

信用等级公告

联合[2015] 2267 号

联合资信评估有限公司通过对文登金滩投资管理有限公司及其拟发行的 2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目专项债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

文登金滩投资管理有限公司
主体长期信用等级为

AA

2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设
工程项目专项债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月三日



2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目 专项债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方主体长期信用等级: AA⁺

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行规模: 8.8 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 后 5 年每年偿付本金的 20%

发行目的: 全部用于项目建设

评级时间: 2015 年 11 月 3 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	64.60	65.55	89.30
所有者权益(亿元)	54.93	56.72	73.95
长期债务(亿元)	7.36	6.30	11.86
全部债务(亿元)	8.50	7.10	14.46
营业收入(亿元)	9.95	7.76	8.39
利润总额(亿元)	1.49	1.79	2.02
EBITDA(亿元)	1.49	2.07	2.39
经营性净现金流(亿元)	10.58	1.45	0.48
营业利润率(%)	3.90	5.70	5.70
净资产收益率(%)	2.65	3.16	2.73
资产负债率(%)	14.97	13.47	17.19
全部债务资本化比率(%)	13.40	11.13	16.35
流动比率(%)	2734.23	2519.58	2072.75
全部债务/EBITDA(倍)	5.71	3.43	6.04
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.17	0.24	0.27

分析师

熊睿哲 徐荣伟 赵起锋

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

文登金滩投资管理有限公司(以下简称“公司”)作为威海市文登区重要的城市基础设施建设及运营主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在经营外部环境、政府支持等方面的显著优势。同时联合资信也关注到公司关联方资金占用程度高、投资项目建设周期长、投资额度大等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

威海市文登区经济的稳定发展为公司各经营版块提供了良好的外部环境,公司未来收入规模和利润水平有望继续提升。同时考虑到公司获得的财政资金的长期稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保,显著地提升了本期债券本息偿还的安全性。另外,本期债券设置了分期偿付条款,有助于降低本期债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 威海市文登区近年来经济平稳发展,政府财政实力不断增强,公司经营外部环境良好。
2. 公司作为威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体,在资本注入、财政补贴等多方面均获得了威海市文登区政府的大力支持。
3. 重庆进出口信用担保有限公司的担保显著地提升了本期债券本息偿还的安全性;本期

债券设置分期偿还条款，一定程度上降低未来集中偿付压力。

关注

1. 公司收入构成单一，盈利能力弱，利润总额受政府补助影响大。
2. 公司其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱。
3. 公司重大项目投资规模较大，存在较大的融资压力。
4. 本期债券存续期内的募投项目现金流及收益实现状况存在一定不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与文登金滩投资管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与文登金滩投资管理有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因文登金滩投资管理有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由文登金滩投资管理有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目专项债券信用评级报告信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

文登金滩投资管理有限公司（以下简称“文登金滩”或“公司”）位于山东省威海市文登区（原文登市，下同），成立于 2007 年 5 月，由威海市文登区国有资产管理局（原文登市国有资产管理局，下同）出资组建，注册资本 8500 万元。2011 年 3 月，根据威海市文登区人民政府（原文登市人民政府，下同）文政发【2010】34 号文件精神，经公司股东会决议，决定将威海市文登区国有资产管理局所拥有的公司 5950 万元股权依法转让给威海市文登区小观镇政府（原文登市小观镇政府，下同），同时修改公司章程，并办理了工商登记变更手续。截至 2014 年底，公司注册资本为 8500 万元，威海市文登区小观镇政府为公司的实际控制人。

公司经营范围包括：企业投资管理；企业宣传策划；商务信息咨询（不含消费储值或类似业务）；对城市基础设施及配套建设项目的投资；土地整理、开发与经营。

截至 2014 年底，公司本部设计划财务部、综合管理部、资产经营部、行政人力资源部及产权管理部共 5 个职能部门。截至 2014 年底，公司无纳入合并报表子公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 89.30 亿元，所有者权益 73.95 亿元；2014 年公司（合并）实现营业收入 8.39 亿元，利润总额 2.02 亿元。

公司法定代表人为李鹏飞，注册地址为文登市龙山路 66 号。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司拟于 2016 年度发行 2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目专项债券（以下简称“16 文专项债”或“本期债券”），债券期限 7 年。

本期债券募集金额为人民币 8.8 亿元，固

定利率，并附本金提前偿还条款。本期债券的本金在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年分期兑付，第 3 年至第 7 年每年末分别兑付本期债券本金的 20%。本期债券由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投向

本期债券共募集资金 8.8 亿元人民币全部用于文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目。文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目建设具体情况如下：

表1 项目资金用途（单位：亿元、%）

项目名称	项目投资总额	拟用资金额度	拟用资金占投资总额比例
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	16.12	8.80	54.60%

资料来源：公司提供

（1）项目批复情况

表2 项目批复情况

批复单位	批复名称	批复文号
威海市文登区发展和改革委员会	威海市文登区发展和改革局关于文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目可行性研究报告的批复	威文发改审字[2015]24号
威海市文登区环境保护局	对《文登金滩投资管理有限公司文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目环境影响报告表》的批复	文环审【2015】8-4号
威海市文登区发展和改革委员会	节能登记备案意见	文发改能审备【2015】69号
威海市文登区国土资源局	威海市文登区国土资源局关于文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目用地的预审意见	文国土用审字【2015】50号
威海市文登区维护稳定工作办公室	关于同意《文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目社会稳定风险评估报告》的批复	威文维稳【2015】13号
威海市文登区城乡规划局	建设工程规划许可证	建字第3710812015A0082号
威海市文登区城乡规划局	建设项目选址意见书	选字第3710812015A0052号
威海市文登区住房和城乡建设局	建筑工程施工许可证	371081201510090200

资料来源：公司提供

（2）项目建设内容及进度

项目位于文登经济开发区规划区内，主要包括规划区内 33.1 公里管廊建设，将区域内供水、供热、供电、通讯等管道、线路纳入。其中：虎山路 5.4 公里（202 省道—天润路）；文昌路 5.1 公里（202 省道—天润路）；初张路 3.8 公里（珠海路—四产路）；校场路 1.5 公里（广州路—天润路）；昆崙北路 2 公里（珠海路—深圳路）；天润路 3.1 公里（初张路—校场路）；珠海路 6.1 公里（昆崙北路—校场路）；广州路 6.1 公里（昆崙北路—校场路）。

