

濮阳市投资集团公司

2019 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010383】

评级对象: 濮阳市投资集团公司 2019 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2019 年 4 月 11 日

注册额度: 10 亿元

本期发行: 基础发行规模 3 亿元, 发行额度上限 6 亿元

发行目的: 偿还公司有息债务

存续期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	5.05	9.73	24.50	19.48
刚性债务	13.55	56.31	100.09	102.34
所有者权益	47.97	57.17	63.96	62.74
经营性现金净流入量	5.82	-21.55	-5.46	-0.45
合并数据及指标:				
总资产	110.24	150.77	213.85	210.65
总负债	59.87	92.73	151.71	149.56
刚性债务	30.76	72.68	123.50	124.80
所有者权益	50.36	58.04	62.14	61.09
营业收入	7.84	12.74	16.59	10.76
净利润	2.20	2.43	1.69	-1.89
经营性现金净流入量	4.14	-7.77	-24.48	-8.12
EBITDA	4.26	5.82	8.65	—
资产负债率[%]	54.31	61.51	70.94	71.00
长短期债务比[%]	87.41	225.96	326.31	264.66
权益资本与刚性债务比率[%]	163.74	79.86	50.31	48.95
流动比率[%]	207.98	335.31	297.03	250.25
现金比率[%]	49.90	134.63	116.79	73.06
利息保障倍数[倍]	2.53	1.92	1.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.90	2.21	1.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.09	—

注: 根据濮阳市投资集团公司经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。利息支出数中仅包含费用化利息数, 公司未提供资本化利息数。

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com

张忠付 zzf@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **政府支持力度大。** 濮阳投资为濮阳市基础设施建设及国有资产运营主体, 在地方国资体系中地位突出, 能够得到濮阳市政府在资产注入、财政补贴和项目资源等方面的大力支持。
- **区域专营优势。** 濮阳投资主业涉及公用事业、保障性住房等民生领域, 供水、供热、粮食销售等业务区域专营性强, 近年来营业收入持续增长, 且有持续的经营性现金流入。
- **货币资金较充裕。** 濮阳投资账面可动用货币资金较为充裕, 可为短期债务的偿付提供一定保障。

主要风险:

- **濮阳市产业转型压力。** 濮阳市以石油资源立市, 经济对石化产业依赖程度高, 短期内产业转型仍承压。
- **自身盈利能力较弱。** 濮阳投资主业盈利空间有限, 加之较重的费用负担, 经营亏损, 盈利对政府补贴的依赖度高; 且 2018 年前三季度股权投资发生大额亏损, 加大了自身盈利波动风险。
- **债务积聚压力。** 近年来濮阳投资刚性债务规模快速攀升, 财务杠杆水平已较高, 且后续在建及拟建项目较多, 公司存在较大的投融资需求, 债务负担将进一步上升。
- **资产流动性欠佳。** 濮阳投资资产主要集中在对外投资、项目投入和往来款, 流动性欠佳。
- **子公司管控风险。** 濮阳投资下属子公司众多, 且涉及业务范围较广、独立性较强, 存在一定

的管控风险。

- **对外担保风险。**濮阳投资对外担保规模较大，存在代偿风险。

➤ 未来展望

通过对濮阳市投资集团公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

濮阳市投资集团公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

濮阳市投资集团公司（简称“濮阳投资”、“该公司”或“公司”）前身为濮阳市建设投资公司，成立于 2000 年 3 月，系根据濮阳市机构编制委员会濮编[2000]4 号文批准成立的全民所有制企业，由濮阳市人民政府以实物形式出资 0.60 亿元。2011 年 10 月，根据濮阳市人民政府《关于批准市建设投资公司章程及增加注册资本的决定》（濮政[2011]91 号），濮阳市人民政府增加国有资本金 2.40 亿元。2012 年 9 月，根据《关于市建设投资公司增加注册资本的决定》（濮政文[2012]301 号），濮阳市人民政府继续增加国有资本金 1.24 亿元，由此公司注册资本增至 4.24 亿元。2013 年 6 月，根据濮阳市人民政府《关于变更濮阳市建设投资公司出资人的通知》，公司出资人由濮阳市人民政府变更为濮阳市发展和改革委员会（简称“濮阳市发改委”）。2015 年 11 月，根据《濮阳市人民政府关于成立濮阳市投资集团公司的通知》（濮政[2015]70 号文）及濮阳市发改委出具的《出资人决议》，公司更为现名，注册资本增至 50.00 亿元，并在 2016 年以资本公积 34.84 亿元和未分配利润 10.92 亿元认缴。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本及实收资仍为 50.00 亿元，濮阳市发改委是公司唯一出资人。

该公司是濮阳市国有资产运营和基础设施建设主体，主要通过下属子公司在濮阳市范围内从事基础设施建设、粮食销售、自来水供应、热力供应、房地产开发、宾馆服务等业务。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2018 年 7 月，中国银行间市场交易商协会接受该公司拟申请发行总额不超过 10 亿元中期票据的注册(中市协注【2018】MTN375 号)。2018 年 10 月 30 日，公司在额度内完成发行 2 亿元的“18 濮阳投资 MTN001”，期限为 5(2+2+1) 年，票面利率为 6.97%；同年 12 月 18 日，在额度内完成发行 2 亿元的“18 濮阳投资 MTN002”，期限为 5(2+2+1) 年，票面利率为 5.98%；本期中票为额度内第三次发行，拟基础发行规模 3 亿元，发行额度上限 6 亿元，期限为 5(2+2+1) 年，附第 2 个年末和第 4 个年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司拟将本期中票募集资金用于偿还公司有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	濮阳市投资集团公司 2019 年度第一期中期票据
总发行规模:	10 亿元人民币
本期发行规模:	基础发行规模 3 亿元, 发行额度上限 6 亿元
本期债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付
增级安排:	无

资料来源: 濮阳投资

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中票所募资金用于偿还公司有息债务, 以优化融资结构, 降低融资成本。

图表 2. 本期中期票据募集资金拟偿还金融机构借款明细 (单位: 亿元)

借款主体	金融机构	借款金额	借款性质	年利率 (%)	拟用募集资金偿还金额
濮阳市基础产业投资有限责任公司	焦作中旅银行股份有限公司	1.92	流动资金贷款	6.18	2.04
濮阳市投资集团公司	中原银行濮阳开州路支行	3.00	流动资金贷款	7.00	3.21
濮阳市投资集团公司	陕西省国际信托股份有限公司	4.70	流动资金贷款	7.00	0.63
濮阳市投资集团公司	18 濮阳投资 MTN001	2.00	中期票据	6.97	0.12
合计	—	11.62	—	—	6.00

资料来源: 濮阳投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度, 全球经济增长进一步放缓, 制造业景气度快速下滑, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素; 在这样的情况下, 主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻, 短期内经济增长下行压力较大, 但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行; 中长期内, 随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化, 我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度, 全球经济增长进一步放缓, 制造业景气度快速下滑, 美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成

现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设

的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 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，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5 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预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担

保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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，依法依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。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

濮阳市为典型的石化资源城市，前期得益于中原油田油气资源开发而有快速发展，但随着油气资源日趋枯竭，经济发展有所放缓。濮阳市近年来围绕石油化工、煤化工、盐化工“三化”链接，建设化工产业基地，并积极发展石油装备制造、食品加工、林纸林板及家具、羽绒及服饰制造等非煤产业，但产业转型升级尚需时日，短期内经济运行仍承压。濮阳市楼市调控基调近年来较为宽松，近年来楼市持续升温，但当地人口导入能力较差，长期新增购房需求有限，且持续受房地产政策影响，房产市场持续存在波动可能。

濮阳市位于河南省东北部，是依托中原油田油气资源勘探开发而发展起来的典型资源型城市，中石化中原天然气公司落户当地。濮阳市境内石油、天然气、盐、煤等资源丰富，吴坝煤矿探明可采储量约1亿吨，境内地下盐储量为1440多亿吨。全市总面积为4188平方公里，下辖华龙区、濮阳县、清丰县、

南乐县、范县及台前县 1 区 5 县，并设有一个国家级经济技术开发区、一个省级工业园区和一个省级濮阳新区。截至 2017 年末，全市常住人口 363.93 万人，城镇化率为 43.73%，较上年末提升了 1.69 个百分点。

濮阳市区位特点突出，位于冀、鲁、豫三省交界处，距郑州、济南、石家庄三市均在 200 公里内。长期以来区域交通建设较为滞后，但近年来濮阳市加快推进交通体系建设，晋豫鲁铁路已于 2016 年通车，濮阳至郑州客运列车开通运行，结束了市区不通国铁客运的历史。郑濮济高铁濮阳段正线施工全面铺开，南林高速东延、德上高速范县段建成通车，范台梁、濮阳至卫辉、濮阳至湖北阳新三条高速公路前期工作稳步推进。目前濮阳市基本形成了“升”字型铁路骨架和“三纵三横”高速公路网。

濮阳市以油气为主的工业体系构成了当地经济支撑，但历经 40 余年不断开发，濮阳市油气资源日趋枯竭，2011 年被列入全国第三批资源枯竭城市。为加快经济转型，濮阳市推进传统优势产业改造升级，培育壮大接续替代产业，围绕石油化工、煤化工、盐化工“三化”链接，建设高端化工千亿级产业基地，并积极发展石油装备制造、食品加工、林纸林板及家具、羽绒及服饰制造等非煤产业。2017 年，濮阳市规模以上工业累计完成增加值 805.96 亿元，同比增长 8.1%；其中，全市规模以上石油及化工业、装备制造业、食品加工业、林纸制品及家具制造业、服饰及皮革羽绒制品业分别实现工业增加值 250.64 亿元、180.81 亿元、152.95 亿元、64.70 亿元和 37.93 亿元，占比分别为 31.10%、22.43%、18.98%、8.03%和 4.71%。

石化产业方面，濮阳市已形成从基础化工到精细化工、化工新材料较为完整的产业链条，2017 年濮阳化工产业销售收入达 1204 亿元，约占全省的五分之一。市内形成了一批骨干企业，包括中原油田、中原乙烯、中原大化等中央和省属大型企业，丰利能源、三聚环保等外来龙头企业以及盛源石化、蔚林化工等本地民营企业。未来，濮阳市将规划建设 60 平方公里新型化工基地，实施中原石化 100 万吨结构调整项目，以实现原油就地转化；与中石化合作建设库容 300 至 500 亿立方米中原国家天然气战略储气库群，以此为基础建设全国重要的天然气输配和交易中心；开工建设丰利石化 120 万吨混苯等一批大型项目。

