

信用等级公告

联合[2019] 169 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拟发行的 2019 年城市停车场建设专项债券的信用状况进行综合分析和评估,确定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,2019 年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年十一月二十一日



2019 年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 10 亿元

本期债券期限: 10 年, 附设第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 分期还本

募集资金用途: 用于停车场建设和补充营运资金

评级时间: 2019 年 1 月 21 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
经营现金流流动负债比(%)	-5.75	-57.97	33.35
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。

分析师

何光美 赵起锋 马玉丹

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对威海市文登区城市资产经营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体, 在政府支持方面具有显著优势。同时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。

近年来, 文登区地方经济和一般预算收入平稳增长。作为威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体, 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。

本期债券设置本金分期偿还条款, 可有效降低本金集中偿付风险。

综合评估, 联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 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. 公司作为威海市文登区重要的基础设施建设及运营主体, 持续获得政府在资金划拨、债务置换、财政补贴等方面有力的外部支持。
3. 本期债券设置了分期偿还本金的条款, 缓解了集中偿付压力。公司经营性现金流入对本期债券覆盖能力较强。

关注

1. 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。文登区财政局收回公司长期未开发的土地形成其他应收款, 联合资信将持续关注后续闲置土地收回及

- 补偿款的支付情况。
2. 公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖性强。
 3. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。
 4. 可研报告测算收入时未考虑相关设施的培育周期，项目运营初期的使用率较高。项目收入的实现可能受到市场环境影响而具有不确定性，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现。如果本期债券发生提前回售，集中偿付压力将加大。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“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（已更名为威海市文登区公有资产经营公司，以下简称“公有资产公司”）和文登市财政投资公司（以下简称“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，两家股东按照原持股比例对公司增资 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，财政投资公司将持有的 1 亿元股权无偿划拨给公有资产公司。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 10 亿元，公有资产公司 100%持股，为公司唯一股东。公司实际控制人为文登区人民政府。

公司经营范围为：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；对水利工程项目投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，公司本部设有计划财务部、资产经营部、产权管理部、综合管理部和办公室 5 个职能部门；合并范围内共包含 2 家子公司。

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：石友财。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司于 2018 年 1 月取得国家发改委《关于山东省威海市文登区城市资产经营有限公司发行城市停车场建设专项债券核准的批复》（发改企业债券【2018】8 号），同意公司发行城市停车场建设专项债券不超过 20 亿元，所筹集资金 13 亿元用于威海市文登区城市停车场设施建设项目（以下简称“募投项目”或“停车场建设项目”），7 亿元用于补充营运资金。公司已于 2018 年 5 月发行 10 亿元“18 文登专项债 01”，其中 5 亿元用于停车场建设项目，5 亿元用于补充营运资金。公司计划发行 2019 年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券 10 亿元（以下简称“本期债券”），其中 8 亿元用于停车场建设项目，2 亿元用于补充营运资金。

本期债券期限为 10 年，按年付息，附设本金分期兑付条款，同时附设第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。在本期债券存续期的第 5 年末，公司可选择上调债券存续期后 5 年债券票面年利率 0 至 100 个基点（含本数）。如投资者在本期债券存续期的第 5 年末未行使回售选择权，在债券存续期的第 3 年末至第 6 年末每年分别兑付本金的 10%，第 7 年末至第 10 年末每年分别兑付本金的 15%；如投资者在本期债券存续期的第 5 年末将持有的债券全部回售给公司，则第 3 年末、第 4 年末分别兑付本金的 10%，第 5 年末回售价格为 80 元/张；如投资者在本期债券存续期的第 5 年末将持有的债券部分回售给公司，则第 3 年末、第 4 年末分别兑付本金的 10%，第 5 年末回售价格为 80 元/张，在本期债券存续期的第 5 年末和第 6 年末每年分别兑付剩余总面值的 10%，第 7 年末至第 10 年末每年分别兑付剩余总面值的 15%。每年的利息随本金一起支付，

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。

到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

2. 募投项目概况

本期债券计划募集资金10亿元，其中8亿元用于停车场建设项目，2亿元用于补充营运资金。

表1 本期债券募集资金主要投向明细（亿元）

项目名称	总投资	本期债券募集资金使用额	本期债券及“18文登专项01”募集资金使用额	两期债券募集资金占项目总
威海市文登区城市停车场建设项目	18.69	8.00	13.00	69.56%
补充营运资金	—	2.00	7.00	—
合计	—	10.00	20.00	—

资料来源：公司提供

（1）项目概况

公司拟在威海市中心医院、文登汽车站片区、文登金都广场片区、文登区中心片区、文登杜营河公园片区、文登二中片区、文登新一中片区、文登实验中学片区、体育公园、文登学公园北侧、峰山公园等个片区建设11个地下停车场，总建筑面积50.60万平方米（其中配套商业建筑面积1.10万平方米），设14258个停车位，配套2140个充电桩。

