

昌邑市经济开发投资公司

2012 年企业债券 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

评级总监：

 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  
【89】号 01

增信方式:

土地使用权抵押担保

债券剩余规模:

35,000 万元

债券到期日期:

2020 年 10 月 30 日

债券偿还方式: 按年付息, 同时设置本金提前偿还条款, 在存续期的第 3、4、5、6、7、8 年分别按照发行总额 15%、15%、15%、15%、15%和 25%的比例偿还债券本金

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

## 昌邑市经济开发投资公司 2012 年企业债券 2017 年跟踪信用评级报告

	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+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 17 日	2016 年 05 月 24 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对昌邑市经济开发投资公司(以下简称“昌邑开投”或“公司”)及其 2012 年 10 月发行的企业债券(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。该等级的评定是考虑到, 2016 年昌邑市经济与财政实力持续增强; 公司持续实现较大规模的工程项目收入, 且未来仍有一定的保障; 公司土地转让面积及收入均有所增长, 目前公司储备地块较多, 未来可为土地转让业务提供支持; 昌邑市政府持续给予公司大力支持; 用于抵押的土地资产仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖。同时我们也关注到了昌邑市经济增速有所放缓, 存在一定的产业结构调整压力; 未来需关注公司工程管理费收入和土地整理收入的持续性, 需关注委托贷款业务面临的管控风险; 公司资产流动性较弱, 刚性债务压力仍较大, 对外担保金额增长较快, 且担保金额较大, 公司面临较大的或有负债风险; 以及公司尚未就抵押资产价值进行跟踪评估等风险因素。

### 正面:

- 昌邑市经济与财政实力持续增强。2016 年昌邑市地区生产总值和公共财政收入分别为 399.5 亿元和 29.91 亿元, 同比分别增长 7.9%和 9.42%。
- 公司持续实现较大规模的工程项目收入, 且未来仍有一定的保障。2016 年公司实现工程项目收入 11,815.87 万元, 截至 2016 年末, 公司建设的 BT 项目尚可确认收入 24,423.61 万元, 回购期为 2017-2020 年, 未来工程项目收入仍有一定的保障。

- 公司土地转让面积及收入均有所增长，目前公司储备地块较多，未来可为土地转让业务提供支持。2016年公司共转让土地面积合计151.96万平方米，实现转让收入36,642.56万元，同比分别增长8.53%和27.28%。截至2016年末，公司拥有土地53宗，总面积4,493.19万平方米，账面价值854,376.45万元，其中共有账面价值104,408.50万元土地资产未抵押，未来可为公司土地转让业务提供支持。
- 地方政府持续给予公司大力支持。2016年昌邑市财政局向公司拨付财政补贴3.00亿元，有效提升了公司的利润水平。
- 用于抵押的土地资产对本期债券的本息形成较好的覆盖。根据《资产评估报告书》（中和谊评报字【2016】11058号），用于本期债券抵押担保的土地资产评估价值为122,119.99万元，评估基准日为2016年4月30日，为本期债券余额的2.87倍。

#### 关注：

- 昌邑市经济增速有所放缓，存在一定的产业结构调整压力。2016年昌邑市地区生产总值同比增长7.9%，增速较2015年下降0.7个百分点。受宏观经济下行影响，2016年昌邑市传统优势产业石油化工业和食品加工业表现较为低迷，存在一定的产业结构调整压力。
- 未来需关注公司工程管理费收入和土地整理收入的持续性。截至2016年末，公司主要在建项目已基本完工，暂未承接新项目，同时公司已整理完的土地全部结转成本并确认收入，目前正在整理开发中的土地规模较小，未来需关注工程管理费收入和土地整理收入的持续性。
- 需关注委托贷款业务面临的管控风险。随着公司于2015年9月22日发行6亿元“15昌小微债”，公司新增委托贷款业务，截至2017年3月31日，“15昌小微债”募集资金已投放52,500万元，借款客户共8家，主要为民营企业，借款期限均较长，且主要为信用借款，考虑到公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注委托贷款业务面临的管控风险。
- 资产流动性较弱。公司资产仍以土地使用权为主，且87.78%的土地资产已用于抵押，未来融资空间有限；其他应收款增长较快，对资金占用较大，且未来回收时间存在一定的不确定性。
- 刚性债务压力仍较大。截至2016年末，公司有息债务总额达44.90亿元，规模仍较大，仍面临较大的刚性债务压力。
- 对外担保金额增长较快，且担保金额较大，面临较大的或有负债风险。截至2016

年末，公司对外担保金额合计 434,860.00 万元，同比增长 321.63%，占公司所有者权益的比重达 43.39%，较 2015 年末上升 32.82 个百分点，公司面临较大的或有负债风险。

- **公司尚未就抵押资产价值进行跟踪评估。**根据《抵押协议》与《抵押资产监管协议》，公司须在本期债券本息全部清偿完毕之前聘请资产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，但跟踪期内公司尚未就抵押资产价值进行跟踪评估。

#### 主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
资产合计（万元）	1,464,385.90	1,510,112.17	1,326,423.75
所有者权益合计（万元）	1,002,220.08	976,036.80	929,687.00
有息债务（万元）	449,004.52	494,447.82	282,848.66
资产负债率	31.56%	35.37%	29.91%
流动比率	10.15	5.56	5.66
速动比率	6.29	3.43	2.77
主营业务收入（万元）	86,015.92	83,833.54	118,386.28
营业利润（万元）	-4,015.56	-8,776.13	-10,361.20
补贴收入（万元）	30,000.00	35,000.00	40,400.00
利润总额（万元）	26,183.28	26,149.83	30,092.41
主营业务毛利率	38.62%	31.10%	26.00%
总资产回报率	2.90%	3.03%	3.83%
EBITDA（万元）	55,064.62	55,679.04	59,199.50
EBITDA 利息保障倍数	2.27	2.28	3.64
经营活动产生的现金流量净额（万元）	41,057.36	-16,516.72	-94,798.86

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发改财金【2012】3205号文件核准，公司于2012年10月30日公开发行5亿元企业债券，票面利率为7.35%，扣除发行费用后，募集资金净额4.94亿元。截至2016年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕，且三个募投项目均已建设完工，并已进入回购期。

表1 截至2016年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟使用债券募集资金	已投资额	已使用债券募集资金
昌邑市潍河综合治理工程	55,783	30,000	55,783	30,000
昌邑市城市道路综合改造工程	16,162	8,000	16,162	8,000
昌邑市北部水网建设工程	27,976	12,000	27,976	11,400
合计	99,921	50,000	99,921	49,400

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、实际控制人及合并报表范围均未变化，公司注册资本仍为11.50亿元，昌邑市财政局为公司的唯一股东。

截至2016年12月31日，公司总资产为1,464,385.90万元，所有者权益合计1,002,220.08万元，资产负债率为31.56%。2016年度，公司实现主营业务收入86,015.92万元，利润总额26,183.28万元，经营活动产生的现金净流入41,057.36万元。

