

# 信用等级公告

联合[2016] 2038 号

联合资信评估有限公司通过对鹤山市国营资产经营有限公司及其拟发行的 2016 年第二期鹤山市国营资产经营有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

鹤山市国营资产经营有限公司

主体长期信用等级为

AA<sup>-</sup>

2016 年第二期鹤山市国营资产经营有限公司

公司债券的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一六年八月二十二日

## 2016年第二期鹤山市国营资产经营有限公司 公司债券信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>-</sup>

评级展望: 稳定

本期债券担保方主体长期信用等级:

中国投融资担保有限公司: AAA

评级展望: 稳定

广东省融资再担保有限公司: AA<sup>+</sup>

评级展望: 正面

本期债券信用等级: AA<sup>+</sup>

本期债券发行额度: 9亿元

本期债券期限: 7年

偿还方式: 按年付息; 在本期债券存续期的第3、4、5、6、7年末, 每年按照发行额20%的比例偿还本金

募集资金用途: 项目建设

评级时间: 2016年8月22日

### 财务数据

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	43.90	47.10	55.61
所有者权益(亿元)	35.60	36.56	48.20
长期债务(亿元)	5.17	7.91	4.87
全部债务(亿元)	5.77	7.91	4.87
营业收入(亿元)	8.15	8.24	10.12
利润总额(亿元)	1.43	1.98	3.00
EBITDA(亿元)	1.83	2.35	3.44
经营性净现金流(亿元)	1.25	0.08	-1.43
营业利润率(%)	17.67	24.20	16.03
净资产收益率(%)	3.98	5.41	6.23
资产负债率(%)	18.91	22.38	13.32
全部债务资本化比率(%)	13.95	17.79	9.17
流动比率(%)	1284.23	1725.91	1853.43
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	3.37	1.42
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.26	0.38

### 分析师

张峻铖 霍正泽

邮箱: [lianhe@lhratings.com.cn](mailto:lianhe@lhratings.com.cn)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: [Http://www.lhratings.com.cn](http://www.lhratings.com.cn)

### 评级观点

鹤山市国营资产经营有限公司(以下简称“公司”)作为鹤山市唯一的基础设施建设主体, 在城市基础设施建设方面具有垄断地位, 公司获得政府支持力度较大, 持续性强。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到本期债券发行后对公司财务指标影响较大、公司收入结构单一, 盈利能力弱等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着鹤山市经济的发展, 公司经营的外部环境有望得到逐步改善, 鹤山市政府对公司的支持有望持续, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司针对本期债券设置了偿债资金账户, 并与中信银行股份有限公司鹤山支行签订了《偿债资金专项账户监管协议》, 有利于本期债券本息的归集。本期债券设立提前偿付条款, 有利于缓解集中偿付压力。同时, 中国投资担保有限公司(以下简称“中投保”)和广东省融资再担保有限公司(以下简称“省再担”)为本期债券提供不可撤销连带责任保证担保, 经联合资信评定, 中投保主体长期信用等级为AAA, 代偿能力极强; 省再担主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>, 代偿能力很强; 有效提升了本期公司债券本息偿付的安全性。联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

### 优势

1. 近年来, 鹤山市财政实力不断增强, 一般公共预算收入占比较高, 稳定性较好, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是鹤山市从事基础设施建设的唯一主体, 区域垄断优势突出, 政府支持力度较大。
3. 中国投资担保有限公司和广东省融资再担保有限公司为本期债券提供无条件不可撤

销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

4. 本期债券提前分期偿还本金，同时公司设置了偿债资金专项账户，有助于提升本期债券本息偿付的安全性。

#### 关注

1. 公司已投资的基础设施项目投资量较小，收入结构单一，整体盈利能力弱。
2. 公司日常经营市场化运作程度低，对政府支持存在很强的依赖性。
3. 公司应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与鹤山市国营资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与鹤山市国营资产经营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。

二、联合资信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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因鹤山市国营资产经营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。

四、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、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由鹤山市国营资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016年第二期鹤山市国营资产经营有限公司公司债券信用等级自本期公司债发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、 主体概况

鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）系根据鹤山市人民政府鹤府[2002]25号文件精神和鹤山市资产管理委员会鹤资委[2002]4号文件的规定，由鹤山市资产经营有限公司（以下简称“鹤山资产”）出资组建的国有独资公司，初始注册资本300万元，2013年9月16日，根据鹤山市资产管理委员会《关于同意增加鹤山市国营资产经营有限公司增加注册资本的批复》（鹤资办[2013]31号），鹤山资产以货币资金1亿元增加公司注册资本，其中：缴纳新增公司注册资本9700万元，补足原注册资本300万元，该次增资已经华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所“华寅五洲验字[2013]5-1902号”验资报告验证。截至2015年底，公司注册资本为1亿元，控股股东为鹤山市资产经营有限公司，实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

公司主要负责城市基础设施建设项目和重点项目投资；经营管理授权范围内的国有资产，通过资产出让、收购、置换、参股、控股、公司（企业）改制，实现国有资产保值增值；土地开发及管理；提供融资和担保服务；提供对外招商引资服务。

截至2015年底，公司下设经营部、财会部和办公室共3个部门；公司拥有一级子公司7家（其中全资子公司6家，控股子公司1家），二级子公司4家。

截至2015年底，公司资产总额55.61亿元，所有者权益合计48.20亿元。2015年，公司实现营业收入10.12亿元，利润总额3.00亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪镇新城苑63号；法定代表人：余秉科。

## 二、 本期债券及募投项目概况

### 1. 本期公司债券概况

公司拟发行2016年第二期公司债券，为7年期固定利率债券，发行规模为9亿元。

本期债券在存续期内，每年付息一次。本期债券设置了提前偿付条款，在债券发行后第三年起，即在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别按照9亿元债券发行额度的20%偿还债券本金。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券通过第三方担保的方式增信，由中国投融资担保有限公司以及广东省融资再担保有限公司按份共同提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金9亿元，全部用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目。本期募集资金使用情况如下表所示。

表1 公司募集资金使用情况（单位：亿元）

募集资金投向	项目总投资	拟使用募集资金金额	占项目总投资额的比例
鹤山市工业城产业园区建设工程项目	22.50	9.00	40.00%

资料来源：公司提供

本期债券募投项目位于鹤山市工业城C区，项目总用地面积约1113.75亩，总建筑面积88.31万平方米。主要建设内容包括：①通信设备制造项目厂房及配套设施建筑工程，规划用地为34.37万平方米，合515.45亩，该项目的总建筑面积53.34万平方米，其中厂房建筑面积为39.91万平方米，宿舍建筑面积为13.43万平方米；②专用车基地项目厂房及配套设施建筑工程，规划用地为36.89万平方米，合553.3亩，该项目的总建筑面积34.91万平方米，其中厂房建筑面积为18.85万平方米，宿舍及行政中心建筑面积为16.07万平方米；③鹤山工业城污水处理厂及其配套管网工程，规划用地为3.00万平方米，约45亩，其中综合楼建筑面积约为600.00平方米。