（2）资金来源

募投项目计划总投资18.69亿元，其中项目资本金56900万元，发行债券融资130000万元（占比69.56%）。

（3）项目审批情况

募投项目已经获得相关主管部门的批复，具体的批复文件见下表所示：

表2 募投项目具体批复文件情况

审批单位	文件名称	文号
威海市文登区发展和改革委员会	威海市文登区发展和改革委员会关于威海市文登区停车场设施建设项目核准意见	威发改审核核字[2016]32号
	威海市文登区发展和改革委员会关于威海市文登区停车场设施建设项目核准意见	威发改审核核字[2017]27号
威海市文登区环境保护局	威海市文登区环境保护局对《威海市文登区城市资产经营有限公司文登区停车场设施建设项目环境报告表》的批复	文环审表（2017）7-14

威海市文登区国土资源局	威海市文登区国土资源局关于威海市文登区停车场设施建设项目用地的预审意见	文国土用审字[2017]37号
威海市文登区城乡规划管理局	建设工程规划许可证	建字第3710812017A0051号
威海市文登区城乡规划管理局	建设项目选址意见书	选字第3710812017A0032号
威海市文登区发展和改革局	节能登记备案意见	威文发改能审备[2016]137号

资料来源：公司提供

（4）项目进度

该项目建设期2年，2017年10月开工建设，预计2019年9月完工。截至2018年底，项目累计完成投资8.88亿元（资本金到位3.4亿元）。

（5）项目经济效益

募投项目收入主要由停车费收入、配套商业用房租金收入、充电服务收入和广告收入构成。

假设本期债券于2019年发行且存续期限为10年，考虑已发行的“18文登专项债01”，两期债券存续期分别为2018~2028年以及2019~2029年。2018~2029年，根据山东省建鲁智华工程咨询研究院有限公司《威海市文登区停车场设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”）：募投项目预计实现停车费收入22.44亿元、配套商业用房租金收入0.80元、充电服务收入0.72亿元和广告收入1.96亿元，合计共25.92亿元；扣除经营成本、税金及附加的净收入合计共22.41亿元，可覆盖两期债券用于募投项目的13亿元本金及利息。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值(GDP)82.8万亿元，同比实际增长6.9%，

经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部

门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政

策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

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國基础设施建设的重要载体。

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

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. 区域经济环境

公司是经威海市文登区人民政府批准设立的重要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政府的大力支持,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2015~2017年《文登区国民经济和社会发展统计公报》,2015~2017年文登区地区生产总值分别为716亿元、766.39亿元和829.70亿元,按可比口径计算,同比增长10.4%、7.9%和7.8%。2017年,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%。

根据文登区政府网站公布的《文登区2018年第三季度经济运行情况分析》,2018年1~9月,

预计文登区规模以上工业增加值同比增长8.5%,重点监控的40家企业主营业务收入同比增长8%,工业用电量同比增长5%。公共预算收入完成45.2亿元,增长7.5%。税收收入36.3亿元,占一般公共预算收入比重80.4%,同比增长6.8个百分点。固定资产投资增速-7.7%左右。

总体看,威海市文登区经济稳定增长,地方财政实力不断增强,但2018年前三季度固定资产投资出现下滑,四季度文登区将加大投资项目工作推进力度。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年底,公司注册资本和实收资本均为10.00亿元。公司的唯一股东是国有资产公司(国有资产公司系文登区财政局下属的事业单位)。公司实际控制人为文登区人民政府。

2. 企业规模

公司是文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体,承担了城区和南海新区部分基础设施投资建设任务,在区域内具有重要地位。

威海市文登区目前有三家规模较大的城投类企业,包括公司、威海市文登区蓝海投资开发有限公司(以下简称“蓝海投资”)和文登金滩投资管理有限公司(以下简称“金滩投资”)。其中,蓝海投资主要承担文登区保障房项目建设和基础设施工程的施工管理。金滩投资主要承担南海新区和文登经济开发区的基础设施建设任务。各公司分工各有侧重,南海新区项目建设任务根据区政府安排开展。

3. 人员素质

2018年1月,公司董事、监事、高级管理人员发生变动。变更后,公司共有高级管理人员2人,包括董事长1名、总经理1名。

公司董事长石友财,男,1964年3月出生,先后任职于山东文登国家粮食储备库、文登市

粮食购销中心。现任公司董事长。

公司总经理许泉璞，男，1970年11月出生，先后任职于中铁建厂局、文登财政局评审中心评审二科、威海市文登区蓝海投资开发有限公司，现任公司董事、总经理。

截至2017年底，公司从业人数15人，大专占33.33%，本科及以上占66.67%；30岁及以下人员占33.33%、30岁~50岁员工占60%、50岁以上员工占6.67%。

