信用等级公告

联合[2018] 1270 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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

威海市文登区城市资产经营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	跟踪评级结果	上次评级结果
11 文登债	13 亿元	2019/3/1	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 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	1.75	18.80	18.67
资产总额(亿元)	289.13	325.10	338.92
所有者权益(亿元)	214.30	238.27	242.59
短期债务(亿元)	7.81	7.81	8.90
长期债务(亿元)	60.71	72.70	77.05
全部债务(亿元)	68.52	80.51	85.95
营业收入(亿元)	26.18	25.82	25.68
利润总额(亿元)	4.29	4.01	4.33
EBITDA(亿元)	7.65	8.41	8.58
经营性净现金流(亿元)	-0.81	-8.19	6.43
营业利润率(%)	17.71	7.97	3.58
净资产收益率(%)	2.00	1.68	1.78
资产负债率(%)	25.88	26.71	28.42
全部债务资本化比率(%)	24.23	25.26	26.16
流动比率(%)	1564.85	1826.46	1432.95
经营现金流动负债比（%）	-5.75	-57.97	33.35
全部债务/EBITDA(倍)	8.96	9.57	10.02
EBITDA 利息倍数(倍)	2.61	2.12	1.94

注：2016 年财报改用新准则，2015 年数据采用 2016 年期初数。

分析师

何光美　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

威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区基础设施建设及运营的最大主体。跟踪期内，文登区政府在财政补贴、项目回购等方面给予公司持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模持续增长，利润总额对政府补贴依赖性较强，以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017年文登区地方经济和一般预算收入平稳增长。公司作为威海市文登区最大的基础设施建设及运营主体，未来随着文登区及南海新区城镇化建设的稳步推进，公司经营前景较好。

综合评估，联合资信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，“11 文登债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 2017年文登区地方经济和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，并且工程转让资金到位及时。

关注

1. 跟踪期内，公司盈利能力有所下降，利润总额对财政补贴依赖性较强。
2. 公司其他应收款规模较大，增长较快，对公司资金形成明显占用。
3. 公司对外担保规模较大，且对民营企业进行了担保，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由威海市文登区城市资产经营有限公司（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。

威海市文登区城市资产经营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城市资产经营有限公司（以下简称“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

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，公司注册资本10亿元，威海市文登区公有资产经营公司为公司唯一股东，为公司实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额338.92亿元，所有者权益242.59亿元；2017年公司实现营业收入25.68亿元，利润总额4.33亿元。

公司注册地址：山东省威海市文登区峰山路6号（天福办）；法定代表人：洪涛。

三、存续期内债券及募集资金使用情况

截至2017年底，公司由联合资信所评存续债券尚需偿还余额为13亿元，存续债券情况见表1。跟踪期内公司已按时付息。

表1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
11文登债	13.00	2019/3/1	7.75

资料来源：联合资信整理

“11文登债”附设公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。债券存续期第5年末，“11文登债”未发生回售或者利率调整。截至2017年底，本期债券募集资金已全部使用，还款来源主要为公司代建工程回购收入以及土地出让收益，募投项目已全部完工。

根据2018年2月9日公司出具的“2011年公司债券第一次债券持有人会议决议公告”，“11文登债”提前偿还的议案通过了审议和表决，公司计划于2018年7月底偿还“11文登债”。

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中国，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；中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，中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，中国固定资产投资（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，中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，中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. 城市基础设施建设行业分析

（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、甄别明确了中国地方性债务，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	中国金融工作会议	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，中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

公司是经威海市文登区人民政府批准设立，威海市文登区最大的基础设施建设和国有资产经营主体，得到了威海市文登区的大力支持，威海市文登区经济及财力状况对公司日常经营影响很大。

根据《2017年文登区国民经济和社会发展统计公报》，2017年文登区地区生产总值829.70亿元，按可比口径计算，同比增长7.8%。其中，第一产业增加值62.85亿元，增长3.9%；第二产业增加值381.12亿元，增长8.9%；第三产业增加值385.73亿元，增长7.2%；三次产业结构调整为7.58:45.93:46.49。

固定资产投资方面，2017年文登区固定资产投资总量持续增长，规模以上固定资产投资比上年同期增长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%。

从财政实力看，2017年文登区一般公共预算收入51.68亿元，同比增长9.67%；政府性基金预算收入104.48亿元，增长4.5%，主要为土地出让金。

政府债务方面，2017年上级核定文登区政府债务限额115.80亿元，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；债务率60.63%。

