

2012 年昌邑市经济开发投资公司

企业债券 2018 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【2018】跟踪第
【295】号 01

债券简称：12 昌投债/
PR 昌经投

增信方式：土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：2.75 亿
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

2012 年昌邑市经济开发投资公司企业债券 2018 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	2018 年 05 月 23 日	2017 年 05 月 17 日

评级观点：

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 30 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司储备土地资产丰富，未来仍可为土地转让业务提供支持；获得的外部支持力度仍较大；并且土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。同时我们也关注到了公司工程管理费收入和土地整理收入的持续性存在不确定性，委托贷款业务面临一定的管控风险，公司资产流动性较弱，面临一定的偿债压力，以及对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年昌邑市实现地区生产总值 442.92 亿元，同比增长 7.2%，实现公共财政收入 30.79 亿元，同比增长 2.96%，区域经济和财政保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 目前公司储备土地资产丰富，未来仍可为土地转让业务提供支持。2017 年公司共转让土地 48.65 万平方米，实现土地转让收入 15,314.75 万元，截至 2017 年末，公司拥有账面价值 831,514.32 万元的土地资产，其中 394,798.99 万元土地资产未抵押，公司土地资产丰富，未来仍可为土地转让业务提供支持。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。依据昌财字（2017）第 145 号文件，2017 年公

司收到昌邑市财政局 40,000 万元补贴款，有效提升了公司的利润水平。

- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。**根据《资产评估报告书》（中和谊评报字[2018]11017 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 2017 年 12 月 31 日，为本期债券余额的 4.44 倍。

关注：

- **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 2017 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，无新增整理开发的土地，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”，公司新增委托贷款业务，截至 2018 年 3 月 31 日，“15 昌小微”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，其中工业用地和采矿用地占比高，且占总资产比重 32.98%的土地资产已用于抵押，同时其他应收款规模大且持续增长，未来回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱。
- **面临一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务总额达 23.39 亿元，随着长期借款和部分债券本金的偿还，同比减少 47.91%，但总额仍较大，仍面临一定的偿债压力。
- **对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 44.46 亿元，占公司所有者权益的比重达 43.95%，且被担保单位部分为民营企业，均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,324,361.80	1,464,385.90	1,510,112.17
所有者权益（万元）	1,011,650.63	1,002,220.08	976,036.80
有息债务（万元）	233,896.09	449,004.52	494,447.82

资产负债率	23.61%	31.56%	35.37%
流动比率	6.99	10.15	5.56
营业收入（万元）	35,331.41	86,015.92	83,833.54
营业外收入（万元）	40,000.00	30,223.14	35,000.00
利润总额（万元）	9,430.95	26,183.28	26,149.83
综合毛利率	16.39%	38.62%	31.10%
EBITDA（万元）	32,576.73	55,064.62	55,679.04
EBITDA 利息保障倍数	1.76	2.27	2.28
经营活动现金流净额（万元）	14,531.74	41,057.36	-16,516.72

资料来源：公司 2015-2017 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，用于三个募投项目：昌邑市潍河综合治理工程、昌邑市城市道路综合改造工程和昌邑市北部水网建设工程的建设，截至2017年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未变化，截至2017年末，公司注册资本仍为11.50亿元，昌邑市财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。

2017年，公司总经理由葛英虎变更为张东森，其他人员未发生变更。

2017年，公司新设两家子公司昌邑市惠合智能产业园投资公司和昌邑市惠合水务投资有限公司，具体情况如下表所示。截至2017年末，公司纳入合并报表的子公司共3家。

表 1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
昌邑市惠合智能产业园投资公司	5,000	100%	投资建设及运营管理	新设
昌邑市惠合水务投资有限公司	2,000	100%	供排水、污水处理等	新设

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为132.44亿元，所有者权益合计101.17亿元，资产负债率为23.61%；2017年度，公司实现营业收入3.53亿元，利润总额0.94亿元，经营活动产生的现金净流入1.45亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有