总体看，公司员工素质水平较高且以中年为主，能够满足日常经营管理需要。

4. 外部支持

公司在文登区基础设施投资建设方面发挥着重要作用，在资金划拨、债务置换、财政补贴等方面获得文登区政府的大力支持。

资金划拨

2016年，根据文财字【2016】114号文，文登区财政局向公司划入资金11.78亿元，反映在“资本公积”和“收到其他与筹资活动有关的现金”。

政府债务置换

政府债务置换方面，2016年，公司进行政府债务置换金额22.01亿元，作为文登区政府对公司的资本投入，不需要公司偿还。由文登区财政局直接支付，未体现在公司现金流量表中。上述款项均计入资本公积。

2018年7月，公司利用政府债务置换资金将“11文登债”、“13文登债”、“14文登债”剩余本金及应付利息提前兑付，同时冲减对区财政局的其他应收款。

财政补贴

2015~2017年，公司分别获得政府补贴5.63亿元、7.04亿元和7.19亿元，反映在“营业外收入”或“其他收益”中。

总体看，作为文登区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。

5. 企业信用记录

根据企业基本信用信息报告（机构代码：

G1037108100013100P），截至2018年12月25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笔于2007年6月结清的欠息记录；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。

根据威海市文登区人民法院（以下简称“文登区法院”）的民事裁定书，2018年6月25日，公司向文登区法院申请诉前财产保全，请求查封被申请人山东艺达家纺有限公司的房产及土地使用权等财产。2018年6月28日，公司以双方和解为由，撤回保全申请。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会。

公司董事会成员3人，其中2人由股东委派，1人由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满可连派（连选）连任。董事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。董事会设董事长1人，由股东从董事会成员中指定，任期三年，任期届满可连派连任。

公司设监事会，由5名监事组成，其中3人由股东委派，2人由公司职工代表大会选举产生。监事每届任期三年，任期届满，可连派（连选）连任。监事长由股东从监事会成员中指定，任期三年，任期届满可连派连任。

公司设总经理1人，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司本部设办公室、计划财务部、资产经营部、产权管理部、综合管理部等5个职能部门。公司在投融资、募集资金管理和对外担保方面制定了相关管理制度。

投融资管理方面,公司《投融资管理办法》规定:股东审议并决定公司的投资计划,董事会负责决定公司的投资方案,经理负责组织实施公司年度投资方案;对外借款由计划财务部提出申请和实施,公司发行债券由董事会和股东批准。

募集资金管理方面,公司《募集资金管理办法》规定:公司在银行设立募集资金使用专户,将全额募集资金及时、完整地存放在使用专户内,并按照相应募集说明书承诺的募集资金使用计划及进度使用,实行专款专用制度。公司计划财务部对募集资金的使用进行监控,配合会计师事务所进行专项审计。

对外担保方面,公司《对外担保管理制度》规定:对外担保的管理部门为公司计划财务部。公司决定提供担保前,应由计划财务部负责对申请担保单位的资信状况进行审查并对担保事项风险进行分析、评估,计划财务部审查后,提请财务负责人和总经理审核同意后报公司董事会批准。原则上被担保单位应为国有控股企业、公用事业单位。董事会审议批准对外担保事项须经出席董事会的2/3以上董事书面同意。公司对外担保必须先经董事会审议,风险较大的对外担保行为经公司董事会审议通过后,还须经股东审议通过。

总体来看,公司内部管理水平可以满足公司经营需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体,主要从事文登城区和南海新区的基础设施建设、土地转让以及政府划入房产的租赁业务。

2015~2017年,公司分别实现营业收入26.18亿元、25.82亿元和25.68亿元,收入规模小幅波动。公司营业收入包括工程转让收入、土地转让收入和房租收入。其中基础设施项目的工程转让收入为公司收入的最主要来源,收入规模和占比波动中有所提高;土地转让收入波动中有所减少,主要系公司为保持经营持续性而控制了土地转让的规模,且土地出让返还比例有所转变所致。2015~2017年房租收入由于营改增原因导致营业收入小幅下滑。

从毛利率看,工程转让收入毛利率逐年下降,主要系项目约定价格较低;土地转让业务毛利率在2017年下滑较大,主要系公司转让土地按账面价确认收入,扣除增值税后导致收入低于成本。房屋出租成本在2016年以前计入期间费用,故毛利率为100%,2017年起相关出租房产转入投资性房地产,折旧成本反映在营业成本中,毛利率大幅下降。受到上述因素综合影响,公司整体毛利率由2015年的23.21%下降至2017年的12.24%。

表4 2015~2017年公司营业收入和毛利率构成(单位:亿元、%)

