跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1884 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持威海市文登区城市资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11文登债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十九日

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

威海市文登区城市资产经营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
11 文登债	13 亿元	2011/3/1-2019/3/1	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	7.82	3.70	1.75
资产总额(亿元)	267.02	291.85	289.13
所有者权益(亿元)	207.38	216.02	214.30
短期债务(亿元)	10.26	13.44	7.81
全部债务(亿元)	55.51	70.21	68.52
主营业务收入(亿元)	24.16	24.63	26.18
利润总额(亿元)	3.04	3.87	4.29
EBITDA(亿元)	6.25	7.45	6.31
经营性净现金流(亿元)	-4.81	-21.46	-0.81
主营业务利润率(%)	17.36	19.63	17.71
净资产收益率(%)	1.47	1.79	2.00
资产负债率(%)	22.34	25.98	25.88
全部债务资本化比率(%)	21.11	24.53	24.23
流动比率(%)	1479.25	1162.74	1564.85
全部债务/EBITDA(倍)	8.89	9.43	10.85
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.37	3.96
经营现金流动负债比(%)	-33.44	-112.64	-5.75

分析师

李小建　赵起锋　刘 博
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

威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区政府基础设施建设及运营的重要主体，垄断优势突出，政府支持力度较大。2015年，文登区地方经济增速较快，一般预算收入平稳增长；政府给予公司的支持力度较大，回购和财政补贴资金为公司带来持续稳定的现金流入，公司收入规模进一步增长。公司债务规模小幅下降，整体债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，基金收入在地方财政收入中占比较大，稳定性有待观察，以及公司经营性净现金流持续为负等因素对公司经营带来的不利影响。

作为威海市文登区最大的基础设施建设及运营主体，未来随着代建项目和土地出让的稳步推进，公司营业收入和现金流情况有望得到提升。

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“11 文登债”AA 的信用等级。

优势

1. 2015 年文登区地方经济稳定增长，一般预算收入平稳增长，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府的财政补贴，并且回购资金到位及时，为公司带来持续稳定的现金流入。
3. 跟踪期内，公司主营业务收入稳步增长，整体经营发展稳定，债务总额较上年小幅下降，债务负担整体维持较低水平。
4. 公司经营性现金流入量对“11 文登债”覆盖能力较好。

关注

1. 2015年基金收入在地方财政收入中占比较大，文登区综合财力稳定性有待观察。
2. 公司代建支出以及往来款规模较大，公司

经营净现金流出规模持续加大。

3. 公司担保比率较高，且被担保单位相对分散，存在一定或有负债风险。

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）与威海市文登区城市资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与威海市文登区城市资产经营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，未因威海市文登区城市资产经营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威海市文登区城市资产经营有限公司提供，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威海市文登区城市资产经营有限公司主体长期信用及 “11 文登债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

威海市文登区城市资产经营有限公司（下称“公司”）是根据文登市[1]人民政府办公室《关于组建文登市城市资产经营有限公司的实施方案》（“文政办发[2003]47 号”），于 2003 年 6 月由文登市公有资产经营公司和文登市财政投资公司发起设立的有限责任公司，出资比例分别为 90%和 10%，公司初始注册资本 1 亿元。2012 年，公司增资 9 亿元，其中资本公积转增资本 7 亿元，货币资金增资 2 亿元。2014 年 10 月 22 日，文登市财政投资公司将持有的 1 亿元股权无偿划拨给威海市文登区公有资产经营公司，截至 2015 年底，公司注册资本 10 亿元，威海市文登区公有资产经营公司 100%持股，为公司唯一股东。

公司经营范围包括：受委托负责土地、基础设施、公用设施的资产经营；实施土地收购、储备、整理；以自有资产在法律、行政法规允许范围内对外投资；企业资产管理服务；对水利工程建设项目投资。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设办公室、财务部、投资部、综合部、工程部等 5 个部门。2014 年，根据文国资字【2014】46 号文件，原子公司威海文登石材有限公司无偿划转给威海市文登区国有资产管理局，于 2014 年 8 月 7 日完成股权变更。截至 2015 年底，公司合并范围内无子公司。

截至 2015 年底，公司资产总额 289.13 亿元，所有者权益 214.30 亿元；2015 年公司实现主营业务收入 26.18 亿元，利润总额 4.29 亿元。