所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预

金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”)，严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开

2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

昌邑市经济继续保持增长,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,仍存在一定的产业结构调整压力

2017年昌邑市经济继续保持增长,但增速进一步放缓,全年实现地区生产总值442.92亿元,按可比价格计算,同比增长7.2%,增速较2016年下降0.7个百分点。其中,第一产业实现增加值38.51亿元,同比增长3.6%;第二产业实现增加值225.52亿元,同比增长6.6%;第三产业实现增加值178.89亿元,同比增长8.9%。三次产业构成比例由2016年的9.2:50.7:40.1调整为2017年的8.7:50.9:40.4,第一产业比例下降而第三产业比例增长。2017年末,昌邑市常住人口61.83万人,按常住人口计算,昌邑市人均GDP达到71,641元,为全国人均GDP的120.08%,高于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看,2017年昌邑市完成固定资产投资389.60亿元,同比增长5.5%,增速明显放缓,对当地经济的拉动作用有所下降;实现社会消费品零售总额199.75亿元,同比增长10.4%;进出口总额66.77亿元,同比大幅增长20.6%。2017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433.30亿元和252.30亿元,同比分别增长7.1%和16.3%。

表3 昌邑市主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	442.92	7.2%	399.50	7.9%
第一产业增加值	38.51	3.6%	36.95	5.6%
第二产业增加值	225.52	6.6%	202.55	7.7%
第三产业增加值	178.89	8.9%	160.00	8.7%
工业增加值	210.76	6.7%	189.66	7.8%
固定资产投资	389.60	5.5%	380.11	13.5%
社会消费品零售总额	199.75	10.4%	181.06	11.6%
进出口总额	66.77	20.6%	55.94	-4.4%
存款余额	433.30	7.1%	404.60	12.7%
贷款余额	252.30	16.3%	216.90	-4.1%
人均 GDP (元)		71,641		64,832
人均 GDP/全国人均 GDP		120.08%		120.10%

资料来源：2016-2017 年昌邑市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。2017年昌邑市全部工业增加值实现210.76亿元，同比增长6.7%，其中规模以上工业增加值增长6.4%。2017年昌邑市规模以上工业共实现主营业务收入1,019.66亿元，增长6.2%；实现利润总额62.43亿元，增长9.3%。规模以上工业中，五大传统主导产业实现主营业务收入953.22亿元，增长6.4%，占全部规模以上工业主营业务收入的93.5%。其中，石油化工业实现主营业务收入306.15亿元，增长3.5%，增速同比上升4.4个百分点；盐及盐化工业实现主营业务收入221.62亿元，增长8.4%，增速同比下降3.6个百分点；纺织服装业实现主营业务收入226.18亿元，增长0.9%，增速同比下降9.7个百分点；机械制造业实现主营业务收入149.26亿元，增长22.9%，增速同比增长14.2个百分点；食品加工业实现主营业务收入50.01亿元，下降0.2%，增速同比降幅收窄0.3个百分点。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，但部分行业发展较为低迷，存在一定的工业结构调整压力。

昌邑市地方综合财力保持增长，但增速有所放缓

昌邑市地方综合财力保持增长，2017年为471,079万元，同比增长3.13%，增速下降8.85个百分点。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65.37%、20.20%和14.43%，地方综合财力构成较为稳定，公共财政收入仍是最主要的来源。

表 4 昌邑市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	471,079	456,800

(一) 公共财政收入	307,943	299,086
其中：税收收入	205,629	204,004
非税收入	102,314	95,082
(二) 上级补助收入	95,136	91,792
其中：返还性收入	3,318	7,747
一般性转移支付收入	50,921	54,269
专项转移支付收入	40,897	29,776
(三) 政府性基金收入	68,000	65,922
其中：土地出让收入	49,930	56,828
财政支出	522,024	497,926
(一) 公共财政支出	406,138	366,415
(二) 上解上级支出	60,691	64,763
(三) 政府性基金支出	55,195	66,748
财政自给率	75.82%	81.62%