## 三、区域经济与财政实力

昌邑市经济继续保持较快增长，但增速有所放缓；工业对地方经济贡献较大，但部分传统优势行业发展较为低迷，存在一定的产业结构调整压力

2016年昌邑市经济继续保持增长，但增速有所放缓，全年实现地区生产总值399.5亿元，按可比价格计算，同比增长7.9%，增速较2015年下降0.7个百分点。其中，第一产业实现增加值36.95亿元，同比增长5.6%；第二产业实现增加值202.55亿元，同比增长7.7%；第三产业实现增加值160.0亿元，同比增长8.7%。三次产业构成比例由2015年的9.3:54.2:36.5调整为2016年的9.2:50.7:40.1，第二产业比例下降而第三产业比例增长。2016年末，昌邑市常住人口61.82万人，按常住人口计算，昌邑市人均GDP达到64,832

元，为全国人均 GDP 的 120.10%。2016 年昌邑市实现社会消费品零售总额 181.06 亿元，同比增长 11.6%。2016 年末昌邑市金融机构本外币各项存款余额和贷款余额分别为 404.6 亿元和 216.9 亿元，同比增速分别为 12.7%和-4.1%。

**表2 2015-2016年昌邑市主要经济指标及同比变化情况**

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	399.5	7.9%	376.2	8.6%
第一产业增加值（亿元）	36.95	5.6%	34.9	4.1%
第二产业增加值（亿元）	202.55	7.7%	204.0	9.5%
第三产业增加值（亿元）	160.0	8.7%	137.3	7.9%
固定资产投资（亿元）	380.11	13.5%	323.7	13.8%
社会消费品零售总额（亿元）	181.06	11.6%	162.2	11.7%
进出口总额	55.94（亿元）	-4.4%	9.4（亿美元）	16.2%
存款余额（亿元）	404.6	12.7%	359.1	5.6%
贷款余额（亿元）	216.9	-4.1%	226.2	-8.4%
人均 GDP（元）	64,832	7.5%	64,409	8.4%
人均 GDP/全国人均 GDP	120.10%	-	130.51%	-

资料来源：昌邑市2015-2016年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

昌邑市工业较为发达，已形成了石油化工、盐及盐化工、机械制造、纺纱制造、食品加工等五大传统优势产业。2016 年昌邑市全部工业增加值实现 189.66 亿元，增长 7.8%；共有规模以上工业企业 280 家，实现主营业务收入 1,005.39 亿元，增长 6.3%；实现利润总额 59.69 亿元，增长 12.7%。规模以上工业中，五大传统产业实现主营业务收入 944.54 亿元，增长 6.1%，占全部规模以上工业主营业务收入的 93.9%。其中，石油化工业实现主营业务收入 295.93 亿元，下降 0.9%；盐及盐化工业实现主营业务收入 208.69 亿元，增长 12.0%；纺织服装业实现主营业务收入 243.98 亿元，增长 10.6%；机械制造业实现主营业务收入 127.22 亿元，增长 8.7%；食品加工业实现主营业务收入 68.72 亿元，下降 0.5%；2016 年盐及盐化工业、纺织服装业及机械制造业发展较好，石油化工业和食品加工业表现较为低迷。总体来看，昌邑市工业较为发达，传统产业优势突出，对地方经济贡献较大，拉动作用明显，但受宏观经济下行影响，部分行业发展较为低迷，存在一定的工业结构调整压力。

2016 年，昌邑市完成固定资产投资 380.11 亿元，增长 13.5%，仍保持在较高增速，对当地经济拉动较大。其中，第一产业完成固定资产投资 11.56 亿元，增长 1.6%；第二产业完成固定资产投资 242.61 亿元，增长 14.1%；第三产业完成固定资产投资 125.94 亿元，增长 13.6%。

随着非税收入和政府性基金收入的增长，昌邑市地方综合财力保持较快增长，但非税收入和政府性基金收入的实现存在一定的波动，未来可能影响地方综合财力的稳定性

2016年昌邑市地方综合财力为456,800万元，同比增长11.98%，主要系非税收入和政府性基金收入大幅增长所致。从地方综合财力构成来看，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65.47%、20.09%和14.43%，公共财政收入仍是最主要的来源。

**表3 2015-2016年昌邑市财政收支情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
<b>地方综合财力</b>	<b>456,800</b>	<b>407,929</b>
（一）公共财政收入	299,086	273,326
其中：税收收入	204,004	222,772
非税收入	95,082	50,554
（二）上级补助收入	91,792	92,589
其中：返还性收入	7,747	15,303
一般性转移支付收入	54,269	50,985
专项转移支付	29,776	26,301
（三）政府性基金收入	65,922	36,571
其中：国有土地使用权出让金收入	56,828	25,790
（四）预算外财政专户收入	-	5,443
<b>财政支出</b>	<b>497,926</b>	<b>527,591</b>
（一）公共财政支出	366,415	421,786
（二）上解上级支出	64,763	57,799
（三）政府性基金支出	66,748	42,563
（四）预算外财政专户支出	-	5,443
<b>财政自给率</b>	<b>81.62%</b>	<b>64.80%</b>

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+财政专户收入；  
财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：昌邑市财政局，鹏元整理

2016年昌邑市实现公共财政收入299,086万元，同比增长9.42%，主要系非税收入增长较多所致。其中，税收收入204,004万元，同比减少8.42%，主要系受营改增政策调整影响以及部分支柱企业景气度降低使得税收款有所减少所致；非税收入95,082万元，同比增长88.08%，主要系土地租赁收入大幅增长，使得非税收入中的国有资源（资产）有偿使用收入增长较快所致。税收收入占公共财政收入的比重为68.21%，较2015年下降13.29个百分点，公共财政收入质量有所下滑。

从税源来看，2016年昌邑市前10大企业地方税收总额占税收收入的比重为29.85%，占比较2015年下降1.72个百分点，重点企业对地方税收的支撑仍较为明显，同时对特定



企业的依赖度仍偏高，其中山东昌邑石化有限公司贡献占比仍达到 13.73%。

**表4 2016年昌邑市纳税前10大企业及纳税情况（单位：万元）**

公司名称	地方税收总额	占税收比例
山东昌邑石化有限公司	28,012.01	13.73%
山东昌邑灶户盐化有限公司	7,134.20	3.50%
山东同大集团有限公司	6,068.50	2.97%
山东海天生物化工有限公司	5,281.00	2.59%
山东裕源集团有限公司昌邑化工厂	3,738.77	1.83%
山东昌邑碱里盐化有限公司	3,170.84	1.55%
国网山东省电力公司昌邑市供电公司	2,992.08	1.47%
山东浩信集团有限公司	2,195.32	1.08%
山东昌邑农村商业银行股份有限公司	1,395.23	0.68%
山东金典化工有限公司	900.37	0.44%
<b>合计</b>	<b>60,888.32</b>	<b>29.85%</b>

