入。据公司提供的资料，本次债券前三年项目尚处于建设期，还本付息来源于公司经营收入，后续本息偿付来源为募投项目的投资收益。

可行性研究报告对本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表9 本期募投项目经营现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	开发期			
		4	5	6	7
经营活动现金流入	226,371	60,201	62,985	51,063	52,122
营业收入	203,938	54,235	56,743	46,003	46,957
租赁收入	69,288	13,840	16,348	19,073	20,027
销售收入	134,650	40,395	40,395	26,930	26,930
增值税销项税额	22,433	5,966	6,242	5,060	5,165
经营活动现金流出	40,663	10,664	1,117	9,329	9,493
经营成本	15,793	4,048	42,57	3,720	3,768
增值税进项税额	270	57	71	71	71
营业税税金及附加	2,438	650	679	549	560
增值税	22,162	5,909	6,170	4,989	5,094
所得税前经营活动净现金流量	185,708	49,537	51,808	41,734	42,629

资料来源：根据可行性研究报告整理

本次债券中用于项目建设的额度为 10.00 亿元，该部分额度在债券存续期后 5 年还本付息的资金来源是临朐县工业产业园建设项目，主要为租赁收入和销售收入。募投项目预期收益规模受项目所在地区工业产业景气程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

假定本次债券以票面利率 6.00% 来测算，本次债券需偿还的本息合计为 13.00 亿元。

表 10 募投项目预测现金流对本次债券本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流净额对本息偿还的覆盖倍数
1	0.60	0.00	0.60	--	--
2	0.60	0.00	0.60	---	--
3	0.60	2.00	2.60	--	--
4	0.48	2.00	2.48	2.43	2.00
5	0.36	2.00	2.36	2.67	2.20
6	0.24	2.00	2.24	2.28	1.86
7	0.12	2.00	2.12	2.46	2.01
合计	3.00	10.00	13.00	1.74	1.43

资料来源：联合评级整理

注：1.上表中利息以 6.00% 年化利率来测算；2.现金流入量、现金流量净额数据取自表 9。

（1）本次债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表测算，本次债券存续期间项目累计经营现金流入量为 22.64 亿元，对本次债券项目建设使用额度本息合计（13.00 亿元）偿还倍数为 1.74 倍，项目累计经营现

金流入量对本次债券本息偿还覆盖程度较好。但募投项目的总收益水平受到当地经济的景气程度影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

(2) 本次债券存续期内现金流分期保障分析

本次募投项目第 1~3 年自身尚未产生经营收入，同期每年需偿还利息 0.60 亿元，且第三年需每年偿还本金 2.00 亿元，主要依靠公司自有资金支付。2014~2016 年公司经营活动现金流入分别为 12.01 亿元、9.89 亿元和 29.61 亿元，分别为需偿还利息的 20.02 倍、16.48 倍和 49.35 亿元；为第三年偿还本金利息总和的 4.62 倍、3.80 倍和 11.39 倍，覆盖能力较强。

自第 4 年募投项目自身开始产生现金流入，至第 7 年本次债券的还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表 10，募投项目现金流入量对本次债券本息合计的覆盖倍数介于 2.28 倍~2.67 倍之间，现金流量净额对本次债券本息合计的覆盖倍数介于 1.86 倍~2.20 倍之间，募投项目现金流入量和现金流量净额可以覆盖本次债券分期偿还本息。

总体看，项目建设阶段本次债券本息的偿付能力有赖于公司自有资金的支持，项目建成后有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。

九、债权保护条款分析

本次债券由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本次债券存续期及本次债券到期之日起两年内，如公司不能全部兑付债券本息，三峡担保应按照不能全部兑付债券本息承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。

重庆三峡担保集团股份有限公司前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，是经国家发改委批准组建的市级担保公司，于 2006 年 9 月挂牌成立。2010 年 1 月，三峡担保更名为重庆市三峡担保集团有限公司。三峡担保主要股东分别为重庆渝富资产经营管理集团有限公司、中国长江三峡集团公司、国开金融有限责任公司、三峡资本控股有限责任公司，其中三峡担保控股股东为重庆渝富，实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保于 2014 年启动股份制改造工作，2015 年 5 月，三峡担保完成股份制改造，名称变更为重庆三峡担保集团股份有限公司，企业类型正式变更为股份有限公司；2015 年 8 月，三峡担保正式启动全国“新三板”挂牌申报工作，12 月完成向全国股转系统申报材料。2015 年 10 月，三峡担保增资 6 亿股，原股东重庆渝富认购 3 亿股，国开金融认购 1 亿股，新股东三峡资本代表长江三峡认购 2 亿股。2016 年，三峡担保将提取的资本公积及部分未分配利润转增股本，截至 2016 年末，三峡担保实收资本 46.50 亿元。

