跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1212 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持烟台开发区国有资产经营管理有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，维持“13烟开发债/PR烟开发”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十八日

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

烟台开发区国有资产经营管理有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
13 烟开发债/PR 烟开发	4.8 亿元	2013/4/10	7 年	AAA_{pi}	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 28 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	10.94	13.37	17.63
资产总额(亿元)	180.55	199.15	215.07
所有者权益(亿元)	78.22	96.61	98.49
短期债务(亿元)	12.85	13.09	0.40
长期债务(亿元)	49.11	27.25	6.35
全部债务(亿元)	61.96	40.34	6.75
营业收入(亿元)	10.03	7.27	7.96
利润总额(亿元)	3.40	2.56	2.12
EBITDA(亿元)	4.03	3.12	2.73
经营性净现金流(亿元)	3.04	23.03	22.61
营业利润率(%)	6.18	4.76	2.64
净资产收益率(%)	4.30	2.61	2.07
资产负债率(%)	56.68	51.49	54.21
全部债务资本化比率(%)	44.20	29.45	6.41
流动比率(%)	282.88	264.88	211.23
经营现金流动负债比(%)	5.78	36.23	25.91
全部债务/EBITDA(倍)	15.38	12.92	2.47

分析师

王 康　闫 蓉

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.hratings.com

评级观点

烟台开发区国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”）是烟台经济技术开发区（以下简称“烟台开发区”）唯一的政府投融资主体及经营主体，具有区域专营性。跟踪期内，烟台开发区经济快速发展，财政收入稳定，为公司发展提供了良好的外部环境。烟台开发区政府持续在财政补贴等方面给予公司大力支持；公司安置房项目持续推进，并取得较大规模的销售现金回流。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力较弱等因素对公司信用基本面的负面影响。

公司未来仍以烟台开发区内安置房建设为主业，项目储备充足，对公司的业务持续发展和收入规模的稳定增长提供了有力保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“13烟开发债/PR烟开发”由万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，联合资信评定万华化学的主体长期信用级别为AAA_{pi}，评级展望为稳定。万华化学担保能力极强，有效提升了“13烟开发债/PR烟开发”本息偿付的安全性。

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^+，评级展望为稳定，维持“13烟开发债/PR烟开发”的信用等级为AAA。

优势

1. 跟踪期内，烟台开发区经济快速发展，一般预算收入持续提高，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 烟台开发区政府持续在财政补贴等方面给予公司大力支持。
3. 跟踪期内，公司安置房项目稳步推进并实现较大规模现金回流；公司在建项目

储备充足，为公司经营业务的持续发展和收入规模的稳定增长提供了有力保障。

4. 万华化学为“13烟开发债/PR烟开发”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提升“13烟开发债/PR烟开发”的本息偿付安全。

关注

1. 公司盈利能力较弱。
2. 公司期间费用仍对利润形成一定侵蚀，利润总额的实现对烟台开发区政府的政补贴有较强依赖性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由烟台开发区国有资产经营管理有限公司（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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

烟台开发区国有资产经营管理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”）关于烟台开发区国有资产经营管理有限公司（以下简称“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

截至2016年底，公司注册资本50000万元，公司股东为烟台开发区国有资产监督管理局（以下简称“开发区国资局”），实际控制人为烟台开发区人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围无变化。

2016 年底，公司下设资产经营部、财务部、办公室三个部门。公司纳入合并范围的子公司共计 11 家，较 2015 年无变化。

2016 年底，公司合并资产总额 215.07 亿元，所有者权益合计 98.49 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.96 亿元，利润总额 2.12 亿元。

公司注册地址：烟台经济技术开发区泰山路 44 号，法定代表人：冯毅。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 5 月底，联合资信所评债券余额 4.8 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券应付本息。公司既往还本付息情况良好。募投项目为烟台经济技术开发区万华工业园基础设施配套项目，项目总投资 14.56 亿元，其中使用债券募集资金 8.00 亿元，项目建设内容包括土地征收、房屋拆迁安置以及给水、供电、雨水和污水等基础设施配套。截至 2017 年 5 月底，募集资金已使用完毕，募投项目已基本完成投资，尚未竣工决算。

