

跟踪评级公告

联合[2015] 1045 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持莱州市国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14莱州债/14莱国资”的信用等级为AA。

特此公告。



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](http://www.lhratings.com)

莱州市国有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 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
14 莱州债/14 莱国资	13 亿元	2014/07/23-2021/07/23	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	1.63	2.64	8.68
资产总额(亿元)	78.51	85.26	97.37
所有者权益(亿元)	67.27	69.07	70.64
短期债务(亿元)	1.51	2.75	2.03
全部债务(亿元)	7.88	11.10	21.28
主营业务收入/营业收入(亿元)	3.73	7.98	11.09
利润总额(亿元)	0.85	1.79	1.58
EBITDA(亿元)	2.10	3.06	2.85
经营性净现金流(亿元)	1.05	-1.60	-3.68
主营业务利润率/营业利润率(%)	12.61	12.63	12.31
净资产收益率(%)	1.26	2.60	2.24
资产负债率(%)	14.32	18.99	27.45
全部债务资本化比率(%)	10.49	13.85	23.15
流动比率(%)	412.39	358.29	554.47
全部债务/EBITDA(倍)	3.75	3.63	7.48
经营现金流流动负债比(%)	21.65	-20.41	-49.19

注: 公司 2014 年开始采用新会计准则编制财务报表, 2013 年财务数据为 2014 年追溯调整期初数。

分析师

侯煜明 刘新泉
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

莱州市国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)是莱州市城市基础设施建设唯一主体, 具有区域垄断地位。跟踪期内, 莱州市财政实力稳步增强, 地方政府债务总体控制在较低水平, 为公司的发展提供了良好的外部环境, 公司持续获得莱州市人民政府的大力支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内, 公司利润水平对政府补贴收入依赖程度高、应收账款回款期限长、公司资金周转压力大等因素对公司信用等级带来的不利影响。

未来随着莱州市基础设施建设进程的加快, 公司作为莱州市唯一的建设主体, 经营前景良好, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

莱州市人民政府为“14 莱州债/14 莱国资”募投项目进行部分回购及提供相应政策支持, 且监管银行流动性贷款支持, 能够在一定程度上加强“14 莱州债/14 莱国资”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持莱州市国有资产经营有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 莱州债/14 莱国资”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 莱州市财政实力稳步增强, 地方政府债务总体控制在较低水平, 为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司持续获得莱州市人民政府的大力支持。
3. 莱州市人民政府为“14 莱州债/14 莱国资”募投项目进行部分回购及提供相应政策支持, 且监管银行流动性贷款支持, 能够在一定程度上加强“14 莱州债/14 莱国资”本息偿还的安全性。

关注

1. 公司利润水平对政府补贴收入依赖程度高，公司整体盈利能力弱。
2. 公司应收账款于确认收入后五年内完成全额支付，对资金形成一定占用，公司资金周转压力大。

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）与莱州市国有资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与莱州市国有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，未因莱州市国有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莱州市国有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、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（以下简称“联合资信”）关于莱州市国有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

莱州市国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）成立于 2004 年 12 月 14 日，由莱州市国有资产管理局（以下简称“莱州国资”）和莱州市城市资产运营中心共同出资组建。公司初始注册资本 13800 万元，其中莱州国资出资 13797 万元，持股比例为 99.98%，为公司控股股东。2005 年 3 月，由控股股东莱州国资单独出资，公司以货币方式增资 4000 万元，增资后注册资本为 17800 万元。2007 年 6 月，根据《关于设立市财政投资评审中心的通知》（莱编发[2007]15 号），撤销莱州市城市资产运营中心，公司股东变更为单一股东莱州国资，持股比例 100%。2010 年 4 月，公司股东更名为莱州市国有资产运营中心（以下简称“国资中心”）。2011 年 4 月，根据《关于拨付市国资中心专项资金的通知》（莱财建指[2011]16 号），国资中心以货币方式增资 2000 万元，增资后注册资本变更为 19800 万元。截至 2014 年底，公司注册资本为 19800 万元；国资中心为公司唯一股东和实际控制人（见附件 1-1）。

