

信用等级公告

联合[2016]1175 号

鹤山市国营资产经营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2016 年第一期公司债券进行综合分析和评估，确定：

鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

鹤山市国营资产经营有限公司拟发行的 2016 年第一期公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年九月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2016 年第一期鹤山市国营资产经营有限公司

主动评级报告

本期债券信用等级：AA_{pr}
发行人主体信用等级：AA_{pr}
评级展望：稳定
发行规模：3 亿元
债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息；在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年底，每年按照发行额 20% 的比例偿还本金

评级时间：2016 年 9 月 20 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	43.90	47.10	55.61
负债总额(亿元)	8.30	10.54	7.41
所有者权益(亿元)	35.60	36.56	48.20
长期债务(亿元)	5.17	7.91	4.87
全部债务(亿元)	5.77	7.91	4.87
营业收入(亿元)	8.15	8.24	10.12
净利润(亿元)	1.42	1.98	3.00
EBITDA(亿元)	1.83	2.35	3.44
经营性净现金流(亿元)	1.25	0.08	-1.43
营业利润率(%)	17.67	24.20	16.03
净资产收益率(%)	--	5.48	7.09
资产负债率(%)	18.91	22.38	13.32
全部债务资本化比率(%)	13.95	17.79	9.17
流动比率(倍)	12.84	17.26	18.53
EBITDA 全部债务比(倍)	0.32	0.30	0.71
EBITDA 利息倍数(倍)	4.49	6.07	5.60
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.61	0.78	1.15

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、本期发债额度以 3 亿元为测算基础；4、长期应付款中的计息部分已加至长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为鹤山市唯一的基础设施建设主体，在城市基础设施建设方面具有垄断地位，公司获得政府支持力度较大，持续性强。同时，联合评级也关注到本期债券发行后对公司财务指标影响较大、公司收入结构单一和盈利能力弱等因素对公司日常经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着鹤山市经济的发展，公司经营的外部环境有望得到逐步改善，鹤山市政府对公司的支持有望持续，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司针对本期债券设置了偿债资金账户，并与中信银行股份有限公司鹤山支行签订了《偿债资金专项账户监管协议》，有利于本期债券本金的归集。本期债券设立提前偿付条款，有利于缓解集中偿付压力。公司及其下属子公司对本期债券采用自有土地使用权进行抵押担保，土地评估价值对本期债券保障能力好。基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来鹤山市财政实力不断增强，一般公共预算收入占比较高，稳定性较好，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是鹤山市从事基础设施建设的唯一主体，区域垄断优势突出，政府支持力度较大。

3. 本期债券通过土地抵押担保进一步提供偿债保障，增新措施设置合理，有助于保障本期债券的偿还。

4. 本期债券提前分期偿还本金，同时公

司设置了偿债资金专项账户，有助于提升本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司已投资的基础设施项目投资量较小，收入结构单一，整体盈利能力较弱。
2. 公司日常经营市场化运作程度低，对政府支持依赖程度较高。
3. 公司应收类款项规模较大，对公司资金形成一定占用。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

康赣华

电话：010-85172818

邮箱：kanggh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由鹤山市国营资产经营有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因鹤山市国营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。联合评级、评级人员与鹤山市国营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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对鹤山市国营资产经营有限公司主体及本期公司债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

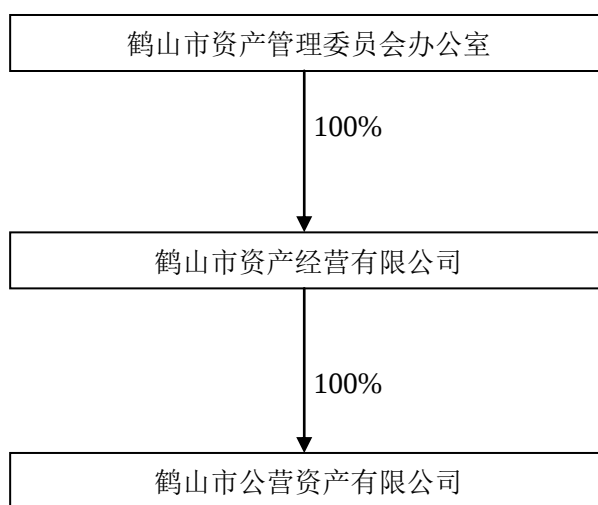
分析师：


周旭 陈新华
联合信用评级有限公司

一、主体概况

鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）系根据鹤山市人民政府鹤府[2002]25 号文件精神和鹤山市资产管理委员会鹤资委[2002]4 号文件的规定，由鹤山市资产经营有限公司（以下简称“鹤山资产”）出资组建的国有独资公司，初始注册资本 300.00 万元。2013 年 9 月 16 日，根据鹤山市资产管理委员会《关于同意增加鹤山市国营资产经营有限公司增加注册资本的批复》（鹤资办[2013]31 号），鹤山资产以货币资金 1.00 亿元增加公司注册资本，其中：缴纳新增公司注册资本 9,700.00 万元，补足原注册资本 300.00 万元，该次增资已经华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所“华寅五洲验字[2013]5-1902 号”验资报告验证。截至 2015 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，实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要负责城市基础设施建设项目和重点项目投资；经营管理授权范围内的国有资产，通过资产出让、收购、置换、参股、控股、公司（企业）改制，实现国有资产保值增值；土地开发及管理；提供融资和担保服务；提供对外招商引资服务。

截至 2015 年底，公司下设经营部、财会部和办公室共 3 个部门；公司拥有一级子公司 7 家（其中全资子公司 6 家，控股子公司 1 家），二级子公司 4 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 55.61 亿元，负债总额 7.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 48.13 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 10.12 亿元，净利润（含少数股东损益）3.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 3.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.47 亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪镇新城苑 63 号；法定代表人：余秉科。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司拟发行 2016 年第一期公司债券，为 7 年期固定利率债券，发行规模为 3.00 亿元。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券在存续期内，每年付息一次。本

期债券设置了提前偿付条款，在债券发行后第三年起，即在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年底分别按照 3.00 亿元债券发行额度的 20.00% 偿还债券本金。

本期债券通过土地抵押的方式增信。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金全部用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目。