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+上解上级支出+政府性基金支出；

 财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：昌邑市财政局，鹏元整理

2017年昌邑市实现公共财政收入307,943万元，同比增长2.96%，增速下降6.46个百分点。其中，税收收入205,629万元，占公共财政收入的比重为66.78%，公共财政收入质量略有下滑。

昌邑市上级补助收入主要为一般性转移支付收入和专项转移支付收入，随着专项转移支付收入的增加，2017年昌邑市上级补助收入为95,136万元，同比略有增长，但总体规模仍偏小。

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，随着城市基础设施配套费收入的增加，2017年昌邑市政府性基金收入增至68,000万元。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。

财政支出方面，昌邑市财政支出以公共财政支出为主，2017年昌邑市地方财政支出为522,024万元，其中公共财政支出406,138万元，同比增长10.84%，由于公共财政支出的增加，昌邑市财政自给率由2016年的81.62%下降至2017年的75.82%，下降5.80个百分点，财政自给程度有所下滑。

截至2017年末，昌邑市政府债务余额合计64.56亿元，其中一般债务余额49.47亿元，专项债务余额15.09亿元。

四、经营与竞争

2017年，公司营业收入主要来源于土地转让收入、工程项目收入、盐田租赁收入和委托贷款利息收入，未实现土地整理收入和工程管理费收入，加之土地转让收入和工程项目收入规模下降，受上述因素影响，公司共实现营业收入35,331.41万元，同比大幅减少58.92%，其中土地转让收入和工程项目收入是最主要的收入来源，合计占营业收入的比重达73.52%。毛利率方面，由于毛利率较高的工程管理费业务未实现收入以及土地转让业务毛利率有所下滑，公司综合毛利率由2016年的38.62%降至2017年的16.39%，下降22.23个百分点。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地转让收入	15,314.75	28.65%	36,642.56	45.59%
工程项目收入	10,659.93	57.51%	11,815.87	61.67%
盐田租赁收入	4,973.28	-110.88%	4,973.28	-77.15%
委托贷款利息收入	4,383.45	17.91%	4,074.85	10.87%
土地整理收入	-	-	19,068.00	16.67%
工程管理费收入	-	-	9,441.35	100.00%
合计	35,331.41	16.39%	86,015.92	38.62%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司工程项目收入出现下滑且未实现工程管理费收入，短期内工程管理费收入面临一定的不确定性

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 年末，公司在建采用签订委托管理协议模式运营的基础设施建设项目已基本完工，且 2017 年以来未承接新项目，因此 2017 年公司未实现工程管理费收入，预计短期内公司将继续无法实现工程管理费收入。

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2017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”的募投资项目，总投资99,921万元，总回购金额144,890万元。

2017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

10,659.93万元，同比减少9.78%，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、3,448.58万元、1,931.12万元和667.21万元。公司已完工的4个BT项目合计可确认收入86,053.18万元，2011-2017年已累计确认收入72,289.50万元，尚可确认收入13,763.68万元，回购期为2018-2020年，未来三年仍能实现一定规模的工程项目收入，但尚未确认收入规模不大，若无新增项目，未来公司工程项目收入规模有限。

2017 年公司土地转让面积及收入均出现大幅下滑，目前公司土地储备较多，未来仍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；2017 年公司未实现土地整理收入，且未来仍需关注该业务的持续性

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 年公司已将整理完的土地全部结转成本并确认收入，2017 年未整理开发新项目，故 2017 年未实现土地整理收入，且截至 2017 年末，公司无在开发土地整理项目，未来需关注该业务的持续性。

表 6 公司土地整理及转让情况

项目	2017 年	2016 年	同比变化
土地整理面积（万平方米）	0.00	29.97	-100.00%
土地整理收入（万元）	0.00	19,068.00	-100.00%
土地转让面积（万平方米）	48.65	151.96	-67.98%
土地转让收入（万元）	15,314.75	36,642.56	-58.21%

