

# 信用等级公告

联合[2018] 1297 号

联合资信评估有限公司通过对鹤山市国营资产经营有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，“16 鹤山公资债 01/16 鹤山 01”的信用等级为 AA，“16 鹤山公资债 02/16 鹤山 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年六月二十五日



## 鹤山市国营资产经营有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>-</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>-</sup>

债券名称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01	3 亿元	2023/9/28	--	AA	AA
16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02	9 亿元	2023/12/7	AAA/AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	1.37	12.71	5.63
资产总额(亿元)	55.61	78.71	89.48
所有者权益(亿元)	48.20	49.48	51.95
短期债务(亿元)	0.00	0.36	2.32
长期债务(亿元)	4.86	26.03	30.92
全部债务(亿元)	4.86	26.38	33.23
营业收入(亿元)	10.12	13.83	13.93
利润总额(亿元)	3.00	1.92	1.57
EBITDA(亿元)	3.44	2.14	2.07
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-2.98	-6.59
营业利润率(%)	16.03	15.78	14.06
净资产收益率(%)	6.23	3.84	2.93
资产负债率(%)	13.32	37.14	41.94
全部债务资本化比率(%)	9.16	34.78	39.01
流动比率(%)	1853.43	1958.01	1030.23
经营现金流流动负债比(%)	-56.16	-93.83	-104.51
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	12.32	16.02

### 分析师

孙宏辰 任黛云

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

鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）为鹤山市唯一的基础设施建设主体。

跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，公司获得政府财政补贴方面的持续支持，资产及权益规模有所增长，债务负担仍然较轻。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仍较弱、收入实现质量差以及未来融资压力较大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着鹤山市工业城产业园完成建设并产生收入，公司收入规模和获现能力有望提高，有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”均设置分期偿付条款，在存续期的后 5 年末（2019~2023 年）每年偿还 20% 的债券本金。“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”以土地使用权进行抵押担保，跟踪期内，抵押土地评估值为 15.96 亿元，具有增信作用；“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）和广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保和广东再担保主体长期信用等级均为 AAA，代偿能力极强，有效提升了“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”的信用等级为 AA、“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，对公司经营发展提供了有利

的外部环境。

2. 公司存续期债券分别设置土地抵押和连带责任担保的增信措施，跟踪期内，抵押资产覆盖倍数较高且担保方担保实力极强，有效提升了存续期债券偿付的安全性。
3. 公司存续期债券均设置提前分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。

#### 关注

1. 公司流动资产中存货及应收类款项占比高，对资金占用明显。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司收入来源单一、整体盈利能力较弱，利润同比有所下滑。
3. 跟踪期内，公司收入实现质量仍处于较低水平。近两年，经营现金流持续表现为净流出。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由鹤山市国营资产经营有限公司（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。

## 鹤山市国营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”）关于鹤山市国营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

跟踪期内，鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册资本为1.00亿元，控股股东为鹤山市资产经营有限公司（以下简称“鹤山资产”），实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

截至2017年底，公司资产总额89.48亿元，所有者权益51.95亿元（其中少数股东权益0.82亿元）；2017年，公司实现营业收入13.93亿元，利润总额1.57亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪中山路217-223号（单号）首二层。公司法定代表人：郑国兵。

### 三、存续债券及募集资金使用情况

公司于2016年9月和12月发行“16鹤山国资债01/16鹤山01”和“16鹤山国资债02/16鹤山02”，募集资金分别为3.00亿元和9.00亿元，全部用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目。根据付息公告，公司已于2017年9月28日及12月7日支付两期债券利息。

表1 跟踪评级债券情况

债券简称	余额	到期日	票面利率
16鹤山国资债01/ 16鹤山01	3.00亿元	2023/9/28	4.08%
16鹤山国资债02/ 16鹤山02	9.00亿元	2023/12/07	5.08%
合计	12.00亿元	--	--

资料来源：公司提供

根据公司出具的《鹤山市国营资产经营有限公司关于“16鹤山国资债01”和“16鹤山国资债02”募集资金使用及2018年本息兑付风险自查的报告》，截至2017年底，两期债券募集资金专项账户共支出11.88亿元，均按规定投入于募集说明书约定的募投项目。