公司目前经营范围：国有资本的投资、运营；城市基础设施的建设投资。

截至 2014 年底，公司设有办公部、财务部、投资运营部和项目管理部共 4 个业务职能部门（见附件 1-2）；公司本部拥有员工 16 人。

截至 2014 年底，公司下辖 1 家子公司，为莱州市东海城建综合开发有限公司（以下简称“东海城建”），成立于 2011 年 7 月，注册资本 18000 万元，经营范围为房地产开发经营；建筑装饰工程、桥梁工程、管道工程、市政工

程、景观和绿地设施工程、水利设施工程的设计、施工；城镇农村基础设施建设。

截至 2014 年底，公司资产总额 97.37 亿元，所有者权益 70.64 亿元；2014 年公司实现营业收入 11.09 亿元，利润总额 1.58 亿元。

公司住所：莱州市光州东路 249 号；法定代表人：王广利。

三、宏观经济和政策环境

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%。

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%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 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 M2 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. 行业概况

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性债务，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下降

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. 区域经济概况

莱州市位于山东半岛西北部，烟台、青岛、潍坊三市交界，西与北濒临莱州湾，东与东南和招远市、莱西市接壤，南依大泽山与平度市为邻，西南隔胶莱河与昌邑县相望。全市总面积1878平方公里，拥有1个省级开发区，1个省级工业区和1个升级滨海生态旅游度假区，下辖5个街道及11个镇。先后荣获全国农村综合实力百强县市、全国县域经济基本竞争力百强县市、国家卫生城市、国家环保模范城市、

山东省基层党建工作先进市、中国长寿之乡、中国优秀旅游城市、全国最具幸福感城市、中国石都、中国草艺品之都、中国月季之都、中国玉米良种之乡等称号。

表1 2013~2014年莱州市财力情况（单位：万元）

科目	2013年	2014年
一般预算收入	464507	520678
税收收入	342701	392654
非税收入	121806	128024
基金收入	56068	77816
土地出让金	27470	60968
其他	28598	16848
上级补助收入	122415	130133
返还性收入	28662	28662
一般性转移支	7713	47533
专项转移支付	86040	53938
预算外财政专户资金	3814	3577
地方可控财力	646804	732204

资料来源：莱州市财政局

公司是莱州市主要建设主体，承担莱州市基础设施建设和土地整治等职能，业务范围集中在莱州市地区，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受莱州市经济增长、财政收支状况的影响。2014年，莱州市地方可控财力为73.22亿元，同比增长13.20%。

表2 莱州市地方政府债务情况（单位：万元）

地方债务（截至2015年3月底）	金额	地方财力（2014年度）	金额
（一）直接债务余额	269377	（一）地方一般预算收入	520678
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	392654
2、国际金融组织贷款	7011	2、非税收入	128024
（1）世界银行贷款	--	（二）转移支付和税收返还收入	130133
（2）亚洲开发银行贷款	--	1、一般性转移支付收入	47533
（3）国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	53938
（4）其他国际金融组织贷款	7011	3、税收返还收入	28662
3、国债转贷资金	364	（三）国有土地使用权出让收入	60968
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	59268
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1600
6、国内金融机构借款	89846	3、农业土地开发资金	100
（1）政府直接借款	5833	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	84013	（四）预算外财政专户收入	3577
7、债券融资	1300		
（1）中央代发地方政府债券	1300		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	--		
8、粮食企业亏损挂账	856		
9、向单位、个人借款	--		
10、拖欠工资和工程款	--		

11、其他	170000		
(二) 担保债务余额	15000		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	15000		
4、政府担保的融资平台债券融资	--		
5、政府担保向单位、个人借款	--		
6、其他	--		
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	276877	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	715356
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			38.70%

资料来源：莱州市财政局

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2015 年 3 月底，莱州市政府全部债务余额 27.69 亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%)，其中直接债务余额为 26.94 亿元，占政府全部债务比重为 97.29%。莱州市政府债务率为 38.70%。

总体看，跟踪期内，莱州市财政实力稳步增强，地方政府债务总体控制在较低水平，为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东为莱州市国有资产运营中心，持有公司 100% 的股份。公司实际控制人为莱州市人民政府。

