

# 跟踪评级公告

联合[2017]1113号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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>，评级展望为稳定，维持“16鹤山国资债01/16鹤山01”AA的信用等级和“16鹤山国资债02/16鹤山02”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年六月二十七日



---

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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 鹤山市国营资产经营有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA<sup>-</sup>                      评级展望：稳定  
上次评级结果：AA<sup>-</sup>                      评级展望：稳定

### 债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01	3 亿元	2016/9/28~2023/9/28	AA	AA
16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02	9 亿元	2016/12/7~2023/12/7	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	4.84	1.37	12.71
资产总额(亿元)	47.10	55.61	78.71
所有者权益(亿元)	36.56	48.20	49.48
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.36
全部债务(亿元)	7.91	4.86	26.38
营业收入(亿元)	8.24	10.12	13.83
利润总额(亿元)	1.98	3.00	1.92
EBITDA(亿元)	2.35	3.44	2.14
经营性净现金流(亿元)	0.08	-1.43	-2.98
营业利润率(%)	24.20	16.03	15.78
净资产收益率(%)	5.41	6.23	3.84
资产负债率(%)	22.38	13.32	37.14
全部债务资本化比率(%)	17.78	9.16	34.78
流动比率(%)	1725.91	1853.43	1958.01
经营现金流流动负债比(%)	3.22	-56.16	-93.83
全部债务/EBITDA(倍)	3.37	1.41	12.32
EBITDA 利息倍数	7.15	8.76	13.20

### 分析师

赵传第 任黛云

邮箱：lianhe@lhratings.com

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：www.lhratings.com

### 评级观点

鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）为鹤山市唯一的基础设施建设主体。联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内，公司营业收入不断增长，债务负担仍然较轻。同时，联合资信也关注到公司土地使用权受限比例高、盈利能力仍较弱以及未来融资压力较大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着鹤山市工业城产业园完成建设并产生收入，公司收入规模和获现能力有望提高，有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”均设置分期偿付条款，在存续期的后 5 年末（2019~2023 年）每年偿还 20% 的债券本金。“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”以土地使用权进行抵押担保，跟踪期内，抵押土地评估值为 9.40 亿元，具有增信作用；“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）和广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保和广东再担保主体长期信用等级均为 AAA，代偿能力极强，有效提升了“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司 AA<sup>-</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”AA 的信用等级和“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”AAA 的信用等级。

### 优势

1. 跟踪期内，公司营业收入有所增长。
2. 公司存续期债券分别设置土地抵押和连

带责任担保的增信措施，跟踪期内，抵押资产覆盖倍数较高且担保方担保实力极强，有效提升了存续期债券偿付的安全性。

3. 公司存续期债券均设置提前分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。

#### 关注

1. 2016 年，鹤山市政府性基金收入下降，综合财力亦有所下降。
2. 公司土地使用权受限比例高，资产流动性较弱。
3. 跟踪期内，公司收入来源单一、整体盈利能力较弱，利润同比显著下滑。
4. 跟踪期内，公司收入实现质量仍处于较低水平。近两年，经营现金流持续表现为净流出。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 鹤山市国营资产经营有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

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形式增加公司注册资本至1亿元，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2016年底，公司注册资本为1亿元，控股股东为鹤山资产，实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

公司主要经营范围：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2016年底，公司组织结构无变化，下设经营部、财会部和办公室3个部门；公司拥

有一级子公司7家。

截至2016年底，公司（合并）资产总额78.71亿元，所有者权益合计49.48亿元（其中少数股东权益0.69亿元）；2016年，公司实现营业收入13.83亿元，利润总额1.92亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪中山路217-223号（单号）首二层。公司法定代表人：郑国兵。

### 三、债券与募集资金使用情况

公司于2016年9月和12月分别发行“16鹤山国资债 01/16 鹤山 01”（发行金额3.00亿元）和“16鹤山国资债 02/16 鹤山 02”（发行金额9.00亿元），募集资金全部用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目。截至2016年底，两期债券募集资金已使用6.73亿元。项目未来收益来源于厂房、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。截至2016年底，该项目尚未产生收入或现金流入。

