

安丘市华安国有资产经营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；
维持“17安丘债”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十八日

安丘市华安国有资产经营有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 安丘市华安国有资产经营有限公司
 本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
17 安丘债	10	2017.09.14~ 2024.09.14	AA	AA

概况数据

华安国有（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	103.58	150.19	150.89
所有者权益合计（亿元）	60.56	85.95	93.88
总负债（亿元）	43.02	64.24	57.02
总债务（亿元）	29.78	37.98	38.78
营业总收入（亿元）	18.18	16.74	18.52
经营性业务利润（亿元）	-0.73	0.01	0.36
净利润（亿元）	1.48	1.73	2.00
EBIT（亿元）	2.74	3.03	3.98
EBITDA（亿元）	3.52	3.78	4.80
经营活动净现金流（亿元）	4.04	2.82	-16.54
收现比（X）	0.97	1.00	1.18
总资产收益率（%）	2.99	2.39	2.64
营业毛利率（%）	37.40	37.10	40.16
应收类款项/总资产（%）	8.61	14.69	12.21
资产负债率（%）	41.53	42.77	37.79
总资本化比率（%）	32.97	30.65	29.23
总债务/EBITDA（X）	8.47	10.06	8.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.88	2.53	2.79

注：公司各年财务报告根据新会计准则编制；将 2015 年-2017 年末公司长期应付款纳入长期债务核算。

分析师

项目负责人：孙向勇 xnsun@ccxi.com.cn
 项目组成员：文玥 ywen@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 28 日

基本观点

中诚信国际维持安丘市华安国有资产经营有限公司（以下简称“华安国有”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 安丘债”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了良好的经营环境、有力的政府支持及白酒业务具有一定品牌优势和区域垄断优势等对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司资本支出压力较大、短期偿债压力较大、对外担保或有一定代偿风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **良好的经营环境。**安丘市是山东省省辖县级市，是国务院批准的首批沿海对外开放县市之一，2017 年，安丘市实现地区生产总值 336.21 亿元，同比增长 7.1%，为公司提供了良好的外部环境。
- **有力的政府支持。**公司是安丘市国有资产经营管理主体之一，并承担了部分安丘市的基础设施建设任务，公司得到安丘市政府在资产注入、政府债务置换和政府补助等方面的支持。
- **白酒业务具有一定品牌优势和区域垄断优势。**公司白酒业务在山东地区具有一定品牌知名度，是公司收入的重要来源，且毛利率水平较高，2017 年公司白酒业务实现收入 10.21 亿元，毛利率为 54.64%，其盈利能力较好。

关注

- **资本支出压力较大。**公司基础建设投资支出金额较大，截至 2017 年末，公司基础设施在建和拟建项目计划总投资 53.97 亿元，未来尚需投资 28.19 亿元，公司未来面临较大的投资支出压力。
- **短期偿债压力较大。**2017 年末，公司总债务 38.78 亿元，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）虽降至 0.83 倍，但 2018 年需偿还债务为 18.93 亿元，短期偿债压力仍然较大。
- **对外担保或有一定代偿风险。**截至 2017 年末公司对外担保余额 31.20 亿元，占净资产的比重为 33.24%。其中对民营企业担保余额为 5.24 亿元，主要为下属控股子公司景芝集团对有业务往来企业的担保，虽然对于规模较小的企业均有反担保措施，但仍存在一定代偿风险。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公司债券的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供的相关资料，截至 2017 年末，“17 安丘债”募集资金 10 亿元，全部用于安丘市工业产业园区建设项目，该项目总投资 17.62 亿元，拟使用募集资金占项目总投资的 56.75%，截至 2017 年 12 月 31 日，募集资金已全部用于该项目，项目进度已完成 76%。上述债券募集资金的使用符合国家规定和所募投项目要求。

基本分析

潍坊市和安丘市持续增长的经济实力为公司发展提供了良好的外部环境

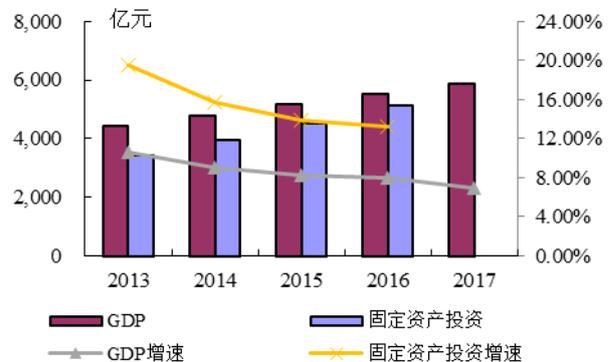
潍坊市位于中国第一大半岛山东半岛的中部，是风筝文化的发祥地，也是举世闻名的世界风筝之都。潍坊市辖奎文、潍城、坊子、寒亭 4 个市辖区，潍坊滨海经济技术开发区、潍坊国家高新技术产业开发区、潍坊综合保税区、峡山生态经济开发区 4 个功能区，昌乐、临朐 2 个县，代管青州、寿光、安丘、高密、昌邑、诸城 6 个县级市。潍坊市地理优势较为明显，西北至首都北京 510 公里，南依沂蒙山，北濒渤海，扼山东内陆腹地通往山东半岛地区的咽喉，东连国际海港名城青岛、烟台，西接工矿重镇淄博、东营，南连临沂、日照。截至 2017 年末，潍坊市常住人口为 936.30 万人，户籍人口为 908.01 万人。

潍坊市经济规模和综合经济实力很强，2015 年~2017 年，潍坊市分别实现地区生产总值 5,170.5 亿元、5,522.7 亿元和 5,858.6 亿元，按可比价格计算，2017 年 GDP 同比增长 7.0%。其中，第一产业增加值 493.3 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 2,694.0 亿元，同比增长 3.5%；第三产业增加值 2,694.0 亿元，同比增长 8.9%。三次产业比重由 2016 年的 8.6: 46.4: 45.0 调整为 8.4: 45.6: 46.0。