三、行业分析

1. 行业状况

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。

总体看，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. 鹤山市经济环境

鹤山市是广东省江门市下辖县级市，地处广东省南部珠江三角洲腹地，东与佛山市南海区、顺德区隔江相望；北与佛山市高明区相临；南与江门市蓬江区、新会区相近；西与开平市、新兴县接壤。鹤山市所处地理位置优越、交通便利，高速公路四通八达，325国道、佛开高速、江鹤高速、江肇高速、广珠铁路以及正在兴建的江罗高速、珠三角城际轻轨贯通境内。市内各镇（街）半小时生活圈基本形成，市外与广州、佛山、肇庆、东莞、中山、珠海、江门等城市形成一小时生活圈。截至2015年底，鹤山市常住人口50.24万人，城镇人口比重60.80%，城镇人口30.54万人。

近年来，伴随广东省经济的高速增长，鹤山市城市化进程不断加快。根据《2015年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2015年全市地区生产总值259.98亿元，增长8.70%。分产业看，第一产业增加值18.42亿元，增长4.00%；第二产业增加值141.84亿元，增长8.00%；第三产业增加值99.72亿元，增长10.70%。三大产业的比例是7.08:54.56:38.36。人均地区生产总值51,794.00元，增长8.50%。2015年，全年鹤山市居民人均可支配收入为20,732.20元，比上年增长9.60%；全年城镇常住居民人均可支配收入25,552.20元，比上年增长8.90%；农村常住居民人均可支配收入13,492.50元，比上年增长7.60%。

固定资产投资方面，2015年鹤山市全年固定资产投资153.82亿元，增长15.20%。按投资结构分，基础设施投资27.13亿元，增长0.50%；房地产投资53.67亿元，增长6.10%；其他投资73.02亿元，增长30.60%。按产业分，第一产业投资1.95亿元；第二产业投资63.41亿元，增长28.80%，其中制造业投资58.97亿元，增长38.00%；第三产业投资88.47亿元，同比增长6.70%。全年房地产投资53.67亿元，增长6.10%。商品房施工面积370.83万平方米，增长0.90%；商品房竣工面积44.13万平方米，下降47.80%；商品房销售面积77.43万平方米，增长35.80%，商品房销售额40.12亿元，增长16.80%；商品房待售面积36.98万平方米，增长19.50%。

3. 财政及政府债务

2013~2015年，鹤山市地方财政总收入波动增长，三年分别为41.12亿元、33.74亿元和43.28亿元，2014年财力下降较大主要原因是受土地行情不佳，地方基金收入大幅下滑所致。其中，一般公共预算收入年均复合增长13.34%，2015年为24.25亿元，占全市地方财政总收入的56.03%；上级补

助收入年均增长16.81%，2015年为4.76亿元，占财政总收入的13.98%，占比较低，主要是专项转移支付收入和税费返还，其中专项是农田水利项目争取的上级补助资金；政府性基金收入年均复合下降15.52%，2015年占比为24.75%，主要由土地出让金组成；预算外财政专户收入呈持续下降趋势，2015年为2.27亿元。

表1 鹤山市全口径财政收入情况（单位：万元、%）

项目	2013年	2014年	2015年	复合增长率
（一）一般预算收入	188,757	214,426	242,489	13.34
1、税收收入	142,254	160,159	169,814	9.26
2、非税收入	46,503	54,267	72,675	25.01
（二）上级补助收入	44,360	47,585	60,527	16.81
1、一般性转移支付收入	6,983	10,358	12,727	35.00
2、专项转移支付收入	20,130	19,980	30,553	23.20
3、税收返还收入	17,247	17,247	17,247	0.00
（三）政府性基金收入	150,073	49,048	107,115	-15.52
其中：国有土地使用权出让金	133,085	28,382	96,355	-14.91
（四）预算外财政专户收入	27,981	26,326	22,685	-9.96
地方财政总收入=（一）+（二）+（三）+（四）	411,171	337,385	432,816	2.60

资料来源：鹤山市财政局

截至2015年底，鹤山市地方债务余额为24.75亿元，全部为一般债务，鹤山市债务负担率为57.19%，鹤山市全市口径债务负担一般。

表2 2015年底鹤山市全口径债务情况（单位：万元、%）

地方财力（截至 2015 年底）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	242,489	（一）一般债务余额	247,531
1. 税收收入	169,814	1. 国债转贷资金	--
2. 非税收入	72,675	2. 解决地方金融风险专项借款	--
（二）转移支付和税收返还收入	60,527	3. 国内金融机构借款	90,494
1. 一般性转移支付收入	12,727	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	532
2. 专项转移支付收入	30,553	4. 债券融资	74,570
3. 税收返还收入	17,247	（1）中央代发地方政府债券	--
（三）国有土地使用权出让收入	107,115	5. 其他（村级及其他单位借款）	82,467
1. 国有土地使用权出让金	96,355	（二）专项债务余额	--
2. 国有土地收益基金	--	1. 政府担保的国内金融机构借款	--
3. 农业土地开发资金	1,031	2. 政府担保的融资平台债券融资	--
4. 新增建设用地有偿使用费	--	--	--
（四）预算外财政专户收入	22,685	--	--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	432,816	地方政府债务余额	247,531
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			57.19

资料来源：鹤山市财政局

总体看，鹤山市财政总收入中一般预算收入持续增长，且占比较大，政府基金收入波动增长，财政收入稳定性一般；鹤山市全市债务负担一般。

4. 区域发展

根据《中共鹤山市委关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》以及鹤山市市长在 2016 年 1 月 26 日鹤山市十四届人大六次会议所作的《政府工作报告》,“十三五”期间,鹤山市将以打造珠西制造中心、珠西物流中心和珠江三角洲乡村生态旅游中心为支撑,奋力建设珠西门户城市,并于 2018 年全面建成小康社会。鹤山市要以加快产业结构调整、扩展发展空间、加强基础设施建设为目标,坚持统筹规划、优化布局、完善功能的原则,加快交通、电力、供水、水利、市政等基础设施建设,形成与经济社会发展相适应的基础设施体系。鹤山市将以此为契机,加大对基础设施建设的投入力度,进一步优化投资环境,同时依托一系列的政策优惠,吸引优秀企业前来投资发展,加快鹤山产业结构调整,引导鹤山经济快速发展。

