

跟踪评级公告

联合[2017] 1112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，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
二零一七年六月二十三日



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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
14 莱州债/14 莱国资	13 亿元	2014/7/23	7 年	AA	AA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	8.68	4.44	1.40
资产总额(亿元)	97.37	97.31	96.49
所有者权益(亿元)	70.64	72.05	73.96
短期债务(亿元)	2.03	1.29	2.60
长期债务(亿元)	19.25	19.15	11.02
全部债务(亿元)	21.28	20.44	13.62
营业收入(亿元)	11.09	7.37	8.40
利润总额(亿元)	1.58	1.41	1.91
EBITDA(亿元)	2.85	2.68	3.19
经营性净现金流(亿元)	-3.68	-1.97	-1.44
营业利润率(%)	12.31	12.31	1.92
净资产收益率(%)	2.24	1.95	2.58
资产负债率(%)	27.45	25.95	23.35
全部债务资本化比率(%)	23.15	22.10	15.55
流动比率(%)	554.47	697.58	373.38
经营现金流动负债比(%)	-49.19	-32.26	-12.55
全部债务/EBITDA(倍)	7.48	7.64	4.27

分析师

王康 宋金玲

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

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,具有区域专营地位。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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“14 莱州债/14 莱国资”的信用等级为 AA。

优势

- 跟踪期内,莱州市财政收入稳步增长,地方政府债务得到较好控制,公司外部发展环境保持良好。
- 跟踪期内,政府在财政补贴等方面给予公司持续支持。
- 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。

关注

- 公司资产以无形资产和应收账款为主,流动性弱,对资金形成一定占用。
- 跟踪期内,公司自身盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由莱州市国有资产经营有限公司（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。

莱州市国有资产经营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”）关于莱州市国有资产经营有限公司（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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为莱州市国有资产运营中心（以下简称“国资中心”），实际控制人仍为莱州市政府。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 19800 万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司共 1 家，为莱州市东海城建综合开发有限公司（以下简称“东海城建”）。截至 2016 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；公司本部拥有员工 16 人。

截至 2016 年底，公司资产总额 96.49 亿元，所有者权益 73.96 亿元；2016 年公司实现营业收入 8.40 亿元，利润总额 1.91 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、债券概况与募集资金使用情况

截至 2016 年底，联合资信所评公司存续债券余额为 13.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。公司既往还本付息情况良好。

截至 2017 年 3 月底，募投项目莱州市县路建设改造工程，已投资 4.68 亿元，完工进度 90.00%；募投项目莱州市农村公路修建改造项目，已投资 3.89 亿元，完工进度 93.00%；募投项目莱州市南阳河流域水利综合治理工程，已投资 5.89 亿元，完工进度 95.00%；募投项目莱州市王河综合治理工程，已投资 5.41 亿元，完工进度 95.00%；募投项目莱州市水源及供水工程，已投资 4.47 亿元，完工进度 78.00%。

表1 截至2016年底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
14 莱州债/14 莱国资	13.00	2014/7/23	7 年	13.00	7 年期固定利率债券，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款。即于本期债券存续期第 3、4、5、6、7 年计息年度，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年应付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

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

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个省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2017年莱州市政府工作报告，2012年以来的五年，莱州市累计实施过亿元项目262个，完成规模以上固定资产投资近2000亿元，形成一批新的经济增长点；三次产业结构不断优化，服务业占比提高8个百分点。黄金、机电、建材、能源产业支撑作用更加明显，五年主营业务收入突破6000亿元，占全市总量的83%；主营业务收入过亿元企业达到63

家，规模以上企业数量始终保持烟台县市区首位。2016年，莱州市实现地区生产总值766.8亿元，同比增长6.49%。规模以上固定资产投资突破500.0亿元，社会消费品零售额达到339.8亿元。全年用于民生事业的财政资金达到39.5亿元，比上年增加6.8亿元，增长20.8%。

表2 2014~2016年莱州市财力情况（单位：万元）

科目	2014年	2015年	2016年
一般预算收入	520678	572757	618577
税收收入	392654	363763	390915
非税收入	128024	208994	227662
基金收入	77816	13899	216
土地出让金	60968	8870	2804
其他	16848	5029	-2588
上级补助收入	130133	132192	122670

返还性收入	28662	28662	24569
一般转移收入	47533	55367	59875
专项转移收入	53938	48163	38226
预算外财政专户资金	3577	3186	3088
地方可控财力	732204	722034	744551

