

跟踪评级公告

联合[2016] 1143 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。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十七日



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](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: 2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.64	8.68	4.44
资产总额(亿元)	85.26	97.37	97.31
所有者权益(亿元)	69.07	70.64	72.05
短期债务(亿元)	2.75	2.03	1.29
全部债务(亿元)	11.10	21.28	20.44
主营业务收入/营业收入(亿元)	7.98	11.09	7.37
利润总额(亿元)	1.79	1.58	1.41
EBITDA(亿元)	3.06	2.85	2.68
经营性净现金流(亿元)	-1.60	-3.68	-1.97
主营业务利润率/营业利润率(%)	12.63	12.31	12.31
净资产收益率(%)	2.60	2.24	1.95
资产负债率(%)	18.99	27.45	25.95
全部债务资本化比率(%)	13.85	23.15	22.10
流动比率(%)	358.29	554.47	697.58
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	7.48	7.64
经营现金流流动负债比(%)	-20.41	-49.19	-32.26

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

王治 王康
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等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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, 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; 且监管银行提供流动性贷款支持, 有助于缓解公司的流动性压力。

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, 莱州市经济发展良好, 财政实力稳步增强, 地方政府债务得到较好控制, 为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司在财政补贴等方面持续获得莱州市人民政府的大力支持。
3. 莱州市政府为债券募投项目进行部分回购及提供相应政策支持, 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。
4. 监管银行提供流动性贷款支持有助于缓解公司的流动性压力。

关注

1. 政府补贴收入在公司利润中占较大比重，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。

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“莱州国资局”）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，其中莱州国资局出资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局单独出资，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局，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2015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2015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2015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2015年底，公司资产总额97.31亿元，所有者权益72.05亿元；2015年公司实现营业收入7.37亿元，利润总额1.41亿元。

公司注册地址：莱州市光州东路249号；法定代表人：季照杰。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，我国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房

地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，我国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国

际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

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调整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. 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。

根据 2016 年莱州市政府工作报告，2015 年，莱州市实现地区生产总值 717 亿元，同比增长 4.53%。三次产业比例由 10.6: 58.9: 30.5 调整为 9.5: 52.1: 38.4。

表1 2013~2015年莱州市财力情况（单位：万元）

科目	2013年	2014年	2015年
一般预算收入	464507	520678	572757
税收收入	342701	392654	363763
非税收入	121806	128024	208994
基金收入	56068	77816	13899
土地出让金	27470	60968	8870
其他	28598	16848	5029
上级补助收入	122415	130133	132192

返还性收入	28662	28662	28662
一般转移收入	7713	47533	55367
专项转移收入	86040	53938	48163
预算外财政专户资金	3814	3577	3186
地方可控财力	646804	732204	722034

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。2015 年，莱州市地方可控财力为 72.20 亿元，同比下降 1.39%，主要为一般预算收入 57.28 亿元（税收收入 36.38 亿元），同比增长 10.01%；上级补助收入 13.22 亿元，同比增长 1.61%。

表2 截至 2015 年底莱州市地方政府债务情况（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	285326	（一）地方一般预算收入	572757
1、外国政府贷款	0	1、税收收入	363763
2、国际金融组织贷款	6142	2、非税收入	208994
（1）世界银行贷款	0	（二）转移支付和税收返还收入	132192
（2）亚洲开发银行贷款	0	1、一般性转移支付收入	55367
（3）国际农业发展基金会贷款	0	2、专项转移支付收入	48163
（4）其他国际金融组织贷款	6142	3、税收返还收入	28662
3、国债转贷资金	182	（三）国有土地使用权出让收入	12106
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	11480
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	170
6、国内金融机构借款	78846	3、农业土地开发资金	50
（1）政府直接借款	3499	4、新增建设用地有偿使用费	-2610
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	75347	（四）预算外财政专户收入	3186
7、债券融资	49300		
（1）中央代发地方政府债券	49300		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	0		
8、粮食企业亏损挂账	856		
9、向单位、个人借款	0		
10、拖欠工资和工程款	0		
11、其他	150000		
（二）担保债务余额	15000		
1、政府担保的外国政府贷款	0		
2、政府担保的国际金融组织贷款	0		
（1）世界银行贷款	0		
（2）亚洲开发银行贷款	0		
（3）国际农业发展基金会贷款	0		
（4）其他国际金融组织贷款	0		
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	0		
5、政府担保向单位、个人借款	0		