目前该项目已取得投资管理、土地预审意见、环境影响报告书批复、选址意见书、能评

报告批复等多项核准文件，核准具体情况如下 表。

表2 鹤山市工业城产业园区建设工程项目核准情况

核准文件	文件名称	文号	发文机关	印发时间	主要内容
可研批复	关于鹤山市工业城产业园区建设工程项目可行性研究报告的批复	鹤发改社[2014]120号	鹤山市发展和改革委员会	2014.12.31	建设规模：项目总用地面积：1113.75亩，总建筑面积883145平方米；项目总投资：22.5亿元
土地预审意见	关于鹤山市工业城产业园区建设工程的用地意见	--	鹤山市国土资源局	2014.12.29	拟使用土地的范围、地类、面积准确，权属无争议
环评批复	关于鹤山市工业城产业园区建设工程项目环境影响报告书的批复	鹤环审[2014]260号	鹤山市环境保护局	2014.12.30	根据《报告书》的评价结论，其建设从环境保护角度可行。
选址意见书	中华人民共和国建设项目选址意见书	选字第440784201400007号	鹤山市城乡规划局	2013.12.25	拟用地面积：742500.37平方米
能评批复	固定资产投资节能登记表	--	鹤山市发展和改革委员会	2014.12.31	审查同意
稳评批复	关于鹤山市工业城产业园区建设工程项目社会稳定风险评估情况的通知	鹤府[2014]16号	鹤山市人民政府	2014.12.05	本项目社会稳定风险较小，社会效益显著，同意本项目实施

资料来源：公司提供

本期债券募投项目已于2015年3月开工，建设工期为22个月，预计2016年12月完工。目前勘察、立项及用地土方平整工作已完成，正在进行仓库建设、厂房配套工程建设及宿舍楼主体施工等工作。截至2016年8月，项目已完成投资约5.62亿元，完工比例约24.98%。

表3 截至2016年8月募投项目建设情况  
(单位：亿元)

项目	开工时间	预计竣工时间	已投资额度	已完工进度
鹤山市工业城产业园区建设工程项目	2015.3	2016.12	5.62	24.98%

资料来源：公司提供

本期债券募投项目建成后的主要收入来源于厂房、宿舍、企业行政中心和其他服务设施等固定资产的出售、出租及污水处理收入。根据《鹤山市工业城产业园区建设工程项目可行性研究报告》测算，本项目预计从2016年下半年起开始产生收益，从产生收益起算后的七年内，厂房出售、出租收入合计约为105410万元，宿舍、行政中心出售、出租收入合计约为57196万元，污水处理收入合计约25424万元，共计188030万元。

### 三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速

回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点是去产能、去库存、去杠杆、

降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各

金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平

衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

## 2. 鹤山市经济环境

鹤山市是广东省江门市下辖县级市，地处广东省南部珠江三角洲腹地，东与佛山市南海区、顺德区隔江相望；北与佛山市高明区相临；南与江门市蓬江区、新会区相近；西与开平市、新兴县接壤。鹤山市所处地理位置优越、交通

便利，高速公路四通八达，325 国道、佛开高速、江鹤高速、江肇高速、广珠铁路以及正在兴建的江罗高速、珠三角城际轻轨贯通境内。市内各镇（街）半小时生活圈基本形成，市外与广州、佛山、肇庆、东莞、中山、珠海、江门等城市形成一小时生活圈。截至 2015 年底，鹤山市常住人口 50.24 万人，城镇人口比重 60.80%，城镇人口 30.54 万人

近年来，伴随广东省经济的高速增长，鹤山市城市化进程不断加快。根据《2015年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2015年全市地区生产总值259.98亿元，增长8.7%。分产业看，第一产业增加值18.42亿元，增长4.0%；第二产业增加值141.84亿元，增长8.0%；第三产业增加值99.72亿元，增长10.7%。三大产业的比例是7.08:54.56:38.36。人均地区生产总值51794元，增长8.5%。2015年，全年鹤山市居民人均可支配收入为20732.2元，比上年增长9.6%；全年城镇常住居民人均可支配收入25552.2元，比上年增长8.9%；农村常住居民人均可支配收入13492.5元，比上年增长7.6%。

固定资产投资方面，2015年鹤山市全年固定资产投资153.82亿元，增长15.2%。按投资结构分，基础设施投资27.13亿元，增长0.5%；房地产投资53.67亿元，增长6.1%；其他投资73.02亿元，增长30.6%。按产业分，第一产业投资1.95亿元；第二产业投资63.41亿元，增长28.8%，其中

制造业投资58.97亿元，增长38.0%；第三产业投资88.47亿元，同比增长6.7%。全年房地产投资53.67亿元，增长6.1%。商品房施工面积370.83万平方米，增长0.9%；商品房竣工面积44.13万平方米，下降47.8%；商品房销售面积77.43万平方米，增长35.8%，商品房销售额40.12亿元，增长16.8%；商品房待售面积36.98万平方米，增长19.5%。

### 3. 财政及政府债务

2013~2015年，鹤山市地方财政总收入波动增长，三年分别为41.12亿元、33.74亿元和43.28亿元，2014年财力下降较大主要原因是受土地行情不佳，地方基金收入大幅下滑所致。其中，一般预算收入年均复合增长13.34%，2015年为24.25亿元，占全市地方财政总收入的56.03%；上级补助收入年均增长16.81%，2015年为4.76亿元，占财政总收入的13.98%，占比较低，主要是专项转移支付收入和税费返还，其中专项是农田水利项目争取的上级补助资金；政府性基金收入年均复合下降15.52%，2015年占比为24.75%，主要由土地出让金组成；预算外财政专户收入呈持续下降趋势，2015年为2.27亿元。

总体来看，鹤山市财政总收入中一般预算收入持续增长，且占比较大，政府基金收入波动增长，财政收入稳定性一般。

表4 鹤山市全口径财政收入情况（单位：万元、%）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	三年复合增长率
（一）一般预算收入	188757	214426	242489	13.34
1、税收收入	142254	160159	169814	9.26
2、非税收入	46503	54267	72675	25.01
（二）上级补助收入	44360	47585	60527	16.81
1、一般性转移支付收入	6983	10358	12727	35.00
2、专项转移支付收入	20130	19980	30553	23.20
3、税收返还收入	17247	17247	17247	0.00
（三）政府性基金收入	150073	49048	107115	-15.52

其中：国有土地使用权出让金	133085	28382	96355	-14.91
(四) 预算外财政专户收入	27981	26326	22685	-9.96
<b>地方财政总收入=(一)+(二)+(三)+(四)</b>	<b>411171</b>	<b>337385</b>	<b>432816</b>	<b>2.60</b>

资料来源：鹤山市财政局

截至2015年底，鹤山市地方债务余额为24.75亿元，全部为一般债务，鹤山市债务负担率为57.19%，鹤山市全市口径债务负担一般。

表5 2015年底鹤山市全口径债务情况(单位:万元、%)

地方财力(截至2015年底)	金额	地方债务(截至2015年底)	金额
(一) 地方一般预算收入	242489	(一) 一般债务余额	247531
1. 税收收入	169814	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	72675	2. 解决地方金融风险专项借款	
(二) 转移支付和税收返还收入	60527	3. 国内金融机构借款	90494
1. 一般性转移支付收入	12727	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	532
2. 专项转移支付收入	30553	4. 债券融资	74570
3. 税收返还收入	17247	(1) 中央代发地方政府债券	
(三) 国有土地使用权出让收入	107115	5. 其他(村级及其他单位借款)	82467
1. 国有土地使用权出让金	96355	(二) 专项债务余额	
2. 国有土地收益基金	0	1. 政府担保的国内金融机构借款	
3. 农业土地开发资金	1031	2. 政府担保的融资平台债券融资	
4. 新增建设用地有偿使用费	0	--	
(四) 预算外财政专户收入	22685	--	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	432816	地方政府债务余额	247531
<b>债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100%</b>		<b>57.19</b>	

资料来源：鹤山市财政局

#### 4. 区域发展

根据《中共鹤山市委关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》以及鹤山市市长在2016年1月26日鹤山市十四届人大六次会议所作的《政府工作报告》，“十三五”期间，鹤山市将以打造珠西制造中心、珠西物流中心和珠江三角洲乡村生态旅游中心为支撑，奋力建设珠西门户城市，并于2018年全面建成小康社会。鹤山市要以加快产业结构调整、扩展发展空间、加强基础设施建设为目标，坚持统筹规划、优化布局、完善功能的原则，加快交通、电力、供水、水利、市政等基础设施建设，形成与经济社会发展相适应的基础设施体系。鹤山市将以此为契机，加大对基础设施