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程转让	18.94	72.34	18.84	23.33	90.36	12.57	23.19	90.29	11.90
土地转让	6.12	23.37	23.08	1.40	5.42	24.99	1.42	5.54	-5.00
房租收入	1.12	4.29	100.00	1.09	4.22	100.00	1.07	4.17	42.43
合计	26.18	100	23.21	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

基础设施建设业务

公司作为文登区重要的基础设施建设主体,参与了文登区城区和南海新区的部分基础设施建设任务。公司与文登区政府签订工程项目转让合同,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(10%~25%)确认营业收入。每年结算转让的项目及金额由文登区政府与公司协商确定。项目转让款一般会在结算当年支付给公司。

账务处理上,公司将项目投资计入“在建

工程”，待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 73.17 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。2015~2017 年公司完成转让多个土地整理、道路建设和水域综合治理项目，确认工程转让收

入分别为 18.94 亿元、23.33 亿元和 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，未来存在一定的投资支出压力。

表5 2015~2017年公司主要基础设施建设项目情况（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

其他业务

公司其他业务包括旅游项目和停车场建设项目开发、土地转让业务和房屋租赁业务。

公司在建文登圣经山旅游开发项目及威海市文登区停车场设施建设项目将依靠项目自身经营收入进行资金平衡。文登圣经山旅游基础设施建设项目包括紫金峰旅游核心区、圣经山旅游核心区、养生山庄休闲度假区、养生度假区、入口服务接待区等五部分内容，总建筑面积 26.40 万平方米，计划总投资 16.50 亿元，截至 2017 年底已累计投资 16.62 亿元，投资金额已由“在建工程”转入“存货”。根据项目可研报告测算，2018~2022 年，该项目可实现各类营业收入合计 22.88 亿元。该项目在 2018 年尚未实现收入，未来项目收入实现的时间和规模可能存在不确定性。威海市文登区停车场设施建设项目是本期债券的募投项目。

公司土地转让收入系公司将“招拍挂”或政府划拨所得的土地进行转让获得的收入。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返还给公司，公司最终收益由转让后土地出让返还构成。2016 年之前，公司可获得全额返还；

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 亿元。返还比例的变化对公司盈利能力产生负面影响。

房租收入是政府划入的房产的租金收入，公司根据区财政局的每年下发的结算文件确定收入金额。受营改增影响，2015~2017 年，公司确认的不含税房租收入逐年下降，分别为 1.12 亿元、1.09 亿元和 1.07 亿元。

3. 未来发展

未来几年，公司将重点开展以下工作：第一、以市政建设为基础，保持市政建设收入的持续稳定增长；第二，开展多元化经营，依托文登全国优秀旅游城市的平台和丰富的旅游资源，深入挖掘旅游文化，大力发展旅游产业，加大旅游产业投资，公司投资建设的圣经山旅游开发建设项目，建成后将给公司带来可观的旅游收入，有望成为公司未来新的利润增长点；第三，优化融资结构，拓宽融资渠道，完善融资管理；第四，加强日常管理，依法经营，规范运作。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，中

2017 年，文登区财政局按账面价支付 1.42 亿元土地转让款。截至 2017 年底，公司拥有可

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。

截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共2家。2016年公司新增2家全资子公司，系新设成立，2017年公司合并范围无变化。整体看，近三年，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，公司财务数据可比性强。

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。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模不断增长，年均复合增长8.27%。2017年底，公司资产总额338.92亿元，同比增长4.25%，公司资产结构以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.75	0.61	18.80	5.78	18.67	5.51
其他应收款	37.50	12.97	47.11	14.49	74.46	21.97
存货	181.72	62.85	192.20	59.12	183.07	54.02
流动资产	220.97	76.42	258.10	79.39	276.20	81.49
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	26.82	7.91
固定资产	21.34	7.38	20.86	6.42	0.00	0.00
在建工程	46.76	16.17	43.34	13.33	27.06	7.98
非流动资产	68.16	23.58	66.99	20.61	62.72	18.51
资产总额	289.13	100.00	325.10	100.00	338.92	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017年，公司流动资产不断增长，年均复合增长11.80%。2017年底，公司流动资产276.20亿元，同比增长7.01%，主要由其他应收款和存货构成。

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长226.65%。2017年底，公司货币资金18.67亿元，较上年下降0.67%，货币资金中无使用受限资金。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长40.90%。2017年底，公司其他应收款74.46亿元，同比增长58.06%，主要是文登区财政局收回了公司长期未开发的39宗土地，需向公司支付补偿款23.20亿元；账龄集中在1年以内。联合资信将持续关注闲置土地收回及补偿款的支付情况。2017年底，公司其他应收款余额较大的单位为威海市文登区财政局、威海庆文实业有限公司、山东省艺达有限公司等，前五大余额合计占比86.67%，款项性质包括往来款、土地补偿款、借款等，集中度较高。