2. 政府支持

根据 2005 年 5 月 5 日莱州市人民政府第 28 期会议纪要决定，自 2005 年 5 月起，将部分财政预算外结余资金分阶段以财政补贴形式拨付公司，以支持公司推进莱州市城市公共基础设施建设。2013~2014 年，根据莱州市财政局下发的三年《关于拨付莱州市国有资产经营有限公司预算外结余资金补助的说明》，公司分别获取财政预算外结余资金 2.04 亿元和 2.44 亿元，专项用于莱州市市政基础建设。

总体看，跟踪期内，公司持续获得莱州市

人民政府的大力支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理水平及相关制度方面无其他重大变化。

公司高级管理人员有变动，董事长变更为季照杰。季照杰先生 1987 年出生，本科学历，2011 年 3~5 月任职于莱州市沙河镇人民政府工业发展局，2013 年 5~2015 年 4 月任公司投资运营部经理，2015 年 4 月至今任公司执行董事和总经理。

七、经营分析

公司主要承担莱州市市政基础设施建设业务。2014 年，公司营业收入 11.09 亿元，同比增长 39.05%，主要系莱州市市政工程量增长增加确认收入所致；毛利率方面，根据 2004 年 12 月 20 日莱州市人民政府办公室下发《关于授权莱州市国有资产经营有限公司负责基础设施建设及重点项目建设管理职能的通知》，公司市政基础设施建设业务的毛利率为固定的 13.04%。

表3 2013~2014年公司主营业务收入及毛利率情况
(单位: 万元、%)

项目	2013年	
	收入	毛利率
基础设施建设		

	79756.19	13.04
项目	2014年	
基础设施建设	收入	毛利率
	110890.01	13.04

资料来源：公司提供

运营模式方面，公司基础设施建设业务属于代建模式。2004年12月20日莱州市人民政府办公室下发《关于授权莱州市国有资产经营有限公司负责基础设施建设及重点项目建设管理职能的通知》（莱政办[2004]63号）。根据通知，莱州市人民政府委托公司负责莱州市城乡基础设施建设和市政府重点工程的建设管理、资金筹集和统一核算；市政府原则上按照工程投资总额的15%给予公司利润补偿。项目前期资金由公司负责筹集，项目竣工验收合格后，公司将其移交给市政府及其指定的单位，公司年末按照本年度新增工程项目与市政府进行结算。

根据2013~2014年莱州市人民政府办公室下发《关于同意对市国资公司市政基础设施代

建工程进行结算的通知》，均同意按照工程投资成本加15%的工程建设利润与公司进行结算，由市财政局进行划拨，公司根据每年工程投资成本金额确认当年收入。

表4 2013~2014年公司项目代建结算情况

(单位：亿元)

项目	类别	2013年	2014年
基础设施建设	工程成本	6.94	9.64
	结算收入	7.98	11.09

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司在建项目主要包括莱州市王河综合治理工程、莱州市南阳河流域水利综合治理工程、莱州市农村公路修建改造项目、莱州市县路建设改造工程、莱州市水源及供水工程和莱州市市民文化活动中心；公司重大在建项目总投资额合计为32.14亿元，已完成投资额为19.50亿元，完成总投资额的60.68%。

表5 公司在建重大项目情况(单位：万元、%)

项目	建设时间	总投资金额	截至2014年底已投资金额	已投入占比
莱州市王河综合治理工程	2012.8--2015.12	57000	46200	81.00
莱州市南阳河流域水利综合治理工程	2012.9--2015.12	62000	49800	80.00
莱州市农村公路修建改造项目	2013.4--2015.12	42000	23600	56.00
莱州市县路建设改造工程	2013.6--2016.6	52000	27600	53.00
莱州市水源及供水工程	2014.3--2016.12	57368	21200	37.00
莱州市市民文化活动中心	2013.5--2016.6	51000	26600	52.00
合计	—	321368	195000	60.68

