

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1002 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持烟台市城市建设发展有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“13烟台债/13烟城建”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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>

烟台市城市建设发展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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 烟台债/13 烟城建	20 亿元	2013/3/14-2020/3/14	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	11.81	34.78	30.19
资产总额(亿元)	208.23	232.92	248.32
所有者权益合计(亿元)	98.22	100.81	103.39
短期债务(亿元)	5.00	6.47	25.40
全部债务(亿元)	101.13	125.80	129.97
主营业务收入(亿元)	12.06	15.29	14.98
利润总额(亿元)	2.43	2.37	2.31
EBITDA(亿元)	2.80	3.05	3.18
经营性净现金流(亿元)	-2.70	6.24	10.72
主营业务利润率(%)	5.83	5.69	5.42
净资产收益率(%)	2.45	2.31	2.20
资产负债率(%)	52.83	56.72	57.95
全部债务资本化比率(%)	50.73	55.51	55.45
流动比率(%)	771.87	1004.58	320.55
全部债务/EBITDA(倍)	36.14	41.24	40.86
经营现金流/流动负债(%)	-19.47	50.11	27.50

分析师

闫蓉 叶青

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

烟台市城市建设发展有限公司(以下简称“公司”)是烟台市城市基础设施建设主体,在外部环境、政府支持等多方面优势显著。跟踪期内,烟台市经济持续增长,财政实力不断增强,为公司的发展创造了良好的外部环境。跟踪期内,烟台市政府继续对公司提供有力支持;公司经营活动获现能力有较大幅度提升。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 2013 年新增的土地转让、土地开发整理收入由于不具备持续性导致公司主营业务收入规模小幅收缩,市政项目投资回报较低,公司盈利能力弱,短期债务规模增速较快,以及利润总额对政府财政补贴的依赖程度大等不利因素对公司经营发展及偿债能力带来的负面影响。

烟台市政府对公司的明确定位和持续支持是公司快速发展的有力保证。未来,随着公司基建业务规模的扩大、康和新城项目的进展,以及租赁业务的开展,公司主营业务收入规模有望实现较快增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“13 烟台债/13 烟城建”还款来源主要为募投项目的政府回购款,在新调整的政府回购安排顺利执行的情况下,还款资金对“13 烟台债/13 烟城建”较有保障。同时,“13 烟台债/13 烟城建”设置了分期还款安排,有效地降低了公司资金集中偿付压力。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 烟台债/13 烟城建” AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,烟台市经济持续增长,财政实力不断增强,公司面临良好的外部环境。
2. 跟踪期内,烟台市政府继续在资金方面给予公司有力支持。
3. 跟踪期内,受政府回款力度加大和预收售房

款增加影响，公司经营活动获现能力有所改善。

关注

1. 跟踪期内，公司对烟台市基础设施和公用设施领域的转贷资金仍维持较大规模，对公司资金形成占用；同时，公司市政基础设施项目和自建项目投资规模较大，导致有息债务规模有所增大，同时公司短期债务增速较快，公司面临一定资金压力。
2. 房地产行业处于政策调控期，公司房产开发业务未来发展具有不确定性。
3. 公司自身盈利能力较弱，利润总额对政府财政补贴依赖程度大。
4. 公司 2013 年新增的土地转让、土地开发整理收入由于不具备持续性导致公司主营业务收入规模小幅收缩。

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）与烟台市城市建设发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与烟台市城市建设发展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，未因烟台市城市建设发展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烟台市城市建设发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于烟台市城市建设发展有限公司主体长期信用及存续期内“13 烟台债/13 烟城建”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

烟台市城市建设发展有限公司（以下简称“公司”或“烟台城建”）前身为“烟台市国有资产投资控股有限公司”，系依据烟台市人民政府烟政函【2003】179 号文件《关于组建烟台市国有资产投资控股有限公司的批复》批准，由烟台市人民政府国有资产监督管理委员会作为其国有资本出资人，于 2003 年 11 月 14 日成立的国有独资有限责任公司；2005 年 6 月 9 日，该公司名称变更为“烟台市城市建设发展有限公司”。截至 2014 年底，公司注册资本 5 亿元人民币。

公司经营范围为国有资产经营管理、国家允许的产业投资、城市基础设施项目建设（国家法律法规规定需要审批的除外）、土地开发与整理、资产租赁、经济信息咨询、代理、中介、经纪服务。