资料来源：昌邑市财政局

昌邑市政府性基金收入以国有土地使用权出让金收入为主，2016 年受昌邑市房地产市场景气度有所提升以及当地政府土地出让计划影响，国有土地使用权出让金收入大幅增长，使得政府性基金收入达 65,922 万元，同比大幅增长 80.26%，在地方综合财力中的占比较 2015 年上升 5.47 个百分点。考虑到国有土地使用权出让金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波动的可能性较大。2016 年昌邑市上级补助收入为 91,792 万元，与 2015 年基本持平，总体规模仍偏小。

财政支出方面，2016 年昌邑市地方财政支出为 497,926 万元，其中公共财政支出 366,415 万元，同比大幅减少 13.13%，主要系节能环保、城乡社区和农林水支出有所减少所致。2016 年，随着公共财政支出的减少，昌邑市财政自给率上升为 81.62%，较 2015 年高 16.82 个百分点，财政自给程度较好。

#### 四、经营与竞争

2016 年公司主营业务收入主要来源未发生大的变化，仍主要来自土地转让收入、土地整理收入、工程项目收入、工程管理费收入和盐田租赁收入，随着公司于 2015 年 9 月 22 日发行 6 亿元小微企业增信集合债券（以下简称“15 昌小微债”），2016 年公司新增委托贷款利息收入。受土地市场景气度提升影响，2016 年公司共实现土地转让收入和整理收入 55,710.56 万元，较 2015 年同比增长 5.28%，占主营业务收入的比重达 64.77%，较 2015 年上升 1.65 个百分点，仍是最主要的主营业务收入来源。而工程项目收入和工程管

管理费收入方面随着结算项目的减少均有所下降，盐田租赁收入基本持平。主营业务毛利率方面，随着土地转让业务毛利率的大幅提升，2016 年公司主营业务毛利率为 38.62%，较 2015 年上升 7.52 个百分点。

**表5 2015-2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）**

项 目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地转让收入	36,642.56	45.59%	28,788.03	16.12%
土地整理收入	19,068.00	16.67%	24,127.20	16.67%
工程项目收入	11,815.87	61.67%	12,857.57	64.77%
工程管理费收入	9,441.35	100.00%	13,008.18	100.00%
盐田租赁收入	4,973.28	-77.15%	5,052.56	-77.77%
委托贷款利息收入	4,074.85	10.87%	-	-
<b>合计</b>	<b>86,015.92</b>	<b>38.62%</b>	<b>83,833.54</b>	<b>31.10%</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

**公司持续实现较大规模的代建管理费收入和工程项目收入，且未来工程项目收入仍有一定的保障，但需关注工程管理费收入的持续性**

公司作为昌邑市主要的城市基础设施建设投融资主体，自成立以来，已先后投资建设完成了多个城区道路、桥梁、供排水管网等城市基础设施项目的投资建设。

公司的基础设施建设主要采取与政府各部门签订建设工程委托管理协议的模式进行，由公司负责项目投融资和建设，财政局按照工程预算和工程进度情况向公司拨付进度款，同时财政局代政府各部门向公司支付不低于工程进度款的 10% 作为公司的建设工程委托管理费用，公司将这部分建设工程委托管理费用确认为工程管理费收入。

2016 年，公司确认工程管理费收入 9,441.35 万元，主要来源于昌邑市城区路网提升改造项目、潍河（昌邑北部）水利枢纽工程、潍河（昌邑北部）生态综合治理工程、城镇农村住房改造建设项目和城东片区棚户区改造安居工程，同比减少 27.42%，主要系当年对委托管理工程项目投入有所减少所致。由于公司将财政局向公司支付的建设工程委托管理费用确认为工程管理费收入，因此公司工程管理费收入毛利率仍为 100.00%。但截至 2016 年末，公司主要在建项目已基本完工，暂未承接新项目，未来需关注工程管理费收入的持续性。

公司还有部分项目采取与政府签订投资建设与收购协议（BT 协议）方式，约定项目完工后由政府回购，回购金额为工程投入金额加成一定比例，公司则按回购金额确认工程项目收入。截至 2016 年末，公司共有 4 个项目采用 BT 模式，均已完工。其中潍河综合治理工程、昌邑市北部水网建设工程和昌邑市城市道路综合改造工程为“12 昌投债”的

募投项目，总投资 99,921 万元，总回购金额 144,890 万元。

2016 年，公司工程项目收入仍来自于已完工的 4 个 BT 项目，共实现工程项目收入 11,815.87 万元，其中农村路网改造项目、潍河综合治理工程、昌邑市北部水网建设工程和昌邑市城市道路综合改造工程实际分别确认收入 4,613.02 万元、4,108.37 万元、2,285.72 万元和 808.76 万元。公司已完工的 4 个 BT 项目合计可确认收入 86,053.18 万元，2011-2016 年已累计确认收入 61,629.57 万元，尚可确认收入 24,423.61 万元，回购期为 2017-2020 年，未来几年公司工程项目收入有一定的保障。

**公司土地整理面积及收入均有所下降，未来需关注该业务的持续性；依托于土地市场景气度的提升，土地转让面积及收入均有所增长，目前公司土地储备较多，未来可为土地转让业务提供支持，但该业务盈利水平易受当地土地市场行情影响**

土地整理业务方面，昌邑市国有土地储备交易中心委托公司进行土地整理。土地整理工程竣工验收及昌邑市土地储备中心通过招拍挂或协议方式出让土地获得土地出让收益后，昌邑市土地储备中心将相应地块的土地整理成本（土地整理工程款和相关人工成本等费用）加成 20% 支付给昌邑市财政局，并委托财政局将该部分费用转至公司，作为公司的土地整理收入。2016 年，公司土地整理面积 29.97 万平方米，实现土地整理收入 19,068.00 万元，较 2015 年减少 20.97%。截至 2016 年末，公司已整理完的土地全部结转成本并确认收入，目前正在整理开发中的土地规模较小，未来需关注该业务的持续性。

**表 6 2015-2016 年公司土地整理及转让情况**

项目	2016 年	2015 年	同比变化
土地整理面积（万平方米）	29.97	37.58	-20.25%
土地整理收入（万元）	19,068.00	24,127.20	-20.97%
土地转让面积（万平方米）	151.96	140.02	8.53%
土地转让收入（万元）	36,642.56	28,788.03	27.28%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司还以自筹资金缴纳土地出让金后从昌邑市土地储备中心取得土地使用权，待公司在土地二级市场上将土地转让后确认收入并结转成本。其中，采矿用地和工业用地主要通过协议出让的方式获得，商业住宅用地通过招拍挂的方式取得。2016 年公司转让的土地主要为采矿用地，依托于土地市场景气度的提升，共转让土地面积合计 151.96 万平方米，实现转让收入 36,642.56 万元，同比分别增长 8.53% 和 27.28%。同时，2016 年土地转让业务毛利率高达 45.59%，较 2015 年上升 29.47 个百分点，主要系转让土地成本较低所致。截至 2016 年末，公司拥有土地 53 宗（详见附录五），总面积 4,493.19 万平方米，账面价值 854,376.45 万元，其中共有账面价值 104,408.50 万元土地资产未抵押。总体来看，公司

