信用等级公告

联合[2018] 1192 号

联合资信评估有限公司通过对汕尾市金叶发展公司主体长期信用状况及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持汕尾市金叶发展公司主体长期信用等级为 AA，“17 汕尾发展债/17 汕尾债”债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

汕尾市金叶发展公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 汕尾发展债/17 汕尾债	11.00 亿元	2024/11/09	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	7.14	5.69	10.22
资产总额(亿元)	44.40	53.69	67.27
所有者权益(亿元)	32.44	34.82	33.35
短期债务(亿元)	0.11	0.10	1.94
长期债务(亿元)	0.30	0.50	13.46
全部债务(亿元)	0.41	0.60	15.41
营业收入(亿元)	4.05	5.24	4.67
利润总额(亿元)	1.75	1.97	0.84
EBITDA(亿元)	1.99	2.16	1.10
经营性净现金流(亿元)	-2.15	-8.61	-0.62
营业利润率(%)	11.96	19.06	14.40
净资产收益率(%)	4.78	4.79	2.17
资产负债率(%)	26.94	35.14	50.42
全部债务资本化比率(%)	1.25	1.69	31.60
流动比率(%)	2562. 03	1356.13	1103.16
经营现金流动负债比(%)	-197.64	-324.73	-13.82
全部债务/EBITDA(倍)	0.21	0.28	13.97

分析师

张峻铖　王 康　王 萌

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

跟踪期内，汕尾市经济持续增长，汕尾市金叶发展公司（以下简称“公司”）作为汕尾市唯一的土地整理及基础设施建设主体，在汕尾市具备很强的业务专营性，获得政府持续支持。同时，联合资信也关注到，公司资产质量一般、债务规模快速增长等因素对其整体偿债能力可能带来的不利影响。随着公司在建项目的逐渐开展，公司主营业务持续性较好。

“17汕尾发展债/17汕尾债”设置了分期偿还本金安排，同时广东省融资再担保有限公司为“17汕尾发展债/17汕尾债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，广东省融资再担保有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了“17汕尾发展债/17汕尾债”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“17汕尾发展债/17汕尾债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是汕尾市唯一的土地整理及基础设施建设主体，在汕尾市具备很强的业务专营性。
2. “17 汕尾发展债/17 汕尾债”设置了分期偿还本金安排，有效降低公司的集中偿付压力。
3. 广东省融资再担保有限公司对“17 汕尾发展债/17 汕尾债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“17 汕尾发展债/17 汕尾债”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司在建项目待投资规模较大，公司债务规模预计进一步增长，公司将面

临较大的投资、偿债压力。

3. 跟踪期内，公司利润总额对投资收益依赖较大，公司整体盈利能力弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由汕尾市金叶发展公司（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。

汕尾市金叶发展公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于汕尾市金叶发展公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为汕尾市国有资产监督管理委员会（以下简称“汕尾市国资委”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.43 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司仍是汕尾市唯一的土地整理及基础设施建设主体。截至 2018 年 3 月底，公司内设办公室、业务部、财务部、安保部和后勤部 5 个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 7 家。

截至2017年底，公司资产总额67.27亿元，所有者权益 33.35 亿元；2017 年，公司实现营业收入 4.67 亿元，利润总额 0.84 亿元。

公司住所：汕尾市汕尾大道中公园路口；法定代表人：石忠。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“17汕尾发展债/17汕尾债”尚需偿还债券余额11.00亿元。“17汕尾发展债/17汕尾债”在存续期第3~7个计息年度末每年偿还本金20%，即2.20亿元。广东省融资再担保有限公司为“17汕尾发展债/17汕尾债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

“17汕尾发展债/17汕尾债”募集资金共计11.00亿元。其中6.90亿元用于“汕尾高新技术产业开发区红草园区标准厂房及配套设施建设项目”（以下简称“红草园区标准厂房项目”）。

红草园区标准厂房项目预计总投资12.20亿元，拟建成包括标准化厂房、配套综合服务、仓储物流、研发中心、地下车库及设备用房等在内的综合性园区。2016年12月已开展前期设计工作，预计2019年12月底土建装修全部竣工验收并开业运营。项目建成后，预计以厂房出租、出售等方式实现收入。