建设的投入力度，进一步优化投资环境，同时依托一系列的政策优惠，吸引优秀企业前来投资发展，加快鹤山产业结构调整，引导鹤山经济快速发展。

#### 五、 基础素质分析

##### 1. 产权状况

公司是经鹤山市人民政府批准成立的国有独资公司，鹤山市资产管理委员会办公室（以下简称“鹤山市资产办”）全资持有鹤山资产，鹤山资产是公司的唯一股东，持有公司100%股权（该公司为股权投资企业，本部无经营业务）。因此鹤山市资产办是公司实际控制人。

## 2. 企业规模

公司是鹤山市城市基础设施建设的唯一主体，垄断地位突出，其经营领域和投资范围涵盖了城市基础设施建设和重点项目投资等公用行业。

## 3. 人员素质

公司共有董事会成员 5 人（其中 4 人兼任高级管理人员）、监事会成员 5 人，总经理 1 人。

余秉科，男，1958 年 6 月出生，中共党员，大学学历。1989-2002 年任鹤山市共和镇干部、企业办主任、副镇长，2002-2014 年先后任商贸资产经营有限公司副总经理、鹤山市工联资产经营有限公司党委副书记、纪委书记、副总经理。2014 年至今任鹤山市资产管理委员会办公室副主任科员、鹤山市公营资产经营有限公司董事长兼总经理。

截至 2015 年底，公司（含本部及控股子公司）目前共有员工 85 人，其中具有本科及以上学历的 20 人，大专学历的 38 人，中专及以下的 27 人。从年龄构成上看，30 岁以下员工有 15 人，30~50 岁员工有 50 人，50 岁以上的有 20 人。

综合看，公司员工素质能够满足日常生产管理需要，高层管理人员具有丰富的政府工作经验，能够满足公司的日常经营。

## 4. 外部支持

公司是鹤山市重要的投融资平台，是鹤山市基础设施开发建设和投资主体。近年来，鹤山市政府对公司提供了多方面的支持，主要体现在以下几个方面：

### （1） 股东增资

2013 年 9 月 16 日，根据《关于同意增加鹤山市公营资产经营有限公司增加注册资本的批复》（鹤资办[2013]31 号），鹤山资产以货币资金 1.00 亿元增加公司注册资本，其中：缴纳新增公司注册资本 0.97 亿元，补足原注册资本 300 万元，该次增资业经华寅五洲会计师事务所

所（特殊普通合伙）北京分所“华寅五洲验字[2013]5-1902 号”验资报告验证。通过本次增资，公司注册资本增加至 1.00 亿元。

### （2） 财政补贴

近年来，鹤山市人民政府不断给予公司市政建设专项补贴。鹤财企[2013]36、37、38 号、鹤财企[2014]33、34、35 号和鹤财企[2015]12、13 号，2013~2015 年公司分别获得补贴收入 0.39 亿元、0.30 亿元和 1.79 亿元。

### （3） 土地注入及股权划拨

为了支持公司发展，近几年来，鹤山市人民政府不断将土地资源和股权等划转至公司，促进公司加快发展。

表 6 公司资本公积增长明细（单位：万元）

项目	时间	性质	总额	文件
改制形成	--	--	5552.09	--
资产划拨	2009	土地	24535.58	鹤府复[2009]103 号
		房产	15672.34	鹤府复[2009]103 号
	2010	土地	66081.68	鹤府复[2010]126 号
		固定资产	339.68	--
	2011	股权	11891.30	鹤府复[2010]65 号
		土地	90909.04	鹤府复[2011]95 号
		资金	1.50	--
	2012	固定资产	2.90	--
		土地	86029.58	鹤府复[2012]57 号
		固定资产	108.83	--
	2013	股权	7110.89	鹤府复[2012]86 号
		资金	300.00	鹤资办[2013]31 号
	2014	固定资产	21.99	--
		土地	896.35	鹤府复[2014]136 号
2015	土地及房产	87814.05	鹤府复[2014]21 号、鹤府复[2014]86 号、鹤府复[2014]101 号	
合计	--	--	309453.8	--

资料来源：公司审计报告

以上土地资产及股权的划拨进一步提升了公司资产规模与质量。

### （4） 市政项目政府采购

鹤山市人民政府委托公司作为主体对鹤山市基础设施开发建设，明确以政府采购方式收购公司承建的基础设施建设及土地开发整理项目，并由鹤山市财政局与公司签订政府采购协议，并按照财政预算逐年拨付采购资金。

2013~2015年，鹤山市财政局对公司承建的项目进行了采购，采购总价分别为7.93亿元、4.17亿元和10.06亿元。

整体看，鹤山市政府在股东增资、财政补贴、资产注入及政府采购等方面给予公司的支持力度大，为公司经营发展提供了有力保障。

## 六、 管理分析

### 1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《鹤山市公营资产经营有限公司章程》（以下简称“章程”）。公司由鹤山市资产经营有限公司出资设立，不设立股东会，设立董事会、监事会和管理层。董事会、监事会和经营机构之间构建了责任清晰、授权严密、报告关系明确的公司治理结构，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司不设股东会，鹤山资产作为鹤山市公营资产有限公司的唯一股东，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；选择和更换公司管理者，决定有关公司管理者的报酬事项；批准董事会的工作报告；批准监事的工作报告；批准公司的年度财务预算方案、决算方案；批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对发行公司债券作出决定；对公司合并、解散、清算或者变更公司形式作出决定；修改公司章程；对股权转让事项作出决定。

公司设董事会，成员为五人，由股东任命。董事每届任期三年，任期届满，可以连任。董事会设董事长一人，董事长为公司法定代表人。董事会对股东负责，行使下列职权：执行股东的决定，并向股东报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司的增加或减少注册资本的方案；拟订公司合并、变更公司形式、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置；聘任

或者解聘公司财务负责人，决定其报酬事项；制定公司的基本管理制度；编制年终财务报告，并聘请会计师事务所审计。

公司设监事会，设监事五名（其中职工代表两名），由股东任命，每届任期三年。任期届满，可以连任。董事、高级管理人员及财务负责人不得兼任监事，监事可以列席董事会会议。监事会行使下列职权：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东提出提案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司设总经理一名，由股东任命。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东决定；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章。

### 2. 管理水平

为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了一系列内部管理制度，涉及财务管理、项目管理、对子公司管控等各方面内容。

财务管理方面，公司实行“统一领导，集中管理”的财务管理体制。公司财务工作实行总经理负责制。财务管理的基本原则是：贯彻执行国家有关法律法规和财务规章制度，正确处理企业效益和社会效益的关系，正确处理国家、企业和个人三者的利益关系。财务管理的主要任务是：最大限度地实现资本增值和安全，提高资金使用效益，增强公司经济实力和抵抗风险的能力，建立健全财务规章制度，规范公司经济行为，对公司经济活动进行核算和监督。

费用管理方面，公司各项费用统一在财务部门列支和集中核算。费用管理实行分级审批的原则，公司总经理为最终审批人。费用的支出应做到开源节流，遵循“必要、合理、节约”

的原则，尽量降低费用，减少开支，以达到“少花钱、多办事、办好事”的目的。费用支出应做到事前、事中和事后的全过程监控。

总体看，公司已建立系统的经营管理制度。随着公司进一步发展，公司的管理制度将进一步完善。

## 七、 经营分析

公司主要经营涵盖市政道路建设、市政工程建设等城市基础设施投资和建设以及土地开发整理等业务，是鹤山市城市基础设施建设的唯一主体。2013~2015年，公司分别实现营业收入8.15亿元、8.24亿元和10.12亿元，实现净利润分别为1.42亿元、1.98亿元和3.00亿元。