表1　截至2017年5月底公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13烟开发债/PR烟开发	8	2013/4/10	7	4.8	按年付息，第3~7个计息年度末分别按照债券发行总额的20%比例偿还债券本金及相应利息

资料来源：联合资信整理

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，我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，我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，我国固定资产投资 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，我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，成为拉低我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，我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，我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，我国进出口总值 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，我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，我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，拉低我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，我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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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

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

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

月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

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

3. 行业发展

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

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，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. 区域经济及地方财力情况

公司作为烟台开发区国有资产运营主体，业务范围涉及烟台开发区基础设施建设。公司的经营发展取决于烟台市及烟台开发区经济水平及未来发展规划。

烟台市概况

根据《2016 年烟台市国民经济和社会发展统计公报》，烟台市全年实现地区生产总值 6925.66 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.1%；全市人均生产总值 98389 元，比上年增长 7.6%。。第一产业增加值 467.51 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 3461.66 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 2996.49 亿元，增长 8.6%。三次产业结构由上年的 6.8：51.6：41.6 调整为 6.7:50.0:43.3。2016 年，烟台市全年接待游客 6509.64 万人次，比上年增长 8.5%，全年实现旅游消费 839 亿元，比上年增长 13.7%。

2016 年，烟台市全部工业增加值 3113.93 亿元，比上年增加 8.3%。2016 年，烟台市全年固定资产投资 5297.22 亿元，比上年增长 13.5%，其中基础设施建设投资 741.78 亿元，比上年增长 29.2%，房地产开发投资 551.02 亿元，比上年下降 9.2%。

2016 年度，烟台市全市实现一般公共财政预算收入 577.11 亿元，比上年增长 8.6%，其中税收收入 430.6 亿元，增长 5.5%。一般公共财政预算支出 679.26 亿元，比上年增长 5.6%。

烟台开发区概况

烟台开发区 2016 年完成生产总值 1256 亿元，同比增长 8.3%。机械制造等工业为烟台开发区经济的支柱产业，2016 年完成工业主营业务收入 4415 亿元，同比增长 7%。

2016 年末，烟台开发区内工业企业共有

2200 余家，其中上市公司 7 家，新三板挂牌企业 19 家，各种基金 105 只，形成机械制造、电子信息为主导的产业集群。烟台开发区内产值过千亿的企业 1 户，过百亿的企业 7 户，过十亿的 28 户，过亿元的 122 户。

总体看，跟踪期内，烟台市经济稳定增长；烟台开发区内以工业企业为主，入住企业总量大、质量好，具有较强的税收创造能力。

烟台开发区财政收入

跟踪期内，烟台开发区地方综合财力合计 117.17 亿元，同比减少 3.04%。2016 年，烟台开发区实现一般预算收入 90.35 亿元，同比增长 13.99%；其中税收收入 73.57 亿元，占一般预算收入的 81.42%。2016 年烟台开发区实现基金收入 22.13 亿元，同比减少 26.17%。2016 年，烟台开发区获得上级补助收入 4.55 亿元，同比大幅减少 60.46%。

受基金收入以及上级补助收入同比大幅减少的影响，2016 年烟台开发区政府综合财力较 2015 年有所下降，考虑到烟台开发区已逐步发展成熟，一般预算收入持续快速增长、占比逐渐增大，烟台开发区财政对土地出让收入以及上级补助收入的依赖性逐渐减小。

表 2　2015~2016 年开发区财政收入情况

（单位：万元）

科目	2015 年	2016 年
一般预算收入	**792600**	**903500**
其中：税收收入	672435	735659
非税收入	120165	167841
基金收入	**299750**	**221300**
上级补助收入	**114970**	**45458**
其中：返还性收入	32789	12265
财力性转移支付	19636	13770
专项转移支付	62545	19423
预算外财政专户资金	**1168**	**1443**
地方综合财力	**1208488**	**1171701**

资料来源：开发区财政局

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为烟台开发区国资局。2016 年底，公司注册资本 50000 万元，实收资本 50000 万元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至 2017 年 3 月底，公司本部在职员工数量 16 人，全部为管理人员，学历及年龄结构方面均未发生重大变化。