2017 年，潍坊市 208 个市区重点项目扎实推进，

站南广场片区、高铁新片区开发建设加快推进，两大片区累计签订合同额 82 亿元。围绕制造业、现代服务业、现代农业、基础设施、社会民生等五大领域，实施 225 个市级重大项目，计划投资 5,710 亿元，完成投资 1,470 亿元，占年度计划的 103%。大力推广 PPP 模式，建立全市基础设施和公用事业 PPP 项目库，谋划储备社会资本参与公用事业建设项目 100 个，总投资 1,175 亿元，吸引社会资本 956 亿元，新签约项目 39 个，吸引社会资本 301 亿元。

图 1: 2013 年~2017 年潍坊市 GDP 与固定资产投资情况



注：2017 年潍坊市国民经济和社会发展统计公报未公布固定资产投资情况及增速。

资料来源：潍坊市国民经济和社会发展统计公报

“十三五”期间，潍坊市将实施重大基础设施提升行动，五年完成基础设施投资 9,000 亿元以上；潍坊港建成亿吨大港，新机场建成投用，济青高铁、潍莱高铁、疏港铁路、潍日高速、城海轻轨建成运营，京沪高铁东线加快推进；市区内“五横五纵”快速通道及与周边六市（县、区）快速连接通道基本建成，市区轨道交通 1 号线、2 号线加快建设，全市现代化综合交通体系基本形成。

安丘市位于山东半岛中部，是国务院批准的首批沿海对外开放县市之一，是山东半岛蓝色经济区和胶东半岛高端产业聚集区的叠加区，处于青、潍、日组团的中心区域，是潍坊市半小时经济圈内的卫星城。安丘市总面积 1,760 平方公里，耕地面积 130 万亩，全市下辖兴安街道和新安街道 2 个街道，景芝镇、凌河镇、官庄镇、大盛镇、辉渠镇、邵山镇、柘山镇、金冢子镇、石堆镇、石埠子镇 10 个镇，大汶河旅游开发区和经济开发区 2 个开发区，866 个

行政村，总人口 95 万人。全市共有潍河、汶河、渠河、洪沟河、史角河等大小河流 50 多条，其中大汶河贯穿城区；大中小型水库 130 座，总蓄水量 4.47 亿立方米，是潍坊市中心城区的重要水源地。

近年来安丘市委、市政府围绕“建设富强秀美幸福新安丘”这一总体目标，突出强化工业、提升农业、推进城镇化、繁荣服务业四项工作重点，全市经济社会保持了平稳较快发展的良好势头。2017 年，全市完成地区生产总值 336.21 亿元，同比增长 7.1%，三次产业比例由 2016 年的 16.5: 40.2: 43.3 调整为 15.6: 39.7: 44.7。分行业看，第一产业增加值 52.57 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 133.48 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 150.16 亿元，同比增长 9.8%。

表 1: 2015 年~2017 年安丘市经济发展情况

	2015	2016	2017
地区生产总值(亿元)	287	308	336
地区生产总值增速(%)	8.6	7.5	7.1

资料来源：安丘市人民政府网

2017 年，全市 389 家规模以上工业企业实现主营业务收入 493.14 亿元，同比增长 6.1%，增幅居 12 个县市区第 7 位；全市实现社会消费品零售总额 190.24 亿元，同比增长 10.7%，增幅居 12 个县市区第 1 位。

总体上看，安丘市经济社会保持了平稳较快发展的良好势头，安丘市政府着力加快区域内社会建设、稳步推进产业结构转型、加强新农村建设，为公司提供了良好的发展机遇。

公司是安丘市重要的国有资产经营管理平台之一，获得了政府在资产、政府债务置换、政府补贴等方面的大力支持

华安国有主要负责老城区以外的基础设施建设和周边风景区建设，作为安丘市最大的国有资产公司，公司名下经营性资产及下属企业均为地方政府大力支持发展的企业，其子公司山东景芝集团有限公司在山东白酒行业属龙头企业。公司在资产注入、政府补助等方面得到政府的大力支持。

资产注入方面，2014 年，安丘国资办将安丘市华鸣旅游发展有限公司（以下简称“华鸣旅游”）股权无偿划入公司；2015 年，安丘国资办将安丘市翰林教育发展有限公司（以下简称“翰林教育”）股权无偿划入公司。2015 年~2016 年，根据安丘市财政局文件，安丘市财政局向翰林教育拨付土地出让款 14.42 亿元和 7.08 亿元，作为权益性投资；2016 年向华鸣旅游拨付土地出让款 13.09 亿元，作为权益性投资，公司将上述土地出让款计入资本公积。

政府债务置换方面，截至 2017 年末，公司共有 9.48 亿元债务纳入地方政府债务中，2015 年~2017 年分别得到债务置换额度 0.18 亿元、3.37 亿元和 5.93 亿元，公司将其计入资本公积。

政府补助方面，2015 年~2017 年，公司分别获得政府补助 1.27 亿元、1.79 亿元和 2.00 亿元。

总体来看，公司按照政府统筹规划开展业务，面临的竞争不大，且公司在资产注入、政府置换、财政补贴等方面得到政府的大力支持，公司具有较强的抗风险能力。

公司城市基础设施建设项目持续推进，保证了公司业务的持续稳定，但未来在建及拟建项目面临较大投资压力

公司城市基础设施建设业务主要通过安丘市政府签署委托代建协议，由公司对特定项目进行投资建设，委托建设的价款包括公司在项目建设中垫付的费用和委托建设管理费两部分构成，垫付的费用包括但不限于征地补偿、安置费用及工程资金等，委托建设管理费按照项目建设中垫付的费用的 18% 计提。公司和安丘市政府每年年末就本年度的代发生额及代建管理费进行结算，政府在未来 3 年内逐年支付。截至 2017 年末，公司陆续已完成安丘市综合管网建设、青云旅游度假区建设（一期）、汶河水岸风景区建设、现代化农业设施建设等项目，并均已完工竣工验收，项目实际完成投资共计 26.34 亿元。2015 年~2017 年，公司确认基础设施建设收入分别为 6.97 亿元、7.39 亿元和 7.77 亿元。

