

2014 年青州市宏源公有资产经营有限公司

公司债券 2017 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼 电话: 0755-82872333
传真: 0755-82872090 邮编: 518040 网址: <http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【963】号 01

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2021 年
05 月 29 日

债券偿还方式：按年付息，在本期债券存续期的第 3-7 年末分别兑付本期债券本金的 20%

分析师

姓名：
刘颖 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
liuying@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2014 年青州市宏源公有资产经营有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本期债券信用等级	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA	AA
评级展望	稳定	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 26 日	2016 年 06 月 23 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对青州市宏源公有资产经营有限公司（以下简称“青州宏源”或“公司”）及其 2014 年 05 月 29 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到青州市经济实力进一步增强，公共财政收入保持增长，且财政自给程度较好；公司基础设施建设项目回购收入持续增长，且未来收入有一定保障；当地政府对公司支持力度较大。同时我们也关注到了青州市政府性基金收入持续出现下滑，未来仍存在一定的不确定性；公司资产流动性较弱，面临较大的刚性债务压力和集中偿付压力以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 青州市经济实力进一步增强，公共财政收入保持增长，且财政自给程度较好。2016 年，青州市实现地区生产总值 615.7 亿元，同比增长 8.0%；公共财政收入为 45.99 亿元，同比增长 9.62%；财政自给率为 93.05%，较 2015 年上升 3.55 个百分点，财政自给程度较好且进一步有所提升。
- 公司基础设施建设项目回购收入持续增长，且未来收入有一定保障。2016 年，公司基础设施建设项目回购收入为 10.11 亿元，同比增长 21.93%；截至 2016 年末，尚剩余一定规模的待回购项目，未来回购收入有一定保障。
- 当地政府对公司支持力度较大。公司作为青州市基础设施建设的主体，得到了当地政府的持续支持，根据青财指字【2016】3 号文，2016 年公司获得政府补贴收

入 4.20 亿元，同时青州市人民政府向公司拨付了债务置换资金 6.59 亿元，有效提升了公司的利润水平和资本实力。

关注：

- **青州市政府性基金收入持续出现下滑，未来存在一定的不确定性。** 2016 年青州市政府性基金收入 24.70 亿元，同比减少 18.25%，持续出现下滑；国有土地使用权出让收入是青州市政府性基金收入的主要来源，考虑到国有土地使用权出让收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性。
- **公司资产流动性较弱。** 2016 年末公司资产仍以土地使用权及开发成本为主，且占总资产的比重为 33.99% 的土地使用权已用于抵押，同时其他应收款规模较大，对公司资金形成较大的占用，未来回收时间不确定，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的刚性债务压力和集中偿付压力。** 截至 2016 年末，公司有息债务共计 82.37 亿元，同比增长 2.38%，占负债总额的 87.75%，公司债务规模较大，面临较大的刚性债务压力，且一年内到期的非流动负债规模达 40.44 亿元，2017 年存在较大的集中偿付压力。
- **存在较大的或有负债风险。** 截至 2016 年末，公司对外担保金额合计 83.46 亿元，占公司所有者权益的比重达 70.75%，对外担保金额较大，且民营企业占比较高。同时，根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（报告日期为 2017 年 5 月 2 日），公司存在关注类对外担保合计 7,590.00 万元，不良类对外担保 1,000.00 万元。公司存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,118,485.32	2,013,197.98	1,706,099.42
所有者权益（万元）	1,179,723.46	1,092,703.15	1,068,113.50
有息债务（万元）	823,719.79	804,539.45	514,899.00
资产负债率	44.31%	45.72%	37.39%
流动比率	3.92	7.69	7.69
营业收入（万元）	101,121.87	97,927.53	73,517.67
政府补助（万元）	42,000.00	41,800.00	30,484.37

利润总额（万元）	21,077.24	24,589.65	24,208.44
综合毛利率	14.17%	27.90%	28.65%
EBITDA（万元）	39,794.44	41,959.44	35,766.38
EBITDA 利息保障倍数	0.57	1.29	1.29
经营活动现金流净额（万元）	144,689.18	-207,241.61	-183,363.86

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于青州市宏源公有资产经营有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金【2014】793号文件）核准，公司于2014年05月29日发行10亿元公司债券，票面利率为7.59%，期限为7年。本期债券募集资金用于青州市北阳河综合治理项目、青州市北阳河农田水利建设项目和青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程，已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司名称、注册资本、实际控制人及合并范围均未发生变更，公司注册资本仍为11,800.00万元，青州市基础设施建设资金管理中心（以下简称“青州市基建中心”）持有公司100%股权，青州市人民政府为公司的实际控制人。

截至2016年12月31日，公司资产总额为211.85亿元，所有者权益为117.97亿元，资产负债率为44.31%；2016年度，公司实现营业收入10.11亿元，利润总额2.11亿元，经营活动产生的现金净流入14.47亿元。