截至 2014 年底，公司下设办公室、综合业务部、工程项目部、资金财务部、人力资源部、计划发展部、资产运营部和审计部七部一室；公司拥有烟台城发置业有限公司（以下简称“城发置业”）、烟台城发资产运营管理有限公司和烟台城智投资管理有限公司 3 家全资子公司，2014 年，公司新并入表烟台市汇林环境艺术有限责任公司、烟台市芝罘区城发小额贷款有限公司两家控股子公司以及烟台城发典当有限责任公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 248.32 亿元，所有者权益为 103.39 亿元。2014 年，公司实现主营业务收入 14.98 亿元，利润总额 2.31 亿元。

公司注册地：烟台市芝罘区毓璜顶西路

17-7 号，法定代表人：宋吉良。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158

亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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放松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. 烟台市经济发展及财政实力情况

2014年全年，烟台市全市实现生产总值（GDP）6002.08亿元，按可比价格计算，比上年增长10.2%。其中，第一产业增加值441.27亿元，增长3.9%；第二产业增加值3212.35亿元，增长8.8%；第三产业增加值2348.46亿元，增长10.4%。三次产业结构由上年的7.5: 54.8: 37.7调整为7.4: 53.5: 39.1。全市人均生产总值85795元（按年平均汇率折合13967美元），比上年增长8.9%。

全年固定资产投资4101.06亿元，比上年增长15.9%。其中，第一产业投资53.17亿元，比上年增长12.5%；第二产业投资1587.77亿元，增长10.7%，其中工业投资1573亿元，增长10.9%；第三产业投资2460.11亿元，增长19.4%。

全年房地产开发投资611.80亿元，比上年增长5.8%。其中，住宅投资453.99亿元，增长6.0%；商业营业用房投资90.53亿元，增长19.2%。

财政收入方面，2014年烟台市全年实现公共财政预算收入762.17亿元，同比增长21.88%；其中税收收入393.23亿元，增长13.82%；非税收入368.94亿元，同比增长31.84%。非税收入占比小幅提升四个百分点至48.40%。此外，烟台市上级补助规模小幅减少，主要来自专项财力补贴的减少；2014年，烟台市获得转移支付合计139.86亿元，其中专项财力补贴87.10亿元，较2013年增加10.72亿元。

2014年，地方实际可自由支配财力合计达到226.41亿元（税收收入+非税收入+转移支付中的税收返还—预算收入体系内刚性成本支出），较2013年增长23.17%。市本级财政收入方面，2014年实现一般预算本级收入490.16亿元，主要由税收收入主导，占80.20%；获得转移支

付和税收返还收入139.86亿元；国有土地使用权出让收入238.39亿元；预算外财政专户收入11.82亿元。地方政府债务方面，2014年底烟台市本级地方政府债务余额为515.46亿元，其中绝大部分来自国内金融机构的贷款（325.10亿元），债务率为58.60%。

表1 烟台市财政可支配收入情况

地方财政(万元)	2013 年	2014 年
1.税收收入（纯预算内收入）	3454892	3932275
2.非税收入（基金收入+行政事业收费）	2798418	3689417
3.地方财政合计收入(1+2)	6253310	7621692
4.刚性成本支出	4904634	5885295
上级转移支付(万元)		
5.转移支付合计	1467680	1398649
6.其中:刚性转移支付补助(专项财力补贴)	978169	870961
7.地方实际可自由支配财力(3-4+5-6)	1838187	2264085

资料来源：公司提供

总体看，2014 年，烟台市经济继续保持快速增长态势，财政实力稳步增强，债务水平适中，公司外部发展环境向好。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司作为烟台市城市基础设施建设主体，继续获得烟台市政府有力的资金支

持。

2014 年，公司共收到财政资金 223947.1 万元，其中 22630.57 万元还本付息补助，计入“补贴收入”科目；回购款 151316.53 万元，回购款计入“预收账款”或“应收账款”科目；50000 万元为预拨入 BT 回购款，计入“预收账款”。

六、管理分析

跟踪期内，根据公司发展和业务需要，公司新设立审计部，主要职责为对公司及所属单位（部门）的财务收支及其有关的经济活动真实性、合法性、效益性进行审计监督，对专项资金的使用进行跟踪审计等。公司高管人员等其他方面无重大变化。

七、经营分析

2014年，公司主营业务收入同比小幅下滑 2.03%，为14.98亿元；其中房产销售，工程施工业务收入和租赁收入有所增长，2013年的土地转让、土地开发整理收入不具备持续性，因此2014年该两项收入为零。毛利率方面，公司房产销售业务毛利率下降4.34个百分点，其余三项业务毛利率均小幅上涨；租赁业务毛利率最高，达23.58%。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况(单位：万元、%)