表 2 截至 2017 年末公司主要已完工项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	实际完成投资	已确认收入金额	收到回购款额
安丘市综合管网建设项目	5.46	5.46	6.63	6.63
青云旅游度假区建设项目	3.34	3.34	4.97	4.97
汶河水岸风景区建设项目	6.07	6.07	7.28	7.28
现代化农业设施建设项目	11.47	11.47	11.67	11.67
合计	26.34	26.34	30.55	30.55

资料来源：公司提供。

截至 2017 年末，公司主要在建项目均采用政府购买服务协议，包括有农村公路安全生命防护工程、2016 年棚户区改造、普通中小学大班额项目，累计完成投资 25.76 亿元，尚需投资 8.62 亿元。上述三个项目主要是公司和山东省财金公司（以下简称“山东财金”）作为联合体进行运营，山东财金负责银行项目融资，公司负责项目建设和管理。

其中，农村公路项目计划对金临路、汶河滨水路、歌尔庄园旅游道路等 39 条道路进行农村公路安全生命防护工程，对青龙湖路大桥、青云大桥、安沙路阳旭河战备桥进行改造，项目建设期为 2 年，已于 2016 年 5 月开工，计划于 2018 年 5 月竣工验收。

为改善安丘市中小学教育条件，加快学校建设步伐，实现县域义务教育优质均衡发展，彻底解决大班额问题，计划对安丘市中小学中的 866 个大班

额班级进行改善，重点建设 31 所（新建 10 所、改扩建 21 所（含扩班或补充教师增加））中小学校，包括新建改扩建小学 14 所、初中 9 所、9 年一贯制 6 所、普通高中 2 所。其中，小学新建 3 所、改扩建 11 所，初中新建 4 所、改扩建 5 所，9 年一贯制新建 2 所、改扩建 4 所，普通高中新建 1 所、改扩建 1 所。该项目建设期计划为 2 年，于 2015 年 12 月开工建设，工程目前已建设完毕，部分学校尚未进行竣工验收。

公司拟建项目主要包括青云山旅游风景区建设工程、停车场建设项目项目，均将于 2018 年开工建设。截至 2017 年末，公司在建和拟建项目计划总投资 53.95 亿元，累计完成投资 25.76 亿元，未来尚需投资 28.19 亿元，主要为拟建项目投资支出，公司未来面临一定的投资压力。

表 3：截至 2017 年末公司主要在建、拟建基础设施建设项目情况（亿元）

类型	项目名称	是否签订代建协议	总投资额	累计投资额	计划投资额		建设期限
					2018	2019	
在建	农村公路安全生命防护工程	否	16.25	9.25	4.50	2.50	2016.05-2018.05
	2016 年棚户区改造项目	否	6.25	6.25	--	--	2016.07-2018.06
	普通中小学大班额项目	否	11.88	10.26	1.62	--	2015.12-2017.12
	小计	--	34.38	25.76	6.12	2.50	--
拟建	停车场建设项目	否	12.04	--	--	--	2018.01-2019.12
	青云山风景区建设项目	是	7.53	--	--	--	2018.04-2020.03
	小计	--	19.57	--	--	--	--
合计			53.95	25.76	--	--	--

注：2016 年棚户区改造项目，由于土地整理尚未完成，未进行验收。

资料来源：公司提供。

总体来看，公司基础设施建设项目后续投资规模较大，面临一定资本支出压力；项目建设资金主要通过自筹和贷款解决，还款资金主要依赖于基础设施建设项目回款和公司经营性收入，中诚信国际将密切关注公司业务盈利情况和项目回款情况。

跟踪期内公司加大广告投资，白酒业务随之回升；其他业务因土地和税收返还已完毕，且场地出租转自用而持续下降

公司白酒业务主要由控股子公司山东景芝集团有限公司（以下简称“景芝集团”）负责。景芝集团

年产商品白酒能力 10 万吨，是山东省大型重点酿酒企业、中国白酒生产 50 强企业、中国最大的芝麻香型白酒生产企业，拥有以“一品景芝”为代表的芝麻香型系列，以“景阳春”为代表的浓香型系列，以“景芝白乾”为代表的传统酒系列，以“阳春滋补酒”为代表的营养保健型系列四大系列品牌。

2015 年~2017 年，景芝集团分别销售 2.86 万吨、2.56 万吨和 3.10 万吨商品白酒，近年受宏观经济不景气及国家限制三公消费等因素的影响，公司白酒销售量持续下滑，2017 年加大了广告投入，景酒知名度进一步提升，市场占有率进一步加大，销售随

之回升；销售结构方面，以面向中端市场的景阳春酒为主；销售区域方面，以山东地区为主，在山东白酒行业拥有相对垄断的地位，并在全国各地拥有近 100 家经销商；产品主要客户为大型综合超市和食品公司等大批量采购商，前五大客户采购额占景芝集团白酒总销售额 18.60%。2015 年~2017 年，公司白酒销售业务分别实现收入 9.52 亿元、8.24 亿元和 10.21 亿元，收入随白酒销售量而波动。但由于白酒销售毛利率较高，白酒销售收入在公司整体收入占有重要地位。

表 4：2015 年~2017 年公司白酒业务销售情况（单位：吨、万元）

系列	2015		2016		2017	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
一品景芝	343	7,601	307	6,657	375	8,248
景阳春	14,592	56,865	12,194	46,148	14,667	55,762
白乾	6,314	8,028	6,026	7,560	6,256	8,135
其他	7,339	22,752	7,120	22,075	9,667	29,968
合计	28,589	95,246	25,647	82,440	30,965	102,113