总体看，跟踪期内，威海市文登区经济稳定增长，地方财政实力不断增强，但政府性基金预算收入受土地市场行情影响大，稳定性较差。

六、基础素质分析

公司是文登区最大的基础设施建设投资主体，主要负责基础设施、公用设施的资产经营，实施土地整理等业务，并承担全区和南海新区部分基础设施投资建设任务。

对于基础设施建设项目，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。2017年政府完成回购项目23.19亿元，均为当期确认收入的5个项目，且回购资金已全部到位。

2017年公司获得文登区政府划拨的财政补贴7.19亿元，计入“其他收益”。

根据企业基本信用信息报告（机构代码：G1037108100013100P），截至2018年4月26日，公司有5笔已结清的关注类贷款，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。公司有1笔已结清的欠息记录；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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、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

2017年公司实现营业收入25.68亿元，同比下降0.54%，其中工程转让收入占90.29%，仍然为公司收入最主要来源；跟踪期内土地转让收入同比小幅增长，占营业收入的5.54%；房租收入比较稳定，系投资性房地产出租收入。

从毛利率看，工程转让毛利率同比下降0.67个百分点，主要系项目约定价格略低所致；土地转让业务毛利率为-5.00%，主要原因系公司通过“招拍挂”所得的土地被文登区政府按“招拍挂”原价收回，扣除增值税部分，导致土地转让收入小于其成本。2017房屋出租毛利率已降至正常水平，2016年较高主要系其成本计入期间费用所致。受各业务板块毛利率下降影响，公司综合毛利率下降至12.24%。

表 3　2016~2017 年公司收入构成（单位：亿元，%）

收入构成	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程转让	23.33	90.36	12.57	23.19	90.29	11.90
土地转让	1.40	5.42	24.99	1.42	5.54	-5.00
房租收入	1.09	4.22	100.00	1.07	4.17	42.43
合计	**25.82**	**100.00**	**16.92**	**25.68**	**100.00**	**12.24**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

2017年公司土地出让收入主要来自文登区政府收回的土地。2017年文登区政府共收回土地516.73万平方米，全部为商住两用土地，收回价格平均为476.53元/平方米。其中文登区财政局当年支付了1.42亿元土地转让款，公司计入“营业收入”，剩余23.20亿元公司计入“其他应收款”。截至2017年底，公司拥有可供出售的土地约23684亩，土地资产账面价值合计99.23亿元，其中存货项下92.84亿，投资性房地产项下6.39亿。

对于基础设施建设项目，公司与文登区政府签订了工程项目转让合同，待项目完工后，将项目转让给文登区政府。公司在政府拨付款项后按实际发生成本加上一定的利润确认营业收入。

公司在建基础设施项目完工后由“在建工程”转至“存货”。截至 2017 年底，公司存货中已完工代建项目 89.79 亿元，根据公司与政府签订的协议，未来政府将逐年回购代建项目。2017 年公司完成转让南海新区蓝湖流域综合治理项目等 5 个项目，确认工程转让收入 23.19 亿元。截至 2017 年底，上述资金已全部到位。

2017 年底公司在建项目预计总投资 46.10 亿元，截至 2017 年底已累计完成投资 27.06 亿元，2018 年计划投资 14.76 亿元。公司未来计划建设威海市文登区停车场设施建设项目，预计总投资 18.69 亿元，规划建设期两年。短期内投资支出将给公司带来一定对外筹资压力。

表 4　截至 2017 年底公司在建项目构成（单位：亿元）

在建项目名称	总投资	截至 2017 年底已投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
南海新区北部盐碱地平整及基础设施建设项目	10.01	7.70	2.31	--
文登区农村河流环境整治工程一期项目	14.28	2.20	7.80	4.28
威海市文登区农村道路改建工程（一期）项目	15.19	13.49	1.70	--
文登圣经山旅游基础设施建设项目	6.62	3.67	2.95	--
合计	**46.10**	**27.06**	**14.76**	**4.28**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年合并财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2017年底，公司纳入合并范围的子公司共2家，较2016年底无变化。