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。2017 年公司共转让土地 48.65 万平方米，主要为采矿用地，实现土地转让收入 15,314.75 万元，转让面积和收入同比分别大幅减少 67.98% 和 58.21%。同时，2017 年土地转让业务毛利率为 28.65%，同比大幅下降 16.94 个百分点，主要系转让土地成本较高所致。截至 2017 年末，公司拥有账面价值 831,514.32 万元的土地资产，主要为采矿用地和工业用地，其中 394,798.99 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 52.52% 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。

盐田租赁收入持续性较好，是公司收入的有益补充，但盈利性不强

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。2017年，公司对外租赁盐田41,444.03亩，实现盐田租赁收入4,973.28万元，与2016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-110.88%。截至2017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。

表7 2017年公司盐田租赁收入明细（单位：亩、万元）

权证编号	盐田面积	租赁收入
昌国用（2009）第078号	2,884.83	346.18
昌国用（2009）第079号	5,061.69	1,670.82
昌国用（2011）第115号	1,719.75	
昌国用（2009）第081号	3,140.96	
昌国用（2009）第082号	2,694.14	
昌国用（2009）第083号	1,306.97	
昌国用（2009）第321号	737.62	
昌国用（2013）第246号	1,585.42	1,481.34
昌国用（2010）第561号	12,344.53	
昌国用（2011）第170号	2,034.80	
昌国用（2011）第171号	2,762.58	
昌国用（2012）第1035号	1,446.83	
昌国用（2012）第1033号	1,151.62	
昌国用（2012）第1032号	2,572.28	4,973.28
合计	41,444.03	

资料来源：公司提供，鹏元整理

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年公开发行为6亿元“15昌小微”，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”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。

2017年，公司实现委托贷款利息收入4,383.45万元，毛利率为17.91%，对公司主营业务收入起到了一定的补充。截至2018年3月31日，“15昌小微”募集资金已投放52,500万元，借款客户共8家，较上年同期无新增客户，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8 截至2018年3月31日“15昌小微”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	2,000	8.3%	2016.01.27-2018.01.26	房地产抵押
			3,000	8.3%	2018.01.03-2018.12.20	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

公司获得的外部支持力度较大

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，近年来持续得到当地政府的的支持。依据昌财字（2017）第145号文件，2017年公司收到昌邑市财政局40,000万元补贴款，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2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017年公司新增2家纳入合并报表范围子公司。

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，已抵押比例较高，其他应收款规模持续增长，且未来回收时间存在一定的不确定性，资产流动性较弱

随着2017年公司偿还部分借款以及债券本金，公司资产规模有所下降，2017年末公司资产总额为132.44亿元，同比减少9.56%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为58.24%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,516.86	1.47%	154,798.75	10.57%
应收账款	10,000.00	0.76%	10,000.00	0.68%
其他应收款	413,351.77	31.21%	381,409.30	26.05%
存货	328,376.34	24.80%	334,690.84	22.86%
流动资产合计	771,245.61	58.24%	881,177.98	60.17%
长期应收款	44,473.39	3.36%	56,537.73	3.86%
无形资产	503,137.98	37.99%	519,685.59	35.49%
非流动资产合计	553,116.19	41.76%	583,207.92	39.83%
资产总计	1,324,361.80	100.00%	1,464,385.90	100.00%

资料来源：公司2017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，2017年末共计1.95亿元。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，2017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。公司其他应收款主要为应收昌邑市财政局、昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司和昌邑市国有资产经营投资公司等单位的往来款以及“15昌小微”发行后发放给小微企业的贷款，2017年末公司其他应收款41.34亿元，同比增长8.37%，占总资产的比重达31.21%，同比上升5.16个百分点。其中，应收昌邑市财政局欠款共29.68亿元，占比为68.50%，账龄在1年以内占比为18.28%，1-2年占比为7.53%，2-3年占比为42.69%，主要为往来欠款。总体来看，公司其他应收款持续增长，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。公司存货均为待转让的土地，2017年末存货账面价值为32.84亿元，占总资产的比重为24.80%，同比减少6,314.50万元，主要系存货中1宗土地转让所致。2017年末公司存货中待转让