装备制造业方面，濮阳市依托丰富的石化开采经验，已形成涵盖勘探、钻井、采油、修井等主要生产环节的石油装备制造产业链，代表企业有中原石油工程、中原特车、中原总机、信宇石油等。食品加工业方面，濮阳市作为国家重要商品粮生产基地和河南省粮棉油主产区之一，粮食产量丰富，代表企业有中粮面业、豫粮集团、向荣面业、松山面业、伍钰泉面业、金苑面业等。

图表 3. 2016-2017 年濮阳市五大产业工业增加值情况（单位：亿元，%）

	2016 年			2017 年		
	金额	占比	增速	金额	占比	增速
石油及化工业	238.26	31.82	3.2	250.64	31.10	5.5

装备制造	169.61	22.65	12.8	180.81	22.43	8.0
食品加工	133.05	17.77	11.6	152.95	18.98	13.6
林纸制品及家具制造	61.62	8.23	47.2	64.70	8.03	17.2
服饰及皮革羽绒制品	35.78	4.78	22.7	37.93	4.71	20.5
合计/综合	638.33	85.26	10.4	687.03	85.24	9.7

资料来源：濮阳市工业和信息化委员会官网

随着支柱产业逐步发展、产业体系转型升级，近年来濮阳市经济规模持续增长，但在全省下辖地级市仍位于中后水平。2015-2017 年濮阳市地区生产总值分别为 1333.64 亿元、1443.75 亿元和 1620.56 亿元，按可比价格计算，增速分别为 9.5%、8.7% 和 8.1%。2017 年，濮阳市经济体量位于全省 17 个地级市第 13 位。濮阳市工业支柱地位仍较突出，三次产业结构由 2015 年的 11.8:56.6:31.6 调整至 2017 年的 10.4:54.5:35.1。按常住人口计算，2017 年人均地区生产总值为 44604 元。

图表 4. 2015-2018 年濮阳市主要经济指标及增速（单位：%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1333.64	9.5	1443.75	8.7	1620.56	8.1	1654.47	5.8
第一产业增加值（亿元）	157.50	4.4	161.88	4.4	169.03	4.7	163.93	2.9
第二产业增加值（亿元）	754.49	8.9	807.19	8.5	882.84	7.5	837.53	5.2
第三产业增加值（亿元）	421.65	12.9	474.68	10.5	568.69	10.2	653.01	7.8
工业增加值（亿元）	812.72	8.9	798.29	8.8	858.88	7.8		
固定资产投资（亿元）	1305.28	17.0	1523.28	16.7	1703.60	11.8	—	10.0
社会消费品零售总额（亿元）	470.68	13.1	529.96	12.6	594.18	12.1	616.53	9.7
进出口总额（亿美元/亿元）	7.87	10.5	8.14	3.5	8.83	8.3	54.60	36.7
人均地区生产总值（元）	36943		39805		44604		—	
常住人口（万人）	361.00		362.71		363.93		—	
三次产业结构比	11.8:56.6:31.6		11.2:55.9:32.9		10.4:54.5:35.1		9.9:50.6:39.5	

资料来源：2015-2017 年濮阳市国民经济和社会发展统计公报及 2018 年 12 月统计月报

注：2015 年和 2016 年人均地区生产总值=地区生产总值/年末常住人口；2018 年进出口总额单位为亿元。

图表 5. 2017 年河南省各地级市主要经济指标（单位：亿元，%）

	地区生产总值		社会消费品零售总额		固定资产投资	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
郑州市	9130.20	8.2	4057.20	10.7	7573.40	8.2
洛阳市	4343.10	8.7	2025.50	12.1	4566.40	11.8
南阳市	3377.70	6.8	1950.92	11.1	—	—
许昌市	2642.10	8.7	891.3	12.2	2531.80	11.8
周口市	2517.03	7.9	1227.16	12.2	2047.29	9.9
新乡市	2384.81	8.1	966.20	12.0	2210.53	10.1
焦作市	2342.80	7.4	166.33	6.2	2453.77	11.6
安阳市	2268.00	7.2	839.48	11.1	2281.29	9.9

信阳市	2226.55	6.7	100.97	6.0	2415.64	8.9
商丘市	2217.89	8.7	1032.30	12.4	2233.14	12.2
驻马店市	2002.64	8.3	884.40	12.7	1735.42	11.9
开封市	1934.95	8.2	944.81	12.3	1668.18	9.3
濮阳市	1620.56	8.1	594.18	12.1	1703.60	11.8
平顶山市	1581.60	7.7	714.60	11.9	1570.90	11.9
三门峡市	1460.81	8.5	493.87	12.0	1976.89	11.5
漯河市	1165.10	8.2	550.30	12.0	1185.30	11.8
鹤壁市	832.59	8.3	35.60	6.4	901.71	11.5

资料来源：2017 年相关城市国民经济和社会发展统计公报

投资是濮阳市经济增长的重要支撑，近年来固定资产投资规模持续上升，但受供给侧改革、新增工业投资项目减少等因素影响，增速有所放缓。2015-2017 年分别完成全社会固定资产投资（不含农户）1305.28 亿元、1523.28 亿元和 1703.60 亿元，增速分别为 17.0%、16.7%和 11.8%。从投资结构看，第二、第三产业占比较大，2017 年分别完成投资 827.90 亿元和 817.78 亿元，同期增速分别为 3.6%和 24.2%，占全年固定资产投资总额的比重分别为 48.60%和 48.00%。从投资领域看，仍以工业投资为主，2017 年工业投资额为 829.28 亿元，同比增长 3.8%，占全年固定资产投资总额的比重为 48.68%。2017 年濮阳市亿元以上固定资产投资在建项目共 531 个，完成投资 1240.70 亿元，同比增长 2.3%。

图表 6. 2015-2018 年濮阳市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	724.85	8.1	799.19	10.3	829.28	3.8	—	—
房地产	95.12	9.2	124.13	30.5	150.60	21.3	193.95	28.8

资料来源：2015-2017 年濮阳市国民经济和社会发展统计公报及 2018 年 12 月月报

根据濮阳市 2018 年 12 月统计月报所载，全市全年实现地区生产总值 1654.47 亿元，按可比价格计算，增速较上年增长 5.8%，当年经济体量位于全省 17 个地级市第 14 位，较上年下降 1 位；三次产业结构比调整至 9.9: 50.6: 39.5。2018 年濮阳市固定资产投资同比增长 10.0%，从投资方向看，第一产业投资同比增长 55.5%，第二产业投资同比下降 7.6%，第三产业投资同比增长 21.5%；从投资领域看，民间投资同比增长 11.9%，高于全市投资增速 1.9 个百分点，房地产投资完成 193.95 亿元，同比增长 28.8%，高于全省平均水平 29.9 个百分点。

从房地产市场来看，受濮阳市经济稳步发展及去库存政府补贴等楼市宽松政策拉动，2015-2017 年濮阳市房地产销售明显回暖。2015-2017 年全市房地产开发投资分别完成 95.12 亿元、124.13 亿元和 150.60 亿元，增速分别为 12.2%、30.5%和 21.3%。在宽松的购房政策下，近三年濮阳市房屋销售量价齐升。为促进房地产市场平稳健康发展，2018 年 1 月濮阳市中止购房财政补贴政策，但楼市基调仍较为宽松，在当前一二线城市楼市溢出效应以及大规模棚改力度

下，需求较为旺盛，同时入市楼盘数量较少且以高档型为主，濮阳市商品房销售仍保持一定增速，房价也有进一步上升，2018年房地产开发投资完成193.95亿元，同比增长28.8%；销售额为213.36亿元，同比增长4.6%。考虑到濮阳市人口导入能力较差，长期新增购房需求有限，且房产市场持续受房地产政策导向以及当地房产市场供需影响，存在波动可能。

图表 7. 2015-2018 年濮阳市房屋建设和销售情况（单位： %）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	数据	增速	数据	增速	数据	增速	数据	增速
房屋施工面积（万平方米）	1165.76	42.5	1268.95	8.9	1207.12	-4.9	1671.70	38.5
房屋竣工面积（万平方米）	147.94	37.1	169.93	14.9	50.79	-70.1	149.89	195.1
商品房销售面积（万平方米）	282.87	26.1	400.39	41.5	444.99	11.1	431.83	-3.0
商品房销售额（亿元）	105.14	41.4	162.61	54.7	204.06	25.5	213.36	4.6

资料来源：2015-2017 年濮阳市国民经济和社会发展统计公报及 2018 年 12 月月报

与当地房地产市场趋势一致，濮阳市土地市场趋热，近年来土地出让规模持续增大，且住宅、商办用地出让单价也逐年提升，土地出让总价大幅增长。2015-2017 年，濮阳市土地出让面积分别为 277.82 万平方米、527.39 万平方米和 887.84 万平方米；同年土地出让的单价分别为 597.08 元/平方米、628.51 元/平方米和 992.62 元/平方米，其中 2017 年恒大、中梁、荣盛、建业、汇丰等品牌房企均在濮阳继续拿地，当年住宅用地出让单价达到 1716.85 元/平方米，较上年涨幅为 39.10%；商办用地出让单价同比上涨 72.99%至 1481.69 元/平方米。2018 年濮阳市住宅用地出让面积为 593.85 万平方米，较上年大幅增长 62.74%，得益于此，当年实现土地出让总价为 118.45 亿元，较上年增长 34.40%。

图表 8. 2015-2018 年濮阳市土地市场交易情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积（万平方米）	527.39	527.39	887.84	1085.63
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	152.83	152.83	364.90	593.85
商业/办公用地出让面积（万平方米）	73.92	73.92	105.51	80.77
工业用地出让面积（万平方米）	271.83	271.83	412.31	378.43
其他用地出让面积（万平方米）	28.81	28.81	5.12	32.58
土地出让总价（亿元）	33.15	33.15	88.13	118.45
其中：住宅用地出让面积（亿元）	18.86	18.86	62.65	98.87
商业/办公用地出让面积（亿元）	6.33	6.33	15.63	10.33
工业用地出让面积（亿元）	6.18	6.18	9.59	7.99
其他用地出让面积（亿元）	1.77	1.77	0.26	1.25
土地出让均价（元/平方米）	628.51	628.51	992.62	1091.06
其中：住宅用地出让面积（元/平方米）	1234.22	1234.22	1716.85	1664.96
商业/办公用地出让面积（元/平方米）	856.51	856.51	1481.69	1279.27
工业用地出让面积（元/平方米）	227.39	227.39	232.54	211.19
其他用地出让面积（元/平方米）	615.30	615.30	508.06	383.59