2017 年底，公司资产总额 338.92 亿元，所有者权益 242.59 亿元；2017 年公司实现营业收入 25.68 亿元，利润总额 4.33 亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额338.92亿元，同比增长4.25%，以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.80	5.78	18.67	5.51
其他应收款	47.11	14.49	74.46	21.97
存货	192.20	59.12	183.07	54.02
流动资产	**258.10**	**79.39**	**276.20**	**81.49**
投资性房地产	0.00	0.00	26.82	7.91
固定资产	20.86	6.42	0.00	0.00
在建工程	43.34	13.33	27.06	7.98
非流动资产	**66.99**	**20.61**	**62.72**	**18.51**
资产总额	**325.10**	**100.00**	**338.92**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产276.20亿元，同比增长7.01%。公司货币资金18.67亿元，较上年底下降0.67%，货币资金中无使用受限资金；其他应收款74.46亿元，同比增长58.06%，主要是文登区财政局收回了公司39宗土地，补偿公司23.20亿元，公司将土地补偿款计入该科目所致；账龄集中在1年以内；存货183.07亿元，同比下降4.75%，主要系文登区财政局收回39宗土地以及部分土地转入投资性房地产所致，存货中土地资产92.84亿元，已用于抵押的土地价值32.97亿元，占土地资产的35.51%；工程施工89.79亿元，为在建工程转入的项目成本。

2017年底，公司非流动资产62.72亿元，同比下降6.38%，主要系基础设施项目完工后由在建工程转至存货所致。公司投资性房地产26.82亿元，其中由固定资产转入房屋及建筑物20.43亿元，由存货转入土地使用权6.39亿元；在建工程27.06亿元，同比下降37.58%，系项目完工结转至存货所致。

2017 年底，公司受限资产共计 34.37 亿元，主要是存货-土地使用权 32.97 亿元和投资性房地产 1.40 亿元用于抵押贷款所致。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，仍以流动资产为主，其中存货占比最大，主要为土地和已完工代建项目成本；其他应收款增长较快、规模较大，对公司资金形成明显占用；资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 242.59 亿元，同比增长 1.82%；所有者权益主要由实收资本（占 4.12%）、资本公积（占 83.67%）和未分配利润（占 10.98%）构成。

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，以资本公积和未分配利润为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017年底，公司负债总额96.32亿元，同比增长10.94%，主要系应付账款、其他应付款、长期借款增长所致，以非流动负债为主。

2017年底，公司流动负债19.27亿元，同比增长36.40%，主要系应付工程款及往来款增长所致。公司非流动负债77.05亿元，同比增长5.98%；长期借款39.05亿元，同比增长8.77%，以保证借款为主；应付债券38.00亿元，较2016年增加1.20亿元，系2017年公司发行了5.00亿元债权融资计划，以及“13文登债”和“14文登债”合计3.80亿元转至一年内到期的非流动负债所致。

2017年底，公司全部债务85.95亿元（其中

长期债务占比89.65%），同比增长6.76%。2017年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为28.42%、24.10%和26.16%，同比均有所增长。从全部债务的偿还期限分布看，公司2018至2020年需偿还有息债务本金分别为8.90亿元、30.17亿元、20.64亿元，存在一定集中兑付压力。

表6　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
短期债务	7.81	8.90
长期债务	72.70	77.05
全部债务	80.51	85.95
长期债务资本化比率	23.38	24.10
全部债务资本化比率	25.26	26.16
资产负债率	26.71	28.42

资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司所有者权益和债务规模均有所增长，整体债务负担仍处于较低水平。未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

4. 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 25.68 亿元，同比下降 0.54%；营业总成本同比增长 5.08%；营业利润率 3.58%，较上年有所下降。

2017 年公司期间费用 3.58 亿元，以财务费用为主，同比下降 29.77%，主要系原计入“管理费用”的土地使用税和房产税现计入“营业税金及附加”，管理费用大幅下降所致。2017年公司期间费用率有所下降，为 13.93%，期间费用控制能力仍待加强。

2017 年公司其他收益 7.19 亿元，为政府补助，是公司利润的重要补充。公司利润总额 4.33 亿元，剔除政府补助，公司自身盈利能力差。

表7　2016~2017年公司盈利情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	25.82	25.68
营业成本	21.45	22.54
其他收益	0.00	7.19
营业利润	-3.04	4.33
营业外收入	7.04	0.00
利润总额	4.01	4.33
营业利润率	7.97	3.58
总资本收益率	2.50	2.42
净资产收益率	1.68	1.78

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率 2.42%，较 2016 年略有下降；净资产收益率 1.78%，较 2016 年略有增长。

总体看，跟踪期内公司营业收入相对稳定，营业利润率有所下降，财务费用对利润侵蚀明显，盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖性强。

