跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2058 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持文登金滩投资管理有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16文专项债/16文专项”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月二十三日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

文登金滩投资管理有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 文专项债/16 文专项	8.8 亿元	2016/3/21-2023/3/21	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 8 月 23 日

财务数据：

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.07	3.41	2.70
资产总额(亿元)	65.55	89.30	99.83
所有者权益合计(亿元)	56.72	73.95	76.36
长期债务(亿元)	6.30	11.86	19.87
全部债务(亿元)	7.10	14.46	22.30
营业收入 (亿元)	7.76	8.39	17.31
利润总额 (亿元)	1.79	2.02	2.55
EBITDA(亿元)	2.07	2.39	4.02
经营性净现金流(亿元)	1.45	0.48	7.26
营业利润率(%)	5.70	5.70	4.86
净资产收益率(%)	3.16	2.73	3.15
资产负债率(%)	13.47	17.19	23.51
全部债务资本化比率(%)	11.13	16.35	22.60
流动比率(%)	2519.58	2072.75	2376.81
全部债务/EBITDA(倍)	3.43	6.04	5.54
经营现金流动负债比(%)	57.18	13.88	201.73

分析师

赵起锋　杨明奇　韩家麒

邮箱：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）
网址：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”）是威海市文登区重要的城市基础设施建设及运营主体。2015 年，文登区地方经济增速较快，地方公共财政预算收入平稳增长；公司收到的财政补贴资金持续稳定；公司新增管网租赁业务，收入规模进一步增长，并且回购项目回款水平改善。同时联合资信评估有限公司（以下简称“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、土地使用权受政策影响大等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业务板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。公司可获得的财政资金长期稳定支持，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。

“16文专项债/16文专项”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“16文专项债/16文专项”本息偿还的安全性。另外，“16文专项债/16文专项”设置了分期偿付条款，有助于降低“16文专项债/16文专项”的集中偿付压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 文专项债/16 文专项”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 跟踪期内，威海市文登区经济增速较快，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，跟踪期内获得的威海市文登区政府财政补贴持续稳定。
3. 跟踪期内，政府注入的供水管网开始产生租赁收入，打破公司单一业务格局，提高公司收入稳定性。

4. 重庆进出口信用担保有限公司的担保显著地提升了“16 文专项债/16 文专项”本息偿还的安全性；“16 文专项债/16 文专项”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. 土地部门陆续回收公司未开发土地，公司未来资产及土地出让业务存在不确定性。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于文登金滩投资管理有限公司主体长期信用及“16 文专项债/16 文专项”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2015 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 2015 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 2015 年底，公司无纳入合并报表子公司。

截至 2015 年底，公司资产总额 99.83 亿元，所有者权益合计 76.36 亿元；2015 年公司实现营业收入 17.31 亿元，利润总额 2.55 亿元。

公司法定代表人为邵本杰，注册地址为文登市龙山路 66 号。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长

承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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. 基础设施建设行业分析

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。

2．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。文登区位优越、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。

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。

根据《2015年威海市文登区政府工作报告》，2015年，文登区生产总值716亿元，“十二五”期间年均增长10.4%；固定资产投资589亿元，年均增长20.7%；社会消费品零售总额310亿元，年均增长13.9%；城镇居民人均可支配收入、农民人均可支配收入分别达到34554元和17574元，年均分别增长10.2%和13.6%；城镇登记失业率控制在1.4%以下；民生支出占财政支出比重由75%提高到87%。

从财政实力看，2015年威海市文登区地方公共财政预算收入49.25亿元，同比增长12.21%。税收收入44.04亿元，占地方公共财政预算收入的89.42%。由于地方政府规划因素，政府性基金收入大幅增长，2015年达94.63亿元。其中国有土地使用权出让收入89.61亿元，占地方综合财力的56.18%。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。

表 1　威海市文登区财政收入情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
地方公共财政预算收入	38.84	43.89	49.25
其中：税收收入	34.02	38.96	44.04
政府性基金收入	36.68	72.20	94.63
其中：国有土地使用权出让收入	35.23	56.77	89.61