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。2016年，莱州市地方可控财力为74.46亿元，同比增长3.12%，主要为一般预算收入61.86亿元（税收收入39.09亿元），同比增长8.00%；上级补助收入12.27亿元，同比下降7.20%。

表3 截至2016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	299441	（一）地方一般预算收入	618577
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	390915
2、国际金融组织贷款	6885	2、非税收入	227662
（1）世界银行贷款	--	（二）转移支付和税收返还收入	122670
（2）亚洲开发银行贷款	--	1、一般性转移支付收入	59875
（3）国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	38226
（4）其他国际金融组织贷款	6885	3、税收返还收入	24569
3、国债转贷资金	--	（三）国有土地使用权出让收入	216
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	2804
5、解决地方金融风险专项借款	--	2、国有土地收益基金	30
6、国内金融机构借款	6900	3、农业土地开发资金	20
（1）政府直接借款	--	4、新增建设用国有有偿使用费	-2638
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	6900	（四）预算外财政专户收入	3088
7、债券融资	154800		
（1）中央代发地方政府债券	154800		
（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	130000		
（二）担保债务余额	12000		
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	12000		
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%	305441	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	744551
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%			41.02%

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 2016 年底，莱州市政府全部债务余额 30.54 亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%)，其中直接债务余额为 29.94 亿元，占政府全部债务比重为 98.04%。莱州市政府债务率为 41.02%，同比上年增长 0.32 个百分点。

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

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，股东仍为国资中心，实际控制人仍为莱州市政府。截至 2016 年底，公司注册资本 1.98 亿元，实收资本 1.98 亿元

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

3. 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。2014~2016 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 2.44 亿元、2.92 亿元以及 3.41 亿元，计入“营业外收入”科目，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。

跟踪期内，公司持续获得莱州市人民政府的大力支持。

4. 企业信用记录

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 2017 年 5 月 3 日，公司有五笔已结清关注类贷款和 1 笔欠息记录，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；欠息记录经烟台银行股份有限公司塔山支行核实，公司并无欠息记录。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。

七、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，执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主要业务收入构成未发生变化，仍为基础设施代建业务收入。2016 年，公司实现营业收入 8.40 亿元，同比增长 14.00%，毛利率为 11.05%，同比下降 1.99 个百分点。

表4 2015~2016年公司营业收入及毛利率情况
(单位: 万元、%)

项目	2015年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	73674.99	13.04	83992.50	11.05

资料来源：公司提供

2. 经营分析

公司主要承担莱州市市政基础设施建设业务。2016 年，公司营业收入 8.40 亿元，同比增长 14.00%，主要系莱州市市政工程量增加导致确认收入增长所致；毛利率方面，2016 年，毛利率为 11.05%，同比下降 1.99 个百分点，主要是受“营改增”影响，本期将未缴纳

的营业税并入收入，以调整后的前期累计收入为基础，按照 6% 税率计算增值税，从而使得计税基础增加，差额冲减本期收入，导致营业收入增长率小于营业成本增长率所致。

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。2016 年仍沿用该原则。

表 5 2015~2016 年公司项目代建结算情况

(单位: 亿元)

项目	类别	2015年	2016年
基础设施建设	工程成本	6.41	7.47
	结算收入	7.37	8.40

资料来源: 公司提供

莱州市人民政府与公司就“14 莱州债/14 莱国资”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。2016 年公司收

到财政回购款 1.50 亿元，计入营业收入。

表 6 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 (已到位)	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“14 莱州债/14 莱国资”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。2016 年公司收到财政补贴 3.41 亿元用于该项目回款，计入营业外收入。

3. 公司在建及拟建项目计划投资情况

截至 2016 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项目；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 28.91 亿元，完成总投资额的 89.96%。

表 7 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 2016 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	95.00
莱州市南阳河流域水利综合治理工程	2012.9--2015.12	62000	58900	95.00
莱州市农村公路修建改造项目	2013.4--2015.12	42000	38640	92.00
莱州市县路建设改造工程	2013.6--2016.6	52000	46800	90.00
莱州市水源及供水工程	2014.3--2016.12	57368	44748	78.00
莱州市市民文化活动中心	2013.5--2016.6	51000	45900	90.00
合计	—	321368	289088	89.96

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 2017~2018 年计划完成投资合计 5.23 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。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报告，该财务报告经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年公司纳入合并范围子公司无变化。