公司注册地址：山东省威海市文登区峰山路 6 号；公司法定代表人：洪涛。

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

[1] 2014 年 1 月 25 日，根据国函【2014】13 号文，撤销文登市，设立威海市文登区。

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放松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，常住人口 65.7 万，户籍人口 58.2 万。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，占财政总收入的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

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，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10亿元，文登市公有资产经营公司持有公司 100%股权，该公司为威海市文登区财政局下属事业单位，实际控制人为文登区财政局。

2．企业竞争力

公司是文登区最大的基础设施建设投资主体，主要负责土地、基础设施、公用设施的资产经营，实施土地收购、储备、整理等业务，承担了全区和南海新区部分基础设施投资建设任务，在区域内具有垄断优势。

3．政府支持

2015年公司获得文登区政府财政补贴5.63亿元，计入利润表中的“补贴收入”项下，并在现金流量表中“收到的其他与经营活动有关的现金”项下反映，用于公司城市基础设施建设等。

作为文登区政府基础设施建设及运营主体，公司与文登区政府签订项目转让合同，由政府对公司完工项目进行回购。对于已经拨付资本金的项目，政府扣除资本金后对企业进行返还。2015年政府完成回购项目18.94亿元，且资金已实际到位。截至2015年底，公司存货中已完工代建项目62.60亿元，均为政府未支付资金的代建项目。

总体看，作为文登区政府下属从事基础设施建设及运营主体，公司能够获得较为稳定的资金支持，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9月，公司法定代表人及董事长变更为洪涛先生。洪涛先生，1988年生，本科学历，2009 年 7 月毕业于青岛远洋船员学院。2010年6月至2015年3月工作于山东省海丰国际货运报关有限公司烟台分公司。2015年4月至 2015 年 7 月，在威海市文登区蓝海投资开发有限公司工作。2015年9月至今任威海市文登区城市资产经营有限公司董事长。公司人事变更对公司的日常经营不产生影响。

七、经营分析

2015年公司实现主营业务收入26.18亿元，同比小幅增长6.30%，其中政府回购项目收入和土地转让收入分别占72.34%和23.37%，仍然为公司收入最主要来源；跟踪期内新增房租收入，来自2013年划入的政府办公大楼投入使用产生的租金收入。2015年无委托代建收入，主要系公司将委托代建收入并入政府回购项目收入中所致。

从毛利率看，政府回购项目毛利率同比下降1.16个百分点，主要系回购项目价格较低；土地转让业务毛利率下降11.24个百分点，主要受2015年度当地土地行情影响。房租收入因成本计入期间费用，故毛利率为100%。虽然回购项目收入和土地转让收入毛利率走低，但受益于新增房租收入毛利率高，公司整体毛利率由2014年的25.22%小幅下降至2015年的23.21%。

表 3　2014~2015 年公司收入构成（单位：万元，%）

收入构成	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
政府回购项目	84501.30	34.31	20.00	189413.54	72.34	18.84
土地转让	89921.24	36.51	34.32	61204.38	23.37	23.08
委托代建项目	70758.80	28.73	20.00			
房租收入				11232	4.29	100.00
其他	1139.62	0.46	19.45			
合计	**246320.96**	**100.00**	**25.22**	**261849.91**	**100**	**23.21**

资料来源：公司提供

土地转让收入为公司收入的重要组成部分。公司土地均为“招拍挂”所得，对于获得的土地，公司无土地平整投入，直接通过政府进行出让，土地出让金由文登区财政局全额返还给公司，公司最终收益由转让后土地出让返还构成。2015年公司出售土地554083平方米，全部为商住两用土地，出让价格为1104元/平方米。截至2015年底，公司拥有可供出售的土地约31482亩，跟踪期内无新增土地，土地资产账面价值合计118.66亿元，全部体现在存货项下。

公司发挥自身的融资能力获得信贷资金支持，并采用 BT（建设-移交）模式投资于城市基础设施项目建设。公司与文登区政府通过签订项目转让合同，待项目完工后，由文登区政府对项目进行回购，实现资金的周转。公司对政府回购项目按照实际发生成本确认主营业务成本，按照与政府协议规定，实际发生成本加上一定的利润率确认主营业务收入，在政府拨付款项后企业确认收入（计入“政府回购”或者“委托代建”收入）。在会计处理方面，公司尚未完工的基础设施建设项目计入在建工程；2011 年以前年度将已经完工但实际尚未支付回购资金的计入“其他应收款”，2011 年将已经完工但政府尚未实现回购的一部分计入“存货”，一部分计入“固定资产”。2012 年，公司将计入“固定资产”的代建项目结转至存货（金额为 24.28 亿元），同时将“其他应收款”中政府未支付回购资金的项目结转至“存货”（金额为 21.86 亿元）。2013 年以后，公司将尚未完工的基础设施建设项目计入“在建工程”，将已经完工但未回购的代建项目计入“存货”。