截至2017年底，募投项目已投资0.36亿元，均用于购买土地，尚未使用募集资金。公司计划于2018年内投资共计1.77亿元。

目前，该项目处于前期准备阶段，公司尚未进行资金支出。募投项目建设进度较原计划有所放缓。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 汕尾发展债/17 汕尾债	11	11	2017/11/09	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于

	合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是汕尾市唯一的土地整理及基础设施建设主体，主要从事汕尾市土地整理和基础设施建设代建业务。汕尾市经济水平以及未来发展规划对公司未来发展有很大影响。

汕尾市经济持续增长，固定资产投资快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

2017 年汕尾市实现地区生产总值（GDP）855.37 亿元（含深汕特别合作区的 GDP 为 902.69 亿元），比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 128.89 亿元，增长 4.7%，对 GDP 增长的贡献率为 8.4%；第二产业增加值 379.74 亿元，增长 9.9%，对 GDP 增长的贡献率为 54.8%；第三产业增加值 346.74 亿元，增长 7.4%，对 GDP 增长的贡献率为 36.8%。三次产业结构为 15.1:44.4:40.5，第三产业比重比上年提高 0.1 个百分点。2017 年，汕尾人均地区生产总值达到 28776 元，按平均汇率折算为 4262 美元；含深汕特别合作区的人均地区生产总值为 29645 元。

2017 年汕尾市实现全部工业增加值 348.47 亿元，比上年增长 10.3%。规模以上工业增加值 256.68 亿元，增长 11.4%。2017 年汕尾市完成固定资产投资 669.33 亿元，比上年增长 17.0%。

2017 年汕尾市居民人均可支配收入 19326 元，比上年增长 7.7%；城镇常住居民人均可支配收入 24086 元，增长 7.6%；农村常住居民人均可支配收入 13501 元，增长 8.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，股东及实际控制人仍为汕尾市国资委。

2. 外部支持

汕尾市国资委是公司实际控制人，2017年汕尾市财政收入持续增长，财政实力较强。跟踪期内，当地政府继续给予了公司专项资金拨付以及财政补贴支持。

2017年，汕尾市地方综合财力260.63亿元，同比增长4.05%。其中地方一般预算收入36.77亿元，同比增长19.48%，税收收入占63.18%；转移性支付和税收返还收入145.94亿元，同比增长8.05%；国有土地使用权出让收入66.45亿元，同比增长96.30%。同期，汕尾市一般公共预算支出222.60亿元，同比增长7.72%，其中一般公共服务支出、公共安全支出、教育支出、科学技术支出、社会保障和就业支出、医疗卫生支出、节能环保支出、城乡社区支出等八项支出共完成181.57亿元，占一般公共预算支出的81.57%。财政自给率为16.52%，财政自给能力很弱。

2017年，汕尾市国资委向公司拨付专项资金合计0.19亿元；2017年，公司收到政府补助140万元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1044150200005650N），截至2018年6月13日，公司无未结清的关注或不良类贷款记录，存在3笔已结清的关注类贷款以及一笔欠息记录。根据银行出具的说明，公司过往信用良好，不存在恶意欠息记录。公司过往债务履约情况良好。

截至2018年6月12日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

汕尾市国资委是公司的唯一出资人。公司为全民所有制企业，未设立股东会、董事会及监事会，由汕尾市国资委行使出资人权力。

公司设经理办公会是公司的最高决策机构，由经理、副经理、财务总监和经理助理组成负责公司的日常经营管理。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司建筑工程收入以及电力水务收入同比减少。建筑工程收入实现质量一般。

2017年，公司实现营业收入4.66亿元，同比减少10.89%。其中建筑收入3.75亿元，同比减少16.85%，占营业收入的80.47%；电力与供水收入0.59亿元，同比减少15.71%；公司新增服务收入0.30亿元；业租赁收入仍较小。

2017年，公司综合毛利率15.12%，同比减少4.73个百分点。建筑工程毛利率下降系当年部分项目结转成本但未到收入确认时点，未确认收入；电力与供水毛利率下降系发电成本上升。

表3 2016~2017年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑工程收入	4.51	86.23	36.40	3.75	80.47	13.36
服务收入	--	--	--	0.30	6.44	2.35
电力与供水	0.70	13.38	48.85	0.59	12.66	32.49
物业租赁	0.02	0.39	36.40	0.02	0.43	30.56
合计	**5.23**	**100.0**	**19.85**	**4.66**	**100.0**	**15.12**

