

信用等级公告

联合[2018] 1355 号

联合资信评估有限公司通过对威海市文登区蓝海投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持威海市文登区蓝海投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，“16文蓝海”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



威海市文登区蓝海投资开发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文蓝海	15亿元	2023/10/26	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)	4.65	12.36	21.53
资产总额(亿元)	114.74	231.99	359.25
所有者权益(亿元)	75.89	150.26	235.31
短期债务(亿元)	10.87	6.14	16.28
长期债务(亿元)	20.05	68.81	102.55
全部债务(亿元)	30.92	74.95	118.83
营业收入(亿元)	23.75	31.47	27.58
利润总额(亿元)	1.87	2.53	3.25
EBITDA(亿元)	3.72	5.73	10.15
经营性净现金流(亿元)	-10.41	-30.05	-41.37
营业利润率(%)	1.40	2.63	6.20
净资产收益率(%)	2.54	1.75	1.37
资产负债率(%)	33.86	35.23	34.50
全部债务资本化比率(%)	28.95	33.28	33.55
流动比率(%)	273.35	1048.34	799.74
经营现金流流动负债比(%)	-64.19	-290.50	-193.38
全部债务/EBITDA(倍)	8.32	13.07	11.71
EBITDA利息倍数(倍)	3.99	3.09	2.66

注: 长期应付款已调整至长期债务。

分析师

金 晔 张建飞

电邮: 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

威海市文登区蓝海投资开发有限公司(以下简称“公司”)作为威海市文登区重要的基础设施建设及运营主体,在经营环境、外部支持等方面具备显著优势。跟踪期内,受政府划拨海域使用权及资本金注入影响,公司权益规模大幅增长;同时联合资信也关注到,跟踪期内,公司盈利能力弱,对政府补贴依赖性强;公司其他应收款对资金有一定占用;公司在建工程规模较大,未来面临一定融资压力等因素给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经营提供了良好的外部环境,政府的长期稳定的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文蓝海”设置了分期偿付条款,有助于降低其集中偿付压力。“16文蓝海”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,并由重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保”)提供分保,联合资信评定重庆进出口担保和兴农担保长期主体信用等级为AA⁺,其担保显著提升“16文蓝海”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,“16文蓝海”的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,威海市文登区经济平稳发展,政府财政实力不断增强,公司经营外部环境良好。
- 跟踪期内,文登区政府对公司注入海域使用权,并持续在项目资本金和专项补贴款方面给予支持。
- 跟踪期内,公司获得股东划拨的威海文毓建设有限公司,能够为公司形成有益的收

入补充。

关注

1. 公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。
2. 跟踪期内，因基础设施项目不断推进，公司债务规模增长快。
3. 公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用。
4. 公司在建项目投资规模较大，未来面临较大融资压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由威海市文登区蓝海投资开发有限公司（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。

威海市文登区蓝海投资开发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威海市文登区蓝海投资开发有限公司主体长期信用及“16文蓝海”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区国有资产管理局（以下简称“文登国资局”）全资子公司。跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2017年底，公司实收资本和注册资本均为50000.00万元。

截至2017年底，公司资产总额359.25亿元，所有者权益235.31亿元（含少数股东权益1.52万元）；2017年公司实现营业收入27.58亿元，利润总额3.25亿元。

公司注册地址：山东省威海市文登区天福办文山路107-1号；法定代表人：丛民。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年底，联合资信所评“16文蓝海”尚需偿还债券余额15.00亿元。跟踪期内，“16文蓝海”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	到期日	票面利率
16文蓝海	15 亿元	2023/10/26	3.64%

资料来源：联合资信整理

存续债券募集资金全部用于威海市文登区安置房建设项目，募集资金已按计划全部使用完毕。截至2017年底，安置房项目已完成投资28.36亿元，项目计划于2018年6月完工。

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、行业与区域经济

1. 基础设施建设行业

(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 2 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。