公司营业收入主要来源于市政建设项目政府采购收入，2013~2015年该项收入有所波动，

分别为7.93亿元、4.17亿元和10.06亿元，占营业收入的比重分别为97.40%、50.56%和99.42%；公司工业、商业及服务业收入主要为相应行业的租赁收入，规模很小；公司其他业务收入主要为租赁收入，2014年该项收入大幅增长主要原因是鹤山市人民政府收回下属子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司位于桃源镇竹朗村和沙坪街道鹤山大道旁的两宗国有建设用地使用权以及位于沙坪街道42宗房屋产权，并支付政策性拆迁补偿金4.00亿元，该项收入计入公司其他业务收入中。

从毛利率来看，市政建设项目采购业务毛利率受采购项目的不同而有所波动，三年分别为16.21%、14.14%和16.08%。近三年，公司整体毛利率分别为17.75%、24.22%和16.05%，其中2014年毛利率较高的主要原因是其他业务收入中存在毛利率较高的拆迁补偿收入。

表7 2013~2015年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务或产品	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工业	--	--	--	--	--	--	130.23	0.13	-35.79
商业	383.50	0.47	11.01	467.75	0.57	9.73	388.78	0.38	10.30
服务业	197.78	0.24	59.97	226.11	0.27	62.29	66.39	0.07	100.00
市政建设项目政府采购	79347.42	97.40	16.21	41672.81	50.56	14.17	100592.33	99.42	16.08
其他业务收入	1538.32	1.89	93.45	40058.97	48.60	34.63	3.35	0.00	100.00
合计	81467.03	100.00	17.75	82425.64	100.00	24.22	101181.07	100.00	16.05

资料来源：根据公司审计报告编制

### 1. 市政项目采购业务

该板块包含市政道路建设、市政工程建设等城市基础设施投资和建设以及土地储备项目等业务。其中城市基础设施投资和建设主要由公司本部及子公司鹤山市城市建设发展有限公司（以下简称“鹤山城建”）负责，土地储备项目主要由子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司（以下简称“鹤山公用”）负责。

#### 基础设施建设

城市基础设施建设项目的政府采购是公司主要业务收入来源，随着鹤山市社会经济快速发展，公司承建的基础设施建设项目逐年增长。

公司采用投资建设与政府采购模式开展城市基础设施建设业务，即由公司负责对城市基础设施项目进行投资和建设，鹤山市人民政府以实际发生费用，每年按进度确认公司收益。毛利率由单个项目采购协议确定，公司基础设施建设采购项目规定的毛利率一般在18.00%左右。财政局根据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于项目建设的代建投资额、融资成本及投资回报。由于公司根据完工百分比法确认成本，因此公司存货中已无基建开发成本。

2013年以前，公司与鹤山市人民政府签订的采购协议项目有：鹤山市新环路路段接三连

公路工程、鹤山市十号路工程、鹤山市鹤山大道（大岗路口至桃源河）排水工程及人民路改造工程、鹤山市新业路（东升路至文华路）工程、鹤山市 G325 与 X537 线连接线工程、鹤山市雁五线工程、鹤山市大林路（人民东路至鹤山大道）工程及鹤山大道至砚江河排水渠工程、鹤山市鹤山港至广珠铁路鹤山站公路工程等 9 个项目，总投资额为 14.92 亿元。截至 2015 年底，上述项目均已完工并结算确认收入。

近三年，公司与鹤山市财政局签署的重大项目主要有沙坪联围泵站工程、沙坪镇基础设施建设项目、沙坪镇及桃源镇基础设施开发建设项目及江门大道鹤山连接线工程等。2013~2015 年，公司该项业务实现收入分别为 56061.26 万元、8456.53 万元和 100592.33 万元。

其中，2014 年公司基础设施建设收入大幅下降，主要原因是公司承接的基建项目处于前期阶段，未进行收入确认所致；2015 年，公司基础设施业务板块收入较 2014 年度大幅增加，主要原因系江门大道鹤山连接线工程、工业城项目、文化中心首期工程、G325 新建工程、鹤山实验中学工程等多项城市基础设施建设项目确认收入所致。近三年，公司基础设施建设收入在市政项目采购业务收入所占比重分别为 70.65%、20.29%和 100.00%，呈波动上升趋势。

截至 2015 年底，公司在建项目计划总投资 32.51 亿元，已完成投资额度为 10.97 亿元，2016~2017 年计划投资 24.28 亿元，公司仍存在较强的对外融资需求。

表 8 截至 2015 年底公司前五大在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	总投资	截至 2015 年底项目已投资金额	未来三年投资计划	
				2016	2017
江门大道鹤山连接线工程	2012.10	153703.70	82281.34	40000.00	31422.36
鹤山市文化中心工程	2015.05	41800.86	10576.81	20000.00	11224.05
国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程	2015.04	136461.00	2184.64	70000.00	64276.36
鹤山实验中学工程	2009.10	19783.13	14017.89	5765.24	--
新华路改造工程	2014.08	762.00	683.62	78.38	--
<b>合计</b>	--	<b>352510.69</b>	<b>109744.30</b>	<b>135843.62</b>	<b>106922.77</b>

资料来源：公司提供

### 土地开发整理

近年来，公司下属全资子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司（以下简称“公用公司”）在对鹤山市城市基础设施建设过程中，完成了大量的土地整理开发项目。

运作模式方面，土地整理开发业务与基础设施建设业务相似，即由鹤山公用先行垫资负责对土地征地拆迁、三通一平等，每年鹤山市财政局根据平整进度确认鹤山公用收益并进行相应款项支付。根据《鹤山市财政局与鹤山市公用基础设施发展有限公司关于鹤山市土地储备项目之政府采购协议》，公司计划收储土地 5900.52 亩，总投资为 135424.00 万元，其中由市财政筹集资金 55424.00 万元，其余由银行借款解决；确定总采购价格为

155737.60 万元，毛利率在 13% 左右。2014 年，根据《关于同意将鹤山市工业城土地综合整治项目建设工程纳入城镇化建设项目的批复》（鹤府复[2014]8号），鹤山市工业城土地综合整治项目的 1100 亩土地将由子公司鹤山市工业投资有限公司进行整治开发，预计总投资为 4.20 亿元。

2015 年，随着鹤山市经济的发展以及退耕还林政策的推进，原定土地储备项目圈定范围已经无法全部收储。公司 2015 年度对该项目投入为零，且预计以后年度不再投入。同时，由于公司定位转移，2015 年，鹤山市工业城土地综合整治项目已移交鹤山市工业城发展管理办公室，公司已垫付成本款项由鹤山市工业城发展管理办公室归还。

2013年和2014年，公司分别实现土地整理开发业务收入23286.16万元和33216.28万元，2015年公司无该项业务收入。

## 2. 未来发展

根据《鹤山市国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》、《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》以及鹤山市人民政府推出的“东移北拓南进”的城市空间发展战略，鹤山市将加快交通、电力、供水、水利、市政等基础设施建设，公司作为鹤山市城市基础设施建设的主体，在鹤山市的城市基础设施建设、土地整理开发等领域处于主导地位，具有专营优势。根据鹤山市人民政府《关于同意鹤山市公营资产经营有限公司未来五年发展规划的批复》（鹤府复[2014]98号），公司将进一步拓展业务规模，增强竞争力。

在项目融资方面，公司将继续稳步推进政策性银行、商业银行贷款等传统融资方式的基础上，加大融资方式创新力度，拓宽融资渠道，发挥资信、资本的组优势，进一步加大项目融资力度，积极探索债券融资、间接利用外资的途径。

## 八、 财务分析

公司提供了2013~2015年度审计报告，该报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留审计意见。