土地资产丰富，未来可为土地转让业务提供支持，但目前其中 87.78%的土地资产已经用于抵押，且部分抵押期限较长，同时土地转让业务易受土地市场行情影响而出现波动。

盐田租赁方面，根据昌邑市政府《关于明确部分市级盐场土地使用权问题的通知》(昌政发【2009】26号)，决定对沿海滩涂及盐场收取土地使用租赁费。公司的现有土地中有大量盐田，占用国有土地进行盐场经营的企业和个人须与公司签订土地租赁合同，向公司缴纳土地租赁费。2016年，公司实现盐田租赁收入4,973.28万元，与2015年持平。由于公司将盐田无形资产摊销等成本计入了租赁业务成本，因此该项业务毛利率为-77.15%。截至2016年末，公司共有盐田约50,136亩，其中已出租41,444亩，单亩年租金约1,200元。公司所签订的盐田租赁合同期限大部分为3-5年，未来几年内盐田租赁收入较有保障。

**委托贷款利息收入对公司收入起到了一定的补充，但公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注委托贷款业务面临的管控风险**

公司于2015年公开发行6亿元“15昌小微债”，票面利率为6.40%，期限为4年，并附存续期第3年末公司上浮或下调票面利率选择权和投资者回售选择权。“15昌小微债”募集资金委托潍坊银行股份有限公司以委托贷款形式投放于经公司确认的、位于昌邑市政府管辖区域内或者经昌邑市政府同意的其他区域的小微企业。

2016年，公司实现委托贷款利息收入4,074.85万元，毛利率为10.87%，对公司主营业务收入起到了一定的补充。截至2017年3月31日，“15昌小微债”募集资金已投放52,500万元，借款客户共8家，较去年同期无新增客户，主要为民营企业，借款期限均较长，且主要为信用借款，考虑到公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注委托贷款业务面临的管控风险。

**表7 截至2017年3月31日“15昌小微债”募集资金使用情况(单位:万元)**

序号	借款单位	企业性质	借款金额	借款利率	借款时间	借款类型
1	山东兴昌混凝土有限公司	民营企业	7,500	8.3%	2015.11.23-2019.06.30	信用
2	昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	国有企业	8,000	8.3%	2015.11.25-2019.06.30	信用
3	昌邑广厦混凝土有限公司	民营企业	7,000	8.3%	2015.11.26-2019.06.30	信用
4	潍坊昌通通信工程有限公司	民营企业	7,000	8.3%	2015.11.30-2019.06.30	信用
5	昌邑市荣祥置业有限公司	民营企业	5,000	8.3%	2015.12.18-2018.01.26	房地产抵押
6	昌邑滨海建设投资有限责任公司	国有企业	8,000	8.3%	2016.01.18-2019.06.30	信用
7	昌邑市鑫宝水利建安工程有限公司	民营企业	6,000	8.3%	2016.03.09-2019.06.30	信用
8	昌邑市绿美园林绿化工程有限公司	国有企业	4,000	8.3%	2016.03.10-2019.06.30	信用

-	合计	-	52,500	-	-	-
---	----	---	--------	---	---	---

资料来源：公司提供及公开资料，鹏元整理

### 公司在财政补贴方面继续得到当地政府的大力支持

依据昌财字（2016）第185号文件，2016年公司收到昌邑市财政局30,000万元补贴款，有效提升了公司的利润水平。

## 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北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，报告采用旧会计准则编制。2016年公司纳入合并报表范围子公司无变化。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所下降，且仍以土地资产为主，大部分已用于抵押，资产流动性较弱；公司其他应收款增长较快，且未来回收时间存在一定的不确定性

随着2016年公司偿还部分借款，公司资产规模有所下降，2016年末公司资产总额为146.44亿元，同比减少3.03%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2016年末流动资产占总资产的比重为60.17%，变化不大。

表8 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2016年		2015年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	154,798.75	10.57%	123,740.33	8.19%
应收账款	10,000.00	0.68%	46,059.20	3.05%
其他应收款	381,409.30	26.05%	322,039.11	21.33%
存货	334,690.84	22.86%	340,824.02	22.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>881,177.98</b>	<b>60.17%</b>	<b>889,574.45</b>	<b>58.91%</b>
长期应收款	56,537.73	3.86%	67,446.12	4.47%
无形资产	519,685.59	35.49%	545,440.43	36.12%
<b>资产总计</b>	<b>1,464,385.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,510,112.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款，不存在使用受限情况，2016年末共计154,798.75万元，货币资金较为充

裕。公司应收账款主要为应收关联方昌邑市国有资产经营投资公司的土地转让款，2016年末公司应收账款合计 14,385.00 万元，账面价值 10,000.00 万元，其中应收山东鹏华置业股份有限公司款项 4,385.00 万元，账龄在 5 年以上，已全部计提坏账准备。公司应收账款账面价值较 2015 年末减少 78.29%，主要系收回部分土地转让款所致。公司其他应收款主要为应收昌邑市财政局的尚未结转的代建项目成本和往来款、应收昌邑市国有资产经营投资公司的往来款以及“15 昌小微债”发行后发放给小微企业的贷款，2016 年末公司其他应收款 381,409.30 万元，同比增长 18.44%，占总资产的比重达 26.05%，同比上升 4.72 个百分点。其中，应收昌邑市财政局欠款共 295,631.58 万元，占比为 76.76%，账龄在 1 年以内占比为 8.47%，1-2 年占比为 68.29%，主要为往来欠款、公司代建项目产生的成本及农村路网改造项目（BT 项目）尚未回购金额所对应的投资成本。总体来看，公司其他应收款增长较快，规模较大，对公司资金占用较多，且未来回收时间存在一定的不确定性。

**表9 截至2016年末余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
昌邑市财政局	往来款、项目成本	32,622.87	1 年以内	8.47%
		263,008.70	1-2 年	68.29%
昌邑市昌盛新村建设投资有限公司	借款	8,000.00	1-2 年	2.08%
昌邑市国有资产经营投资公司	往来款	8,000.00	1 年以内	2.08%
山东兴昌混凝土有限公司	借款	7,500.00	1-2 年	1.95%
昌邑市广播影视中心	借款	1,514.96	1 年以内	0.39%
		5,949.58	1-2 年	1.54%
<b>合计</b>	-	<b>326,596.12</b>	-	<b>84.80%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司存货均为待转让的土地，2016 年末存货账面价值为 334,690.84 万元，占总资产的比重为 22.86%，同比减少 6,133.18 万元，主要系 2016 年公司出让了存货中 1 宗土地证号为昌国用（2013）第 187 号的土地所致。2016 年末公司存货中待转让土地共 16 宗（详见附录五），面积合计 1,186.51 万平方米，主要为工业用地。2016 年末账面价值共计 260,505.23 万元的土地已用于抵押，占比达 77.83%。