项目计划 2015 年 10 月正式开工，2018 年 9 月竣工，不含前期工作，项目建设期 3 年。项目建设投资共计 161158.00 万元，其中工程费用 130800.28 万元，工程建设其它费用 8608.89 万元，基本预备费 12546.84 万元，建设期利息 9180.00 万元，铺底流动资金 22.00 万元。资金来源包括企业自筹 61158.00 万元及申请银行贷款（融资）100000.00 万元。

（3）项目经济效益

据公司提供的《文登经济开发区地下综合管廊建设工程可行性研究报告》（威咨 W2015303）估算，项目共计可带来 248139.73 万元经济收益，主要来自于租赁收入和管理费收入，具体如下：

① 租赁收入

运营期第一年收入 11268.52 万元，第二年至第十年每年收入按 $(11268.52 - (N-1) * 395.12)$ 万元（N 为年数）测算，第十一至第二十七年每年收入按 7317.22 万元测算，总计 219297.25 万元。

② 管廊维护管理费

各管线单位向项目管理单位支付管廊维护管理费，按实际发生运行费用的 1.2 倍支付，年收入 1068.24 万元。各管线单位支付比例按管线占用管廊空间考虑，总计 28842.48 万元。

项目总成本费用为运行费加折旧费、加利息。则运行期第一年总成本费用 10089.1 万元；

运行期第二至第五年总成本费用 $(10089.1 - (N-1) * 1080)$ 万元（N 为年数）；运行期第十一年至第二十七年总成本费用 4689.1 万元，合计产生总成本费用 142805.7 万元。

经测算，本项目内部收益率 $IRR=6.96\%$ 。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292

亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理

模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资

平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推

进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年，全国固定资产投资总额（不含农户）完成50.20万亿元，比上年名义增长15.7%，扣除价格因素，实际增长15.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208107亿元，增长13.2%；第三产业投资281915亿元，增长16.8%。

截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.07个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均

衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济和财政实力

公司目前经营与投资的项目主要在威海市文登区，公司发展直接受威海市文登区的经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）区域经济

威海市文登区概况

威海市文登区总面积1615平方公里，辖12个镇、3个街道办事处和两处省级开发区，763个村居，常住人口65.7万，户籍人口58.2万。

文登历史悠久，因秦始皇东巡“召文人登山”而得名，公元568年置县，1988年撤县设市，2014年撤市设区，至今已有1400多年的建置史，是胶东半岛少数千年古县之一，被列为山东历史文化名城。

威海市文登区位优势、交通发达，地处青、烟、威金三角的腹地，高速公路四通八达，济威铁路穿境而过，南海新港一期达到试运营条件，周边有5个国家一类开放港口，威海国际机场位于境内，开通了北京、上海、广州、韩国首尔等十几条国际国内航线。

近年来，威海市文登区坚持以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，以提

质增效为中心，以改革创新为动力，以打造威海经济中心为目标，经济社会保持了持续健康发展的良好态势。区域发展布局进一步优化，城区板块快速提升，南海板块加速崛起，构建起了两大板块联动、全域一体发展的格局。产业体系不断完善，工业以百企升级创新发展行动计划和百家中小微企业梯次成长计划为抓手增强现有企业竞争力，做大存量，以新材料产业为重点培植壮大新兴产业，做强增量，形成了汽车及零部件、机电工具、工艺家纺、新材料等优势产业，建起了 39 个省级以上企业研发中心、院士或博士后工作站，创建了 83 个省级以上名牌产品或著名商标，成为全省首批商标战略实施示范市和县域金融创新发展试点市；服务业全力突破商贸物流和健康养生产业，汤泊温泉度假村、天沐温泉度假区被评为国家 4A 级景区，成为中国老年人宜居宜游城市；农业全力突破皮草和西洋参两大百亿产业，威海市级以上重点农业龙头企业发展到 41 家，农民专业合作社 543 家，“三品”认证 225 个，成为中国裘皮产业基地、中国毛皮产业名城。

威海市文登区政府财力及债务

公司是经威海市文登区人民政府批准设立，威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，在各方面享受了威海市文登区的大力支持，威海市文登区政府财力对公司日常经营影响很大。

2014年，威海市文登区地方经济继续保持快速发展，2014年全区实现地区生产总值681.91亿元，按可比口径计算(下同)，同比增长10.3%。其中，第一产业增加值58.13亿元，增长4.3%；第二产业增加值335.67亿元，增长9.7%；第三产业增加值288.11亿元，增长

12.3%；三次产业结构调整为8.52:49.23:42.25。其中，第三产业对经济的贡献率达到49.56%。

2014年，全区固定资产投资总量持续增长，规模以上固定资产投资完成总量为516.34亿元，比上年同期增长16.73%。在规模以上固定资产投资中，第二产业完成投资287.18亿元，同比增长147.39%，占总投资的比重55.62%；第三产业完成投资228.03亿元，同比下降28.64%，占总投资的比重为44.16%。

从财政实力看，2014年威海市文登区地方公共财政预算收入43.89亿元，同比增长13.01%。税收收入38.96亿元，占地方公共财政预算收入的88.77%。受地方政府规划以及土地市场行情影响，政府性基金收入大幅增长，2014年达72.20亿元。政府性基金收入和地方公共财政预算收入的上升带动当年地方财政收入同比大幅增长。从财政支出看，2014年公共服务支出47777万元，同比增长34.5%，教育、社会保障和就业、农林水事物支出分别增长8.62%、11.29%、7.75%，四项共计支出31.53亿元，占财政预算总支出的比重达61.06%。

表 3 威海市文登区财政收入情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
地方公共财政预算收入	31.17	38.84	43.89
其中：税收收入	24.87	34.02	38.96
政府性基金收入	35.02	36.68	72.20
其中：国有土地使用权出让收入	32.13	35.23	56.77