土地共 15 宗，面积合计 1,180.57 万平方米，主要为工业用地。2017 年末账面价值共计 151,888.49 万元的土地已用于抵押，占比为 46.25%。

公司非流动资产主要由长期应收款和无形资产构成。公司长期应收款主要为已完工的 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，该部分土地多为盐田，目前主要租赁给盐场获得租赁收入，2017 年末公司无形资产账面价值为 50.31 亿元，同比减少 1.65 亿元，主要系部分转让及摊销所致。2017 年末，公司无形资产中已有账面价值 284,826.84 万元的土地用于抵押。截至 2017 年末，公司存货和无形资产中土地使用权账面价值合计 831,514.32 万元，占总资产的比重为 62.79%，是公司资产的最主要部分，但是其中 436,715.33 万元的土地已抵押，占总资产的比重达 32.98%，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，且以工业用地和采矿用地为主，其中已抵押比例较高，同时，公司其他应收款规模持续增长，且未来回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入规模大幅下滑，营业亏损加大，自身盈利能力仍较差，利润总额仍主要来自财政补贴

2017 年公司营业收入主要来源于土地转让收入、工程项目收入、盐田租赁收入和委托贷款利息收入，未实现土地整理收入和工程管理费收入，加之土地转让收入和工程项目收入规模下降，受此影响，2017 年公司共实现营业收入 3.53 亿元，同比大幅减少 58.92%。目前，公司尚有一定规模的已完工待回购项目，未来仍能实现一定规模的工程项目收入，但截至 2017 年末公司主要在建工程项目和土地整理项目已基本完工，暂未承接新项目，未来需关注工程管理费收入和土地整理收入的持续性。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。

由于毛利率较高的工程管理费业务未实现收入以及土地转让业务毛利率有所下滑，公司综合毛利率由 2016 年的 38.62% 下降至 2017 年的 16.39%，大幅下降 22.23 个百分点。加之公司无形资产摊销及财务费用规模仍较大，对公司利润形成了较大侵蚀，2017 年公司营业亏损 3.03 亿元，亏损幅度加大，公司自身盈利能力仍较差。2017 年公司获得政府补贴 4.00 亿元，显著提升了公司盈利水平，是公司利润的主要来源。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	35,331.41	86,015.92
营业利润	-30,337.69	-4,015.56
营业外收入	40,000.00	30,223.14
利润总额	9,430.95	26,183.28
综合毛利率	16.39%	38.62%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营回款情况较好，目前公司项目建设资金需求较小，整体资金支出压力不大。2017年公司收现比为1.13，公司经营回款情况较好，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1.45亿元，经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出规模亦较小，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产以及投资支付的现金。

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，随着公司对长期借款的偿还，2017 年公司筹资活动产生的现金净流出 14.93 亿元。同时，目前公司项目建设资金需求较小，整体资金支出压力不大。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.13	0.99
销售商品、提供劳务收到的现金	39,869.38	85,308.83
收到的其他与经营活动有关的现金	45,876.39	58,284.73
经营活动现金流入小计	85,745.77	143,593.56
购买商品、接受劳务支付的现金	10,070.37	40,797.44
支付的其他与经营活动有关的现金	48,757.93	51,411.76
经营活动现金流出小计	71,214.03	102,536.20
经营活动产生的现金流量净额	14,531.74	41,057.36
投资活动产生的现金流量净额	-797.00	442.00
筹资活动产生的现金流量净额	-149,316.62	-10,440.94
现金及现金等价物净增加额	-135,581.88	31,058.41

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所减小，但总额仍较大，仍面临一定的偿债压力

随着利润的积累,公司所有者权益略有增长,2017年末为101.17亿元,同比增长0.94%。随着部分借款以及部分债券本金的到期偿还,公司负债总额大幅下降,2017年末为31.27亿元,同比减少32.34%。2017年末公司产权比率为30.91%,权益对负债的保障程度进一步提高。从负债结构来看,仍以非流动负债为主,2017年末非流动负债占比为64.71%。