三、区域经济与财政实力

依托快速增长的投资与消费，青州市主要经济指标保持增长，经济实力进一步增强

2016年，青州市实现地区生产总值615.7亿元，按可比价格计算，同比增长8.0%，增速继续放缓，但仍略高于山东省7.6%的平均增速。其中，第一产业增加值52.9亿元，同比增长4.4%；第二产业增加值281.8亿元，同比增长4.4%；第三产业增加值281.0亿元，同比增长8.5%。三次产业结构由2015年的8.8: 47.4: 43.8调整为2016年的8.6: 45.8: 45.6，第三产业占比提高1.8个百分点，产业结构进一步优化。2016年青州市人均GDP达64,099元，为全国人均GDP的118.75%，高于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看，2016年青州市固定资产投资、社会消费品零售总额和进出口总额分别为576.2亿元、246.6亿元和41.4亿元，同比分别增长13.5%、10.2%和13.9%，均保持在较高增速，对当地经济的拉动作用较大。2016年末，青州市金融机构本外币各种存款余额和贷款余额分别为734.3亿元和449.8亿元，同比分别增长10.9%和下降1.5%，增速趋缓，且贷款余额出现负增长。

表1 青州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	615.7	8.0%	578.8	8.3%
第一产业增加值	52.9	4.4%	50.7	4.6%
第二产业增加值	281.8	8.1%	279.4	8.3%
第三产业增加值	281.0	8.5%	248.7	9.1%
工业增加值	-	-	250.1	7.9%
固定资产投资	576.2	13.5%	489.6	14.1%
社会消费品零售总额	246.6	10.2%	229.0	12.5%
进出口总额	41.4（亿元）	13.9%	8.9（亿美元）	43.8%
存款余额	734.3	10.9%	662.1	13.8%
贷款余额	449.8	-1.5%	456.7	4.9%
人均GDP（元）		64,099		60,455
人均GDP/全国人均GDP		118.75%		122.80%

资料来源：2015-2016年青州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年，青州市工业生产保持平稳增长，全市494家规模以上工业企业完成工业总产值1,565.6亿元，同比增长11.5%；实现主营业务收入1,558.6亿元，同比增长12.6%；实现利润81.3亿元，同比增长14.7%。从重点产业看，石油化工产业发展较好，对规模以上工业增长贡献率达76.9%，全年完成总产值553.1亿元，同比增长27.9%；机械装备产业低速增长，完成总产值514.9亿元，同比增长3.7%，其中，通用设备制造和专用设备制造两个重点行业总产值仅增长1.1%。此外，新兴产业健康发展，高新技术产业占比继续提高，全市95家高新技术产业企业共完成产值316.8亿元，占规模以上工业总产值的比重为20.86%，较2015年提高了0.37个百分点。

青州市公共财政收入保持较快增长，财政自给程度较好且进一步有所提升，但政府性基金收入持续出现下滑，未来仍存在一定的不确定性

2016年，青州市地方综合财力为84.65亿元，同比变化不大。从地方综合财力的构成来看，2016年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为54.32%、16.50%和29.18%，公共财政收入和政府性基金收入是青州市地方综合财力的主要来源。

依托于当地经济的快速发展，2016年青州市公共财政收入为45.99亿元，同比增长9.62%，增速仍处于较好的水平。其中税收收入37.33亿元，同比增长14.21%，占公共财政收入的比重为81.16%，占比较2015年上升3.27个百分点，公共财政收入质量较好且有所提升。

国有土地使用权出让收入是青州市政府性基金收入的主要来源，2016年青州市政府性

基金收入24.70亿元，同比减少18.25%，持续出现下滑，占地方综合财力的比重由2015年的35.76%降为2016年的29.18%，占比下降6.58%。青州市政府性基金收入占地方综合财力的比重较高，考虑到国有土地使用权出让收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性，从而使地方综合财力可能会出现波动。

随着一般性转移支付收入的增加，上级补助收入有所增长，2016年青州市上级补助收入为13.97亿元，同比增长13.29%，且以一般性转移支付收入为主，可支配性较强。

表2 青州市财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
地方综合财力	846,555	844,969
(一) 公共财政收入	459,890	419,550
其中：税收收入	373,265	326,819
非税收入	86,625	92,731
(二) 上级补助收入	139,664	123,276
其中：返还性收入	21,455	18,737
一般性转移支付收入	89,021	75,793
专项转移支付收入	29,188	28,746
(三) 政府性基金收入	247,001	302,143
其中：土地出让收入	-	279,926
财政支出	762,184	775,378
(一) 公共财政支出	494,229	468,763
(二) 政府性基金支出	267,955	306,615
财政自给率	93.05%	89.50%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%。