资料来源：公司提供

总体来看，盈利水平较高的白酒业务对公司收入贡献较大，但其销售情况受国家酒类政策影响较大，近年来公司白酒销售量和销售收入持续下滑，2017 年公司加强市场开拓，销售量明显回升。

公司负责的部分测绘、规划业务，主要由于子公司安丘方正测绘服务有限公司和安丘市安丰城乡规划服务有限公司负责，业务内容包括地基基础工程检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、见证取样检测、外墙外保温系统检测、建筑室内环境污染检测、建筑材料质量检测。同时，公司还有少量仓储费、场地租赁费、土地和税收返还收入、污水处理和蒸汽等业务收入。近年来土地和税收返还收入已返还完毕、场地租赁对外出租改自用，故其他业务收入逐年下降，2015 年~2017 年，公司上述业务实现收入分别为 1.68 亿元、1.11 亿元和 0.55 亿元。

另外，公司 2016 年新开工建设的安丘市工业产业园区建设项目，计划建成后进行出租。该项目分为金安产业园、昌安产业园、新安产业园三大部分，

总用地面积 1,143 亩，建设包括标准化厂房、办公研发、生活服务、仓储物流、院士工作站等建筑，总建筑面积 126.36 万平方米，建设期为 2 年，于 2016 年 6 月开工。截至 2017 年末，安丘市工业产业园区项目进度已完成 76%，其中金安产业园标准化厂房、办公研发区都已建设完毕，目前正在进行生活服务区、仓储物流区建设；昌安产业园独立厂房已基本建设完成，目前正在进行后期装修工作；新安产业园研发中心及院士工作站已建设完毕，目前正进行可研基地建设。项目总投资估算为 176,180 万元，其中建设投资 168,773.40 万元，铺底流动资金 206.60 万元，建设期利息 7,200.00 万元。建设投资中，建筑工程费 133,266.20 万元，配套工程费 8,372.20 万元，其他费用 19,098.20 万元，预备费用 8,036.80 万元。项目建成后，预期收入来源于车间、办公研发用房、生活服务用房等租金收入。

该项目投资规模较大，在宏观经济整体低迷的情况下，未来其出租情况存在较大不确定性。中诚信国际将密切关注工业产业园区项目进展及未来出

租情况。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年~2016年三年连审审计报告和亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告，以上各期财务报告均按照新会计准则编制。

资本结构

随着公司业务的发展，公司资产规模快速增长，2015年~2017年末，公司资产总额分别为103.58亿元、150.19亿元和150.89亿元，以流动资产为主。

流动资产方面，2015年~2017年末，公司流动资产分别为72.02亿元、132.68亿元和131.38亿元。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，截至2017年末上述科目占流动资产的比重分别为5.98%、13.87%和76.14%，合计占流动资产的95.99%。2015年~2017年末，公司货币资金分别为8.72亿元、14.08亿元和7.85亿元，截至2017年末公司受限资金2.74亿元，系承兑汇票保证金。2015年~2017年末，公司其他应收款分别为7.62亿元、21.22亿元和18.23亿元，主要系对其他单位的借款及往来款，2017年末，公司其他应收款前五名分别为潍坊新大置业有限公司、安丘市荣盛贸易有限公司、安丘市华安建材有限公司、山东奥宝化工集团有限公司、安丘市华安市政工程有限公司，共计占应收账款的60.23%。上述借款及往来款对象基本都是国有企业，不收取利息。公司存货的主要构成为待开发土地，2015年~2017年末，公司存货分别为53.33亿元、92.09亿元和100.04亿元，2016年因无形资产转入及新增共计5,552.55亩所致，2017年随着公司在建项目的推进而有所增加。

非流动资产方面，2015年~2017年末，公司非流动资产分别为31.56亿元、17.51亿元和19.51亿元，主要构成为可供出售金融资产、固定资产、在建工程及无形资产，截至2017年末上述科目占非流动资产的比重分别为7.99%、71.43%、5.77%和

8.10%，合计占流动资产的93.30%。2015年~2017年末，公司可供出售金融资产分别为0.52亿元、0.56亿元和1.56亿元，包括对潍坊银行股份有限公司、潍坊市旅游投资控股有限公司等股权投资0.56亿元，相对稳定；2017年，新增邮银财智·盛利2017年第243期债权投资1.00亿元，期限1年，收益率4.9%。2015年~2017年末，公司固定资产分别为12.33亿元、12.94亿元和13.94亿元，主要为公司自用的房屋建筑物及机器设备，2015年末公司固定资产较2014年末大幅增长4.36亿元至12.33亿元，主要原因系当年大量在建工程转固所致，2015年之后随少量在建工程转固稳步增长。2015年~2017年末，公司在建工程分别为2.51亿元、2.18亿元和1.13亿元，随着公司在建工程的购建及完工转固呈波动趋势，截至2017年末公司在建工程主要包括青龙小镇、景酒产业园二期等工程。2015年~2017年末，公司无形资产分别为15.91亿元、1.52亿元和1.58亿元，主要系自用土地的使用权，2016年公司根据实际生产经营状况，将部分用途发生变化的土地使用权转计至存货，使得当年无形资产大幅下降14.39亿元。

近年来，公司负债规模增长较快，2015年~2017年末，公司负债总额分别为43.02亿元、64.24亿元和57.02亿元，以流动负债为主。

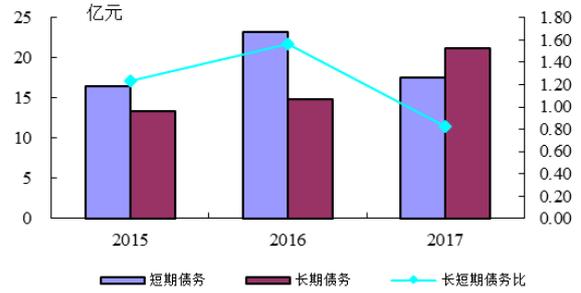
流动负债方面，2015年~2017年末公司流动负债分别为29.71亿元、49.45亿元和35.79亿元，受应付票据规模波动较大而波动。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成，截至2017年末，上述科目占流动负债的比例分别为28.27%、16.95%、10.87%和29.59%，合计占流动负债的85.68%。2015年~2017年末，公司短期借款分别为9.03亿元、8.87亿元和10.12亿元，主要为抵押借款和保证借款。公司应付票据主要为银行承兑汇票，2015年~2017年末分别为7.44亿元、14.33亿元和6.08亿元，因公司支付委托代建工程款的方式发生变化，工程款项更多采用票据进行结算，以节约财务费用，其规模随款项支付周期而波动。公司其他应付款主要系对安丘市政府及其他本地单位的往来款和借款，2015年~2017年末分别为