表1 债券募集资金使用情况（单位：亿元）

募集资金投向	项目总投资	已投资	已使用债券募集资金
鹤山工业城产业园区建设工程项目	22.50	7.38	6.73

资料来源：公司提供

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，



但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上

年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控

将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业分析及区域经济

### 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、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，联合资信认为，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，联合资信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。

## 4. 区域经济

### （1）鹤山市经济概况

鹤山市是广东省江门市代管县级市，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、江罗高速和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2016年底，鹤山市常住人口50.53万人，城镇人口比重61.01%，城镇人口30.83万人。



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《2016年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》统计数据，2016年全市地区生产总值287.04亿元，增长8.2%。人均地区生产总值56969元，增长7.8%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为22.21亿元、149.61亿元和115.22亿元，第三产业同比增速最高（10.8%）。三大产业的比例是7.74:52.12:40.14。

固定资产投资方面，2016年鹤山市全年固定资产投资182.15亿元，增长18.4%。按投资结构分，基础设施投资45.22亿元，增长66.7%；房地产投资38.56亿元，下降28.2%；其他投资98.37亿元，增长34.7%。商品房施工面积累计387.99万平方米，增长4.6%；商品房竣工面积

41.65万平方米，下降5.6%；商品房销售面积91.89万平方米，增长18.7%，商品房销售额47.83亿元，增长19.2%；商品房待售面积44.55万平方米，增长20.5%。

整体看，鹤山市良好的经济发展态势为公司经营奠定了良好的外部环境。

#### （2）鹤山市财政实力及债务情况

2016年，鹤山市综合财力38.71亿元，同比下降10.56%，主要系政府性基金收入下降所致。2016年鹤山市一般公共预算收入实现24.97亿元，同比增长2.97%，其中税收收入占66.73%。政府性基金收入方面，受土地市场波动影响，2016年鹤山市政府基金收入下滑6.16亿元，同比下滑57.52%。

表2 2014~2016年鹤山市全口径财力情况（单位：万元）

项目	2014年	2015年	2016年
（一）一般公共预算收入	214426	242489	249661
1、税收收入	160159	169814	166601
2、非税收入	54267	72675	83060
（二）上级补助收入	47585	60527	66275
1、一般性转移支付收入	10358	12727	17861
2、专项转移支付收入	19980	30553	24310
3、税收返还收入	17247	17247	24104
（三）政府性基金收入	49048	107115	45539
其中：国有土地使用权出让金	28382	96355	33977
（四）财政专户收入	26326	22685	25620
<b>综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）</b>	<b>337385</b>	<b>432816</b>	<b>387095</b>

资料来源：鹤山市财政局

截至2016年底，地方债务余额为24.74亿元（其中一般债务18.24亿元），均为地方政府债券。截至2016年底，鹤山市债务率63.91%，债务负担一般。

总体来看，2016年，受政府性基金收入大幅下滑影响，鹤山市综合财力有所下滑，地方政府债务负担一般。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

鹤山资产是公司的唯一股东，持有公司

100%股权。跟踪期内，公司股权结构无变化。公司实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

### 2. 企业规模

公司是鹤山市唯一的基础设施建设主体，区域垄断优势显著。

### 3. 政府支持

根据鹤财复【2016】21号，公司及下属子公司以前年度未缴税款由市财政局指定其

他公司代缴，形成补贴收入 1956.39 万元，计入 2016 年“营业外收入”。

总体看，跟踪期内，鹤山市政府对公司的支持力度一般。

## 七、管理分析

2017 年，公司法定代表人、董事长及总经理由余秉科变更为郑国兵。

郑国兵，男，1970 年出生，毕业于合肥经济技术学院经济贸易系会计学专业，历任鹤山市财经纪律检查所科员和鹤山市公共资产管理中心副主任、主任。本次人事变更系正常变动，对公司经营管理影响不大。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务或产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设项目	41672.81	50.56	14.17	100592.33	99.42	16.08	131648.47	95.20	13.50
其他业务收入	40058.97	48.60	34.63	3.35	0.00	100.00	6119.21	4.42	98.63
商业	467.75	0.57	9.73	388.78	0.38	10.30	455.55	0.33	7.98
服务业	226.11	0.27	62.29	66.39	0.07	100.00	64.87	0.05	100.00
工业	--	--	--	130.23	0.13	-35.79	--	--	--
<b>合计</b>	<b>82425.64</b>	<b>100.00</b>	<b>24.22</b>	<b>101181.07</b>	<b>100.00</b>	<b>16.05</b>	<b>138288.10</b>	<b>100.00</b>	<b>17.29</b>