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化，公司员工队伍精简，整体文化素质较高。

3. 政府支持

公司承担着烟台开发区内基础设施建设以及融资平台职能，跟踪期内，为保障公司的正常经营，烟台开发区国资局在基础设施建设方面给予公司支持，2016年公司共计收到2.88亿元财政补助款项，计入营业外收入；烟台开发区财政局对母公司及各子公司注入资本金共计0.67亿元；烟台开发区财政局拨付公司11.66亿元政府债务置换款项，计入其他应付款。

4. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1037061100032820H），截至2017年6月15日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中存在2笔欠息记录，均系银行系统结算延迟造成，总体看，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及监事席位发生部分人员更替，未对公司法人治理结构产生实质影

响，公司管理体制执行情况良好。

八、经营分析

1．经营概况

公司作为烟台开发区唯一的政府投融资主体及经营主体，其主要职能包括筹措资金用于烟台开发区保障房、基础设施建设以及负责部分国有资产运营与管理。2016年，公司实现营业收入7.96亿元，同比增长9.50%，其中主营业务收入7.66亿元，同比增长9.27%，主要由工程施工收入、售房收入和物流担保等收入构成；其他业务收入0.30亿元，同比增长15.61%，主要由母公司的对当地农业银行政务中心的代理咨询费收入。

2016年，公司主营业务毛利率9.13%，同比增加2.21个百分点，主要系售房收入毛利率增长所致，2016年安置房项目拆迁进展顺利成本较低，毛利率快速增长。

表3　2015~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
售房收入	4.29	61.16	0.4	4.88	63.73	5.61
工程施工收入	2.15	30.64	9.94	2.03	26.49	10.96
物流担保及其他收入	0.57	8.20	44.21	0.75	9.78	27.17
总计	**7.01**	**100.00**	**6.92**	**7.66**	**100.00**	**9.13**

资料来源：公司提供

2．经营分析

售房收入

公司售房收入主要来自安置房建设，安置房建设项目由公司下属子公司—烟台业达实业有限公司（以下简称“业达实业”）为主体进行投资建设。

业务运营模式为：首先，公司通过招拍挂获得项目建设用地（少数用地需公司进行拆迁平整等土地整理业务后按规定转变土地性质）；其次，公司进行安置房小区建设，项目完成后，拆迁安置居民以团购形式从政府处购买建成的安置房，公司根据安置房发生产权移交的情况与政府结转成本并确认收入。根据《烟台经济技术开发区住房和建设管理局关于烟台业达实业有限公司开发区保障性住房建设项目房屋团购模式的说明》，根据公司与烟台开发区住建局签订的团购协议，平均团购价格为3800元/平方米；若房地产市场出现波动或出售价格低于投入成本，烟台开发区住建局将根据实际情况调高价格，以确保公司收支平衡。

会计处理方面，公司将支付的工程款计入预付款项，待项目达到工程结转条件后转入存货；政府随着项目的工程进度向公司付款，公司将其计入预收账款，待确认收入时冲减预收账款；同时结转存货。

2016年，公司共计收到工程款27.09亿元，其中确认收入4.88亿元，内容为出售季翔花园二期住宅小区24~34号楼及车库；其余部分尚未达到收入确认时点计入预收账款。截至2016年底，公司安置房业务未确认收入的投入总计89.17亿元，其中2016年投入19.71亿元；2016年底公司安置房项目预收账款65.14亿元，同比增长22.21亿元。

整体看，公司在建安置房项目投入规模较大，对公司未来业务开展和收入规模形成较好支撑。

工程施工收入

公司主要负责烟台开发区内基础设施项目的施工，其业务主要来源为通过两个建筑施工主体为子公司烟台开发区公用工程公司（以下简称“公用公司”）和子公司烟台开发区金

沙滩建筑安装工程有限责任公司（以下简称“金沙滩公司”）参与烟台市建筑工程的招投标。

公用公司作为烟台开发区管委会直管的市政建筑企业，在烟台开发区范围内具有一定的业务专营性，管委会每年可直接向公用公司发包不高于3000万元的工程。2016年底，公用公司有工程技术人员26人，具有高级职称人员3人，中级职称人员7人；经国家有关部门培训认证的具有丰富的现场施工经验的项目经理10人。2016年，公用公司签订合同12个，合同总额9543万元，较2015年增长2801万元，全年完成工程共计14项，实际完成施工产值5623万元。