资料来源：联合资信整理

政府债务方面，截至2014年底，威海市文登区政府债务余额100.14亿元，其中直接债务余额99.97亿元，担保债务余额0.35亿元。截至2014年底，威海市文登区政府债务率为77.91%，债务率较高。

表 4 截至 2014 年底威海市文登区政府债务构成（单位：万元）

地方财力（2014 年度）	金额	地方债务（截止 2014 年底）	金额
（一）地方一般公共预算收入	438903	（一）直接债务余额	999673
1. 税收收入	389619	1. 国际金融组织贷款	
2. 非税收入	49284	（1）世界银行贷款	

(二) 转移支付和税收返还收入	135571	(2) 其他国际金融组织贷款	
1. 一般性转移支付收入	43779	2. 国债转贷资金	14498
2. 专项转移支付收入	70156	3. 农业综合开发借款	
3. 税收返还收入	21636	4. 解决地方金融风险专项借款	
(三) 国有土地使用权出让收入	708988	5. 国内金融机构借款	557422
1. 国有土地使用权出让金	567737	(1) 政府直接借款	
2. 国有土地收益基金	106773	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	557422
3. 农业土地开发资金	34478	6. 债券融资	420000
(四) 预算外财政专户收入	1800	7. 其他	7753
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1285262	(二) 担保债务余额	3461
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	77.91%	地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	1001404

资料来源：威海市文登区财政局，联合资信整理。

总体看，威海市文登区经济平稳发展，地方财政收入增长迅速，支出结构更加优化，但政府性基金收入占财政收入的比重较大，地方财力情况受土地市场行情影响大，地方政府债务率较高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本为 8500 万元，威海市文登区小观镇政府持有公司 70% 的股权，是公司的实际控制人，威海市文登区国有资产管理局持有公司剩余 30% 股权。

2. 平台企业竞争格局及企业规模

截至 2014 年底，威海市文登区域内存在平台企业 2 家，除公司外，另有威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“文登城资”）。公司与文登城资各自依照威海市文登区总体规划及区政府指令开展业务，不存在竞争关系。

3. 政府支持

公司作为威海市文登区重要的城市开发建设主体，得到了威海市文登区政府在资本注入、政府补贴等方面稳定、强力地的支持。

2010 年，威海市文登区政府向公司注入 6200 亩商住用地，价值 38.47 亿元，计入“资本公积”科目；2012 年，威海市文登区政府向公司注入南海新区供水管网二期和三期工程、

文登坤龙邢水库溢洪道整治项目等资产合计 7.38 亿元，计入“资本公积”科目。2014 年，威海市文登区政府向公司注入威海市文登区南海新区供水管网资产 15.22 亿元，计入“资本公积”科目。除资本注入外，公司每年均会获得相当数量的政府补贴，2012~2014 年，公司分别获得政府补贴 1.35 亿元、1.95 亿元和 2.37 亿元。

联合资信认为，当地政府对公司的支持力度较大，为公司未来发展提供了强有力地支撑。

4. 人员素质

公司董事长兼总经理李鹏飞，男，1985 年生，本科学历，历任文登宏金化工有限公司总经理助理，文登皇利压住化工材料有限公司总经理，2015 年 9 月至今任公司董事长兼总经理。

公司副总经理王大为，男，1987 年生，本科学历，历任文登区经济开发区财政局统计科科长，文登区政务服务中心科员，2015 年 6 月至今任公司副总经理。

公司财务负责人于鑫鑫，女，1992 年生，本科学历，2015 年 7 月至今任公司财务负责人。

截至 2014 年底，公司本部共有职工 45 人。从年龄构成看，30 岁以下的占 26%、30~50 岁的占 68%、50 岁以上的占 6%；从学历构成看，本科及以上学历的占 64%、专科的占 14%、

高中及同等学历的占 22%；从专业构成看，技术人员占 46%、财务人员占 19%、管理人员占 35%。

总体看，公司高级管理人员配备完善，员工以中年为主，文化素质适中，能满足公司日常经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设董事会，成员为 3 人，其中 2 人由股东会选举产生，1 人由职工代表会选举产生。董事任期三年，任期届满，经选举可连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。

公司设监事会，成员 5 人，其中 3 人由股东会选举产生，2 人由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由监事会选举产生。监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 人，副总经理 2 人，负责公司日常经营管理。

2. 管理水平

公司本部设计划财务部、综合管理部、资产经营部、行政人力资源部及产权管理部等 5 个职能部门，部门设置基本满足现阶段经营管理需要。

公司为实施规范化管理，规范企业日常各项生产经营行为，制定了多项规章制度。

内部管理方面，公司制定了《文登金滩投资管理有限公司内部管理制度》，制度对公司办公秩序、印鉴及介绍信管理及财产管理等方面做出了具体规定。

财务管理方面，公司制定了《文登金滩投资管理有限公司财务管理制度》，制度规定公司的财务管理工作由计划财务部负责，计划财务部每月、每年定期将公司现金和转帐部分编

制月份、年度财务收支预算，报董事会批准后执行，月份提前一周，年度提前一月。凡预算外的财务收支，需单列项目报告总经理批准后办理。

合同管理方面，公司制定了《公司合同管理制度》，制度规定公司行政人力资源部是公司合同管理机构，明确合同签订过程中经办人、审查人、批准人各司其职，分工负责。任何合同均需经过评审程序评审后，方可批准签订。

工程制度方面，公司制定了《文登金滩投资管理有限公司工程制度》，制度规定公司根据威海市文登区政府年度建设计划和公司资金状况，按照“量力而行、突出重点、先急后缓、整体推进”的原则，拟定年度工程建设项目；公司将拟定的工程建设项目资料报送董事会审批；项目经董事会批准确定后，由公司具体组织实施。

总体看，公司已建立了较为完善的治理结构，内部管理体系基本建立，各项管理制度基本完善，能够满足目前经营管理需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是威海市文登区城市开发建设的重要主体，经营业务主要涉及威海市文登区基础设施建设及土地一级开发。

从营业收入来看，公司营业收入主要来源于项目回购及土地转让。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 9.95 亿元、7.76 亿元及 8.39 亿元，呈波动下降趋势。项目回购收入始终是公司营业收入的主要构成部分，2013 年、2014 年受当地土地政策影响，公司均未实现土地转让收入，公司营业收入均为单一的项目回购收入。整体毛利率方面，除 2012 年受土地转让收入毛利率较高为 9.19%外，2013 年、2014 年均为 9.09%。

