信用等级公告

联合[2018]1352 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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“16 文专项债/16 文专项”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

文登金滩投资管理有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 文专项债/16 文专项	8.80 亿元	2023/3/21	AA+	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据：

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	2.70	9.41	9.24
资产总额(亿元)	99.83	129.04	133.67
所有者权益合计(亿元)	76.36	100.34	105.84
短期债务(亿元)	2.43	2.32	5.87
长期债务(亿元)	19.87	24.93	20.41
全部债务(亿元)	22.30	27.25	26.28
营业收入 (亿元)	17.31	23.35	17.95
利润总额 (亿元)	2.55	2.46	2.45
EBITDA(亿元)	4.02	4.68	6.54
经营性净现金流(亿元)	7.26	-20.39	-7.25
营业利润率(%)	4.86	5.86	4.25
净资产收益率(%)	3.15	2.34	2.31
资产负债率(%)	23.51	22.24	20.82
全部债务资本化比率(%)	22.60	21.36	19.89
流动比率(%)	2376.81	2657.77	1448.72
经营现金流动负债比(%)	201.73	-542.92	-97.88
全部债务/EBITDA(倍)	5.54	5.82	4.02
EBITDA 利息倍数（倍）	5.34	2.85	6.28

分析师

何光美　马玉丹　边　沁

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：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开发建设主体。跟踪期内，文登区经济稳定发展，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境；公司持续获得文登区政府在资本注入和补贴方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司其他应收款大幅增长对公司资金形成占用、资产流动性较弱、盈利能力弱化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，文登区政府给予公司的大力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”设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。“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全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定重庆进出口信用担保有限公司主体长期信用等级为AA+，其担保有效提升了“16文专项债/16文专项”本息偿还的安全性。

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

优势

1. 跟踪期内，威海市文登区经济稳定发展，财政实力不断增强，公司经营外部环境良好。
2. 跟踪期内，文登区政府在财政补贴、资金注入等方面持续给予公司支持。
3. 重庆进出口为“16 文专项债/16 文专项”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“16 文专项债/16 文专项”本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司账面价值18.09亿元土地资产划出，相关补偿尚未到位，其他应收款大幅增长，对资金占用明显，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司账面价值14.32亿元海域使用权尚未获得收益且摊销金额较大，公司盈利能力有所弱化。
3. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由文登金滩投资管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

文登金滩投资管理有限公司跟踪评级报告

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、企业基本情况

跟踪期内，文登金滩投资管理有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。截至 2017 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 70.00%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 30.00%股权。

截至 2017 年底，公司资产总额 133.67 亿元，所有者权益 105.84 亿元；2017 年公司实现营业收入 17.95 亿元，利润总额 2.45 亿元。

公司注册地址：文登市龙山路 66 号；法定代表人：邵本杰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券“16 文专项债/16 文专项”债券余额 8.80 亿元，债券详情参见下表。跟踪期内，“16 文专项债/16 文专项”已按时付息。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
16 文专项债/16 文专项	8.80 亿元	2023/3/21	3.97%

资料来源：联合资信整理

“16 文专项债/16 文专项”于 2016 年 3 月发行，期限为 7 年，发行金额 8.80 亿元，采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3~7 年，每年偿还 20%的本金。“16 文专项债/16 文专项”募资资金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 2017 年底，文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目具体情况如下所示：

表2 截至2017年底项目资金用途及完工进度

（单位：亿元）

项目名称	项目投资总额	完工进度	拟用募集资金额度	募投资金已投入额
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	16.12	74.00%	8.80	8.73

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行

为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进

供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等

专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 3　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发

布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

公司是威海市文登区重要的城市开发建设主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。

根据《2017 年文登区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年全年全区实现生产总值 829.70 亿元，按可比口径计算，同比增长 7.8%。三次产业结构调整为 7.58：45.93：46.49。

固定资产投资方面，2017 年全区固定资产投资总量持续增长，同比增长 12.30%，在规模以上固定资产投资中，第一产业完成投资 10.03 亿元，同比下降 37.12%，占总投资的比重 1.56%；第二产业完成投资 416.90 亿元，同比增长 28.27%，占总投资的比重 64.91%；第三产业完成投资 215.34 亿元，同比下降 6.77%，占总投资的比重为 33.53%。