截至 2016 年底，三峡担保资产总额 111.27 亿元，所有者权益 64.59 亿元。2016 年，三峡担保实现营业收入 14.95 亿元，其中已赚保费收入 9.90 亿元，实现净利润 6.03 亿元。三峡担保期末在保余额 1,084.41 亿元，其中融资性担保责任余额 326.21 亿元。

2016 年，三峡担保母公司新增应收代偿款 54,409.24 万元，与 2015 年基本持平，新增代偿项目均为融资性担保项目，客户类型均主要为中小企业客户。截至 2016 年末，三峡担保母公司应收代偿款总额 95,599.83 万元，较 2015 年末增长 39.30%，计提相关减值准备 38,822.86 万元，账龄集中在 2 年以内；其中，最大一笔应收代偿款余额 4,472.58 万元，该企业与三峡担保签订了抵押反担保合同，但抵押物均未办理抵押登记；前 5 大应收代偿款余额合计占比 25.61%。三峡担保开发了多种代偿款回收的渠道，通过与资产管理公司等机构的合作，2016 年全年实现代偿款回收 17,872.39 万元，另

有约 9.5 亿元进入执行程序。此外，三峡担保按照财政部最新政策，加大代偿损失的核销力度，全年共完成损失核销约 1.3 亿元。

三峡担保为本次债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著增强了债券到期按期兑付的可靠性，为本次债券的还本付息提供了有力的保障。

十、综合评价

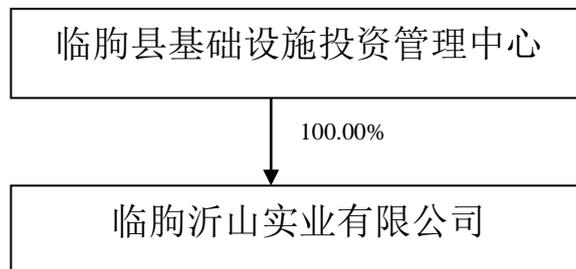
沂山实业为临朐县重要的城市基础设施建设及运营主体，负责临朐县的建设开发。联合评级对公司的评级反映了其在资产注入、政府债务置换和财政补贴等方面获得较大力度的政府支持。同时联合评级也关注到公司业务较为单一、盈利能力弱、未来存在较大资本支出压力、对外担保比率高等因素给公司信用水平带来的不利影响。

临朐县经济的稳定发展为公司各经营板块提供了良好的外部环境，随着临朐县的不断发展，公司未来收入规模和利润水平有望得到提升。同时考虑到公司获得政府的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