募投项目未来收益来源于厂房、宿舍、企业行政中心和其他服务设施等固定资产的出售、出租及污水处理收入，截至2017年底，该项目尚未产生收入或现金流入。

### 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP

模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关

键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

## 五、行业分析及区域经济

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策

鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

### （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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018

年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

## 2. 区域经济环境

公司作为鹤山市唯一的基础设施建设主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。

根据《2017 年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，鹤山市地区生产总值 318.94 亿元，增长 8.8%。分产业看，第一产业增加值 23.01 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 163.62 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 132.30 亿元，增长 10.5%。三大产业的比例是 7.2: 51.3: 41.5。人均地区生产总值 62957 元，增长 8.2%。

固定资产投资方面，2017 年鹤山市固定资产投资完成 212.15 亿元，增长 16.5%，其中基础设施 42 亿元，下降 7.1%；房地产开发 51.18 亿元，增长 32.7%；其他投资 118.97 亿元，增长 20.9%。按产业分，第一产业投资 1.46 亿元；第二产业完成投资 116.05 亿元，增长 29.3%；第三产业完成投资 94.64 亿元，增长 3.3%。

财政收入方面，2017 年鹤山市全市地方一般公共预算收入 27.39 亿元，增长 11.6%。其

中：增值税增长 11.4%，企业所得税增长 25.8%，个人所得税增长 1.5 倍。全市镇(街)财政收入 16.11 亿元，增长 17.0%，占全市财政一般公共预算收入的比重为 58.8%。

总体看，跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，对公司经营发展提供了有利的外部环境。

## 六、基础素质分析

公司是鹤山市唯一的基础设施建设主体，区域垄断优势显著。跟踪期内，公司获得鹤山市政府给予的 399.74 万元污水处理补贴收入。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10440784001344503），截至 2018 年 1 月 18 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要进行鹤山市基础设施的投资建设，2017 年，公司实现营业收入 13.93 亿元，同比增长 0.70%，基础设施建设项目政府采购收入仍为其主要来源。

毛利率方面，市政建设项目毛利率受回购项目的不同而有所波动，2017 年，公司该板块毛利率 12.19%，同比下降 1.31 个百分点；同期，公司综合毛利率为 16.16%。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务或产品	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程建设服务	131648.47	95.20	13.50	132464.53	95.13	12.19
其他业务收入	6639.63	4.80	92.43	6786.28	4.87	93.67
合计	138288.10	100.00	17.29	139250.81	100.00	16.16

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 市政项目采购业务

该板块包含市政道路建设、市政工程建设等业务，主要由公司本部及子公司鹤山市城市建设发展有限公司（以下简称“鹤山城建”）负责。

公司负责基础设施建设资金筹集和工程建设，在建的基础设施项目均与鹤山市财政局签订了政府采购协议，每年按工程进度确认收入。毛利率由单个项目采购协议确定，一般不高于18.00%。鹤山市财政局根据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于覆盖项目的建设支出、融资费用及投资收益。实际操作中，鹤山市财政局代公司支付部分工程款给外包公

司，公司对鹤山市财政局的应收代建款相应减少。

跟踪期内，公司确认收入的基础设施建设工程主要包括国道 G325 线鹤山过境公路新建工程、鹤山市文化中心及公共人防工程项目、鹤山市人民医院新院区建设项目、鹤山市中小河流治理重点县综合整治及水系连通试点项目鹤山产业集聚区城镇化发展项目（首期）等，当年实现收入 13.25 亿元，规模较上年基本持平，毛利率小幅下降。截至 2017 年底，公司在建项目总投资 44.54 亿元，已完成投资 23.25 亿元，未来仍需投资 21.29 亿元，公司未来面临较大的融资压力。