主营业务项目收入	2013 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
房产销售	39888.52	15.56	49592.59	11.22
工程施工	89449.50	7.83	93921.98	8.00
土地转让	17058.60	0.00	0.00	0.00
土地开发整理	4123.00	41.60	0.00	0.00
租赁	2400.00	19.68	4800.00	23.58
合计	152919.62	10.07	149778.96	10.35

资料来源：公司年报。

1. 工程项目建设业务

公司从事的工程项目建设业务包括公司承接的市政

基础设施项目和自建项目。针对烟台市本级的城市基础设施建设项目，公司与烟台市财政局

签订了投资建设与转让回购协议书，公司对承建项目自主建设和投资，项目建成验收后由烟台市财政局分期拨付基建项目的回购资金；公司每年按项目进度确认工程施工收入。自建项目方面，公司出资对项目进行自主建设，项目建成后由公司持有并对外出租或出售。2012年完工的体育中心于2014年产生2400万元租金收入；2014年公司新完工项目包括博览中心项目与文化中心项目，博览中心从2015年1月1日起产生租金收益，文化中心从2014年5月1日起产生租金收益1500万元，2013年完工的自然博物馆租金收入900万，共计4800万元租金收入计入2014年财报。下表为公司2013年和2014年市政基础设施项目工程施工收入构成情况。

表3 2013~2014年公司工程施工收入构成情况(单位:万元)

项目名称	2013年	2014年
火车站项目代建回购收入	53523.27	
红旗路-滨海路项目代建回购收入		

北马路棚户区安置房项目回购收入	35926.23	56353.19
烟台市城市交通基础设施项目回购收入		37568.79
合计	89449.50	93921.98

资料来源：公司提供。

2014年，公司确认了93921.98万元的工程施工收入，同比增加5.00%。公司与烟台市财政局签订的代建回购协议保证了投资款的回流，但从条款上来看，相应的利润空间并不高，大量的管理成本、运营费用等需要由政府补贴来保证；2014年，回款情况有所改善，公司收到政府基建项目回购款151316.53万元（该款项计入“预收账款”或“应收账款”科目。在现金流量表中体现在销售商品、提供劳务收到的现金），高于上年的49083.93万元。

公司目前主要的市政基础设施建设项目和自建项目如下表所示。

表4 公司2014年底主要在建项目情况(单位:亿元)

项目名称	总投资	截至2014年底已投资额度	2015年	2016年
东部新区海洋产权交易中心项目	7.40	6.00	1.40	0.00
东部新区创业大厦项目	6.90	4.40	2.50	0.00
东部新区海洋经济总部基地项目	6.70	4.60	2.10	0.00
烟台海洋科技成果转化中心项目	3.68	1.60	1.56	0.00
烟台市葡萄酒文化博物馆	0.32	0.18	0.11	0.03
康和新城A区	15.00	13.72	1.23	0.05
康和新城B区	36.00	0.04	0.60	2.50
合计	76.00	30.54	9.50	2.58

资料来源：公司提供。

如上表所示，公司未来两年项目建设投资支出预计为9.50亿元和2.58亿元，投资压力较前两年有所减小。

2. 转贷资金

公司发挥资产规模优势，为烟台市各级财政部门和政府机构投资的市政基础设施投资项目筹措资金，资金来源主要为银行借款，均由

公司为承贷主体，再转贷给各项目管理单位（主要为地方投融资平台及县、市财政局）使用，借款本息的偿还由各使用单位自行筹措，并交由公司统一偿还。对转借给各县市区的资金，公司要经过严格审查，公司与烟台市财政局、县市区财政局、借款单位共同签订资金借用协议。县区财政局对资金的使用进行监管，并保证资金安全。县市区财政局将还款计划列入年度财政预算，如果借款单位不能按时偿还本金及利息，由县市区财政局负责连带偿还，如果县市区财政局不能按时偿还，由烟台市财政局通过财政扣回。截至2014年底，公司借款总金额为52.61亿元，同比减少10.57%；其他借款来自烟台市财政局。（反映在公司其他长期资产科目）。