表 5 2012~2014 年公司营业收入结构与毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目回购收入	9.31	93.51	9.09	7.76	100.00	9.09	8.39	100.00	9.09
土地转让收入	0.65	6.49	10.55	--	--	--	--	--	--
合计	9.95	100.00	9.19	7.76	100.00	9.09	8.39	100.00	9.09

资料来源: 公司提供

2. 项目回购

公司是威海市文登区重要的基础设施建设和融资主体。公司进行基础设施建设的过程主要包括签订协议、项目融资、建设及回购。首先, 公司根据威海市文登区城市基础设施建设的总体规划或威海市文登区政府指示确定拟建项目及概算, 并针对项目单独签订完工后一次性回购协议; 其次, 公司根据每年项目建设资金需求向威海市文登区政府申请纳入下一年预算, 并针对资金缺口进行融资; 再次, 公司进行项目建设; 最后, 政府根据回购协议对项目实施回购, 回购价格一般为项目建设成本加 10% 左右的管理费用。

自成立以来, 公司先后投资建设了威海市文登区域内多项重大基础设施, 公司项目回购收入受当年完工基础设施回购价格影响较大, 但总体符合协议规定。

威海市文登区未来的城市建设步伐将持续推进, 公司作为威海市文登区重要的城市基础设施建设主体, 将继续承担威海市文登区的城市建设任务, 业务持续性较强。

3. 土地开发

公司根据威海市文登区政府的授权, 对威海市文登区区域内的土地进行一级开发。具体的操作模式为: 公司通过自有资金及外部融资获取资金进行土地一级开发, 交由威海市文登

区土地储备交易中心实施招拍挂程序, 而后收取由威海市文登区财政局返还的土地开发总成本及开发收益 (一般为土地开发总成本的 10%)。

公司于 2009 年 9 月开始担负威海市文登区区域内的土地一级开发任务, 但业务量较小, 截至目前仅完成了高岛盐场片区储备土地前期开发整理项目, 累计投资达 6.22 亿元, 其中已收到土地出让金返还 1.98 亿元, 已实施出让土地 1338 亩。由于近年威海市文登区政府将土地一级开发任务交由威海市文登区土地储备交易中心完成, 公司未能新增土地整理项目。公司目前共有土地储备 6735.50 亩, 其中商住用地 6295.75 亩, 工业用地 439.75 亩。

目前公司可开发土地面积有限; 同时土地出让业务规模及价格受宏观经济及国家政策影响大, 未来公司的土地出让进程及收益均具有不确定性。

4. 未来发展

随着威海市文登区经济发展及城市化进程的不断推进, 威海市文登区基础设施建设需求将继续保持旺盛态势, 公司作为威海市文登区重要的基础设施建设主体, 未来发展空间较为充裕, 但公司所承建项目投资规模大、回收周期长, 公司存在较大融资压力。

表 6 截至 2014 年底公司重大在建、拟建项目投资情况 (单位: 亿元)

项目名称	投资规模	政府配套资本金	计划建设期	2014 年完成投资	累计完成投资	投资计划	
						2015	2016
疏港铁路工程	10.0	3.20	2013~2015	3.00	7.00	3.00	0
防护堤工程	6.0	1.90	2013~2015	2.00	4.00	2.00	0

张家埠新港建设二期工程	5.5	2.00	2013~2015	2.00	4.00	1.50	0
航道建设	5.0	1.50	2013~2015	2.00	4.00	1.00	0
区内基础设施配套建设项目	20.0	5.00	2013~2015	6.00	12.00	8.00	0
威海市文登区母猪河下游流域综合治理工程	25.7	11.00	2013~2016	7.63	7.63	11.08	6.99
荣乌高速连接线工程	6.0	2.00	2013~2015	1.00	4.00	2.00	0
合计	78.2	26.6	--	23.63	42.63	28.58	6.99

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表及附注已经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。

2012~2014年公司报表合并范围无变动，财务数据可比性强。

截至2014年底，公司资产总额89.30亿元，所有者权益合计73.95亿元；2014年公司实现营业收入8.39亿元，利润总额2.02亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，受其他应收款及固定资产快速增长影响，公司资产总额实现年均17.58%的增长。截至2014年底，公司资产总计89.30亿元，流动资产占比80.93%，占主导地位。

2012~2014年，公司流动资产合计有所增长，年均增长比率为7.03%，主要是来自于货币资金、其他应收款等科目的增长。流动资产中，应收账款（占比7.73%）、其他应收款（占比33.46%）及存货（占比53.23%）占比较大。

2012~2014年，公司货币资金增长迅速，年均复合增长率达116.02%。截至2014年底，公司货币资金为3.41亿元，不存在抵押、冻结等限制性款项。

2012年，公司无应收账款；2013~2014年，公司应收账款分别为5.04亿元及5.59亿元，均为对威海市文登区财政局的项目回购款。鉴于欠款单位的特殊性质，该款项回收风险极小，公司未对该应收款项计提坏账准备。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合变动率为9.15%，分别为20.30亿元、18.15亿元及24.18亿元，其中对威海市文登区财政局的其他应收款项占比均在95%以上，主要系工程往来款。公司其他应收款对公司资金占用较为严重。

2012~2014年，公司存货小幅下降，分别为39.36亿元、38.47亿元和38.47亿元。公司存货主要系公司以前年度从事土地一级开发所储备的土地，其中2012年尚包含少量建设工程，2013年及2014年均为单一土地资产，公司所持有土地资产中有23.40亿元用于对外抵押，抵押比例为60.82%。

2012~2014年，公司非流动资产规模扩张迅速，年均复合增长率达236.41%，主要系固定资产的增长。截至2014年底，公司非流动资产合计为17.03亿元，其中可供出售金融资产（占比8.63%）及固定资产（占比89.37%）占比较大。