资料来源：公司提供

公司拟建项目为莱州市全民健身中心，该项目计划于2015年6月开工，总投资2.00亿元，全部由公司自筹，2015年计划投资0.50亿元，2016年计划投资1.00亿元，2017年计划投资0.50亿元，预计2017年6月完工。

总体看，公司在建及拟建项目2015~2016年计划完成投资合计14.14亿元，未来公司存在一定对外融资的需求。

八、募集资金使用情况

公司于2014年7月24日发行“14莱州债/14莱国资”公司债券，期限为7年。通过发行“14莱州债/14莱国资”公司募集资金总额13亿元，其中2.50亿元用于莱州市县路建设改造工程，2.00亿元用于莱州市农村公路修建改造项目，3.00亿元用于莱州市南阳河流域水利综合治理工程，2.80亿元用于莱州市王河综合治理工程，2.70亿元用于莱州市水源及供水

工程。

截至 2015 年 3 月底，公司募投项目莱州市县路建设改造工程已经投资 2.81 亿元，完成工程进度为 54.00%，完成了官郝线、海平线、平苑路、柞大线、朱桥线的道路建设；募投项目莱州市农村公路修建改造项目已经投资 2.46 亿元，完成工程进度为 58.00%，完成了约 300 公里的道路硬化路边绿化等；募投项目莱州市南阳河流域水利综合治理工程已经投资 4.98 亿元，完成工程进度为 80.00%，完成了河道疏浚、新筑堤防等治理，并对水库进行了除险加固；募投项目莱州市王河综合治理工程已经投资 4.62 亿元，完成工程进度为 81.00%，完成了河道疏浚、护砌等治理，新建橡胶坝，实施了水库除险加固工程；募投项目莱州市水源及供水工程已经投资 2.22 亿元，完成工程进度为 38.00%，完成了调水配套工程的水渠，部分区域已修建完成并铺设管道。截至 2015 年 3 月底，募投资金按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 三年连审财务数据及 2014 年财务数据已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年，公司采用新会计准则编制财务报表，文中 2013 年或 2013 年底财务数据采用追溯调整的 2013 年数据或 2014 年年初数。2014 年公司纳入合并范围子公司无变化。

截至 2014 年底，公司资产总额 97.37 亿元，所有者权益 70.64 亿元；2014 年公司实现营业收入 11.09 亿元，利润总额 1.58 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 11.09 亿元，较上年大幅增长，主要系莱州市市政工程量增长增加确认收入所致；同期，营业成本 9.64 亿元，受代建工程按照投资成本加成 15% 的工程建设利润进行结算影响，营业成本同比增幅

与营业收入增幅一致，增长 39.05%。

期间费用方面，公司不存在销售费用，财务费用已进行资本化，期间费用主要为管理费用，跟踪期内，公司因缴纳大笔税费（1.00 亿元）导致管理费用和期间费用大幅增加，2014 年两者分别为 2.28 亿元和 2.25 亿元，同比分别增长 77.85% 和 77.17%；2014 年，公司期间费用占营业收入比重为 20.29%，较 2013 年有所上升，公司整体期间费用控制能力弱。公司管理费用高企对营业利润形成侵蚀，跟踪期内，公司营业利润为 -0.86 亿元，较 2013 年下降 0.61 亿元。2014 年，公司获得政府补贴 2.44 亿元，实现利润总额 1.58 亿元，同比下降 11.73%。

从盈利指标来看，2014 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 12.31%、1.72% 和 2.24%，分别较 2013 年下降 0.32 个百分点、0.52 个百分点和 0.36 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司管理费用大幅增长侵蚀企业营业利润，利润水平对政府补贴收入依赖程度高，公司整体盈利能力弱并有下滑趋势。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，公司经营活动现金流入量为 8.60 亿元，同比增长 59.57%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 6.01 亿元；公司收到其它与经营活动有关的现金为政府补助资金和往来款，为 2.59 亿元；公司经营活动现金流出量为 12.28 亿元，同比增长 75.68%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成，公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款；公司经营活动产生的现金流量净额为 -3.68 亿元，较上年的 -1.60 亿元净流出有所增长。从现金收入比看，2014 年，公司现金收入比为 54.24%，较上年的 31.57% 有所增长，收现质量有所改善，但仍处于较差水平。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现金流入为 0.06 亿元，由取得投资收益收到的现

