

山东省青州市宏源国有资产经营有限公司

2009 年公司债券

跟踪评级报告

主体长期信用等级： AA 级

本期债券信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2014 年 6 月 18 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

山东省青州市宏源国有资产经营有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2014]100201】

存续期间 10 年期公司债券 6 亿元人民币, 2009 年 5 月 22 日—2019 年 5 月 22 日

	主体长期信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2014 年 6 月
前次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2013 年 6 月
首次评级:	A 级	稳定	AA 级	2008 年 12 月

主要财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
发行人数据			
总资产[亿元]	85.53	103.91	137.02
总负债[亿元]	24.81	33.35	32.63
刚性债务[亿元]	14.68	23.11	24.29
所有者权益[亿元]	60.72	70.56	104.39
营业收入[亿元]	5.29	5.85	6.50
净利润[亿元]	2.47	2.41	2.27
经营性现金净流入量[亿元]	4.44	-10.16	-1.69
EBITDA[亿元]	3.90	3.28	3.10
资产负债率[%]	29.01	32.09	23.81
权益资本与刚性债务比率[%]	413.68	305.35	429.78
流动比率[%]	594.47	764.87	1219.83
现金比率[%]	9.61	23.66	2.92
利息保障倍数[倍]	3.15	4.59	1.63
净资产收益率[%]	4.16	3.68	2.59
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	18.05	-34.94	-5.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.90	-37.16	-7.64
EBITDA/利息支出[倍]	3.39	4.84	1.76
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.17	0.13
青州市经济及财政数据			
地区生产总值[亿元]	402.27	449.12	504.30
公共财政收入[亿元]	21.76	27.11	34.30
公共财政支出[亿元]	26.73	32.16	40.52

注: 根据青州宏源 2011 年~2013 年度审计报告财务数据整理、计算。

跟踪评级观点

青州市经济的持续发展和财政收入的不断增长可为公司到期债务本息的正常偿付提供较强的支持。2013 年青州宏源融资规模相对较小, 同时青州市政府的持续土地注入使其所有者权益增长较快, 总体看负债经营程度处于较低水平。公司资产以储备的商、住土地为主可对债务偿还形成一定的支撑, 但易受当地土地市场波动影响。

- 青州宏源是青州市政府的投融资平台之一, 在城乡基础设施建设中具有重要地位, 能持续获得了青州市政府的大力支持。
- 青州市经济总量平稳较快增长, 财政收入增长势头良好, 可为城乡基础设施建设提供较强的保障。青州宏源以其自有的土地使用权为本期债券提供抵押, 可降低债券的偿付风险。
- 青州宏源持续获得青州市政府的土地资产注入, 净资产规模不断增长, 资产负债水平较低。
- 青州宏源营业收入保持稳定增长, 但公司资金仍主要来自于财政拨款, 对地方财政的依赖性较强。
- 政策调控背景下青州市土地出让收入以及青州宏源土地资产的市场价值存在波动可能, 同时亦可能对本期债券抵押土地资产的价值产生影响。

分析师

葛天翔 黄蔚飞

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由青州宏源提供, 所引用资料的真实性由青州宏源负责。

跟踪评级报告

按照山东省青州市宏源国有资产经营有限公司（以下简称“青州宏源”、该公司或公司）2009 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据青州宏源提供的经审计的 2013 年财务报表及相关经营数据，对青州宏源的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2009】1078 号文批准，该公司于 2009 年 5 月公开发行了 6 亿元人民币企业债券，期限 10 年，存续期内票面年利率 6.5%。本期债券由青州宏源以其自有土地使用权进行抵押担保，并设置了分次还本的条款。截至跟踪评级日，公司待偿还本期债券本金余额为 2.40 亿元。

本期企业债券募集资金全部用于青州市南阳河综合治理工程、弥河综合治理工程和青州市美陵污水处理厂扩建工程、弥河污水处理厂建设工程。上述工程总投资 11.91 亿元，已于 2011 年末完成全部投资。

2012 年 10 月 19 日，该公司新发行了 8 亿元 7 年期以及 4 亿元 6 年期企业债券，分别由重庆市三峡担保集团有限公司和北京首创投资担保有限责任公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保，并都设置了分期兑付条款。

2014 年 5 月 29 日，该公司发行了 10 亿元 7 年期企业债券，设置了分期兑付条款，资金主要用于青州市的水利项目。

截至跟踪评级日，该公司所有待偿还债券余额共 24.40 亿元人民币。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