表 4 截至 2017 年底公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2017 年底已投资金额	未来需投资金额
国道 G325 线鹤山过境公路新建工程	136461.00	121671.37	14789.63
鹤山市文化中心及公共人防工程项目	55719.96	48371.29	7348.67
鹤山市人民医院新院区建设项目	69674.40	6282.98	63391.42
鹤山市中小河流治理重点县综合整治及水系连通试点项目	16202.00	14580.43	1621.57
鹤山市村村通自来水工程项目	16011.00	7305.74	8705.26
国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程土地整治项目	24519.00	23106.09	1412.91
鹤山产业集聚区城镇化发展项目（首期）	126847.78	11229.29	115618.49
<b>合计</b>	<b>445435.14</b>	<b>232547.19</b>	<b>212887.95</b>

资料来源：公司提供

### (2) 其他业务

公司其他业务收入包括烟草销售收入，服务房屋出租收入及物业费收入等。2017 年，公司其他业务实现收入共计 0.68 亿元，其中房屋出租收入 0.62 亿元。由于投资性房地产以公允价值计量不计提折旧，房屋出租业务不结转成本，故公司其他业务毛利率较高。

## 3. 未来发展

公司主要经营基础设施投资和建设业务。近年来，公司利用鹤山市城市基础设施建设持续发展的机遇，形成了以城市基础设施建设业务为基石，物业管理与房屋租赁业务共同发展的经营模式。

整体看，跟踪期内，公司在建项目计划投资规模较大，公司面临较大的融资压力；未来随着鹤山市基础设施建设的不断推进，公司营

业收入有望提升。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。合并范围方面，2017 年公司合并范围未发生变化，财务可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 89.48 亿元，所有者权益 51.95 亿元（其中少数股东权益 0.82 亿元）。2017 年公司实现营业收入 13.93 亿元，利润总额 1.57 亿元。

### 2. 资产质量

2017 年底，公司资产总计 89.48 亿元，同

比增长 13.69%，主要系存货及在建工程的增长所致；其中流动资产占 72.57%，非流动资产占 27.43%，公司资产以流动资产为主。

表 5 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>62.23</b>	<b>79.06</b>	<b>64.94</b>	<b>72.57</b>
货币资金	12.71	16.15	5.63	6.29
应收账款	7.34	9.33	9.87	11.03
其他应收款	8.54	10.85	10.32	11.54
存货	33.53	54.60	38.85	43.42
<b>非流动资产</b>	<b>16.48</b>	<b>20.94</b>	<b>24.55</b>	<b>27.43</b>
投资性房地产	6.35	8.07	7.34	8.20
在建工程	7.38	9.37	10.56	11.80
<b>资产总额</b>	<b>78.71</b>	<b>100.00</b>	<b>89.48</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告

### 流动资产

2017 年底，公司流动资产 64.94 亿元，同比增长 4.36%，主要系应收账款和存货的增长所致。

2017 年底，公司货币资金 5.63 亿元，同比下降 55.70%，主要为银行存款，无使用受限资金。

2017 年底，公司应收账款 9.87 亿元，同比增长 34.43%，其中 9.86 亿元为应收鹤山市财政局代建款；公司应收账款未计提坏账准备。2017 年底，公司其他应收款 10.32 亿元，同比增长 20.85%，主要为往来款。

表 6 2017 年底公司其他应收款余额前 5 名情况  
（单位：亿元、%）

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
鹤山市鹤润发展有限公司	往来款	2.59	25.12	0-2年
鹤山市水利工程项目管理所	往来款	2.46	23.83	0-2年
鹤山市资产经营有限公司	往来款	1.31	12.69	1年以内
鹤山工业城管理委员会	往来款	0.89	8.64	1年以内
鹤山市兴鹤实业有限公司	往来款	0.54	5.25	1年以内
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>7.80</b>	<b>75.53</b>	<b>--</b>

数据来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货账面价值 38.85 亿元，同比增长 15.87%，包括开发成本 31.49 亿元、土地使用权 7.35 亿元和少部分库存商品，公司未对上述资产计提跌价准备。

### 非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 24.55 亿元，同比增长 48.95%，主要系在建工程的增长所致。

公司投资性房地产主要为政府无偿注入的房产。2017 年底，公司投资性房地产 7.34 亿元，同比增长 15.53%，增长主要源于以前年度划入但是一直未办理产权变更的房产。