资料来源：威海市文登区财政局，联合资信整理

政府债务方面，截至2015年底，威海市文登区政府债务余额100.79亿元，其中直接债务余额100.55亿元，担保债务余额0.24亿元。截至2015年底，威海市文登区政府债务率为63.20%，债务水平一般。

表 2　截至 2015 年底威海市文登区政府债务构成（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	**492468**	**（一）直接债务余额**	**1005546**
1．税收收入	440374	1．国际金融组织贷款	586
2．非税收入	52094	（1）世界银行贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	**154984**	（2）其他国际金融组织贷款	586
1．一般性转移支付收入	61224	2．国债转贷资金	178
2．专项转移支付收入	72124	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	**946282**	5．国内金融机构借款	339869
1．国有土地使用权出让金	896072	（1）政府直接借款	
2．国有土地收益基金	43600	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	339869
3．农业土地开发资金	6610	6．债券融资	660900
（四）预算外财政专户收入	**1219**	7．其他	4013
		（二）担保债务余额	**2402**
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1594953**	**地方政府债务余额=（一）+（二）*50%**	**1007948**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**63.20%**	

资料来源：威海市文登区财政局，联合资信整理

跟踪期内，威海市文登区经济较快增长，地方财政实力不断增强，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。

五、基础素质分析

1．产权状况

截至 2015 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 2015 年底，威海市文登区域内存在平台企业 3 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”）和威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“文登蓝海”）。公司与文登城资和文登蓝海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政府补贴等方面稳定的支持。

公司每年均会获得相当数量的政府补贴，2013~2015 年，公司分别获得政府补贴 1.95 亿元、2.37 亿元和 1.99 亿元。

跟踪期内，政府的财政补贴对公司形成较为稳定的资金流入，对其日常经营形成有效保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

2015 年 12 月，公司法定代表人及董事长变更为邵本杰先生。邵本杰先生，1974 年生，本科学历，毕业于山东财政学院（现更名为山东财经大学）。1997 年 7 月至 2004 年 3 月任职于山东艺达有限公司。2004 年 4 月至 2008 年 2 月任职于文登市福璐艺品有限公司。2008 年 3 月至 2015 年 11 月任职于文登同兴联合会计师事务所。2015 年 12 月至今任文登金滩投资管理有限公司董事长。公司人事变更对公司的日常经营影响小。

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，跟踪期内的经营业务主要涉及威海市文登区基础设施建设及供水管网租赁。

从营业收入来看，公司营业收入主要来源于项目回购及供水管网租赁。2013~2015 年，公司营业收入逐年增长，分别实现营业收入 7.76 亿元、8.39 亿元和 17.31 亿元。项目回购收入仍为公司营业收入的主要构成部分。跟踪期内，受当地土地政策影响，公司未实现土地转让收入。另根据《威海南海供水管网租赁协议》，公司自 2015 年起新增供水管网租赁收入 1.50 亿元，从而改变近年公司业务单一的局面，为公司带来一项较稳定的收入来源。

毛利率方面，项目回购收入的毛利率保持在 9.09%。由于供水管网折旧成本较高，供水管网租赁业务毛利率较低。2015 年公司整体毛利率较上年有所下降，为 8.44%。

表 3　2013~2015 年公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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	7.76	100.00	9.09	8.39	100.00	9.09	15.81	91.33	9.09
供水管网租赁收入	--	--	--	--	--	--	1.50	8.67	1.61
合计	**7.76**	**100.00**	**9.09**	**8.39**	**100.00**	**9.09**	**17.31**	**100.00**	**8.44**

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。

2015 年，公司根据工程进度确认项目回购收入 15.81 亿元，全部来自威海市文登区母猪河下游流域综合治理工程。2015 年，公司收到财政局支付工程款 20.18 亿元，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”。截至 2015 年底仍有 1.21 亿元工程款尚未收到，计入“应收账款”。

公司目前主要在建项目为文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目，即“16 文专项债/16 文专项”的募投项目。项目于 2016 年 7 月开工建设，总投资额 16.12 亿元，项目将通过租赁收入和管理费收入实现资金平衡。截至 2016 年 7 月底，项目已投入 6880 万元。