资料来源：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。

2. 区域经济

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，威海市文登区地方一般公共预算收入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年上级政府核定威海市文登区政府债务限额115.8亿元，截至2017年底，威海市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，威海市文登区政府债务率为60.63%，债务负担整体可控。

整体看，文登区一般公共预算收入稳定增长，整体债务负担可控，为公司发展提供良好外部环境。

六、基础素质分析

公司主要负责文登区南海新区基础设施建设和城镇化建设。根据2011年1月国务院正式批复的《山东半岛蓝色经济区发展规划》，威海南海新区被确定为重点建设的三大海洋

经济新区之一，将成为国家海洋发展战略和区域协调发展战略的重要组成部分

公司业务和收入来源于文登区政府，受文登区经济发展和财力影响较大。跟踪期内，为夯实公司基础并保证公司顺利完成参与的基础设施建设，文登区财政局为公司注入资本金合计79.35亿元和17宗海域使用权，计入资本公积；根据相关文件，文登区财政局于2017年向公司拨付6.53亿元的专项资金补贴，全部计入其他收益；文登区国资局将威海文毓建设有限公司划转至公司，未来，威海文毓建设有限公司将承担地区基础设施建设工作。

根据企业信用报告（自主查询版，机构信用代码为G1037108100079480J），截至2018年4月8日，公司在山东文登农村商业银行股份有限公司的两笔关注类已结清借款共6400万元，因属借新还旧而归入关注类。经合作联社说明，该借款能按时归还贷款利息，应属正常类借款。公司无未结清不良贷款。

七、管理分析

跟踪期内，因工作需要，公司法人代表、总理由王东青先生变更为丛民先生。丛民先生于1970年12月出生，1993年7月参加工作，毕业于青岛建筑工程学院建筑工程系工业与民用建筑专业。曾担任威海市文登区建筑工程质量监督站站长、住房和城乡建设局党委委员及威海市文登区住房和城乡建设局党委委员、副局长。上述人员变更对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年公司实现营业收入27.58亿元，同比下降12.39%；其中，工程建设管理收入仍为公司主要收入来源，占全部营业收入的47.68%；跟踪期内，因公司前期承接文登区部分基础设施建设项目完工并确认收入。2017

年实现收入 12.39 亿元，占全部营业收入的 44.92%，成为公司又一重要的收入来源，该板

块业务毛利率较高，带动了整体毛利率的提升。

表 2 2016~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设管理	295089.91	93.76	4.61	131482.81	47.68	4.09
基础设施建设收入	--	--	--	123885.91	44.92	12.20
租金收入	19655.56	6.24	7.19	19333.33	7.01	5.64
其他	--	--	--	1061.73	0.39	100.00
合计	314745.46	100.00	4.58	275763.78	100.00	8.21

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 工程建设管理

跟踪期内，公司工程建设管理业务模式未发生变化。

公司为文登区其他基础设施建设主体承担基础设施建设业务。公司承接项目后将绝大部分施工项目通过分包形式分包给专业施工公司，公司主要提供施工、验收过程的协调、管理服务。工程建设资金来源于其他基础设施建设主体支付的工程款。在收入确认上，公司每年按照当年工程建设管理项目完工量的 105% 确认为营业收入。施工过程中业主根据工程进度支付给公司工程款。每年年底文登区财政局将当年工程完工量的 5% 作为工程建设管理费支付给公司。

2017 年公司确认工程建设管理收入为 13.15 亿元，来自于米山水库综合治理一标段、米山水库综合流域治理二标段和农村道路改建一期项目，已全部回款。跟踪期内，公司新开工项目较少，公司正在调整业务板块，未来该板块收入或将有所下降。

(2) 基础设施建设

公司作为文登区基础设施项目建设投融资主体承接文登区部分基础设施建设项目。该种业务模式下，公司基础设施建设业务由本部负责，项目资金主要来源于公司自有资金与外部融资。公司获得立项审批的基础设施项目，