5. 现金流

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年公司经营活动现金流入72.76亿元，同比增长23.10%，主要系营业收入现金回笼以及往来款增加所致；经营活动现金流出较上年略有下降。受往来款影响，2017年公司经营活动现金流量净额由负转正，为6.43亿元。公司现金收入比上升至102.13%，较上年增长0.75个百分点，收入实现质量较好。

表8　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	59.11	72.76
经营活动现金流出小计	67.30	66.34
经营活动产生的现金流量净额	-8.19	6.43
投资活动产生的现金流量净额	-2.68	-6.06
筹资活动产生的现金流量净额	27.66	-0.24
现金收入比	101.38	102.13

资料来源：公司审计报告

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-6.06亿元，主要为理财产品投资支出。

2017年，公司筹资力度明显下降。公司通过发行债券、银行借款、往来款共获得现金流入18.22亿元；筹资活动现金流出主要是偿还当年有息债务本息。公司筹资活动现金流量净额-0.24亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力有所增强，投资活动较少，对筹资活动的依赖程度有所降低。

6. 偿债能力

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1432.95%和483.16%。2017年公司经营现金流动负债比为33.35%，对流动负债的保障能力尚可。2017年公司现金类资产18.67亿元，对短期债务的保障能力较强。

2017年公司EBITDA为8.58亿元，由于公司同期全部债务规模增长，全部债务/EBITDA上升至10.02倍。考虑到文登区政府在财政补贴、项目回购等方面给予公司持续支持，公司整体偿债能力很强。

2017年底，公司对外担保余额84.45亿元，担保比率为34.81%，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。

公司前三大对外担保企业分别为威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“文登蓝海”）、威海市文登区水利建设开发有限公司（以下简称“文登水利”）和威海蓝创建设投资有限公司（以下简称“威海蓝创”）。其中公司对文登蓝海担保余额为35.00亿元，文登蓝海为文登区重要的基础设施建设及运营主体，2017年底资产总额359.25亿元，所有者权益合计235.31亿元；2017年实现营业收入27.58亿元，利润总额3.25亿元。公司对文登水利担保余额为21.50亿元，文登水利为文登区重要的水利基础设施建设主体，2017年底资产总额99.89亿元，所有者权益合计69.54亿元；2017年实现营业收入4.23亿元，利润总额0.70亿元。公司对威海蓝创担保余额为12.50亿元，威海蓝创是威海市文登区国有资产管理局下属平台，2017年底资产总额232.15亿元，所有者权益97.22亿元；2017年实现营业收入16.49亿元，利润总额2.69亿元。

除对国有企业进行担保外，公司还对3家民营企业威海市厚德科技孵化器有限公司、威海思源农业科技服务有限公司和文登市西郊热电有限公司进行了担保，担保余额合计为1.19亿元。

总体看，公司对外担保规模较大，且对民营企业提供了担保，存在一定或有负债风险。

表 9　2017 年底公司对外担保明细（单位：亿元）

担保对象	担保余额	企业性质
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	35.00	国企
威海市文登区水利建设开发有限公司	21.50	国企
威海蓝创建设投资有限公司	12.50	国企
威海市文登区交通建设开发有限公司	7.00	国企
威海市文登区自来水公司	2.77	国企
威海蓝创进出口有限公司	0.88	国企
威海文盛石材有限公司	0.64	国企
威海市文登热电厂有限公司	0.52	国企
威海创文建设工程有限公司	0.49	国企
文登市园林绿化工程处	0.49	国企
威海富德装饰工程有限公司	0.46	国企
威海市厚德科技孵化器有限公司	0.45	民营企业
威海思源农业科技服务有限公司	0.44	民营企业
威海市文登区广播电视台	0.34	国企
威海市文登区市政工程管理处	0.30	国企
文登市西郊热电有限公司	0.30	民营企业
文登市米山水库管理局	0.22	国企
威海市文登区妇幼保健院	0.16	国企
总计	**84.45**	--

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司共获得银行授信额度为45.45亿元，已使用授信额度44.15亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

十、存续期内债券偿还能力分析

2017 年底，公司现金类资产 18.67 亿元，为“11 文登债”13 亿元本金的 1.44 倍。2017 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 5.60 倍和 0.49 倍。2017 年公司 EBITDA 为“11 文