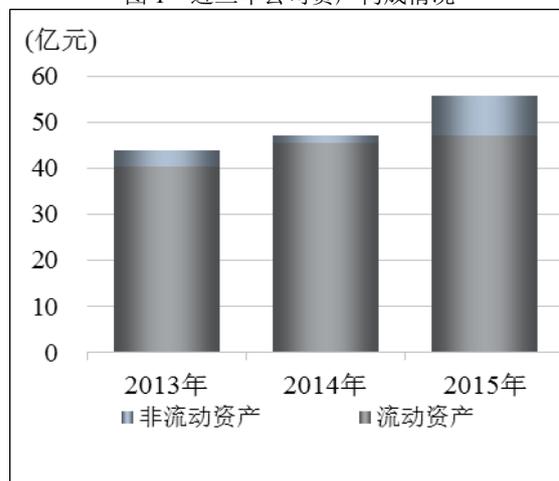
合并范围变化方面，2013年公司新设立子公司鹤山市营建投资有限公司；2015年，公司合并范围内新增子公司鹤山圣宝汽车有限公司、鹤山市得润实业投资有限公司和鹤山市珠西智造投资有限公司。整体看，以上公司的资产规模小，合并范围的变动对财务数据影响小，可比性强。

截至2015年底，公司资产总额55.61亿元，所有者权益合计48.20亿元。2015年，公司实现营业收入10.12亿元，利润总额3.00亿元。

### 1. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额呈平稳增长态势，年均复合增长12.55%，2015年底为55.61亿元，其中流动资产占84.67%，非流动资产占15.33%。公司资产以流动资产为主。

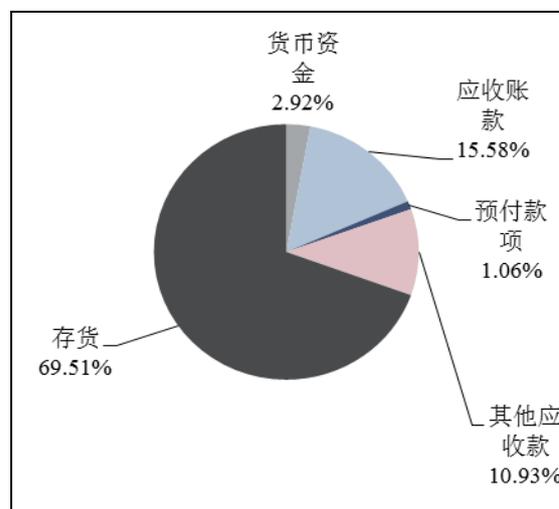
图1 近三年公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告

近三年，公司流动资产持续增长，年均增长8.20%，2015年底为47.09亿元，主要由应收账款（占15.58%）、其他应收款（占10.93%）和存货（占69.51%）构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金呈波动下降趋势，年均复合下降30.61%，2015年底为1.37亿元。公司货币资金主要以银行存款（占99.99%）构成。

近三年公司应收账款波动上升，年均复合增长 12.10%，2015 年底为 7.33 亿元，主要为应收鹤山市财政局的代建工程款和鹤山市土地储备中心的储备土地采购款。按账龄来看，公司应收账款 1 年以内的占 73.07%，1-2 年的占 18.71%，2-3 年的占 8.22%，综合账龄较短。公司应收账款主要欠款单位为鹤山市财政局和鹤山市土地储备中心，占应收账款的比重为 99.99%，集中度很高，欠款风险较小，但对公司资金存在一定占用。

2013~2015 年，公司其他应收款规模快速上升，年均复合增长 50.95%，2015 年底为 5.15 亿元，主要为政府部门的往来款。从账龄来看，1 年以内的占 45.65%，1~2 年的占 42.85%，2~3 年占比 7.94%，其余为 3 年以上，综合账龄偏短。从欠款单位看，前五名合计 3.30 亿元，占其他应收款总额的 63.01%，欠款单位主要鹤山市政府部门，欠款风险较小，但政府拨款有一定滞，回款时期存在不确定性，对公司资金存在一定占用。

表 9 截至 2015 年底公司其他应收款主要情况  
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	性质
鹤山市土地储备中心	17212.12	32.87	往来款
鹤山市工业城发展管理办公室	5000.00	9.55	往来款
鹤山市水利工程项目管理所	4558.07	8.70	往来款
鹤山市财政局	4900.00	9.36	往来款
鹤山市润鹤发展有限公司	1326.20	2.53	往来款
<b>合计</b>	<b>32996.39</b>	<b>63.01</b>	--

资料来源: 公司审计报告

2013~2015 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.43%，2015 年底为 32.73 亿元。公司存货主要为土地开发成本和基础设施建设开发成本。

近三年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 52.09%。截至 2015 年底，公司非流动资产 8.52 亿元，较 2014 年底的 1.67 亿元大幅增加，主要系本年政府划入部分投资性

房地产所致。按构成看，公司非流动资产主要由投资性房地产(占 75.01%)和长期股权投资(占 15.25%)构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资变化不大，年均复合增长 0.81%，2015 年底为 1.30 亿元，主要是对鹤山市供水有限公司和鹤山市城市建设开发有限公司的长期股权投资。

2013~2015 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 78.53%，2015 年底为 6.40 亿元。其中，2014 年，因鹤山市政府收回公司投资性房地产中的所有商铺产权，公司投资性房地产下降为 0.00 亿元；2015 年，鹤山市人民政府无偿划入 848 宗房产至公司，公司根据评估价值计入投资性房地产科目中，共计 6.40 亿元。

总体来看，公司资产以流动资产为主，其中流动资产主要以存货和应收账款为主，应收账款和其他应收款欠款单位主要为政府部门，回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。整体看，公司资产质量一般。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

近三年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 16.36%，2015 年底为 48.20 亿元。按构成来看，公司所有者权益主要由资本公积(占 84.01%)、未分配利润(占 10.36%)、实收资本(占 2.07%)和盈余公积(占 3.40%)构成。

公司实收资本近三年未发生变化，均为 1.00 亿元；公司资本公积在 2013 年和 2014 年变动小，2015 年，根据鹤山市人民政府(鹤府复【2014】21 号、鹤府复【2014】86 号和鹤府复【2014】101 号)，无偿划入 2 宗土地，848 宗房产至公司，公司根据评估价值入账，形成其他资本公积 8.78 亿元。

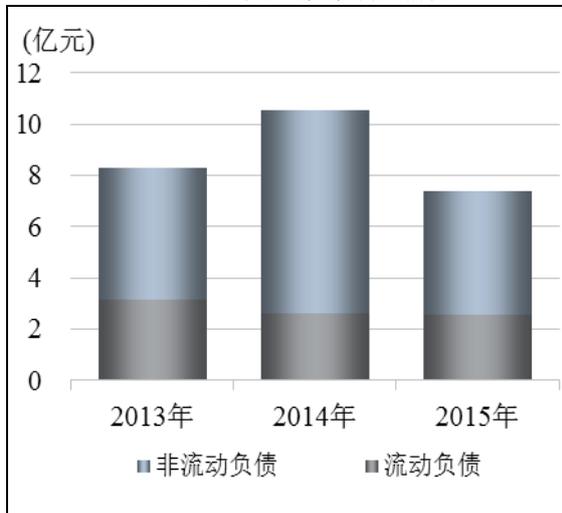
整体看，公司所有者权益稳定性较好。

### 负债

2013~2015 年，公司负债总额呈现出波动

下降态势，年均复合下降 5.54%。截至 2015 年底公司负债总额 7.41 亿元，其中流动负债占 34.29%，非流动负债占 65.71%。

图 3 近三年公司负债构成情况



资料来源：公司审计报告

近三年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 9.93%，2015 年底为 2.54 亿元。公司流动负债主要由其他应付款（占 94.03%）和应交税费（占 5.62%）构成。