资料来源：公司审计报告

2. 建筑工程

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化，毛利率同比快速下降。在建项目待投资规模较大，公司存在较大的项目投资压力。

公司是汕尾市唯一的土地整理及基础设施建设主体，公司承担汕尾市土地及房屋征收补偿安置资金投入、土地平整、市政基础设施建设任务。目前，公司主要项目包括汕尾新区中央商务区土地综合整治和红草产业园开发项目，分别由子公司汕尾市振兴投资有限公司（以下简称“振兴公司”）和汕尾市红草产业园投资开发有限公司（以下简称“红草公司”）负责。

振兴公司受汕尾新区管理委员会委托，负责汕尾新区内的土地及房屋征收补偿安置资金投入（具体征地拆迁及补偿工作由汕尾新区管理委员会协调负责）、土地平整、市政基础设施建设。公司按工程进度结转成本、确认收入。待项目建设完成后，由汕尾新区管理委员会组织验收，并按约定在项目投资建设期内向公司支付投资成本及投资收益（实际发生的开发成本的18%）。土地整理的标准为达到“三通一平”（通水、通电、通路、平整土地）。

汕尾高新技术产业开发区管委会委托红草公司以自筹资金为主投资建设红草产业园开发项目（该项目与红草产业园标准厂房项目同处于红草产业园，但项目投资及结算方式不同）。公司按工程进度结转成本、确认收入。项目竣工验收合格后，红草公司将项目移交给汕尾高新技术产业开发区管委会或其指定业主。汕尾高新技术产业开发区管委会于评审中心出具结算报告出具5年内向公司支付代建成本以及18%的代建服务费。

上述两个项目自2014年开始确认收入，截至2017年底累计确认收入12.14亿元，其中2017年确认收入3.75亿元。实际上，上述两个委托方，在项目竣工前已经开始向企业支付回款，2017年，公司收到第一笔回款2.99亿元。

截至2017年底，上述两个项目总投资80.78亿元，已完成投资14.08亿元，剩余部分投资将在2018~2020年完成。公司面临较大的项目投资压力。

表4 截至2017年底公司主要在建基础设施建设项目情况 （单位：万元）

项目名称	投资主体	总投资	已投资	投资计划		
				2018年	2019年	2020年
汕尾新区中央商务区土地综合整治项目	振兴公司	574828.08	115503.70	202275.78	128524.3	128524.3
红草产业园开发项目	红草公司	233000.00	25326.59	82680.96	62496.23	62496.22
合计	-	**807828.08**	**140830.29**	**284956.74**	**191020.53**	**191020.52**

资料来源：公司提供

3. 电力与供水及其他

受降水量下降影响，公司电力业务收入及毛利率均有所下降。公司服务收入不具有持续性。

公司下属汕尾市南告水电有限责任公司（以下简称“南告水电”）负责的电力业务为水力发电，南告水电拥有1个水电站，装机容量为4.5万千瓦，并入南方电网（两部电机接入汕尾市供电局、一部电机接入揭阳市供电局）。2016~2017年发电量分别为16904.17万千瓦时和12132.63万千瓦时，受水库水域降雨量下降影响，发电量有所减少。2017年，公司供水供电收入0.59亿元，同比减少0.11亿元，并且电力业务毛利率有所下降。

2017年，子公司汕尾市建城投资有限公司向华为技术有限公司购买云计算服务，后转售给汕尾市财政局，公司确认服务收入0.30亿元，属于偶发性收入，不具有持续性。

4. 未来发展

公司未来仍将以基础设施建设以及水电水务业务为主，未来收入持续性较好。随着在建项目的逐渐开展，公司面临较大的投资压力。

截至 2017 年底，公司未来业务主要分为三类：上述两项基础设施建设业务、水电水务业务以及“17 汕尾发展债/17 汕尾债”募投项目红草园区标准厂房项目。截至 2017 年底，两项基础设施建设业务总投资合计 80.78 亿元，已完成投资 14.08 亿元，剩余部分投资将在 2018~2020 年完成。随着公司在建项目的逐渐开展，公司建筑工程收入持续性较好。