跟踪期内，公司继续承担威海市文登区的城市建设任务，业务具有持续性，回款情况有所改善。

3. 土地开发

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，跟踪期内，公司未能新增土地整理项目。而且公司原有土地因超过 2 年未开发，于 2016 年 4 月起陆续被文登区土地部门收回 4 宗土地，合计 282.4 亩。随后由文登区财政局拨付补贴款，公司通过招拍挂方式重新取得上述被收回土地的使用权，土地出让总价款 3.11 亿元。

目前公司土地出让业务的持续性与稳定性受宏观经济及国家政策影响大，未来公司的土地出让业务具有较大不确定性。

4. 管网租赁

公司与威海市文登区自来水公司（以下简称“文登自来水公司”）签订《威海南海新区供水管网租赁协议》，约定公司将位于南海新区海景路与万家寨路交汇处至龙海路铺设给水管、龙海路至里岛路铺设污水管、金花河南环海路至圣海路铺设雨水管租赁给文登自来水公司。2014 年 12 月份为试运行期，试运行期免除租赁费。年租赁费 1.50 亿元，每年第一个月内一次性支付，租赁期限 10 年。供水管网租赁收入为公司新增较为稳定的收入来源，改变公司收入单一的格局。

5. 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，未来发展具有持续性，且公司未来将持有更多的经营性资产，推动市场化进程。但公司所承建的基建项目由文登区政府指派，且公司土地出让业务未来不确定性较大，可能影响公司未来经营的稳定性。

八、募集资金使用情况

公司“16文专项债/16文专项”募集资金8.80亿元，于2016年3月21日发行，全部用于文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目。截至2016年7月底，募集资金已经使用6880万元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015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。

跟踪期内公司报表合并范围无变动，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司资产总额99.83亿元，所有者权益合计 76.36 亿元；2015 年公司实现

营业收入 17.31 亿元，利润总额 2.55 亿元。

2．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 17.31 亿元，主要由项目回购收入和供水管网租赁收入构成。跟踪期内营业收入较上年大幅增长，主要系项目回购收入大幅增长及新增供水管网租赁收入所致。

从期间费用来看，公司 2015 年期间费用合计 0.54 亿元，由管理费用和财务费用构成。2015 年由于财务费用较上年明显减少，期间费用以管理费用为主。因同期营业收入快速增长，期间费用占营业收入的比例大幅下降，为 3.13%，公司期间费用控制状况有所改善。

2015 年公司实现投资收益 0.26 亿元，主要来自处置可供出售金融资产取得的投资收益，即公司出售原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（以下简称“天润曲轴”）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%）。

2015 年，公司营业外收入为 1.99 亿元，同比下降 16.13%，全部为政府补助，公司营业外收入占利润总额的 78.09%，政府补助对利润总额贡献较大。2015 年，公司利润总额 2.55 亿元，较上年增长 25.91%。

盈利指标方面，2015 年，受供水管网租赁业务毛利率较低影响，公司营业利润率为 4.86%，较 2014 年的 5.70%下降 0.84 个百分点；公司 2015 年总资本收益率、净资产收益率分别为 2.44%和 3.15%，均较 2014 年的 2.70%和 2.73%有所增长。

总体看，跟踪期内，由于项目回购收入的大幅增加，公司收入规模快速增长。新增供水管网租赁收入打破公司业务单一化的局面，可以对公司的营业收入起到补充和稳定的作用。公司利润总额对政府补助依赖较大。

3．现金流分析

经营活动方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 21.68 亿元，同比增长 176.25%，公司现金收入比为 125.26%，较上年的 93.52%有明显改善，公司收入实现质量受当地政府支付回购款效率影响较大，整体收现质量尚可。2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 1.99 亿元，较上年减少 16.37%，全部为政府补助资金。2015 年，公司经营活动现金流入量为 23.67 亿元，较上年增长 131.47%。2015 年，公司经营活动现金流出量为 16.41 亿元，较上年增长 68.50%，主要系购买商品、提供劳务支付的现金增长。2015 年购买商品、提供劳务支付的现金为 15.80 亿元，较上年增长 131.58%，主要系项目建设支出增长。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 7.26 亿元。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入 1.46 亿元，主要为收回投资收到的现金，其中主要包括处置天润曲轴的股份取得的资金；2015 年，公司投资活动现金流出为 6.42 万元，全部系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司投资活动产生的现金流量净额为 1.46 亿元，投资活动净流入额度较上年大幅增加，对筹资活动前现金流入贡献力度明显加强。