2012年，公司无可供出售金融资产。2014年，公司执行企业会计准则关于长期股权投资的修订条款，将原在长期股权投资核算的部分资产改在可供出售金融资产进行表述，可供出售金融资产调整为1.47亿元，主要系公司为支持威海市文登区经济发展通过接受定向增发持有的本地企业天润曲轴股份有限公司账面价值为1.17亿元的860万股股权（在被投资单位持股比例为1.55%）及公司持有的威海蓝海创业投资中心（有限合伙）价值0.30亿元的44.45%股权，公司相应调整了期初数。

2012~2014年，公司固定资产增长迅速，

主要系 2014 年公司接受威海市文登区政府注入公司的账面价值为 15.21 亿元的南海新区供水管网资产所致，公司固定资产由此增长值 15.22 亿元。

总体看，受益于当地政府对公司注入的管网资产，公司资产规模迅速扩张；公司资产构成以流动资产为主，但流动资产中存货及其他应收款占比较大，公司资产流动性一般，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 16.03%，主要系受 2014 年度公司接受政府注入资产影响。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 73.95 亿元，其中注册资本 0.85 亿元，资本公积受威海市文登区政府注入南海新区管网资产影响增至 65.84 亿元，盈余公积 0.59 亿元，未分配利润 6.68 亿元。总体看，公司资本实力有所增强，资本公积占比较大，所有者权益稳定性较强。

2012~2014 年，公司负债总额年均复合增长率为 26.01%，主要系受公司 2014 年新发行 10 亿元企业债券影响。截至 2014 年底，公司负债总额为 15.35 亿元，其中流动负债 3.49 亿元，非流动负债为 11.86 亿元。

2012~2014 年，公司流动负债迅速增长，主要系 2014 年度一年内到期的非流动负债增长同比较快所致。截至 2014 年底，公司流动负债总计为 3.49 亿元，其中一年内到期的非流动负债 2.60 亿元，主要系即将到期的抵押借款。

2012~2014 年，公司非流动负债年均复合增长率为 26.95%，分别为 7.36 亿元、6.30 亿元及 11.86 亿元。2012 年及 2013 年，公司非流动负债仅为长期借款，2014 年公司新增应付债券 10.26 亿元。

从有息债务结构来看，2012~2014 年，公司全部债务增长迅速，年均复合增长率达 30.42%，超过公司资产增长率。截至 2014 年底，

公司全部债务为 14.46 亿元，其中短期债务 2.60 亿元，长期债务 11.86 亿元，公司有息债务结构以长期债务为主。2012~2014 年，公司负债水平波动上升，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率三年均值分别为 12.27%、14.19% 和 15.63%，但由于公司权益规模较大，公司负债水平保持在较低水平。

总体看，近年公司有息负债规模增幅较大，但债务负担仍处于较低水平。考虑到公司计划建设的文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目对外融资数量较大，未来债务水平或将持续上升。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司分别实现营业收入 9.95 亿元、7.76 亿元及 8.39 亿元，呈波动下降趋势；公司收入结构随着公司业务方向发生变化，2012 年公司实现项目回购收入与 9.31 亿元、土地转让收入 0.65 亿元，2013 年及 2014 年公司营业收入仅由项目回购收入构成。同期期间内，公司营业成本年均复合下降率为 8.13%，略低于营业收入下降幅度。

2012~2014 年，公司期间费用增长迅速，分别为 0.25 亿元、0.60 亿元及 0.72 亿元，对营业收入的侵蚀增强。从构成上来看，公司的期间费用主要由管理费用及财务费用构成，二者占比基本相同。

2012~2014 年，公司营业利润呈迅速下滑状态，2012 年公司实现营业利润 0.14 亿元，2013 年及 2014 年分别亏损 -0.16 亿元及 -0.19 亿元，但受益于当地政府提供的政府补助，上述年度分别实现利润总额 1.49 亿元、1.79 亿元及 2.02 亿元，公司利润总额严重依赖于政府补助。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率逐渐上升，三年均值分别为 5.34%；同期期间内，公司净资产收益率和总资产收益率均波动上升，三年均值分别为 2.84% 和 2.78%。

总体看，近年来公司营业收入呈波动下降

趋势，收入来源逐渐单一化，期间费用对营业收入侵蚀加重，公司经营业务盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖严重。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营产生的现金流量净额呈迅速下降趋势，分别为 10.58 亿元、1.45 亿元及 0.48 亿元。2013 年公司经营活动产生的现金流量净额同比下降迅速主要是因为公司当年收到的项目回购款项同比下降较多及公司不再从事土地一级开发业务所致。2014 年，公司经营活动现金流入量有所恢复，但当年公司项目建设支出较大，导致当年购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，公司经营活动产生的现金流量净额进一步减少。2012~2014 年，公司现金收入比波动下降，2013 年现金收入比仅为 35.05%，2014 年有所回升，为 93.52%。公司收入实现质量受当地政府支付回购款效率影响较大。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动引发的现金流变动主要系公司于 2013 年向威海市蓝泰融资担保有限公司投资支付现金 0.30 亿元及 2014 年取得 0.06 亿元投资收益所致，公司投资活动对现金流影响较弱。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 6.58 亿元、3.35 亿元及 10.00 亿元，其中 2012 年现金流入主要是财政局投入的财政资金 3.58 亿元及取得的借款 3.00 亿元，2013 年现金流入为取得借款 1.00 亿元及往来借款收到现金 2.35 亿元，2014 年现金流入全部为发行债券收到的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 18.39 亿元、2.95 亿元及 9.20 亿元，除去每年偿还债务支付的现金外，2012 年公司往来款支付现金 15.34 亿元、2014 年公司往来款支付现金 5.94 亿元。往来款主要是与财政局的借款往来。

总体看，公司经营活动创造现金能力呈下滑趋势，公司经营活动开展对外部融资依赖程度高。目前公司重大项目投资规模大，存在较

大的融资压力。

6. 偿债能力

2012~2014 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，三年均值分别为 2339.09% 及 990.03%，2014 年为 2072.75% 及 969.42%，仍保持在高水平。考虑到公司流动资产中其他应收款及土地资产占比较高，土地资产变现受当地土地出让指标限制且较大部分用于抵押，公司实际短期偿债能力弱于上述指标。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2012~2014 年，公司 EBITDA 逐年增加，分别为 1.49 亿元、2.07 亿元及 2.39 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 5.71 倍、3.43 倍、6.04 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力弱化。考虑到公司将不断获得财政资金的长期稳定支持，公司长期偿债能力有望进一步增强。