公司非流动资产主要由长期应收款和无形资产构成。公司长期应收款为已完工的 BT 项目（潍河综合治理工程、昌邑市北部水网建设工程和昌邑市城市道路综合改造工程）尚未回购金额所对应的建设成本，应收对象为昌邑市财政局。公司无形资产均为土地使用权（详见附录五），该部分土地多为盐田，目前主要租赁给盐场获得租赁收入，2016 年末公司无形资产账面价值为 519,685.59 万元，同比下降 4.72%，主要系部分转让及摊销所致。2016 年末，公司无形资产中已有账面价值 489,462.72 万元的土地用于抵押。截至 2016 年

末，公司存货和无形资产中土地使用权账面价值合计 854,376.43 万元，占总资产的比重为 58.34%，是公司资产的最主要部分，但是其中 749,967.95 万元的土地已抵押，占总资产的比重达 51.21%，受限比例较高。

总体来看，跟踪期内公司资产规模有所下降，仍以土地使用权为主，且大部分已抵押，整体资产流动性较弱。同时，公司其他应收款增长较快，且未来回收时间存在一定的不确定性。

### 盈利能力

**随着土地市场景气度的提升，公司营业收入有所增长，但期间费用仍较高，利润总额仍主要来自财政补贴**

2016 年，公司主营业务收入主要来自土地转让收入、土地整理收入、工程项目收入、工程管理费收入、盐田租赁收入和委托贷款利息收入。随着土地市场景气度的提升，2016 年公司土地转让收入有所增长，使得公司实现主营业务收入 86,015.92 万元，同比略有增长。目前，公司已完工项目待回购金额较大，未来工程项目收入仍有一定保障，但截至 2016 年末公司主要在建项目已基本完工，暂未承接新项目，未来需关注工程管理费收入的持续性。此外，目前公司土地储备较多，未来可为公司土地转让业务提供一定支撑，但是易受土地市场行情影响而波动。

2016 年，公司主营业务毛利率为 38.62%，较 2015 年上升 7.52 个百分点，主要系土地转让业务毛利率的大幅提升所致。2016 年公司无形资产摊销为 11,918.19 万元，且有息债务规模较大，财务费用为 16,430.24 万元，期间费用率有所下降，但仍高达 27.32%，一定程度上限制了公司的盈利水平。2016 年公司营业利润亏损 4,015.56 万元，亏损幅度有所收窄，但公司自身盈利能力仍较差。2016 年公司获得政府补贴 30,000 万元，显著提升了公司盈利水平，是公司利润的主要来源。

**表10 2015-2016年公司主要盈利能力指标**

项目	2016 年	2015 年
主营业务收入（万元）	86,015.92	83,833.54
营业利润（万元）	-4,015.56	-8,776.13
补贴收入（万元）	30,000.00	35,000.00
利润总额（万元）	26,183.28	26,149.83
期间费用率	27.32%	33.01%
主营业务毛利率	38.62%	31.10%
总资产回报率	2.90%	3.03%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

公司经营回款情况较好，经营活动现金流表现好转，目前公司建设资金需求较小，货币资金充裕，整体资金支出压力不大

2016 年公司收现比为 0.99，应收账款规模下降，公司经营回款较好。同时公司对项目的投入有所减少，公司经营活动产生的现金净流入 41,057.36 万元，经营活动现金流表现好转。

投资活动方面，公司无投资活动现金流出，投资活动现金流入规模亦较小，仅有处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金 442.00 万元。

公司筹资活动现金流入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支付的现金，随着公司对其他应付款中借款的偿还，2016 年公司筹资活动产生的现金净流出 10,440.94 万元。同时，目前公司项目建设资金需求较小，货币资金充裕，整体资金支出压力不大。

**表11 2015-2016年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.99	0.82
销售商品、提供劳务收到的现金	85,308.83	68,741.84
收到的其他与经营活动有关的现金	58,284.73	59,379.24
经营活动现金流入小计	143,593.56	128,121.08
购买商品、接受劳务支付的现金	40,797.44	77,917.35
支付的其他与经营活动有关的现金	51,411.76	57,208.78
经营活动现金流出小计	102,536.20	144,637.81
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>41,057.36</b>	<b>-16,516.72</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>442.00</b>	<b>-10,096.82</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10,440.94</b>	<b>97,497.13</b>
现金及现金等价物净增加额	31,058.41	70,883.59

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构和财务安全性

公司有息债务规模有所减小，但总额仍较大，仍面临较大的刚性债务压力

随着利润的积累，公司所有者权益有所增长，2016年末为1,002,220.08万元，同比增长2.68%。随着部分借款的偿还，公司负债总额有所减少，2016年末为462,165.82万元，同比减少13.46%。2016年末公司负债与所有者权益比率为46.11%，权益对负债的保障程度有所提高。从负债结构来看，仍以长期负债为主，2016年末长期负债占比为81.21%。



**表12 2015-2016年公司资本构成情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
负债总额	462,165.82	534,075.37
所有者权益	1,002,220.08	976,036.80
负债与所有者权益比率	46.11%	54.72%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债仍主要由短期借款和其他应付款为主。2016年末，公司短期借款仍维持在4,000.00万元，全部为向昌邑市农村信用合作联社营业部借入的抵押借款，抵押物为公司所持有的土地使用权。2016年末公司其他应付款共72,532.02万元，较2015年末大幅减少43.84%，主要系对山东晨鸣租赁有限公司、潍坊昌路工程有限责任公司和昌邑市政工程建设有限公司等单位部分借款到期偿还所致，2016年末其他应付款主要是应付山东晨鸣租赁有限公司、昌邑市人民医院和昌邑市第一中学等单位的借款，余额前五名的其他应付款合计66,076.50万元，占比达91.09%。

**表13 截至2016年末余额前五名的其他应付款情况（单位：万元）**

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
山东晨鸣租赁有限公司	借款	39,076.50	1-2年	53.87%
昌邑市人民医院	借款	12,000.00	1年以内	16.54%
昌邑市第一中学	借款	8,000.00	1年以内	11.03%
昌邑市文山中学	借款	4,000.00	1年以内	5.51%
山东兴昌建设工程有限公司	借款	3,000.00	1年以内	4.14%
<b>合计</b>	-	<b>66,076.50</b>	-	<b>91.09%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司长期负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016年末，公司长期借款为178,247.57万元，其中包括信用借款647.57万元和抵押借款177,600.00万元，抵押物为公司的土地使用权。应付债券为公司于2012年、2014年及2015年分别发行的“12昌投债”、“14昌投债”及“15昌小微债”，发行规模分别为5亿元、10亿元和6亿元，期限分别为8年、7年和4年，票面利率分别为7.35%、7.58%和6.40%。2016年末公司长期应付款5,000.00万元，为子公司昌邑滨海建设投资有限责任公司借入的农发重点建设基金。