总体看,鹤山市将继续加大对基础设施的投入力度,鹤山经济有望快速发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是经鹤山市人民政府批准成立的国有独资公司,鹤山市资产管理委员会办公室(以下简称“鹤山市资产办”)全资持有鹤山资产,鹤山资产是公司的唯一股东,持有公司 100.00%股权(该公司为股权投资企业,本部无经营业务)。因此鹤山市资产办是公司实际控制人。公司是鹤山市城市基础设施建设的唯一主体,垄断地位突出,其经营领域和投资范围涵盖了城市基础设施建设和重点项目投资等公用行业。

总体看,作为鹤山市城市基础设施建设的唯一主体,公司区域垄断地位突出。

2. 人员素质

公司共有董事会成员 5 人(其中 4 人兼任高级管理人员)、监事会成员 5 人,总经理 1 人。

余秉科,男,1958 年 6 月出生,中共党员,大学学历。1989~2002 年任鹤山市共和镇干部、企业办主任、副镇长,2002~2014 年先后任商贸资产经营有限公司副总经理、鹤山市工联资产经营有限公司党委副书记、纪委书记、副总经理。2014 年至今任鹤山市资产管理委员会办公室副主任科员、鹤山市公营资产经营有限公司董事长兼总经理。

截至 2015 年底,公司(含本部及控股子公司)目前共有员工 85 人,其中具有本科及以上学历的 20 人,大专学历的 38 人,中专及以下的 27 人。从年龄构成上看,30 岁以下员工有 15 人,30~50 岁员工有 50 人,50 岁以上的有 20 人。

总体看,公司员工素质能够满足日常生产管理需要,高层管理人员具有丰富的政府工作经验,能够满足公司的日常经营。

3. 外部支持

公司是鹤山市重要的投融资平台,是鹤山市基础设施开发建设和投资主体。近年来,鹤山市政府对公司提供了多方面的支持,主要体现在以下几个方面:

(1) 股东增资

2013 年 9 月 16 日,根据《关于同意增加鹤山市公营资产经营有限公司增加注册资本的批复》(鹤资办[2013]31 号),鹤山资产以货币资金 1.00 亿元增加公司注册资本,其中:缴纳新增公司注册资本 0.97 亿元,补足原注册资本 0.03 亿元,该次增资业经华寅五洲会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所“华寅五洲验字[2013]5-1902 号”验资报告验证。经过本次增资,公司注册资本

增加至 1.00 亿元。

(2) 财政补贴

近年来，鹤山市人民政府不断给予公司市政建设专项补贴。根据鹤财企[2013]36、37、38 号、鹤财企[2014]33、34、35 号和鹤财企[2015]12、13 号文件，2013~2015 年公司分别获得补贴收入 0.39 亿元、0.30 亿元和 1.79 亿元。

(3) 土地注入及股权划拨

为了支持公司发展，近几年来，鹤山市人民政府不断将土地资源和股权等划转至公司，促进公司加快发展。

表 3 公司资本公积增长明细（单位：万元）

项目	时间	性质	总额	文件
改制形成	--	--	5,552.09	--
资产划拨	2009	土地	24,535.58	鹤府复[2009]103 号
		房产	15,672.34	鹤府复[2009]103 号
	2010	土地	66,081.68	鹤府复[2010]126 号
		固定资产	339.68	--
		股权	11,891.30	鹤府复[2010]65 号
	2011	土地	90,909.04	鹤府复[2011]95 号
		资金	1.50	--
		固定资产	2.90	--
	2012	土地	86,029.58	鹤府复[2012]57 号
		固定资产	108.83	--
		股权	7,110.89	鹤府复[2012]86 号
	2013	资金	300.00	鹤资办[2013]31 号
		固定资产	21.99	--
	2014	土地	896.35	鹤府复[2014]136 号
	2015	土地及房产	87,814.05	鹤府复[2014]21 号、鹤府复[2014]86 号、鹤府复[2014]101 号
合计	--	--	309,453.80	--

资料来源：公司审计报告

根据鹤府复[2014]136 号文件，鹤山市人民政府划拨 896.35 万元的土地；2015 年，鹤山市人民政府划拨房产及土地资产，共计 87,814.05 万元，计入“资本公积”科目，进一步提升了公司资产规模与质量。

(4) 市政项目政府采购

鹤山市人民政府委托公司作为主体对鹤山市基础设施开发建设，明确以政府采购方式收购公司承建的基础设施建设及土地开发整理项目，并由鹤山市财政局与公司签订政府采购协议，并按照财政预算逐年拨付采购资金。

2013~2015 年，鹤山市财政局对公司承建的项目进行了采购，采购总价分别为 7.93 亿元、4.17 亿元和 10.06 亿元。

总体看，鹤山市政府在股东增资、财政补贴、资产注入及政府采购等方面给予公司的支持力度大，为公司经营发展提供了有力保障。

五、公司治理

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《鹤山市国营资产经营有限公司章程》（以下简称“章程”）。公司由鹤山市资产经营有限公司出资设立，不设股东会，设立董事会、监事会和管理层。董事会、监事会和经营机构之间构建了责任清晰、授权严密、报告关系明确的公司治理结构，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司不设股东会，鹤山资产作为鹤山市国营资产有限公司的唯一股东，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；选择和更换公司管理者，决定有关公司管理者的报酬事项；批准董事会的工作报告；批准监事的工作报告；批准公司的年度财务预算方案、决算方案；批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对发行公司债券作出决定；对公司合并、解散、清算或者变更公司形式作出决定；修改公司章程；对股权转让事项作出决定。

公司设董事会，成员为五人，由股东任命。董事每届任期三年，任期届满，可以连任。董事会设董事长一人，董事长为公司法定代表人。董事会对股东负责，行使下列职权：执行股东的决定，并向股东报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司的增加或减少注册资本的方案；拟订公司合并、变更公司形式、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置；聘任或者解聘公司财务负责人，决定其报酬事项；制定公司的基本管理制度；编制年终财务报告，并聘请会计师事务所审计。

公司设监事会，设监事五名（其中职工代表两名），由股东任命，每届任期三年。任期届满，可以连任。董事、高级管理人员及财务负责人不得兼任监事，监事可以列席董事会会议。监事会行使下列职权：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东提出提案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司设总经理一名，由股东任命。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东决定；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章。

2. 管理体制

为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了一系列内部管理制度，涉及财务管理、项目管理、对子公司管控等各方面内容。