资料来源：公司提供

### 2. 市政项目采购业务

该板块包含市政道路建设、市政工程建设等业务，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。

公司负责基础设施建设资金筹集和工程建设，在建的基础设施项目均与鹤山市财政局签订了政府采购协议，每年按工程进度确认收入。毛利率由单个项目采购协议确定，一般不高于 18.00%。鹤山市财政局根据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于覆盖项目建设的投资支出、融资费用及投资收益。实际操作中，鹤山市财政局代公司支付部分工程款给外包公司，公司对鹤山市财政局的应收代建款相应减少。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

公司主要进行鹤山市基础设施的投资建设，跟踪期内，基础设施建设项目政府采购收入为公司营业收入的主要来源，公司实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 36.67%，主要系市政基础设施建设项目政府采购金额增加。

毛利率方面，市政建设项目毛利率受回购项目的不同而有所波动，2016 年，公司该板块毛利率 13.50%，同比下降 2.58%，公司综合毛利率为 17.29%，同比略有上升，主要系跟踪期内高毛利率的租赁收入增长迅速所致。

跟踪期内，公司确认收入的基础设施建设工程主要包括国道 G325 线鹤山过境公路和鹤山市文化中心。截至 2016 年底，公司国道 G325 线鹤山过境公路项目已累计投资 8.66 亿元，累计确认收入 10.18 亿元；公司鹤山市文化中心项目已累计投资 2.24 亿元，累计确认收入 2.63 亿元。国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程由政府回购，鹤山工业城产业园区建设工程项目和通信设备制造厂房及配套设施资金平衡方式为厂房及配套设施的出租、出售收入。截至 2016 年底，公司在建项目总投资 48.79 亿元，已完成 20.41 亿元，未来计划投资 28.38 亿元，公司未来面临较大的融资压力。

表 4 截至 2016 年底公司重大在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资	截至 2016 年底项目已投资金额	未来需投资金额
通信设备制造厂房及配套设施建筑工程	2016.01	2019.12	3.46	0.82	2.64
鹤山市文化中心工程	2015.05	2017.10	4.18	2.24	1.94
国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程	2015.04	2017.12	5.00	1.31	3.69
鹤山工业城产业园区建设工程项目	2016.01	2019.12	22.50	7.38	15.12
国道 G325 线鹤山过境公路	2016.01	2017.12	13.65	8.66	4.99
<b>合计</b>	--	--	<b>48.79</b>	<b>20.41</b>	<b>28.38</b>

资料来源: 公司提供

### 3. 商业、服务业及其他业务

公司商业收入为烟草销售收入, 服务业收入为物业费收入, 规模均很小。公司其他业务主要为租赁 (政府无偿划入的投资性房地产) 业务。根据鹤府复【2014】21 号、鹤府复【2014】86 号和鹤府复【2014】101 号文件, 政府无偿划入 848 宗房产至公司。实际所有权变更在 2015 年末完成, 公司 2016 年租赁收入增长明显。

### 4. 未来发展

公司主要经营基础设施投资和建设业务。近年来, 公司利用鹤山市城市基础设施建设持续发展的机遇, 形成了以城市基础设施建设业务为基石, 物业管理与房屋租赁业务共同发展的经营模式。

整体看, 跟踪期内, 公司基础设施项目仍处于建设期, 在建项目计划投资规模较大, 公司面临较大的融资压力; 未来随着鹤山市基础设施建设的不断推进, 公司营业收入有望提升。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报表, 中勤万信会计师事务所 (特殊普通合伙) 对该财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见审计结论。合并范围方面, 2016 年公司纳入新设子公司鹤山工业城园区建设有限公司, 该公司资产、收入规模很小, 合并范围的变