该公司 2013 年以来部门设置、组织架构未发生变化，日常运营正常，主要管理工作重心为债务管理，内容包括债务事先预警，提前计划，有序安排，及时调度，按时足额偿还各项贷款本息等。

(二) 业务运营

2013 年青州市地方财政总收入为 80.81 亿元，较上年增长 2.87%，结束了 2012 年的下滑局面。其中一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入分别为 34.30 亿元、13.62 亿元和 32.30 亿元。当年政府性基金收入由于土地市场不景气继续下滑，但快速增长的一般预算收入和上级补助收入带动财政总收入实现回升。

该公司自成立以来开展的主要业务包括：城市建设资金的筹集与基础设施建设、土地储备、国有资产经营管理。公司成立至今的主要收入为青州市财政拨付的城市建设补贴收入和房产租赁收入，2013 年实现主营业务收入 6.50 亿元，获得补贴收入 2.66 亿元，实现净利润 2.27 亿元。

1. 投融资与基础设施建设

该公司负责建设的城市基础设施具有公益性和非营利性的特点，每年的建设任务由青州市政府统一规划和安排，建设资金来源包括财政拨款和自筹资金（含银行借款、企业债券、关联企业借入资金），还本付息最终由青州市财政拨款偿付。财政补贴拨款由青州市财政局根据公司的还本付息计划、项目建设资金需求计划纳入财政预算，经青州市人民代表大会通过后，适时拨入公司账户。2013 年公司基础设施项目收入为 5.58 亿元。公司目前在回购期的项目见下表，中短期内项目回购收入将保持稳定。

图表-1. 公司代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	回购期间	回购总额	本期确认金额
弥河、南阳河综合治理工程及弥河、美陵污水处理厂	119,085	2010-2020	126,823	13,200.00
经济适用房	37,426	2013-2015	44,911	25,150.30
青州市城区路网提升改造	218,525	2013-2019	262,230	17,482.00

资料来源：青州宏源（截至 2013 年 12 月 31 日）

2013 年，该公司新开工项目包括青州市北阳河综合治理工程、青州市农田水利建设项目、青州市北阳河周边村庄农村安全饮水工程等重点水利项目，前期资金主要依靠银行借款、信托融资等方式筹集，2014 年新发行的 10 亿元企业债券募得资金也将投入这些项目。目前公司主要在建工程包括花博会基础设施、猫山工业园、青州市宏源大厦和文化产业园等，截至 2013 年末累计投资 2.39 亿元。

2.土地储备

截至 2013 年末该公司累计取得土地使用权面积 1253.94 万平方米，账面价值 87.02 亿元，较 2012 年末有较大增长。公司取得的土地使用权性质均为出让，绝大部分为商业、住宅用地。2011~2013 年，公司土地收益分别为 1.71 亿元、1.00 亿元和 0.60 亿元，近几年受国家房地产调控导致土地市场趋冷的影响较明显。公司账面土地平均入账单价约 46 万/亩，基本符合 2013 年度青州市一般住宅用地首拍价格。

图表-2. 公司土地储备情况（单位：万平方米、万元）

土地证编号	面积	土地类型	土地用途	账面价值	是否抵押
青国用（2010）第 03133	49.56	出让	商业、住宅	76,251.95	是
青国用（2008）第 05010	66.30	出让	商业、住宅	31,182.90	部分抵押
青国用（2006）第 13056	10.63	出让	垃圾污水处理	473.73	是
青国用（2006）第 11009	15.06	出让	商住	3,057.15	是
青国用（2007）第 031569	117.01	出让	商业、住宅	175,608.40	部分抵押
青国用（2008）第 01041	35.91	出让	商业、住宅	95,164.61	是
青国用（2008）第 15009	68.93	出让	商业、住宅	63,608.41	是
青国用（2011）第 01011	32.02	出让	商住	6107.78	是
青国用（2011）第 01016	32.84	出让	商住		部分抵押
青国用（2011）第 10003	31.62	出让	商住	2,977.84	是
青国用（2011）第 10004	38.81	出让	商住	3,655.04	是
青国用（2011）第 01012	31.60	出让	商住	2,970.88	是
青国用（2011）第 01013	30.86	出让	商住	2,911.05	是
青国用（2011）第 01017	17.05	出让	商住	3,488.63	否
青国用（2012）第 01001	20.00	出让	商住		否
青国用（2012）第 03122	37.41	出让	商住	8,437.95	否
青国用（2012）第 03124	35.93	出让	商住	8,103.84	否
青国用（2012）第 01028	5.79	出让	批发零售城镇住宅	5,364.27	否
青国用（2012）第 03119	36.01	出让	商住	15,800.25	否
青国用（2012）第 03120	34.03	出让	商住		否
青国用（2012）第 03031	19.66	出让	商住	37209.10	是
青国用（2012）第 01032	19.93	出让	商住		否