2015~2017年，公司存货波动增长，年均复合增长0.37%。2017年底，公司存货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。

2015~2017年，公司非流动资产不断下降，年均复合下降4.08%。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。

2017年底，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。

2015~2017年，公司在建工程快速下降，年均复合下降23.93%。2017年底，公司在建工程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。

总体看,近年来,公司资产规模稳步增长,资产构成以流动资产为主,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

2015~2017 年,公司所有者权益不断增长,年均复合增长 6.40%,主要系资本公积及未分配利润增长所致。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。

2015~2017 年,公司资本公积有所增长,年均复合增长 5.31%,2017 年底为 202.98 亿元。2016 年底,公司资本公积 202.98 亿元,较 2015 年底增长 10.90%,主要系根据威文政地字【2016】12 号、威文政地字【2016】63 号和威文政地字【2016】28 号,文登区政府收回公司土地使用权合计 29 宗,合计价值 13.83 亿元,同期,根据文财字【2016】114 号文,文登区财政局向公司注入资金 11.78 亿元、债务置换资金 22.01 亿元作为对公司的投入,增加资本公积。

总体看,近年来,公司所有者权益有所增长,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

2015~2017 年,公司负债不断增长,年均复合增长 13.46%。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,负债结构以非流动负债为主。

2015~2017 年,公司流动负债快速增长,年均复合增长 16.83%。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。

2015~2017 年,公司一年内到期的非流动负

债不断增长,年均复合增长 6.73%,2017 年底为 8.90 亿元,包括 5.10 亿元一年内到期的长期借款和 3.80 亿元的一年内到期的应付债券。

2015~2017 年,公司非流动负债不断增长,年均复合增长 12.66%。2017 年底,公司非流动负债 77.05 亿元,同比增长 5.98%,由长期借款和应付债券构成。

2015~2017 年,公司长期借款快速增长,年均复合增长 20.02%。2017 年底,公司长期借款 39.05 亿元,同比增长 8.77%,以保证借款为主。

2015~2017 年,公司应付债券不断增长,年均复合增长 6.35%。2017 年底,公司应付债券 38.00 亿元,较 2016 年底增加 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%。2015~2017 年,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均不断增长,2017 年底分别为 24.10%、26.16%和 28.42%。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,未来存在一定集中兑付压力。

表7 公司债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	7.81	7.81	8.90
长期债务	60.71	72.70	77.05
全部债务	68.52	80.51	85.95
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

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

总体看,近年来,公司债务规模不断增长,但整体债务负担仍处于较低水平。未来随着在建项目的持续投入,预计公司负债水平将进一步上升。

4. 盈利能力

2015~2017 年,公司营业收入有所下降,

年均复合下降 0.97%。2017 年公司实现营业收入 25.68 亿元，同比下降 0.54%。同期，公司营业成本不断增长，年均复合增长 5.94%，2017 年为 22.54 亿元，同比增长 5.08%。2015~2017 年，受营业成本攀升影响，公司营业利润率快速下降，2017 年为 3.58%。

2015~2017 年，公司期间费用不断下降，年均复合下降 22.69%。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”的出租房产折旧反映在“营业成本”，管理费用大幅下降所致。同期，公司期间费用对营业收入的占比有所下降，2017 年为 13.93%。

2015~2017 年，公司收到政府补助分别为 5.63 亿元、7.04 亿元和 7.19 亿元（2015~2016 年计入营业外收入，2017 年计入其他收益）。同期，公司利润总额分别为 4.29 亿元、4.01 亿元和 4.33 亿元，政府补助是公司利润的重要补充，若剔除政府补助，公司自身盈利能力差。

表8 公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	26.18	25.82	25.68
营业成本	20.08	21.45	22.54
其他收益	0.00	0.00	7.19
营业利润	-1.35	-3.04	4.33
营业外收入	5.63	7.04	0.00
利润总额	4.29	4.01	4.33
营业利润率	17.71	7.97	3.58
总资产收益率	2.48	2.50	2.42
净资产收益率	2.00	1.68	1.78

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2015~2017 年公司总资本收益率保持相对稳定，2017 年为 2.42%；净资产收益率波动下降，2017 年为 1.78%，公司盈利能力弱。

总体看，近年来，公司营业收入相对稳定，营业利润率快速下降，财务费用对利润侵蚀明显，公司利润总额对财政补贴依赖性强，整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

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。2015~2017 年公司经营活动现金流入量快速增长，2017 年为 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。同期，公司现金收入比分别为 100.00%、101.38% 和 102.13%，公司收入实现质量较好。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增长，以购买商品、接受劳务支付的现金及往来款支出形成的支付其他与经营活动有关的现金为主。受往来款净流入影响，2017 年公司经营活动现金流量净额由负转正，为 6.43 亿元。