金沙滩公司主要负责旅游类及绿化类工程施工工程，2016年签订合同13个，合同总额11504万元，较2015年增长2184万元，全年完成工程12项，实际完成施工产值11100万元。

表4　2015~2016年工程施工业务情况

（单位：个、万元、项）

项目	2015年	2016年
签订合同	36	25
合同金额	16062	21047
全年完成工程	30	26
实现总收入	**21469.99**	**20282.22**

资料来源：公司提供

2016年，公司工程施工收入2.03亿元，较去年减少0.12亿元，毛利率由去年的9.94%增长至10.96%，公司工程施工业务整体变化不大。公司工程施工投入按期审计计入在建工程；委托方按完工进度确认收入并支付工程款。2016年底公司在手合同总额共计2.00亿元。

总体看，公司工程施工业务具有一定的业务专营性，2016年工程施工合同总量有所增长，毛利率稳定。

物流担保及其他收入

公司担保业务主要由烟台银桥信用担保有限公司（以下简称“银桥担保”）以及烟台开发区银翔物流有限公司（以下简称“银翔物流”）经营；2016年，银桥担保在保额为130524万元，在保户数为445家，2016年累计担保户数2544家，累计保额218亿元，计提担保责任准备金10788万元，2016年共发生代偿1446万元；2016年银翔物流担保业务规模较小，累计保额6620万元，未计提担保责任准备金及代偿。

烟台开发区政府针对公司的安置房建设、基础设施建设以及物流担保业务，以财政补贴的方式给予公司一定的资金用以弥补公司的开发成本和运营成本，2016年公司收到区政府的财政补贴资金总计2.88亿元。

3. 未来发展

公司未来发展仍将以烟台开发区内的安置房建设为主，待确认收入部分规模较大，对公司未来业务开展和收入规模形成较好支撑。近年来烟台开发区经济快速发展，财政实力不断增强，烟台开发区政府支付的安置房建设资金充裕，同时烟台开发区政府对公司发展给予的持续而有力的支持。公司安置房已回款待确认收入规模大，且安置房团购价较低，能一定程度上降低房地产市场波动带来的风险。工程施工方面，公用公司及金沙滩公司两家子公司面临一定的市场化竞争压力，未来签订合同总额存在一定的不确定性。

九、财务分析

公司提供了2016年度财务报表，北京兴华会计师事务所有限公司对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2016年公司合并范围没有发生变化。

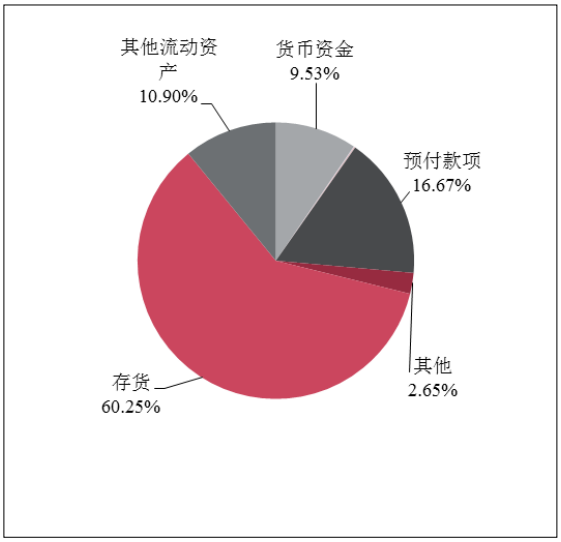
截至2016年底，公司合并资产总额215.07亿元，所有者权益合计98.49亿元。2016年，公司实现营业收入7.96亿元，利润总额2.12亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额215.07亿元，同比增长7.99%，主要来自于存货和预付款项的增长，公司资产中流动资产占比由2015年底的84.55%上升至85.70%。

2016年底，公司流动资产合计184.31亿元，同比增长9.46%，主要构成如下图：

图1　2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2016年底，公司货币资金合计17.56亿元，同比增长32.10%，其中银行存款占99.87%，无受限资金。