表 4　2015 年公司向政府移交的回购项目

（单位：万元）

项目名称	回购收入
南海土储项目	105837.69
南部沿海路网	66201.96
路网改造	17373.89
合计	**189413.54**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司无新开工的基础设施建设项目。截至 2015 年底，公司存货中已完工代建项目 62.60 亿元，为政府未回购项目，公司与政府签订协议，未来政府将逐年回购项目。2015 年政府完成回购的项目为南海土储项目、南部沿海路网和路网改造工程，总回购金额为 18.94 亿元（投资成本 15.37 亿元），体现为“政府回购项目”收入。截至 2015 年底，上述资金已全部到位，体现为“销售商品、接受劳务收到的现金”。

目前公司在建项目主要包括：香水河下游综合治理、抱龙河中上游、城区管网等，预计总投资 55.38 亿元，截至 2015 年底已投资 46.76 亿元，2016 年公司计划投资 8.18 亿元，短期内投资支出带来一定对外筹资压力。

表 5　公司在建项目构成（单位：亿元）

在建项目名称	总投资	截至 2015 年底已投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资
香水河下游综合治理	25.67	21.67	4.00	--
抱龙河中上游	4.15	3.97	0.18	--
城区管网	25.56	21.12	4.00	0.44
合计	**55.38**	**46.76**	**8.18**	**0.44**

资料来源：公司提供

综合看，跟踪期内，公司营业板块有所变动，土地转让收入有所下滑，政府给予大量稳定的回购款，主营业务收入持续增加，抗风险能力有所增强。

八、财务分析

公司提供的2013~2015年度财务报表已经中勤万信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2014年8月，公司将子公司威海文盛石材有限公司无偿转让给威海市文登区国有资产管理局（文国资字【2014】46号），威海文盛石材有限公司2014年1~7月份纳入合并范围，8月份以后不纳入合并。2015年7月成立子公司威海市文登区水利建设开发公司、威海市文登区交通建设开发有限公司，于8月划出，故2015年底合并范围较上年底没有变化，财务可比性强。

截至 2015 年底，公司资产总额 289.13 亿元，所有者权益 214.30 亿元；2015 年公司实现主营业务收入 26.18 亿元，利润总额 4.29 亿元。

1．盈利能力

2015 年公司实现主营业务收入 26.18 亿元，较 2014 年增长 6.30%，政府回购和土地转让为公司营业收入的主要来源。2015 年，主营业务成本 20.08 亿元，同比增长 9.02%，受此影响，主营业务利润率同比下降，2015 年为 17.71%。

2015 年公司期间费用为 5.98 亿元，较 2014 年增长 6.34%，主要为管理费用和财务费用。2015 年公司期间费用占主营业务收入的 22.86%，较 2014 年基本持平。总体来说，期间费用对利润的侵蚀作用明显，公司对期间费用的控制力有待提高。

2015 年公司营业利润为-1.35 亿元，较上年有所下降，在文登区政府给予的基础设施建设财政补贴收入的支持下，公司实现利润总额 4.29 亿元，较 2014 年增长 10.76%；2015 年公司获得文登区政府补贴收入 5.63 亿元，较 2014 年的 4.71 亿元进一步提升。

从盈利指标来看，受净利润增加影响，总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为1.52%和2.00%，较2014年上升0.17个和0.21个百分点。

总体看，跟踪期内公司主营业务收入持续增长，但管理费用和财务费用对利润侵蚀明显，利润总额仍主要依赖于政府财政补贴。

2．现金流及保障

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金26.18亿元，同比增长4.61%，主要为政府返还的土地出让金和回购项目返还款；收到的其他与经营活动有关的现金30.59亿元，主要为政府对公司的财政补贴和公司的业务往来款。2015年公司经营活动现金流入合计56.78亿元。2015年，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金18.45亿元，主要为公司代建项目支出。2015年，公司支付其他与经营活动有关的现金35.05亿元，主要为业务往来款。2015年公司经营活动表现为净流出，为-0.81亿元，流出较2014年大幅下滑，主要系代建项目支出大幅度减少所致。2015年公司现金收入比为100.00%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2015年公司没有实现投资活动现金流入；投资活动现金流出额为0.05亿元，为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入为17.07亿元，主要为银行借款收到的现金和收到的其他与筹资活动有关的现金（主要包括往来借款）；筹资活动现金流出为18.16亿元，主要为偿还借款、往来借款及利息支付的现金。2015年公司筹资活动净流出1.09亿元，主要系跟踪期内偿还债务金额大、往来借款较多导致。