与文登区人民政府或财政局签署协议，并按协议约定按照投资成本加成 10%~15% 与公司进行结算。结算款项确认为基础设施建设收入，同时结转相应成本。2017 年，金花河流域综合治理工程和部分威海南海新区整体城镇化建设（一期工程）项目完工，分别确认收入 5.29 亿元和 7.10 亿元，已全部回款。威海南海新区整体城镇化建设（一期工程）项目系对南海新区进行平整土地并进行“七通一平”工程、在威海南海新区商务区为主体区域实施区间道路建设工程和在威海南海新区实施西线供水工程（威海南海新区规划区建设安置房暂未开始施工）。根据可研报告，项目总投资 34.30 亿元。项目已于 2015 年开工，截至 2017 年底完成投资 30.05 亿元，2018 年预计投资 4.25 亿元。

农村人居环境整治工程一期项目系对文登区周边乡镇的道路及配套设施改造工程，总投资 90.90 亿元，公司已完成投资 15.56 亿元。该项目投资较大，联合资信将持续关注未来收入确认情况。

公司承担文登区棚户区改造项目建设。公司棚户区改造以政府购买模式进行。在该模式下，棚户区改造总投资 35.78 亿元，截至 2017 年底，公司已完成投资 28.20 亿元。

公司承担文登区安置房建设，通过对安置房出售及配套车位出租平衡资金。公司目前正在建的安置房主要包括安置房项目 16 及安置房

项目17,分别为“16文蓝海”、“16文蓝01”和“17文蓝01”的募投项目。安置房项目16总投资30.03亿元,预计项目能够产生收入38.65亿元。截至2017年底,安置房项目16已完成投资28.36亿元,项目目前正在施工阶段,预计2018年6月完工。安置房项目17总投资35.21亿元,预计项目自身收入49.21亿元。截至2017年底,安置房项目17已完成投资10.50亿元,项目目前正在施工阶段,预计2018年底完工。

表3 公司主要基础设施项目建设情况
(单位:亿元)

项目名称	总投资	截至2017年底已投资额	2018年计划投资
棚改项目	35.78	28.20	7.57
威海南海新区整体城镇化建设(一期工程)项目	34.30	30.05	4.25
农村人居环境整治工程一期	90.90	15.56	20.00
安置房项目16	30.03	28.36	1.66
安置房项目17	35.21	10.50	24.71
合计	226.21	112.67	58.19

资料来源:公司提供

截至2017年底,公司主要在建基础设施建设项目总投资合计226.21亿元,已完成投资112.67亿元。总体看,公司在建工程规模较大,未来面临较大融资压力。

(3) 海域出租

2016年起,公司对外进行海域出租。出租对象分别为威海市泽头镇水产育苗场、文登市泽头镇水产养殖一场和文登市泽头镇养虾场,出租海域分别为贝类筏式开放式养殖用海。2017年公司确认海域出让收入1.93亿元。未来,公司能够获取稳定的租金收入,对主营业务形成有益补充,但出租对象为国有企业,毛利率水平较低。2017年公司有17宗海域使用权划入,尚未进行出租,未来,该部分海域使用权的出租或将对该板块收入带来积极影响。

3. 未来发展

未来,公司将逐步增加市场化收入规模。威海文毓建设有限公司具有施工资质,未来能够增加公司市场化施工收入规模;山东省文登整骨康复养生有限公司的划入标志着公司未来将向康养业务方向有所延伸。总体看,公司未来将要打造成多版块、市场化经营公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度合并财务报告,中勤万信会计师事务所对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年,公司合并范围内新增3家子公司。跟踪期内公司报表合并范围有一定变化,财务数据进行部分调整但可比性较强。

截至2017年底,公司资产总额359.25亿元,所有者权益合计235.31亿元(少数股东权益1.52万元)。2017年公司实现营业收入27.58亿元,利润总额3.25亿元。