6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	292826	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	720241
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%			40.7%

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 年底，莱州市政府全部债务余额 29.28 亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%)，其中直接债务余额为 28.53 亿元，占政府全部债务比重为 97.44%。莱州市政府债务率为 40.70%。

总体看，跟踪期内，莱州市财政实力有所减弱，但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。2013~2015 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、2.44 亿元以及 2.92 亿元，专项用于莱州市市政基础建设。实际资金来源不限于财政预算外结余资金。

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，公司管理结构、水平及相关制度方面无其他重大变化。

七、经营分析

公司主要承担莱州市市政基础设施建设业务。2015 年，公司营业收入 7.37 亿元，同比下降 33.56%，主要系莱州市市政工程量下降导致确认收入下降所致；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 2014~2015年公司主营业务收入及毛利率情况
(单位：万元、%)

项目	2014年	
	收入	毛利率
基础设施建设	110890.01	13.04
项目	2015年	
	收入	毛利率
基础设施建设	73674.99	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。2015 年仍沿用该原则。

表 4 2014~2015 年公司项目代建结算情况
(单位: 亿元)

项目	类别	2014年	2015年
基础设施 建设	工程成本	9.64	6.41
	结算收入	11.09	7.37

资料来源: 公司提供

截至 2015 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 27.60 亿元, 完成总投资额的 85.88%。

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 2015 年底 已投资金额	已投入占百分比
莱州市王河综合治理工程	2012.8--2015.12	57000	54100	95
莱州市南阳河流域水利综合治理工程	2012.9--2015.12	62000	57400	93
莱州市农村公路修建改造项目	2013.4--2015.12	42000	38900	93
莱州市县路建设改造工程	2013.6--2016.6	52000	44300	85
莱州市水源及供水工程	2014.3--2016.12	57368	39500	69
莱州市市民文化活动中心	2013.5--2016.6	51000	41800	82
合计	—	321368	276000	85.88

资料来源: 公司提供

公司拟建项目为莱州市全民健身中心, 该项目总投资 2.00 亿元, 全部由公司自筹。原计划于 2015 年 6 月开工并计划于 2017 年 6 月完工。目前该项目因土地征用问题尚未开工建设。

总体看, 公司在建及拟建项目 2016~2017 年计划完成投资合计 6.54 亿元。公司在建拟建规模较小, 对公司业务收入的持续性影响较大, 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 2016 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 4.43 亿元, 完成工程进度为 85.00%, 完成了官郝线、海平线、平苑路、柞大线、朱桥线、龙城线、朱邓线的道路建设; 募投项目莱州市农村公路修建改造项目已经投资 3.89 亿元, 完成工程进度为 93.00%, 完成了约 580 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 5.74 亿元, 完成工程进度为 93.00%, 完成了河道疏浚、新筑堤防等治理, 新建橡胶坝、水库清淤, 实施了部分除险加固工程; 募投项目莱州市王河综合治理工程已经投资 5.41 亿元, 完成工程进度为 95.00%, 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 3.95 亿元, 完成工程进度为 69.00%, 完成了调水配套工程的水渠、提水、泵站、输水工程的管道建设。募投资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2015 年连审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。2015 年公司纳入合并范围子公司无变化。

截至 2015 年底，公司资产总额 97.30 亿元，所有者权益 72.05 亿元；2015 年公司实现营业收入 7.37 亿元，利润总额 1.41 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 7.37 亿元，较上年下降 33.56%，主要系莱州市市政工程量减少导致确认收入总量减少所致；同期，营业成本 6.41 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，营业成本同比降幅与营业收入降幅一致，下降 33.56%。

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，2015 年公司管理费用为 2.45 亿元，其中主要包括无形资产摊销 1.22 亿元以及税费 1.17 亿元；2015 年，公司期间费用占营业收入比重为 32.83%，较 2014 年上升 12.54 个百分点，公司整体期间费用控制能力偏弱。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-1.51 亿元，较 2014 年下降 0.65 亿元。2015 年，公司获得政府补贴 2.92 亿元，实现利润总额 1.41 亿元，同比下降 10.97%。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率与去年持平为 12.31%，总资本收益率和净资产收益率分别为 1.52% 和 1.95%，分别较 2014 年下降 0.2 个百分点和 0.29 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司管理费用较大，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。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量为 4.96 亿元，同比下降 42.40%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 1.71 亿