公司其他应付款主要为往来款，近三年有所波动，年均复合下降 0.19%，2015 年底为 2.39 亿元。从账龄看，1 年以内占比 58.36%，1 年以上占比 41.64%，账龄分布较为分散。从欠款单位看，前 5 名合计为 1.14 亿元，占全部其他应付款的 47.57%，集中度一般。

表 10 2015 年底公司其他应付账款前 5 名详细情况  
(单位: 万元)

单位名称	金额	占比	性质
鹤山市兴鹤实业有限公司	6839.17	28.63	往来款
鹤山市粤财投资管理中心	2500.00	10.47	往来款
鹤山市共和镇收费管理站	1509.00	6.32	往来款
鹤山市德兴建筑工程有限公司	258.27	1.08	往来款
湖南省第三工程有限公司	256.00	1.07	往来款
合计	11362.44	47.57	--

资料来源：公司审计报告

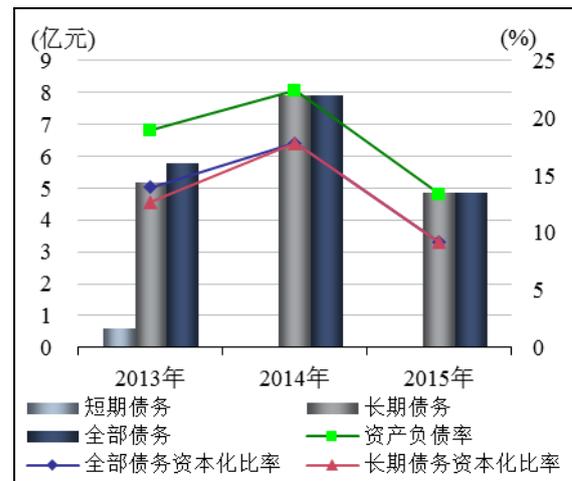
公司非流动负债主要由长期借款和长期

应付款构成，近三年呈波动下降趋势，年均复合下降 2.97%，2015 年底为 4.87 亿元。其中，长期借款占 99.90%，长期应付款占 0.10%。

2013~2015 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 2.98%，2015 年底为 4.86 亿元。其中，公司长期借款中抵押借款占 42.36%，质押保证借款占 47.29%。

2013~2015 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 8.16%，2015 年底为 4.87 亿元，全部为长期债务。考虑到公司建设项目周期较长，公司债务结构较为合理。从债务指标来看，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出波动下降趋势，三年均值分别为 18.20%、13.64% 和 13.21%，2015 年底分别为 13.32%、9.17% 和 9.17%。公司债务负担有所减轻。

图 4 2013~2015 年公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

### 3. 盈利能力

近三年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 11.44%。2013~2015 年公司营业收入分别为 8.15 亿元、8.24 亿元和 10.12 亿元，主营业务收入占营业收入的比重分别为 98.11%、51.40% 和 99.99%；其中，2014 年公司主营业务占营业收入比重大幅下降主要系鹤山市人民政府收回子公司公用公司位于桃源镇竹朗村和沙坪街道鹤山大道旁的两宗国有建设用地使用权以及位于沙坪街道 42 宗房

屋产权支付公用公司补偿金 4.00 亿元所致,并计入其他业务收入所致。公司主营业务收入主要来源于市政建设项目政府采购收入,近三年该业务板块占主营业务收入的比重分别为 99.27%、98.36%和 99.42%,收入结构单一。2013~2015 年公司营业利润率波动下降,分别为 17.67%、24.20%和 16.03%;其中,2014 年营业利润率快速上升主要原因是公司收到的政策性补偿毛利率较高。

从期间费用来看,2013 年~2015 年公司期间费用较为稳定,分别为 0.49 亿元、0.48 亿元和 0.53 亿元,占营业收入的比重分别为 5.99%、5.83%和 5.23,公司期间费用控制较好。

公司作为鹤山市基础设施建设唯一主体,每年获得一定市政建设专项补贴(计入“营业外收入-政府补助”),该部分为公司利润的重要来源。2013~2015 年公司获得的补贴收入分别为 0.39 亿元、0.30 亿元和 1.79 亿元,同期利润总额分别为 1.43 亿元、1.98 亿元和 3.00 亿元。公司补贴收入对利润总额的贡献率分别为 26.96%、15.12%和 59.86%。

总体来看,公司营业收入规模增长较快,毛利率变化不大,收入结构较为单一。同时公司每年获得鹤山市人民政府一定数额的补贴收入,公司利润总额对财政依赖程度较高。

#### 4. 现金流分析

经营活动方面,公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的现金为主,近三年呈波动增长趋势,年均复合增长 3.95%,2015 年为 11.68 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是代建回款,近三年呈波动下降趋势,分别为 9.75 亿元、11.25 亿元和 5.63 亿元;公司收到的其他与经营活动相关的现金主要为往来款,近三年呈快速增长趋势,2015 年为 6.06 亿元。从收入实现情况来看,公司近三年现金收入比分别为 119.63%、136.45%和 55.60%,实现质量呈现出波动下降趋势。公司

经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主,近三年波动增长,年均复合增长 17.07%,2015 年为 13.11 亿元。其中,公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为项目建设支出,近三年伴随公司代建项目的增加快速增长,2015 年为 9.94 亿元;同期,公司支付其他与经营活动相关的现金波动增长,主要为往来款,2015 年为 3.07 亿元。2013~2015 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.25 亿元、0.08 亿和 -1.43 亿元。

投资活动方面,公司投资活动现金流入主要来自公司对鹤山珠江村镇银行股份有限公司和广东烟草江门市有限公司等公司的股权投资取得的收益,2015 年为 0.13 亿元。公司投资活动现金流出规模较小,2015 年为 0.43 亿元。2013~2015 年公司投资活动现金流量净额有所波动,分别为 0.11 亿元、0.15 亿元和 -0.30 亿元。

筹资活动方面,近三年公司筹资活动现金流入量快速增长,分别为 1.60 亿元、4.98 亿元和 2.75 亿元,主要为取得借款收到的现金。筹资活动现金流出主要为偿还债务本息的资金流出,近三年分别为 2.05 亿元、3.23 亿元和 4.49 亿元。2013~2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.45 亿元、1.75 亿元和 -1.74 亿元。

总体来看,公司经营活动受每年回购款到位情况及往来款波动等原因存在一定波动性,投资活动现金流规模较小,目前公司对外融资量不大,但是随着本期债券募投项目的投资建设,公司未来存在一定融资压力。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2013~2015 年,公司流动比率和速动比率一直保持较高水平,三年均值分别为 1621.19%和 493.04%,2015 年分别为 1853.43%和 565.07%。考虑到公司流动负债中不存在有息债务,公司短期偿债压力

小。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 1.83 亿元、2.35 亿元和 3.44 亿元，全部债务/EBITDA 指标值分别为 3.16 倍、3.37 倍和 1.42 倍，公司 EBITDA 对长期债务保护能力一般。考虑到鹤山市政府对公司的支持力度较强，总体看，公司整体偿债能力较好。

截至2015年底，公司对外担保金额合计10.40亿元，担保比率为21.58%。被担保单位目前的运营状况良好，其中，公司对鹤山市第一中学的担保款项将由政府教育经费统筹还款。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 11 截至 2015 年底公司对外担保明细

(单位: 万元)

被担保单位	担保金额	担保期限
鹤山市兴鹤实业有限公司	90000.00	2016.2.22-2036.2.21
鹤山市润鹤发展有限公司	5000.00	2016.2.26-2017.2.26
鹤山市第一中学	9000.00	2014.4.26-2022.4.25
<b>合计</b>	<b>106034.76</b>	--

资料来源: 公司提供

截至2016年7月底，公司合并口径内银行授信额度为23.30亿元，其中已使用额度7.28亿元，未使用额度16.02亿元，公司间接融资渠道通畅。

表 12 截至 2016 年 7 月底公司银行授信明细

(单位: 万元)