2017 年底，公司在建工程余额为 10.56 亿元，同比增长 43.13%，主要系公司对鹤山市工业城产业园区建设工程和通信设备制造项目厂房及配套设施建筑工程的新增投入。

整体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成变化不大。流动资产中存货及应收类款项占比高，对资金占用明显。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

## 3. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 51.95 亿元（其中少数股东权益 0.82 亿元，同比增长 19.43%），同比增长 5.00%，主要由实收资本（占 1.96%）和资本公积（占 80.45%）构成。2017 年底，公司资本公积同比增长 2.05%，系以前年度划入的房产完成产权变更手续入账所致。

总体来看，公司所有者权益稳定性好。

### 负债

2017 年底，公司负债总额 37.53 亿元，同比增长 28.41%，主要源于长期借款的增长。其中流动负债占 16.79%，非流动负债占 83.21%。

2017 年底，公司流动负债 6.30 亿元，同比增长 98.33%，主要由短期借款（占 10.31%）、应付账款（占 34.25%）、应交税费（占 13.43%）、其他应付款（占 13.74%）和一年内到期的非流动负债（占 26.46%）构成。

2017 年底，公司短期借款 0.65 亿元，为年内新增的保证借款；应付账款 2.16 亿元，同比增长 624.65%，主要为应付工程款。

2017 年底，公司其他应付款 0.87 亿元，同比下降 63.95%，主要为往来款及工程质保金。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 1.67 亿元，系一年内到期的长期借款。

2017 年底，公司非流动负债 31.23 亿元，同比增长 19.88%，主要系长期借款的增长所致。2017 年底，公司长期借款 19.01 亿元，同比增长 34.41%，主要为质押保证借款；应付债券合计 11.90 亿元，包括 2.97 亿元“16 鹤山公资债 01/16 鹤山 01”和 8.93 亿元“16 鹤山公资债 02/16 鹤山 02”。

表 7 2016~2017 年公司债务情况  
(单位: 亿元、%)

科目	2016 年	2017 年
短期债务	0.36	2.32
长期债务	26.03	30.92
全部债务	26.38	33.23
资产负债率	37.14	41.94
全部债务资本化比率	34.78	39.01
长期债务资本化比率	34.47	37.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017 年底，公司全部债务 33.23 亿元，同比增长 25.97%，短期债务和长期债务分别占比 6.97% 和 93.03%。从债务指标看，2017 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分别为 41.94%、39.01% 和 37.31%，均较 2016 年底有所上升。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，负债构成以长期负债为主，债务负担仍较轻。

#### 4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 13.93 亿元，同比增长 0.70%；营业利润率有所下降，2017 年为 14.06%，同比下降 1.72 个百分点。

表 8 公司收入及盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年
营业收入	13.83	13.93
营业利润	1.73	1.43
利润总额	1.92	1.57
营业利润率	15.78	14.06
总资本收益率	2.72	2.27
净资产收益率	3.84	2.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，公司期间费用仍主要由管理费用和财务费用构成，2017 年，公司期间费用 0.66 亿元，主要包括 0.27 亿元管理费用和 0.35 亿元财务费用，期间费用率为 4.73%。

非经常性损益方面，2017 年公司实现投资收益 0.14 亿元，对公司利润形成良好补充；同期，公司营业外收入 0.15 亿元，其中 0.11 亿元为子公司鹤山市金叶发展公司（以下简称“金叶公司”）调减账龄 3 年以上未支付的款项（为以前年度计提款项，鹤山市审计局审计后要求调减未支付款项）转入营业外收入。

2017 年，公司营业利润及利润总额分别为 1.43 亿元和 1.57 亿元，同比均有所下降。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为 2.27% 和 2.93%。

总体看，公司营业收入主要来自政府采购的市政基础设施建设工程，公益性质强且来源较单一、对政府依赖大。跟踪期内，公司营业收入基本稳定但利润规模及盈利指标均下滑，公司自身盈利能力较弱。