财务管理方面，公司实行“统一领导，集中管理”的财务管理体制。公司财务工作实行总经理负责制。财务管理的基本原则是：贯彻执行国家有关法律法规和财务规章制度，正确处理企业效益和社会效益的关系，正确处理国家、企业和个人三者的利益关系。财务管理的主要任务是：最大限度地实现资本增值和安全，提高资金使用效益，增强公司经济实力和抵抗风险的能力，建立健全财务规章制度，规范公司经济行为，对公司经济活动进行核算和监督。

费用管理方面，公司各项费用统一在财务部门列支和集中核算。费用管理实行分级审批的原则，公司总经理为最终审批人。费用的支出应做到开源节流，遵循“必要、合理、节约”的原则，尽量降低费用，减少开支，以达到“少花钱、多办事、办好事”的目的。

总体看，公司已建立系统的经营管理制度。随着公司进一步发展，公司的管理制度将进一步完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营市政道路建设、市政工程建设等城市基础设施投资和建设以及土地开发整理等业务，是鹤山市城市基础设施建设的唯一主体。2013~2015 年，公司分别实现营业收入 8.15 亿元、8.24 亿元和 10.12 亿元，实现净利润分别为 1.42 亿元、1.98 亿元和 3.00 亿元。

公司营业收入主要来源于市政建设项目政府采购收入，2013~2015 年该项收入有所波动，分别为 7.93 亿元、4.17 亿元和 10.06 亿元，占营业收入的比重分别为 97.40%、50.56%和 99.42%；公司工业、商业及服务业收入主要为相应行业的租赁收入，规模很小；公司其他业务收入主要为租赁收入，2014 年该项收入大幅增长主要原因是鹤山市人民政府收回下属子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司位于桃源镇竹朗村和沙坪街道鹤山大道旁的两宗国有建设用地使用权以及位于沙坪街道 42 宗房屋产权，并支付政策性拆迁补偿金 4.00 亿元，该项收入计入公司其他业务收入中。

表 4 2013~2015 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务或产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工业	--	--	--	--	--	--	130.23	0.13	-35.79
商业	383.50	0.47	11.01	467.75	0.57	9.73	388.78	0.38	10.30
服务业	197.78	0.24	59.97	226.11	0.27	62.29	66.39	0.07	100.00
市政建设项目政府采购	79,347.42	97.40	16.21	41,672.81	50.56	14.17	100,592.33	99.42	16.08
其他业务收入	1,538.32	1.89	93.45	40,058.97	48.60	34.63	3.35	0.00	100.00
合计	81,467.03	100.00	17.75	82,425.64	100.00	24.22	101,181.07	100.00	16.05

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，市政建设项目采购业务毛利率受采购项目的不同而有所波动，三年分别为 16.21%、14.14%和 16.08%。近三年，公司整体毛利率分别为 17.75%、24.22%和 16.05%，其中 2014 年毛利率较高的主要原因是其他业务收入中存在毛利率较高的拆迁补偿收入。

总体看，公司主营业务突出，近年来收入规模逐年增长，毛利率有所波动。

2. 市政项目采购业务

该板块包含市政道路建设、市政工程建设等城市基础设施投资和建设以及土地储备项目等业务。其中城市基础设施投资和建设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，土地储备项目主要由子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司（以下简称“鹤山公用”）负责。

（1）基础设施建设

城市基础设施建设工程的政府采购是公司主要业务收入来源，随着鹤山市社会经济快速发展，公司承建的基础设施建设工程逐年增长。

公司采用投资建设与政府采购模式开展城市基础设施建设业务，即由公司负责对城市基础设施项目进行投资和建设，鹤山市人民政府以实际发生费用，每年按进度确认公司收益。毛利率由单个项目采购协议确定，公司基础设施建设采购项目规定的毛利率一般在 18.00%左右。财政局根

据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于项目建设的代建投资额、融资成本及投资回报。由于公司根据完工百分比法确认成本，因此公司存货中已无基建开发成本。

2013 年以前，公司与鹤山市人民政府签订的采购协议项目有：鹤山市新环路路段接三连公路工程、鹤山市十号路工程、鹤山市鹤山大道（大岗路口至桃源河）排水工程、人民路改造工程、鹤山市新业路（东升路至文华路）工程、鹤山市 G325 与 X537 线连接线工程、鹤山市雁五线工程、鹤山市大林路（人民东路至鹤山大道）工程及鹤山大道至砚江河排水渠工程、鹤山市鹤山港至广珠铁路鹤山站公路工程等 9 个项目，总投资额为 14.92 亿元。截至 2015 年底，上述项目均已完工并结算确认收入。

近三年，公司与鹤山市财政局签署的重大项目主要有沙坪联围泵站工程、沙坪镇基础设施建设项目、沙坪镇及桃源镇基础设施开发建设项目及江门大道鹤山连接线工程等。2013~2015 年，公司该项业务实现收入分别为 56,061.26 万元、8,456.53 万元和 100,592.33 万元。其中，2014 年公司基础设施建设收入大幅下降，主要系公司承接的基建项目处于前期阶段，未进行收入确认所致；2015 年，公司基础设施业务板块收入较 2014 年度大幅增加，主要系江门大道鹤山连接线工程、工业城项目、文化中心首期工程、G325 新建工程、鹤山实验中学工程等多项城市基础设施建设项目确认收入所致。近三年，公司基础设施建设收入在市政项目采购业务收入所占比重分别为 70.65%、20.29%和 100.00%，呈波动上升趋势。

表 5 截至 2015 年底公司前五大在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	总投资	截至 2015 年底项目已投资金额	未来三年投资计划	
				2016	2017
江门大道鹤山连接线工程	2012.10	153,703.70	82,281.34	40,000.00	31,422.36
鹤山市文化中心工程	2015.05	41,800.86	10,576.81	20,000.00	11,224.05
国道 G325 线鹤山大雁山至桃源段改线工程	2015.04	136,461.00	2,184.64	70,000.00	64,276.36
鹤山实验中学工程	2009.10	19,783.13	14,017.89	5,765.24	--
新华路改造工程	2014.08	762.00	683.62	78.38	--
合计	--	352,510.69	109,744.30	135,843.62	106,922.77

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在建项目计划总投资 32.51 亿元，已完成投资额度为 10.97 亿元，2016~2017 年计划投资 24.28 亿元，公司仍存在较强的对外融资需求。