机构名称	授信额度	已使用额度	未使用额度
中国农业发展银行鹤山市支行	100000	52500	47500
中国建设银行股份有限公司鹤山支行	30000	15800	14200
鹤山市农村信用合作社	30000	4500	25500
中国工商银行股份有限公司鹤山支行	23000	--	23000
中信银行股份有限公司江门鹤山支行	50000	--	50000
<b>合计</b>	<b>233000</b>	<b>72800</b>	160200

资料来源: 公司提供

## 6. 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(机构信用代码: G10440784001344503), 截至2016年7月6日, 公司无未结清不良信贷信息记录。

## 7. 抗风险能力

基于对公司自身经营与财务状况, 以及所处区域发展与财力水平的综合分析, 并考虑到政府对于公司在资金与土地划拨等方面的各项支持, 总体看, 公司整体抗风险能力较强。

## 九、 本期债券偿债能力分析

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为9亿元, 为2015年底公司全部债务的184.88%, 对公司现有债务的影响程度很大。

截至2015年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为13.32%和9.17%。以2015年底财务报表为基础, 不考虑其他因素, 预计本期债券发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至25.40%和22.34%, 公司债务负担有所加重。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015 年, 公司 EBITDA 值分别为 1.83 亿元、2.35 亿元和 3.44 亿元, 为本期债券拟发行额度的 0.20 倍、0.26 倍和 0.38 倍, EBITDA 值对本期债券覆盖程度弱。

2013~2015 年, 公司经营活动的现金流量分别为 10.81 亿元、13.74 亿元和 11.68 亿元, 分别为本期债券发行额度的 1.20 倍、1.53 倍和 1.30 倍, 公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较好。2013~2014 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 1.25 亿元和 0.08 亿元, 为本期债券拟发行额度的 0.14 倍和 0.01 倍, 保障能力弱; 2015 年公司经营活动现金流量净额为负值, 不具备保障能力。

本期债券设置分期偿付条款, 在债券存续

期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行规模的 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付，即每年偿还 1.80 亿元。2013~2015 年，公司 EBITDA 值分别为分期待偿值的 1.01 倍、1.30 倍和 1.91 倍，EBITDA 值对分期待偿值覆盖程度较强；2013~2015 年，公司经营活动的现金流入量分别为分期待偿值的 6.01 倍、7.63 倍和 6.49 倍，公司经营活动现金流入量对分期待偿值的覆盖程度很好；2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为分期待偿值的 0.69 倍、0.05 倍和 -0.79 倍，公司经营活动现金流量净额对分期待偿值的覆盖程度较弱。

### 3. 募投项目收益分析

本期债券募投项目建成后的主要收入来源于厂房、宿舍、企业行政中心和其他服务设施等固定资产的出售、出租及污水处理收入。根据《鹤山市工业城产业园区建设工程项目可行性研究报告》测算，本项目预计从产生收益起后七年内共计产生收入 188030 万元，为本期拟发行债券额度的 2.09 倍，覆盖能力较好。

整体看，本期债券的发行对现有债务影响很大，公司 EBITDA 本期债券保障能力弱，经营活动现金流入量对本期债券具备覆盖能力，本期债券募投项目预算收益对本期债券覆盖程度较好。考虑到鹤山市政府对企业支持力度较强，同时分期偿付条款可有效降低公司集中偿付压力。本期债券到期不能偿还的风险低。联合资信同时关注到，本期债券募投项目预期收益受房地产行业波动和地方经济发展影响大，收入实现存在一定不确定性，联合资信将持续关注。

## 十、 偿债保障措施

### 1. 偿债资金专户

公司建立偿债资金专户，用于归集本期债券的本金和利息，为本期债券的如期足额偿付提供了切实保障。公司聘请中信银行江门鹤山支行为本期债券偿债资金监管银行，并与该行

签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》，开立了偿债资金账户。偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息资金。

在本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日前第 10 个工作日将当年应付本息归集于偿债资金专户，如偿债资金专户余额不足，将通知本期债券发行各方，包括但不限于主承销商及评级机构。一旦偿债资金划入偿债资金账户，仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金，保证本期债券存续期间还本付息。

### 2. 本期债券增信方式

本期债券由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）以及广东省融资再担保有限公司（以下简称“省再担”）按份共同提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，其中中投保对本期债券中的 6.92 亿元提供担保，省再担对本期债券中的 2.08 亿元提供担保。

中投保的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中国经济技术投资担保有限公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2000 年中国经济技术投资担保有限公司注册资本增至 6.65 亿元。2006 年，经国务院批准，中国经济技术投资担保有限公司整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 30.00 亿元，中国经济技术投资担保有限公司更名为中国投资担保有限公司。2010 年 9 月 2 日，通过引进投资者的方式，中国投资担保有限公司从国有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司，并通过向投资人增发股份，使注册资本增至 35.21 亿元。2012 年 9 月，中国投资担保有限公司以合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本。2013 年 10 月，公司更名为中国投融资担保有限公司。2015 年 8 月，中国投

融资担保有限公司以整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；同年 12 月，公司正式挂牌全国中小企业股份转让系统，公司股东及持股情况见表 13。2016 年 2 月，公司制定了新一轮的增资扩股方案，拟以定向发行的方式募集资金不超过 20.00 亿元，其中国家开发投资公司承诺认购比例不低于此次募集资金总额的 10%。目前，相关增资扩股工作正在稳步推进中。

表 13 中投保股权结构（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资公司	47.20
2	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	17.30
3	CITIC Capital Guaranty investments	11.23
4	CDH Guardian (China) Limited	10.63
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	7.68
6	金石投资有限公司	4.23
7	国投创新(北京)投资基金有限公司	1.73
合计		100.00

注：国家开发投资公司持有国投创新（北京）投资基金有限公司 27.22% 的股权

根据银监会、发改委、工信部等七部委于 2010 年 3 月联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》规定，中投保于 2011 年 3 月取得由北京市金融工作局颁发的融资性担保机构经营许可证。

中投保业务范围：投资担保；投资及担保的评审、策划、咨询服务；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训等；公司取得由北京市金融工作局颁发的融资性担保机构经营许可证后业务范围还包括融资性担保业务(如贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证融资担保等)，监管部门批准的其他业务(如债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保等履约担保，以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资)。

截至 2015 年末，中投保本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保中心、小微金融担保中心、资产经营中心、风险管理中

心、法律事务中心和研究中心以及 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，全资拥有 4 家子公司，控股 5 家公司，参股 5 家公司；母公司正式员工共 310 人。

截至 2015 年末，中投保资产总额 104.06 亿元，负债总额 40.20 亿元，所有者权益 63.86 亿元。2015 年，中投保实现担保业务收入 7.04 亿元，提取担保合同准备金 0.37 亿元，投资收益 6.65 亿元，实现净利润 6.03 亿元。截至 2015 年末，中投保商业性担保责任余额 1710.66 亿元。

中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路 100 号北京金玉大厦写字楼 9 层。法定代表人：黄炎勋。

省再担的前身为成立于 2009 年 2 月的广东省中小企业信用再担保有限公司，成立目的是建立广东省信用担保体系，服务于经济社会发展。广东省中小企业信用再担保有限公司是由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，初始注册资本为 20 亿元。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司更名为广东省融资再担保有限公司。2012 年、2014 年公司分别实施三次增资，实收资本增至 28.10 亿元。2015 年 7 月和 2016 年 2 月，粤财控股先后向公司增资 22 亿元和 10 亿元，变更后省再担注册资本为 60.10 亿元，资本实力显著增强。