2015~2017 年，公司投资活动较少，以理财产品投资支出为主，投资活动现金流量净额分别为 -0.05 亿元、-2.68 亿元和 -6.06 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量有较大幅度波动，2016 年明显高于其他年度，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（主要包括财政局注入资金和往来款），2017 年公司筹资力度明显下降。同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还当年有息债务本息。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -1.09 亿元、27.66 亿元和 -0.24 亿元。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	56.78	59.11	72.76
经营活动现金流出小计	57.59	67.30	66.34
经营活动产生的现金流量净额	-0.81	-8.19	6.43
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-2.68	-6.06
筹资活动产生的现金流量净额	-1.09	27.66	-0.24
现金收入比	100.00	101.38	102.13

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年受往来款净流入影响，公司经营活动现金流由负转正，公司投资活动较少。但考虑到公司未来投资及还款的资金需求，公司仍存在一定的外部筹资压力。

6. 偿债能力

2015~2017年，公司流动比率分别为1564.85%、1826.46%和1432.95%，均保持在很高水平，公司资产中存货规模较大，速动比率分别为277.98%、466.36%和483.16%。2015~2016年，公司经营现金流动负债比为负，对流动负债没有保障能力；2017年公司经营现金流动负债比为33.35%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱。2017年底，公司现金类资产18.67亿元，对短期债务的保障能力较强。

2015~2017年，公司EBITDA不断增长，分别为7.65亿元、8.41亿元和8.58亿元，同期由于公司全部债务规模快速增长，全部债务/EBITDA不断上升，2017年为10.02倍。考虑到文登区政府在资金划入和财政补贴等方面给予公司持续的支持，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蓝海投资、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”）。其中公司对蓝海投资担保余额为35.00亿元，蓝海投资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，存在一定或有负债风险。

表 10 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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为10亿元，相当于2017年底公司长期债务和全部债务的12.98%和11.63%，对公司现有债务结构有很大影响。

2017年底，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分别为28.42%、26.16%和24.10%。以2017年底财务报表为基础，考虑10亿元“18文登专项债01”，预计本期债券发行后，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分别上升至32.41%、30.40%和28.57%，公司债务负担加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券设分期偿付条款，若在第5年末本期债券全部回售，则需偿付本金8亿元，为最高偿付金额。2015~2017年，公司EBITDA分别为最高偿付金额的0.96倍、1.05倍和1.07倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为最高偿付金额的7.10倍、7.39倍和9.10倍；同期，公司经营活动净现金流对最高偿付金额无保障能力。公司经营活动现金流入量对分期偿付本金的覆盖能力较强。

总体看，分期偿付条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券全部本金保障能力较强。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益。本期债券募集资金中有8亿元用于募投项目建设。募投项目预计2019年9月完工并开始运营，运营期20年。据公司提供的《可研报告》，假设本期债券于2019年发行，2020年起付息，同时考虑已发行的“18文登专项债01”进行测算。

该项目营业收入由四部分组成，相关假设

如下：

(1) 地下停车场14258个停车位，停车位平均收费每天早7点到晚7点按3元/小时，晚7点到早上7点按20元包夜算，停车率平均70%；

(2) 配套商业建筑面积11000m²，平均出租价格为2元/m²·日，平均出租率90%；

(3) 地下停车场设置充电桩数量为2140个，预计每个充电桩按每天工作1次估算，电动汽车平均耗电量30千瓦时/次·车，充电服务费按1.4元/千瓦时，年使用率20%，工作时间365天；

(4) 地下停车场出入口处设置LED电子屏11个，每个电子屏广告收入按25万元/年计，则电子屏广告牌年收入为275万元/年。地下停车场充电桩上设置平面广告区，共2140个，按每个充电桩广告收入0.5万元/年计，年收入为1070万元/年。地下停车场设置电视传媒广告，共设置220个，按每个电视传媒广告收入2万元/年计。

可行性研究报告对本期债券募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表11 本期债券募投项目经营现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	合计	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年
现金流入	259204	0	0	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564
其中：停车费	224400	0	0	20400	20400	20400	20400	20400	20400	20400	20400	20400	20400
房屋租赁	7953	0	0	723	723	723	723	723	723	723	723	723	723
充电桩	7216	0	0	656	656	656	656	656	656	656	656	656	656
广告位	19635	0	0	1785	1785	1785	1785	1785	1785	1785	1785	1785	1785
现金流出	215585	108120	72080	3475	3191	3191	3191	3191	3191	3191	3191	3191	3191
建设投资	180200	108120	72080	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流动资金	283	0	0	283	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营成本	20460	0	0	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860
营业税金及附加	14641	0	0	1331	1331	1331	1331	1331	1331	1331	1331	1331	1331
所得税前净现金流量	223819	0	0	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564	23564
“18文登专项债01”本息	76565	0	3850	3850	8850	8465	8080	7695	9810	9233	8655	8078	0
本期债券利息	44160	0	0	6400	6400	6400	5760	5120	4480	3840	2880	1920	960
本期债券本金（不发生回售）	80000	0	0			8000	8000	8000	8000	12000	12000	12000	12000
“18文登专项债01”专	200725	0	3850	10250	15250	22865	21840	20815	22290	25073	23535	21998	12960