截至 2014 年 12 月底，公司对外担保合计 24.10 亿元，担保比率为 32.59%，公司对外担保企业多为威海市及文登区内国有企业，目前无经营状况明显恶化企业，产生或有风险的概率较低。

截至 2014 年底，公司共获各家银行授信额度为人民币 34.0 亿元，已使用授信额度为 25.5 亿元，未使用额度为 8.5 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码 G1037108100040730S），截至 2015 年 10 月 27 日，公司无未结清的不良/违约类、关注类信贷信息记录，存在 5 笔已结清的关注类贷款信贷信息。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及威海市文登区经济发展及财力状况，并考虑到威海市文登区政府对于公司资金注入、土地划拨、财政补贴等各项支持的综合判断，公司整

体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行债券金额为8.80亿元。截至2014年底，公司全部债务为14.46亿元，其中长期债务11.86亿元，本期债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大。

截至2014年底，公司资产负债率、长期资本化比率和全部资本化比率分别为17.19%、13.82%和16.35%；以2014年财务数据为基础，不考虑其他因素，本期公司债券发行后，三项指标分别为24.62%、21.83%和23.92%，公司债务水平上升明显，但尚处于较低水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA分别为1.49亿元、2.07亿元和2.39亿元，分别为本期债券发行额度的0.17倍、0.24倍和0.27倍；公司经营活动产生的现金流入量分别为14.16亿元、4.67亿元和10.23亿元，分别为本期债券发行额度的1.61倍、0.53倍和1.16倍，对本期债券覆盖程度较弱；现金流量净额分别为10.58亿元、1.45亿元和0.48亿元，现金流量净额稳定性差。总体看，公司EBITDA对本期公司债券覆盖程度很低、经营活动现金流对本期债券保障程度较弱。

本期债券期限为7年，公司自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（1.76亿元）计算，2012~2014年EBITDA分别为每年偿付本金的0.85倍、1.18倍、1.36倍，经营活动现金流入分别为每年偿付本金的8.05倍、2.65倍、5.81倍；经营活动现金流入量对本期公司债券每年偿付本金的覆盖程度较高。总体看，本期债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益，公司较为稳定的营业收入及募投项目所产生的资金回流

对本期债券资金本息的按时偿付提供了保障。

据公司提供的《文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目可行性研究报告》（威咨W2015303）披露，通过动态盈利能力分析，项目在政府适当补贴能满足收益要求，经测算，本项目内部收益率IRR=6.96%，财务净现值（Ic=5%）18717.77万元，投资动态回收期为20.51年。本期债券存续期内无现金流预测，存续期内的募投项目现金流及收益实现状况存在一定不确定性，联合资信将持续关注公司未来现金回流实际情况。

3. 偿债保障措施

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益，公司较为稳定的营业收入及募投项目所产生的资金回流对本期债券资金本息的按时偿付提供了保障。

除上述保障措施外，重庆进出口信用担保有限公司为本期债券向债券持有人出具了担保函。重庆进出口公司在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内，如文登金坛投资管理有限公司不能按期兑付债券本金及到期利息，重庆进出口公司保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入债券登记托管机构或本期债券主承销商（即中泰证券股份有限公司）指定的账户。

重庆进出口信用担保有限公司是由重庆渝富资产经营管理有限公司与中国进出口银行于2009年合资组建的一家全国性担保公司，主要从事法律法规允许的各类担保业务。近年来，重庆进出口公司的治理结构与内控体系逐步完善，担保业务发展较快，在重庆地区担保市场形成一定的竞争力，盈利能力逐步增强。

重庆进出口公司凭借稳健增长的业务规模、严格的风控制度、强大的股东背景一直处于行业领先地位，具备企业债、公司债、中期

票据、中小企业集合票据、中小企业集合债等金融产品的发行担保资质。截至2014年末，重庆进出口信用担保有限公司注册资本为24.2亿元人民币，资产总额为43.23亿元，净资产为29.49亿元，在保余额221.95亿元，融资性担保责任余额与同期净资产比例为7.5倍。

重庆进出口信用担保有限公司以其自身的强大实力为本期债券提供担保，使本期债券具有良好的信誉度、流动性和安全性，进一步增强了债券到期按照兑付的可靠性，为本期债券的还本付息提供了有力的保障。

公司与齐鲁银行股份有限公司签署了《2015 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目专项债券债权代理协议》，并制定了《2015 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目专项债券持有人会议规则》。根据上述协议，齐鲁银行股份有限公司受债券持有人委托，监督发行人经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。上述协议为保障本期债券本息及时足额偿付做出了合理的制度安排，有效地保护了全体债券持有人的权利。