跟踪期内，由于经营活动和投资活动现金净流入的大幅增加，公司对外融资压力明显减小。2015 年，公司筹资活动现金流入 14.00 亿元，分别来自贷款 7.00 亿元和 2015 年 3 月发行 7 亿元“15 文小微”债券。同期，筹资活动现金流出为 25.42 亿元，主要为支付其他与筹资活动有关的现金和偿还债务支付的现金。2015 年，支付其他与筹资活动有关的现金 18.37 亿元，较上年增长 209.51%，主要系公司与财政局往来款增加所致。2015 年，公司筹资活动产生的现金净额转负，为-11.42 亿元。

跟踪期内，公司经营活动获现能力呈加强趋势，且基建项目政府回款情况有所改善，公司经营活动开展对外部融资依赖程度下降。

4. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 99.83 亿元，同比增长 11.79%，其中流动资产占 85.62%，非流动资产占 14.38%。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 85.48 亿元，同比增长 18.27%，其中其他应收款占 49.68%，存货占 45.01%。

截至 2015 年底，公司货币资金 2.70 亿元，较上年底下降 20.81%，主要系投入项目使用所致。货币资金中主要为银行存款，其中 2 亿元定期存款用于质押借款，使用受限。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 42.47 亿元，较上年底增长 75.62%，其中应收文登区财政局的往来款占 96.91%，账龄在 1 年以内，集中度高，账龄短，对公司资金占用较严重。

截至 2015 年底，公司存货 38.47 亿元，与上年底持平，全部为以前年度从事土地一级开发所储备的土地。其中 29.42 亿元用于抵押，占比 76.47%。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 14.35 亿元，同比减少 15.71%，主要系可供出售金融资产和固定资产减少所致。非流动资产中固定资产占 95.73%。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 0.30 亿元，较上年底减少 1.17 亿元，系公司处置天润曲轴的股权。

截至 2015 年底，公司固定资产 13.74 亿元，较上年底减少 9.70%，主要系供水管网折旧 1.48 亿元所致。

总体看，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很高，且受限严重，公司资产流动性较差。

5. 负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 76.36 亿元，同比增长 3.25%，主要是未分配利润的增长。其中，截至 2015 年底，实收资本 0.85 亿元，资本公积 65.84 亿元，盈余公积 0.59 亿元，均与上年底持平；未分配利润 9.09 亿元，较上年底增长 35.98%。

总体来看，公司所有者权益主要以资本公积为主，结构稳定性较好。

截至 2015 年底，公司负债合计 23.47 亿元，同比增长 52.93%，主要系应付债券的增长。其中流动负债 15.32%，非流动负债 84.68%。

截至 2015 年底，公司流动负债 3.60 亿元，较上年底增长 3.14%。其中，短期借款 2.00 亿元，占 55.61%。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 19.88 亿元，同比增长 54.50%，主要为应付债券的增长。非流动负债主要由长期借款（占 12.44%）和应付债券（占 87.54%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 2.47 亿元，全部为抵押借款，较上年底增长 54.50%。同期，公司应付债券余额 17.40 亿元，包含 10 亿元“14 文金滩债”和 7 亿元“15 文登小微债”。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 22.30 亿元，同比增长 54.26%，其中短期债务 2.43 亿元，长期债务因债券发行大幅增长，为 19.87 亿元。

截至 2015 年底，公司资产负债率为 23.51%，较上年底上升 6.32 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2014 年底上升，分别为 22.60%和 20.65%。

另外，公司于 2016 年 3 月发行 8.8 亿元“16 文专项债/16 文专项”。基于 2015 年底财务数据，上述债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别上升为 29.71%、28.94%和 27.30%，债务负担有所增加，但仍在合理范围。

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。考虑到公司项目对外融资数量较大，未来债务水平或将持续上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，随着流动负债的减少，2015 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底大幅上升，分别为 2376.81% 和 1307.06%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为 57.18%、13.88%和 201.73%。考虑到公司流动资产中其他应收款及土地资产占比较高，土地资产较大部分用于抵押，且未开发土地被收回后重新摘牌，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。