2. 资产质量

2017年底,公司资产总额359.25亿元,较2016年底增长54.86%,主要系公司基础设施项目投资增加带动存货增加和海域使用权划入带动无形资产大幅增长所致。

表4 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	108.46	46.75	171.09	47.62
存货	54.47	23.48	93.11	25.92
其他应收款	41.10	17.72	53.41	14.87
非流动资产	123.53	53.25	188.16	52.38
无形资产	110.45	47.61	170.96	47.59
资产合计	231.99	100.00	359.25	100.00

资料来源:公司审计报告

流动资产

2017年底,公司流动资产总计171.09亿元,同比增长57.75%。主要系公司基础设施项

目投资增加带动存货大幅增长所致。2017 年底公司流动资产以存货和其他应收款为主。

2017 年底，货币资金合计 21.53 亿元，其中 6.00 亿元资金为开具银行承兑汇票形成的保证金，使用受限。2017 年底货币资金以银行存款为主，占比为 72.13%。

2017 年底，公司其他应收款为 53.41 亿元，较 2016 年底增长 29.94%，主要系对威海庆文实业有限公司的 20.60 亿元往来款所致，该公司实际控制人为威海市文登区政府投融资管理中心。其他重要欠款单位主要包括文登区财政局、威海安华建筑工程有限公司、文登市金泰建筑工程有限公司。其他应收款账龄主要集中在 3 年以内。公司其他应收款金额较大，对公司的资金形成一定占用，欠款单位为国有企业、政府部门和建筑施工方，回收风险可控。

2017 年底，公司存货为 93.11 亿元，较 2016 年底增长 70.93%，主要系 2017 年新增安置房项目和农村人居环境整治工程一期项目所致。2017 年底，公司存货主要由棚改项目、安置房项目和农村人居环境整治工程一期构成。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产为 188.16 亿元，较 2016 年底增长 52.32%，主要系文登区国有资产管理局无偿划拨 17 宗海域至公司本部和子公司威海泰赫投资有限公司及公司购置土地所致。非流动资产以在建工程和无形资产为主。

2017 年底，公司在建工程 14.36 亿元，较 2016 年底增长 17.36%，主要系整体城镇化建设项目投资增加所致。在建工程全部为整体城镇化项目的账面余额，其中包含 0.52 亿元资本化利息。

2017 年底，公司无形资产为 170.96 亿元，较 2016 年增加 60.51 亿元，主要系土地使用权和海域使用权的增加。土地使用权增加系公司购买土地使用权所致，跟踪期内增加 64.33 亿元。海域使用权增加为威海市文登区国有资产管理局分别无偿划入公司本部和子公司威海

泰赫投资有限公司 10 宗和 7 宗海域，以评估价值入账，评估金额合计为 11.02 亿元。2017 年底累计摊销 10.54 亿元。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 35.75 亿元，主要为货币资金及无形资产。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产中存货及无形资产占比高，且无形资产中海域使用权和水库使用权为主，其他应收款对资金占用明显，公司资产质量一般，流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益为 235.31 亿元，较 2016 年底增长 56.61%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益以资本公积为主，2017 年占比为 93.41%。

2017 年底，公司资本公积为 219.81 亿元，较 2016 年底增长 81.82 亿元，新增部分包括威海市文登区财政局对公司的资本金投入和威海市文登区国有资产管理局无偿划入的 17 宗海域使用权。

总体来看，公司所有者权益增长较快，稳定性较好，但权益质量较差。

负债

随着基础设施建设投入，公司加大融资规模，2017 年公司负债总体快速增长，规模为 123.94 亿元，较 2016 年底增长 51.64%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致。公司负债结构以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债合计为 21.39 亿元，较 2016 年底增长 106.79%，主要系一年内到期非流动负债增长所致。2017 年底，公司流动负债以短期借款（占 13.32%）、应付票据（占 28.05%）、其他应付款（占 14.57%）和一年内到期的非流动负债（占 34.75%）为主。

2017 年底，公司短期借款为 2.85 亿元。公司短期借款为保证借款和抵押借款，保证借款由威海市文登区城市资产经营有限公司作为保证人；抵押借款以公司土地使用权进行抵押。