（2）土地开发整理

近年来，公司下属全资子公司鹤山市公用基础设施发展有限公司（以下简称“公用公司”）在对鹤山市城市基础设施建设过程中，完成了大量的土地整理开发项目。

运作模式方面，土地整理开发业务与基础设施建设业务相似，即由鹤山公用先行垫资负责对土地征地拆迁、三通一平等，每年鹤山市财政局根据平整进度确认鹤山公用收益并进行相应款项支付。根据《鹤山市财政局与鹤山市公用基础设施发展有限公司关于鹤山市土地储备项目之政府采购协议》，公司计划收储土地 5,900.52 亩，总投资为 135,424.00 万元，其中由市财政筹集资金 55,424.00 万元，其余由银行借款解决；确定总采购价格为 155,737.60 万元，毛利率在 13% 左右。2014 年，根据《关于同意将鹤山市工业城土地综合整治项目建设工程纳入城镇化建设项目的批复》（鹤府复[2014]8 号），鹤山市工业城土地综合整治项目的 1,100 亩土地将由子公司鹤山市工业投资有限公司进行整治开发，预计总投资为 4.20 亿元。

2015 年，随着鹤山市经济的发展以及退耕还林政策的推进，原定土地储备项目圈定范围已经

无法全部收储。公司2015年度对该项目投入为零，且预计以后年度不再投入。同时，由于公司定位转移，2015年，鹤山市工业城土地综合整治项目已移交鹤山市工业城发展管理办公室，公司已垫付成本款项由鹤山市工业城发展管理办公室归还。

2013年和2014年，公司分别实现土地整理开发业务收入23,286.16万元和33,216.28万元，2015年公司无该项业务收入。

总体看，城市基础设施建设项目的政府采购是公司主要业务收入来源，近年来收入波动增长。

3. 经营效率

2015年，公司存货周转次数、总资产周转次数和应收账款周转次数分别为0.26次、0.20次和2.76次，分别较2014年增加0.05次、0.02次和0.73次，主要系业务规模扩大，营业收入和成本增加所致。公司经营效率指标处于较低水平，总体看，公司经营效率一般。

4. 经营关注

(1) 经营项目单一

公司经营模式较为单一，主要依赖于市政府项目采购业务，占比最高。经营模式的单一使得公司应对外部环境变化的能力较低，公司整体的经营风险升高。

(2) 政策风险

由于公司自身属于地方政府投融资平台，若未来国家及当地政策发生转变，项目来源以及政府补助的金额面临不可持续风险，可能会对公司的整体盈利能力产生较大影响。

5. 未来发展

根据《鹤山市国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》、《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》以及鹤山市人民政府推出的“东移北拓南进”的城市空间发展战略，鹤山市将加快交通、电力、供水、水利、市政等基础设施建设，公司作为鹤山市城市基础设施建设的主体，在鹤山市的城市基础设施建设、土地整理开发等领域处于主导地位，具有专营优势。根据鹤山市人民政府《关于同意鹤山市公营资产经营有限公司未来五年发展规划的批复》（鹤府复[2014]98号），公司将进一步拓展业务规模，增强竞争力。

在项目融资方面，公司将继续稳步推进政策性银行、商业银行贷款等传统融资方式的基础上，加大融资方式创新力度，拓宽融资渠道，发挥资信、资本的组合优势，进一步加大项目融资力度，积极探索债券融资、间接利用外资的途径。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2013~2015年度审计报告，已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。

合并范围变化方面，2013年公司新设立子公司鹤山市营建投资有限公司；2015年，公司合并范围内新增鹤山圣宝汽车有限公司、鹤山市得润实业投资有限公司和鹤山市珠西智造投资有限公司3家子公司，以上公司的资产规模较小，合并范围的变动对财务数据影响小，可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额55.61亿元，负债总额7.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.20亿元，其中归属于母公司所有者权益合计48.13亿元。2015年公司实现合并营业收

入 10.12 亿元，净利润（含少数股东损益）3.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 3.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.47 亿元。

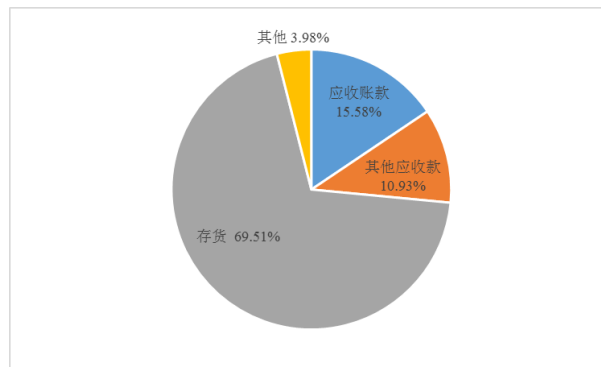
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额呈平稳增长态势，年均复合增长 12.55%，主要系投资性房地产和其他应收款增加所致。截至 2015 年底，公司资产总额 55.61 亿元，较上年底增长 18.07%，其中流动资产占比 84.67%，非流动资产占比 15.33%，以流动资产为主。

流动资产

近三年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 8.20%，主要系其他应收款和存货增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产 47.09 亿元，较上年底增长 3.63%，主要由应收账款（占比 15.58%）、其他应收款（占比 10.93%）和存货（占比 69.51%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金呈波动下降态势，年均复合下降 30.61%。截至 2015 年底，公司货币资金为 1.37 亿元，较上年底下降 71.62%，主要系公司偿还部分借款所致。公司货币资金主要以银行存款（占 99.99%）为主。

2013~2015 年，公司应收账款呈波动上升态势，年均复合增长 12.10%。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 7.33 亿元，较上年底大幅增长 220.86%，主要系应收鹤山市财政局的代建工程款和鹤山市土地储备中心的储备土地采购款增加所致。按账龄来看，公司应收账款 1 年以内的占比 73.07%，1~2 年的占比 18.71%，2~3 年的占比 8.22%，以 1 年以内为主。公司应收账款主要欠款单位为鹤山市财政局和鹤山市土地储备中心，占应收账款的比重为 99.99%，集中度很高，但对公司资金存在一定占用。

2013~2015 年，公司其他应收款规模快速上升，年均复合增长 50.95%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值 5.15 亿元，较上年底增长 16.41%，主要为政府部门的往来款。从账龄来看，1 年以内的占比 45.65%，1~2 年的占比 42.85%，2~3 年占比 7.94%，其余为 3 年以上，以 1 年以内的为主。从欠款单位看，前五名合计 3.30 亿元，占其他应收款总额的 63.01%，欠款单位主要鹤山市政府部门，欠款风险较小，但政府拨款有一定滞，回款时期存在不确定性，对公司资金存在一定占用。