元，主要为募投项目中线路建设改造工程和农村公路修建改造项目协议约定的 2015 年应收回购款项 1.71 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（募投项目中用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项目成本补偿的部分补助收益 2.92 亿元）和往来款，共计 3.25 亿元；公司经营活动现金流出量为 6.93 亿元，同比下降 43.61%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的各项税费构成，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-1.97 亿元，较上年的-3.68 亿元净流出量有所下降。从现金收入比看，公司现金收入比由去年的 54.24% 下降到 2015 年的 23.20%，收现质量下降明显，收现质量差。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入为 0.03 亿元，主要由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 0.07 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元，投资活动产生的现金流规模小。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入为 1.43 亿元，主要为取得借款收到的现金 1.40 亿元；筹资活动现金流出量为 3.67 亿元，主要有偿还债务支付的现金 2.27 亿元以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.40 亿元构成。公司 2015 年筹资活动现金流量净额为-2.24 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流主要依靠募投项目协议中安排的工程项目回购款及财政补贴资金，跟踪期内，公司货币资金下降规模较大，且现金收入质量差，未来有一定外部融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 97.31 亿元，同比下降 0.07%，其中，流动资产合计占比

43.77%，非流动资产合计占比 56.23%，公司资产结构以非流动资产为主，但跟踪期内因应收账款持续增加导致流动资产占比增大。

截至 2015 年底，公司流动资产总额 42.59 亿元，同比增长 2.73%，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 72.81%。

截至 2015 年底，公司货币资金为 4.44 亿元，其中银行存款占 99.99%，公司不存在受限制的货币资金。公司 2015 年底货币资金较去年降幅较大，系 2014 年公司发行公司债券所得资金用于支付工程款。

截至 2015 年底，公司应收账款为 31.01 亿元，同比增长 22.32%，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。公司应收账款规模持续扩大，对资金占用严重，公司资金周转压力大。应收账款账龄审计报告未予披露，据企业提供说明显示企业截止 2015 年底应收账款账龄分布较为平均。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 6.70 亿元，同比下降 4.10%，主要为应收莱州市宏泰供水工程有限公司（占 18.73%）、山东中昌开发建设集团有限公司承建分公司（占 15.85%）、莱州市自来水公司（占 13.48%）、莱州市基础处理有限公司（占 9.35%）及莱州市国土资源局（占 7.66%）款项，此 5 家债务人款项均为 3 年以上账龄的其他应收款，整体结构较 2014 年底无明显变化，账龄持续增长。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 2015 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。下表为公司 2014/2015 年用于确认收入在年底进行结转的存货详情。

表 6 2014、2015 年公司存货详情（单位：万元）

项 目	2014 年总额	2015 年总额
工程施工	96426.10	64065.21
其中：西部增长极	62166.78	21317.97
市民活动中心	5272.22	22508.54
市重点工程	2326.79	-
绿化工程款	2413.81	1923.18
河套湿地公园	1269.80	-
其他零星工程	22976.68	14415.03
路灯工程	-	1220.90
市区道路摊铺工程	-	1343.71
店文线工程	-	1335.88
合 计	96426.10	64065.21

资料来源：2015 年审计报告

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 54.72 亿元，同比减少 2.14%，主要由可供出售金融资产、固定资产以及无形资产构成。

2015 年公司可供出售金融资产未发生变化。

截至 2015 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，2015 年购置固定资产 783.15 万元，累计折旧 0.43 亿元，账面净额为 0.38 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产原值为 60.90 亿元，累计摊销为 7.18 亿元，无形资产净值为 53.72 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 34.21 亿元的土地所有权用于获取抵押借款。

表 7 截至 2015 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	抵押担保情况
土地使用权	284576.87	莱州国用(2005)第 0656 号	出资	无
土地使用权	1896189.37	莱州国用(2006)第 1915 号	拨入	无
土地使用权	508740.96	莱州国用(2006)第 1916 号	拨入	对外抵押
土地使用权	2032875.30	莱州国用(2006)第 1917 号	拨入	对内抵押
土地使用权	3190466.30	莱州国用(2006)第 1918 号	拨入	对内抵押
土地使用权	989121.10	莱州国用(2007)第 2986 号	拨入	无