2017年底,公司部分长期借款和长期应付款将于一年以内到期,导致一年内到期的非流动负债快速增长至7.43亿元。

2017年底,公司非流动负债合计为102.55亿元,较上年底增长43.64%,主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。2017年底,公司非流动负债由长期借款(占42.39%)、应付债券(占45.83%)和长期应付款(占11.77%)构成。

2017年底,公司长期借款为43.47亿元,较上年底增长49.90%,主要是保证借款大幅增加所致。公司长期借款主要系为基础设施建设项目贷款,贷款期限较长,偿还时间在2020年~2030年之间。

2017年底,公司应付债券为47.00亿元,较2016年新增17.00亿元债券,系公司于2017年发行“17文蓝01”。

2017年底,公司长期应付款为12.07亿元,较2016年底增长23.13%。公司长期应付款全部为由威海市财金资产运营有限公司转贷的棚户区改造资金,联合资信将其视为有息债务。

从有息债务来看,2017年底公司全部债务为118.83亿元,较2016年底增长58.56%,系长期债务快速增加所致。因所有者权益增长较快,2017年底,公司资产负债率和长期债务资本化比率较2016年底均有所下降,分别为34.50%和30.35%,全部债务资本化率较2016年略有上升,为33.55%。从债务期限来看,公司2018年需偿还债务规模较大,2019~2020年债务需偿还债务规模较小,债务期限结构较为合理。

表5 公司债务构成情况

(单位:亿元、%)

科目名称	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期债务	6.14	8.19	16.28	13.70
长期债务	68.81	91.81	102.55	86.30
合计	74.95	100.00	118.83	100.00

资料来源:公司审计报告

跟踪期内,公司有息债务规模和所有者权益均大幅增长,债务负担基本稳定,仍处于较低水平。

4. 盈利能力

2017年公司实现营业收入27.58亿元,同比下降12.39%,主要系公司工程建设管理收入下降所致。2017年公司营业利润率为6.20%,较2016年有一定程度提升,主要系新增毛利率水平较高的基础设施建设收入所致。

跟踪期内,公司未产生销售费用,期间费用仍由管理费用和财务费用构成。2017年期间费用为5.03亿元,较2016年大幅增长,主要系管理费用增加所致。

2017年,公司收到专项资金补贴6.53亿元,较2016年有所上升,政府补助较上年增长79.36%,2017年公司实现利润总额3.25亿元,专项资金补贴对公司利润增长贡献大。

表6 2016~2017年公司收入及盈利情况

(单位:亿元)

名称	2016年	2017年
营业收入	31.47	27.58
其他收益	--	6.53
营业利润	-1.11	3.25
营业外收入	3.64	--
利润总额	2.53	3.25
营业利润率	2.63	6.20
总资本收益率	1.52	1.09
净资产收益率	1.75	1.37

资料来源:公司审计报告

注:部分数据差异系由数据四舍五入造成

从盈利指标看,由于2017年公司净资产规模快速增长,公司同期总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势。2017年,公司净资产收益率为1.37%;总资本收益率为1.09%。公司盈利能力较弱,政府补贴对利润贡献大。

5. 现金流

经营活动现金流方面,2017年公司销售商

品、提供劳务收到的现金为 26.43 亿元,较 2016 年下降 16.48%,主要系工程建设管理收入下降所致。2017 年公司现金收入比为 95.85%, 同比略有下降。2017 年公司收到其他与经营活动有关的现金 41.53 亿元,较 2016 年大幅上升,主要系收到的往来款和政府补贴较上年上升所致。2017 年公司经营活动现金流出仍以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 56.76 亿元,与 2016 年相比变化不大;公司支付其他与经营活动有关的现金 52.12 亿元,同比增长 59.10%,主要系往来款支付增加所致。2017 年公司经营活动现金净流出规模扩大,为-41.37 亿元。