与本期债券本息合计（不发生回售）													
当期现金流入对两期债券本息覆盖	1.29	--	--	2.30	1.55	1.03	1.08	1.13	1.06	0.94	1.00	1.07	1.82
当期净现金流对两期债券本息覆盖	--	--	--	1.96	1.34	0.89	0.93	0.98	0.91	0.81	0.87	0.93	1.57

资料来源：根据可行性研究报告整理

注：上表中的第1年指2017年10月至2018年9月，后续年度以此类推；“18文登专项债01”用于项目投资金额为5亿元，票面利率为7.70%，期限为10年，第3~6年末偿还本金的10%，第7~10年末偿还本金的15%；假设本期债券于2019年上半年发行，票面利率8%；上表中本金与利息仅指用于项目建设部分，合计本金13亿元。

“18 文登专项债 01”和本期债券（以下简称“两期债券”）中用于募投项目建设的资金合计为 13.00 亿元，该部分资金在债券存续期后 7 年还本付息的资金来源是募投项目收入。假定本期债券以票面利率 8.00%来测算，两期债券用于项目建设的资金需偿还的本息合计为 20.07 亿元。

两期债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表，两期债券存续期间募投项目累计现金流入量和项目运营期内所得税后净现金流量分别是25.93亿元和22.38亿元，对两期债券项目建设的资金本息合计（20.07亿元）偿还倍数分别是1.46倍和1.12倍，募投项目累计现金流入量、运营期所得税后净现金流能覆盖两期债券本息偿还。但募投项目的总收益水平受到当地经济的景气程度及项目实际运行效果影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

两期债券存续期内现金流分期保障分析

募投项目进入运营期后，项目收入对两期债券用于募投项目部分资金本息的覆盖倍数介于1.00倍~2.30倍之间，覆盖能力尚可。由于本期债券附设第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，如果投资人在第五末将持有的债券全部回售给公司，公司的集中兑付压力将加大。

总体上，可研报告测算收入时未考虑相关设施的培育周期，运营初期的使用率较高，项目收入的实现可能受到市场环境影响而具有不确定性，各年度本息的实际偿付能力有赖于募

投资项目收入预期的顺利实现。如果投资人在第五末将持有的债券全部回售给公司，公司集中偿付压力将加大。

十、本期债券保护条款

为保护投资者权益，公司采取了一系列措施，包括制定《债券持有人会议规则》，聘请交通银行股份有限公司威海文登支行（以下简称“监管银行”）作为债权代理人/监管银行，双方签订了《债权代理协议》、《2017年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券专项募集资金账户监管协议》（以下简称《专项募集资金账户监管协议》）、《2017年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券专项偿债资金账户监管协议》（以下简称《专项偿债资金账户监管协议》）。

根据《债权代理协议》的约定，监管银行作为本期债券的债权代理人，代理债券持有人行使权力，具体如下：（1）为维护本期债券债券持有人利益，在本期债券未能按期还本付息时，债权代理人代理本期债券债权人行使债务追偿权。（2）应为债券持有人的最大利益行事，不得利用作为债权代理人的地位而获得的有关信息为自己或任何其他第三方谋取不正当利益。（3）督促公司按本期债券募集说明书约定履行信息披露义务。（4）持续关注公司、担保人（若有）的资信状况，在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，公司通知债权代理人后，债权代理人应及时召集债券持有人会议。（5）

在债券存续期内，代表全体债券持有人勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务。

(6) 本期债券兑付兑息日后逾期一个月未偿付本息，债权人有权按债券持有人会议规则召集债券持有人大会，债券持有人有权要求提前偿付本息。(7) 若本期债券本息未按时偿付时，债权人有权代表本期债券债券持有人向公司追偿。(8) 债权人追偿所得款项扣除为执行《债权代理协议》所支出的包括但不限于催收费、诉讼费（仲裁费）、公告费、执行费、律师费、差旅费等必要费用后，如余款不足清偿全部本期债券本息时，则本期债券债券持有人依其各自债权比例受偿。