总体看，跟踪期内，经营活动产生的现金流状况受项目开发进度、土地出让及回购款拨付影响较大，经营活动货币回笼增多，但公司经营活动现金流仍体现为净流出；随着公司代

建工程及土地转让项目的逐步推进，公司具有一定的对外筹资压力。

3．资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额289.13亿元，同比下降0.93%，主要系公司存货减少所致。跟踪期内，公司资产结构变化不大，流动资产和固定资产分别占比76.42%和23.55%，其余为少量长期股权投资。

截至2015年底，公司流动资产220.97亿元，同比下降0.27%，其中货币资金、其他应收款和存货分别占0.79%、16.97%和82.24%。货币资金1.75亿元，银行存款占比99.99%，其余为少量现金。

截至2015年底，公司其他应收款37.50亿元，同比增长97.49%，主要系往来借款增加；其中账龄在1年以内的占85.88%，账龄1-2年的占3.20%，其余账龄在2年以上，整体账龄较短，主要为公司与政府及其下属单位的往来借款和工程款，风险较小，公司按个别认定法计提坏账，本年度其他应收款期末余额无坏账风险。

表6　截至2015年底主要其他应收款明细

（单位：万元）

单位	金额	性质
文登市文登区财政局	137733.55	往来借款
文登市农村信用合作社	30000.00	往来借款
威海庆文实业有限公司	29200.03	往来借款
威海蓝创建设投资有限公司	25600.00	工程款
威海文盛石材公司	24000.00	往来借款
金泰建筑工程有限公司	21000.00	工程款
合计	**267533.58**	--

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货181.72亿元，同比下降8.63%，其中土地资产占65.30%，工程项目占34.45%，海域使用权占0.24%。截至2015年底，公司存货中土地资产合计118.66亿元，本年减少主要系子公司划出；公司已用于抵押的土地15588亩，价值77.8亿元，占土地总资产的65.57%。存货中工程项目合计62.60亿元，2015年由在建工程转入12.51亿元，政府回购完工项目结转成本15.37亿元。

截至2015年底，公司长期股权投资为对威海蓝海创业投资中心的投资，投资成本600万元，持股比例6%，较2014年无变化。

截至2015年底，公司固定资产原值22.90亿元，与2014年基本持平，主要为房屋及建筑物（占99.80%）。截至2015年底，共计提累计折旧1.55亿元，固定资产净值21.34亿元。

截至2015年底，公司在建工程46.76亿元，受完工结转影响，同比下降3.58%，主要为香水河下游综合治理（21.67亿元）、抱龙河中上游工程（3.97亿元）和城区管网（21.12亿元）。

跟踪期内，公司资产结构仍以流动资产为主，存货和固定资产占比较大，资产流动性一般。

负债

截至2015年底，公司负债总额74.83亿元，同比下降1.32%，系由于一年内到期的借款偿还所致。公司负债构成中流动负债占18.87%，非流动负债占81.13%，非流动负债占比进一步上升。

截至2015年底，公司流动负债14.12亿元，其中，一年内到期的长期负债7.81亿元（抵押借款4.57亿元、质押借款1.64亿元、信用借款0.11和保证借款0.10亿元）；应付债券由于“普惠-粤股交城资债1期001-150”的发行增加3亿元，公司存续期内债券为“11文登债”13亿元，“13文登债”5.60亿元和“14文登债”12亿元。

2015年，公司到期债务偿还使有息债务规模小幅下降，2015年底有息债务合计68.52亿元，其中短期债务7.81亿元，长期债务60.71亿元。受短期债务下降影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率有所下降，2015年底分别为25.88%和24.23%，而长期债务资本化比率呈上升趋势，2015年底为22.08%。整体看，公司债务负担较轻。