资料来源：青州市财政局，鹏元整理

财政支出方面。2016年青州市财政支出为76.22亿元，同比降低1.70%，主要系政府性基金支出随着政府性基金收入的减少而有所减少所致。其中，2016年青州市公共财政支出为49.42亿元，同比增长5.43%，其中公共服务、教育、社会保险和就业和医疗卫生与计划生育支出合计占公共财政支出的比重为65.80%，占比较2015年上升1.96个百分点。2016年青州市财政自给率为93.05%，较2015年上升3.55个百分点，财政自给程度较好且进一步有所提升。

四、经营与竞争

公司主要从事青州市范围内的城市基础设施建设以及土地整理开发业务，2016年公司未实现土地收益，基础设施建设项目回购收入是公司收入的主要来源。随着基础设施项目回购收入的增长，2016年公司实现营业收入10.11亿元，同比增长3.26%。由于毛利率较高的土地转让业务未实现收入以及基础设施项目业务毛利率的下滑，使得公司综合毛利率由2015年的27.90%降为2016年的14.17%，下滑13.73个百分点。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施项目	101,116.12	14.17%	82,927.45	16.67%
土地收益	-	-	15,000.08	89.97%
其他	5.75	100.00%	-	-
合计	101,121.87	14.17%	97,927.53	27.90%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司基础设施建设项目回购收入持续增长，且未来回购收入有一定保障

根据青政复字【2003】62号文件，公司负责青州市城市基础设施的建设和经营，是青州市城市基础设施投资建设主体。公司基础设施项目主要采取投资建设与转让回购（BT）模式，即由公司负责项目资金筹措和项目建设，由政府按照协议进行回购。

2016年，依据青财字【2016】112号、青财字【2016】113号、青财字【2016】114号和青财字【2016】115号文件，青州市财政局对城区路网提升改造工程、基础设施附属工程、弥合综合治理项目和北阳河综合治理项目进行了回购，合计确认回购金额104,149.6万元，扣除税金后，公司确认基础设施项目回购收入101,116.12万元，同比增长21.93%。回购金额以审定的实际项目投资金额加计20%确认，受营改增影响，公司回购收入毛利率有所下滑，2016年为14.17%。

本期债券募投项目青州市北阳河综合治理项目、青州市北阳河农田水利建设项目和青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程目前已基本投建完毕，原计划资金平衡措施为青州市人民政府安排项目周边已熟化土地约3,190亩出让，并将土地出让净收益全额拨付至公司，若经济形势发生重大变化或其他不可抗拒因素致使这3,190亩土地出让价格低于100万元/亩，青州市人民政府将安排财政资金予以补足公司收益。由于根据目前的土地市场行情及当地政府土地出让计划，此资金平衡措施实施难度较大，青州市人民政府将通过项目回购的方式实现公司收益，已与公司签订《青州市北阳河综合治理项目投资建设与转让回购（BT）协议》，2016年已回购北阳河综合治理项目24,000.0万元。

截至2016年末，公司城区路网提升改造工程、基础设施附属工程、弥合综合治理项目

和北阳河综合治理项目均已投建完毕，公司剩余待回购金额合计319,761.4万元，公司未来回购收入有一定保障。

表4 2016年公司工程项目回购收入确认情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	回购期间	回购总额	本期回购金额	累计确认回购金额
青州市城区路网提升改造	174,820	174,820	2013-2019	262,230	48,949.6	136,359.6
基础设施附属工程	115,210	115,210	2008-2018	172,815	18,000.0	156,248.0
弥河、南阳河综合治理工程	119,085	119,085	2010-2019	126,823	13,200.0	116,400.0
北阳河综合治理项目	150,638	150,638	2016-2020	190,901	24,000.0	24,000.0
合计	559,753	559,753	-	752,769.0	104,149.6	433,007.6

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司主要在建项目包括大众书画市场工程、云门剧院及广场工程、滨海工业园项目和云内动力项目，计划总投资61,266.22万元，已投资25,695.00万元，尚需投资35,571.22万元，未来项目回购收入来源进一步丰富。

表5 截至2016年末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否回购
大众书画市场工程	11,980.50	9,736.00	是
云门剧院及广场工程	15,000.00	5,733.00	是
滨海工业园项目	25,009.72	5,236.00	是
云内动力项目	9,276.00	4,990.00	是
合计	61,266.22	25,695.00	-

资料来源：公司提供

公司土地存货较丰富，如能顺利出让将实现一定规模的土地收益，但存货中大部分土地资产已抵押，且土地出让业务受当地房地产市场波动和政府土地出让计划影响较大，未来收入的实现存在一定的波动性

根据《中共青州市委、青州市人民政府关于加强城市资产集中经营管理的意见》（青发【2005】29号）有关规定，青州市人民政府授权公司作为青州市行使全市土地和其他城市国有资产统一经营管理的职能单位之一，对青州市规划范围内的部分土地进行土地储备及一级开发工作，并通过土地转让实现收益。