从长期偿债能力来看，2015 年公司 EBITDA 为 4.02 亿元，较上年 2.39 亿元大幅增加；全部债务/EBITDA 为 5.54 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较上年有所增强，但仍处一般水平。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 2015 年 12 月底，公司对外担保合计 28.60 亿元，担保比率为 37.45%，公司对外担保企业多为威海市及文登区内国有企业，其中担保额度较大的被担保人为文登市城市资产经营有限公司、文登蓝创建设经营有限公司和南海土地储备中心，前三名担保金额占比 74.13%，比较集中。目前各被担保方经营正常，产生或有负债风险的概率较低。

截至 2015 年底，公司获得文登农业发展银行授信额度为 8.5 亿元，已使用 2.9 亿元，尚有 5.6 亿元未使用，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2016年8月22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、财政补贴等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司于 2016 年 3 月 21 日发行“16 文专项债/16 文专项”，发行额为人民币 8.8 亿元，采用固定利率，并附本金提前偿还条款。本金设置提前偿付条款，从第三个计息年度开始每年分别偿还本金的 20%。

以2015年财务数据对“16文专项债/16文专项”偿还能力进行分析。截至2015年底，公司EBITDA 、经营活动现金流入量和净流量分别为4.02亿元、23.67亿元及7.26亿元，分别为“16文专项债/16文专项”本金的0.46倍、2.69倍及0.82倍，为分期偿付单年金额（1.76亿元）的2.29倍、13.45倍、4.12倍。公司EBITDA、经营活动现金净流量对“16文专项债/16文专项”的保证能力较弱，经营活动现金流入量对分期偿付本金的保证能力较好。另外，公司发行的“14文金滩债” 本金分期偿付年度、“15文登小微债”本金兑付年度与“16文专项债/16文专项”本金分期偿付年度重合，2019年公司将偿付“14文金滩债”本金分期2亿元、“15文登小微债”本金7亿元和“16文专项债/16文专项”本金分期1.76亿元共计10.76亿元，达到单年偿债峰值，2015年公司EBITDA 、经营活动现金流入量和净流量分别是单年最大偿债额的0.37倍、2.20倍、0.67倍，公司EBITDA和经营现金净流量对2019年偿债总额的保证能力偏弱，经营活动现金流入量对2019年偿债总额的保证能力较好，公司面临一定的集中偿付压力。考虑到公司的区域竞争优势及文登区政府的持续支持；公司对存续期债券本息的偿还能力强。

十一、担保人担保能力分析

“16 文专项债/16 文专项”由重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

重庆进出口担保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，重庆进出口担保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。