十、结论

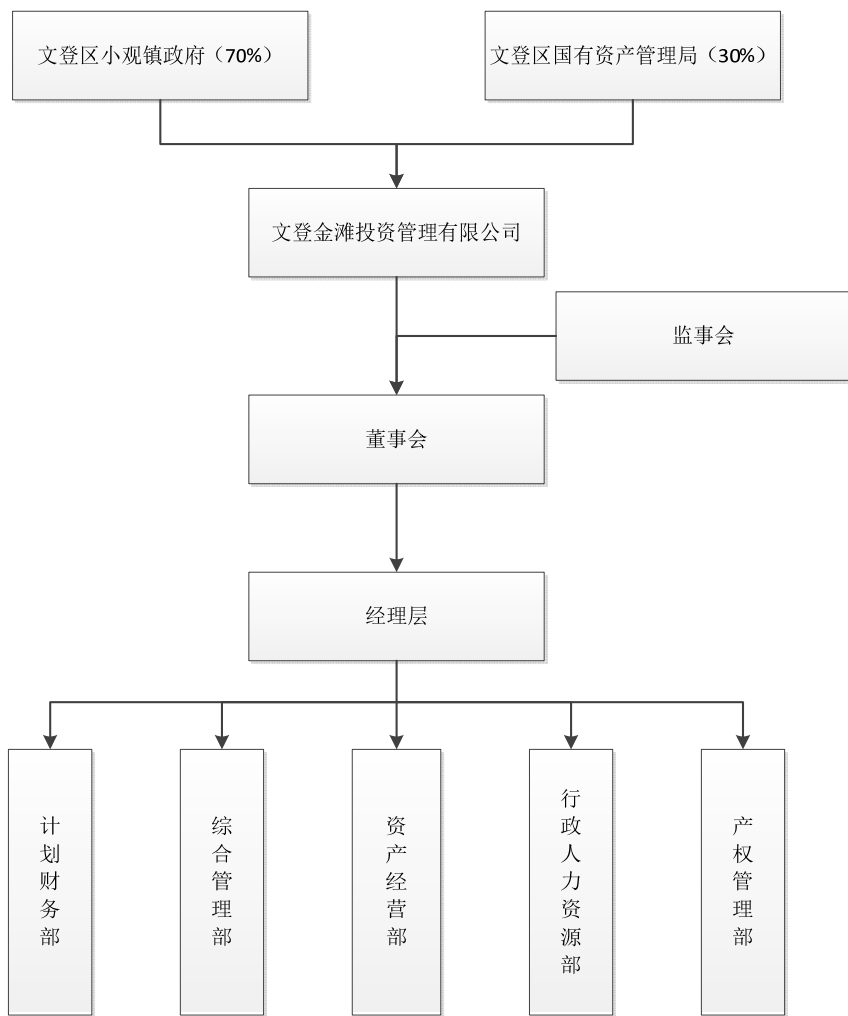
公司作为威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，在资本注入、财政补贴等多方面均获得了政府的大力支持，但公司营业收入来源逐渐趋于单一化，储备土地出让规模及价格受宏观经济及国家政策影响大导致土地出让进程及收益具有不确定性。目前，公司资产构成中土地成本占比大，应收往来款对资金形成一定占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般，负债水平较低，但业务盈利能力低，政府贴息和补贴收入对利润水平贡献大；短期偿债能力较强但长期偿债能力较弱。

本期公司债券发行规模大，对公司现有债务结构影响很大，但本期公司债券设置分期偿

付条款，一定程度上降低了公司未来集中偿付压力。考虑到公司较为稳定的营业收入、募投项目所产生的资金回流以及重庆进出口信用担保有限公司为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保等诸多保障因素，本期债券本金偿付的保障程度较强。公司为本期公司债券设立了偿债资金专户，有利于偿债资金的归集和监管。

总体看，本期公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 公司产权及组织机构图



附件 2 截至 2014 年底公司对外担保明细

被担保单位	担保金额（万元）	担保方式	担保期限	经营情况
文登市城市资产经营有限公司	20000.00	保证	2009.03—2017.03	正常
文登市城市资产经营有限公司	20000.00	保证	2010.02—2018.02	正常
文登市城市资产经营有限公司	40000.00	抵押	2013.12—2021.12	正常
文登市城市资产经营有限公司	1950.00	保证	2014.01—2015.01	正常
文登市米山水库管理局	6000.00	抵押	2011.06—2016.06	正常
文登市高级技工学校	5000.00	抵押	2013.08—2015.08	正常
文登市妇幼保健院（交通银行）	7000.00	抵押	2013.12—2015.12	正常
文登市妇幼保健院（交通银行）	7000.00	抵押	2014.12—2015.12	正常
文登市自来水公司（威海商行）	5000.00	抵押	2013.12—2015.12	正常
文登市自来水公司	1950.00	抵押	2014.02—2015.02	正常
文登市园林绿化工程处	5000.00	抵押	2013.12—2015.12	正常
文登市园林绿化工程处	7800.00	抵押	2014.01—2016.01	正常
威海市金瑞电缆有限公司	5400.00	抵押	2014.07—2015.07	正常
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	1950.00	抵押	2014.02—2015.02	正常
威海文盛石材有限公司	1950.00	抵押	2014.02—2015.02	正常
威海文盛石材有限公司	3000.00	抵押	2014.01—2017.01	正常
文登市市政工程管理处	1950.00	抵押	2014.02—2015.02	正常
文登蓝创建设投资有限公司	40000.00	抵押	2014.04—2019.04	正常
南海土地储备中心	60000.00	抵押	2014.04—2016.04	正常
合计	240950.00			

附件 3 项目投资现金流量表

序号	项目	建设期			正常运营期							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	效益流量 B	25000.00	25000.00	11158.00	12336.76	11941.63	11546.51	11151.38	10756.26	10361.14	9966.01	9570.89
1.1	项目的各项效益				12336.76	11941.63	11546.51	11151.38	10756.26	10361.14	9966.01	9570.89
1.1.1	国民经济收益				12336.76	11941.63	11546.51	11151.38	10756.26	10361.14	9966.01	9570.89
1.2	财政扶持	25000.00	25000.00	11158.00								
1.3	回收流动资金											
1.4	回收固定资产余值											
2	费用流量 C	15000.00	50000.00	35000.00	964.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20
2.1	建设期投资	15000.00	50000.00	35000.00								
2.2	年运行费				890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20
2.3	设备更新改造费											
2.4	流动资金				74.00							
3	净现值流量 (B-C)	-15000.00	-50000.00	-35000.00	11372.56	11051.43	10656.31	10261.18	9866.06	9470.94	9075.81	8680.69
4	累计净现值流量	-15000.00	-65000.00	-100000.00	(88627.44)	(77576.01)	(66919.70)	(56658.52)	(46792.46)	(37321.52)	(28245.71)	(19565.02)
①	i=5%											
	折现系数	0.952	0.907	0.864	0.823	0.784	0.746	0.711	0.677	0.645	0.614	0.585
	效益流量 Bo	0	0	0	10153.15	9362.24	8613.69	7928.63	7281.99	6682.93	6119.13	5598.97