根据《专项募集资金账户监管协议》，公司有义务根据本期债券相关文件的约定使用募集资金。公司授权监管银行对募集资金账户内资金的使用情况进行全面监管，以确保募集资金的专款专用，保证募集资金的安全。如专项募集资金账户支出的资金用途与本期债券募集说明书中约定用途不符，监管银行有义务拒绝支付。监管银行应于每年兑付兑息日后 5 个工作日内，向公司、债权人及相关各方出具资金监管报告，报告内容应包括专项募集资金账户当期的资金使用支取、用途和账户余额情况。监管银行有义务在专项募集资金账户出现异常时立即书面通知公司、债权人及相关各方。

根据《专项偿债资金账户监管协议》，公司同意在监管银行开立账户，专项用于支付本期债券的本息。该账户不可提现，不开通网银。一切资金清算业务均通过柜台办理。偿债账户设立后，在本期债券存续期间，公司应在每年不晚于付息首日与/或兑付首日前第六个工作日 17:00 前将本期债券应付的利息与/或本金足额付至偿债账户。监管银行依据本期债券偿

还计划，于本期债券每年付息首日与/或兑付首日前第五个工作日，审查偿债账户中的资金是否能够足额支付当期利息与/或本金。公司不可撤销地授权监管银行将偿债账户的资金根据本期债券本息偿付的要求进行划付。如果监管银

行在本期债券每年付息首日与/或兑付首日前第五个工作日发现偿债账户余额不足，应当立即书面通知公司和本期债券主承销商并冻结账户，并敦促公司在付息首日与/或兑付首日前第四个工作日 17:00 前补足。若自监管银行书面通知之日起一个工作日内公司不能向偿债账户补足资金以确保本期债券当期应付本金和/或利息能够完全偿付的，监管银行有权从公司募集资金监管账户中划出相应资金至偿债账户。

十一、结论

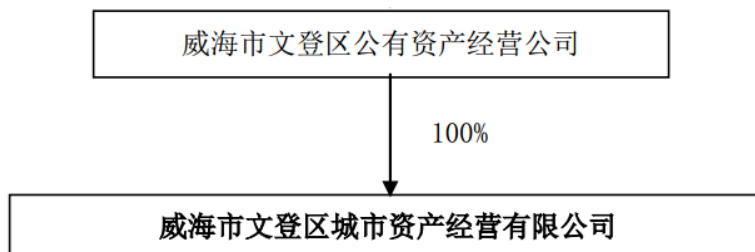
文登区地方经济和一般预算收入平稳增长，公司外部发展环境良好。公司作为威海市文登区重要的基础设施建设及运营主体，持续获得政府在资金划拨、政府债务置换、财政补贴等方面的外部支持。公司在建项目未来存在一定资本支出压力，且旅游和停车场等自营项目的收入实现存在一定不确定性。公司土地转让收入的返还比例变化使公司盈利能力下降，利润总额对财政补贴依赖性较大。

公司资产中存货和其他应收款规模较大，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。公司债务规模不断增长，但整体债务负担仍处于较低水平。考虑到公司未来投资及还款的资金需求，公司存在一定的外部筹资压力。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。

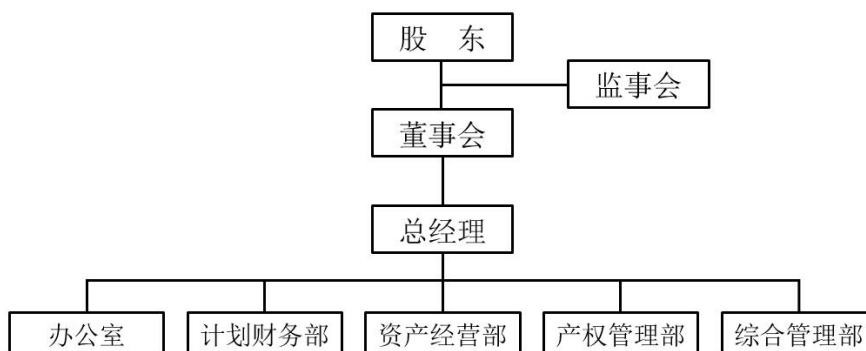
募投项目收益的实现受当地经济发展及项目运行情况影响具有不确定性。公司经营性现金流入对本期债券覆盖能力较强。本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中偿付压力。如果投资人在第五末将持有的债券全部回售给公司，可能增加公司的集中兑付压力。

综合分析，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 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 年底公司子公司情况

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 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。

联合资信评估有限公司关于 2019 年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停 车场建设专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

威海市文登区城市资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

威海市文登区城市资产经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对威海市文登区城市资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，威海市文登区城市资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注威海市文登区城市资产经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现威海市文登区城市资产经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对威海市文登区城市资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如威海市文登区城市资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对威海市文登区城市资产经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与威海市文登区城市资产经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。