**表14 2015-2016年主要负债结构（单位：万元）**

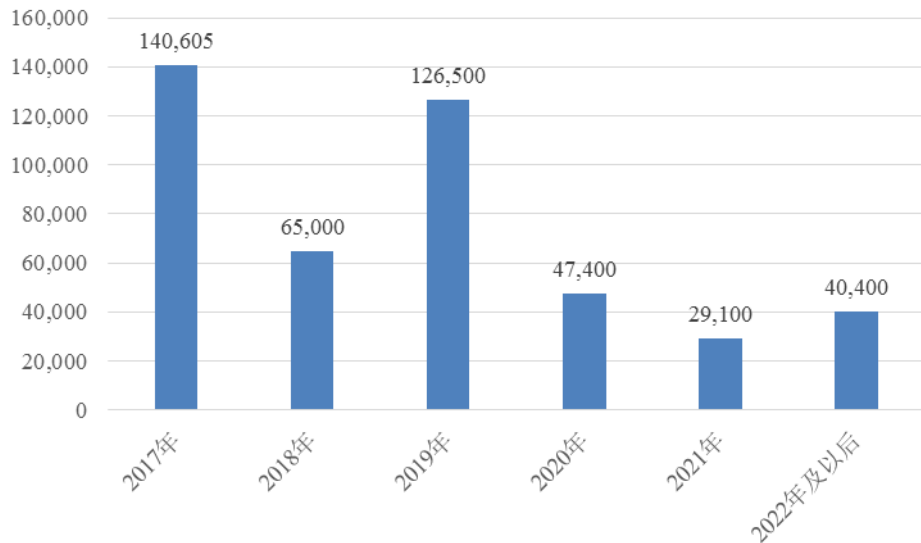
项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,000.00	0.87%	4,000.00	0.75%
其他应付款	72,532.02	15.69%	129,143.13	24.18%
<b>流动负债合计</b>	<b>86,837.80</b>	<b>18.79%</b>	<b>159,935.30</b>	<b>29.95%</b>
长期借款	178,247.57	38.57%	175,528.48	32.87%

应付债券	192,080.45	41.56%	198,611.60	37.19%
长期应付款	5,000.00	1.08%	-	-
<b>长期负债合计</b>	<b>375,328.02</b>	<b>81.21%</b>	<b>374,140.07</b>	<b>70.05%</b>
<b>负债合计</b>	<b>462,165.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>534,075.37</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	449,004.52	97.15%	494,447.82	92.58%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年末，包括短期借款、其他应付款中有息债务、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务总额为449,004.52万元，较2015年末减少9.19%，主要系其他应付款中部分借款到期偿还所致。公司有息债务规模有所减小，但总额仍较大，仍面临较大的刚性债务压力，并且从偿还期限来看，2017年和2019年面临较为集中的偿付压力。另外，2016年末公司仅有账面价值104,408.50万元土地资产尚未抵押，未来融资空间有限。

图 1 截至 2016 年末公司有息债务本金偿还期限分布（单位：万元）



资料来源：公司提供，鹏元整理

偿债能力方面，2016年末公司资产负债率为31.56%，较2015年末下降3.81个百分点，偿债压力有所减小。跟踪期内，随着流动负债规模的下降，公司流动比率及速动比率指标进一步提升，表现较好。2016年公司EBITDA为55,064.62万元，与2015年基本持平，EBITDA利息保障倍数较2015年亦相差不大。

表15 2015-2016年公司主要偿债能力指标

项目	2016年	2015年
资产负债率	31.56%	35.37%
流动比率	10.15	5.56
速动比率	6.29	3.43

EBITDA (万元)	55,064.62	55,679.04
EBITDA 利息保障倍数	2.27	2.28
有息债务/EBITDA	8.15	8.88

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

用于抵押担保的土地资产仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖，但该部分土地资产规模较大，极端情况下能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性，并且跟踪期内，公司尚未就抵押资产价值进行后续跟踪评估

公司为本期债券提供的抵押资产为公司合法拥有的昌国用（2010）第561号国有土地使用权，土地用途为采矿地，土地性质为出让，公司已就抵押资产办妥抵押登记手续。

根据北京中和谊资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》（中和谊评报字[2016]11058号），用于抵押的土地面积为573.33万平方米，评估价值为122,119.99万元，评估基准日为2016年4月30日。评估价值为本期债券发行总额的2.44倍，为本期债券余额的2.87倍，满足《抵押合同》和《抵押资产监管协议》所设定的最低抵押比率（1.2倍）的要求。

根据《抵押协议》与《抵押资产监管协议》，公司须在本期债券本息全部清偿完毕之日前聘请经齐鲁证券有限公司认可的资产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，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息日后的三十个工作日。跟踪期内，公司尚未就抵押资产价值进行后续跟踪评估。

**表16 本期债券抵押资产基本情况（单位：万平方米、万元）**

土地证号	土地性质	土地用途	面积	2016年末账面价值	上次评估价值
昌国用（2010）第561号	出让	采矿用地	573.33	100,460.27	122,119.99

资料来源：公司提供

综上，用于抵押的土地资产仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖，但该部分土地资产规模较大，极端情况下能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性。

## 七、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额合计434,860.00万元，同比增长321.63%，占公司所有者权益的比重达43.39%，较2015年末上升32.82个百分点，主要系新增对昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司（控股股东为昌邑市基础设施建设资金管理中心）295,200.00万元

担保所致。公司对外担保金额增长较快，且担保金额较大，公司面临较大的或有负债风险。

**表17 截至2016年末公司对外担保情况明细表（单位：万元）**

被担保单位	担保期限	担保金额	担保方式
昌邑人民医院	2016.09.23-2017.09.22	8,000.00	保证
昌邑市鑫宝水利建安工程有限公司	2016.12.19-2017.12.14	1,200.00	保证
昌邑市市政工程建设有限责任公司	2016.12.22-2017.12.21	4,900.00	保证
山东兴昌建设工程有限公司	2016.10.16-2017.10.15	3,000.00	保证
昌邑滨海建设投资有限责任公司	2016.03.11-2028.03.10	30,000.00	保证
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2016.01.19-2028.01.14	30,000.00	保证
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2016.04.22-2019.04.22	20,000.00	保证
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2016.06.24-2024.06.23	28,000.00	保证、抵押
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2016.08.22-2024.08.21	20,000.00	保证
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2016.10.31-2031.10.30	180,000.00	保证、抵押
昌邑市文山中学	2016.03.11-2028.03.10	4,000.00	保证
昌邑市昌盛管网建设投资有限公司	2016.09.29-2026.09.29	30,000.00	抵押
昌邑一中	2010.09.03-2017.09.03	4,500.00	抵押
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	2013.04.11-2019.04.10	17,200.00	抵押
昌邑市昌鑫再生建材有限公司	2012.03.21-2017.03.20	3,000.00	抵押
山东兴昌建设工程有限公司	2015.07.23-2018.07.22	6,500.00	抵押
昌邑一中	2015.04.30-2019.04.28	6,000.00	抵押
昌邑市市政工程建设有限责任公司	2016.09.12-2021.09.11	10,000.00	抵押
山东成泰化工有限公司	2016.12.08-2017.12.07	16,000.00	保证
山东成泰化工有限公司	2016.05.21-2017.05.20	12,560.00	保证
<b>合计</b>	-	<b>434,860.00</b>	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