	费用流量 Co	14280.00	45350.00	30240.00	793.54	697.92	664.09	632.93	602.67	574.18	546.58	520.77
	净现值流量 (Bo-Co)	-14280	-45350	-30240	9359.61	8664.32	7949.6	7295.7	6679.32	6108.75	5572.55	5078.2
	累计净现值流量	-14280	-59630	-89870	-80510.39	-71846.07	-63896.47	-56600.77	-49921.45	-43812.7	-38240.15	-33161.95
②	i=6.96%											
	折现系数	0.935	0.874	0.817	0.764	0.714	0.668	0.624	0.584	0.546	0.51	0.477
	净现值流量 (Bo-Co)	-14025.00	-43700.00	-28595.00	8688.63	7890.72	7118.41	6402.98	5761.78	5171.13	4628.66	4140.69
序号	项目	正常运营期										
		12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1	效益流量 B	9175.76	8780.64	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46
1.1	项目的各项效益	9175.76	8780.64	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46
1.1.1	国民经济收益	9175.76	8780.64	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46
1.2	财政扶持											
1.3	回收流动资金											
1.4	回收固定资产余值											
2	费用流量 C	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20
2.1	建设期投资											
2.2	年运行费	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20
2.3	设备更新改造费											
2.4	流动资金											
3	净现值流量 (B-C)	8285.56	7890.44	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26

4	累计净现值 流量	(11279.46)	(3389.02)	4106.24	11601.49	19096.75	26592.00	34087.26	41582.52	49077.77	56573.03	64068.28
①	i=5%											
	折现系数	0.557	0.53	0.505	0.481	0.458	0.436	0.416	0.396	0.377	0.359	0.342
	效益流量 Bo	5110.9	4653.74	4234.66	4033.4	3840.54	3656.06	3488.35	3320.64	3161.32	3010.38	2867.83
	费用流量 Co	495.84	471.81	449.55	428.19	407.71	388.13	370.32	352.52	335.61	319.58	304.45
	净现值流量 (Bo-Co)	4615.06	4181.93	3785.11	3605.21	3432.83	3267.93	3118.03	2968.12	2825.71	2690.8	2563.38
	累计净现值 流量	-28546.89	-24364.96	-20579.85	-16974.64	-13541.81	-10273.88	-7155.85	-4187.73	-1362.02	1328.78	3892.16
②	i=6.96%											
	折现系数		0.446	0.417	0.39	0.364	0.341	0.319	0.298	0.278	0.243	0.228
	净现值流量 (Bo-Co)		3695.36	3290.31	2923.15	2728.27	2555.88	2390.99	2233.59	2083.68	1821.35	1708.92
序号	项目	正常运营期										
		23	24	25	26	27	28	29	30			
1	效益流量 B	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	46448.46	347361.00		
1.1	项目的各项 效益	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46			
1.1.1	国民经济收 益	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46	8385.46			
1.2	财政扶持											
1.3	回收流动资 金								74.00			
1.4	回收固定资 产余值								37989.00			
2	费用流量 C	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	184377.00		
2.1	建设期投资											

2.2	年运行费	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20	890.20			
2.3	设备更新改造费											
2.4	流动资金											
3	净现值流量 (B-C)	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	7495.26	45558.26	116525.00		
4	累计净现值流量	71563.54	79058.80	86554.05	94049.31	101544.56	109039.82	116535.08	162093.33			
①	i=5%											
	折现系数	0.326	0.31	0.295	0.281	0.268	0.255	0.243	0.231			
	效益流量 Bo	2733.66	2599.49	2473.71	2356.31	2247.3	2138.29	2037.67	10729.59	175820.00		
	费用流量 Co	290.21	275.96	262.61	250.15	238.57	227	216.32	205.64	157103.00		
	净现值流量 (Bo-Co)	2443.45	2323.53	2211.1	2106.16	2008.73	1911.29	1821.35	10523.95	18718.00		
	累计净现值流量	6335.61	8659.14	10870.24	12976.4	14985.13	16896.42	18717.77	29241.72			
②	i=6.96%											
	折现系数	0.213	0.199	0.186	0.174	0.163	0.152	0.142	0.133			
	净现值流量 (Bo-Co)	1596.49	1491.56	1394.12	1304.17	1221.73	1139.28	1064.33	6059.25	74.95		

评价结论：经济内部收益率 i=6.96%

经济效益费用比 1.19

经济净现值 18718 万元

资料来源：公司提供

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.73	2.07	3.41
资产总额(亿元)	64.60	65.55	89.30
所有者权益(亿元)	54.93	56.72	73.95
短期债务(亿元)	1.14	0.80	2.60
长期债务(亿元)	7.36	6.30	11.86
全部债务(亿元)	8.50	7.10	14.46
营业收入(亿元)	9.95	7.76	8.39
利润总额(亿元)	1.49	1.79	2.02
EBITDA(亿元)	1.49	2.07	2.39
经营性净现金流(亿元)	10.58	1.45	0.48
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.97	3.08	1.58
存货周转次数(次)	0.22	0.18	0.20
总资产周转次数(次)	0.17	0.12	0.11
现金收入比(%)	128.68	35.05	93.52
营业利润率(%)	3.90	5.70	5.70
总资本收益率(%)	2.29	3.24	2.70
净资产收益率(%)	2.65	3.16	2.73
长期债务资本化比率(%)	11.82	10.00	13.82
全部债务资本化比率(%)	13.40	11.13	16.35
资产负债率(%)	14.97	13.47	17.19
流动比率(%)	2734.23	2519.58	2072.75
速动比率(%)	1028.40	998.80	969.42
经营现金流动负债比(%)	458.51	57.18	13.88
全部债务/EBITDA(倍)	5.71	3.43	6.04
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.61	0.53	1.16
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.20	0.16	0.05
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.17	0.24	0.27

附件 5 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期（非流动）负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目 专项债券信用评级报告的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期专项债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

文登金滩投资管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。文登金滩投资管理有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，文登金滩投资管理有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注文登金滩投资管理有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现文登金滩投资管理有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如文登金滩投资管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送文登金滩投资管理有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一五年十一月三日

联合资信评估有限公司关于 2016 年文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目 专项债券信用评级报告的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期专项债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

文登金滩投资管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。文登金滩投资管理有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，文登金滩投资管理有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注文登金滩投资管理有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现文登金滩投资管理有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如文登金滩投资管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送文登金滩投资管理有限公司、主管部门、交易机构等。