8.12 亿元、20.86 亿元和 10.59 亿元，2016 年末余额较 2015 年末大幅增长主要系公司与安丘市自来水有限公司、安丘市人民医院等单位的往来款项增加所致；2017 年随着往来款支付而减少，2017 年末其他应付款主要为安丘市财政局 1.25 亿元、潍坊市三建集团有限公司 0.60 亿元、安丘市安兴城乡建设发展有限公司 0.46 亿元、安丘市昌安市政工程有限公司 0.42 亿元和安丘市惠普医药有限公司 0.40 亿元。

非流动负债方面，2015 年~2017 年末公司非流动负债分别为 13.31 亿元、14.79 亿元和 21.23 亿元。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，截至 2017 年末，上述科目占公司非流动负债的比例分别为 14.93%、47.11% 和 37.96%。2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 12.55 亿元、14.49 亿元和 3.17 亿元，长期借款大部分以公司持有的土地作为抵押，2017 年因政府债务置换提前还款长期借款降幅较大。2017 年，公司首次发行 7 年期公司债券，致使 2017 年末应付债券增加至 10 亿元。公司长期应付款主要系由公司代持的政府对地方企业的扶持资金，随着代持资金逐年归还，公司长期应付款呈逐年减少，2015 年~2017 年末分别为 0.76 亿元、0.30 亿元和 8.06 亿元，2017 年因公司推进农村公路项目、大班额项目和 2016 棚改项目而增加来自山东财金的项目融资款。

债务结构方面，2015 年~2017 年末，公司总债务分别为 29.78 亿元、37.98 亿元和 38.78 亿元，随公司业务规模的发展呈稳步增长趋势，同期公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.24 倍、1.57 倍和 0.83 倍。总体来看，公司债务结构 2017 年前以短期债务为主，2017 年因发行债券和提前偿还债务，向以长期债务为主，但仍保有一定规模短期债务，中诚信国际将持续关注公司的短期债务规模及到期债务偿还情况。

图 2：2015 年~2017 年公司债务结构分析

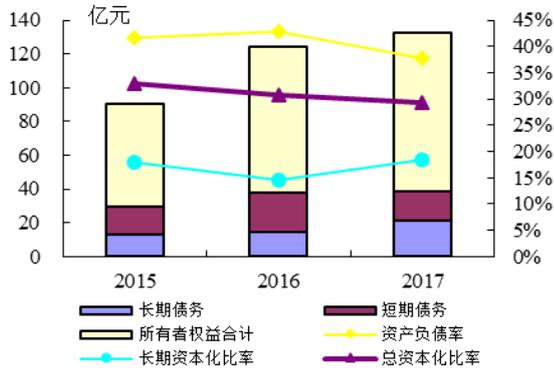


资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 60.56 亿元、85.95 亿元和 93.88 亿元，其增加主要来自股东注资和利润累计。2015 年~2017 年末，公司实收资本分别为 2.00 亿元、2.10 亿元和 2.10 亿元，资本公积分别为 54.82 亿元、78.48 亿元和 84.41 亿元，是公司所有者权益的最主要构成。其中，2015 年国开行货币增资 0.10 亿元使公司实收资本增至 2.10 亿元。2015 年~2017 年，公司陆续通过安丘市政府股权无偿划转、拨付土地款、货币注资等形式增加资本公积，主要包括 2015 年公司收到安丘市财政局拨付土地及土地款 27.50 亿元、山东省政府债务置换资金 0.18 亿元和翰林教育公司股权 0.10 亿元增加资本公积；2016 年公司及其子公司收到安丘市财政拨付土地及土地出让款 20.17 亿元和山东省政府债务置换资金 3.37 亿元、2017 年公司收到山东省政府债务置换资金 5.93 亿元。

资本结构方面，近年来公司业务迅速发展，负债规模保持同步扩张，公司资产负债率及总资本化比率相对稳定。2015 年~2017 年末公司资产负债率分别为 41.53%、42.77% 和 37.79%，同期总资本化比率分别为 32.97%、30.65% 和 29.23%。

图 3：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，近年来公司资产和负债规模同步增长，杠杆水平平稳下降，股东方的资产注入使得公司资本实力持续增强。另一方面，公司其他应收款中与政府及其他单位的往来款较多，同时存货科目金额较大，对公司资金形成一定占用。

盈利能力

营业收入方面，2015 年~2017 年，公司营业总

表 5：2015 年~2017 年公司营业收入、毛利率情况（亿元，%）

收入	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	6.97	18.04	7.39	18.00	7.76	18.00
酒类生产销售	9.52	45.33	8.24	50.25	10.21	54.64
其他	1.68	72.74	1.11	68.01	0.55	85.16
合计	18.18	37.40	16.74	37.10	18.52	40.16

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2015 年~2017 年公司三费合计分别为 5.85 亿元、5.03 亿元和 4.98 亿元。公司销售费用主要系酒类业务的广告费、宣传费及销售人员工资，随酒类业务销量而波动。公司管理费用逐年下降，2016 年随销售收入而同步下降，2017 年因会计政策调整税金计入税金及附加核算所致。近年来公司财务费用持续增长的原因主要系债务规模增长导致利息支出同步增加。总体来看，公司期间费用规模较大，2015 年~2017 年三费收入占比分别为 32.19%、30.05% 和 26.86%，公司费用管控能力有待加强。