截至 2016 年底，公司资产总额 96.49 亿元，所有者权益 73.96 亿元；2016 年公司实现营业收入 8.40 亿元，利润总额 1.91 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 96.49 亿元，同比下降 0.84%，其中，流动资产占 44.56%，非流动资产占 55.44%，公司资产结构以非流动

资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产总额 43.00 亿元，同比增长 0.95%，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 79.34%。

截至 2016 年底，公司货币资金为 1.40 亿元，全部为银行存款，公司不存在受限制的货币资金。公司 2016 年底货币资金同比下降 68.38%，系本年公司归还借款及支付借款、债券利息所致。

截至 2016 年底，公司应收账款为 34.11 亿元，同比增长 10.00%，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（莱州市财政局对本期债券募投项目产生的未来应收账款均分 8 年支付）。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。从账龄结构来看，公司应收账款 1 年以内的占 25.19%，1~2 年的占 21.60%，2~3 年的占 32.51%，3~4 年的占 20.70%，综合账龄较长。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 7.04 亿元，同比增长 4.98%，主要为应收山东中昌开发建设集团有限公司城建分公司（占

17.42%)、莱州市自来水公司(占 14.76%)、莱州市水务局(占 9.17%)、莱州市基础处理有限公司(占 8.91%)及莱州市国土资源局(占 7.30%)款项。从账龄结构来看,公司其他应收款 1 年以内的占 38.87%,1~3 年的占 20.30%,3~5 年的占 16.02%,5 年以上的占 24.81%。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 2016 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 2015/2016 年用于确认收入在年底进行结转的存货详情。

表 8 2015、2016 年公司存货结转详情(单位:万元)

项 目	2015 年总额	2016 年总额
工程施工	64065.21	74710.99
其中:西部增长极工程	21317.97	49389.03
市民活动中心工程	22508.54	12245.33
市区道路摊铺工程	1343.71	2945.27
绿化工程款	1923.18	-
南阳河改造工程	-	1832.88
市政设施及维修	-	1271.61
云峰桥	-	886.49
店文线工程	1335.88	-
路灯工程	1220.90	814.05
其他零星工程	14415.03	5326.33
合 计	64065.21	74710.99

资料来源:公司审计报告

截至 2016 年底,公司非流动资产合计 53.49 亿元,同比下降 2.23%,主要由可供出售金融资产(占比 1.10%)、固定资产(占比 0.76%)以及无形资产(占比 98.13%)构成。

截至 2016 年底,公司无形资产原值为 60.90 亿元,累计摊销为 8.40 亿元,无形资产净值为 52.49 亿元,全部为土地使用权。2016 年公司土地使用权未发生变化,其中账面价值 21.78 亿元的土地使用权用于获取抵押借款。

总体看,跟踪期内,公司整体资产变动较小;公司资产以无形资产和应收款项为主,流动性弱,公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

截至 2016 年底,公司所有者权益 73.96 亿元,同比增长 2.64%,其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 2.68%、81.90%、1.68%和 13.74%,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。

截至 2016 年底,公司负债合计 22.53 亿元,其中,流动负债占比 51.10%,同比上升 26.92 个百分点,非流动负债占比 48.90%,公司负债结构较上年底发生变化,以流动负债为主。

流动负债方面,截至 2016 年底,公司流动负债为 11.52 亿元,同比增长 88.61%,主要由应付账款(占 1.96%)、应交税费(占 4.16%)、应付利息(占 3.29%)、其他应付款(占 68.01%)和一年内到期非流动负债(占 22.58%)构成。

截至 2016 年底,公司其他应付款为 7.83 亿元,同比增长 94.20%,主要系收到莱州市滨海同展综合开发有限公司等公司的往来款增加所致,公司其他应付款主要包括应付莱州市人民医院 3.11 亿元、莱州市住房和规划建设局 1.01 亿元、莱州市林业局 0.26 亿元以及莱州市交通局 0.17 亿元;公司一年内到期非流动负债 2.60 亿元,全部是一年内到期的应付债券,本年莱州市政府代公司归还截至 2015 年底的一年内到期的非流动负债(代还资金部分冲销应收账款,部分作为营业外收入)。

非流动负债方面,截至 2016 年底,公司非流动负债为 11.02 亿元,主要有长期借款(占比 6.26%)和应付债券构成(占比 93.74%)。

截至 2016 年底,公司长期借款 0.69 亿元,同比下降 88.95%,主要系莱州市政府代公司归还长期借款(代还资金部分冲销应收账款,部分作为营业外收入),剩余长期借款全部为抵押借款;公司应付债券 10.33 亿元,同比下降 19.95%,主要系“14 莱州债”2017 年需偿还债券本金 2.60 亿元,转入一年内到期非流动负债科目所致。