化对公司财务可比性影响不大。

截至 2016 年底, 公司合并资产总额 78.71 亿元, 所有者权益 49.48 亿元 (其中少数股东权益 0.69 亿元)。2016 年公司实现营业收入 13.83 亿元, 利润总额 1.92 亿元。

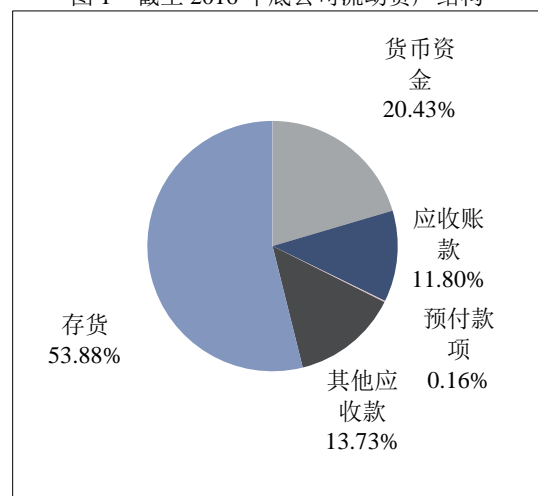
### 2. 资产质量

截至 2016 年底, 公司资产总计 78.71 亿元, 同比增长 41.53%, 流动资产占 79.06%, 非流动资产占 20.94%, 公司资产以流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2016 年底, 公司流动资产 62.23 亿元, 同比增长 32.16%, 主要系货币资金和其他应收款增长较快所致。截至 2016 年底, 公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成, 占比分别为 20.43%、11.80%、13.73% 和 53.88%。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产结构



资料来源: 根据公司审计报告整理

截至 2016 年底，公司货币资金 12.71 亿元，同比增长 826.02%，系公司取得借款增加以及发行“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”所致，无使用受限资金。

截至 2016 年底，公司应收类款项 15.88 亿元，同比增长 27.25%，主要由应收鹤山市财政局代建款（7.33 亿元，账龄在 1 年以内，占应收账款余额的 100%）和往来款构成。总体来看，公司应收款项账龄较短，集中度较高，因欠款方多为政府部门和国有公司，不能回收的风险较低。

表 5 截至 2016 年底公司其他应收款余额前 5 名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
鹤山市鹤润发展有限公司	往来款	2.73	30.51	1年以内
鹤山市工业城发展办公室	往来款	1.88	21.08	1年以内
鹤山市水利工程项目管理所	保证金	0.60	6.71	1年以内
鹤山市资产经营有限公司	往来款	0.53	5.97	1年以内
佛山市禅城区人民法院	保证金	0.45	5.06	1年以内
<b>合计</b>	--	<b>6.19</b>	<b>69.33</b>	--

数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货账面价值 33.53 亿元，包括土地使用权 31.48 亿元（未来主要用于商业综合体和住宅用地出让）、工程施工 2.05 亿元和少部分库存商品，公司未对上述资产计提跌价准备。工程施工系公司建设的国道 G325 大雁山至桃源段改线工程和中小河流综合整治及水系连通工程等。截至 2016 年底，公司共有 9 宗受限土地使用权，面积 766.87 亩，账面价值 30.55 亿元，占存货的 91.11%，所有权受到限制的土地使用权占比高。

### 非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 16.48 亿元，同比上升 93.29%，主要包括投资性房地产（占 38.54%）和在建工程（44.77%）。2016 年，公司非流动资产的增长主要系在建工程大幅增长所致。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 6.35 亿元，主要为政府无偿注入的房产，同 2015 年底相比基本稳定。