#### 5. 现金流分析

经营活动现金流入方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 2.54 亿元，现金收入比为 18.24%，收入实现质量差，主要系部分项目未到结算点所致。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与鹤山市鹤润发展有限公司（鹤山市国资委下属投资平台）等公司的往来款项，2017 年分别为 5.29 亿元和 8.28 亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付现

金 5.83 亿元，同比增长 22.84%。2017 年公司经营活动现金净流出 6.59 亿元，经营活动现金流情况进一步恶化。

表 9 公司主要现金流量数据及指标 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	8.80	7.83
经营活动现金流出	11.78	14.42
经营活动现金流量净额	-2.98	-6.59
投资活动现金流量净额	-6.66	-6.83
筹资活动现金流量净额	20.98	6.34
现金收入比	40.84	18.24

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面, 2017 年, 公司投资活动现金流入较小, 投资活动现金流出 6.93 亿元, 主要为购建固定资产、无形资产 (鹤山市工业城产业园区建设工程项目) 等支付的现金和投资支付的现金。2016 年, 公司投资支付的现金为 1.24 亿元, 主要系金叶公司对鹤山市农村信用合作联社的投资 1.02 亿元。2017 年公司投资活动现金净流出 6.83 亿元。

筹资活动方面, 公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金 7.17 亿元; 此外, 公司吸收投资收到 0.14 亿元, 系少数股东对公司子公司注资。公司筹资活动流出为偿还债务本息支付的现金, 共计 1.27 亿元。2017 年, 公司筹资活动现金流量净额为 6.34 亿元, 净流入规模较 2016 年大幅下降。

总体看, 跟踪期内, 公司经营活动收现质量差, 无法满足项目建设所需的大量资金投入, 仍需通过一定规模的外部融资来满足资金需求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 1030.23% 和 413.85%, 较 2016 年底均有较大程度的下滑。公司流动资产中存货占比大, 资产整体流动性较弱, 经营活动现金流量净额为负, 但考虑到公司短期债务规模较小, 公司短期偿债能力尚

可。

从长期偿债能力指标看, 2017 年, 公司 EBITDA 同比小幅下降 3.11% 至 2.07 亿元, 全部债务/EBITDA 为 16.02 倍, 公司长期偿债能力有所下降。综合考虑公司在鹤山市城市基础设施建设中的垄断地位, 且债务负担轻, 公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底, 公司共获得银行授信 15.20 亿元, 未使用额度 5.10 亿元, 公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底, 公司对外担保合计 4.45 亿元, 担保比率为 8.57%, 被担保单位鹤山市兴鹤实业有限公司和鹤山市润鹤发展有限公司均为国有公司, 目前经营正常, 公司或有负债风险可控。

表 10 2017 年底公司对外担保明细

(单位: 万元)

被担保单位	担保金额
鹤山市兴鹤实业有限公司	39500.00
鹤山市润鹤发展有限公司	5000.00
合计	44500.00

资料来源: 公司提供

## 十、存续期债券偿债能力分析

截至 2017 年底, 公司存续债券为“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”及“16 鹤山国资债 02/16 鹤山 02”, 债券余额分别为 3.00 亿元和 9.00 亿元。上述两期债券期限均为 7 年, 均设置存续期后 5 年等额分期偿还本金条款。2019~2023 年, 公司每年需偿还本金合计 2.40 亿元。2017 年, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为两期债券本金总额 (12.00 亿元) 的 0.17 倍和 0.65 倍, 分别为单年偿付额度 (2.40 亿元) 的 0.86 倍和 3.26 倍, 公司经营活动现金流入量对存续期内年均本金偿还金额的覆盖程度较好。

公司及子公司以持有的 4 宗土地使用权为“16 鹤山国资债 01/16 鹤山 01”提供担保。根据担

保协议，债券存续期内，抵押资产的价值与“16鹤山国资债01/16鹤山01”未偿还本金之和的比率（以下简称“抵押比率”）不低于2倍。债券存续期内，如果抵押比率低于2倍，抵押资产监管人将《追加抵押资产通知书》送达公司，公司或另一方提供追加资产；追加的抵押资产将按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。在抵押比率不低于2的前提下，公司可以向债券受托管理人申请置换全部或部分抵押资产。公司与中信银行鹤山分行签订《抵押资产监管协议》，聘请中信银行鹤山分行作为“16鹤山国资债01/16鹤山01”抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。