金和收到其他与投资活动有关的现金构成；投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产支付的现金，为 0.02 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为 0.04 亿元，投资活动产生的现金流规模小。

筹资活动方面，2014 年，公司筹资活动现金流入为 12.87 亿元，全部为发行“14 莱州债/14 莱国资”公司债券收到的现金；筹资活动现金流出量为 3.19 亿元，主要有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构成。公司 2014 年筹资活动现金流量净额为 9.68 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流主要依靠莱州市财政给予的工程项目回购款及财政补贴资金，跟踪期内，公司发行公司债券为公司募集资金，公司目前货币资金充裕，能够满足短期投资需求，对外融资压力不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 97.37 亿元，同比增长 14.20%，其中，流动资产合计占比 42.58%，非流动资产合计占比 57.42%，公司资产结构以非流动资产为主，但跟踪期内因应收账款大幅增加导致流动资产占比增大。

截至 2014 年底，公司流动资产总额 41.46 亿元，同比增长 47.54%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和预付账款构成，其中应收账款占比较高，为 61.14%。

截至 2014 年底，公司货币资金为 8.68 亿元，其中银行存款占 99.99%，公司不存在受限制的货币资金。

截至 2014 年底，公司应收账款为 25.35 亿元，同比增长 34.63%，全部为莱州市财政局应支付的工程款。考虑到公司应收账款唯一债务人为莱州市财政局，公司未提坏账准备，但上述款项于确认收入后五年内完成全额支付，对资金形成一定占用，公司资金周转压力大。

截至 2014 年底，公司预付款项为 0.44 亿

元，主要为支付给莱州市国土资源局收储款。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 6.99 亿元，同比增长 12.92%，主要为应收莱州市宏泰供水工程有限公司（占 17.96%）、山东中昌开发建设集团有限公司承建分公司（占 15.20%）、莱州市自来水公司（占 9.77%）、莱州市基础处理有限公司（占 8.97%）及莱州市国土资源局（占 7.34%）款项，此 5 家债务人款项均为 3 年以上账龄的其他应收款，账龄较长。公司其他应收款主要系政府部门及相关单位借款，回收风险较小，未计提坏账准备。

截至 2014 年底，公司存货为零，系公司每年代建工程均当年结转并形成营业收入。

表 6 2014 年公司存货结转情况（单位：万元）

项 目	本年增加	本年减少
工程施工	96426.10	96426.10
其中：西部增长极	62166.78	62166.78
市民活动中心	5272.22	5272.222
市重点工程	2326.79	2326.79
绿化工程款	2413.81	2413.81
河套湿地公园	1269.80	1269.80
其他零星工程	22976.68	22976.68
合 计	96426.10	96426.10

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 55.91 亿元，同比减少 2.19%，主要由可供出售金融资产、固定资产以及无形资产构成。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 0.59 亿元，主要是对山东岩泮投资担保有限公司、莱州市广电网络信息服务有限公司的股权投资。公司和莱州市广播电视台作为莱州市广电网络信息服务有限公司股东分别持有其 72%和 28%的股权。

截至 2014 年底，公司固定资产原值为 0.76 亿元，由房屋及建筑物、运输工具和办公设备构成，累计折旧 0.38 亿元，账面净额为 0.38 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产原值为 60.90 亿元，累计摊销为 5.96 亿元，无形资产净值为 54.94 亿元，无形资产主要为公司股东