2016年，公司未有土地转让。截至2016年末，公司存货中尚有土地资产92.03亿元，土地类型以商住为主，土地存货仍较丰富，如能顺利出让将实现一定规模的土地收益。但截至2016年末，存货中共有账面价值17.98亿元的土地用于公司借款和债券抵押，账面价值54.03亿元用于对外担保抵押，受限土地资产账面价值合计72.01亿元，占存货中土地账

面价值的78.24%，未来公司土地转让存在一定的受限情况。同时，土地转让业务受当地房地产市场波动和政府土地出让计划影响较大，未来收入的实现存在一定的波动性。

地方政府继续给予公司较大支持

为提高公司持续经营能力，保障公司的工程建设与运营发展，当地政府在财政补贴方面持续给予公司大力支持。根据青财指字【2016】3号文，2016年公司获得政府补贴收入4.20亿元，有效提升了公司的利润水平。

同时，青州市人民政府向公司拨付了债务置换资金6.59亿元，使得公司资本公积增长6.59亿元，进一步增强了公司的资本实力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（山东分所）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，2015年数据采用2016年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但公司资产仍以土地使用权及开发成本为主，且大部分土地使用权已用于抵押，其他应收款对公司资金形成较大的占用，整体资产流动性较弱

随着政府对公司债务置换资金的注入，公司资产规模保持增长，截至2016年末，公司总资产合计211.85亿元，同比增长5.23%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2016年末流动资产占总资产的比重为96.19%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	214,758.96	10.14%	103,854.41	5.16%
其他应收款	280,136.07	13.22%	260,297.40	12.93%
预付账款	108,836.94	5.14%	151,186.40	7.51%
存货	1,427,887.48	67.40%	1,448,148.12	71.93%
流动资产合计	2,037,790.67	96.19%	1,974,553.85	98.08%
在建工程	23,663.35	1.12%	21,316.46	1.06%
其他非流动资产	35,774.15	1.69%	-	-

非流动资产合计	80,694.64	3.81%	38,644.14	1.92%
资产总计	2,118,485.32	100.00%	2,013,197.98	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、预付款项和存货构成。公司货币资金基本全部为银行存款，无受限资金，2016年末公司货币资金共计21.48亿元，同比大幅增长106.79%，主要系“16青州小微债”成功发行募集资金到账所致。其他应收款主要为应收青州市基建中心划转房产的补偿资金、应收青州市财政局的回购款、土地补偿金和应收其他单位的借款及往来款，截至2016年末公司其他应收款合计28.01亿元，同比增长7.62%，其中应收青州市基础设施建设资金管理中心0.95亿元和青州市财政局5.97亿元，应收二者合计6.92亿元，占其他应收款总额的24.73%。从账龄来看，1年以内占比为51.48%，较2015年下降34.86个百分点，1-2年占比为42.42%，较2015年上升30.68个百分点，2年以上占比为6.10个百分点，较2015年上升4.16个百分点，整体账龄呈上升趋势，2016年其他应收款计提坏账准备0.80亿元，截至2016年末共计计提坏账准备1.75亿元。考虑到公司其他应收款规模持续增长，并且包括较大规模的对中小企业的借款，其中包括“16青州小微债”投放于小微企业的借款3.19亿元，中小企业经营情况具有较大的不确定性，在我国经济下行压力较大的背景下，未来需关注公司其他应收款面临的坏账风险。公司预付账款主要为预付的工程款，2016年末共计10.89亿元，同比减少28.01%，主要系根据工程进度预付工程款结算所致。公司存货主要为土地使用权和基础设施项目的开发成本，2016年末公司存货共计142.79亿元，占总资产的比重达67.40%，其中开发成本50.76亿元，土地资产92.03亿元。2016年末存货中土地资产规模同比有所减小，主要系青州市国土资源局与公司签订《收回土地协议书》收回公司所有的6宗土地使用权所致，后续将采用货币资金的形式对公司进行补偿，目前已计入其他应收款中。其中受限土地资产账面价值合计72.01亿元，占总资产的比重为33.99%，受限资产占比较高。

公司非流动资产主要由在建工程和其他非流动资产构成。公司在建工程主要为在建的花博会基础设施、峱山工业园等项目，2016年末账面价值2.37亿元。公司其他非流动资产为公司预付的购买房屋款，共计3.58亿元。

总体来看，公司资产规模保持增长，但公司资产仍以土地使用权及开发成本为主，且大部分土地使用权已用于抵押，同时其他应收款规模较大，对公司资金形成较大的占用，未来回收时间存在一定的不确定性，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持增长，但自身盈利能力较弱，利润对政府补贴依赖较大