资料来源：中指数据

2. 业务运营

该公司是濮阳市综合性的建设、投资及运营主体，随着股权划转，经营性业务范畴得以扩张，2016 年以来在粮食销售业务快速增大的带动下，整体业务体量也有明显增加，但经营性业务整体盈利情况一般，且缺乏有市场竞争力的业务。公司在基建领域一直有较大规模投资，中短期内仍有较大规模的代建项目及自营市场化项目投资计划，后续资金平衡压力和市场化项目运营风险将有所上升。

该公司是濮阳市主要的基建及国资运营主体，业务涵盖城市基础设施建设、房地产开发、城市供水、供热及商品服务等。2015 年底，濮阳市政府向公司划入 17 家国有企业股权，公司开始涉足粮食销售、设计咨询、盐业销售及安保服务等业务。

2016 年以来，粮食销售业务成为该公司第一大收入来源，受益于粮食贸易量价齐升，相应收入快速增大，带动整体业务规模的增长。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 7.84 亿元、12.74 亿元和 16.59 亿元，其中 2016 年和 2017 年粮食销售收入分别为 6.07 亿元和 10.14 亿元。同期，公司房地产在售房源逐步销售完毕，近年来销售收入逐年下滑，由 2015 年的 3.68 亿元降至 2017 年的 0.07 亿元。由于濮阳市政府对市内的天然气供应商重组，公司天然气业务自 2016 年起基本停滞，2017 年起已不再开展该项业务，未有实现收入。2018 年前三季度，公司实现营业收入 10.76 亿元，主要来自粮食销售和热力销售业务，二者合计占当期营业收入的 71.75%；同期，公司综合毛利率为 19.40%，较上年有所提高，其中设计咨询、宾馆商品服务、盐业销售和自来水销售毛利率较高，分别为 70.97%、62.68%、47.10%和 43.92%。

图表 9. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	7.84	100.00	12.74	100.00	16.59	100.00	10.76	100.00
粮食销售	—	—	6.07	47.62	10.14	61.08	5.42	50.36
热力销售	1.67	21.30	2.12	16.66	2.37	14.30	2.30	21.38
自来水销售	0.74	9.50	0.80	6.31	0.86	5.17	0.68	6.35
房地产销售	3.68	46.87	1.36	10.68	0.07	0.44	—	—
天然气销售	0.87	11.13	0.06	0.51	—	—	—	—
设计咨询	—	—	0.47	3.71	0.72	4.34	0.85	7.89
宾馆商品服务	0.51	6.51	0.59	4.66	0.65	3.90	0.59	5.46
安保服务	—	—	0.37	2.87	0.41	2.47	0.31	2.88
盐业销售	—	—	0.34	2.69	0.17	1.02	0.05	0.43
其他业务	0.37	4.69	0.56	4.29	1.20	7.28	0.57	5.25
毛利率	14.79		14.98		14.89		19.40	
粮食销售	—		5.47		1.11		2.78	
热力销售	-6.43		-5.32		-1.82		4.14	
自来水销售	45.12		37.43		45.74		43.92	
房地产销售	7.86		4.91		75.71		—	
天然气销售	3.42		77.94		—		—	
设计咨询	—		42.79		46.06		70.97	

业务类型	2015年		2016年		2017年		2018年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
宾馆商品服务	66.85		66.85		65.82		62.68	
安保服务	—		20.81		25.09		21.56	
盐业销售	—		37.49		38.58		47.10	
其他业务	73.70		85.68		85.12		85.19	

资料来源：濮阳投资

注：表格合计数与单项加总数据略有差额系尾数四舍五入所致，下同。

(1) 基础设施建设及自营项目建设

该公司基础设施建设业务实施主体主要为本部和子公司濮阳工业园区建设投资有限公司（简称“工业园区建投公司”）等。公司基建项目经营模式分为两种，其一是供热供水等市政配套设施项目，建成后公司根据市场化机制收取相应的服务报酬；其二是工业园区路网工程项目建设，公司与工业园区管委会签订委托代建协议，协议约定由公司自行筹措资金负责项目的建设，待项目完工交付后工业园区管委会向公司支付代建工程款，分期支付，代建工程款包括代建项目投资额以及按照代建投资额 6% 计算的委托代建管理费，计入“营业收入”。截至目前，公司委托代建业务尚未确认收入。

该公司目前主要在建项目为工业园公司负责的工业园区供热管网工程、二期路网工程、三期路网工程、供水工程以及公司本部负责的智慧停车场项目。其中工业园区二期和三期路网工程项目完工后由工业园区管委会支付代建工程款，其余项目均由公司根据市场化机制收取相应的服务报酬。截至 2017 年末，公司在建项目总投资 30.76 亿元，已完成投资 4.27 亿元，2018-2020 年分别计划投入 10.22 亿元、6.85 亿元和 6.15 亿元。“智慧泊车停车场”项目为公司“17 濮投专项债”募投项目，建设期为 2017-2020 年，共计建筑面积 49.21 万平方米，其中停车泊位面积 45.18 万平方米，停车泊位 13285 个，含带充电桩泊位 1404 个；辅助用房面积 4.03 万平方米。该项目概算总投资 24.20 亿元，截至 2017 年末已完成投资 0.97 亿元。值得关注的是，智慧泊车停车场项目采取市场化运营模式，受区域车流量、租赁价格等因素影响，项目的资金回报能否如预期较不确定，公司中短期内面临的资金压力及项目运营风险将大幅上升。

图表 10. 截至 2017 年末公司主要在建项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	实施主体	建设期	计划总投资	截至 2017 年末已投资	未来投资计划			是否政府回购
					2018 年	2019 年	2020 年	
濮阳工业园区集中供热管网工程	工业园区建投公司	2015-2020	1.30	0.70	0.44	0.15	0.15	否
濮阳工业园区二期路网工程		2013-2018	1.26	0.85	0.35	—	—	是
濮阳工业园区三期路网工程		2014-2019	2.18	0.65	0.77	0.70	—	是
濮阳工业园区供水工程		2017-2019	1.82	1.10	0.66	—	—	否
智慧泊车停车场	公司本部	2017-2020	24.20	0.97	8.00	6.00	6.00	否
合计	—	—	30.76	4.27	10.22	6.85	6.15	—

资料来源：濮阳投资

(2) 房地产销售业务

该公司房地产板块的经营主体为子公司濮阳市房地产开发经营公司（简称“濮阳市房地产公司”）、工业园区建投公司、濮阳市龙湖半岛置业有限公司（简称“龙湖置业”）和濮阳万基置业有限公司（简称“万基置业”）。其中，濮阳市房地产公司和工业园区建投公司负责城市保障性住房建设，万基置业负责商品房开发建设，龙湖置业专项负责拟建项目企业总部二期的开发建设。受限于自身经营、财务实力以及区域房地产市场状况，公司主要承接保障性住房项目，前期开发的商业化房产项目较少，近年来有所增加，但尚处于筹划阶段。2015-2017年，公司房地产销售收入分别为3.68亿元、1.36亿元和0.07亿元，基本来自保障性住房康居花园的销售收入。

A. 保障性住房项目

该公司在售的保障房项目由濮阳市房地产公司负责，其具有房地产开发二级资质，根据市政府安排，公司自筹资金建设保障房项目，销售对象为通过政府资格审查的购房者。濮阳市房地产公司先后开发了供应小区、张海小区、东方花园二期和康居花园等多个楼盘。近三年公司在售保障房系康居花园，于2015年全面竣工，已于2016年销售完毕。保障房项目由政府确定指导价格，公司利润空间有限，2015-2017年公司分别实现保障房开发业务收入3.63亿元、1.36亿元和0.07亿元，销售毛利率分别为7.86%、4.91%和75.71%，其中2017年形成的少量收入为上年销售尾款，因项目收尾结转成本较小，导致当年公司保障房业务毛利率大幅提高。

该公司目前主要在建保障房项目为棚户区改造一期工程项目及翟庄、魏小翟和后漳消项目等货币化安置项目。棚户区改造一期工程项目由工业园区建投公司负责，包括安置房建设和公租房建设，位于濮阳工业园区内，该项目概算总投资21.07亿元。其中安置房部分系河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司（简称“豫资公司”）委托工业园区建投公司建设¹，概算总投资额为17.47亿元，由豫资公司负责安置房项目融资，工业园区建投公司享有代建管理费收益；公租房部分概算总投资额为3.60亿元，拟采取PPP模式运作。截至2018年9月末，棚户区改造一期工程项目中安置房项目已完成投资约8亿元。

此外，该公司货币化安置项目有华龙区翟庄城中村改造项目和濮阳市开发区后漳消城中村改造项目、濮阳市华龙区魏小寨城中村改造项目，概算投资为24.31亿元，截至2017年末已投资约13亿元。上述3个项目均采用单一货币补偿的货币化安置，不涉及安置房及相关配套的建设，已纳入河南省2017年棚户区改造项目计划（第二批）。根据上述项目承接主体（子公司濮阳市居安城市开发有限公司或濮阳市美居城市开发有限公司）与项目所在区域的住建局

¹ 濮阳工业园区管委会作为政府购买主体，豫资公司作为政府购买服务承接主体，就该安置房项目签订《政府购买服务协议》，授权工业园区建投公司作为安置房项目建设主体。豫资公司、濮阳市财政局、工业园建投公司三方签署了《濮阳工业园区棚户区改造一期工程项目委托投资协议》，约定豫资公司负责安置房项目融资并将融资款交由濮阳市财政局负责监督和拨付，工业园区建投公司收到市财政局的资金拨付款后进行安置房项目建设，安置房项目完工后由工业园区建投公司移交给豫资公司，豫资公司最后再将安置房交付给濮阳市工业园区管委会。