截至 2016 年底,公司有息债务规模 13.62

亿元，同比下降 33.37%，其中，短期债务占 19.09%，长期债务占 80.91%。债务规模下降主要系公司长期借款减少所致。

从债务指标看，2016 年，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分别为 23.35%、15.55%和 12.97%，同比减少 2.60 个百分点、6.55 个百分点和 8.03 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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 8.40 亿元，同比增长 14.00%，营业成本 7.47 亿元，同比增长 16.62%，主要系莱州市市政工程量增加导致收入、成本增长。

期间费用方面，公司不存在销售费用，期间费用主要为管理费用，2016 年，公司管理费用为 1.68 亿元，较上年下降 31.40%，主要系“营改增”后原计入管理费用科目核算的土地使用税计入税金及附加所致；2016 年，公司期间费用占营业收入比重为 19.92%，较 2015 年下降 14.08 个百分点，公司整体期间费用控制能力好转，但公司期间费用仍对营业利润形成较大侵蚀，跟踪期内，公司营业利润为-1.51 亿元，较 2015 年基本持平。2016 年，公司获得政府补贴 3.41 亿元，主要为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；实现利润总额 1.91 亿元，同比增长 35.49%。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 1.92%，同比下降 10.39 个百分点，主要系受“营改增”影响，营业税转化为增值税后的差额进入当期损益所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 2.18%和 2.58%，得益于净利润的大幅增长，分别同比上升 0.66 个百分点和 0.63 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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入量为 8.15 亿元，同比增长 64.55%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 2.09 亿元（有部分为莱州市政府代公司偿还借款冲销应收账款，直接由莱州市政府偿还银行，因此没有产生现金流），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 2016 年应回收购款项 1.50 亿元；公司收到其它与经营活动有关的现金为部分政府补助资金（营业外收入包括莱州市政府代公司偿还的部分借款，直接由莱州市政府偿还银行，因此没有产生现金流）和往来款，共计 6.06 亿元；公司经营活动现金流出量为 9.60 亿元，同比增长 38.62%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金 6.20 亿元以及支付其他与经营活动有关的现金 2.26 亿元构成，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-1.44 亿元，较上年的-1.97 亿元净流出量有所下降。从现金收入比看，公司现金收入比为 24.89%，较去年的 23.20%有所增长，公司收现质量差。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入为 0.01 亿元，主要由收到其他与投资活动有关的现金构成；投资活动现金流出全部用于购建固定资产、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-0.01 亿元，投资活动产生的现金流规模小。

筹资活动方面，2016 年，公司无筹资活动现金流入；筹资活动现金流出量为 1.58 亿元，主要为偿还债务支付的现金 0.37 亿元（莱州市政府代公司偿还的一年内到期非流动负债与长期借款共计 6.47 亿元直接由莱州市政府偿还银行，因此没有产生现金流）以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.21 亿元构成。公

司 2016 年筹资活动现金流量净额为-1.58 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。

5. 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，2016 年底均为 373.38%，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 -12.55%；公司 2016 年底现金类资产 1.40 亿元，对短期债务不具有覆盖能力。总体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 3.19 亿元，同比增长 19.14%，全部债务/EBITDA 倍数为 4.27 倍。总体看，公司整体偿债能力弱。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额为 10.04 亿元，担保比率为 13.58%，担保比率较低，担保对象为莱州市通运交通项目管理有限公司、莱州市自来水公司以及莱州市人民医院，公司或有负债风险较小。

表 9 截至 2017 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
莱州市通运交通项目管理有限公司	13000	2031.09.05
莱州市通运交通项目管理有限公司	40000	2026.04.13
莱州市自来水公司	11000	2026.06.16
莱州市自来水公司	16400	2020.12.05
莱州市人民医院	20000	2017.06.17
合计	100400	--

资料来源：企业提供

截至 2016 年底，公司无银行授信额度，公司间接融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿债能力分析

截至跟踪日，联合资信所评公司待偿还债券本金合计 13.00 亿元。“14 莱州债/14 莱国资”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%，其中 2017 年 7 月需偿还本金的 20%，即 2.60 亿元。

2016 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金合计的 0.63 倍和 -0.11 倍，分别为分期偿还本金的 3.14 倍和 -0.55 倍。截至 2016 年底，公司 EBITDA 为待偿还债券本金合计的 0.25 倍，为分期偿还本金的 1.23 倍。