红草园区标准厂房投资总额 12.00 亿元，尚未开展投资，预计 2019 年底完工投入使用。总体看，公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来面临较大的投资压力。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围有所变动。2017 年公司设立两家子公司“汕尾市鸿业服务有限公司”以及“汕尾市金坑水电有限公司”。新增子公司均由公司间接持有 100%股权，两家子公司规模尚小，对公司财务数据可比性无影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，货币资金及银行理财产品等高流动性资产占比高，但其余资产受限比例高。公司整体资产流动性一般，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 67.27 亿元，同比增长 25.29%，主要系货币资金和其他流动资产增长所致。资产以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.69	10.60	10.22	15.19
应收账款	9.48	17.66	9.43	14.02
其他应收款	3.73	6.95	4.20	6.24
存货	15.50	28.87	14.95	22.22
其他流动资产	1.50	2.79	10.23	15.21
流动资产	**35.95**	**66.96**	**49.36**	**73.37**
可供出售金融资产	7.06	13.15	7.06	10.50
固定资产	3.22	6.00	3.11	4.62
无形资产	6.43	11.98	6.43	9.56
非流动资产	**17.74**	**33.04**	**17.91**	**26.62**
资产总额	**53.69**	**100.00**	**67.27**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 49.36 亿元，同比增长 37.29%。公司货币资金 10.22 亿元，较上年底增加 4.53 亿元，主要系公司 2017 年发行债券及银行借款获得大量资金，货币资金中无使用受限资金。公司应收账款变动较小，99.10%系对关联方及政府组合，未计提坏账准备；剩余账龄在 1 年以内。公司其他应收款 4.20 亿元，同比增长 12.67%，构成较上年底变化不大，主要系对政府及关联方的往来款。公司存货 14.95 亿元，同比减少 3.55%，主要系政府收回土地使用权，存货主要由公司在建的两个项目所属土地使用权及整理成本构成。公司其他流动资产 10.23 亿元，同比增加 8.73 亿元，主要系公司将新增资金购买银行理财产品。2017 年底，公司非流动资产 17.91 亿元，同比增长 0.96%，非流动资产构成较上年底变化不大，仍以可供出售金融资产、固定资产和无形资产为主。

2017 年底，公司受限资产共计 13.51 亿元，包括被质押应收账款 0.81 亿元、土地使用权合计 12.60 亿元以及房屋建筑物 0.10 亿元，受限资产占总资产的 20.08%，受限比例较高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有减少，结构稳定。跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担一般。未来随着两大在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益 33.35 亿元，同比减少 4.22%。公司实收资本未变，资本公积 17.43 亿元，同比减少 2.19 亿元，主要系政府收回土地使用权 2.38 亿元，同期政府向公司增资 0.19 亿元。2017 年底公司实收资本、资本公积合计占所有者权益比例为 83.54%。

2017 年底，公司负债总额 33.91 亿元，同比增加 15.04 亿元，系银行借款及应付债券增长所致。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	--	--	1.94	2.88
流动负债	**2.65**	**4.94**	**4.47**	**6.64**
长期借款	0.50	0.93	2.89	4.30
应付债券	--	--	10.57	15.71
长期应付款	9.00	16.76	9.30	13.82
其他非流动负债	4.00	7.45	4.00	5.95
非流动负债	**16.22**	**30.21**	**29.44**	**43.76**
负债总额	**18.87**	**35.15**	**33.91**	**50.41**
实收资本	10.43	19.43.	10.43	15.50
资本公积	19.62	36.54	17.43	25.91
未分配利润	4.66	8.68	5.37	7.98
所有者权益合计	**34.82**	**64.85**	**33.35**	**49.58**
负债和所有者权益合计	**53.69**	**100.00**	**67.27**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 4.47 亿元，同比增加 1.82 亿元，主要系 2017 年新增一年内到期的非流动负债（长期借款）1.94 亿元。2017 年底，公司非流动负债 29.44 亿元，同比增加 13.22 亿元，主要系新增长期借款 2.39 亿元以及 2017 年内发行 11 亿元“17 汕尾发展债/17 汕尾债”。2017 年底公司长期应付款 9.30 亿元，系拥有回购时限以及利息收益的子公司股权投资资金；其他非流动负债 4.00 亿元系非金融机构借款，均为有息债务。