截至 2016 年底，公司在建工程余额为 7.38 亿元，同比上升 7152.15%，主要系公司对鹤山市工业城产业园区建设工程项目新增投入。

整体看，跟踪期内，公司流动资产占比高，其中以应收款项和土地使用权资产为主，土地使用权受限比例高，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 49.48 亿元（其中少数股东权益 0.69 亿元，同比增长 856.54%），同比增长 2.64%，主要由实收资本（占 2.02%）和资本公积（占 81.46%）构成。截至 2016 年底，公司资本公积同比减少 0.48%，系政府无偿划出土地 3 宗和房产 9 宗。

截至 2016 年底，公司少数股东权益较 2015 年底增加 0.62 亿元，主要系江门市融盛投资有限公司对公司子公司鹤山工业城园区建设有限公司和鹤山市得润电子科技有限公司对公司子公司鹤山市得润实业投资有限公司进行股权投资。

总体来看，公司所有者权益稳定性好。

#### 负债

截至 2016 年底，公司负债总额 29.23 亿元，其中流动负债占 10.87%，非流动负债占 89.13%。

截至 2016 年底，公司流动负债 3.18 亿元，

同比增长 25.10%，主要由应付账款（占 9.37%）、其他应付款（占 75.57%）和一年内到期的非流动负债（占 11.17%）构成。2016 年，公司流动负债的增长主要系应付账款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截止 2016 年底，公司应付账款 0.30 亿元，同比增加 0.30 亿元，主要为应付工程款。

截至 2016 年底，公司其他应付款 2.40 亿元，同比上升 0.54%，前五大债权人明细见下表所示，公司其他应付款集中度较高。

表 6 截至 2016 年底公司其他应付款余额前 5 名情况  
(单位: 万元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
鹤山市土地储备中心	往来款	6725.87	25.69	1年以内
鹤山市兴鹤实业有限公司	往来款	5442.24	20.79	2年以内
鹤山市粤财投资管理中心	往来款	5100.00	19.48	2~5年
鹤山市工商联资产经营有限公司	往来款	3899.00	14.89	1年以内
鹤山市共和镇收费管理站	往来款	1509.00	5.76	1~2年
<b>合计</b>	--	<b>22676.11</b>	<b>86.61</b>	--

数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 3550.00 万元，系一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债 26.05 亿元，同比增长 435.16%，主要系长期借款和应付债券快速增长所致。截至 2016 年底，公司长期借款 14.15 亿元，同比增长 190.86%，主要为质押保证借款。截至 2016 年底，公司应付债券合计 11.88 亿元，包括 2.97 亿元“16 鹤山公资债 01/16 鹤山 01”和 8.91 亿元“16 鹤山公资债 02/16 鹤山 02”。

截至 2016 年底，公司全部债务 26.38 亿

元，同比增长 442.49%，短期债务和长期债务分别占比 1.36%和 98.64%。从债务指标看，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 37.14%、34.78%和 34.47%，均较 2015 年底大幅增长。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速增长，负债构成以长期负债为主，债务负担仍较轻。

#### 4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 36.67%，系财政局采购国道 G325 线鹤山过境公路和鹤山市文化中心工程等重 大市政建设工程所致。公司营业利润率基本 稳定，2016 年为 15.78%，同比下降 0.25 个 百分点。

从期间费用看，公司期间费用仍主要由 管理费用和财务费用构成，2016 年，公司期 间费用 0.49 亿元，主要包括 0.33 亿元管理费 用和 0.14 亿元财务费用，公司期间费用率 3.56%，较 2015 年有所下降。

2016 年，公司实现营业利润 1.73 亿元， 同比增长 41.03%，系公司 2016 年营业收入规 模大幅增长所致。

2016 年，公司获得营业外收入 2020.29 万元，主要系市财政局指定其他公司代缴公 司及下属公司以前年度未缴税款形成的营业 外收入。总的来看，政府补助对公司利润形 成补充。

2016 年，公司实现利润总额 1.92 亿元， 同比下降 36.12%，系补贴收入大幅下降所致。

从盈利指标方面，2016 年，公司总资本 收益率和净资产收益率同比下降，分别为 2.72% 和 3.84%，主要系公司利润下滑所致。

总体看，跟踪期内，公司营业收入主要 来自政府采购的市政基础设施建设工程，公 益性质强且来源较单一、对政府依赖大且政 府补助下滑，公司利润总额亦随之下滑，自 身盈利能力较弱。