或管委会签订的政府购买服务协议，政府购买服务价款为 37.67 亿元，自 2017 年起分 15 年支付，截至目前尚未回笼资金。

B. 自营房地产项目

近年来，该公司的商品房开发业务主要由万基置业负责，开发的“和鑫苑”项目于 2012 年 9 月开工建设，2014 年 9 月竣工并验收合格，占地面积 1.27 万平方米，总建筑面积 3.94 万平方米，总投资 1.04 亿元，总可售面积约 3.78 万平方米，已于 2015 年 9 月全部销售完毕，当年少量尾盘销售形成收入 456.82 万元。此外，公司还有 2 个拟建项目，概算总投资 7.37 亿元，已于 2018 年下半年正式开工。

图表 11. 截至 2017 年末公司主要拟建自营房产项目概况

开发主体	项目名称	项目类型	总建筑面积 (万平方米)	建设周期	概算总投资(亿元)
龙湖置业	企业总部二期	综合性商务楼及配套设施	11.27	2018.08 -2021.08	4.77
万基置业	花香四季	商业住宅项目	9.52	2018.10 -2020.10	2.60
合计	—	—	20.79	—	7.37

资料来源：濮阳投资

(3) 粮食销售业务

该公司粮食购销业务运营主体为子公司河南濮阳皇甫国家粮食储备库（简称“皇甫粮库”）、河南濮阳国家粮食储备库（简称“国家粮库”）和濮阳市粮食储备库（简称“濮阳市粮库”），上述三家子公司股权均为濮阳市政府于 2015 年末划入，公司该项业务自 2016 年才正常开展。公司粮食业务主要分为两个方面：一是履行国家及地方粮食储备职能开展的收储、代储业务，该业务主要为政策性业务，濮阳市的粮食储备及轮换业务由公司代为执行，储备粮所需的收购资金全部由中国农业发展银行发放政策性贷款解决，目前皇甫粮库、国家粮库和濮阳市粮库仓容量分别为 17 万吨、15 万吨和 10 万吨，可满足仓储需求。地方储备粮每年存费收入标准 80.00 元/吨，2017 年公司的存费收入为 3360.00 万元；二是粮食贸易业务，按市场价格进行购销。由于贸易规模扩大及客户增多，公司粮食销售收入快速增长，已成为主要收入来源，2016-2017 年及 2018 年前三季度，公司粮食销售收入分别为 6.07 亿元、10.14 亿元和 5.42 亿元。

河南为国内小麦生产大省，近年来该公司粮食采购品种受政府下达的收储计划及客户需求有所变动，2017 年变更为以小麦单一品种为主，2016-2017 年小麦采购量分别为 8.51 万吨和 39.23 万吨，占采购总量的 34.68%和 95.18%。同期，小麦采购均价分别为 2420.15 元/吨和 2555.06 元/吨。公司粮食贸易的采购渠道主要有两种，一是从农户手里直接进行收购；二是从粮食购销企业购进。由于公司采购主要集中在农户，现款现货，单户采购量较小。公司贸易粮存储以随收随卖的方式为主，占据粮食储备仓库较少。

图表 12. 2016-2017 年公司小麦和玉米采购情况

时间	种类	采购量 (万吨)	采购额 (万元)	占比	采购均价 (元/吨)
2016 年	小麦	8.51	20599.61	35.91%	2420.15
	玉米	16.03	28738.24	50.10%	1792.64
	合计	24.54	49337.85	86.01%	—
2017 年	小麦	39.23	100235.10	96.02%	2555.06
	玉米	—	—	—	—
	合计	39.23	100235.10	96.02%	—

资料来源：濮阳投资

粮食销售方面，该公司粮食销售价格随市场波动，结算方式以现款现货为主，2016-2017 年公司粮食销售毛利率分别为 5.47% 和 1.11%，其中 2017 年小麦采购均价大幅上涨，而主要客户销售价未有同步提升，毛利空间明显收窄。公司粮食销售主要以内销为主，销售对象以粮食深加工企业为主，销售区域以河北、河南、重庆、湖南、东北和广东地区为主。公司 2017 年前五大客户销售金额占比达到 92.36%，较 2016 年集中度大幅提升，且 2017 年前五大客户较上年变动较大，该年第一大销售客户为五得利面粉集团有限公司，销售金额占比高达 80.98%。公司粮食贸易业务的下游客户集中度偏高，贸易规模受单个客户的采购规划及经营状况影响较大，未来收入规模存在波动风险。

图表 13. 2016-2017 年公司粮食销售主要客户情况（单位：万元）

时间	公司名称	粮食品种	销售金额	占营业收入比例
2016 年	河南丰太生态农业发展有限公司	玉米	13310.00	21.93%
	滑县永达饲料有限公司	玉米、小麦	3217.22	5.30%
	河南省怀府麒麟面业有限公司	小麦	1270.98	2.09%
	河北廊雪面粉有限公司	小麦	1123.49	1.85%
	南乐县红增利粮油购销有限公司	小麦	878.20	1.45%
	合计	—	19799.90	32.63%
2017 年	五得利面粉集团有限公司	小麦	82080.76	80.98%
	河南志情面业有限责任公司	小麦	6943.55	6.85%
	重庆市万州区储备粮有限公司	小麦	2449.97	2.42%
	中粮面业（濮阳）有限公司	小麦	1300.95	1.28%
	益海（石家庄）粮油工业有限公司	小麦	835.01	0.82%
	合计	—	93610.25	92.36%

资料来源：濮阳投资

（4）热力销售业务

该公司热力销售业务主要由子公司濮阳市热力公司（简称“热力公司”）负责。热力公司成立于 1993 年，现主要负责濮阳市城区的热力供应，是濮阳市最主要的供热公司，经营模式为：公司从上游热电厂购买热源，通过自身管网、换热站为下游客户提供供热服务，上游热源供应商主要为濮阳国泰热力有限公司和濮阳市龙丰热电有限公司。

截至 2017 年末，该公司拥有换热站 159 座，管网覆盖面积约 1800 万平方

米。2015-2017年，公司实际供热面积为774.00万平方米、780.00万平方米和861.00万平方米，2017年大幅增加系供热区域及人口增加所致。居民和非居民供热价格一直为19元/平方米和34元/平方米。2015-2017年，公司热力销售业务分别实现收入1.67亿元、2.12亿元和2.37亿元。近年来，因供热业务运营成本较高，而供热价格为政府指导定价，维持在较低水平，使得供热价格成本倒挂，同期毛利率分别为-6.43%、-5.32%和-1.82%，但亏损面有所收窄。政府通过财政补贴等方式弥补供热行业的政策性亏损，根据公司供热面积、供热量和差价核算补贴规模，2015-2017年，热力公司分别获得财政补贴2437.50万元、1774.58万元和1987.00万元。

图表 14. 2015-2017 年公司热力销售基本情况

	2015 年	2016 年	2017 年
供热能力（万平方米）	950.00	950.00	1200.00
实际供热面积（万平方米）	774.00	780.00	861.00
换热站（个）	99	101	101
热力采购量（吉焦）	292.00	320.00	235.00
热力采购价格（元/吉焦） ²	40.00	36.00/40.00	36.00/40.00
供热价格（元/建筑平方米）			
其中：居民	19	19	19
非居民	34	34	34
销售收入（亿元）	1.67	2.12	2.37

资料来源：濮阳投资

（5）自来水销售业务

该公司自来水销售业务主要由子公司濮阳市自来水公司（简称“自来水公司”）负责。自来水公司成立于1995年12月，前身系濮阳市引黄供水工程指挥部，目前主要负责濮阳市城区居民的居民用水和西部工业区工业用水。截至2017年末，自来水公司共拥有3个水源池、2个水源厂和2个净水厂，最大供水能力合计20万吨/日，供水区域面积26平方公里，供水管网总长度达343公里。

该公司自来水源包括黄河水和南水北调水两种，采购单价分别为0.13元/吨和0.86元/吨，主要由于水质及运输费用因素导致成本差异较大。公司供水单价一直未变，维持在居民1.70元/吨、商业2.50元/吨和特种行业9.00元/吨的价格水平。公司目前主要销售对象为工业企业，以黄河水源为主，前五大客户分别为河南省中原大化集团有限责任公司煤化工项目部、濮阳龙丰纸业有限公司、河南省中原大化集团有限责任公司、国电濮阳热电有限公司和中国石化中原石油化工有限公司，2017年前五大客户销售额占总销售额比重为63.85%。随着供水区域及服务人口增加，公司供水规模逐年增加，2015-2017年，实际售水量分别为3584.00万吨、3941.45万吨和4244.91万吨；同期分别

² 2016年及2017年热力采购价格按新管网为40.00元/吉焦，旧管网为36.00元/吉焦。

实现自来水销售收入 0.74 亿元、0.80 亿元和 0.86 亿元。受益于供水、售水价差较大的优势，公司自来水业务毛利率较高，近三年分别为 45.12%、37.43% 和 45.74%。

图表 15. 2015 年以来公司自来水销售业务基本情况

	2015 年	2016 年	2017 年
日供水能力（万吨）	16.00	20.00	20.00
供水面积（平方公里）	23.00	24.00	26.00
供水量（万吨）	3756.00	4160.17	4504.68
售水量（万吨）	3584.00	3941.45	4244.91
供水价格（元/吨）			
其中：居民	1.70	1.70	1.70
商业	2.50	2.50	2.50
特种行业	9.00	9.00	9.00
销售收入（亿元）	0.74	0.80	0.86

资料来源：濮阳投资

（6）对外投资

为支持区内企业发展及国企改革，该公司在政府指导下对市内其他投融资企业、金融机构及实体企业进行投资，且近年来对外投资力度有所增强。2017 年，公司增加对外投资 14.16 亿元，其中新增对濮阳工业园区国有泓安居建设有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、濮阳县农村信用合作联社、濮阳豫能热力有限责任公司等企业的投资，并加大对濮阳开州投资集团有限公司投资。截至 2017 年末，公司以持股及控股方式持有其他企业股权合计 41 家，总投资额为 30.42 亿元，主要分布于金融担保、石化、建筑施工、制造业等领域。