表 6 截至 2015 年底公司其他应收款前五大欠款方情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	性质
鹤山市土地储备中心	17,212.12	32.87	往来款
鹤山市工业城发展管理办公室	5,000.00	9.55	往来款
鹤山市水利工程项目管理所	4,558.07	8.70	往来款
鹤山市财政局	4,900.00	9.36	往来款
鹤山市润鹤发展有限公司	1,326.20	2.53	往来款
合计	32,996.39	63.01	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.43%，截至 2015 年底，公司存货账面价值为 32.73 亿元，较上年底变化不大。公司存货主要为土地开发成本和基础设施建设开发成本。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 52.09%。截至 2015 年底，公司非流动资产 8.53 亿元，较上年底增加 6.86 亿元，主要系本年政府划入部分投资性房地产所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 75.01%）和长期股权投资（占比 15.25%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资变化不大，年均复合增长 0.81%。截至 2015 年底，公司长期股权投资 1.30 亿元，主要是对鹤山市供水有限公司和鹤山市城市建设开发有限公司的长期股权投资。

2013~2015 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 78.53%。截至 2015 年底，公司投资性房地产新增 6.40 亿元，主要系 2014 年鹤山市政府收回公司投资性房地产中的所有商铺产权，2015 年鹤山市人民政府无偿划入 848 宗评估价值为 6.40 亿元的房产，计入投资性房地产科目。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中流动资产主要以存货和应收账款为主；应收账款和其他应收款欠款单位主要为政府部门，回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。总体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债总额呈波动下降态势，年均复合下降 5.54%。截至 2015 年底，公司负债总额 7.41 亿元，较上年底下降 29.73%，其中流动负债占比 34.29%，非流动负债占比 65.71%，以非流动负债为主。

近三年，公司流动负债逐年下降，年均复合下降 9.93%。截至 2015 年底，公司流动负债 2.54 亿元，较上年底下降 3.50%，主要系预收款项减少所致。公司流动负债主要由其他应付款（占比 94.03%）和应交税费（占比 5.62%）构成。

2013~2015 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 0.19%。截至 2015 年底，公司其他应付款 2.39 亿元，较上年底下降 6.19%，主要系应付鹤山市兴鹤实业有限公司的往来款减少所致。从账龄看，公司其他应付款 1 年以内的占比 58.36%，1 年以上占比 41.64%，账龄分布较为分散。从欠款单位看，公司其他应付款前 5 名欠款方合计为 1.14 亿元，占全部其他应付款的 47.57%，集中度一般。

表 7 2015 年底公司其他应付账款前 5 名欠款方情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	性质
鹤山市兴鹤实业有限公司	6,839.17	28.63	往来款
鹤山市粤财投资管理中心	2,500.00	10.47	往来款
鹤山市共和镇收费管理站	1,509.00	6.32	往来款
鹤山市德兴建筑工程有限公司	258.27	1.08	往来款
湖南省第三工程有限公司	256.00	1.07	往来款
合计	11,362.44	47.57	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司非流动负债呈波动下降态势，年均复合下降 2.97%。截至 2015 年底，公司非流动负债 4.87 亿元，较上年底下降 38.46%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债以长期借款（占比 99.90%）和长期应付款（占比 0.10%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 2.98%。截至 2015 年底，公司长期借款 4.86 亿元，较上年底下降 38.48%，主要系公司偿还部分借款所致。公司长期借款中抵押借款占比 42.36%，质押保证借款占比 47.29%。

2013~2015 年，公司全部债务呈波动下降态势，年均复合下降 8.16%。截至 2015 年底，公司全部债务 4.87 亿元，全部为长期债务。考虑到公司建设项目周期较长，公司债务结构较为合理。从债务指标来看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动下降趋势，截至 2015 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 13.32%、9.17%和 9.17%。公司债务负担有所减轻。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 16.36%，主要系资本公积和未分配利润逐年增加所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 48.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 48.13 亿元。归属于母公司所有者权益中，资本公积占比 84.14%，未分配利润占比 10.38%。截至 2015 年底，公司资本公积 40.50 亿元，较上年底增长 27.69%，根据鹤山市人民政府（鹤府复[2014]21 号、鹤府复[2014]86 号和鹤府复[2014]101 号），无偿划入 2 宗土地，848 宗房产至公司，公司根据评估价值入账，形成其他资本公积 8.78 亿元。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 11.44%。2015 年，公司实现营业收入 10.12 亿元，较上年增长 22.75%，主要系公司市政建设项目政府采购收入增加所致，近三年该业务板块占主营业务收入的比重分别为 99.27%、98.36%和 99.42%，收入结构单一。2013~2015 年，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 12.59%。2015 年，公司营业成本 8.49 亿元，较上年增长 35.99%。2013~2015 年公司营业利润率波动下降，分别为 17.67%、24.20%和 16.03%；其中，2014 年营业利润率快速上升主要原因是公司收到的政策性补偿毛利率较高。

从期间费用来看，2013~2015 年公司期间费用较为稳定，分别为 0.49 亿元、0.48 亿元和 0.53 亿元，占营业收入的比重分别为 5.99%、5.83%和 5.23%；2015 年，公司期间费用主要由财务费用（占比 51.26%）、管理费用（占比 48.61%）和销售费用（占比 0.13%）构成。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 5.99%、5.83%和 5.23%，处于较低水平。总体看，公司期间费用控制较好。

公司作为鹤山市基础设施建设唯一主体，每年获得一定市政建设专项补贴（计入“营业外收

入-政府补助”)，该部分为公司利润的重要来源。2013~2015 年公司获得的补贴收入分别为 0.39 亿元、0.30 亿元和 1.79 亿元，同期利润总额分别为 1.43 亿元、1.98 亿元和 3.00 亿元。公司补贴收入对利润总额的贡献率分别为 26.96%、15.12%和 59.86%。