2016年底，公司应收账款合计0.31亿元，同比增长62.82%，公司应收账款中94.24%为应收烟台经济开发区财政局以及烟台经济开发区市政环卫处等政府机关及其所属单位的工程款，账龄均为3年以上，到期不能回收风险小。

2016年底，公司预付账款合计30.73亿元，同比增长8.84%，主要系工程施工预付的工程款以及“13烟开发债/PR烟开发”募投项目为烟台经济技术开发区万华工业园基础设施配套项目的部分成本。

2016年底，公司其他应收款合计4.50亿元，同比减少71.73%，主要系公司对政府及其所属单位的其他应收款大幅减少。2016年底公司对政府及其所属单位其他应收款2.48亿元；按账龄分析法计提坏账准备的合计1.57亿元，计提坏账准备0.17亿元；备用金、押金保证金组合0.60亿元以及对烟台国安投资有限公司的其他应收款因长期挂账风险较大全部计提坏账准备。

表5　截至2016年底其他应收款金额前五名情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
烟台开发区经销中心	13664.66	5年以上	28.28
烟台嘉鸿食品有限公司	4199.53	1年以内	8.69
烟台市劳动就业办公室	4100.00	5年以上	8.48
山东永康食品有限公司	2386.00	1年以内	4.94
烟台玉锦家饰保健用品有限公司	2160.68	1年以内	4.47
合计	26510.87	—	54.86

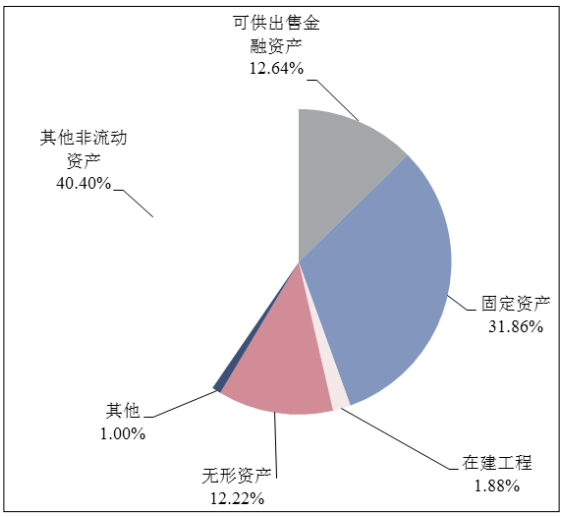
资料来源：审计报告

2016年底，公司存货111.05亿元，同比增长19.85%，其中开发成本93.65亿元，系尚在建设过程中尚未完工的安置房项目成本以及“13烟开发债/PR烟开发”募投项目部分成本；开发产品17.15亿元系已完工交付处于可销售状态的项目以及政府划拨的房产等。公司存货不存在减值迹象，因而未计提存货跌价准备。

2016年底，公司其他流动资产合计20.09亿元，同比增长11.50%，主要受待摊费用增长所致。2016年底公司其他流动资产主要由待摊费用19.24亿元、预交税金0.46亿元和应收代偿款0.33亿元构成，其中待摊费用为资本化利息及拆迁补偿款。

2016年底，公司非流动资产合计30.75亿元，同比减少0.05%，变化较小，主要构成如下图：

图2　2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2016年底，公司固定资产合计9.80亿元，同比增长7.00%，系母公司购入蓝天大酒店，评估价值1.03亿元，减少部分系固定资产折旧。

2016年底，公司在建工程0.58亿元，同比减少59.57%，系公司工程施工业务中磁山项目完工移交至烟台开发区旅游局。

2016年底，公司无形资产3.76亿元，主要由土地使用权构成，同比减少2.37%主要系系土地使用权摊销所致。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，且占比进一步上升。其中，存货同比快速增长；其他应收款同比快速下降。总体看，公司资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016年底公司所有者权益合计98.49亿元，同比增长1.94%，其中实收资本5.00亿元、资本公积72.25亿元、盈余公积0.95亿元、未分配利润14.39亿元、少数股东权益5.89亿元。2016年底，公司资本公积72.25亿元，同比增长0.67亿元系烟台开发区财政局向母公司及各子公司注入资本金合计0.67亿元。总体看，公司所有者权益各项内容较去年均变化较小，所有者权益中实收资本及资本公积占主要部分，结构稳定性较好。