陆续向公司投入各宗土地，其中账面价值 20.12 亿元、合计面积为 999.49 万平方米的土地所有权用于获取抵押借款。

表 7 截至 2014 年底公司土地所有权情况表

项目	面积 (m ²)	产权证编号	取得方式	剩余摊销期限 (月)	抵押担保情况
土地使用权	284576.87	莱州国用 (2005) 第 0656 号	出资	416	无
土地使用权	1896189.37	莱州国用 (2006) 第 1915 号	拨入	515	无
土地使用权	508740.96	莱州国用 (2006) 第 1916 号	拨入	515	无
土地使用权	2032875.30	莱州国用 (2006) 第 1917 号	拨入	515	对内抵押
土地使用权	3190466.30	莱州国用 (2006) 第 1918 号	拨入	515	对内抵押
土地使用权	1022402.95	莱州国用 (2007) 第 2986 号	拨入	515	对内抵押
土地使用权	3561117.50	莱州国用 (2010) 第 2391 号	拨入	560	无
土地使用权	4150390.60	莱州国用 (2011) 第 2793 号	拨入	570	无
土地使用权	529659.70	莱州国用 (2011) 第 3177 号	拨入	570	对内抵押
土地使用权	406666.20	莱州国用 (2012) 第 0025 号	拨入	570	对内抵押
土地使用权	405327.40	莱州国用 (2012) 第 0026 号	拨入	570	对内抵押
土地使用权	521339.90	莱州国用 (2012) 第 0027 号	拨入	570	无
土地使用权	2407371.70	莱州国用 (2012) 第 0028 号	拨入	570	对内抵押

资料来源：公司提供。

注：对内抵押是指为本公司借款所设定的抵押担保。

总体看，跟踪期内，公司发行公司债成功导致公司资产规模有所增长；公司资产以土地无形资产和应收账款为主，流动性弱，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 70.64 亿元，同比增长 2.27%，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 2.80%、85.74%、1.22% 和 10.23%，资本公积占比较高，资本公积中主要为股东划拨的土地资产。总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 26.72 亿元，其中，流动负债占比 27.98%，非流动负债占比 72.02%，公司负债结构以非流动负债为主

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债为 7.48 亿元，同比减少 4.59%，主要由应付账款、应交税费、应付利息、其他应付款和一年内到期非流动负债构成。截至 2014 年底，公司应付账款为 0.12 亿元，主要为工程款和设备保障款，在流动负债中所占比例极低；公司应交税费 0.21 亿元，主要由营业税、城建

税、教育费附加、地方教育费附加构成；公司应付利息 0.38 亿元，全部为企业债券利息；公司其他应付款为 4.74 亿元，主要为应收代收代付工程款和项目运作资金结余构成，债权人主要是莱州市人民医院、莱州市林业局、莱州市住房和规划建设局以及莱州市国有资产管理局等单位；公司一年内到期非流动负债 2.03 亿元，全部是一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债为 19.25 亿元，主要有长期借款（占比 33.09%）和应付债券构成（占比 66.91%）。

截至 2014 年底，公司有息债务规模 21.28 亿元，同比增长 91.71%，主要因公司跟踪期内发行 13 亿元公司债券增长所致，其中，短期债务占 9.54%，长期债务占 90.46%。

从债务指标看，2014 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 27.45% 和 23.15%，同比增长 8.46 个百分点和 9.30 个百分点。

总体看，公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理，跟踪期内，公司债务规模大幅增长，但总体处于合理水平，公司整体债务负

担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，公司存货为零，流动比率和速动比率保持一致，2014 年底均为 554.47%，较上年的 358.29% 大幅增长，公司资产负债中应收账款和其他应收款占比大，变现能力弱，但考虑到跟踪期内获得募集资金，货币资金充足，公司短期偿债能力较好；经营现金流流动负债比为-49.19%，较上年的-20.41% 有所弱化。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 2.85 亿元，较上年减少 0.21 亿元，全部债务/EBITDA 倍数为 7.48 倍，较上年的 3.63 倍大幅上涨。总体看，公司整体偿债能力弱。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额为 1.50 亿元，担保比率为 2.12%，担保比率低，担保对象为莱州市自来水公司，公司或有负债风险小。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 19.90 亿元，已用额度 13.16 亿元，未用额度为 6.74 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 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（机构信用代码为：G10370683000402406），截至 2015 年 4 月 10 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