图表 16. 截至 2017 年末公司主要投资企业股权明细（单位：亿元）

被投资企业名称	2017 年末投资额	持股比例	入账科目
濮阳新城国有资产运营有限公司	4.19	—	可供出售金融资产
濮阳开州投资集团有限公司	8.20	—	可供出售金融资产
河南省中豫融资担保有限公司	1.50	—	可供出售金融资产
濮阳县农村信用合作联社	2.64	—	可供出售金融资产
清丰县农村信用合作联社	0.97	—	可供出售金融资产
濮阳龙丰纸业有限公司	0.90	—	可供出售金融资产
濮阳龙湖投资开发有限公司	3.73	40.00%	长期股权投资
河南丰利石化有限公司	1.44	28.85%	长期股权投资
河南农开裕民现金制造业投资基金（有限合伙）	1.50	32.98%	长期股权投资
合计	25.07	—	—

资料来源：濮阳投资

由于该公司对外投资主要采取权益法核算，随着被投资企业行业环境以及经营状况波动等因素影响，投资收益年度间变动幅度较大，2015-2017 年分别为 799.42 万元、6145.44 万元和 3839.20 万元，其中同期权益法核算的投资收益

分别为 478.02 万元、7220.51 万元和 3826.86 万元。此外，公司 2016 年因期货投资亏损 1500 万元。2018 年前三季度，因被投资企业河南丰利石化有限公司（简称“丰利石化”）³生产停工，公司在权益法核算下确认投资损失 1.44 亿元，当期公司投资净亏损 1.23 亿元。

图表 17. 2015-2017 年公司投资收益明细情况（单位：万元）

类别	2015 年	2016 年	2017 年
成本法核算的投资收益	321.40	331.65	—
权益法核算的投资收益	478.02	7220.51	3826.86
期货投资收益	—	-1500.00	—
其他投资收益	—	93.29	12.34
合计	799.42	6145.44	3839.20

资料来源：濮阳投资

(7) 其他板块业务

该公司天然气业务之前主要由子公司濮阳市天然气公司（简称“天然气公司”）和濮阳市天然气资源运营有限公司（简称“天然气运营公司”）负责。2013 年濮阳市政府对公司的天然气业务进行重组，天然气公司的业务全部转至新成立的合资子公司濮阳华润燃气有限公司（简称“濮阳华润燃气”，公司以天然气公司净资产作价出资，持股比例 20%）。濮阳华润燃气业务规模逐步扩大，已成为濮阳市内的主要燃气供应商；随之子公司天然气运营公司业务逐步减少，2016 年已基本停滞，2017 年开始不再开展该项业务。2015 年及 2016 年公司天然气销售板块收入分别为 0.87 亿元和 0.06 亿元。

此外，随着子公司股权划入，该公司其他业务拓展至酒店服务、设计咨询、安保服务等，2015-2017 年合计实现收入分别为 0.88 亿元、2.33 亿元和 3.15 亿元。2017 年，为了盘活优质存量资产、减轻政府债务，濮阳市政府以“四校一馆”⁴项目特许经营权（出让价款 34.41 亿元）冲抵对公司部分其他应收款。“四校一馆”项目采取政府付费的回报机制，根据《濮阳市四校一馆公共服务 PPP 项目实施方案》规定，该项目年运营成本为 0.32 亿元，可用性服务费为 2.82 亿元，运营绩效服务费为 0.34 亿元，每年政府付费合计 3.16 亿元，公司每年可收益 2.81 亿元，服务期限 25 年。

管理

该公司是濮阳市属国有企业，产权结构清晰。公司组织结构设置精简，设立了基本的内控制度。目前公司业务主要集中于各子公司，且数量众多、独立

³ 丰利石化成立于 2011 年 6 月，注册资本为 6.80 亿元，是濮阳市石油化工企业，主要从事丙烯生产及深加工，亏损主要系受中美贸易战影响，关键原材料无法进口，导致暂时停工，现已恢复正常生产。

⁴ “四校一馆”系图书馆、卫校、技师学校、杂技学校、市一高 5 个存量项目。

性较强，公司面临一定的内部管控风险。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司经濮阳市政府批准设立，由濮阳市发改委行使出资人职能，出资比例为 100%。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司是全民所有制企业，根据公司章程，设立了总经理办公会作为公司的经营决策机构，由总经理或分管副总经理召集。公司实行总经理负责制，设总经理 1 名，总经理是公司的法定代表人，由濮阳市政府任命；副总经理 5 名，负责协调总经理工作。

该公司业务主要由下属子公司运营。截至 2017 年末，公司合并范围内一子公司共 37 家，且各子公司行业跨度较大，公司持续面临一定的子公司管控压力。公司下属主要子公司负有较为独立的业务权限，并且在人事任命、项目运作和融资等方面亦受到相关主管部门的监管和业绩考核，本部对各子公司的管理主要体现在依据对控股子公司资产控制和国有产权规范运作要求，通过向控股子公司委派高级管理人员和日常持续动态监管两条途径行使股东权利，并负有对控股子公司指导、检查、监督、服务、考核的职责。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司纳入合并财务报表范围的子公司与本部以及子公司之间的关联交易均已合并抵消，合并口径外的关联交易仅为公司向濮阳国泰电力热力有限公司采购热源，濮阳龙丰纸业有限公司和国电濮阳热电有限公司购水支出，业务规模较小，2015-2017 年发生额为 11884.35 万元、12217.12 万元和 12931.27 万元，同期末关联应收款项 1334.34 万元、3018.98 万元和 2025.85 万元。

图表 18. 2015-2017 年末公司主要关联方资金情况（单位：万元）

企业名称	款项性质	2015 年末	2016 年末	2017 年末
濮阳国泰电力热力有限公司	预付账款	355.48	1779.02	1600.00
濮阳龙丰纸业有限公司	应收账款	516.06	720.89	177.83
国电濮阳热电有限公司	应收账款	463.80	519.07	248.02

资料来源：濮阳投资

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了综合部、财务部、项目管理部、投融资部和风险管理部 5 个职能部门，各职能部门分工明确，职

责清晰，公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据自身经营特点制定了经营管理的规章制度，基本能够覆盖公司重大层面的管控。

财务管理方面，该公司根据经营及管理需要，制定了财务会计制度、会计核算办法、预算管理制度等，规范和加强财务管理工作，明确资金筹措、各项资产及利润指标的核算方法，并对财务人员的管理、资金的管理及财务核算的管理作了明确规定。

投资决策管理制度方面，该公司已建立起项目准入、筛选、发起、建设实施、经营管理和档案管理等制度，严格按照相关法律、法规和企业章程等规定履行审批程度。按照合同（协议）条款和公司内部资金拨付审批程序。

融资管理方面，该公司每年组织起草具体项目的年度融资计划由投融资部会同相关投资管理部室拟定融资计划草案，计划草案经分管的副总经理签署意见，报总经理办公会批准，一经批准后，须严格执行，一般情况下不予调整。凡拟由公司统一对外融资的公益性项目、经营性项目，由投融资部提交项目可行性研究报告及有权部门的批复文件，并提供融资所需项目的工程进度安排情况及资本金到位情况等资料。项目批复及相关文件齐备后，投融资部根据各金融机构要求拟定融资金额，向分管副总经理汇报确定。

对外担保方面，该公司开展对外担保业务需遵守《“三重一大”决策制度实施办法》，需经由总经理办公会审议批准后方可实施。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2019 年 2 月 21 日本部《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，无银行信贷违约记录。根据子公司龙湖置业（2019 年 1 月 10 日）、热力公司（2019 年 3 月 1 日）和万基置业（2019 年 1 月 10 日）提供的《企业信用报告》，其中，2005 年及 2006 年，热力公司在中原银行股份有限公司濮阳分行存在 1 笔关注类贷款和 3 笔不良类贷款，4 笔款项在 2006 年已陆续结清；2004 年 12 月 31 日，中国信达资产管理股份有限公司河南省分公司处置接收了热力公司 291.47 万元的债务。其他子公司信用记录正常。

根据 2019 年 3 月 29 日的国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息的查询结果，该公司本部及核心子公司不存在异常情况。

3. 发展战略

该公司未来发展将按照市场化转型的总体要求，加快体制机制创新，逐步发展成为资产优良、产业协调、在濮阳地区具有综合实力和市场化运作能力的企业集团。具体发展思路方面，公司将完善内部制度流程和管理机制，明确为濮阳市内国有资本投资运营主体的职能定位，布局好市场化运作的产业项目，

发展混合所有制经济和支持民营企业，建立完善的风险防控体系。

财务

随着项目的持续推进及对外投资增加，近年来该公司负债规模快速攀升，财务杠杆已处于较高水平。公司资产中对外投资、项目支出及往来占款等规模较大，资产流动性不佳；但公司账面可动用货币资金较为充裕，可对公司短期债务偿付提供一定保障。公司主业盈利能力不强，且费用负担较重，主要依赖财政补贴实现利润，2018 年前三季度发生大额对外股权投资亏损，加大了盈利压力。

1. 公司财务质量

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙人）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（2017 年修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

近年来，由于业务需要新设子公司以及市政府将国企股权划入，该公司纳入合并范围的子公司数量持续增加，2015 年以来新增子公司 6 家，其中股权划入 3 家、新设子公司 3 家。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共 37 家。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并范围报表的一级子公司较上年末未发生变化，仍为 37 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

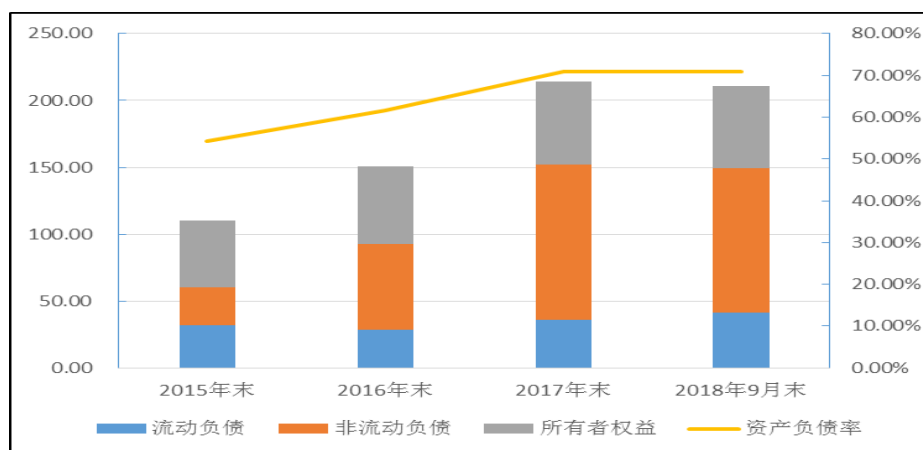
该公司持续获得濮阳市政府的股权、土地等资产注入，净资产规模保持增长，2015-2017 年末公司所有者权益分别为 50.57 亿元、58.29 亿元和 62.14 亿元。2017 年末，公司实收资本⁵、资本公积和未分配利润分别为 50.00 亿元、5.60 亿元和 3.42 亿元，分别占当年净资产的 80.46%、9.01%和 5.50%，资本稳定性尚可。截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益为 61.09 亿元，较上年末小