### 5. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 5.65 亿元，现金收入比为 40.84%，处于低水平，主要系市财政局直接支付给第三方外包公司的工程款未被计入公司现金流量表，但已相应冲减公司对市财政局的应收代建款。受此影响，2016 年，公司购买商品、接受劳务支付现金 4.83 亿元，较同期基础设施建设成本明显偏低。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与鹤山市鹤润发展有限公司（鹤山市国资委下属投资平台）等公司的往来款项。2016 年公司经营活动现金净流出-2.98 亿元，经营活动现金流情况进一步恶化，主要系公司支付的其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入较小，投资活动现金流出 6.89 亿元，主要为购建固定资产、无形资产（鹤山市工业城产业园区建设工程项目）等支付的现金和投资支付的现金。2016 年，公司投资支付的现金为 1.04 亿元，主要系子公司广东圣宝汽车实业有限公司收购鹤山市宝盈实业有限公司（以下简称“宝盈实业”，宝盈实业被收购后于 2016 年注销，公司此次收购主要目的为取得宝盈实业的土地使用权和房屋建筑物等资产）。2016 年公司投资活动现金净流出 6.66 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金和发行债券取得的现金。2016 年，公司取得借款收到现金 9.69 亿元、发行“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”共收到现金 11.88 亿元。此外，公司吸收投资收到 0.62 亿元，系少数股东对公司子公司注资。公司筹资活动流出主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 20.98 亿元，较 2015 年大幅上涨。

总体看，跟踪期内，公司承担的建设项

目仍需大量的资金投入，公司经营活动收现质量较差，对投资活动保障弱，外部融资规模加大。

### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1958.01% 和 902.98%，较 2015 年底分别上升 104.58 和 337.91 个百分点，系公司 2016 年新增长期借款和应付债券，导致货币资金等流动资产增幅高于流动负债。总体看公司流动资产中存货占比大，资产整体流动性较弱，经营活动现金流量净额为负，但考虑到公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 有所下降，2016 年为 2.14 亿元，同比下降 37.72%，系公司利润总额下降所致。2016 年全部债务/EBITDA 倍数 12.32 倍（2015 年该比率为 1.14 倍），公司长期偿债能力显著下降。综合考虑公司在鹤山市城市基础设施建设中的垄断地位，公司债务负担仍较轻，整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司共获得银行授信 2.50 亿元，未使用额度 0.20 亿元，公司间接融资渠道亟待扩宽。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 12.58 亿元，被担保单位鹤山市兴鹤实业有限公司和鹤山市润鹤发展有限公司均为国有公司，目前经营正常，但公司担保比率较高（25.42%），存在一定的或有负债风险。

表 7 截至 2016 年底公司对外担保明细

（单位：万元）

被担保单位	担保金额
鹤山市兴鹤实业有限公司	90000.00
鹤山市润鹤发展有限公司	34000.00
鹤山市妇幼保健院	1790.42
<b>合计</b>	<b>125790.42</b>

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（机构信用代码：G10440784001344503），截至2017年5月18日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，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，以及鹤山市区域经济及财力状况、市政府和市财政局对公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

### 十、存续期债券偿债能力分析

公司于2016年9月28日发行了“16鹤山国资债01/16鹤山01”，金额3.00亿元；于2016年12月7日发行了“16鹤山国资债02/16鹤山02”，金额9.00亿元。上述两期债券期限均为7年，均设置存续期后5年等额分期偿还本金条款。2019~2023年，公司每年需偿还本金合计2.40亿元。2016年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动现金流量净额分别为两期债券本金总额（12.00亿元）的0.18倍、0.73倍和0.25倍；EBITDA、经营活动产生的现金流入量和经营活动现金流量净额分别为年均偿付额度（2.40亿元）的0.89倍、3.67倍和-1.24倍，公司经营活动现金流量对存续期内年均本金偿还金额的覆盖程度较好。