表 12 公司资本结构情况 (单位: 万元)

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	312,711.17	462,165.82
所有者权益	1,011,650.63	1,002,220.08
产权比率	30.91%	46.11%

资料来源:公司 2017 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。2017年末,公司短期借款1,906.00万元,全部为向山东昌邑农村商业银行股份有限公司借入的抵押借款,抵押物为公司所持有的土地使用权。2017年末公司其他应付款共9.96亿元,较2016年末增长37.34%,主要系新增向昌邑市国有资产运营管理中心借款所致。2017年末其他应付款主要是应付昌邑市国有资产运营管理中心、山东晨鸣租赁有限公司和昌邑市人民医院等单位的借款,余额前五名的其他应付款合计9.79亿元,占比达95.77%。

表 13 截至2017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
昌邑市国有资产运营管理中心	借款	56,595.00	1 年以内	55.37%
山东晨鸣租赁有限公司	借款	29,629.21	2-3 年	28.99%
昌邑市人民医院	借款	8,040.60	1 年以内	7.87%
山东成泰化工有限公司	借款	700.00	2-3 年	0.68%
	借款	1,200.00	3-4 年	1.17%
滨海开发区	借款	1,725.00	3-4 年	1.69%
合计	-	97,889.81	-	95.77%

资料来源:公司 2017 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。2017年末,公司长期借款为3.18亿元,全部为抵押借款,抵押物为公司的土地使用权,同比大幅减少14.64亿元,主要系偿还了中国农业发展银行昌邑市支行和国家开发银行山东省分行的大额借款所致。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”,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%,随着部分债券本金到期偿还,2017年末公司应付债券规模减少至16.56亿元。2017年末公司长期应付款5,000.00万元,仍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 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,906.00	0.61%	4,000.00	0.87%
其他应付款	99,612.79	31.85%	72,532.02	15.69%
流动负债合计	110,350.29	35.29%	86,837.80	18.79%
长期借款	31,800.00	10.17%	178,247.57	38.57%
应付债券	165,560.88	52.94%	192,080.45	41.56%
长期应付款	5,000.00	1.60%	5,000.00	1.08%
非流动负债合计	202,360.88	64.71%	375,328.02	81.21%
负债合计	312,711.17	100.00%	462,165.82	100.00%
其中：有息债务	233,896.09	74.80%	449,004.52	97.15%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务共计23.39亿元，占负债总额的74.80%，随着长期借款和部分债券本金的偿还，同比大幅减少47.91%，但总额仍较大，公司仍面临一定的偿债压力。

偿债能力方面，2017年末公司资产负债率为23.61%，同比下降7.95个百分点，偿债压力有所减小。随着流动资产规模的减少和流动负债规模的增长，公司流动比率及速动比率指标均有所下滑。由于利润总额的下降，2017年公司EBITDA为3.26亿元，同比下降明显，EBITDA利息保障倍数亦随之出现下滑。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	23.61%	31.56%
流动比率	6.99	10.15
速动比率	4.01	6.29
EBITDA（万元）	32,576.73	55,064.62
EBITDA 利息保障倍数	1.76	2.27
有息债务/EBITDA	7.18	8.15

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性，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

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[2018]11017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2017年12月31日。评估价值为本期债券余额的4.44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。

16 本次跟踪期内抵质押资产情况（单位：万平方米、万元）

土地证号	土地性质	土地用途	抵押面积	最新评估价值	评估基准日	是否办妥抵押登记手续
昌国用（2010）第561号	出让	采矿用地	573.33	122,119.99	2017年12月31日	是