表5 截至2014年底公司转贷情况（单位：亿元）

转贷性质	转贷金额
政策性贷款	25.91
宏观调控资金借款	15.38
其他借款	11.32
合计	52.61

资料来源：公司提供。

3. 房地产业务

城发置业成立于2005年11月，注册资金3000万元，是公司的全资子公司，为国有独资企业。城发置业通过招拍挂的形式取得土地开发康和新城项目。

康和新城项目，位于烟台市芝罘区黄金顶隧道西出口南侧、化工南路东侧，占地面积789亩，总建筑面积120万平方米，目前正在开发建设的康和新城A区，规划总建筑面积为40万平方米，已经全部开工，规划建设用地18.5万平方米，于2010年3月开工建设，已完工的一期、二期、三期工程，包括单体楼31栋及2座地下车库，共36万平米。目前在建的为四期工程，包括单体楼9栋及1座地下车库，共4.1万平米。预计2015年底全部完工。

截至2014年12月底项目累计预收房款12.79亿元，成交房屋2507套，成交房屋面积约23.3万平方米。2013年公司主营业务收入44011.52万元，实现利润1044.75万元。2014年主营业务收入49592.58万元，实现利润411万元。

康和新城B区位于锦绣新城以南地块，东临电厂东路，西临化工南路，规划总用地面积45.2公顷，其中可建设用地面积34.3公顷，总建筑面积约90万平米，其中地上建筑面积约70万平米，地下建筑面积约20万平米，商品住宅以11层和18层为主，并配有一所小学和一座社区医院等其他公建配套建筑，总投资超过30亿元，预计2015年底开工。

4. 其他业务

2013年，公司取得的土地转让收入与土地开发整理业务收入由于不具备持续性，2014年该部分收入为零。

八、募集资金使用情况

公司于2013年3月14日发行了20亿元7年期“13烟台债/13烟城建”，募集资金全部用于烟台市城市交通基础设施项目。该项目总投资41.78亿元，具体包括轸大路、胜利南路南延、电厂东路及辅路、红旗路-机场路立交桥、大海阳跨线桥及桥东端三角地改造、迎春大街-港城东大街立交桥等6个子项目的建设。自2012年开工建设以来，项目进展顺利。截至2014年底，烟台市城市交通基础设施项目已经完成投资21亿元，其中使用募集资金12.48亿元。

截至2014年底，轸大路工程目前除了绿化和路灯管线未完成，道路交通及隧道已于2013年年底竣工验收完成，目前已正式通车。

胜利路南延工程目前北侧已累计开挖进尺500米，南侧开挖进尺650米，并完成了开挖部位的工字钢、挂网、喷锚支护等，道路已完成部分路基清表及土方开挖。

电厂东路及辅路项目道路、排水、给水施

工完成约2250米，绿化完成约790米。

截至2014年底，红旗路-机场路立交桥主线桥已通车，部分匝道正在征收土地，拆迁房屋，正在开展施工。

大海阳立交桥工程目前东南角、西南角已竣工通车；东北角、西北角正在征收拆迁。

迎春大街-港城东大街立交桥正在施工建设。由于轸太路与迎春大街-港城大街立交距离较近，若同时施工，影响城市交通，预计迎春大街-港城大街立交工程稍微延后。烟台市城市交通基础设施项目由于拆迁等原因影响整个工程进度，预计整体完工时间将有所延期。

九、财务分析

公司提供的2014年度财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）青岛分所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2014年，公司新设成立2家子公司：烟台城发典当有限责任公司（持股47.06%）和烟台市芝罘区域发小额贷款有限公司（持股51%）；同时，公司增持烟台市汇林环境艺术有限责任公司2%股权，增持后持股比例为51%。考虑到新并入表的三家子公司资产，负债及利润等财务规模相对于母公司很小，公司近两年财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额为248.32亿元，所有者权益为103.39亿元。2014年，公司实现主营业务收入14.98亿元，利润总额2.31亿元。

1. 盈利能力

由于2013年，公司新增的土地转让、土地开发整理收入共计2.12亿元，不具有可持续性，2014年，主营业务收入小幅下降2.03%至14.98亿元，主营业务利润率下滑0.27个百分点至5.42%。同时，受财务费用同比增长21.05%影响，公司营业利润为642.24万元，较上年的1679.51万元下降幅度较大。

除自身盈利外，政府补助是公司利润重要

来源，2014年，公司实现政府补助收入（付息补助）2.26亿元，较2013年增加459.90万元。

2014年，公司实现利润总额2.31亿元，同比下降2.53%。

从主要盈利指标看，2014年，公司的各项盈利指标均较上年略有下降，主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为5.42%、1.17%和2.20%。

总体看，2014年公司土地转让和土地整理业务收入减少为零，同时由于工程施工收入，房产销售及租赁业务收入增加，盈利水平较往年小幅下降。由于所承建市政项目的公益性，公司整体盈利能力较弱，利润总额对财政补贴具有依赖性。