负债

2016年底，公司负债合计116.58亿元，同比增长13.69%，主要是来自于预收款项、其他应付款以及长期应付款的增长。从构成上看，流动负债占74.85%，占比较2015年底上升12.86个百分点。

2016年底，公司流动负债合计87.26亿元，同比增长37.26%，主要由预收款项（占75.70%）、其他应付款（19.58%）以及应付账款（占2.21%）构成。

2016年底，公司短期借款0.40亿元，同比减少43.00%；公司1.50亿元应付票据到期偿付减少100%；公司应付账款1.95亿元，同比增长89.25%，主要内容为公司应付各施工方的工程款。

2016年底，公司预收款66.79亿元，同比增长48.94%，主要为子公司业达实业预收的安置房款，合计65.14亿元，其余主要为公司预售的工程款。

2016年底，公司其他应付款17.27亿元，同比大幅增加13.28亿元，主要系公司暂计入的烟台开发区财政局拨付公司11.66亿元政府债务置换款项以及新增对烟台开发区土地储备中心的待缴纳土地出让金。

表6　截至2016年底前五大的其他应付款情况

（单位：万元、%）

债权单位	金额	占比
烟台开发区财政局	116587.34	58.46
烟台经济技术开发区土地储备中心	31060.51	15.57
烟台业达海洋产业发展有限公司	14212.27	7.13
烟台北洋科技有限公司	3000.00	0.15
华玉旅游服务公司	266.38	0.13
合计	**16242.6.50**	**81.44**

资料来源：审计报告

2016年底，公司非流动负债合计29.33亿元，同比减少24.75%，主要是长期借款及应付债券大幅减少所致。2016年底公司非流动负债中应付债券、长期应付款、专项应付款和递延所得税负债占比分别为21.65%、76.56%、0.76%和1.04%。

2016年底，公司应付债券6.35亿元，全部为公司存续期内债券“13烟开发债”，截至2017年5月底，公司已按时偿还各期本息，公司存续期内债券余额4.80亿元。

2016年底，公司长期应付款22.45亿元，同比增长11.25亿元，主要内容为上级政府向子公司业达实业转贷的棚户区改造款，该笔资金实为国家开发银行专项贷款，利息部分由财政部门进行贴息。

有息债务方面，截至2016年底，公司全部债务合计6.75亿元，同比大幅下降83.27%。其中，短期债务0.40亿元，同比下降96.95%，长期债务6.35亿元，同比下降76.70%。2016年底公司长期债务占全部债务94.09%，较2015年底上升26.54个百分点。受有息债务规模大幅减小的影响，2016年底，公司全部债务资本化及长期债务资本化比率分别由2015年底的29.45%、和22.00%下降至6.41%和6.06%，受长期应付款及预收账款快速增长的影响，公司资产负债率同比增加2.72个百分点至54.21%。

总体看，跟踪期内公司有息债务负担明显下降，公司整体债务水平处于适宜范围。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入7.96亿元，同比增长9.50%，同期营业利润率较2015年下跌2.12个百分点至2.64%，主要系营业税金及附加大幅增长。

2016年，公司期间费用1.04亿元，较去年减少2.07%，总量及结构变化不大，其中销售费用0.30亿元、管理费用0.78亿元、财务费用-0.04亿元，财务费用为负系当年利息收入冲减利息支出后仍有一定规模的留存。2016年，公司期间费用占营业收入的比重由2015年的14.55%下降至13.01%，期间费用仍对公司利润形成一定侵蚀。