截至2015年底，公司所有者权益为214.30亿元，同比下降0.80%，主要系资本公积减少所致；所有者权益中实收资本占4.67%、资本公积占85.40%、未分配利润占8.93%。截至2015年底，资本公积183.02亿元，较上年减少0.34%，系向威海市文登区水利建设开发公司、威海市文登区交通建设开发有限公司以土地增资后，股权无偿转让给威海市文登区国有资产经营公司形成。

总体看，跟踪期内，公司资产规模、债务总额和所有者权益均小幅下降，整体债务负担仍处于较低水平。随着业务投资加大，公司具有一定的对外融资压力。

4．偿债能力

受流动负债增加影响，公司2015年底流动比率和速动比率较2014年均有所上升，分别为1564.85%和277.98%。考虑到公司流动资产中代建资产金额较大，公司短期偿债能力一定程度上受到文登区政府项目回购资金到位情况影响。2015年公司经营现金流动负债比为-5.75%，较2014年大幅上升，主要系源于经营现金净流出大幅减少；公司经营净现金流对流动负债不具有保障能力。总体看，公司存在短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2015年公司EBITDA为6.31亿元，同比下降15.22%。2015年公司全部债务/EBITDA指标从2014年9.43倍上升为10.85倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。考虑到文登区政府对公司完工项目的回购以及公司持续的土地出让收益，公司整体偿债压力尚可。

截至2015年底，公司对外担保73.34亿元，担保比率为34.22%，被担保对象大多为文登区政府下属企事业单位，目前经营正常，被担保单位相对分散，公司存在一定或有债务风险。

截至2015年底，公司共获得银行授信额度为39.72亿元，已使用33.52亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

表7　截至2015年底公司对外担保明细

担保对象	担保金额（万元）
山东省文登整骨医院	7115.95
威海创文建设工程有限公司	4900.00
威海富德装饰工程有限公司	4600.00
威海蓝创建设投资有限公司	10000.00
威海蓝创进出口有限公司	4400.00
威海市市政工程管理处	4950.00
威海市文登区妇幼保健院	4800.00
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	373772.74
威海市文登区土地储备交易中心	57182.03
威海市文登区自来水公司	85445.72
威海太赫投资有限公司	3000.00
威海文盛石材有限公司	21500.00
威海宇庆贸易有限公司	4998.00
威海卓达房地产开发有限公司	50000.00
文登金滩投资管理有限公司	35105.00
文登蓝创建设投资有限公司	24000.00
文登热电厂	15000.00
文登市广播电视台	3370.00
文登市交通建设开发有限公司	3000.00
文登市米山水库管理局	6527.90
文登市市政工程管理处	1950.00
文登市西郊热电有限公司	6000.00
文登市园林绿化工程处	1750.00
合计	**733367.33**

资料来源：审计报告

5．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（编号：G1037108100013100P），截至2016年7月29日，公司有5笔已结清的不良关注类贷款，根据银行出具的说明，其中1笔借自文登农村信用合作社联社的关注类贷款系信贷员操作失误；借自工商银行文登支行的4笔贷款系银行将县域平台中项目预期收入小于贷款本金的保证类贷款纳入关注类贷款所致。上述5笔关注类贷款均已正常偿还。未结清的贷款均为正常类。公司有1笔关注类抵押担保，系被担保方威海宇庆贸易有限公司的借新还旧贷款，系统划分为关注类，目前贷款情况正常。

6．抗风险能力

公司是文登区最大的基础设施建设投资主体，承担了区域内基础设施投资建设任务，具有垄断优势，近年来持续得到政府的支持，整体抗风险能力较强。

九、存续期内债券及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2011]238号”文批准，公司于2011年3月1日发行人民币债券13亿元，债券简称“11文登债”，发行期限为8年（以下简称“本期债券”）。

表 8　本期债券募集资金已投资情况及建设情况

序号	项目名称	本期债券募集资金投入安排(万元)	募集资金已投资额（万元）	完工率(%)
一、道路建设				
1	文登市南部沿海路网改建工程	16000	16000	100
2	文登市南海新区区间路网改建工程	20000	20000	100
3	文登市城区路网改建工程	13000	13000	100
4	文登市城区道路改造工程	13000	13000	100
5	文登市农村路网改建工程	20500	20500	100
二、环境整治				
6	文登市南海金滩旅游度假区污水处理厂工程	3000	3000	100
7	文登市母猪河下游河段防洪治理工程	9000	9000	100
8	文登市柳林河中上游河道综合治理工程	5500	5500	100
三、文体设施建设				
9	文登市体育公园一期工程	30000	30000	100
合　　计		**130000**	**130000**	100