### 十一、增信措施

“16鹤山国资债01/16鹤山01”由公司提供土地使用权作为抵押担保，“16鹤山国资债02/16鹤山02”由中投保和广东再担保提供全额不可撤销连带责任保证担保。

#### 16鹤山国资债01/16鹤山01

公司及子公司以持有的4宗土地使用权为“16鹤山国资债01/16鹤山01”提供担保。根

据担保协议，债券存续期内，抵押资产的价值与“16鹤山国资债01/16鹤山01”未偿还本金之和的比率（以下简称“抵押比率”）不低于2倍。债券存续期内，如果抵押比率低于2倍，抵押资产监管人将《追加抵押资产通知书》送达公司，公司或另一方提供追加资产；追加的抵押资产将按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。在抵押比率不低于2的前提下，公司可以向债券受托管理人申请置换全部或部分抵押资产。公司与中信银行鹤山分行签订《抵押资产监管协议》，聘请中信银行鹤山分行作为“16鹤山国资债01/16鹤山01”抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。

经广东中广信资产评估有限公司评估（评估文号中广信评报字【2017】151号，评估基准日2017年3月31日），用于抵押担保的4宗土地使用权面积合计22.32万平方米，评估价值9.40亿元，较上一评估日增加0.29亿元，有效期为2017年3月31日至2018年3月30日。“16鹤山国资债01/16鹤山01”发行金额3.00亿元，截至目前抵押比率为3.13倍，满足担保协议要求，抵押资产对“16鹤山国资债01/16鹤山01”具有较好的保障能力。

此外，在“16鹤山国资债01/16鹤山01”存续期内，当公司对其付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，中信银行股份有限公司鹤山支行承诺在付息或兑付首日前10个工作日给予公司不超过4亿元的流动性支持贷款。

#### 16鹤山国资债02/16鹤山02

“16鹤山国资债02/16鹤山02”发行金额9.00亿元，其中6.92亿元和2.08亿元分别由中投保和广东再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。联合资信评定中投保主体长期信用等级为AAA，2017年联合资信将广东再担保主体长期信用由AA<sup>+</sup>调整为AAA。2017年5月15日，联合资信发布《联合资信关于调整鹤山市国营资产经营有限公司“16鹤