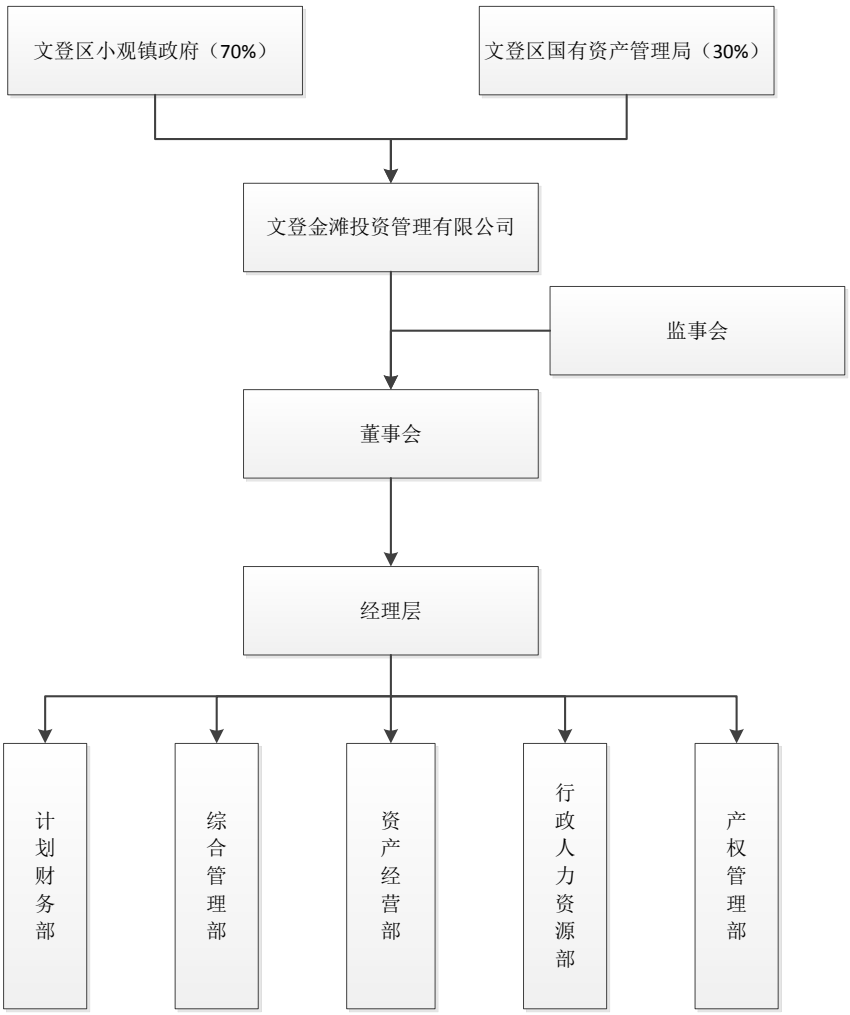
重庆进出口担保凭借稳健增长的业务规模、严格的风控制度、强大的股东背景一直处于行业领先地位，具备企业债、公司债、中期票据、中小企业集合票据、中小企业集合债等金融产品的发行担保资质。截至2015年末，重庆进出口担保注册资本为26.4亿元人民币，资产总额为48.47亿元，净资产为31.92亿元，在保余额270亿元，融资性担保责任余额与同期净资产比例为8.46倍。

经联合资信评定，确定重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定，该评级结论反映了其偿还债务的能力强。重庆进出口担保对“16 文专项债/16 文专项” 提供无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于进一步提升“16 文专项债/16 文专项”的安全性。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 文专项债/16 文专项”的信用等级为 AA^{+}。

附件 1　公司股权结构及组织机构图



附件 2　截至 2015 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
文登市妇幼保健院	4000.00	抵押	2015.12-2016.12	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
文登市自来水公司	4000.00	抵押	2015.10-2016.10	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
文登市园林绿化工程处	5000.00	抵押	2015.12-2016.12	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
文登市市政工程管理处	1950.00	抵押	2015.06-2016.06	正常
文登蓝创建设投资有限公司	40000.00	抵押	2014.04—2019.04	正常
文登蓝创建设投资有限公司	30000.00	保证	2015.07-2016.07	正常
南海土地储备中心	60000.00	抵押	2014.04—2016.04	正常
合计	**285900.00**			

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.07	3.41	2.70
资产总额(亿元)	65.55	89.30	99.83
所有者权益(亿元)	56.72	73.95	76.36
短期债务(亿元)	0.80	2.60	2.43
长期债务(亿元)	6.30	11.86	19.87
全部债务(亿元)	7.10	14.46	22.30
营业收入(亿元)	7.76	8.39	17.31
利润总额(亿元)	1.79	2.02	2.55
EBITDA(亿元)	2.07	2.39	4.02
经营性净现金流(亿元)	1.45	0.48	7.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.54	1.58	5.09
存货周转次数(次)	0.18	0.20	0.41
总资产周转次数(次)	0.12	0.11	0.18
现金收入比(%)	35.05	93.52	125.26
营业利润率(%)	5.70	5.70	4.86
总资本收益率(%)	3.24	2.70	2.44
净资产收益率(%)	3.16	2.73	3.15
长期债务资本化比率(%)	10.00	13.82	20.65
全部债务资本化比率(%)	11.13	16.35	22.60
资产负债率(%)	13.47	17.19	23.51
流动比率(%)	2519.58	2072.75	2376.81
速动比率(%)	998.80	969.42	1307.06
经营现金流动负债比(%)	57.18	13.88	201.73
全部债务/EBITDA(倍)	3.43	6.04	5.54

附件 4　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%

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 5 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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