表 6：2015 年~2017 年公司期间费用分析（亿元，%）

	2015	2016	2017
销售费用	1.95	1.71	2.02
管理费用	3.12	2.11	1.55

收入分别为 18.18 亿元、16.74 亿元和 18.52 亿元，收入规模呈现一定波动。从收入构成来看，公司的主要收入来源为基础设施建设业务和酒类生产销售业务。2015 年~2017 年公司基础设施建设收入主要来源于安丘市综合管网建设、青云旅游度假区、汶河水岸风景区、现代化农业设施建设、青云山建设等项目。受宏观经济不景气及国家限制三公消费等因素的影响，2016 年公司酒类生产销售收入下降至 8.24 亿元，同比降幅 13.45%，2017 年因公司增加广告投入，销售收入随销售量增加而回升。因土地和税收返还已结束，场地出租改自用，公司其他业务收入逐年有所下降。

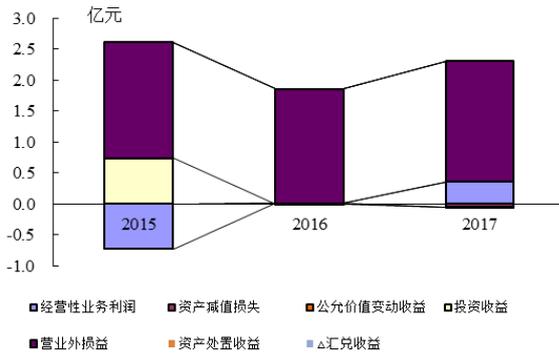
毛利率方面，2015 年~2017 年，公司营业毛利率分别为 37.40%、37.10% 和 40.16%，总体稳定略有上升。基础设施建设业务方面，公司与委托方约定按照 18% 的比例计算委托建设管理费，因此该项业务毛利率水平近三年非常稳定。酒类生产销售方面，近年来酿酒原材料价格虽有起伏，但公司高端酒销售量增加，且成本控制优化，使得酒类业务毛利率逐年增加。

财务费用	0.79	1.21	1.41
三费合计	5.85	5.03	4.98
营业总收入	18.18	16.74	18.52
三费收入占比	32.19	30.05	26.86

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2015 年~2017 年公司利润总额分别为 1.88 亿元、1.85 亿元和 2.26 亿元。由于部分业务的公益属性，每年公司均会获得安丘市政府给予的一定规模财政补贴，2015 年~2017 年获得各类政府补助分别为 1.27 亿元、1.79 亿元和 2.00 亿元，是公司利润总额的重要构成。2015 年~2017 年，公司经营性业务利润分别为 -0.73 亿元、0.01 亿元和 0.34 亿元，规模有限且易受期间费用波动影响。

图 4：2015 年~2017 年公司利润总额情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司基础设施建设业务平稳增长，但酒类生产销售业务近年来波动较大，加之公司期间费用规模较大，使得经营性业务利润持续处于较低水平，利润来源主要依靠政府补助。

现金流

经营活动方面，2015 年~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 4.04 亿元、2.82 亿元和 -16.54 亿元。近年来公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相对稳定，2015 年~2017 年分别为 17.55 亿元、16.70 亿元和 21.90 亿元；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 9.44 亿元、9.29 亿元和 26.90 亿元主要系各项业务的付现成本，2017 年因公司推进棚户区改造、农村公路项目、青云山民族风景区建设项目二期和青龙小镇项目而大幅增加。公司收到和支付其他与经营活动有关现金流 2015 年规模较小，2016 年后因收支往来款规模增加而大幅增加，2015 年~2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 1.91 亿元、15.63 亿元和 11.46 亿元，支付其他与经营活动有关的现金分别为 3.98 亿元、15.17 亿元和 18.61 亿元。

投资活动方面，2015 年~2017 年，公司投资活动净现金流分别为 -3.26 亿元、-1.53 亿元和 -2.88 亿元。公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要系购建固定资产及购买土地支付的对价，2015 年~2017 年公司投资活动现金流出分别为 4.11 亿元、1.61 亿元和 2.93 亿元。此外，

2017 年公司投资支付现金 1.80 亿元，为公司对山东国坤融资租赁有限公司股权投资 0.80 亿元和对邮银财智·盛利 2017 年第 243 期债权投资 1.00 亿元。

筹资活动方面，2015 年~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为 0.27 亿元、1.19 亿元和 18.64 亿元。公司筹资活动现金流入主要为债务性融资，2015 年~2017 年，公司取得借款收到的现金分别为 16.62 亿元、8.35 亿元和 16.46 亿元。此外，2016 年~2017 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为 8.90 亿元和 13.83 亿元，主要为收回存款质押票据保证金及 2017 年收到山东财金项目融资款，2017 年发行企业债券收到现金 9.87 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息，2015 年~2017 年，公司偿还债务支付的现金分别为 12.23 亿元、3.46 亿元和 19.23 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金 11.75 亿元，主要系兑付银行承兑汇票所致。

表 7：2015 年~2017 年公司现金流结构分析（亿元）

	2015	2016	2017
经营活动产生现金流入	19.46	32.34	33.36
经营活动产生现金流出	15.42	29.52	49.91
经营活动净现金流	4.04	2.82	-16.54
投资活动产生现金流入	0.85	0.08	0.05
投资活动产生现金流出	4.11	1.61	2.93
投资活动净现金流	-3.26	-1.53	-2.88
筹资活动产生现金流入	16.72	17.25	40.15
其中：吸收投资所收到的现金	0.10	--	--
借款所收到的现金	16.62	8.35	16.46
筹资活动产生现金流出	16.44	16.06	21.51
其中：偿还债务所支付的现金	12.23	3.46	19.23
筹资活动净现金流	0.27	1.19	18.64
现金及现金等价物净增加额	1.05	2.48	-0.78