⁵ 截至 2017 年末，实收资本 50.00 亿元，包括现金出资 4.24 亿元、未分配利润转增 10.92 亿元、股权资产 34.84 亿元。

幅下降主要系当期净亏损导致未分配利润减少，其中资本公积为 6.34 亿元，较上年末增长 13.12%。

近三年该公司负债规模快速扩张，主要是外部借款逐年增加，财务杠杆水平已升至偏高水平。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 59.67 亿元、92.48 亿元和 151.71 亿元，资产负债率分别为 54.13%、61.34%和 70.94%。

图表 19. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



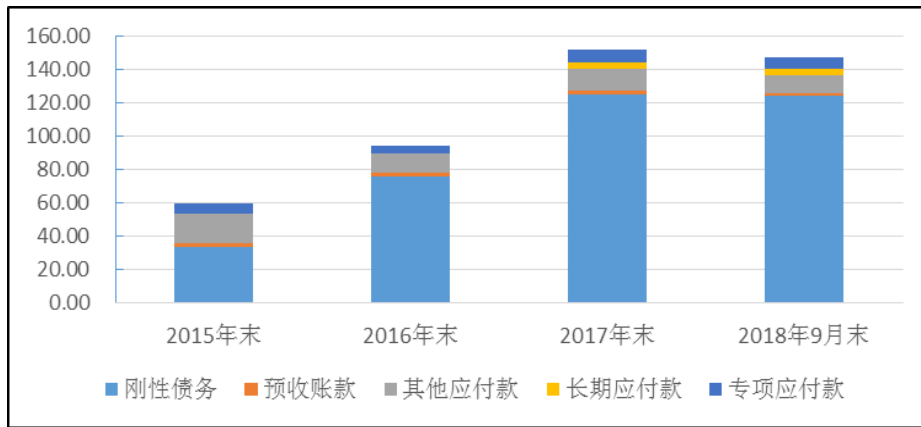
资金来源构成	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动负债	31.95	28.45	35.59	41.01
非流动负债	27.93	64.28	116.13	108.54
所有者权益	50.36	58.04	62.14	61.09
资产负债率	54.31%	61.51%	70.94%	71.00%

资料来源：濮阳投资

该公司负债以刚性债务为主，债务负担较重，2015-2017 年末刚性债务总额分别为 30.76 亿元、72.68 亿元和 123.50 亿元，占负债的比重分别为 51.37%、78.38%和 81.41%。此外，公司负债还有预收账款、其他应付款、长期应付款和专项应付款。其中其他应付款主要系与濮阳市企事业单位的借款和往来款，2015-2017 年末分别为 17.39 亿元、11.94 亿元和 13.59 亿元，2017 年末余额中包括应付南乐县人民医院 1.69 亿元、应付濮阳市卫生学校 1.07 亿元。长期应付款主要系子公司收到豫资公司用于棚改项目安置房项目建设的资金，2017 年末为 3.33 亿元，待项目结算后进行结转。专项应付款为濮阳市财政局拨付的项目专项资金，2015-2017 年末分别为 6.32 亿元、4.27 亿元和 7.59 亿元，2016 年下降系子公司南乐县城市建设投资开发有限公司股权划出，相应账款剥离所致；2017 年随着市政工程项目投资增加而有所增大。预收账款主要为预收的热费款、粮款、工程款等，由于业务稳定开展，年末维持在一定规模，2015-2017 年末分别为 2.55 亿元、1.95 亿元和 2.09 亿元。

2018 年 9 月末，该公司负债较上年末微降 1.42%至 149.56 亿元，资产负债率为 71.00%；负债结构未发生重大变化，其中刚性债务较上年末略升 1.05%至 124.80 亿元；其他应付款较上年末下降 16.26%至 11.38 亿元，主要系偿还了部分往来款所致。

图表 20. 2015 年末以来公司主要负债构成情况（单位：亿元）



资金来源构成	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务	30.76	72.68	123.50	124.80
预收账款	2.55	1.95	2.09	1.00
其他应付款	17.39	11.94	13.59	11.38
长期应付款	—	—	3.33	3.33
专项应付款	6.32	4.27	7.59	7.33

资料来源：濮阳投资

B. 刚性债务

由于项目投入推进，该公司近年来加快了外部融资进度，且根据资金用途合理配置了借款期限，以长周期为主，2018 年 9 月末刚性债务总额为 124.80 亿元，较 2015 年末增加 94.04 亿元；中长期刚性债务占刚性债务总额的比重也由 2015 年末的 70.25% 升至 78.43%。

该公司刚性债务主要由金融机构借款和应付债券构成，其中 2017 年末金融机构借款和应付债券余额分别为 71.11 亿元和 46.09 亿元。公司借款主体以本部、濮阳市基础产业投资有限责任公司、国家粮库和濮阳市粮库为主。2017 年末公司金融机构借款中银行借款余额为 18.60 亿元，年利率在 4.35%-7.00% 区间，借款方式以保证和信用为主，担保方主要为濮阳市经济发展投资公司和本部；信托借款 39.63 亿元，主要为本部和基础产业投资公司借款，年利率在 5.80%-7.00% 区间；融资租赁借款 8.75 亿元，年利率 6.25%-13.50%；国开发展基金有限公司借款 4.12 亿元，年利率 1.20%。此外，2017 年末公司因项目建设新增 5.25 亿元应付票据，其中应付濮阳市新晨土地开发有限公司 5.00 亿元，应付中国建筑第七工程局有限公司 0.25 亿元。

图表 21. 截至 2017 年末公司长短期借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
保证借款	5.32	0.94	24.34	30.60
信用借款	1.25	0.02	24.83	26.10
抵押借款	0.96	0.50	1.75	3.21

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押借款	—	1.21	9.99	11.20
合计	7.53	2.67	60.91	71.11

资料来源：濮阳投资

该公司除了间接融资外，近年来也加大了直接融资力度，2015-2017 年末债务融资工具余额分别为 17.66 亿元、29.92 亿元和 46.09 亿元。截至本评级报告出具日，公司存续债券本金余额 48.35 亿元，本息支付情况正常。

图表 22. 公司未到期债券概况

债项名称	发行主体	发行金额(亿元)	期限	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况	备注
13 濮建投债	本部	5.00	7 年	8.00	2013 年 12 月	正常付息，已偿付本金 2.00 亿元。	本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。
15 濮热 04	热力公司	1.05	4.33 年	5.98	2015 年 9 月	正常付息	—
15 濮热 05	热力公司	1.20	5.33 年	6.45	2015 年 9 月	正常付息	—
15 濮热 06	热力公司	1.30	6.33 年	6.90	2015 年 9 月	正常付息	—
15 濮热次	热力公司	0.30	6.33 年	—	2015 年 9 月	正常付息	—
16 濮阳 01	本部	15.00	5 年	5.00	2016 年 6 月	正常付息	附第 3 年末公司赎回选择权,调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
17 濮阳 01	本部	15.00	5 年	6.40	2017 年 10 月	正常付息	—
17 濮投专项债	本部	8.50	7 年	5.18	2017 年 8 月	正常付息	本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。
18 濮阳投资 MTN001	本部	2.00	5 年	6.97	2018 年 10 月	未到期	附第 2 年末和第 4 年末公司赎回选择权,调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
18 濮阳投资 MTN002	本部	2.00	5 年	5.98	2018 年 12 月	未到期	附第 2 个年末和第 4 个年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

资料来源：Wind 资讯和濮阳投资（截至本评级报告出具日）

C. 或有负债

截至 2017 年末，该公司本部及各子公司对外担保金额合计达到 38.96 亿元⁶，主要担保方为子公司濮阳市经济发展投资公司和本部，担保对象主要为市级国企和事业单位等。具体来看，子公司濮阳市经济发展投资公司对外担保金额 20.09 亿元；公司本部对外担保金额为 11.05 亿元，其中分别向基础产业

⁶ 公司对外担保未剔除合并体系内的互相担保，本报告中对外担保总额为合并口径内的各单体企业对外担保数合计。

投资公司、濮阳市第一高级中学和热力公司的担保额为 1.80 亿元、1.50 亿元和 6.30 亿元。公司对外担保金额较大，存在一定代偿风险。

(2) 现金流分析

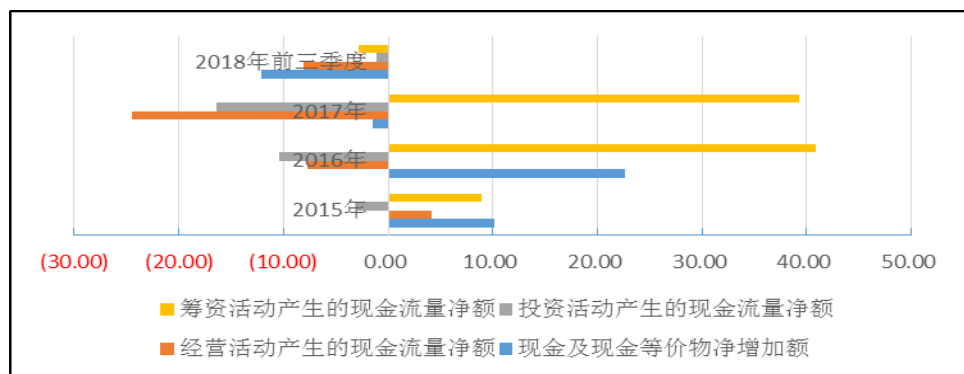
近年来该公司营业收入主要来自粮食销售、供水、供热等业务板块，经营性业务资金回笼情况较好，营收现金率 2015-2017 年分别为 103.54%、104.37% 和 109.13%。同期，公司持续较大规模的在建项目建设资金投入，且与华龙区政府等企事业单位现金往来净流出规模增大，因此经营活动产生的现金净流出额逐年扩大。2015-2017 年，公司经营性现金流量分别为 4.14 亿元、-7.77 亿元和 -24.48 亿元，其中 2017 年净流出大幅增加主要系工业园区棚改项目及城中村改造项目支出所致。