2016年，公司营业外收入3.03亿元，同比下降4.02%，绝大部分为政府补贴收入；同期，公司实现利润总额2.12亿元，财政补贴对公司利润总额的实现贡献大。

盈利指标方面，2016年公司总资本收益率1.98%，较2015年增长0.11个百分点，净资产收益率2.07%，较2015年下降0.53个百分点。

跟踪期内，期间费用仍对公司利润形成一定侵蚀，财政补贴收入对利润总额的实现有很大贡献。

4. 现金流分析

2016 年，公司经营活动现金流入合计 60.88 亿元，同比增长 9.36%，其中以公司收到安置房预付款项以及工程施工回款为主的销售商品、提供劳务收到的现金 29.79 亿元，以收到政府债务置换资金及收回往来款为主的收到其他与经营活动有关的现金 31.09 亿元；同期，公司经营活动现金流出合计 38.27 亿元，其中以安置房支出以及工程施工支出为主的购买商品、接受劳务支付的现金 28.48 亿元，以偿还往来款为主的支付其他与经营活动有关现金 7.21 亿元，支付各项税费、职工工资等现金合计 2.58 亿元。2016 年公司经营活动现金流量净额合计 22.61 亿元，同比减少 1.83%。从现金收入实现质量来看，2016 年公司现金收入比 374.20%，较 2015 年增长 52.42 个百分点。烟台开发区财政资金充裕，对公司的现金支付能力很强。

2016年，公司投资活动现金流入总量较小，合计18.41万元；投资活动现金流出合计0.16亿元，主要系公司购买机器设备支付的资金。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额-0.16亿元。

2016年，公司筹资活动现金流入合计12.54亿元，其中取得借款收到的现金11.87亿元，主要以公司取得的棚户区改造转贷款为主，吸收投资收到的现金0.67亿元，系公司收到烟台开发区财政局的资本金注入。2016年，公司筹资活动现金流出合计30.72亿元，其中偿还债务支付现金28.51亿元，分配股利、偿付利息支付现金合计2.21亿元。2016年，公司筹资活动现金

净流出18.18亿元。

跟踪期内，公司经营活动收到现金总量较大，并主动偿还有息借款、缩小对外融资总量。

5. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2016年底，由于公司预收账款快速增长导致流动负债快速增长，公司流动比率和速动比率分别为211.23%和83.96%，较2015年底分别下降53.65和35.16个百分点。2016年，公司经营现金流动负债比为25.91%，较2015年下降10.32个百分点。考虑到公司现金类资产规模较大，且流动负债中预收账款占比较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2016年，公司EBITDA为2.73亿元，同比下降12.50%。受公司有息债务大规模减少的影响，2016年公司全部债务/EBITDA较2015年的12.92倍大幅下降至2.47倍。公司长期偿债能力良好。

截至2017年4月底，公司已主动清偿金融机构借款，公司无银行授信。公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 对外担保

截至2017年4月20日，公司对外担保合计9.98亿元，其中银桥担保及银翔物流的经营性对外担保合计4.68亿元，公司扣除经营性对外担保后的对外担保总额5.30亿元，相当于2016年底所有者权益的5.38%，被担保单位均为烟台开发区国有资产监督管理局下属企业，经营稳定，公司或有负债风险小。

表7　截至2017年4月公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	金额
烟台业达海洋产业发展有限公司	45000
烟台西部热电有限公司	8000
总计	53000

资料来源：公司提供

十、存续债券偿债能力分析

截至目前，公司存续债券余额4.80亿元。公司2016年EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流入净额分别为债券余额的0.57倍、12.68倍、4.71倍。同时考虑到“13烟开发债/PR烟开发”设置提前偿付条款，公司将于2018年、2019年及2020年分三期每期偿还本金1.60亿元，公司2016年EBITDA、经营性现金流入量和经营性现金净额分别为本期公司债券分期偿还本金1.60亿元的1.71倍、38.05倍和14.13倍，提前偿付条款有助于缓解债券余额的集中偿付压力。公司对存续期内债券偿还能力良好。

十一、债权保护条款

公司存续债券“13 烟开发债/PR 烟开发”由万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

万华化学前身为烟台万华聚氨酯股份有限公司（以下简称“烟台万华”），成立于 1998 年，初始股本为 8000 万元，经中国证监会证监发行字【2000】167 号文批准，万华化学于 2000 年 12 月公开发行 4000 万股社会公众股，并于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市交易。2013 年 5 月 30 日，万华化学完成工商变更手续，将名称由“烟台万华聚氨酯股份有限公司”变更为“万华化学集团股份有限公司”。经多次股本扩充和股权变更，截至 2017 年 3 月底，万华化学总股本为 22.78 亿股，控股股东万华实业集团有限公司（以下简称“万华实业”）持有公司 47.92%股份，其他单一股东持股比例均低于 5%。万华实业控股股东为烟台市国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”），烟台市国资委持有万华实业 39.497%股权，万华化学实际控制人为烟台市国资委。