基础设施建设项目回购收入是公司收入的主要来源，随着基础设施项目回购收入的增长，2016年公司实现营业收入10.11亿元，同比增长3.26%。目前公司尚未确认回购收入的基础设施建设项目仍较多，2016年末存货中共有项目开发成本50.76亿元，未来回购收入有一定保障。此外，2016年公司未实现土地收益，但截至2016年末，公司存货中尚有土地资产92.03亿元，土地存货仍较丰富，未来土地收益有一定的保障，但大部分土地资产已抵押，未来公司土地转让存在一定的受限情况。同时，土地转让业务受当地房地产市场波动影响较大，未来收入的实现存在一定的波动性。

由于公司未实现毛利率较高的土地转让收益，同时受营改增影响，公司综合毛利率大幅下滑，2016年公司综合毛利率为14.17%，较2015年下降13.73个百分点。2016年公司财务费用继续有所增长，由于受税收政策调整影响土地使用税由管理费用转入税金及附加科目核算，管理费用因此大幅减少，受此影响，2016年公司期间费用率为20.56%，较2015年下降7.64个百分点，但仍处于较高水平，侵蚀了公司的利润空间。同时，2016年公司其他应收款计提坏账准备0.80亿元，使得公司营业利润为-2.09亿元，营业亏损进一步扩大，公司自身盈利能力较弱。2016年公司共获得政府补贴4.20亿元，实现利润总额2.11亿元，公司利润对政府补贴依赖较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	101,121.87	97,927.53
资产减值损失	7,958.57	5,235.59
营业利润	-20,922.70	-17,210.35
补贴收入	42,000.00	41,800.00
利润总额	21,077.24	24,589.65
综合毛利率	14.17%	27.90%
期间费用率	20.56%	28.20%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，未来需要到期偿付的债务规模很大，资金压力较大

公司经营收现情况较好，2016年收现比为1.03。公司经营活动现金流入主要来自公司基础设施项目回购收入以及收到的政府补助、与其他单位的往来款和借款等，公司经营活动现金流出主要是基础设施建设工程支出以及支付的与其他单位的往来款项和借款等，随着公司支出往来款和借款的大幅减少，公司经营活动现金流出规模较2015年大幅减小，

2016年公司经营活动产生的现金净流入14.47亿元，经营活动现金流表现较好，表现为大规模的净流入。

投资活动方面，投资活动现金流入为收到的政府拨入的债务置换资金，现金流出主要为预付购买房屋款支付的现金，2016年投资活动产生的现金净流入2.82亿元。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要来源于“16青州小微债”的发行募集的资金和取得借款收到的资金，现金流出主要为偿还债务、支付利息支出的现金，2016年公司筹资活动产生的现金净流出6.20亿元。截至2016年末公司在建项目尚需投资35,571.22万元，考虑到公司大部分土地资产已抵押，未来融资空间较小，同时2017年公司到期需偿付的有息债务规模很大，公司存在较大的筹资压力。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	1.03	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	104,149.60	97,927.53
收到的其他与经营活动有关的现金	102,985.15	43,037.19
经营活动现金流入小计	207,134.75	140,964.72
购买商品、接受劳务支付的现金	31,716.63	170,112.41
支付的其他与经营活动有关的现金	9,216.44	162,744.20
经营活动现金流出小计	62,445.57	348,206.33
经营活动产生的现金流量净额	144,689.18	-207,241.61
投资活动产生的现金流量净额	28,168.92	21,438.37
筹资活动产生的现金流量净额	-61,953.55	236,146.76
现金及现金等价物净增加额	110,904.55	50,343.52

资料来源：公司2016年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模继续增长，面临较大的刚性债务压力和集中偿付压力

随着政府对公司资金的注入和公司利润的积累，公司所有者权益保持增长，2016年末合计117.97亿元，同比增长7.96%。而随着10亿元“16青州小微债”的发行，公司负债总额略有增长，2016年末共计93.88亿元，同比增长1.98%。2016年末负债与所有者权益的比率为79.57%，较2015年末下降4.67个百分点，权益对负债的覆盖程度有所提升。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年
负债总额	938,761.85	920,494.84
所有者权益	1,179,723.46	1,092,703.15

产权比率	79.57%	84.24%
资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理		

从公司负债结构来看，由于一年内到期的非流动负债规模大幅增长，公司负债结构以非流动负债为主转变为以流动负债为主，2016年末流动负债占总负债的比重为55.33%，较2015年末上升27.44个百分点。