贸易方面，2017 年全区社会消费品零售额累计达 379.74 亿元，比去年同期增加 35.60 亿元，同比增长 10.35%；2017 年城镇居民人均可支配收入 40457 元，同比增长 8.4%；农村居民人均可支配收入 20217 元，同比增长 7.9%。

从财政实力看，2017 年，文登区地方一般预算收入 51.69 亿元，同比增长 9.7%（2016 年为 49.52 亿元）；政府性基金预算收入 104.48 亿元，增长 4.5%。

政府债务方面，2017 年上级政府核定文登区政府债务限额 115.8 亿元，截至 2017 年底，文登区政府债务余额 107.83 亿元，其中一般债务 35.26 亿元、专项债务 72.57 亿元。截至 2017 年底，文登区政府债务率为 60.63%，债务负担整体可控。

总体看，跟踪期内，文登区经济稳定发展，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

六、基础素质分析

2017 年底，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。

公司作为文登区重要的城市开发建设主体，跟踪期内持续获得文登区政府的大力支持。2017 年，公司获得文登区财政局注入资本金 3.05 亿元，计入资本公积；获得文登区财政局给予的专项资金补贴 4.29 亿元，计入其他收益。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037108100040730S），截至2018年6月5日，公司本部无未结清的不良/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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，工程建设收入仍为公司营业收入的主要构成部分。2017 年，公司营业收入 17.95 亿元，同比下降 23.11%，主要系工程建设收入下降所致；公司综合毛利率 6.57%，同比下降 0.94 个百分点。

表 4 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	21.90	93.78	8.12	16.52	92.03	7.44
供水管网租赁收入	1.45	6.22	-1.62	1.43	7.97	-3.31
合 计	**23.35**	**100.00**	**7.51**	**17.95**	**100.00**	**6.57**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

工程建设

跟踪期内，公司工程建设业务模式未发生变化，主要包括签订协议、项目融资、建设及移交。首先，公司根据文登区城市基础设施建设的总体规划或文登区政府指示确定拟建项目及概算，针对项目单独签订完工后一次性移交协议；其次，公司根据每年项目建设资金需求向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，每年根据工程进度确认工程建设收入；最后，政府根据转让协议及实际造价对项目实施整体接受，调整转让价格和概算差额。转让价格一般为项目建设成本加成一定比例的管理费用。公司工程建设收入受当年完工基础设施转让价格影响较大，但总体符合协议规定。

2017 年，公司根据工程进度确认工程建设收入 16.52 亿元，系文登经济开发区地下综合管廊建设工程、圣经山及农村道路改建项目工程建设收入。同期，公司收到财政局支付工程款 16.52 亿元，回款情况良好。联合资信关注到，文登经济开发区地下综合管廊建设工程系“16 文专项债/16 文专项”的募投项目，原计划建成后由公司自持，通过租赁收入和管理费收入实现资金平衡，2016 年文登区政府将其纳入转让项目范围，公司由此累计结转该项目投入成本 12.20 亿元，并累计确认相关项目工程建设收入 13.05 亿元，未来，公司将不会取得与该项目有关的运营收入。

表 5 2016~2017 年公司工程建设项目明细（单位：亿元）

项目	2016 年			2017 年		
	投入成本	确认收入	实际回款	投入成本	确认收入	实际回款
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	9.31	9.87	9.87	2.89	3.15	3.15
农村道路改建	--	--	--	9.60	10.35	10.32
圣经山项目	4.51	4.93	4.93	2.80	3.02	3.01
文登区母猪河下游流域综合治理工程	4.22	4.83	4.83	--	--	--
米山水库	2.08	2.27	2.27	--	--	--
合计	**20.12**	**21.90**	**21.90**	**15.29**	**16.52**	**16.52**

资料来源：公司提供

2017 年底，公司在建项目为威海市文登技师学院职业人才实训基地建设项目和文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目，计划总投资 22.97 亿元，已完成投资 14.09 亿元，剩余 8.88 亿元计划在 2019 年底前全部投资完毕。

表6 截至2017年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划建设期间	项目类型	总投资金额	已投资金额
威海市文登技师学院职业人才实训基地建设项目	2016-2018	代建	6.85	2.14
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	2015-2018	代建	16.12	11.95
合计			**22.97**	**14.09**