## 八、评级结论

2016年昌邑市经济与财政实力持续增强；公司持续实现较大规模的工程项目收入，且未来仍有一定的保障；公司土地转让面积及收入均有所增长，目前公司储备地块较多，未来可为土地转让业务提供支持；昌邑市政府持续给予公司大力支持；用于抵押的土地资产仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖。

同时我们也关注到了昌邑市经济增速有所放缓，存在一定的产业结构调整压力；未来需关注公司工程管理费收入和土地整理收入的持续性，需关注委托贷款业务面临的管控风险；公司资产流动性较弱，刚性债务压力仍较大，对外担保金额增长较快，且担保金额较大，公司面临较大的或有负债风险；以及公司尚未就抵押资产价值进行跟踪评估等风险因

素。

基于以上情况，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+，评级展望维持为稳定。

## 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	154,798.75	123,740.33	52,856.75
应收账款	10,000.00	46,059.20	28,139.03
其他应收款	381,409.30	322,039.11	199,684.22
预付账款	279.11	56,911.78	45,421.54
存货	334,690.84	340,824.02	340,824.02
<b>流动资产合计</b>	<b>881,177.98</b>	<b>889,574.45</b>	<b>666,925.55</b>
长期应收款	56,537.73	67,446.12	77,312.82
长期股权投资	308.16	308.16	308.16
长期投资合计	308.16	308.16	308.16
固定资产原价	1,736.08	808.67	808.67
减：累计折旧	742.98	698.99	649.70
固定资产净值	993.10	109.67	158.96
固定资产净额	993.10	109.67	158.96
固定资产合计	993.10	109.67	158.96
无形资产	519,685.59	545,440.43	581,718.25
长期待摊费用	5,683.33	7,233.33	-
无形资产及其他资产合计	525,368.93	552,673.76	581,718.25
<b>资产总计</b>	<b>1,464,385.90</b>	<b>1,510,112.17</b>	<b>1,326,423.75</b>
短期借款	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付账款	1,065.15	2,783.33	6,238.95
预收账款	2,658.81	18,654.46	19,411.42
应付工资	16.74	-	-
应付福利费	-	17.65	18.56
应付利息	3,283.75	3,374.69	-
应交税金	3,281.34	1,962.04	1,795.14
其他应付款	72,532.02	129,143.13	86,424.03
<b>流动负债合计</b>	<b>86,837.80</b>	<b>159,935.30</b>	<b>117,888.09</b>
长期借款	178,247.57	175,528.48	132,564.67
应付债券	192,080.45	198,611.60	146,283.99
长期应付款	5,000.00	-	-
长期负债合计	375,328.02	374,140.07	278,848.66
<b>负债合计</b>	<b>462,165.82</b>	<b>534,075.37</b>	<b>396,736.75</b>
实收资本	115,000.00	115,000.00	115,000.00
资本公积	694,943.82	694,943.82	674,743.82

盈余公积	19,685.91	16,961.66	13,912.75
未分配利润	172,590.35	149,131.32	126,030.43
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,002,220.08</b>	<b>976,036.80</b>	<b>929,687.00</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,464,385.90</b>	<b>1,510,112.17</b>	<b>1,326,423.75</b>

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
<b>一、主营业务收入</b>	<b>86,015.92</b>	<b>83,833.54</b>	<b>118,386.28</b>
减：主营业务成本	52,800.77	57,763.72	87,607.12
主营业务税金及附加	13,734.62	7,171.47	9,209.92
<b>二、主营业务利润</b>	<b>19,480.53</b>	<b>18,898.35</b>	<b>21,569.23</b>
减：管理费用	7,065.85	10,552.20	16,353.70
财务费用	16,430.24	17,122.28	15,576.73
<b>三、营业利润</b>	<b>-4,015.56</b>	<b>-8,776.13</b>	<b>-10,361.20</b>
加：投资收益	-	29.33	-
补贴收入	30,000.00	35,000.00	40,400.00
营业外收入	223.14	-	86.12
减：营业外支出	24.30	103.37	32.50
<b>四、利润总额</b>	<b>26,183.28</b>	<b>26,149.83</b>	<b>30,092.41</b>
减：所得税	-	0.03	0.14
<b>五、净利润</b>	<b>26,183.28</b>	<b>26,149.80</b>	<b>30,092.27</b>

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
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	85,308.83	68,741.84	81,784.86
收到的其他与经营活动有关的现金	58,284.73	59,379.24	41,490.95
现金流入小计	143,593.56	128,121.08	123,275.81
购买商品、接受劳务支付的现金	40,797.44	77,917.35	97,651.78
支付给职工以及为职工支付的现金	94.91	111.01	99.65
支付的各项税费	10,232.09	9,400.66	6,224.47
支付的其他与经营活动有关的现金	51,411.76	57,208.78	114,098.77
现金流出小计	102,536.20	144,637.81	218,074.67
经营活动产生的现金流量净额	41,057.36	-16,516.72	-94,798.86
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资所收到的现金	-	100.00	-
取得投资收益所收到的现金	-	30.92	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	442.00	-	-
现金流入小计	442.00	130.92	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	-	10,227.74	20.84
现金流出小计	-	10,227.74	20.84
投资活动产生的现金流量净额	442.00	-10,096.82	-20.84
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>			
吸收投资所收到的现金	-	20,200.00	15,000.00
借款所收到的现金	37,000.00	132,760.00	136,300.00
现金流入小计	37,000.00	152,960.00	151,300.00
偿还债务所支付的现金	18,780.91	37,296.19	21,984.34
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	22,502.59	18,166.69	14,136.32
支付的其他与筹资活动有关的现金	6,157.45	-	-
现金流出小计	47,440.94	55,462.87	36,120.66
筹资活动产生的现金流量净额	-10,440.94	97,497.13	115,179.34
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>			
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>31,058.41</b>	<b>70,883.59</b>	<b>20,359.64</b>