总体看，公司营业收入规模增长较快，毛利率变化不大；公司利润总额对营业外收入依赖程度较高。

5. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金及收到的其他与经营活动有关的现金为主，近三年呈波动增长趋势，年均复合增长 3.95%，2015 年为 11.68 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是代建回款，近三年呈波动下降趋势，分别为 9.75 亿元、11.25 亿元和 5.63 亿元；公司收到的其他与经营活动相关的现金主要为往来款，近三年呈快速增长趋势，年均复合增长 138.20%，2015 年为 6.06 亿元。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，近三年波动增长，年均复合增长 17.07%，2015 年为 13.11 亿元；其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为项目建设支出，近三年伴随公司代建项目的增加快速增长，2015 年为 9.94 亿元；同期，公司支付其他与经营活动相关的现金波动增长，主要为往来款，2015 年为 3.07 亿元。2013~2015 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.25 亿元、0.08 亿和-1.43 亿元。从收入实现情况来看，公司近三年现金收入比分别为 119.63%、136.45%和 55.60%，收入实现质量呈现出波动下降趋势。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 9.03%，2015 年公司投资活动现金流入 0.13 亿元，较上年下降 15.15%，公司投资活动现金流入主要来自公司对鹤山珠江村镇银行股份有限公司和广东烟草江门市有限公司等公司的股权投资取得的收益。公司投资活动现金流出规模较小，2015 年为 0.43 亿元。2013~2015 年公司投资活动现金流量净额有所波动，分别为 0.11 亿元、0.15 亿元和-0.30 亿元。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入量快速增长，分别为 1.60 亿元、4.98 亿元和 2.75 亿元，主要为取得借款收到的现金。筹资活动现金流出主要为偿还债务本息的资金流出，近三年分别为 2.05 亿元、3.23 亿元和 4.49 亿元。2013~2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.45 亿元、1.75 亿元和-1.74 亿元。

总体看，公司经营活动受每年回购款到位情况及往来款波动等原因存在一定波动性，投资活动现金流规模较小，目前公司对外融资量不大，但是随着后续项目的投资建设，公司未来存在一定融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 12.84 倍、17.26 倍和 18.53 倍，速动比率分别为 4.27 倍、4.87 倍和 5.65 倍，流动比率和速动比率一直保持较高水平。考虑到公司流动负债中不存在有息债务，公司短期偿债压力小。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年公司 EBITDA 呈逐年上升态势，主要受利润总额的影响；2015 年公司 EBITDA 为 3.44 亿元，其中利润总额占比 87.40%，计入财务费用利息支出占比 11.41%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分比为 4.49 倍、6.07 倍和 5.60 倍，处于较高水平；EBITDA 全部债务比分别为 0.32 倍、0.30 倍和 0.71 倍，EBITDA 对全部债务覆盖能力较强。近三年公司经营现金债务保护倍数 0.22 倍、0.01 倍和-0.29 倍，经营活动收到的现金对债务保护能

力逐年下降，处于较低水平。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2015年底，公司对外担保金额合计10.40亿元，担保比率为21.58%。被担保单位目前的运营状况良好，其中，公司对鹤山市第一中学的担保款项将由政府教育经费统筹还款。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表 8 截至 2015 年底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
鹤山市兴鹤实业有限公司	90,000.00	2016.2.22~2036.2.21
鹤山市润鹤发展有限公司	5,000.00	2016.2.26~2017.2.26
鹤山市第一中学	9,000.00	2014.4.26~2022.4.25
合计	106,034.76	--

资料来源：公司提供

截至2016年7月底，公司合并口径内银行授信额度为23.30亿元，其中已使用额度7.28亿元，未使用额度16.02亿元，公司间接融资渠道通畅。

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2016年7月6日，公司无未结清不良信贷信息记录。

总体看，公司资产负债率较低，短期偿债能力较好，EBITDA对全部债务覆盖能力较强，经营活动收到的现金对债务保护能力较差，整体偿债能力有待提升。

八、 本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2015年底，公司全部债务4.87亿元，本期拟发行公司债额度为3.00亿元，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度偏高。

截至2015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13.32%、9.17%和9.17%。以2015年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至17.76%、14.03%和14.03%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2015 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（3.00 亿元）的 1.15 倍和 3.89 倍。EBITDA 与经营现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；2015 年公司经营活动现金流量净额为负值，不具备保障能力。

总体看，公司作为鹤山市政府授权成立的基础设施建设主体，垄断优势突出，获得政府支持力度较大，持续性强。整体看，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、 偿债保障措施

1. 偿债资金专户

公司建立偿债资金专户，用于归集本期债券的本金和利息，为本期债券的如期足额偿付提供了切实保障。公司聘请中信银行股份有限公司鹤山支行为本期债券偿债资金监管银行，并与该行

签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》，开立了偿债资金账户。偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息资金。

在本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日前第 10 个工作日将当年应付本息归集于偿债资金专户，如偿债资金专户余额不足，将通知本期债券发行各方，包括但不限于主承销商及评级机构。一旦偿债资金划入偿债资金账户，仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金，保证本期债券存续期间还本付息。

2. 本期债券增信方式

公司与中信银行鹤山分行签订了《抵押资产监管协议》，聘请中信银行江门鹤山分行作为本期债券抵押资产的监管人。对抵押资产进行监管。

公司及其子公司拟以其持有的 4 宗土地使用权为本期债券提供担保。一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产以清偿债务，确保全体债券持有人的合法权益不受损害。

表 9 公司抵押资产情况

序号	土地使用权证号	产权持有者	使用权类型	用途	面积 (m ²)	评估价值 (万元)
1	鹤国用[2011]第 004324 号	鹤山市公用基础设施发展有限公司	出让	城镇混合住宅用地	30,019.00	11,707.41
2	鹤国用[2012]第 003447 号	鹤山市金叶发展公司	出让	城镇混合住宅用地	55,260.07	27,022.17
3	鹤国用[2012]第 003317 号	鹤山市公用基础设施发展有限公司	出让	城镇混合住宅用地	61,419.00	29,112.61
4	鹤国用[2014]第 001851 号	鹤山市公营资产经营有限公司	出让	城镇住宅用地、其他商服用地	76,470.00	23,246.88
合计	--	--	--	--	223,168.07	91,089.07

资料来源：公司提供

根据广东中广信资产评估有限公司出具的中广信评报字[2016]第 365 号《评估报告书》，评估的土地为位于鹤山市桃源镇竹朗村委员会、鹤山市沙坪楼冲村委会（2 宗地）、鹤山市沙坪镇大雁山风景区 4 宗出让国有土地，土地总面积 22.32 万平方米，评估价值共计 91,089.07 万元，上述四宗土地基于评估基准日（2016 年 7 月 31 日）的账面价值为 8.50 亿元，增值率为 7.15%，抵押资产的合计价值为本期债券发行金额的 3.04 倍。在本期债券发行完毕后十个工作日内，公司和中信银行鹤山支行一同在当地土地管理部门完成抵押资产的抵押登记手续。抵押担保的范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