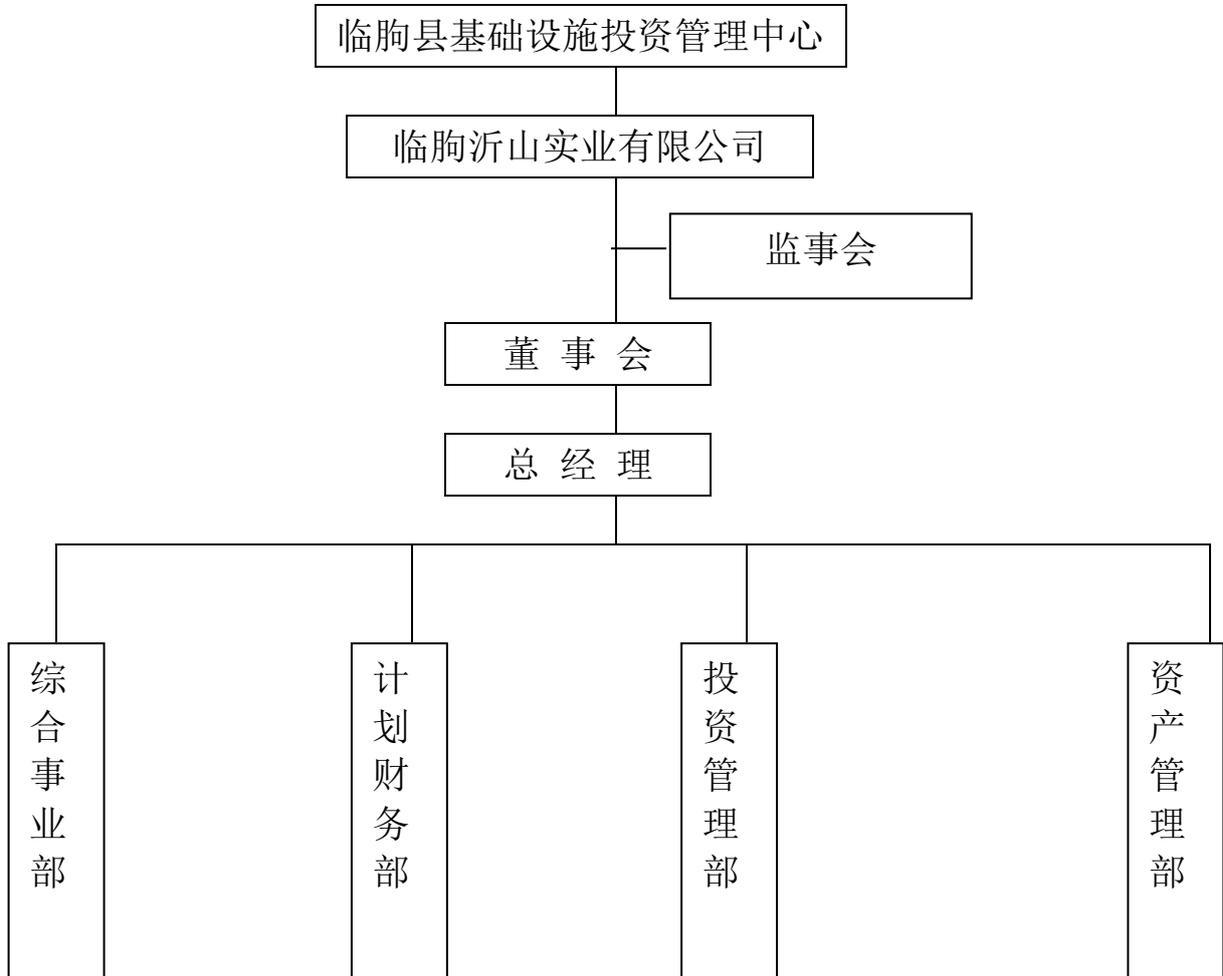
本次债券设置了分期偿付条款，有助于降低本次债券的集中偿付压力。三峡担保是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，本次债券由三峡担保提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本次债券本息偿还的安全性。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为公司本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	45.48	66.09	89.83
所有者权益 (亿元)	18.09	28.25	37.45
短期债务 (亿元)	3.87	5.14	6.58
长期债务 (亿元)	8.75	15.69	17.68
全部债务 (亿元)	12.61	20.83	24.27
营业收入 (亿元)	7.34	7.59	7.87
净利润 (亿元)	0.82	0.76	0.83
EBITDA (亿元)	1.61	1.51	1.63
经营性净现金流 (亿元)	3.66	-5.64	5.32
应收账款周转次数 (次)	2.49	1.55	1.60
存货周转次数 (次)	0.22	0.19	0.16
总资产周转次数 (次)	0.17	0.14	0.10
现金收入比率 (%)	66.49	84.01	156.78
总资本收益率 (%)	5.89	3.28	2.58
总资产报酬率 (%)	3.25	2.34	1.84
净资产收益率 (%)	4.65	3.28	2.52
营业利润率 (%)	15.54	15.82	13.80
费用收入比 (%)	15.65	15.81	16.44
资产负债率 (%)	60.22	57.26	58.31
全部债务资本化比率 (%)	41.08	42.44	39.32
长期债务资本化比率 (%)	32.59	35.71	32.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.37	1.31	1.18
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.07	0.07
流动比率 (倍)	2.25	2.82	2.47
速动比率 (倍)	0.69	1.22	1.04
现金短期债务比 (倍)	1.31	1.33	2.38
经营现金流流动负债比率 (%)	19.64	-25.45	15.32
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.16	0.15	0.16

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

附件 4 重庆三峡担保集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	111.27	101.15	77.87
所有者权益（亿元）	64.59	60.98	50.26
净资本（亿元）	34.10	41.19	43.61
融资性担保责任余额（亿元）	326.21	373.27	410.53
营业收入（亿元）	14.95	16.48	14.84
净利润（亿元）	6.03	6.02	7.39
平均资产收益率（%）	5.68	6.73	10.10
平均净资产收益率（%）	9.60	10.82	15.39

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。