资料来源：公司提供

公司未来着重于南海新区的基础设施建设，除此之外，公司还将对现有的重点市政设施进行改造升级，并对南海新区重要河流进行综合整治，计划投资规模大。

管网租赁

公司与文登区自来水公司（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，自 2015 年正式启租，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。

2017 年，公司实现供水管网租赁收入 1.43 亿元，同比下降 1.38%，无法覆盖管网折旧成本，该项业务毛利率持续倒挂。

总体看，跟踪期内，公司继续承担文登区的城市建设任务，项目回购业务具有持续性且现金回流情况良好；管网租赁业务收入相对稳定，但毛利率将继续倒挂，对公司盈利能力持续形成负面影响。未来，为了完善南海新区相关配套设施，公司对南海新区基础设施建设的投入将进一步加大，公司拟建项目投资规模大。

3. 未来发展

随着文登区经济发展及城市化进程的不断推进，文登区基础设施建设需求将继续保持旺盛态势，公司作为文登区重要的基础设施建设主体，未来发展具有持续性。但公司所承建的基建项目由文登区政府指派，可能影响公司未来经营的稳定性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年财务报告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。

2017年底，公司纳入合并范围内的子公司2家，较2016年底无变化，财务数据可比性强。

2017 年底，公司资产总额 133.67 亿元，所有者权益合计 105.84 亿元；2017 年公司实现营业收入 17.95 亿元，利润总额 2.45 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额为 133.67 亿元，同比增长 3.59%，其中流动资产占 80.30%，公司资产仍以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**99.84**	**77.37**	**107.33**	**80.3**
货币资金	9.41	7.29	9.24	6.91
其他应收款	29.71	23.02	61.66	46.13
存货	52.38	40.6	36.44	27.26
非流动资产	**29.2**	**22.63**	**26.34**	**19.7**
固定资产	12.26	9.5	10.79	8.07
无形资产	16.33	12.66	14.32	10.71
资产合计	**129.04**	**100.00**	**133.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 107.33 亿元，同比增长 7.51%，主要系其他应收款大幅增长所致。公司流动资产主要以货币资金、其他应收款和存货构成。

2017 年底，公司货币资金 9.24 亿元，同比变化不大，主要由银行存款构成，其中 7.03 亿元定期存款用于对外担保质押，使用受限，占比 76.10%，受限资金占比高。

2017 年底，公司其他应收款 61.66 亿元，同比大幅增长 107.57%，主要系①2017 年文登区政府收回公司位于文登南海新区滨海路北、香水河东的 39 宗出让土地，账面价值 18.09 亿元，对应补偿资金尚未到位，增加公司对文登区财政局的其他应收款②公司新增对威海庆文实业有限公司、文登市恒达建筑工程有限公司及文登市金泰建筑工程有限公

司往来款，上述公司实际控制人均系文登区政府投融资管理中心。公司其他应收款前 5 名金额合计 60.80 亿元，占比 98.61%，集中度高，应收单位系政府部门及其实际控制企业，对公司资金占用较严重。

表 8　公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	余额	账龄	占比
威海市文登区财政局	往来款	51.01	1 年以内；1~2 年	82.73
威海庆文实业有限公司	往来款	5.07	1 年以内	8.23
文登市恒达建筑工程有限公司	往来款	2.15	1 年以内	3.49
文登市金泰建筑工程有限公司	往来款	2.00	1 年以内	3.24
威海市南海开发区财政局	往来款	0.57	2~3 年；3~4 年	0.93
合计	--	**60.80**	--	**98.61**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 36.44 亿元，同比下降 30.45%，主要系划出土地资产所致。2017 年底，公司存货中开发成本 2.14 亿元，系代建项目文登技师学院职业人才实训基地建设项目成本归集；土地使用权 34.29 亿元，以商业住宅用地为主，暂无开发计划，其中 22.41 亿元用于借款抵押，占存货中土地使用权的 65.35%。

2017 年底，公司其他流动资产同比下降 100%，系公司赎回此前购买的理财产品并将待返还的土地增值税调入其他非流动资产所致。

2017 年底，公司非流动资产 26.34 亿元，同比下降 9.80 个百分点，主要系固定资产折旧和无形资产摊销所致。公司非流动资产中，固定资产 10.79 亿元，同比下降 11.39%，主要系供水管网折旧所致；公司无形资产为文登区国有资产管理局向公司无偿划入的开放式养殖用海域使用权，2017 年底为 14.32 亿元，同比下降 12.31%，系摊销所致。