投资活动方面，2015-2017 年，该公司投资性现金流量净额分别为 -2.91 亿元、-10.42 亿元和 -16.36 亿元，近两年大幅增加主要系公司对濮阳开州投资集团有限公司、濮阳县农村信用合作联社和河南省中豫融资担保等公司的投资额。

筹资活动方面，该公司经营活动和投资活动的资金缺口主要通过银行借款和发行债券进行补足。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.95 亿元、40.82 亿元和 39.33 亿元，2016 年以来大幅增加主要系公司借入较大规模的长期借款和发行债券。未来公司资金需求仍较大，主要依靠外部融资渠道解决。

2018 年前三季度，该公司经营性现金净流出 8.12 亿元，主要系往来净流出较大所致；投资活动产生的现金流量净流出 1.17 亿元；同期，因公司到期债务的本息偿付规模较大，筹资活动产生的现金流量净额为 -2.80 亿元。

图表 23. 公司现金流情况（单位：亿元）



项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
现金及现金等价物净增加额	10.18	22.64	-1.50	-12.09
经营活动产生的现金流量净额	4.14	-7.77	-24.48	-8.12
投资活动产生的现金流量净额	-2.91	-10.42	-16.36	-1.17
筹资活动产生的现金流量净额	8.95	40.82	39.33	-2.80

资料来源：濮阳投资

2015-2017年，该公司EBITDA分别为4.26亿元、5.82亿元和8.65亿元，虽持续增大，但近年来公司刚性债务大幅增加，EBITDA对利息支出及刚性债务覆盖程度持续下降。公司经营性现金流对债务的保障程度也因现金流的波动而存在不稳定性。

图表 24. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍) ⁷	2.90	2.21	1.47
EBITDA/刚性债务(倍)	0.18	0.11	0.09
经营性现金流净额(亿元)	4.14	-7.77	-24.48
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	16.70	-25.72	-76.45
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.86	-10.18	-20.03

资料来源：濮阳投资

(3) 资产质量分析

随着项目持续推进及对外投资增大，近年该公司资产总额呈递增态势，2015-2017年末分别为110.24亿元、150.77亿元和213.85亿元，其中2017年末货币资金、其他应收款、可供出售金融资产、固定资产和无形资产分别占同期末资产总额的19.36%、20.91%、10.12%、6.01%和16.95%。

图表 25. 2015-2017 年末及 2018 年 9 月末公司核心资产构成情况（单位：亿元）

科目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.71	14.25%	38.05	25.24%	41.40	19.36%	29.7	14.10%
其他应收款	33.68	30.55%	46.70	30.97%	44.72	20.91%	53.73	25.51%
存货	11.14	10.11%	5.38	3.57%	10.84	5.07%	10.95	5.20%
可供出售金融资产	5.95	5.40%	7.14	4.74%	21.65	10.12%	21.74	10.32%
长期股权投资	7.70	6.98%	9.12	6.05%	8.77	4.10%	7.45	3.54%
投资性房地产	2.46	2.23%	11.93	7.91%	11.51	5.38%	11.33	5.38%
固定资产	11.38	10.32%	11.83	7.85%	12.86	6.01%	12.3	5.84%
在建工程	9.26	8.40%	4.62	3.06%	7.62	3.56%	9.12	4.33%
无形资产	1.46	1.32%	1.86	1.23%	36.24	16.95%	36.24	17.20%
其他非流动资产	5.02	4.55%	5.02	3.33%	5.83	2.73%	5.83	2.77%
合计	103.76	94.12%	141.65	93.95%	201.44	94.20%	198.39	94.18%

资料来源：濮阳投资

由于该公司前期项目投建力度不强，且已建成房产逐步消化库存，存货和在建工程账面余额不大，且随着股权划转及项目完工结算进度存在年度间波动，2015-2017年末存货分别为11.14亿元、5.38亿元和10.84亿元，以开发成本为主；同期末在建工程余额分别为9.26亿元、4.62亿元和7.62亿元。

随着棚改项目推进，公司向项目所在区域财政局及其他实施企业拨付资

⁷ 利息支出数仅包含费用化利息数，该公司未提供资本化利息数。

金，同时受托支付款及对政府部门之间的往来款也较大，其他应收款处于较大规模，2015-2017 年末余额分别为 33.68 亿元、46.70 亿元和 44.72 亿元。其中 2017 年末政府性其他应收款余额为 35.85 亿元，根据濮阳市人民政府《关于妥善处理市投资集团公司其他应收款相关问题的批复》（濮政文〔2016〕148 号），为妥善解决公司近年来与市政府相关部门形成的其他应收款，市政府计划于 2018-2022 年期间每年支付 3.80 亿元资金。

图表 26. 截至 2017 年末公司其他应收款前五大明细（单位：亿元）

欠款单位	金额	占比	账龄	是否关联方	欠款性质
濮阳市华龙区财政局	9.74	21.78%	1 年内	否	拆迁补偿款
濮阳市经济技术开发区城市建设投资有限公司	7.60	17.00%	1 年内	否	棚改资金等
濮阳市华龙区孟轲乡人民政府	6.10	13.64%	1 年内	否	棚改资金
濮阳市非税收入征收管理局	2.40	5.37%	5 年内	否	往来款
濮阳市华龙区岳村镇人民政府	2.00	4.47%	1 年内	否	棚改资金
合计	27.84	62.26%	—	—	—

资料来源：濮阳投资

该公司对市内其他投融资企业、金融机构及实体企业进行投资、发放委托等规模逐步增大，2017 年末可供出售金融资产和长期股权投资余额分别为 21.65 亿元和 8.77 亿元。此外，公司还向当地企业如濮阳开州投资集团有限公司、河南龙都瑞璞汽车小镇建设运营有限公司和濮阳市盛源石油化工(集团)有限公司提供委托贷款 2.90 亿元，期限为 2016 年 10 月至 2020 年 12 月，利率处于 6.54%-10.00% 区间，年末持有至到期投资 3.20 亿元。公司根据濮阳市政府要求，委托河南铁路投资有限责任公司投资“晋豫鲁铁路通道”项目资金 5.02 亿元和“郑济铁路濮阳段”项目资金 0.81 亿元，计入“其他非流动资产”。

该公司无形资产主要由土地使用权和“四校一馆”项目特许经营权构成。2017 年末大幅增加 34.39 亿元至 36.24 亿元。公司投资性房地产主要系公共租赁住房，2015-2017 年末余额分别为 2.46 亿元、11.93 亿元和 11.51 亿元，2016 年大幅增长主要系公司将苏北小区公租房（账面价值 5.00 亿元）从在建工程转入，以及濮阳市政府将昆吾花园、华府山水和绿洲风景等房产项目注入。公司固定资产主要系房屋建筑物和机器设备，2015-2017 年末，分别为 11.38 亿元、11.83 亿元和 12.86 亿元，其中 2017 年同比增长 8.77%，主要系酒店等建筑物暂估转入所致。

2018 年 9 月末，该公司资产总额为 210.65 亿元，较上年末微降 1.50%，资产结构未发生重大变化，流动资产占比为 48.72%。期末，货币资金较上年末下降 28.24% 至 29.70 亿元，主要系公司支付棚改造项目资金所致；其他应收款增长 20.15% 至 53.73 亿元，主要系因为棚改项目增加 3.40 亿元和预付征地拆迁补偿款 2.38 亿元；长期股权投资下降 15.03% 至 7.45 亿元，主要系被投资单位丰利石化在权益法核算下确认损失 1.44 亿元；在建工程随着项目投入推进而较上年末增长 19.70% 至 9.12 亿元。

(4) 流动性/短期因素

近年来，该公司流动比率先降后升，总体处于较高水平，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 207.98%、335.31%、297.03% 和 250.25%，但公司资产负债中其他应收款、存货和无形资产等占比较高，变现能力受制于项目建设进度、竣工结算进度及濮阳市财政回款安排等，实际流动性弱于账面所示。公司存量货币资金尚属充裕，可对即期债务偿付提供一定保障，2018 年 9 月末现金比率仍高达 73.06%。

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	207.98	335.31	297.03	250.25
现金比率 (%)	49.90	134.63	116.79	73.06

资料来源：濮阳投资

截至 2018 年 9 月末，该公司受限资产账面价值共 8.01 亿元⁸，占期末净资产的比例为 13.11%。

图表 28. 截至 2018 年 9 月末公司受限资产情况（单位：万元）

名称	受限金额	抵押权人	受限原因
土地使用权及房屋建筑物	10649.00	中国农业发展银行濮阳市分行	贷款抵押
土地使用权	5068.82	郑州银行股份有限公司濮阳分行	贷款抵押
租赁设备	37984.35	上实融资租赁有限公司	贷款抵押
股权收益权（濮阳城市发展投资有限公司 12.12% 股权）	6400.00	中国建设银行河南省分行	贷款质押
股权收益权（濮阳城市发展投资有限公司 37.88% 股权）	20000.00	中国建设银行河南省分行	贷款质押
合计	80102.17	—	—

资料来源：濮阳投资

3. 公司盈利能力

2015-2017 年，该公司营业毛利分别为 1.16 亿元、1.91 亿元和 2.47 亿元，其中毛利贡献较大的为自来水销售、宾馆商品服务、设计咨询等业务，合计分别占营业毛利的 58.39%、47.13% 和 46.55%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，近三年逐年增长，2015-2017 年分别为 2.71 亿元、5.02 亿元和 6.76 亿元，期间费用率分别为 34.57%、39.40% 和 40.75%，期间费用高企。其中，公司管理费用分别为 0.86 亿元、1.77 亿元和 2.27 亿元，逐年增加主要系公司经营规模扩大，人工成本和折旧费用逐年增加所致；因对外融资规模扩大、利息支出增加的情况下增幅较快，公司同期财务费用分别为 1.40 亿元、2.46 亿