2. 现金流及保障

2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为22.32亿元，较上年大幅增长88.20%，主要为工程施工政府回购现金大量流入（包括以前年度BT项目收入在2014年的收到应收款10.8亿元以及预收财政局1亿元购地款和5亿元预拨入回购BT项目款）所致。2014年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为5.72亿元，构成主要为收到的财政补贴和往来款。跟踪期内，公司经营活动现金流出17.32亿元，较上年增加45.42%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为12.18亿元，主要为公司基建项目和房屋建设支出。公司支付的其他与经营活动有关的现金4.79亿元，较上年的1.18亿元大幅增加，主要由于合并范围内子公司往来款增幅较大所致；构成主要为支付的往来款和期间费用。2014年，公司经营活动现金流量净额10.72亿元，较上年的6.24亿元明显改善。

2014年，公司的现金收入实现质量有较大提升，公司现金收入比为149.01%，高于上年的77.54%。考虑到2014年预收的房屋销售款及政府回购款，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流入来自收回投资及投资收益收到的现金，共

计0.27亿元，较上一年减少5.42亿元。主要由于2014年收到的其他与投资活动有关的现金（为公司收到的转贷的长期借款及利息）减少所致。2014年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为2.94亿元，较上年的5.30亿元有所下降；投资支付现金增加11.09亿元达11.53亿元（主要为母公司对山东省铁路建设投资有限公司现金投资组成）。2013年，公司投资活动现金流量净额为-14.19亿元，公司项目投资支出增幅较大，转贷规模持续下降。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动现金流入由吸收投资收到的现金0.94亿元（2014年新增子公司筹得投资）和借款收到的现金25.53亿元构成。公司筹资活动现金流出为公司偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（包含公司转贷资金借款方支付的利息以及公司偿付的资本化利息）等流出，2014年分别为21.36亿元和6.22亿元。2014年，公司筹资规模放缓，偿还债务数额增幅较大，公司筹资活动流量净额由13年的20.71亿元减少为-1.11亿元。

总体看，2014年，受政府回款力度加大和预售房款增加影响，公司经营活动现金生成能力有所改善，但由于投资活动资金支出规模上升及对外借款净额由正转负，公司现金及现金等价物净流出4.59亿元。

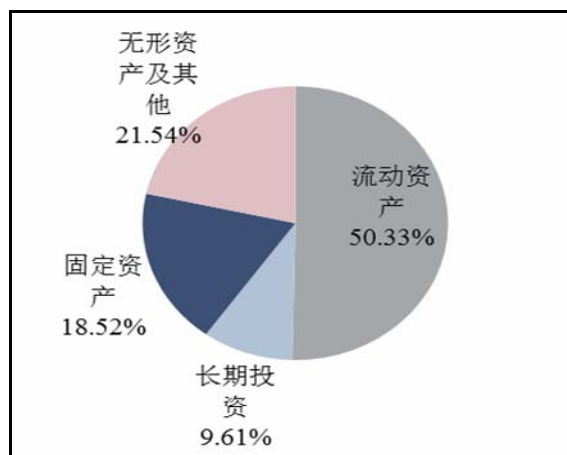
3. 资本及债务结构

资产

2014年，公司资产总额合计248.32亿元，同比增长6.61%；其中流动资产占比50.33%，较上年的53.67%有所降低，公司资产以流动资产为主。

截至2014年底，公司流动资产合计124.97亿元，与2013年基本持平。主要由货币资金，应收账款，其他应收款，存货构成。

图1 截至2014年底公司资产构成情况



资料来源：公司审计报告。

截至2014年底，公司货币资金30.19亿元，同比减少13.20%，主要由公司借款偿还规模增大及借款规模收缩所致。公司货币资金全部为现金和银行存款，无资金受限情况。

截至2014年底，公司应收账款9.07亿元，同比减少38.13%，构成除了2013年披露的应收烟台市财政局基础设施建设项目回购款及应收烟台市体育局的租赁款还增加了烟台市机关事业管理局租赁款；其中1年以内应收账款8.83亿元，占比增加为97.36%，1~2年的为0.24亿元；公司对应收账款未计提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款15.84亿元，同比大幅增加75.61%，主要由于烟台市财政局所欠往来款增幅较大所致，在现金流量表中体现在支付的其他与经营活动的现金与收到的其他经营活动的现金中，有关往来款收和付的部分按照流入和流出的净额反应。其中，1年以内的占73.04%，1~3年的占4.00%，3年以上的占22.96%，账龄较上年整体呈现缩短态势。主要构成情况如下表所示。2014年，公司应收账款计提坏账准备11.59万元；其他应收款计提坏账准备859.38万元，其中与烟台市财政局等政府部门往来部分未计提坏账准备。