按照《抵押资产监管协议》规定，公司将在本期债券的存续期内聘请土地评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。本期债券存续期内，当公司偿债资金专项账户资金不足以支付当期本息，且自付息日或兑付日起 20 个工作日内仍不能支付当期本息时，经债券持有人会议表决通过，由抵押权代理人对抵押的国有土地使用权进行处置，偿还本期债券本息。

在本期债券存续期内，抵押人应保证抵押比不低于 2 倍。抵押比是指抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金的比例。本期债券存续期内，如果抵押比低于 2 倍，抵押资产监管人应在 3 个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达公司；追加资产由公司提供，也可由另一方提供；追加的抵押资产应按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估、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，但应保证全

部或部分抵押资产置换后抵押比率不低于 2。在本期债券偿付完毕后，所有的抵押资产经法定解除程序解除抵押。根据上述条款分析，目前用于本期债券增信的抵押资产抵押比高于设定的最低限定值，因此本期债券发行后存在置换抵押资产的可能性，届时抵押比可能会低于上述值，联合评级将持续关注。

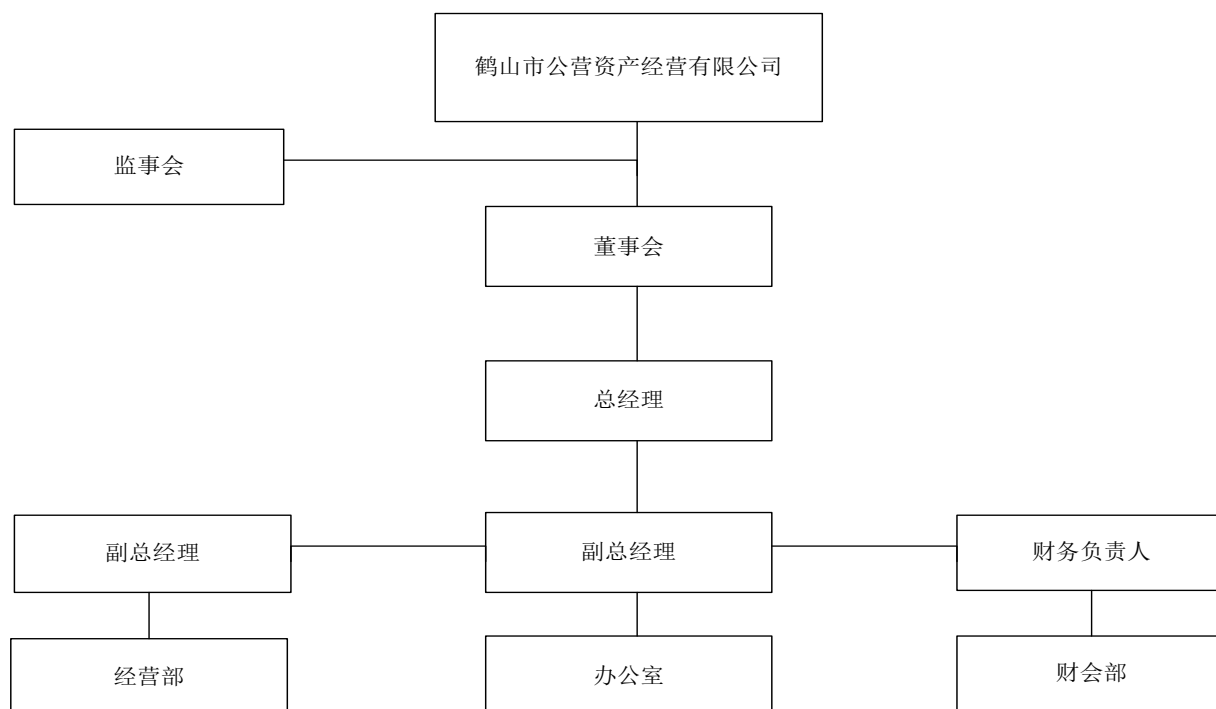
十、结论

公司作为鹤山市唯一的基础设施建设主体，在城市基础设施建设方面具有垄断地位，公司获得政府支持力度较大，持续性强。同时，联合评级也关注到本期债券发行后对公司财务指标影响较大、公司收入结构单一和盈利能力弱等因素对公司日常经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着鹤山市经济的发展，公司经营的外部环境有望得到逐步改善，鹤山市政府对公司的支持有望持续，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司针对本期债券设置了偿债资金账户，并与中信银行股份有限公司鹤山支行签订了《偿债资金专项账户监管协议》，有利于本期债券本金的归集。本期债券设立提前偿付条款，有利于缓解集中偿付压力。公司及其下属子公司对本期债券采用自有土地使用权进行抵押担保，土地评估价值对本期债券保障能力好。基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 鹤山市国营资产经营有限公司组织结构图



附件 2 鹤山市国营资产经营有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	43.90	47.10	55.61
所有者权益（亿元）	35.60	36.56	48.20
短期债务（亿元）	0.60	0.00	0.00
长期债务（亿元）	5.17	7.91	4.87
全部债务（亿元）	5.77	7.91	4.87
营业收入（亿元）	8.15	8.24	10.12
净利润（亿元）	1.42	1.98	3.00
EBITDA（亿元）	1.83	2.35	3.44
经营性净现金流（亿元）	1.25	0.08	-1.43
应收账款周转次数（次）	--	2.03	2.76
存货周转次数（次）	--	0.21	0.26
总资产周转次数（次）	--	0.18	0.20
现金收入比率（%）	119.63	136.45	55.60
总资产收益率（%）	--	5.37	6.96
总资产报酬率（%）	--	0.05	0.12
净资产收益率（%）	--	5.48	7.09
营业利润率（%）	17.67	24.20	16.03
费用收入比（%）	5.99	5.83	5.23
资产负债率（%）	18.91	22.38	13.32
全部债务资本化比率（%）	13.95	17.79	9.17
长期债务资本化比率（%）	12.68	17.79	9.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	6.07	5.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.30	0.71
流动比率（倍）	12.84	17.26	18.53
速动比率（倍）	4.27	4.87	5.65
现金短期债务比（倍）	4.75	--	--
经营现金流动负债比率（%）	39.83	3.22	-56.16
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.61	0.78	1.15

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。