资料来源：公司提供

本期债券附设公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。在本期债券存续期的第5年末，投资者有权选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给公司；公司可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前5年票面年利率加上调基点，在债券存续期后3年固定不变。根据2016年3月2日的“11文登债”含权债券履行结果公告，本期债券没有发生回售或者利率调整。

截至2015年底，本期债券募集资金已全部使用，各项目具体投资额及项目完工情况见上表。2015年公司应付债券利息已全部按时足额支付。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2015年底，公司存续期债券包括：“11文登债”（13亿元，8年期，到期一次性还本）、“13文登债”（7亿元，7年期，第3至7年末每年偿还1.40亿元）和“14文登债”（12亿元，7年期，第3至7年末每年偿还2.40亿元），上述债券合计发行总额32亿元，单年最高偿付金额（2019年）为16.80亿元。

2015年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为“11文登债”13亿元本金的4.37倍和-0.006倍，为单年最高偿付本金的3.38倍和-0.005倍。2015年公司EBITDA为“11文登债”本金的0.49倍，为单年最高偿付本金的0.38倍。公司经营活动现金流入量对“11文登债”和单年最高偿付本金保障程度较好，考虑到文登市政府给予公司稳定的资金支持，且随着政府对公司完工项目的回购，公司“11文登债”整体偿债能力较强。

作为文登区政府基础设施建设及运营主体，公司与文登区政府签订项目转让合同，由政府对公司完工项目进行回购。截至2015年底，已完工的代建项目为62.60亿元，对“11文登债”本金的覆盖倍数为4.82倍，为单年最高偿付本金的3.73倍，覆盖倍数较高，该部分资金的回流将对存续期内债券的偿还提供一定的支持。

根据文人发【2009】8号文《关于批准市政府〈关于提请审议将部分基础设施建设项目应付资金纳入财政预算有关问题的议案〉的决定》，文登区政府同意将每年应付公司转让款资金纳入文登区同期财政预算，每年付款安排见表9。2015年，政府向公司拨付代建项目回

购款 18.94 亿元，资金到位及时。

表 9　政府每年应付转让款资金（单位：万元）

年份	2010	2011	2012	2013
金额	10660	10660	10660	60660
年份	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
金额	90660	10660	60660	98020.96

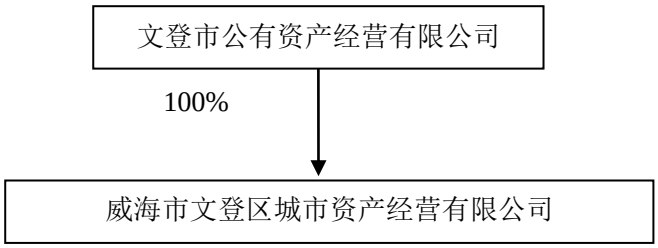
资料来源：公司提供

总体看，存续期内债券到期不能偿还的风险较低。

十一、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“11 文登债”AA 的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　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)	7.82	3.70	1.75
资产总额(亿元)	267.02	291.85	289.13
所有者权益(亿元)	207.38	216.02	214.30
短期债务(亿元)	10.26	13.44	7.81
长期债务(亿元)	45.25	56.77	60.71
全部债务(亿元)	55.51	70.21	68.52
主营业务收入(亿元)	24.16	24.63	26.18
利润总额(亿元)	3.04	3.87	4.29
EBITDA(亿元)	6.25	7.45	6.31
经营性净现金流(亿元)	-4.81	-21.46	-0.81
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.11	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.09
现金收入比(%)	100.00	101.62	100.00
主营业务利润率(%)	17.36	19.63	17.71
总资本收益率(%)	1.16	1.35	1.52
净资产收益率(%)	1.47	1.79	2.00
长期债务资本化比率(%)	17.91	20.81	22.08
全部债务资本化比率(%)	21.11	24.53	24.23
资产负债率(%)	22.34	25.98	25.88
流动比率(%)	1479.25	1162.74	1564.85
速动比率(%)	146.69	119.08	277.98
经营现金流动负债比(%)	-33.44	-112.64	-5.75
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.37	3.96
全部债务/EBITDA(倍)	8.89	9.43	10.85

附件 3　有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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%
主营业务利润率	（主营业务收入-主营业务成本-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　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