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
<b>1、将净利润调节为经营活动的现金流量：</b>			
净利润	26,183.28	26,149.80	30,092.27
加：计提的资产减值准备	1,554.58	-3,048.32	4,228.81
固定资产折旧	43.99	49.29	55.20
无形资产摊销	11,918.19	12,131.20	12,772.66
长期待摊费用摊销	-	516.67	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （减：收益）	-213.76	-	-
固定资产报废损失	-	-	1.45
财务费用	16,033.19	16,647.11	16,279.22
投资损失（减：收益）	-	-29.66	-
存货的减少（减：增加）	11,770.42	-	-2,314.92
经营性应收项目的减少（减：增加）	-22,331.14	-117,767.46	-179,688.95
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,901.40	48,834.66	23,775.39
经营活动产生的现金流量净额	41,057.36	-16,516.72	-94,798.86
<b>2、不涉及现金收支的投资和筹资活动</b>			
<b>3、现金及现金等价物净增加情况：</b>			
现金的期末余额	154,798.75	123,740.33	52,856.75
减：现金的期初余额	123,740.33	52,856.75	32,497.10
现金及现金等价物净增加额	31,058.41	70,883.59	20,359.64

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

指标名称	2016年	2015年	2014年
有息债务(万元)	449,004.52	494,447.82	282,848.66
资产负债率	31.56%	35.37%	29.91%
流动比率	10.15	5.56	5.66
速动比率	6.29	3.43	2.77
主营业务毛利率	38.62%	31.10%	26.00%
总资产回报率	2.90%	3.03%	3.83%
EBITDA(万元)	55,064.62	55,679.04	59,199.50
EBITDA 利息保障倍数	2.27	2.28	3.64
有息债务/EBITDA	8.15	8.88	4.78
负债与所有者权益比率	46.11%	54.72%	42.67%
期间费用率	27.32%	33.01%	26.97%
收现比	0.99	0.82	0.69

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至 2016 年末公司土地资产明细

项目	土地证号	土地类型	面积 (万平方米)	账面价值 (万元)	土地性质	是否抵押
无形资产	昌国用(2015)第 57 号	采矿地	196.03	32,233.98	出让	是
	昌国用(2009)第 079 号	采矿地	337.45	55,345.81	出让	是
	昌国用(2011)第 115 号	采矿地	114.65	18,882.96	出让	是
	昌国用(2009)第 081 号	采矿地	209.40	34,344.02	出让	是
	昌国用(2009)第 321 号	采矿地	49.17	8,065.30	出让	是
	昌国用(2010)第 561 号	采矿地	689.68	100,460.27	出让	是
	昌国用(2011)第 169 号	采矿地	50.23	3,087.16	出让	否
	昌国用(2011)第 170 号	采矿地	135.67	8,331.42	出让	是
	昌国用(2011)第 171 号	采矿地	184.18	11,309.37	出让	是
	昌国用(2011)第 172 号	采矿地	13.93	856.27	出让	否
	昌国用(2013)第 246 号	采矿地	368.45	78,453.37	出让	是
	昌国用(2012)第 1035 号	采矿地	96.46	20,538.01	出让	是
	昌国用(2012)第 1033 号	采矿地	76.77	16,347.43	出让	是
	昌国用(2012)第 1032 号	采矿地	171.98	36,619.28	出让	是
	昌国用(2012)第 1015 号	采矿用地	180.00	29,778.39	出让	是
	昌国用(2012)第 1016 号	采矿用地	56.47	9,284.87	出让	是
	昌国用(2009)第 083 号	采矿地	65.86	10,718.34	出让	否
	昌国用(2009)第 082 号	采矿地	179.61	29,468.24	出让	是
	昌国用(2011)第 168 号	采矿地	46.38	2,848.14	出让	否
	昌国用(2011)第 145 号	采矿用地	0.84	82.35	出让	否
	昌国用(2011)第 144 号	采矿用地	1.68	181.88	出让	否
	昌国用(2011)第 148 号	采矿用地	7.24	1,121.66	出让	否
	昌国用(2011)第 149 号	采矿用地	0.68	66.93	出让	否
	昌国用(2011)第 434 号	采矿用地	9.12	1,023.30	出让	否
	昌国用(2015)第 0332 号	采矿用地	0.12	12.08	出让	否
	昌国用(2015)第 0333 号	采矿用地	0.34	38.50	出让	否
	昌国用(2015)第 0334 号	采矿用地	0.13	12.85	出让	否
	昌国用(2015)第 0335 号	采矿用地	0.55	44.15	出让	否
	昌国用(2015)第 0849 号	采矿用地	3.87	484.39	出让	否
	昌国用(2015)第 0850 号	采矿用地	19.19	2,402.14	出让	否
	昌国用(2015)第 0851 号	采矿用地	8.98	1,123.94	出让	否
	昌国用(2015)第 0852 号	采矿用地	7.02	878.62	出让	否
昌国用(2015)第 0853 号	采矿用地	3.23	403.75	出让	否	

	昌国用（2015）第 0854 号	采矿用地	0.46	58.04	出让	否
	昌国用（2011）第 435 号	采矿用地	2.00	203.56	出让	否
	昌国用（2013）第 953 号	工业用地	2.33	391.03	出让	否
	昌国用（2013）第 1093 号	工业用地	16.53	4,183.79	出让	否
	<b>合计</b>	-	<b>3,306.68</b>	<b>519,685.59</b>	-	-
存货	昌国用（2009）第 75 号	工业用地	11.99	11,362.39	出让	是
	昌国用（2013）第 145 号	商业用地	4.87	5,020.99	出让	是
	昌国用（2010）第 315 号	住宅	0.52	482.88	出让	否
	昌国用（2013）第 186 号	城镇住宅用地	5.92	6,314.50	出让	是
	昌国用（2012）第 630 号	商务金融用地	5.13	9,626.92	出让	是
	昌国用（2012）第 631 号	商务金融用地	5.93	11,116.63	出让	是
	昌国用（2013）第 964 号	工业用地	242.80	60,049.68	出让	是
	昌国用（2013）第 965 号	工业用地	124.32	30,742.72	出让	是
	昌国用（2013）第 966 号	工业用地	185.19	45,794.99	出让	是
	昌国用（2014）第 281 号	工业用地	58.48	15,219.55	出让	是
	昌国用（2014）第 283 号	工业用地	39.59	10,182.30	出让	是
	昌国用（2014）第 1192 号	工业用地	133.61	35,047.76	出让	是
	昌国用（2012）第 824 号	城镇住宅用地	2.41	2,151.06	出让	否
	昌国用（2013）第 963 号	工业用地	278.54	68,887.33	出让	否
	昌国用（2014）第 282 号	工业用地	10.24	2,664.35	出让	否
	昌国用（2014）第 293 号	工业用地	76.97	20,026.81	出让	是
		<b>合计</b>	-	<b>1,186.51</b>	<b>334,690.84</b>	-

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

盈利 能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金 流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
资本 结构 及 财 务 安 全 性	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款
	短期有息债务	短期借款+其他应付款中有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录七 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。