公司作为莱州市开发建设的主体，在土地资产注入、财政补贴等方面获得政府大力支持，未来随着城市经济的发展，公司有望保持稳定增长。公司整体抗风险能力强。

十、债权保护条款

1. 资金偿债来源

莱州市人民政府对“14 莱州债/14 莱国资”5 个募投项目未来资金偿债来源给予了支持。

莱州市人民政府与公司就募投项目中的县路建设改造工程和农村公路修建改造项目分别签订《莱州市县路建设改造工程委托建设和回购协议》和《莱州市农村公路修建改造项目委托建设和回购协议》。协议分别约定了对总投资额 5.20 亿元的莱州市县路建设改造工程项目和总投资额 4.20 亿元的莱州市农村公路修建改造项目进行回购，形成未来的应收账款分别为 6.76 亿元和 5.46 亿元，均分 8 年支付。

表 8 回购款项金额安排（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
莱州市县路建设改造工程	0.80	0.80	0.80	0.80
莱州市农村公路修建改造项目	0.70	0.70	0.70	0.70
合计	1.50	1.50	1.50	1.50
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
莱州市县路建设改造工程	1.00	1.00	1.00	0.56
莱州市农村公路修建改造项目	0.80	0.80	0.80	0.26
合计	1.80	1.80	1.80	0.82

资料来源：公司提供

根据《关于市水源及供水工程、南阳河流域水利综合治理工程和王河综合治理工程等项目成本补偿的通知》（莱政字[2013]8 号），莱州市人民政府同意将以募投项目中莱州市南阳河流域水利综合治理工程、莱州市王河综合治理工程和莱州市水源及供水工程三个项目实施过程中涉及整治河道周边区域土地出让后，扣除规费和相关平整成本后的土地净收益逐年返回至公司，作为项目建造成本的补充。莱州市工业用地、商住用地扣除规费和相关凭证成本的土地净收益约分别为出让金总额的 45%、55%。南阳河流域水皮综合治理工

程受益增值地块，主要为沿岸市区范围约 3700 亩商住用地，保守预计 2015~2022 年间形成约 20 亿元土地出让净收益；王河流域受益增值地块主要为附近旅游区及工业区约 1000 亩商住用地和 2900 亩工业用地，保守预计 2015~2022 年可形成 6 亿元土地出让净收益。上述合计 26 亿元净收益，计划自 2015~2022 年逐年平均返还公司。联合资信关注到，公司的土地出让计划存在不确定性，资金回笼规模与募投项目匹配性弱。

同时，公司与恒丰银行股份有限公司莱州支行（以下简称“莱州恒丰银行”）签订《流动性贷款支持协议》，协议规定：在“14 莱州债/14 莱国资”存续期间，当公司对其付息或本金兑付发生临时周转资金不足时，应在每次付息或本金兑付日前 15 个工作日通知莱州恒丰银行，莱州恒丰银行在每次付息或本金兑付前 5 个工作日给予公司流动性支持贷款（具体贷款金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持贷款仅用于为“14 莱州债/14 莱国资”偿付本息。

总体看，莱州市政府为“14 莱州债/14 莱国资”募集资金投资项目进行部分回购及提供相应政策支持，同时，本金提前分期等额偿还条款的设置和监管银行流动性贷款支持，能够在一定程度上加强“14 莱州债/14 莱国资”本息偿还的安全性。

十一、债券偿还能力分析

公司于 2014 年 7 月 24 日发行“14 莱州债/14 莱国资”公司债券，金额为 13 亿元，期限为 7 年，为一年以上到期的债券。“14 莱州债”设置分期偿还金额，在存续第 3 年至第 7 年末每年分期偿还债券发行总额的 20%。

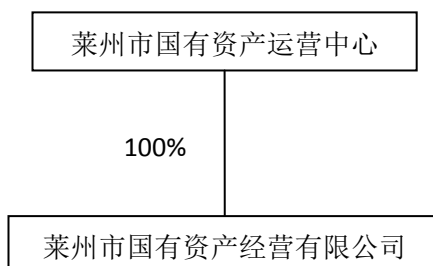
2014 年，公司经营活动产生的现金流入量为 8.60 亿元，为“14 莱州债/14 莱国资”本金的 0.66 倍，为分期偿还本金的 3.31 倍；公司经营活动产生的现金流净额为-3.68 亿元，对