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，有效提升了本期债券安全性，但该部分土地资产规模较大，且为采矿用地，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2017年末，公司对外担保金额合计44.46亿元，占公司所有者权益的比重达43.95%，对外担保金额较大，且被担保单位部分为民营企业，均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表 17 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司	4,900.00	2017.4.28-2018.4.27
	30,000.00	2016.1.19-2028.1.14
	20,000.00	2016.4.22-2019.4.22
	28,000.00	2016.6.24-2024.6.23
	20,000.00	2016.8.22-2024.8.21
	180,000.00	2016.10.31-2031.10.30
	17,200.00	2013.4.11-2019.4.10
	30,000.00	2017.4.7-2031.9.30
	28,000.00	2016.6.24-2024.6.23
	18,000.00	2016.10.31-2031.10.30
昌邑市昌盛管网建设投资有限公司	30,000.00	2016.9.29-2026.9.29
山东成泰化工有限公司	14,000.00	2017.3.24-2020.3.24
昌邑市市政工程建设有限责任公司	10,000.00	2016.9.12-2021.9.11

昌邑人民医院	8,000.00	2016.12.28-2019.12.28
昌邑市兴昌建设工程有限公司	6,500.00	2015.7.23-2018.7.22
合计	444,600.00	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2017年，公司所处昌邑市区域经济和财政保持增长，继续为公司发展提供了良好基础；2017年末公司储备土地资产丰富，未来仍可为土地转让业务提供支持；2017年公司收到昌邑市财政局40,000万元补贴款，获得的外部支持力度仍较大；并且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，为本期债券余额的4.44倍，有效提升了本期债券安全性。

同时我们也关注到了公司工程管理费收入和土地整理收入的持续性存在不确定性；委托贷款业务面临一定的管控风险；公司资产流动性较弱，面临一定的偿债压力，以及对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险等风险因素。

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	2017年	2016年	2015年
货币资金	19,516.86	154,798.75	123,740.33
应收账款	10,000.00	10,000.00	46,059.20
预付款项	0.64	279.11	56,911.78
其他应收款	413,351.77	381,409.30	322,039.11
存货	328,376.34	334,690.84	340,824.02
流动资产合计	771,245.61	881,177.98	889,574.45
长期应收款	44,473.39	56,537.73	67,446.12
长期股权投资	308.16	308.16	308.16
固定资产	1,063.32	993.10	109.67
无形资产	503,137.98	519,685.59	545,440.43
长期待摊费用	4,133.33	5,683.33	7,233.33
非流动资产合计	553,116.19	583,207.92	620,537.71
资产总计	1,324,361.80	1,464,385.90	1,510,112.17
短期借款	1,906.00	4,000.00	4,000.00
应付账款	-	1,065.15	2,783.33
预收款项	3,320.24	2,658.81	18,654.46
应付职工薪酬	23.83	16.74	17.65
应交税费	2,674.56	3,281.34	1,962.04
应付利息	2,812.88	3,283.75	3,374.69
其他应付款	99,612.79	72,532.02	129,143.13
流动负债合计	110,350.29	86,837.80	159,935.30
长期借款	31,800.00	178,247.57	175,528.48
应付债券	165,560.88	192,080.45	198,611.60
长期应付款	5,000.00	5,000.00	-
非流动负债合计	202,360.88	375,328.02	374,140.07
负债合计	312,711.17	462,165.82	534,075.37
股本	115,000.00	115,000.00	115,000.00
资本公积	694,943.82	694,943.82	694,943.82
盈余公积	20,955.69	19,685.91	16,961.66
未分配利润	180,751.12	172,590.35	149,131.32
归属于母公司所有者权益合计	1,011,650.63	1,002,220.08	976,036.80
所有者权益合计	1,011,650.63	1,002,220.08	976,036.80
负债和所有者权益总计	1,324,361.80	1,464,385.90	1,510,112.17