土地使用权	3561117.50	莱州国用(2010)第2391号	拨入	无
土地使用权	4150390.60	莱州国用(2011)第2793号	拨入	对外抵押
土地使用权	529659.70	莱州国用(2011)第3177号	拨入	对内抵押
土地使用权	406666.20	莱州国用(2012)第0025号	拨入	对内抵押
土地使用权	405327.40	莱州国用(2012)第0026号	拨入	对内抵押
土地使用权	521339.90	莱州国用(2012)第0027号	拨入	对外抵押
土地使用权	2407371.70	莱州国用(2012)第0028号	拨入	对内抵押

资料来源: 2015年审计报告

注: 对内抵押是指为本公司借款所设定的抵押担保; 对外抵押为公司作为第三方对公司外部企业(国有企业)进行抵押担保。

总体看, 跟踪期内, 公司整体资产变动较小; 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2015年底, 公司所有者权益为72.05亿元, 同比增长1.99%, 其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占2.75%、84.07%、1.43%和11.76%, 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25.26亿元, 其中, 流动负债占比24.18%, 非流动负债占比75.82%, 公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面, 截至2015年底, 公司流动负债为6.11亿元, 同比减少18.35%, 主要由应付账款(占2.34%)、应交税费(占4.30%)、应付利息(占6.21%)、其他应付款(占66.05%)和一年内到期非流动负债(占21.10%)构成。截至2015年底, 公司应付账款为0.14亿元, 主要为工程款和设备采购款, 在流动负债中所占比例极低; 公司应交税费0.26亿元, 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4.03亿元, 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、莱州市住房和规划建设局、莱州市林业局以及莱州市开发区管理委员会等单位; 公司一年内到期非流动负债1.29亿元, 全部是一年内到期的长期借款。

非流动负债方面, 截至2015年底, 公司

非流动负债为19.15亿元, 主要有长期借款(占比32.62%)和应付债券构成(占比67.38%)。

截至2015年底, 公司有息债务规模20.44亿元, 同比减少3.96%, 其中, 短期债务占9.54%, 长期债务占90.46%。债务规模下降主要因2015年公司一年内到期的非流动负债由去年底的2.03亿元下降到1.29亿元。

从债务指标看, 2015年, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为25.95%和22.10%, 同比减少1.49个百分点和1.05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, 公司债务规模有所下降, 且总体处于合理水平, 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, 2015年底均为697.58%, 公司资产中应收账款和其他应收款占比大, 变现能力弱, 经营现金流动负债比为-32.26%; 但考虑到公司2015年底现金类资产4.44亿元, 对短期债务的覆盖能力较强。总体看, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看, 2015年, 公司EBITDA为2.68亿元, 较上年减少0.17亿元, 全部债务/EBITDA倍数为7.64倍。总体看, 公司整体偿债能力弱。

或有负债方面, 截至2016年3月底, 公司对外担保金额为3.50亿元, 担保比率为4.86%, 担保比率低, 担保对象为莱州市自来水公司以及莱州市土地储备中心, 公司或有负

债风险小。

表 8 截至 2016 年 3 月底公司对外担保情况

被担保公司	担保金额	担保期限
莱州市自来水公司	7600	2013/12/05 至 2020/12/05
莱州市自来水公司	7400	2013/12/05 至 2020/12/05
莱州市土地储备中心	20000	2013/12/23 至 2016/12/31
合计	35000	

资料来源：企业提供

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度 2.67 亿元，已全部用完，公司间接融资有待拓宽。

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 2016 年 6 月 16 日，公司有两笔已结清关注类贷款，系国家开发银行将企业列入平台公司名单之中。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，在土地资源注入、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。2015 年公司收到财政回购款 1.71 亿元，计入营业收入。

表 9 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（已到位）	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。莱州市工业用地扣除规费和相关凭证成本的土地净收益约为出让金总额的 45%，商住用地扣除规费和相关凭证成本的土地净收益约为出让金总额的 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。2015 年公司收到财政拨付补贴收益 2.92 亿元用于该项目回款，计入营

业外收入。

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，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。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，能够在一定程度上缓解公司的资金周转压力。