“14 莱州债/14 莱国资”不具保障能力；公司 EBITDA 为 2.85 亿元，为“14 莱州债/14 莱国资”本金合计的 0.22 倍，为分期偿还本金的 1.10 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“14 莱州债/14 莱国资”的保障能力一般，但考虑到莱州市人民政府为“14 莱州债/14 莱国资”募集资金投资项目进行部分回购及提供相应政策支持，同时，监管银行流动性贷款支持，能够在一定程度上加强“14 莱州债”本息偿还的安全性。

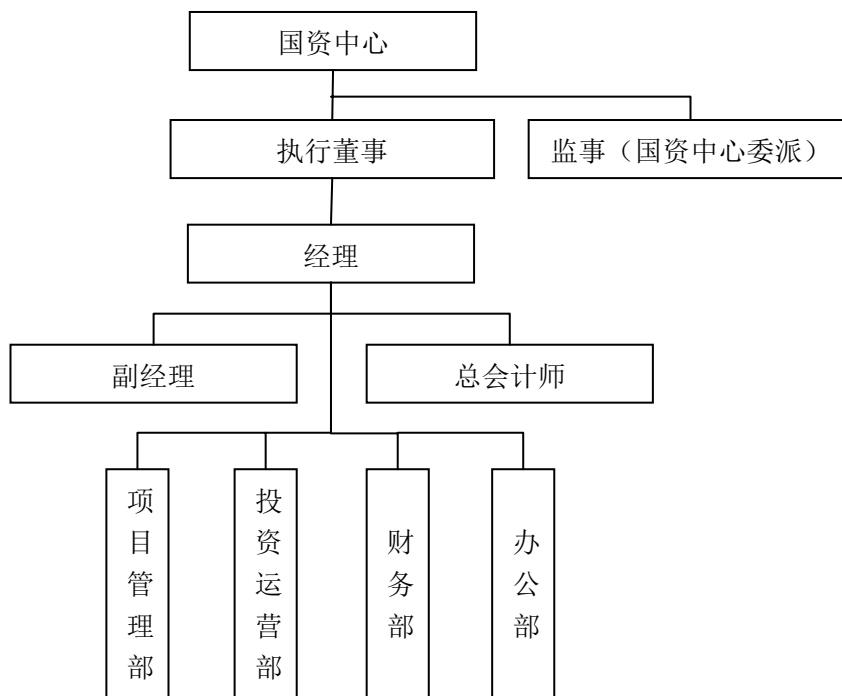
十二、结论

综合考虑，联合资信维持莱州市国有资产经营有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 莱州债/14 莱国资”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.63	2.64	8.68
资产总额(亿元)	78.51	85.26	97.37
所有者权益(亿元)	67.27	69.07	70.64
短期债务(亿元)	1.51	2.75	2.03
长期债务(亿元)	6.37	8.35	19.25
全部债务(亿元)	7.88	11.10	21.28
主营业务收入/营业收入(亿元)	3.73	7.98	11.09
利润总额(亿元)	0.85	1.79	1.58
EBITDA(亿元)	2.10	3.06	2.85
经营性净现金流(亿元)	1.05	-1.60	-3.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.29	0.85	0.50
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.19	0.12
现金收入比(%)	71.63	31.57	54.24
主营业务利润率/营业利润率(%)	12.61	12.63	12.31
总资本收益率(%)	1.12	2.24	1.72
净资产收益率(%)	1.26	2.60	2.24
长期债务资本化比率(%)	8.65	10.79	21.41
全部债务资本化比率(%)	10.49	13.85	23.15
资产负债率(%)	14.32	18.99	27.45
流动比率(%)	412.39	358.29	554.47
速动比率(%)	412.39	358.29	554.47
经营现金流动负债比(%)	21.65	-20.41	-49.19
全部债务/EBITDA(倍)	3.75	3.63	7.48

注：公司 2014 年开始采用新会计准则编制财务报表，2013 年财务数据为 2014 年追溯调整期初数。

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	
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 / 主营业务收入×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
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，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

注：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。