资料来源：公司财务报告

总体来看，公司经营性业务产生的现金流相对稳定，经营活动净现金流规模受往来款影响较大，但 2017 年受项目推进影响经营活动现金流支出规模较大，致使经营活动净现金流由正转负；近年来公司投资活动现金流规模较小，筹资规模相对稳定，2017 年规模增加以补充经营活动现金缺口。

偿债能力

从偿债指标上看，公司 EBITDA 平稳增长，债务规模在 2015 年大幅上升后趋于稳定，利息支出随债务规模水平有所增长，故 EBITDA 对总债务保障能力波动中有所回升，对利息支出的保障能力也略有增强。现金流方面，近年来公司经营净现金流受往来款规模影响波动较大，使得其对债务和利息支出的保障能力亦呈波动趋势，2017 年公司经营活动净现金流为负，无法有效覆盖债务本息。

表 8：2015 年~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	16.47	23.20	17.55
长期债务（亿元）	13.31	14.79	21.23
总债务（亿元）	29.78	37.98	38.78
净债务（亿元）	21.06	23.91	30.93
总债务/EBITDA（X）	8.47	10.06	8.09
经营活动净现金流/总债务（X）	0.14	0.07	-0.43
EBITDA 利息保障系数（X）	2.88	2.53	2.79
经营活动净现金流利息保障系数（X）	3.31	1.89	-9.62

资料来源：公司财务报告

银行授信方面，截至 2017 年末，公司拥有银行授信总额 15.97 亿元，目前已全部使用，财务弹性较差。

受限资产方面，截至 2017 年末公司受限资产账面价值共计 29.79 亿元，占总资产比重为 19.75%，其中包括承兑汇票保证金 2.68 亿元、用于获取抵押贷款的土地 22.19 亿元、原酒 1.93 亿元和固定资产-房屋建筑物 2.99 亿元。

或有负债方面，截至 2017 年末公司对外担保余额 31.20 亿元，占净资产的比重为 33.24%。被担保对象包括当地国有企业、事业单位和民营企业，其中对民营企业担保余额为 5.24 亿元，主要为下属控股子公司景芝集团对有业务往来企业的担保，虽然对于规模较小的企业均有反担保措施，但仍存在一定代偿风险。

债务到期分布方面，截至 2017 年末，公司 2018 年~2021 年及以后到期债务分别为 18.93 亿元、1.54 亿元、2.95 亿元和 15.40 亿元。公司债务偿还压力主要集中在 2018 年，中诚信国际将密切关注公司 2018 年到期债务的偿还情况。

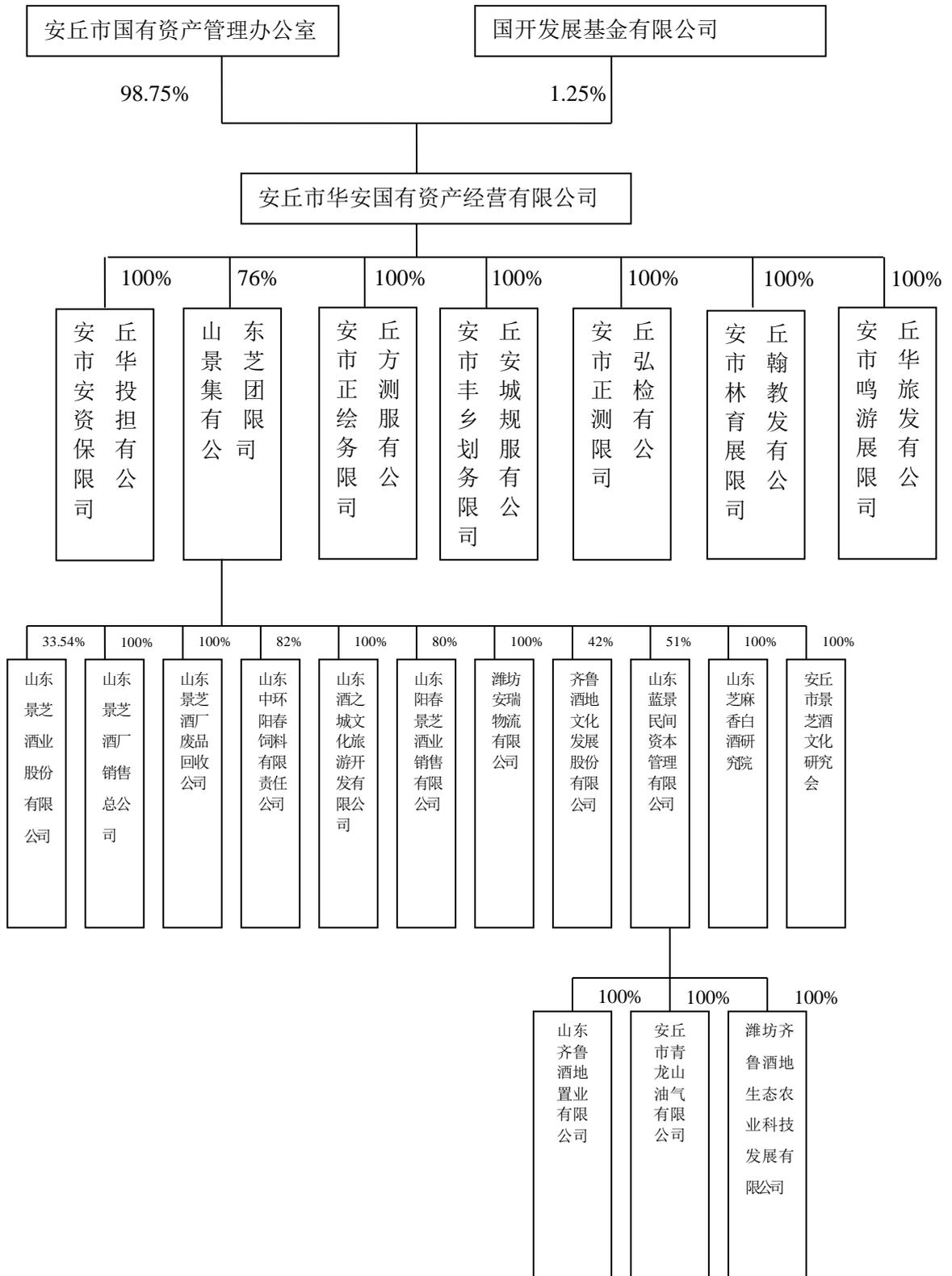
过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信报告显示，公司最近三年未出现延迟支付债务本金及其利息。