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	35,331.41	86,015.92	83,833.54
其中：营业收入	35,331.41	86,015.92	83,833.54
二、营业总成本	65,894.97	90,031.47	92,609.67
其中：营业成本	29,541.93	52,800.77	57,763.72
税金及附加	10,962.59	13,734.62	7,171.47
管理费用	7,220.23	7,065.85	10,552.20
财务费用	18,170.22	16,430.24	17,122.28
加：投资收益（损失以“-”号填列）	225.86	-	29.33
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-30,337.69	-4,015.56	-8,746.80
加：营业外收入	40,000.00	30,223.14	35,000.00
减：营业外支出	231.36	24.30	103.37
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9,430.95	26,183.28	26,149.83
减：所得税费用	0.40	-	0.03
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	9,430.55	26,183.28	26,149.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	39,869.38	85,308.83	68,741.84
收到其他与经营活动有关的现金	45,876.39	58,284.73	59,379.24
经营活动现金流入小计	85,745.77	143,593.56	128,121.08
购买商品、接受劳务支付的现金	10,070.37	40,797.44	77,917.35
支付给职工以及为职工支付的现金	86.30	94.91	111.01
支付的各项税费	12,299.44	10,232.09	9,400.66
支付其他与经营活动有关的现金	48,757.93	51,411.76	57,208.78
经营活动现金流出小计	71,214.03	102,536.20	144,637.81
经营活动产生的现金流量净额	14,531.74	41,057.36	-16,516.72
二、投资活动产生的现金流量：			
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收回的现金净额	-	442.00	-
投资活动现金流入小计	-	442.00	130.92
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	572.87	-	10,227.74
投资支付的现金	224.14	-	-
投资活动现金流出小计	797.00	-	10,227.74
投资活动产生的现金流量净额	-797.00	442.00	-10,096.82
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	-	-	20,200.00
取得借款收到的现金	1,906.00	37,000.00	132,760.00
收到其他与筹资活动有关的现金	152,671.97	-	-
筹资活动现金流入小计	154,577.97	37,000.00	152,960.00
偿还债务支付的现金	33,847.57	18,780.91	37,296.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,874.03	22,502.59	18,166.69
支付其他与筹资活动有关的现金	255,172.98	6,157.45	-
筹资活动现金流出小计	303,894.58	47,440.94	55,462.87
筹资活动产生的现金流量净额	-149,316.62	-10,440.94	97,497.13
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-135,581.88	31,058.41	70,883.59

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年
1、将净利润调节为经营活动的现金流量：		
净利润	26,183.28	26,149.80
加：计提的资产减值准备	1,554.58	-3,048.32
固定资产折旧	43.99	49.29
无形资产摊销	11,918.19	12,131.20
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	-
财务费用	16,033.19	16,647.11
投资损失（减：收益）	-	-29.66
存货的减少（减：增加）	11,770.42	-
经营性应收项目的减少（减：增加）	-22,331.14	-117,767.46
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,901.40	48,834.66
其他	-	-
经营活动产生的现金流量净额	41,057.36	-16,516.72
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动		
3、现金及现金等价物净增加情况：		
现金的期末余额	154,798.75	123,740.33
减：现金的期初余额	123,740.33	52,856.75
现金及现金等价物净增加额	31,058.41	70,883.59

注：公司 2017 年审计报告未披露合并现金流量表补充资料。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	16.39%	38.62%	31.10%
产权比率	30.91%	46.11%	54.72%
有息债务（万元）	233,896.09	449,004.52	494,447.82
资产负债率	23.61%	31.56%	35.37%
流动比率	6.99	10.15	5.56
速动比率	4.01	6.29	3.43
EBITDA（万元）	32,576.73	55,064.62	55,679.04
EBITDA 利息保障倍数	1.76	2.27	2.28
有息债务/EBITDA	7.18	8.15	8.88
收现比	1.13	0.99	0.82

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
昌邑滨海建设投资有限责任公司	10,000	100%	基础设施建设项目投资
昌邑市惠合智能产业园投资公司	5,000	100%	投资建设及运营管理
昌邑市惠合水务投资有限公司	2,000	100%	供排水、污水处理等

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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	短期借款+其他应付款中有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

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。