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%。

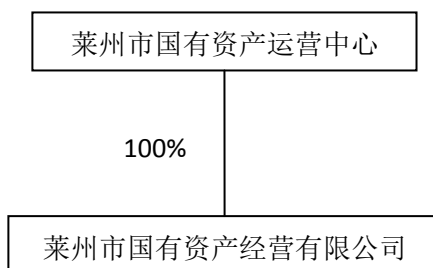
2015 年，公司经营活动产生的现金流入量为 4.96 亿元，为“14 莱州债/14 莱国资”本金的 0.38 倍，为分期偿还本金的 1.91 倍；公司经营活动产生的现金流净额为-1.97 亿元，对“14 莱州债/14 莱国资”不具保障能力；公司 EBITDA 为 2.68 亿元，为“14 莱州债/14 莱国资”本金合计的 0.21 倍，为分期偿还本金的 1.03 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“14 莱州债/14 莱国资”的保障能力一般，但考虑到莱州市人民政府为“14 莱州债/14 莱国资”募集资金投资项目进行部分回购及提供相应政策支持，同时，监管银行流动性贷款支

持，能够在一定程度上加强“14 莱州债”本息偿还的安全性。

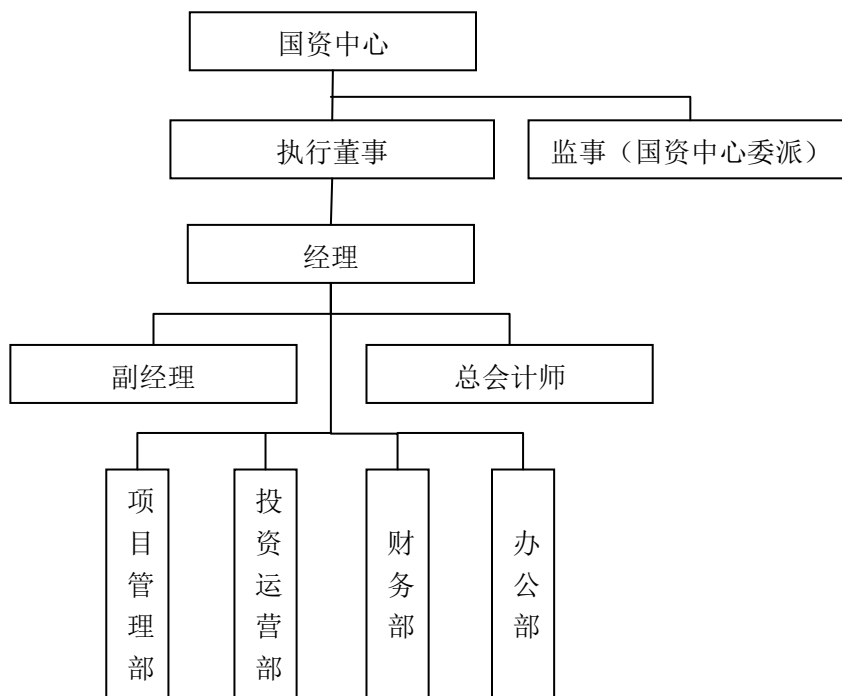
十二、结论

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.64	8.68	4.44
资产总额(亿元)	85.26	97.37	97.31
所有者权益(亿元)	69.07	70.64	72.05
短期债务(亿元)	2.75	2.03	1.29
长期债务(亿元)	8.35	19.25	19.15
全部债务(亿元)	11.10	21.28	20.44
主营业务收入/营业收入(亿元)	7.98	11.09	7.37
利润总额(亿元)	1.79	1.58	1.41
EBITDA(亿元)	3.06	2.85	2.68
经营性净现金流(亿元)	-1.60	-3.68	-1.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.85	0.50	0.26
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.12	0.08
现金收入比(%)	31.57	54.24	23.20
主营业务利润率/营业利润率(%)	12.63	12.31	12.31
总资本收益率(%)	2.24	1.72	1.52
净资产收益率(%)	2.60	2.24	1.95
长期债务资本化比率(%)	10.79	21.41	21.00
全部债务资本化比率(%)	13.85	23.15	22.10
资产负债率(%)	18.99	27.45	25.95
流动比率(%)	358.29	554.47	697.58
速动比率(%)	358.29	554.47	697.58
经营现金流动负债比(%)	-20.41	-49.19	-32.26
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	7.48	7.64

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。