结 论

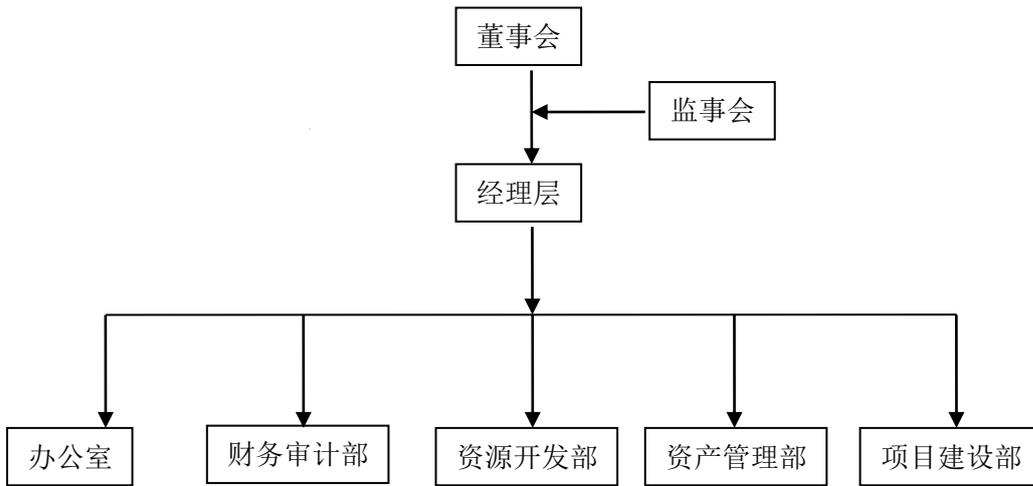
综上所述，中诚信国际维持安丘市华安国有资产经营有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 安丘债”的信用等级为 **AA**。

附一：安丘市华安国有资产经营有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：安丘市华安国有资产经营有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：安丘市华安国有资产经营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017
货币资金	87,181.78	140,777.11	78,521.07
应收账款	12,931.25	8,347.60	2,027.71
其他应收款	76,199.41	212,248.39	182,250.76
存货	533,306.62	920,898.21	1,000,359.31
可供出售金融资产	5,204.37	5,594.37	15,594.37
长期股权投资	0.00	0.00	8,000.00
在建工程	25,059.84	21,762.34	11,262.36
无形资产	159,092.81	15,180.05	15,801.83
总资产	1,035,754.95	1,501,868.32	1,508,942.94
其他应付款	81,158.18	208,640.20	105,891.17
短期债务	164,704.00	231,970.00	175,524.70
长期债务	133,093.05	147,864.67	212,266.40
总债务	297,797.05	379,834.67	387,791.10
总负债	430,190.17	642,410.00	570,177.97
费用化利息支出	8,569.94	11,803.97	17,200.52
资本化利息支出	3,628.39	3,120.89	0.00
实收资本	21,000.00	21,000.00	21,000.00
少数股东权益	19,775.89	17,176.85	17,715.06
所有者权益合计	605,564.78	859,458.32	938,764.97
营业总收入	181,796.37	167,429.04	185,245.44
经营性业务利润	-7,300.96	84.19	3,561.78
投资收益	7,401.46	-90.98	-37.77
营业外收入	19,019.82	18,580.19	20,951.89
净利润	14,760.04	17,311.95	20,003.65
EBIT	27,394.56	30,264.92	39,756.68
EBITDA	35,162.86	37,771.14	47,953.61
销售商品、提供劳务收到的现金	175,461.98	167,028.47	219,029.25
收到其他与经营活动有关的现金	19,146.45	156,331.52	114,613.24
购买商品、接受劳务支付的现金	94,464.29	92,949.82	268,990.18
支付其他与经营活动有关的现金	39,842.90	151,747.06	186,089.73
吸收投资收到的现金	1,000.00	0.00	0.00
资本支出	41,071.53	10,689.73	11,304.96
经营活动产生现金净流量	40,378.37	28,152.54	-165,424.72
投资活动产生现金净流量	-32,569.10	-15,296.08	-28,783.90
筹资活动产生现金净流量	2,704.55	11,935.67	186,393.65
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	37.40	37.10	40.16
三费收入比 (%)	32.19	30.05	26.86
应收类款项/总资产 (%)	8.61	14.69	12.21
收现比 (X)	0.97	1.00	1.18
总资产收益率 (%)	2.99	2.39	2.64
流动比率 (X)	2.42	2.68	3.67
速动比率 (X)	0.63	0.82	0.88
资产负债率 (%)	41.53	42.77	37.79
总资本化比率 (%)	32.97	30.65	29.23
长短期债务比 (X)	1.24	1.57	0.83
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.14	0.07	-0.43
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.25	0.12	-0.94
经营活动净现金流/利息支出 (X)	3.31	1.89	-9.62
总债务/EBITDA (X)	8.47	10.06	8.09
EBITDA/短期债务 (X)	0.21	0.16	0.27
货币资金/短期债务 (X)	0.53	0.61	0.45
EBITDA 利息倍数 (X)	2.88	2.53	2.79

注：公司各年财务报告根据新会计准则编制；将 2015 年~2017 年公司长期应付款纳入长期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(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)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。