根据国众联资产评估土地房产估价有限公司出具的《资产评估报告》（国众联评报字（2018）第2-0316号，评估基准日2018年3月9日），用于抵押担保的4宗土地使用权面积合计22.32万平方米，评估价值15.96亿元，较上一评估日增加6.56亿元，有效期为2018年3月9日至2019年3月8日。“16鹤山国资债01/16鹤山01”发行金额3.00亿元，截至目前抵押比率为5.32倍，满足担保协议要求，抵押资产对“16鹤山国资债01/16鹤山01”具有较好的保障能力。

此外，在“16鹤山国资债01/16鹤山01”存续期内，当公司对其付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，中信银行股份有限公司鹤山支行承诺在付息或兑付首日前10个工作日给予公司不超过4亿元的流动性支持贷款。

“16鹤山国资债02/16鹤山02”发行金额9.00亿元，其中6.92亿元和2.08亿元分别由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AAA，广东再担保主体长期信用等级为AAA。

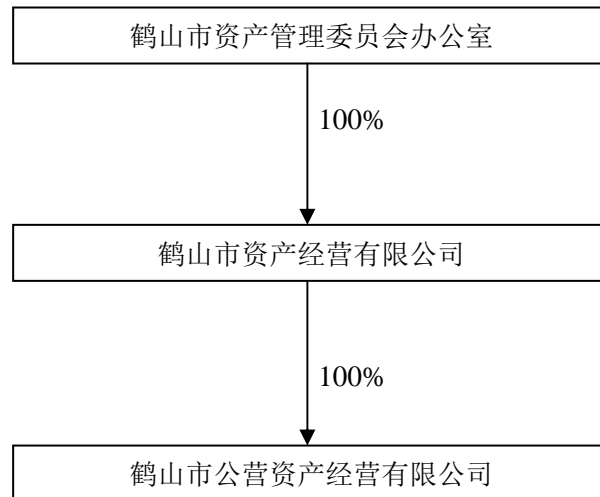
总体看，公司经营活动现金流入量对两期债券每年合计还本金额的覆盖程度较好，考虑到公司在鹤山市公共基础设施建设领域的重要

地位及两期债券的增信条款，“16鹤山国资债01/16鹤山01”到期不能偿还的风险很低，“16鹤山国资债02/16鹤山02”到期不能偿还的风险极低。

## 十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，“16鹤山国资债01/16鹤山01”的信用等级为AA，“16鹤山国资债02/16鹤山02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 2017 年底公司股权结构图及组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	1.37	12.71	5.63
资产总额(亿元)	55.61	78.71	89.48
所有者权益(亿元)	48.20	49.48	51.95
短期债务(亿元)	0.00	0.36	2.32
长期债务(亿元)	4.86	26.03	30.92
全部债务(亿元)	4.86	26.38	33.23
营业收入(亿元)	10.12	13.83	13.93
利润总额(亿元)	3.00	1.92	1.57
EBITDA(亿元)	3.44	2.14	2.07
经营性净现金流(亿元)	-1.43	-2.98	-6.59
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.10	1.88	1.62
存货周转次数(次)	0.26	0.35	0.32
总资产周转次数(次)	0.20	0.21	0.17
现金收入比(%)	55.60	40.84	18.24
营业利润率(%)	16.03	15.78	14.06
总资本收益率(%)	6.40	2.72	2.27
净资产收益率(%)	6.23	3.84	2.93
长期债务资本化比率(%)	9.16	34.47	37.31
全部债务资本化比率(%)	9.16	34.78	39.01
资产负债率(%)	13.32	37.14	41.94
流动比率(%)	1853.43	1958.01	1030.23
速动比率(%)	565.07	902.98	413.85
经营现金流动负债比(%)	-56.16	-93.83	-104.51
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	12.32	16.02

### 附件 3 主要财务计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 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：

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

## 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。