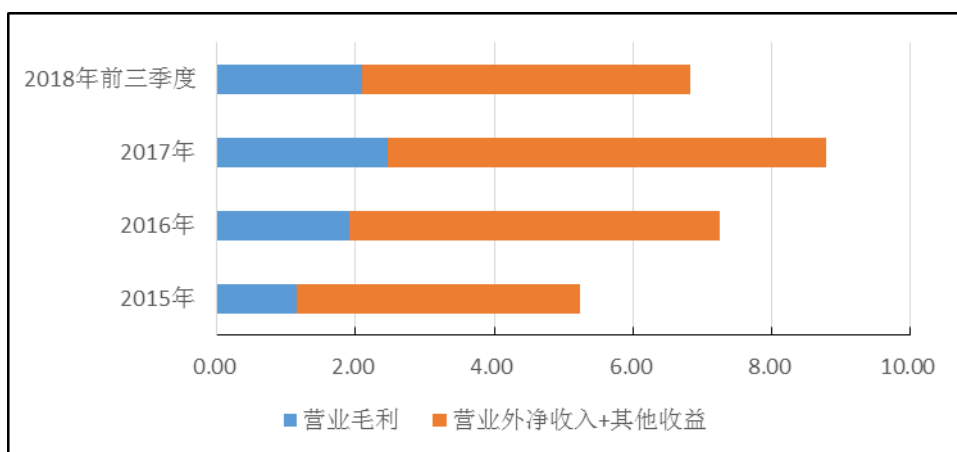
⁸ 2018 年 9 月末，公司质押的政府补贴收益权、项目回购收益权和应收账款价值 13.77 亿元，因其并非当期表内资产质押，而是项目未来形成的资产质押，属于权利质押，上列受限资产中未包括该部分资产质押。

元和 3.56 亿元。

近年来该公司业务毛利规模不能覆盖税费及期间费用，盈利实现依赖于政府补助。公司 2015-2017 年获得财政补贴分别为 4.08 亿元、5.37 亿元和 6.34 亿元（2017 年补贴收入的 5.53 亿元计入“其他收益”科目）。此外，公司还因可供出售金融资产和长期股权投资实现投资收益，2015-2017 年分别为 0.08 亿元、0.61 亿元和 0.38 亿元，公司在权益法核算下投资收益有所影响，2017 年同比下滑 37.53%。同期，公司净利润分别为 2.20 亿元、2.43 亿元和 1.69 亿元。近三年公司总资产报酬率分别为 4.01%、3.88%和 4.11%，净资产收益率分别为 4.85%、4.50%和 2.90%，资产获利能力一般。

2018 年前三季度，该公司实现营业毛利 2.09 亿元，较上年同期增长 38.99%，主要系当期热力销售、设计咨询和宾馆商品服务业务收入同比增大所致。同期，公司因被投资单位丰利石化发生亏损，投资亏损 1.23 亿元；加之刚性债务规模继续增大，发生以利息支出为主的大额财务费用，当期公司净亏损 1.89 亿元。

图表 29. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）



资料来源：濮阳投资

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是濮阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，随着股权划转，经营性业务范畴得以扩张，2016 年以来在粮食销售业务快速增大的带动下，整体业务体量也有明显增加。2015-2017 年，公司营业收入分别为 7.84 亿元、12.74 亿元和 16.59 亿元；实现利润总额分别为 2.25 亿元、2.43 亿元和 1.61 亿元。此外，公司账面可动用货币资金较为充裕，可对公司短期债务偿付提供一定保障。

2. 外部支持因素

作为濮阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，该公司在区域内地位较为突出，可得到濮阳市政府在业务和资金等方面的持续支持。近年来，公司获得了濮阳市政府划入多家经营性单位股权，同时持续获得政府资金补贴。2017 年末公司实收资本和资本公积分别为 50.00 亿元和 5.60 亿元，2015 年至 2017 年公司累计获得财政补贴 15.67 亿元，有效提升了公司的盈利规模。

该公司与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2018 年 9 月末，公司获得银行授信额度合计 62.99 亿元，未使用额度 24.36 亿元。

本期债券偿付保障分析

该公司作为濮阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，受地方政府扶持力度较大。公司持续获得濮阳市政府的股权、土地等资产注入，净资产规模保持增长，同时持续获得政府资金补贴。受益于粮食贸易量价齐升，带动公司营业收入快速增大。随着项目持续推进及对外投资增加，公司刚性债务规模快速增大，但债务期限结构尚属合理，且公司现金储备较为充裕，可对短期债务偿付提供一定保障。此外，公司仍有较大规模未使用银行授信，可进一步增强公司财务弹性。

评级结论

濮阳市为典型的石化资源城市，前期得益于中原油田油气资源开发而有快速发展，但随着油气资源日趋枯竭，经济发展有所放缓。濮阳市近年来围绕石油化工、煤化工、盐化工“三化”链接，建设化工产业基地，并积极发展石油装备制造、食品加工、林纸林板及家具、羽绒及服饰制造等非煤产业，但产业转型升级尚需时日，短期内经济运行仍承压。濮阳市楼市调控基调近年来较为宽松，近年来楼市持续升温，但当地人口导入能力较差，长期新增购房需求有限，且持续受房地产政策影响，房地产市场持续存在波动可能。

该公司是濮阳市综合性的建设、投资及运营主体，随着股权划转，经营性业务范畴得以扩张，2016 年以来在粮食销售业务快速增大的带动下，整体业务体量也有明显增加，但经营性业务整体盈利情况一般，且缺乏有市场竞争力的业务。公司在基建领域一直有较大规模投资，中短期内仍有较大规模的代建项目及自营市场化项目投资计划，后续资金平衡压力和市场化项目运营风险将有所上升。

随着项目的持续推进及对外投资增加，近年来该公司负债规模快速攀升，财务杠杆已处于较高水平。公司资产中对外投资、项目支出及往来占款等规模较大，资产流动性不佳；但公司账面可动用货币资金较为充裕，可对公司短期债务偿付提供一定保障。公司主业盈利能力不强，且费用负担较重，主要依赖

财政补贴实现利润，2018 年前三季度发生大额对外股权投资亏损，加大了盈利压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

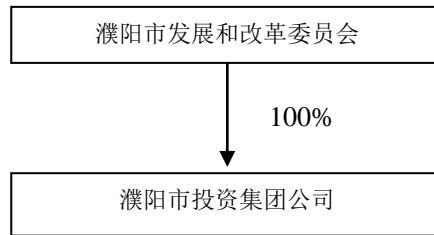
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

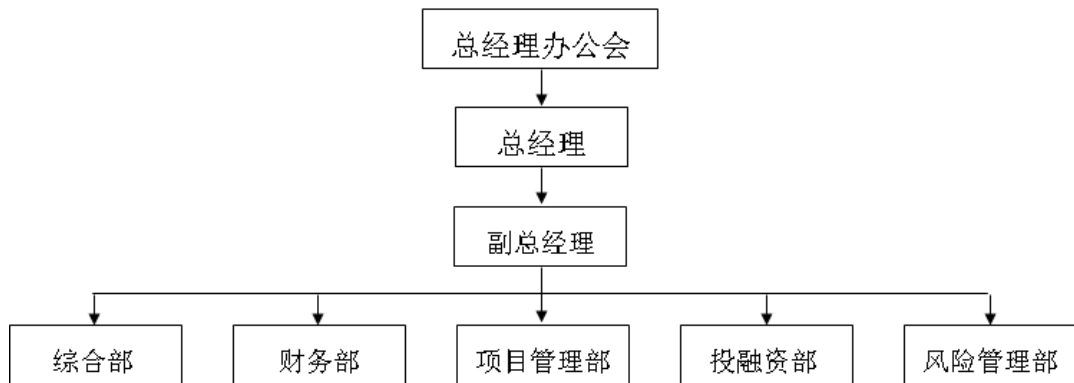
公司与实际控制人关系图



注：根据濮阳投资提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构



注：根据濮阳投资提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主 营 业 务	2017年（末）主要财务数据					备 注
全 称	简 称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
濮阳市投资集团公司	本部	—	基础设施建设等	100.09	63.96	1.55	3.51	-5.46	
濮阳市热力公司	热力公司	100	热力销售等	4.81	1.01	1.83	-0.02	1.10	
濮阳市自来水公司	自来水公司	100	自来水销售等	0.46	2.26	0.86	-0.12	2.16	
河南濮阳国家粮食储备库	国家粮库	100	粮食购销等	0.80	0.70	8.36	0.01	—	
濮阳迎宾馆	濮阳迎宾馆	100	宾馆商品服务等	0.34	0.73	0.04	—	—	
濮阳宾馆	濮阳宾馆	100	宾馆商品服务等	0.16	0.40	0.17	-0.02	—	
濮阳市基础产业投资有限责任公司	基础产业投资公司	100	国有资产运营、重点项目投资管理	12.08	35.35	—	0.01	—	
濮阳市城市发展投资有限公司	城市发展公司	100	土地开发、市政道路及桥梁等城市基础设施开发、投资、建设运营等服务	—	8.45	—	—	—	

注：根据濮阳投资提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	110.24	150.77	213.85	210.65
货币资金 [亿元]	15.71	38.05	41.40	29.70
刚性债务[亿元]	30.76	72.68	123.50	124.80
所有者权益 [亿元]	50.36	58.04	62.14	61.09
营业收入[亿元]	7.84	12.74	16.59	10.76
净利润 [亿元]	2.20	2.43	1.69	-1.89
EBITDA[亿元]	4.26	5.82	8.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.14	-7.77	-24.48	-8.12
投资性现金净流入量[亿元]	-2.91	-10.42	-16.36	-1.17
资产负债率[%]	54.31	61.51	70.94	71.00
长短期债务比[%]	87.41	225.96	326.31	264.66
权益资本与刚性债务比率[%]	163.74	79.86	50.31	48.95
流动比率[%]	207.98	335.31	297.03	250.25
速动比率 [%]	164.78	308.67	258.44	215.74
现金比率[%]	49.90	134.63	116.79	73.06
利息保障倍数[倍]	2.53	1.92	1.27	—
有形净值债务率[%]	122.45	165.18	587.05	603.11
担保比率[%]	76.70	61.62	62.70	—
毛利率[%]	14.79	14.98	14.89	19.40
营业利润率[%]	-23.20	-22.93	5.73	-17.30
总资产报酬率[%]	4.01	3.88	4.11	—
净资产收益率[%]	4.80	4.48	2.81	—
净资产收益率*[%]	4.86	4.52	2.91	—
营业收入现金率[%]	103.54	104.37	109.13	115.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.70	-25.72	-76.45	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.86	-10.18	-20.03	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.96	-60.22	-127.53	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.63	-23.83	-33.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.90	2.21	1.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.09	—

注：表中数据依濮阳投资经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。