跟踪期内，公司资产总额有所增长，以存货和其他应收款为主。存货中土地资产受限比例较高，公司其他应收款大幅增长，回收时间受政府支付效率影响存在较大不确定性，对资金占用明显，公司资产流动性较弱，整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 105.84 亿元，同比增长 5.48%，主要系文登区财政局注资和公司利润积累所致。公司所有者权益主要由资本公积（占 85.52%）和未分配利润（占 13.12%）构成。

2017 年底，公司资本公积 90.51 亿元，较上年底增长 3.49%，系文登区财政局注入货币资金 3.05 亿元所致。总体来看，跟踪期内受益于文登区政府支持，公司所有者权益有所增长，构成主要以资本公积为主，结构稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 27.83 亿元，同比下降 3.02 个百分点，其中非流动负债 73.38%，负债结构仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 7.41 亿元，较上年底增长 97.22%，主要由一年内到期的应付债券构成，其中应付“14 文金滩债”2.00 亿元、“15 文登小微债”3.87 亿元。

2017 年底，公司非流动负债为 20.42 亿元，同比下降 18.12%，主要为部分应付债券将于一年内到期调入流动负债所致。2017 年底，公司长期借款 2.00 亿元，均为应收账款质押借款。公司应付债券余额 18.41 亿元，系 10 亿元“14 文金滩”、7 亿元“15 文小微”和 8.8 亿元,“16 文专项债/16 文专项”经利息调整和部分转入流动负债后余额。

表 9　2016~2017 年公司有息债务情况

（单位：亿元、%）

债务负担	2016 年	2017 年
短期债务	2.32	5.87
长期债务	24.93	20.41

全部债务	27.25	26.28
资产负债率	22.24	20.82
全部债务资本化比率	21.36	19.89
长期债务资本化比率	19.90	16.17

资料来源：联合资信整理

2017 年底，公司全部债务 26.28 亿元，同比下降 3.56%，公司有息债务以长期债务为主；从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2016 年底有所下降，分别为 20.82%、19.89%和 16.17%。

总体看，跟踪期内，公司有息负债规模有所下降，债务负担处于较低水平。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 17.95 亿元，同比下降 23.11%，主要系工程建设收入下降所致；同期，公司营业成本 16.77 亿元，同比下降 22.35%；公司营业利润率 4.25%，同比下降 1.61 个百分点。

表 10　2016~2017 年公司收入及利润情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	23.35	17.95
政府补助	2.05	4.29
利润总额	2.46	2.45
营业利润率	5.86	4.25
净资产收益率	2.34	2.31
总资本收益率	3.13	2.64

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用 2.63 亿元，同比增长 174.79%，系 2016 年划入海域使用权本期摊销带动管理费用大幅增长所致。同期，公司期间费用占营业收入的比例提升 10.54 个百分点至 14.65%，公司期间费用对利润侵蚀严重。

2017 年，公司获得政府补助为 4.29 亿元，受益于此项支持，公司利润总额为 2.45 亿元，维持相对稳定。从主要盈利指标看，公司营业利润率为 4.25%，同比下降 1.61 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 2.64%和 2.31%，分别同比下降 0.49 和 0.03 个百分点。

跟踪期内，受工程建设项目进度影响，公司收入规模有所下降，供水管网租赁收入相对稳定，对公司收入起到补充作用；公司海域使用权尚未获得收益且摊销金额较大，公司盈利能力有所弱化，受益于政府支持，公司利润水平维持稳定。

5. 现金流分析

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量 23.74 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 19.38 亿元，主要是工程建设业务回款，同期公司现金收入比 107.91%，收入实现质量良好；公司收到其他与经营活动有关的现金 4.36 亿元，主要为政府补助。2017 年，公司经营活动现金流出量为 30.99 亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金 16.72 亿元，主要系工程建设业务投入支出；支付其他与经营活动有关的现金 13.83 亿元，主要系往来款拆借。2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，为-7.25 亿元。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 6.52 亿元，系上年投资理财产品赎回及收益；公司无投资活动现金流出；公司投资活动产生的现金流量净额为 6.52 亿元。2017 年，公司筹资活动前现金流量净额-0.73 亿元。