表6 截至2014年底公司其他应收款主要构成
(单位: 亿元)

债务人	欠款性质	金额
烟台市财政局	往来款	9.41
莱阳市国有资产经营有限公司	往来款	2.50
烟台市高新技术产业园区财政局	往来款	0.60
烟台市福山区财政局	往来款	0.70
烟台市芝罘区财政局	往来款	0.80
莱阳市财政局	往来款	0.75
烟台高新技术产业开发区建设环保局	往来款	0.03
合计		14.79

资料来源: 公司审计报告。

截至2014年底, 公司存货67.98亿元, 同比略有上升2.89%, 构成主要为公司接收政府划拨的土地资产、康和新城A区和B区投资支出以及公司北马路棚户区改造项目、城市交通基础设施项目和东部新区金山港区道路项目等基建项目投资支出。

截至2014年底, 公司其他流动资产1.80亿元, 增加的1.41亿元为新并入公司的烟台城发典当有限责任公司和烟台芝罘区城发小额贷款有限公司发放的贷款及结构性存款。

截至2014年底, 公司长期股权投资23.87亿元, 同比增长98.09%, 主要系增加对山东省铁路建设投资有限公司投资10.42亿元所致。公司长期股权投资构成如下表所示。

表7 截至2014年底公司长期股权投资构成
(单位: 亿元, %)

被投资单位	投资额	持股比例
山东省铁路建设投资有限公司	21.10	6.78
烟台农村商业银行	0.90	2.40
烟台海洋产权交易中心有限公司	0.03	24.00
烟台市汇林环境艺术有限责任公司	0.01	49.00
烟台市中石油昆仑能源有限公司	0.02	20.00
烟台泰达创业投资管理有限公司	0.005	10.00
烟台利发置业有限公司	0.12	45.00
蓬莱农村商业银行	1.30	9.60
山东泰华电讯有限责任公司	0.40	8.00

资料来源: 公司审计报告。

非流动资产方面, 截至2014年底, 公司固定资产净额38.81亿元, 较上年增长180.62%, 主要为在建工程转入(全部未付现金, 其中博览中心项目9.45亿元与文化中心项目8.90亿元)及政府资产划拨7亿元(与公司存货中土地资产进行置换, 差额3161.13亿元进入资本公积)所致。

截至2014年底, 公司在建工程7.18亿元, 较上年的21.72亿元减少66.94%, 主要由转入固定资产所致。其中, 用于抵押的在建工程为2.25亿元, 占比在建工程总额31.34%。

截至2014年底, 公司无形资产减少0.62亿元至0.87亿元, 为子公司烟台城发置业有限公司将土地用于烟台海洋科技成果转换中心项目所致(转入在建工程)。

截至2014年底, 公司其他长期资产52.61亿元, 较与上年减少6.22亿元, 为公司转贷资金收回所致。该笔金额在支付的其他与经营活动的现金与收到的其他经营活动的现净额反映。

总体看, 2014年, 公司资产稳步增长, 资产以流动性资产为主, 但流动资产中其他应收款和存货占仍然比较大。非流动资产以转贷资金为主, 公司资产流动性变化不大, 资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底, 公司所有者权益同比增长3.15%, 为103.39亿元, 增幅主要来自未分配利润的增长。所有者权益构成中, 公司实收资本为5.00亿元, 与上年保持一致; 资本公积微增0.35%, 增幅来自政府将烟台市毓西路周边房产土地置换公司持有的烟国用(2010)第10835号及烟国用(2010)第10836号两款储备地; 未分配利润11.51亿元, 同比增长21.67%。截至2014年底, 公司所有者权益中实收资本占4.84%, 资本公积占82.72%, 盈余公积占1.31%, 未分配利润占11.13%。跟踪期内, 公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至2014年底, 公司负债总额143.89亿

元,同比增长 8.92%,增幅主要来自短期借款,预收账款和其他应付款的增长。公司负债结构偏重长期负债,截至 2014 年底,公司负债总额中流动负债占 27.09%,非流动负债占 72.91%,公司债务结构与其所从事的基础设施建设周期长的特点相匹配。

截至 2014 年底,公司流动负债同比大增 213.41%,主要由长期借款转入一年内到期的长期负债和其他应付款的上升所致。截至 2014 年底,公司流动负债合计为 38.99 亿元,其中短期有息债务占 65.14%。