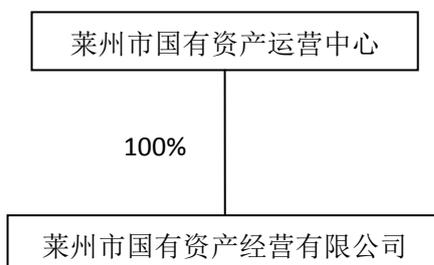
同时，公司与恒丰银行股份有限公司莱州支行（以下简称“莱州恒丰银行”）签订《流动性贷款支持协议》，协议规定：在“14 莱州债/14 莱国资”存续期间，当公司对其付息或本金兑付发生临时周转资金不足时，应在每次付息或本金兑付日前 15 个工作日通知莱州恒丰银行，莱州恒丰银行在每次付息或本金兑付前 5 个工作日给予公司流动性支持贷款（具体贷款金额以公司每次付息或本金兑付的偿债资金缺口为限），该流动性支持贷款仅用于为“14 莱州债/14 莱国资”偿付本息。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力一般，对本期债券每年分期偿还本金的保障能力较好，同时莱州恒丰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。

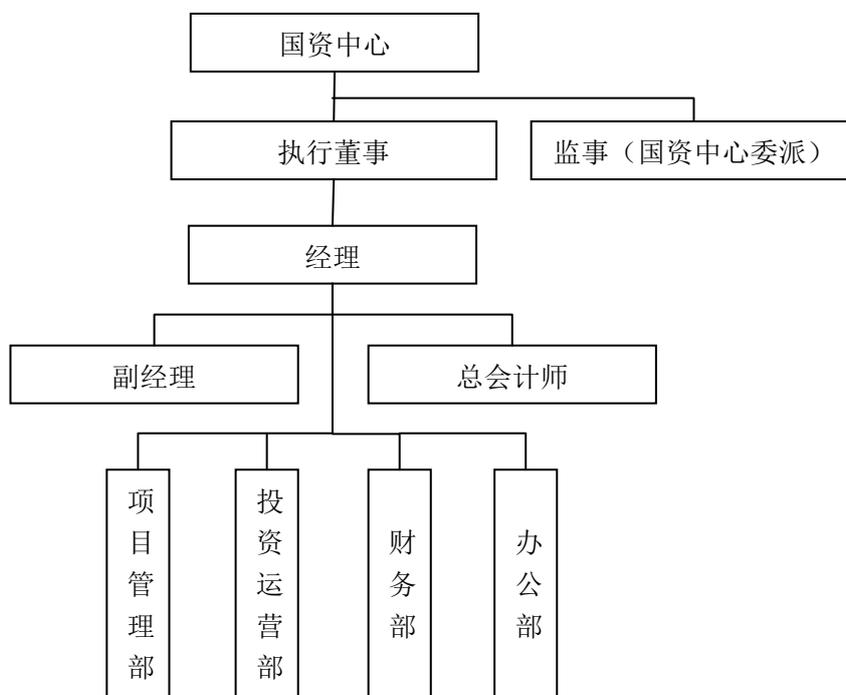
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“14 莱州债/14 莱国资”的信用等级为 AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.68	4.44	1.40
资产总额(亿元)	97.37	97.31	96.49
所有者权益(亿元)	70.64	72.05	73.96
短期债务(亿元)	2.03	1.29	2.60
长期债务(亿元)	19.25	19.15	11.02
全部债务(亿元)	21.28	20.44	13.62
营业收入(亿元)	11.09	7.37	8.40
利润总额(亿元)	1.58	1.41	1.91
EBITDA(亿元)	2.85	2.68	3.19
经营性净现金流(亿元)	-3.68	-1.97	-1.44
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.50	0.26	0.26
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.08	0.09
现金收入比(%)	54.24	23.20	24.89
营业利润率(%)	12.31	12.31	1.92
总资本收益率(%)	1.72	1.52	2.18
净资产收益率(%)	2.24	1.95	2.58
长期债务资本化比率(%)	21.41	21.00	12.97
全部债务资本化比率(%)	23.15	22.10	15.55
资产负债率(%)	27.45	25.95	23.35
流动比率(%)	554.47	697.58	373.38
速动比率(%)	554.47	697.58	373.38
经营现金流动负债比(%)	-49.19	-32.26	-12.55
全部债务/EBITDA(倍)	7.48	7.64	4.27

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/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	
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

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等级。