2017 年底，公司全部债务 15.41 亿元，长期债务占 87.38%，同比快速增加 14.81 亿元。受公司长期借款、应付债券规模快速增长影响，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 50.42%、28.76%和 31.60%，分别增长 15.27、27.35 和 29.91 个百分点。若将长期应付款、其他非流动负债全部纳入有息债务核算，2017 年底，公司调整后全部债务 26.76 亿元，公司调整后全部债务资本化比率将进一步升至 46.26%。跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担一般。未来随着公司在建业务的持续投入，公司债务规模将进一步增长，债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所减少，各项盈利指标均有所减弱。公司期间费用保持稳定，利润总额对投资收益依赖较大。公司整体盈利能力弱。

2017 年，公司实现营业收入 4.67 亿元，同比减少 10.89%；营业利润率 14.40%，较上年下降 4.66 个百分点。

公司期间费用以管理费用为主，2017 年期间费用 0.34 亿元，期间费用率 7.36%，较 2016 年增长 2.46 个百分点，主要系 2017 年管理费用总量变动较小而营业收入下降所致。

公司持有广东红海湾发电有限公司 10%的股权以及广东烟草汕尾市有限公司 13.00%的股权，每年实现投资收益。2016~2017 年，公司分别收到现金红利 0.80 亿元和 0.51 亿元，现金流量表中的“取得投资收益收到的现金”未全部体现。

2017 年，公司营业外收入 140.10 万元，较 2017 年大幅减少 0.41 亿元。2017 年公司利润总额 0.84 亿元，同比减少 1.13 亿元。2017

年公司政府补助较少，投资收益对公司利润形成重要补充。

从盈利指标看，2017年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为1.33%和2.17%，分别较2016年下降2.18和2.73个百分点。公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司现金收入实现质量一般，经营活动现金仍呈净流出。由于购买理财产品使当年投资活动现金呈净流出。跟踪期内公司筹资活动力度明显加大。

2017年，公司经营活动现金流入8.06亿元，同比大幅增加6.12亿元，主要由销售商品提供劳务收到现金4.85亿元和收到其他与经营活动有关现金3.21亿元构成，分别主要为营业收入收回的应收账款以及收到的往来款。同期，公司经营活动现金流出共计8.68亿元，主要由主营业务现金支出5.76亿元和往来款支出2.54亿元构成。2017年公司经营活动现金净流出0.62亿元。2017年公司现金收入比103.89%，较上年大幅增加92.23个百分点。考虑到公司建设工程结算滞后的特点，公司实际现金收入质量一般。

2017年，公司投资活动现金流入2.49亿元，主要由对子公司及参股公司的投资款0.30亿元以及收回理财产品收到现金2.19亿元构成。公司投资活动现金流出11.26亿元，主要由购买银行理财等支付的现金构成。2017年，公司投资活动现金流量净流出8.77亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入15.66亿元，同比大幅增加9.20亿元，主要由取得借款、发行债券收到的现金15.36亿元以及股东增资0.30亿元构成。公司筹资活动现金流出0.67亿元，主要系偿还当年借款本息以及其他费用等。2017年公司筹资活动现金净流入15.00亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产规模较大，短期偿债能力强。由于跟踪期内公司有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱。考虑到未来收入及利润规模得到较强支撑，且股东对公司提供持续支持。公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1103.16%和769.01%，分别同比下降252.97和2.40个百分点，主要系流动资产增速大于流动负债。2017年，公司经营活动现金流量净额仍为负，对公司流动负债无保障能力。2017年底公司现金类资产共计10.22亿元，对短期债务1.94亿元覆盖能力强。公司短期偿债能力强。

2017年，公司EBITDA为1.10亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA上升至26.02倍。考虑到在建项目对公司未来营业收入及利润形成较大支撑，且股东对公司支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额5.80亿元，未使用额度2.86亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额11.00亿元，无一年内到期的应付债券。分期偿付条款的设置有效降低了未来集中偿债压力。