2017 年公司筹资活动现金流入 5.05 亿元，主要来自文登区财政局注入现金 3.05 亿元和取得长期借款 2.00 亿元。同期，筹资活动现金流出为 4.49 亿元，主要系偿还债务支付的现金。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额 0.56 亿元。

表 11　2016~2017 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	25.64	23.74
经营活动现金流出	46.03	30.99

经营活动产生的现金流量净额	-20.39	-7.25
投资活动产生的现金流量净额	-6.50	6.52
筹资活动产生的现金流量净额	28.58	0.56
现金收入比	100.97	107.91

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量良好，受工程建设业务投入及往来款拆出规模较大的影响，公司经营活动现金呈大幅净流出状态，未来随着在建拟建项目推进，公司存在较大外部融资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 1448.72%和 956.92%，分别同比下降 1209.04 个百分点和 306.31 百分点。公司经营现金流动负债比为-97.88%，经营净现金流对流动负债无保障能力。2017 年底，公司现金类资产为 9.24 亿元，相当于短期债务的 1.57 倍，但受限货币资金规模大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2017 年公司 EBITDA 为 6.54 亿元，同比增长 39.66%；全部债务/EBITDA 降至 4.02 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较上年有所提高。跟踪期内，公司长期偿债能力增强。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 2.00 亿元，已使用 2.00 亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 57.69 亿元，担保比率为 47.43%，担保比率较高。公司对外担保企业多为威海市及文登区内国有企业，目前经营情况均正常，其中担保额度较大的被担保人为威海市文登区水利建设开发有限公司、威海市文登区蓝海投资开发有限公司及威海市文登区城市资产经营有限公司。总体看，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司于 2016 年 3 月发行“16 文专项债/16 文专项”，发行额为 8.80 亿元，采用固定利率，并附本金分期偿还条款，从第三个计息年度开始每年分别偿还本金的 20%。2017 年底，“16 文专项债/16 文专项”债券余额 8.80 亿元。政府已回购募投项目，“16 文专项债/16 文专项”后续偿债资金主要来源于公司自身经营收益。2017，公司经营活动现金净流量为-7.25 亿元，对“16 文专项债/16 文专项”本金偿还不具保障能力；公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 6.54 亿元和 23.74 亿元，为“16 文专项债/16 文专项”债券余额的 0.74 倍和 2.70 倍，为分期偿付单年金额（1.76 亿元）的 3.72 倍和 13.49 倍。公司 EBITDA 对“16 文专项债/16 文专项”债券余额的保证能力较弱，对分期偿付本金的保证能力较好；经营活动现金流入量对“16 文专项债/16 文专项”债券余额及分期偿付本金的保障能力均较好。

总体看，公司经营活动现金流入量对“16 文专项债/16 文专项”债券余额保障能力较好，“16 文专项债/16 文专项”设置本金分期偿付条款，有助于降低公司集中兑付压力，考虑到文登区政府的大力支持，公司对存续期债券本息的偿还能力强。

“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”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