土地证编号	面积	土地类型	土地用途	账面价值	是否抵押
青国用（2012）第 03033	19.97	出让	商住		是
青国用（2012）第 03035	19.66	出让	商住		是
青国用（2012）第 03036	6.63	出让	商住		是
青国用（2012）第 03042	13.33	出让	商住		是
青国用（2012）第 03038	19.96	出让	商住		否
青国用（2012）第 03037	19.99	出让	商住		否
青国用（2012）第 03039	19.92	出让	商住		否
青国用（2012）第 03034	19.87	出让	商住		是
青国用（2012）第 03040	19.97	出让	商住		部分抵押
青国用（2012）第 03041	17.50	出让	商住		是
青国用（2012）第 03123	43.56	出让	商住		否
青国用（2012）第 03121	34.83	出让	商住		否
青国用（2013）第 031878 号	26.97	出让	商住	42,564.81	是
青国用（2013）第 031879 号	22.35	出让	商住	35,264.20	否
青国用（2013）第 031880 号	29.18	出让	商住	46,052.35	是
青国用（2013）第 031881 号	14.00	出让	商住	22,092.00	否
青国用（2013）第 032650 号	4.80	出让	商住	7,574.40	否
青国用（2013）第 032651 号	4.70	出让	商住	7,416.60	否
青国用（2013）第 032652 号	4.50	出让	商住	7,101.00	否
青国用（2013）第 031883 号	14.00	出让	商住	22,092.00	否
青国用（2013）第 031968 号	2.60	出让	商住	4,102.80	是
青国用（2013）第 032653 号	2.02	出让	商住	3,190.72	否
青国用（2014）第 03184 号	13.33	出让	商住	21,039.63	是
青国用（2013）第 031969 号	20.60	出让	商住	32,507.43	否
青国用（2013）第 031970 号	12.94	出让	商住	20,418.22	是
青国用（2013）第 031971 号	14.00	出让	商住	22,092.00	是
青国用（2013）第 031972 号	14.00	出让	商住	22,092.00	是
青国用（2013）第 011866 号	1.91	出让	商住	4,777.80	否
青国用（2013）第 031896 号	2.66	出让	商住	1,706.73	否
青国用（2013）第 031897 号	3.59	出让	商住	2,857.04	否
青国用（2013）第 031898 号	3.64	出让	商住	2,896.18	否
合计	1,253.94			870,211.69	

资料来源：青州宏源（截至 2013 年 12 月 31 日）

3. 资产经营

根据青州市委、市政府的决定，该公司被授权集中统一管理行政事业单位资产，各行政事业单位的房屋、建筑物和土地资产，特别是闲置和出租的门面店铺、土地等经营性国有资产要逐步移交公司。公司已先后将青州市部分行政事业单位和部分改制企业的国有资产进行了统一收购。2013 年，公司的该类资产没有发生变化，主

营业务收入中的该类收入来自于青州商业大厦的租赁业务，当年收入为 3180.62 万元。

（三）财务质量

2013 年该公司继续获得青州市政府持续的土地资产注入，当年注入了账面价值 31.56 亿元的土地资产，年末所有者权益增至 104.39 亿元；由于公司当年未进行大额融资，因此年末资产负债率降至 23.81% 的较低水平。随着 2014 年公司新一期 10 亿元企业债券的发行，公司资产负债水平有所上升。

该公司 2013 年末的负债总额为 32.63 亿元，同比减少 2.16%，基本与上年持平。公司负债主要由银行借款、应付债券和其他应付款构成，年末余额分别为 8.69 亿元、15.60 亿元和 7.02 亿元，合计占负债总额的 95.95%。公司负债中应付债券占比较大，发行的企业债均附有分期偿付条款，有效减轻了公司未来的集中偿付压力。

该公司 2013 年末的资产总额为 137.02 亿元，同比增长 31.86%，主要由于土地注入带来的存货增长及预付工程款的增加。公司 2013 年末流动资产总额为 128.16 亿元，主要由存货、预付款项和其他应收款构成，存货主要为土地储备 87.02 亿元和开发成本 18.68 亿元；预付款项主要为预付工程款；其他应收款则主要为公司与青州市财政局等单位之间的往来款项，近年来总体规模呈下降趋势。公司 2013 年末的流动比率为 1219.83%，延续了 2012 年的回升态势，速动比率则由于存货和预付款的增加而降至 51.90%。公司非流动资产主要为固定资产和在建工程，2013 年末分别为 6.28 亿元和 2.39 亿元，其中固定资产主要为房屋建筑物，系青州商业大厦以及收购的行政事业单位和部分改制企业的国有资产，2013 年固定资产增加部分主要为在建工程中的体育中心项目和会展中心项目竣工转入。