公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应付账款主要为应付的工程款，2016年末公司应付账款规模为4.89亿元，同比有所增长。其他应付款主要为应付土地保证金、政府拨付的专项资金以及往来款，2016年末合计5.32亿元，同比变化不大。2016年末一年内到期的非流动负债为40.44亿元，其中一年内到期的应付债券5.20亿元，一年内到期的长期借款31.89亿元，一年内到期的长期应付款3.35亿元。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	48,874.09	5.21%	35,874.17	3.90%
其他应付款	53,165.74	5.66%	56,874.21	6.18%
一年内到期的非流动负债	404,403.50	43.08%	140,741.07	15.29%
流动负债合计	519,445.56	55.33%	256,696.45	27.89%
长期借款	109,024.00	11.61%	421,287.00	45.77%
应付债券	234,000.00	24.93%	186,000.00	20.21%
长期应付款	76,292.29	8.13%	56,511.38	6.14%
非流动负债合计	419,316.29	44.67%	663,798.38	72.11%
负债合计	938,761.85	100.00%	920,494.84	100.00%
其中：有息债务	823,719.79	87.75%	804,539.45	87.40%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016年末公司长期借款10.90亿元，主要为银行抵押借款和信托借款。随着10亿元“16青州小微债”的发行，公司应付债券规模有所增长，2016年末公司已发行债券余额为23.40亿元。公司长期应付款为应付融资租赁款，2016年新增对江苏金融租赁股份有限公司和光大金融租赁股份有限公司的融资租赁款，公司长期应付款规模有所增长，2016年末共计7.63亿元。

表 11 截至 2016 年末公司已发行债券情况（单位：亿元）

债券简称	期限	发行日期	面值总额	期末数
09 青州企业债	10 年	2009/05/27	6.00	1.80
12 青州债	7 年	2012/10/18	12.00	6.80
14 青州债	7 年	2014/05/29	10.00	10.00
16 青州小微债	4 年	2016/03/29	10.00	10.00

小计	-	-	38.00	28.60
一年内到期的应付债券	-	-	-	5.20
合计	-	-	-	23.40

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年末，公司有息债务共计82.37亿元，同比增长2.38%，占负债总额的87.75%，公司债务规模较大，面临较大的刚性债务压力，且一年内到期的非流动负债规模达40.44亿元，2017年存在较大的集中偿付压力。

2016年末，公司资产负债率为44.31%，负债水平略有降低。公司资产中流动资产占比较高，但随着流动负债的大幅增长，公司流动比率和速动比率指标下滑明显，并且公司流动资产中存货占比较大，速动比率相对较弱，同时考虑到流动资产中其他应收款规模较大，回收时间存在一定的不确定性，即期偿付能力受限。随着利润总额的减少，2016年公司EBITDA规模略有下降，同时公司有息债务规模持续攀升，利息支出增长较多，使得EBITDA利息保障倍数下滑明显，表现较弱。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	44.31%	45.72%
流动比率	3.92	7.69
速动比率	1.17	2.05
EBITDA（万元）	39,794.44	41,959.44
EBITDA 利息保障倍数	0.57	1.29
有息债务/EBITDA	19.63	22.49

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额合计83.46亿元（对外担保明细详见附录六），占公司所有者权益的比重达70.75%，其中对民营企业担保共计7.35亿元，公司对外担保金额较大，且民营企业占比较高。同时，根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（报告日期为2017年5月2日），公司存在关注类对外担保合计7,590.00万元，不良类对外担保1,000.00万元。公司存在较大的或有负债风险。

七、评级结论

2016年，青州市经济实力进一步增强，公共财政收入保持增长，且财政自给程度较好；

公司是青州市是青州市城市基础设施投资建设主体，基础设施建设项目回购收入持续增长，且未来收入有一定保障；当地政府在资产注入和财政补贴方面给予公司较大支持。同时我们也关注到了青州市政府性基金收入持续出现下滑，未来的实现仍存在一定的不确定性；公司资产流动性较弱，面临较大的刚性债务压力和集中偿付压力以及存在较大的或有负债风险等风险因素。基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	214,758.96	103,854.41	53,510.89
应收票据	-	4,464.00	9,550.00
其他应收款	280,136.07	260,297.40	101,114.93
预付账款	108,836.94	151,186.40	156,128.55
存货	1,427,887.48	1,448,148.12	1,284,845.49
其他流动资产	6,171.22	6,603.51	7,513.61
流动资产合计	2,037,790.67	1,974,553.85	1,612,663.47
可供出售金融资产	2,000.00	-	-
长期应收款	8,150.00	5,350.00	-
固定资产净值	5,608.62	6,021.92	60,984.94
在建工程	23,663.35	21,316.46	31,111.35
无形资产	174.00	208.80	1,339.66
长期待摊费用	5,324.52	5,746.96	-
其他非流动资产	35,774.15	-	-
非流动资产合计	80,694.64	38,644.14	93,435.95
资产总计	2,118,485.32	2,013,197.98	1,706,099.42
应付账款	48,874.09	35,874.17	33,001.00
应付利息	9,196.58	6,889.29	7,509.47
应交税费	3,805.65	16,317.71	11,632.31
其他应付款	53,165.74	56,874.21	70,944.14
一年内到期的非流动负债	404,403.50	140,741.07	86,644.00
流动负债合计	519,445.56	256,696.45	209,730.92
长期借款	109,024.00	421,287.00	210,255.00
应付债券	234,000.00	186,000.00	218,000.00
长期应付款	76,292.29	56,511.38	-
非流动负债合计	419,316.29	663,798.38	428,255.00
负债合计	938,761.85	920,494.84	637,985.92
实收资本	11,800.00	11,800.00	11,800.00
资本公积	944,325.69	878,382.62	878,382.62
盈余公积	13,104.64	13,104.64	13,104.64
未分配利润/ (或未弥补亏损)	210,493.13	189,415.90	164,826.25
所有者权益合计	1,179,723.46	1,092,703.15	1,068,113.50
负债和所有者权益总计	2,118,485.32	2,013,197.98	1,706,099.42