截至 2014 年底,公司短期借款 4.00 亿元,为信用借款。其中 2 亿为固定利率 7.2%,2 亿为基准利率上浮 10%。

截至 2014 年底,公司预收账款 6.17 亿元,同比上升 41.84%,构成为烟台财政局预拨款 6 亿元与城发置业预收房款 0.17 亿元。

同期,公司其他应付款 5.77 亿元,同比大幅上升 7212.50%。增加额为与外单位现金往来款,在其他应收和其他应付出入净额里体现。

截至 2014 年底,公司由于 14.77 亿元长期债务一年内即将到期,长期负债同比减少 12.34%,合计 104.90 亿元。公司长期负债仍由长期借款、应付债券(公司于 2013 年发行的 20 亿元“13 烟台债/13 烟城建”)和 0.34 亿元专项应付款构成。

截至 2014 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均有所上升,分别为 57.95%、55.45%和 50.03%,公司债务规模大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看,受流动负债增长影响,2014 年,公司流动比率有所下降,由上年的 1004.58%下降至 320.55%;同时,公司存货规模有所扩大,公司速动比率下降幅度更大,由上年的 473.60%下降至 146.17%。同期,由于公司经营活动现金流量净额增长速度不及短期流动负债,公司经营现金流动负债比由上年的

50.11%下滑至 27.50%。整体看,公司短期债务的快速增长使公司短期偿债压力加大。

从长期偿债指标来看,2014 年公司 EBITDA 为 3.18 亿元,较上年的 3.05 亿元有所增长;2014 年,公司全部债务/EBITDA 指标值与上年基本持平,由 41.24 倍下降至 40.86 倍,EBITDA 对全部债务的保障能力仍较弱。考虑到公司超过 40%的借款为其他项目公司的转贷款,公司不承担实际上的偿债义务,公司实际债务负担低于上述指标值(截至 2014 年底,公司全部债务为 129.97 亿元,EBITDA 为 3.18 亿元,扣除转贷资金 52.61 亿元后的全部债务/EBITDA 为 24.33 倍);同时,公司主要工程项目为代建项目,相关资金支出由项目回购资金覆盖;综合来看,公司整体债务保障能力尚可。

“13 烟台债/13 烟城建”发行额度为 20 亿元,期限为 7 年,采用提前偿还方式,从第 3 个计息年度起每年偿还本金的 20%。“13 烟台债/13 烟城建”募投项目为烟台市城市交通基础设施项目,公司与烟台市财政局签订了关于上述项目的代建回购协议,政府将分 8 年对上述项目进行回购,回购金额为 45.33 亿元,包含 8.5%的投资收益。2014 年 3 月,根据烟台市财政局《关于顺延支付烟台市城市交通基础设施项目回购资金的函》(烟财预函【2014】3 号),公司“13 烟台债/13 烟城建”发行时间较计划晚一年,部分工程进度有所延后,故烟台市财政局对公司烟台市城市交通基础设施项目的回购计划顺延一年执行,每年的具体拨付回购金额如下表所示。自 2016 年起,烟台市财政局将在每年的 3 月 14 日前 11 个工作日支付部分回购资金,以保证当年“13 烟台债/13 烟城建”的还本付息,剩余部分回购资金将在当年适时支付。

表8 烟台市城市交通基础设施项目回购计划（单位：亿元）

项目	总额	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
回购额	45.33	3.00	3.00	8.00	7.00	7.00	7.00	6.00	4.33

资料来源：公司提供。

“13烟台债/13烟城建”于2013年3月14日起息，2014年利息11980万元已按期偿付。2014年，政府回购款15.13亿元（3亿元募投项目回购款包括在内）。

截至2014年底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为153.80亿元，已经使用105.66亿元，尚未使用额度48.14亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2014年底，公司对外担保6.06亿元，担保比率较2013年的4.96%小幅提升至5.86%，被担保对象是芝罘区城市建设发展有限公司和烟台市城市建设投资有限责任公司，两公司均为政府融资平台，公司或有负债风险小。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（报告编号：NO.E201505190079473728），截至2015年5月19日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