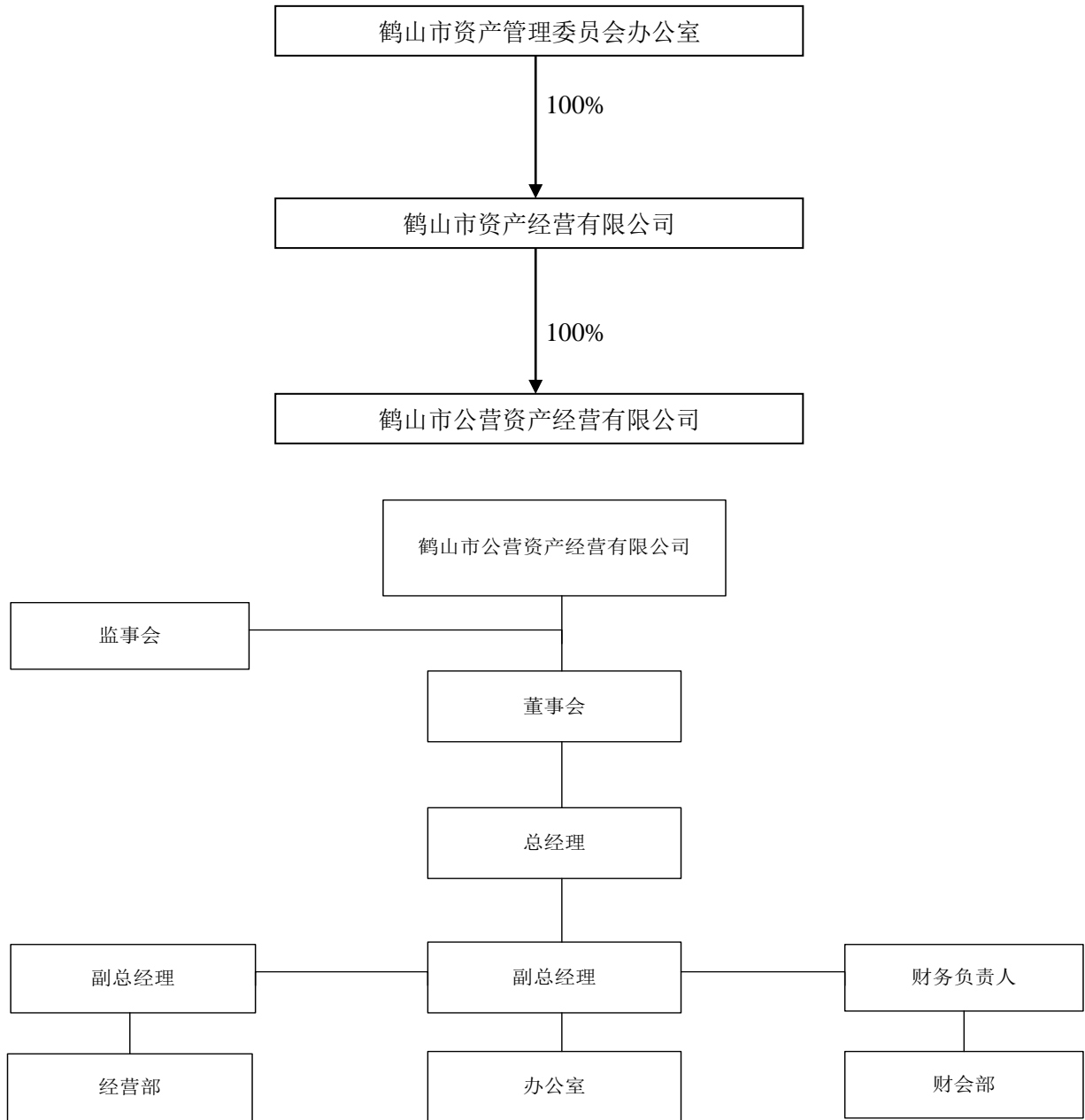
山公资债02/16鹤山02”债项信用等级的公告》，将“16鹤山公资债02/16鹤山02”的信用等级由AA+调整为AAA。

总体看，公司经营活动现金流入量对两期债券每年合计还本金额的覆盖程度较好，考虑到公司在鹤山市公共基础设施建设领域的重要地位及两期债券的增信条款，“16鹤山公资债01/16鹤山01”到期不能偿还的风险较低，“16鹤山公资债02/16鹤山02”到期不能偿还的风险极低。

## 十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“16鹤山公资债01/16鹤山01”AA的信用等级和“16鹤山公资债02/16鹤山02”AAA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	4.84	1.37	12.71
资产总额(亿元)	47.10	55.61	78.71
所有者权益(亿元)	36.56	48.20	49.48
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.36
长期债务(亿元)	7.91	4.86	26.03
全部债务(亿元)	7.91	4.86	26.38
营业收入(亿元)	8.24	10.12	13.83
利润总额(亿元)	1.98	3.00	1.92
EBITDA(亿元)	2.35	3.44	2.14
经营性净现金流(亿元)	0.08	-1.43	-2.98
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	1.39	2.10	1.88
存货周转次数(次)	0.21	0.26	0.35
总资产周转次数(次)	0.15	0.20	0.21
现金收入比(%)	136.45	55.60	40.84
营业利润率(%)	24.20	16.03	15.78
总资本收益率(%)	5.19	6.40	2.72
净资产收益率(%)	5.41	6.23	3.84
长期债务资本化比率(%)	17.78	9.16	34.47
全部债务资本化比率(%)	17.78	9.16	34.78
资产负债率(%)	22.38	13.32	37.14
流动比率(%)	1725.91	1853.43	1958.01
速动比率(%)	486.91	565.07	902.98
经营现金流动负债比(%)	3.22	-56.16	-93.83
全部债务/EBITDA(倍)	3.37	1.41	12.32



### 附件 3 主要财务计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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%

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

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

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

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。