截至2018年3月底，公司无一年内到期兑付债券，由于“17汕尾发展债/17汕尾债”采用提前分期还本方式，从2020年开始5年内每年分别偿还2.20亿元本金。2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为8.06亿元、-0.62亿元和1.10亿元，对公司存续债券保障情况如下表7。总体看，公司未来债券集中偿付压力较小。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	2.20
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.66
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.28
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.50

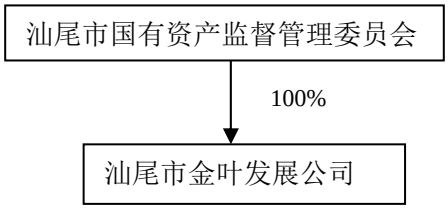
资料来源：审计报告，联合资信整理。

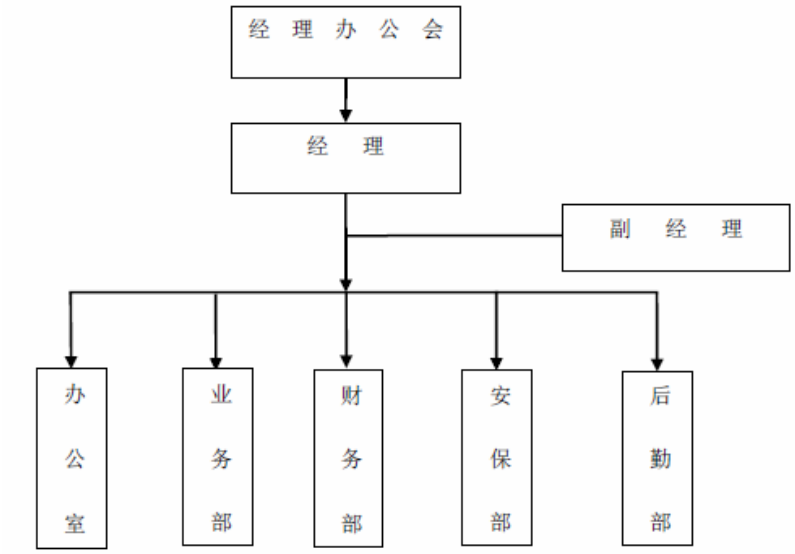
此外，“17汕尾发展债/17汕尾债”由广东省融资再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2018年5月11日出具的广东省融资再担保有限公司主体评级报告，广东省融资再担保有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强。广东省融资再担保有限公司提供的担保有效增强了“17汕尾发展债/17汕尾债”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“17汕尾发展债/17汕尾债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.14	5.69	10.22
资产总额(亿元)	44.40	53.69	67.27
所有者权益(亿元)	32.44	34.82	33.35
短期债务(亿元)	0.11	0.10	1.94
长期债务(亿元)	0.30	0.50	13.46
调整后长期债务(亿元)	8.09	13.50	26.76
全部债务(亿元)	0.41	0.60	15.41
调整后全部债务(亿元)	8.20	13.60	28.71
营业收入(亿元)	4.05	5.24	4.67
利润总额(亿元)	1.75	1.97	0.84
EBITDA(亿元)	1.99	2.16	1.10
经营性净现金流(亿元)	-2.15	-8.61	-0.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.29	0.73	0.49
存货周转次数(次)	0.31	0.29	0.26
总资产周转次数(次)	0.10	0.11	0.08
现金收入比(%)	18.17	11.66	103.89
营业利润率(%)	11.96	19.06	14.40
总资本收益率(%)	4.85	4.80	1.69
净资产收益率(%)	4.78	4.79	2.17
长期债务资本化比率(%)	0.92	1.41	28.76
调整后长期债务资本化比率(%)	19.96	27.94	44.52
全部债务资本化比率(%)	1.25	1.69	31.60
调整后全部债务资本化比率(%)	20.18	28.09	46.26
资产负债率(%)	26.94	35.14	50.42
流动比率(%)	2562.03	1356.13	1103.16
速动比率(%)	1367.62	771.41	769.01
经营现金流动负债比(%)	-197.64	-324.73	-13.82
全部债务/EBITDA(倍)	0.21	0.28	13.97
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.12	6.30	26.02

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款+其他非流动负责中有息债务。

附件 3　广东省融资再担保有限公司主体长期信用评级报告

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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)^（1/(n-1)）-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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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+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

附件 5-1　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：

信用等级设置	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 5-2　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 5-3　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。