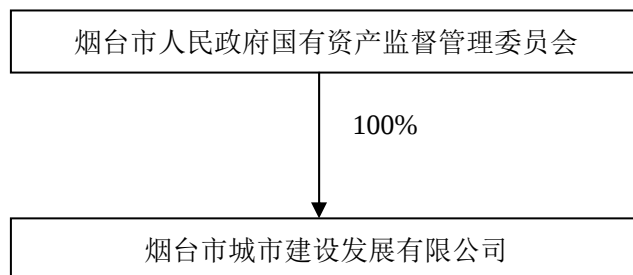
6. 抗风险能力

烟台市区域经济保持稳步增长，财政实力持续增强。公司作为烟台市城市基础设施项目建设和投融资主体，在烟台市城市基础设施建设项目领域具有一定垄断地位，得到了烟台市政府的持续支持。同时考虑到烟台市政府对公司基建项目回购资金的逐步到位，对公司债务偿还有一定支持作用，公司抗风险能力较强。

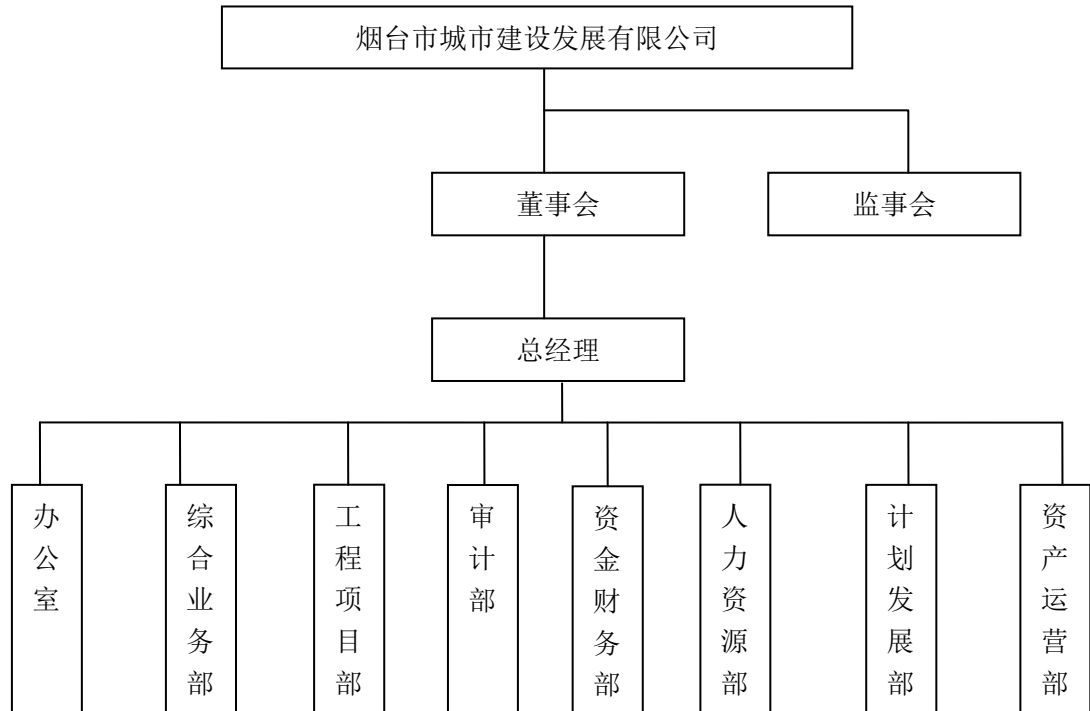
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13烟台债/13烟城建”AA⁺的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.81	34.78	30.19
资产总额(亿元)	208.23	232.92	248.32
所有者权益(亿元)	98.22	100.81	103.39
短期债务(亿元)	5.00	6.47	25.40
长期债务(亿元)	96.13	119.33	103.39
全部债务(亿元)	101.13	125.80	129.97
主营业务收入(亿元)	12.06	15.29	14.98
利润总额(亿元)	2.43	2.37	2.31
EBITDA(亿元)	2.80	3.05	3.18
经营性净现金流(亿元)	-2.70	6.24	10.72
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.37	1.21	1.26
存货周转次数(次)	0.16	0.21	0.20
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.06
现金收入比(%)	53.03	77.54	149.01
主营业务利润率(%)	5.83	5.69	5.42
总资本收益率(%)	1.39	1.21	1.17
净资产收益率(%)	2.45	2.31	2.20
长期债务资本化比率(%)	49.46	54.21	50.03
全部债务资本化比率(%)	50.73	55.51	55.45
资产负债率(%)	52.83	56.72	57.95
流动比率(%)	771.87	1004.58	320.55
速动比率(%)	284.05	473.60	146.17
经营现金流动负债比(%)	-19.47	50.11	27.50
全部债务/EBITDA(倍)	36.14	41.24	40.86

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	
主营业务收入年复合增长率	
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级