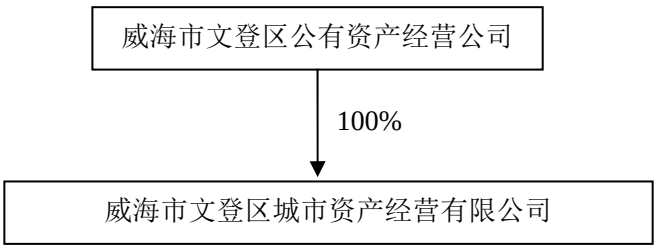
登债”本金的 0.66 倍。公司经营活动现金流入量对“11 文登债”保障程度较好。公司计划于 2018 年 7 月底通过政府债务置换的方式偿还“11 文登债”，且“11 文登债”提前偿还议案已通过了审议和表决，“11 文登债”提前兑付的可能性大。

总体看，公司存续债券到期不能偿还的风险低。

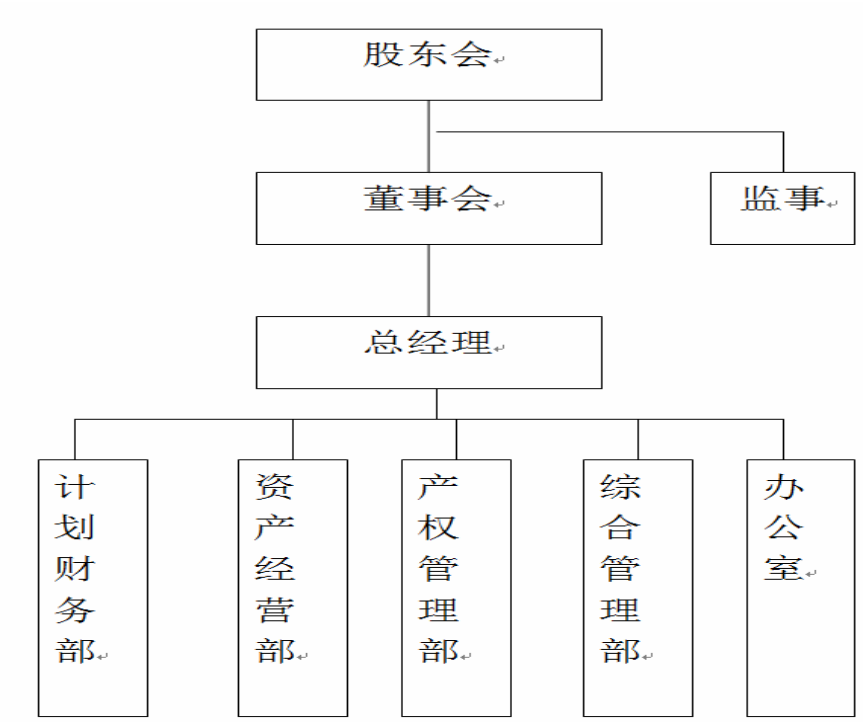
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“11 文登债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2017 年底纳入合并范围的子公司情况

序号	被投资单位名称	主营业务	成立日期	注册资本	直接持股比例（%）
1	威海汇昌建设发展有限公司	市政工程	2016-6-13	71400 万元	70.03
2	威海泰宏实业有限公司	防腐、保温、输气、输油、排水用管道生产销售	2016-4-29	50000 万元	100.00

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)	1.75	18.80	18.67
资产总额(亿元)	289.13	325.10	338.92
所有者权益(亿元)	214.30	238.27	242.59
短期债务(亿元)	7.81	7.81	8.90
长期债务(亿元)	60.71	72.70	77.05
全部债务(亿元)	68.52	80.51	85.95
营业收入(亿元)	26.18	25.82	25.68
利润总额(亿元)	4.29	4.01	4.33
EBITDA(亿元)	7.65	8.41	8.58
经营性净现金流(亿元)	-0.81	-8.19	6.43
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.11	0.11	0.12
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.08
现金收入比(%)	100.00	101.38	102.13
营业利润率(%)	17.71	7.97	3.58
总资本收益率(%)	2.55	2.50	2.42
净资产收益率(%)	2.00	1.68	1.78
长期债务资本化比率(%)	22.08	23.38	24.10
全部债务资本化比率(%)	24.23	25.26	26.16
资产负债率(%)	25.88	26.71	28.42
流动比率(%)	1564.85	1826.46	1432.95
速动比率(%)	277.98	466.36	483.16
经营现金流动负债比(%)	-5.75	-57.97	33.35
EBITDA 利息倍数(倍)	2.61	2.12	1.94
全部债务/EBITDA(倍)	8.96	9.57	10.02

注：2016 年财报改用新准则，2015 年数据采用 2016 年期初数。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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	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。