投资活动现金流方面,2017 年公司因购买土地使用权支付的现金大幅增长,投资活动净现金流为-68.65 亿元。2017 年,公司筹资活动现金流入主要系收到其他与筹资活动有关的现金 79.59 亿元,主要系公司收到的资本金及补贴。2017 年度偿付利息支付的现金大幅上升,同比增长 162.10%,主要系公司债务增加,利息偿付增加所致。2017 年公司筹资活动现金流净额为 116.19 亿元

公司承担城市基础设施建设工作的需要,项目投资现金流出量较大,对文登区财政资金及外部融资依赖性强。未来公司投资项目较多,存在较大对外融资需求。

表 7 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	58.38	67.97
经营活动现金流出量	88.44	109.34
经营活动产生的现金流量净额	-30.05	-41.37
投资活动产生的现金流量净额	-4.79	-68.65
筹资活动产生的现金流量净额	42.56	116.19
现金收入比	100.56	95.85
经营现金流动负债比率	-290.50	-193.38

资料来源:公司审计报告

注:部分数据差异系由数据四舍五入造成

6. 偿债能力

从短期偿债能力看,2017 年底,由于公司流动负债增长较快,公司流动比率和速动比率较 2016 年底均有所下降,分别为 799.74%和 364.53%。2017 年公司经营性现金流量净额为负,对短期债务无保障能力。跟踪期内短期债务增长较快,公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力来看,2017 年公司 EBITDA 为 10.15 亿元,较 2016 年大幅增长,EBITDA 利息倍数快速下降,为 2.66 倍。受 EBITDA 增长影响,全部债务/EBITDA 有所下降,2017 年为 11.71 倍。长期偿债能力有所提升。

截至 2017 年底,公司对外担保余额 16.81 亿元,担保比率为 7.14%。被担保对象为威海市文登区自来水公司、威海市文登区城市资产经营有限公司、文登热电厂和文登市园林绿化工程处,均属国有单位。公司对外担保额度小,或有负债风险可控。

2017 年底,公司共获得银行授信 59.40 亿元,已使用 56.20 亿元。公司间接融资渠道仍需拓宽。

十、存续期内债券偿债能力分析

2017 年,公司 EBITDA 为 10.15 亿元,为“16 文蓝海”债券余额的 0.68 倍,对债券本金覆盖

能力较弱；2017年，公司经营活动现金流入量为67.97亿元，为“16文蓝海”债券余额的4.53倍，对债券本金覆盖能力较强；公司经营活动现金流量净额为负，对债券无保障能力。

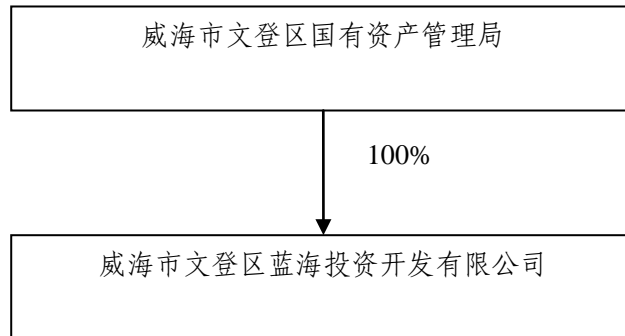
“16文蓝海”期限为7年，公司自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.00亿元）计算，2017年EBITDA为每年偿付本金的3.38倍，经营活动现金流入量为每年偿付本金的22.66倍；经营活动现金流入量对债券每年偿付本金的覆盖程度较高。总体看，分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

同时“16文蓝海”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，在“16文蓝海”存续期及其到期之日两年内，如公司不能按期兑付本金及到期利息，重庆进出口信用担保有限公司保证将债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用划入债券登记托管机构或主承销商指定账户；另外，重庆兴农融资担保集团有限公司同意按照《分保合同》约定的条件和比例为重庆进出口信用担保有限公司在其《担保函》项下承担的担保责任提供分保服务。经联合资信评定，重庆进出口信用担保有限公司与重庆兴农融资担保集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，其担保显著提升了“16文蓝海”的安全性，到期不能偿付的风险很低。