注: 2014 年数据由旧会计准则调整为新会计准则。

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告, 鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业总收入	101,121.87	97,927.53	73,517.67
营业收入	101,121.87	97,927.53	73,517.67
营业总成本	122,044.57	115,137.88	79,741.57
营业成本	86,791.33	70,610.02	52,452.86
营业税金及附加	6,502.95	11,677.96	7,323.62
管理费用	4,335.82	12,012.83	8,465.36
财务费用	16,455.89	15,601.48	10,353.88
资产减值损失	7,958.57	5,235.59	1,145.85
营业利润	-20,922.70	-17,210.35	-6,223.90
加：营业外收入	42,000.00	41,800.00	30,484.37
减：营业外支出	0.06	-	52.02
利润总额	21,077.24	24,589.65	24,208.44
减：所得税	-	-	-
净利润	21,077.24	24,589.65	24,208.44
减：少数股东损益	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	21,077.24	24,589.65	24,208.44

注：2014年数据由旧会计准则调整为新会计准则。

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	104,149.60	97,927.53	78,013.67
收到其他与经营活动有关的现金	102,985.15	43,037.19	31,833.21
经营活动现金流入小计	207,134.75	140,964.72	109,846.88
购买商品、接受劳务支付的现金	31,716.63	170,112.41	261,837.67
支付给职工以及为职工支付的现金	61.98	46.44	65.17
支付的各项税费	21,450.53	15,303.28	11,699.58
支付其他与经营活动有关的现金	9,216.44	162,744.20	19,608.32
经营活动现金流出小计	62,445.57	348,206.33	293,210.74
经营活动产生的现金流量净额	144,689.18	-207,241.61	-183,363.86
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	31,589.88	-
收到其他与投资活动有关的现金	65,943.07	-	-
投资活动现金流入小计	65,943.07	31,589.88	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35,774.15	10,151.51	7,490.30
投资支付的现金	2,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	37,774.15	10,151.51	7,490.30
投资活动产生的现金流量净额	28,168.92	21,438.37	-7,490.30
三、筹资活动产生的现金流量：			
发行债券收到的现金	100,000.00	-	100,000.00
取得借款收到的现金	91,240.00	421,826.00	197,450.00
筹资活动现金流入小计	191,240.00	421,826.00	297,450.00
偿还债务支付的现金	172,059.66	124,007.51	25,444.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	62,634.11	51,309.44	27,802.82
支付其他与筹资活动有关的现金	18,499.78	10,362.30	2,792.89
筹资活动现金流出小计	253,193.55	185,679.24	56,039.71
筹资活动产生的现金流量净额	-61,953.55	236,146.76	241,410.29
四、现金及现金等价物净增加额	110,904.55	50,343.52	50,556.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016	2015年	2014年
净利润	21,077.24	24,589.65	24,208.44
加：计提的资产减值准备	7,958.57	5,235.59	1,145.85
固定资产折旧	413.30	1,198.82	2,112.24
无形资产摊销	34.80	287.59	540.39
长期待摊费用摊销	3,792.45	737.40	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-	-
财务费用(减：收益)	16,337.83	15,145.98	11,698.20
存货的减少(减：增加)	37,074.77	-163,302.63	-227,832.03
经营性应收项目的减少(减：增加)	19,016.23	-159,475.92	-34,957.13
经营性应付项目的增加(减：减少)	38,984.00	68,341.90	39,720.18
经营活动产生的现金流量净额	144,689.18	-207,241.61	-183,363.86
现金的期末余额	214,758.96	103,854.41	53,510.89
减：现金的期初余额	103,854.41	53,510.89	2,954.76
现金及现金等价物净增加额	110,904.55	50,343.52	50,556.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	823,719.79	804,539.45	514,899.00
资产负债率	44.31%	45.72%	37.39%
流动比率	3.92	7.69	7.69
负债与所有者权益比率	79.57%	84.24%	59.73%
EBITDA（万元）	39,794.44	41,959.44	35,766.38
EBITDA 利息保障倍数	0.57	1.29	1.29
综合毛利率	14.17%	27.90%	28.65%
期间费用率	20.56%	28.20%	25.60%
收现比	1.03	1.00	1.06