省再担经营范围：按照国家法律法规要求，从事各类信用担保业务、项目投资、资本运作、资产管理、融资咨询、财务顾问及与信用担保有关的中介服务。

省再担设有业务部门、风险管理部、法律事务部、财务资源部、资产保全部、研究发展部等部门，现有员工 64 人。截至 2015 年末，省再担拥有两家全资子公司，分别为广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司，注册资本均为 2000 万元。

截至 2015 年末，省再担资产总额 632291.56 万元，其中货币资金 142803.35 万

元；负债总额 92780.46 万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 48834.62 万元；股东权益 539511.10 万元；担保余额 4367619 万元。2015 年，省再担实现营业收入 48170.49 万元，净利润 21346.44 万元。

截至 2016 年 3 月末，省再担资产总额 762502.91 万元，其中货币资金 639067.86 万元；负债总额 119809.06 万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 49750.32 万元；股东权益 642693.85 万元；担保余额 4296460 万元。2016 年一季度，省再担实现营业收入 7280.41 万元，净利润 3165.09 万元。

省再担注册地址：广东省广州市越秀区东风中路 481 号粤财大厦 12 楼。法定代表人：陈杰。

经联合资信评估有限公司评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，展望为稳定。该信用等级反映了中投保代偿能力极强，风险极小。

经联合资信评估有限公司评定，省再担主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，展望为正面。该信用等级反映了省再担代偿能力很强，风险很小。

## 十一、结论

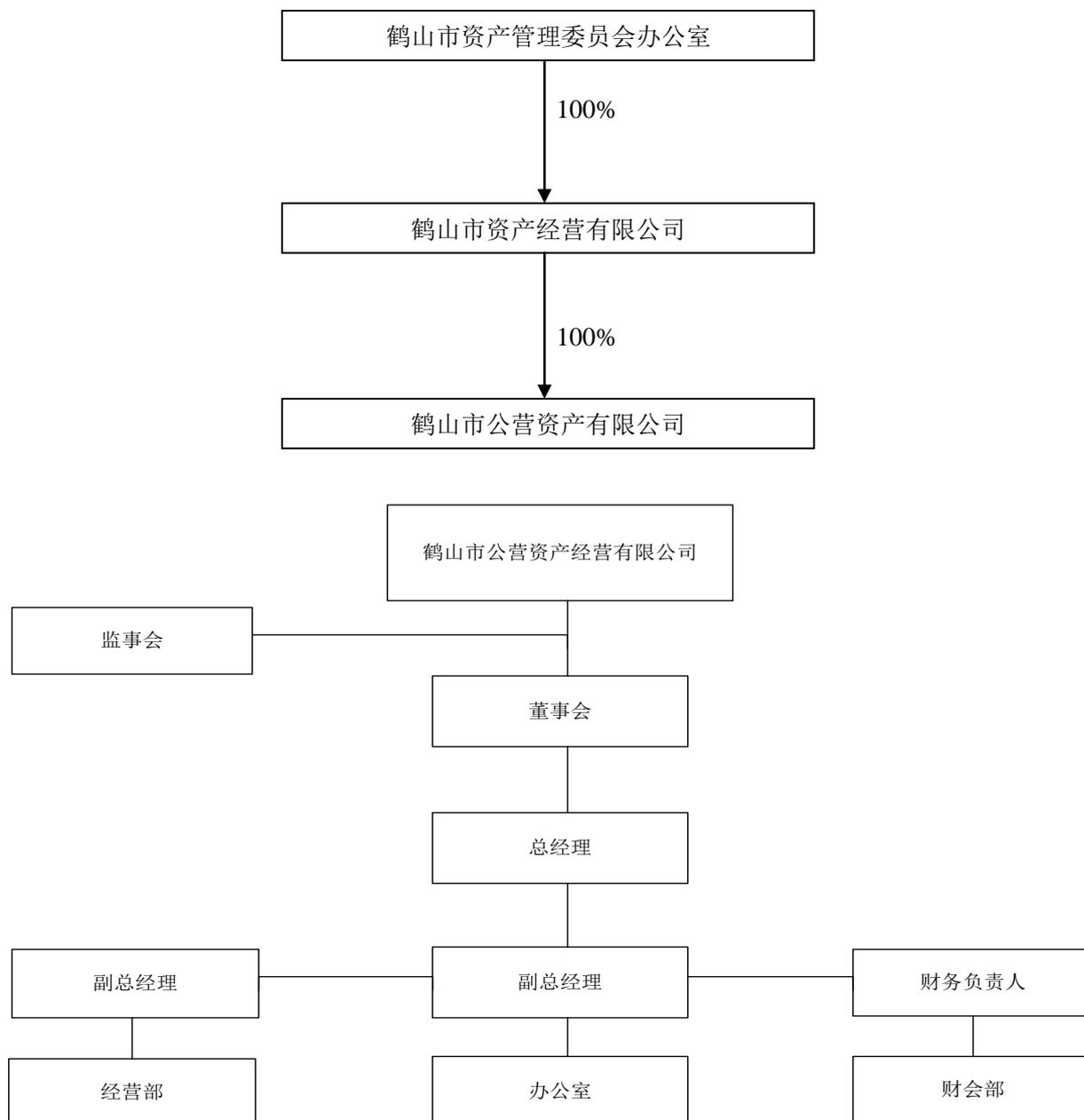
公司作为鹤山市政府授权成立的基础设施建设主体，垄断优势突出，获得政府支持力度较大，持续性强。

鹤山市债务负担一般，财政收入结构较稳定，随着鹤山市经济的发展，公司外部环境有望得到逐步改善，对公司支持力度有望持续。但公司目前收入结构单一，利润水平对补贴依赖程度较高。

公司针对本期债券设置了偿债资金专户，并与中信银行鹤山分行签订了《抵押资产监管协议》，有利于本期债券本息的归集。本期债券募投项目预算收益对本期债券覆盖程度较好，同时本期债券由广东再担保和中投保提供不可撤销连带责任保证担保，以上两家公司代

偿能力很强，风险很小，有效地提升了本期公司债券的安全性。此外本期债券设置分期提前偿付条款，有效降低了集中兑付压力，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

### 附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附表 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	2.85	4.84	1.37
资产总额(亿元)	43.90	47.10	55.61
所有者权益(亿元)	35.60	36.56	48.20
短期债务(亿元)	0.60	0.00	0.00
长期债务(亿元)	5.17	7.91	4.87
全部债务(亿元)	5.77	7.91	4.87
营业收入(亿元)	8.15	8.24	10.12
利润总额(亿元)	1.43	1.98	3.00
EBITDA(亿元)	1.83	2.35	3.44
经营性净现金流(亿元)	1.25	0.08	-1.43
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	1.30	2.03	2.10
存货周转次数(次)	0.25	0.21	0.26
总资产周转次数(次)	0.19	0.18	0.20
现金收入比(%)	119.63	136.45	55.60
营业利润率(%)	17.67	24.20	16.03
总资本收益率(%)	4.28	5.19	6.40
净资产收益率(%)	3.98	5.41	6.23
长期债务资本化比率(%)	12.67	17.79	9.17
全部债务资本化比率(%)	13.95	17.79	9.17
资产负债率(%)	18.91	22.38	13.32
流动比率(%)	1284.23	1725.91	1853.43
速动比率(%)	427.14	486.91	565.07
经营现金流流动负债比(%)	39.83	3.22	-56.16
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	3.37	1.42
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.20	1.53	1.30
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	0.01	-0.16
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.20	0.26	0.38

### 附件3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
<b>本期债券偿债能力</b>	
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 2016年第二期鹤山市国营资产经营有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

鹤山市国营资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。鹤山市国营资产经营有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，鹤山市国营资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注鹤山市国营资产经营有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现鹤山市国营资产经营有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如鹤山市国营资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送鹤山市国营资产经营有限公司、主管部门、交易机构等。