截至2016年底，万华化学合并资产总额

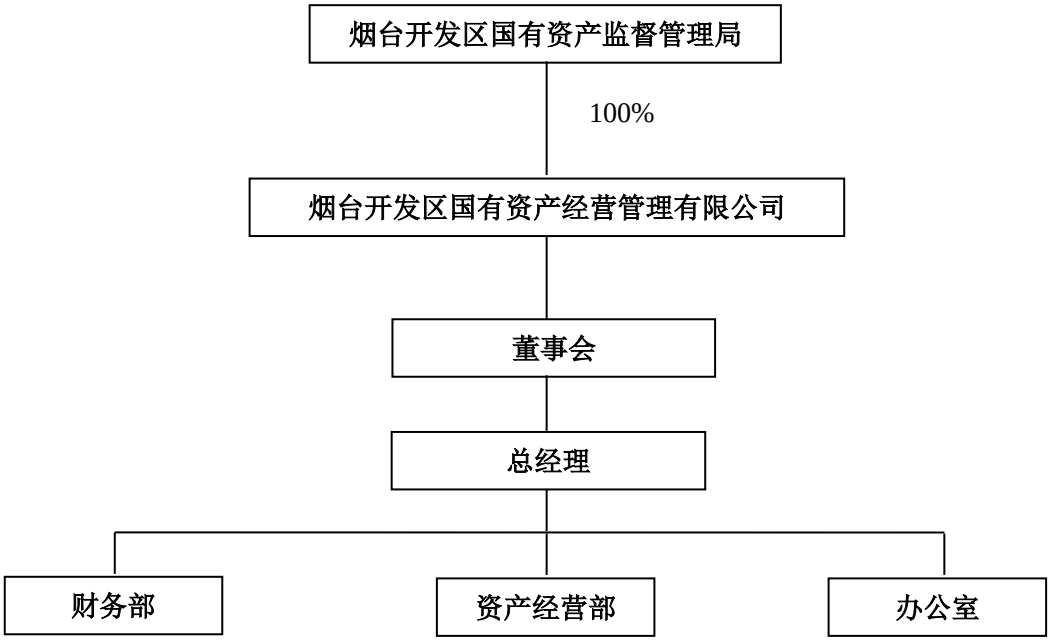
507.65亿元，所有者权益183.34亿元（含少数股东权益35.12亿元）；2016年，万华化学实现营业收入301.00亿元，利润总额56.53亿元。

经联合资信评定，万华化学主体长期信用级别为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。万华化学担保能力极强，进一步提升了“13 烟开发债/PR烟开发”本息偿付的安全性。

十一、结论

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^{+}，评级展望为稳定，维持“13烟开发债/PR烟开发”的信用等级为AAA。

附件 1　公司股权结构图和组织结构结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.94	13.37	17.63
资产总额(亿元)	180.55	199.15	215.07
所有者权益(亿元)	78.22	96.61	98.49
短期债务(亿元)	12.85	13.09	0.40
长期债务(亿元)	49.11	27.25	6.35
全部债务(亿元)	61.96	40.34	6.75
营业收入(亿元)	10.03	7.27	7.96
利润总额(亿元)	3.40	2.56	2.12
EBITDA(亿元)	4.03	3.12	2.73
经营性净现金流(亿元)	3.04	23.03	22.61
财务指标			
销售债权周转次数(次)	44.58	77.10	32.12
存货周转次数(次)	0.14	0.14	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.04
现金收入比(%)	245.55	321.78	374.20
营业利润率(%)	6.18	4.76	2.64
总资本收益率(%)	2.43	1.87	1.98
净资产收益率(%)	4.30	2.61	2.07
长期债务资本化比率(%)	38.57	22.00	6.06
全部债务资本化比率(%)	44.20	29.45	6.41
资产负债率(%)	56.68	51.49	54.21
流动比率(%)	282.88	264.88	211.23
速动比率(%)	153.98	119.12	83.96
经营现金流动负债比(%)	5.78	36.23	25.91
全部债务/EBITDA(倍)	15.38	12.92	2.47

附件 3　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/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

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 4-1　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 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。

附件 5-1　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 5-2　主动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