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日
青州宏利水务有限公司	国有企业	44,900.00	2021.11.18
		49,900.00	2018.06.08
		50,000.00	2018.06.29
		40,000.00	2017.12.16
		30,000.00	2018.09.21
		10,000.00	2018.09.23
		36,400.00	2020.12.29
		10,000.00	2021.02.15
		20,000.00	2021.02.17
		18,148.14	2020.12.30
		30,000.00	2021.12.21
		3,569.31	2018.11.20
		10,000.00	2017.06.21
		5,000.00	2017.04.28
		5,000.00	2017.12.07
		1,505.39	2018.11.13
		3,000.00	2017.03.25
		500.00	2016.12.03
青州海岱旅游发展有限责任公司	国有企业	1,666.69	2017.06.08
青州市城市建设投资开发有限公司	国有企业	5,000.00	2018.10.25
		13,960.00	2017.03.10
		14,000.00	2019.05.13
		7,000.00	2019.09.09
		14,000.00	2019.05.23
		16,000.00	2018.04.06
		4,000.00	2018.04.07
		92,400.00	2021.05.18
		7,000.00	2019.09.21
		7,000.00	2019.12.01
青州市瑞通投资发展有限公司	国有企业	4,398.00	2018.02.23
		18,750.00	2020.01.09
		30,000.00	2022.03.24
		5,000.00	2031.12.08
		500.00	2017.01.05

		5,500.00	2017.01.05
		2,041.23	2019.02.16
		4,000.00	2017.12.29
		30,000.00	2019.10.09
青州古城文化旅游发展有限公司	国有企业	6,000.00	2021.10.08
青州广播电视台传媒集团股份有限公司	国有企业	2,000.00	2017.02.28
青州市云门旅游置业发展有限公司	国有企业	1,000.00	2017.01.14
青州市人民医院	事业单位	12,000.00	2017.01.24
青州市水利建筑总公司	全民所有	3,000.00	2017.01.21
		2,000.00	2017.05.11
		10,000.00	2017.06.24
		10,000.00	2017.06.24
青州市金通建设发展有限公司	混合所有	55,000.00	2021.05.18
		10,000.00	2022.09.20
青州市博奥炭黑有限责任公司	民营企业	1,300.00	2017.08.23
山东欧泰隆重工有限公司	民营企业	900.00	2017.03.16
		900.00	2017.03.24
		1,100.00	2017.11.08
青州市世安市政建设养护有限公司	民营企业	1,000.00	2017.01.14
山东桥山建设工程有限公司	民营企业	1,000.00	2017.01.14
山东威力天地机械股份有限公司	民营企业	1,700.00	2016.12.08
山东盛世泰来橡胶科技股份有限公司	民营企业	2,500.00	2017.11.17
		1,500.00	2017.01.14
青州盛景花卉苗木有限公司	民营企业	2,000.00	2017.11.16
青州市永生挖沙机械有限公司	民营企业	2,000.00	2017.05.22
青州家家富现代农业集团有限责任公司	民营企业	2,000.00	2017.01.18
		600.00	2017.06.28
山东荣利中石油机械有限公司	民营企业	1,500.00	2017.01.17
		1,000.00	2017.05.04
山东多路驰橡胶股份有限公司	民营企业	8,300.00	2018.12.15
		2,575.00	2018.12.15
		2,200.00	2017.09.01
		1,000.00	2016.12.23
		2,000.00	2017.11.15
		2,000.00	2017.11.10
晖泽水务（青州）有限公司	民营企业	3,000.00	2017.05.31
		2,500.00	2017.03.29
青州市云门山投资集团有限公司	民营企业	5,000.00	2017.11.23

山东鼎诺工程有限公司	民营企业	1,000.00	2017.09.22
山东鼎诺工程有限公司	民营企业	5,000.00	2017.06.21
山东省华盛农业股份有限公司	民营企业	1,000.00	2017.01.04
		2,200.00	2017.11.08
山东青能动力股份有限公司	民营企业	2,000.00	2017.11.01
		1,000.00	2017.08.30
青州市云门庄园葡萄酒业有限公司	民营企业	2,300.00	2017.01.22
		700.00	2017.01.26
		500.00	2017.08.16
青州鸿达公路工程有限责任公司	民营企业	2,000.00	2017.03.17
		5,000.00	2017.09.28
		1,200.00	2017.03.22
合计	-	834,613.76	-

资料来源：公司 2016 年审计报告及公开资料，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高, 违约风险极低。
AA	债务安全性很高, 违约风险很低。
A	债务安全性较高, 违约风险较低。
BBB	债务安全性一般, 违约风险一般。
BB	债务安全性较低, 违约风险较高。
B	债务安全性低, 违约风险高。
CCC	债务安全性很低, 违约风险很高。
CC	债务安全性极低, 违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素, 未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定, 未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素, 未来信用等级可能降低。