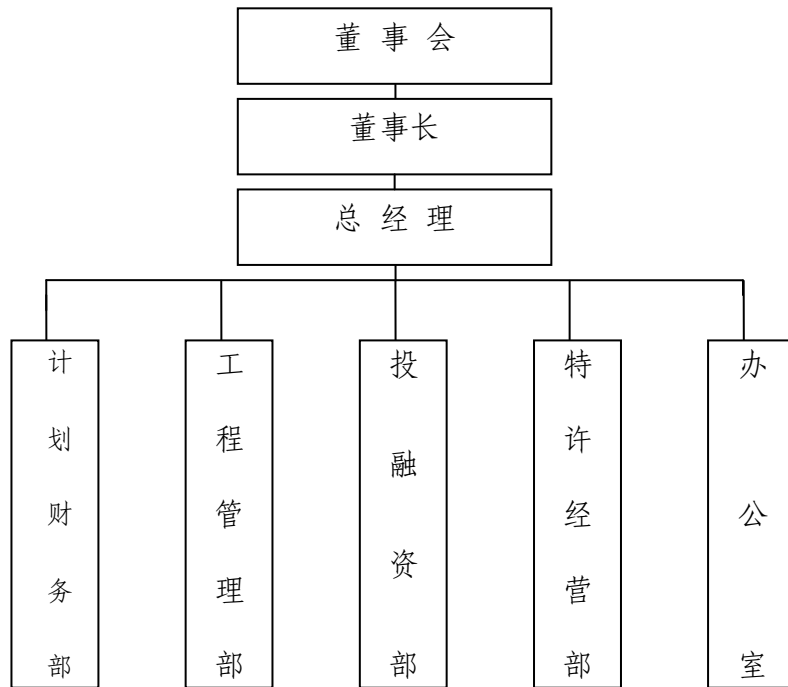
十一、结论

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文蓝海”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件1-3 2017年底公司合并范围内子公司持股比例情况

单位名称	注册资本	注册地	持股比例	经营范围
威海泰赫投资有限公司	10000 万元	威海市	100.00%	基础设施建设等
山东省文登整骨康复养生有限公司	26000 万元	威海市	51.00%	养老服务、保健康复服务等
威海文毓新动能发展有限公司	5000 万元	威海市	100.00%	科技企业孵化、项目投资等
威海文毓建设有限公司	10000 万元	威海市	100.00%	工程建设等

附件 2 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)	4.65	12.36	21.53
资产总额(亿元)	114.74	231.99	359.25
所有者权益(亿元)	75.89	150.26	235.31
短期债务(亿元)	10.87	6.14	16.28
长期债务(亿元)	20.05	68.81	102.55
全部债务(亿元)	30.92	74.95	118.83
营业收入(亿元)	23.75	31.47	27.58
利润总额(亿元)	1.87	2.53	3.25
EBITDA(亿元)	3.72	5.73	10.15
经营性净现金流(亿元)	-10.41	-30.05	-41.37
财务指标			
销售债权周转次数(次)	23.75	--	233.30
存货周转次数(次)	4.28	0.93	0.34
总资产周转次数(次)	0.30	0.18	0.09
现金收入比(%)	100.71	100.56	95.85
营业利润率(%)	1.40	2.63	6.20
总资本收益率(%)	2.44	1.52	1.09
净资产收益率(%)	2.54	1.75	1.37
长期债务资本化比率(%)	20.90	31.41	30.35
全部债务资本化率(%)	28.95	33.28	33.55
资产负债率(%)	33.86	35.23	34.50
流动比率(%)	273.35	1048.34	799.74
速动比率(%)	212.08	521.84	364.53
经营现金流动负债比(%)	-64.19	-290.50	-193.38
全部债务/EBITDA(倍)	8.32	13.07	11.71
EBITDA 利息倍数(倍)	3.99	3.09	2.66

注：长期应付款已调整至长期债务

附件 3 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	
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%

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 4-1 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 4-2 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 4-3 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。