2013 年度，该公司根据与青州市政府签订的代建协议，获得了 5.58 亿元项目代建收入，并根据青州市政府的批文将该收入列入主营业务收入；同时，公司获得青州市政府划入的 0.60 亿元土地出让收入并依据政府批文将该收入列入主营业务收入；当年公司还获得了 3180.62 万元的房屋租赁收入。2013 年公司主营业务收入为 6.50 亿元，同比增长 11.20%；实现净利润 2.27 亿元，同比减少

6.03%。公司净利润对政府补贴的依赖性较强，2013 年度获得的财政补贴为 2.66 亿元。

2013 年度该公司经营性现金净流量为-1.69 亿元，净流出量较上年度有所减少，主要由于当年项目采购支出相对较小。由于在建项目部分进入工程后期，部分则尚处于前期规划阶段，因此 2013 年度公司投资性现金净流量仍为相对较小的净流出 0.83 亿元。同期公司未进行大额融资，因此筹资性净现金流量为-0.14 亿元，规模较小。

(四) 增级因素

2012 年山东恒正房地产评估有限公司对本期债券的抵押资产—青州市云门山风景区国有土地使用权的市场价值进行了评估，截至 2013 年末评估值未发生变化。

综上所述，该公司作为青州市重要的城市基础设施运营主体、重大项目建设主体和城市建设的重要平台，融资规模和城市基础设施建设规模较大，资金需求长期旺盛，但青州市政府持续的土地注入和财政拨款使其所有者权益增长较快，负债经营程度处于较低水平。公司资产以储备的商、住土地为主，可对负债偿还形成一定的支撑，但出让价值易受当地土地市场波动影响。青州市财政的城市基础设施建设资金和偿债资金的及时拨付保证了到期债务本息的正常偿付。

同时，我们仍将持续关注（1）该公司负债总额的持续增长产生的偿债压力；（2）青州市经济发展和财政收支状况对公司运营能力和偿债能力的影响；（3）青州市财政土地出让收入和公司所持土地资产市场价值的稳定性及可持续性。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额[亿元]	85.53	103.91	137.02
货币资金[亿元]	1.25	2.96	0.30
刚性债务[亿元]	14.68	23.11	24.29
所有者权益 [亿元]	60.72	70.56	104.39
营业收入[亿元]	5.29	5.85	6.50
净利润 [亿元]	2.47	2.41	-0.39
EBITDA[亿元]	3.90	3.28	0.45
经营性现金净流量[亿元]	4.44	-10.16	-1.69
投资性现金净流量[亿元]	-0.53	-0.64	-0.83
资产负债率[%]	29.01	32.09	23.81
长期资本固定化比率[%]	10.74	9.03	7.00
权益资本与刚性债务比率[%]	413.68	305.35	429.78
流动比率[%]	594.47	764.87	1,219.83
速动比率[%]	68.37	95.51	51.90
现金比率[%]	9.53	23.66	2.81
利息保障倍数[倍]	3.15	4.59	0.13
有形净值债务率[%]	41.07	47.42	31.31
营运资金与非流动负债比率[%]	551.09	399.01	531.88
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	—	1.81	3.54
存货周转速度[次]	0.05	0.06	0.06
固定资产周转速度[次]	1.89	3.65	1.66
总资产周转速度[次]	0.06	0.06	0.05
毛利率[%]	44.33	30.58	23.08
营业利润率[%]	15.61	1.76	-5.95
总资产报酬率[%]	4.31	3.29	0.19
净资产收益率[%]	4.16	3.68	-0.44
净资产收益率*[%]	4.16	3.68	-0.44
营业收入现金率[%]	100.00	87.17	100.00
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	40.38	-79.43	-14.68
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	18.05	-34.94	-5.12
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	35.57	-84.46	-21.90
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	15.90	-37.16	-7.64
EBITDA/利息支出[倍]	3.39	4.84	0.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.17	0.02

注：表中数据依据青州宏源 2011 ~ 2013 年度审计报告财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与净债务比率	期末所有者权益合计/期末净债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期净债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期净债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期净债务	= EBITDA/[(期初短期净债务+期末短期净债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期净债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投机级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。