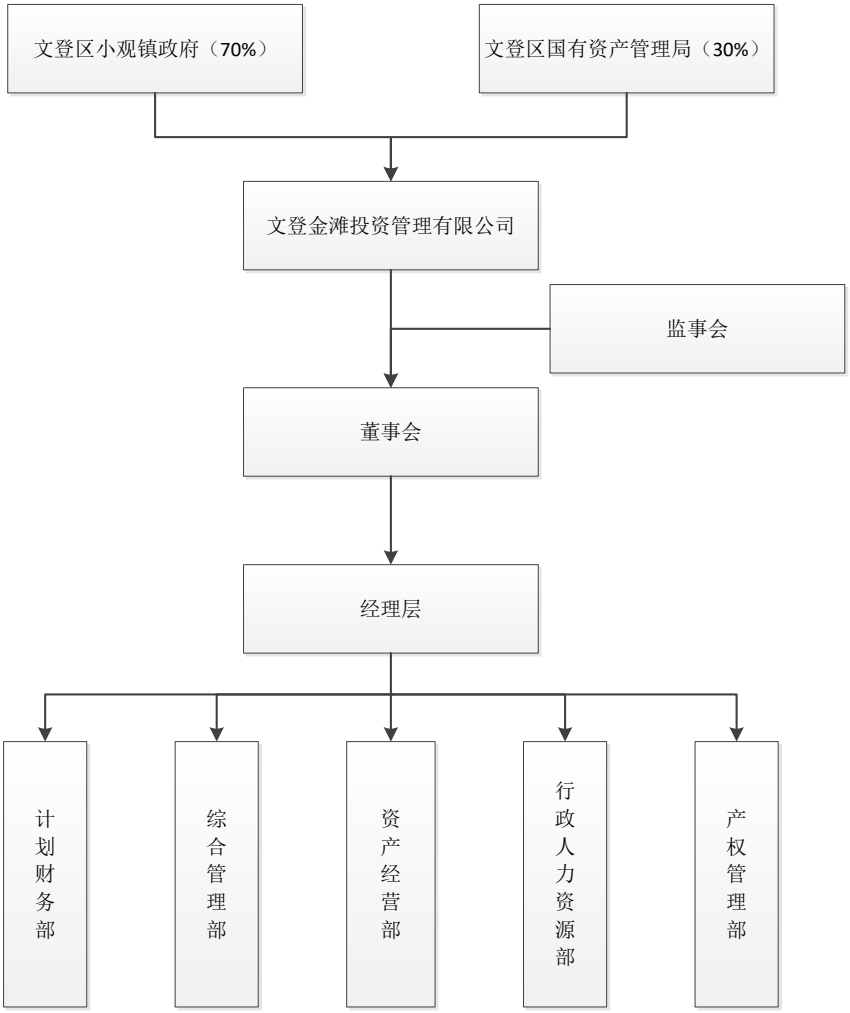
经联合资信评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，其担保能有效提升“16 文专项债/16 文专项”的本息偿付安全性。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 文专项债/16 文专

项”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构及组织机构图



附件 2　截至 2017 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	担保到期日
威海文盛石材有限公司	6400.00	抵押	2018.3.6
威海市文登区自来水公司	6100.00	抵押	2018.2.2
威海市文登区水利建设开发有限公司	175000.00	保证	2036.2.25
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	30000.00	抵押	2022.5.17
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	75000.00	抵押	2035.6.25
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	20000.00	抵押	2019.5.23
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	25000.00	抵押	2019.5.23
威海市文登区妇幼保健院	5000.00	抵押	2018.6.22
威海市文登区城市资产经营有限公司	50000.00	保证	2019.6.28
威海市文登区城市资产经营有限公司	20000.00	保证	2018.1.12
威海市文登区城市资产经营有限公司	70000.00	质押	2021.1.18
威海市文登区城市资产经营有限公司	50000.00	保证	2020.10.30
威海市文登区城市资产经营有限公司	20000.00	抵押	2020.3.20
威海蓝创建设投资有限公司	2950.00	抵押	2019.8.14
威海汇昌建设发展有限公司	21400.00	保证	2026.12.11
合计	**576850.00**	--	--

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.70	9.41	9.24
资产总额(亿元)	99.83	129.04	133.67
所有者权益(亿元)	76.36	100.34	105.84
短期债务(亿元)	2.43	2.32	5.87
长期债务(亿元)	19.87	24.93	20.41
全部债务(亿元)	22.30	27.25	26.28
营业收入(亿元)	17.31	23.35	17.95
利润总额(亿元)	2.55	2.46	2.45
EBITDA(亿元)	4.02	4.68	6.54
经营性净现金流(亿元)	7.26	-20.39	-7.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.09	19.24	29.59
存货周转次数(次)	0.41	0.48	0.38
总资产周转次数(次)	0.18	0.20	0.14
现金收入比(%)	125.26	100.97	107.91
营业利润率(%)	4.86	5.86	4.25
总资本收益率(%)	2.50	3.13	2.64
净资产收益率(%)	3.15	2.34	2.31
长期债务资本化比率(%)	20.65	19.90	16.17
全部债务资本化比率(%)	22.60	21.36	19.89
资产负债率(%)	23.51	22.24	20.82
流动比率(%)	2376.81	2657.77	1448.72
速动比率(%)	1307.06	1263.22	956.92
经营现金流动负债比(%)	201.73	-542.92	-97.88
全部债务/EBITDA(倍)	5.54	5.82	4.02

附件 4　主要财务指标的计算公式（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 重庆进出口信用担保有限公司 2017 年主体长期信用评级报告

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 6-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。