信用等级公告

联合〔2020〕1681 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存续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，“19 文登专项债/19 文停债”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

二〇二〇年六月二十三日

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
http://www.lhratings.com

威海市文登区城市资产经营有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
19 文登专项债/19 文停债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 文登专项债/19 文停债	10 亿元	10 亿元	2029/03/04

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. “19 文登专项债/19 文停债”期限为 5+5 年，到期兑付日为投资者不行使回售选择权的到期兑付日

评级时间：2020 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是山东省威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体。跟踪期内，文登区经济平稳发展，公司持续得到威海市文登区政府在财政补贴方面的大力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、拟建项目投资规模较大、短期偿债压力有所加大、担保比率较高等可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对“19文登专项债/19文停债”的保障能力强。“19文登专项债/19文停债”设置了分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力。

公司是威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，未来随着威海市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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19文登专项债/19文停债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，威海市文登区经济稳定增长，地方财政实力较强，公司发展的外部环境良好。2019 年威海市文登区地区生产总值同比增长 2.3%，完成一般公共预算收入 45.14 亿元。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府在财政补贴方面的大力支持。
3. “19文登专项债/19文停债”设置了分期偿还条款，有效缓解了公司集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对“19文登专项债/19文停债”的保障能力强。

分析师： 黄琪融　车兆麒

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

关注

1. 公司拟建项目投资规模较大，存在一定投资压力。
2. 公司存货和其他应收款规模大，受限资产规模较大，资产流动性较弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，短期偿债压力有所加大。
4. 公司担保比率较高，存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	18.67	7.61	3.98
资产总额(亿元)	338.92	320.62	333.94
所有者权益(亿元)	242.59	247.03	252.35
短期债务(亿元)	8.90	10.22	13.82
长期债务(亿元)	79.19	55.97	56.37
全部债务(亿元)	88.09	66.19	70.19
营业收入(亿元)	25.68	27.34	26.65
利润总额(亿元)	4.33	4.43	4.06
EBITDA(亿元)	8.58	8.57	7.28
经营性净现金流(亿元)	6.43	6.84	-12.94
现金收入比(%)	102.13	95.44	104.39
营业利润率(%)	3.58	10.63	5.36
净资产收益率(%)	1.78	1.79	1.61
资产负债率(%)	28.42	22.95	24.43
全部债务资本化比率(%)	26.64	21.13	21.76
流动比率(%)	1432.95	1315.00	1119.61
速动比率(%)	483.16	399.92	173.70
经营现金流动负债比(%)	33.35	34.62	-47.49
现金短期债务比(倍)	2.10	0.74	0.29
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	1.76	2.08
全部债务/EBITDA(倍)	10.27	7.72	9.64
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	323.53	304.56	318.94
所有者权益(亿元)	242.63	247.03	252.93
全部债务(亿元)	71.20	49.30	53.03
营业收入(亿元)	25.68	27.34	26.63
利润总额(亿元)	4.33	4.40	4.76
资产负债率(%)	25.01	18.89	20.70
全部债务资本化比率(%)	22.69	16.64	17.33
流动比率(%)	1431.74	1387.02	1168.75
经营现金流动负债比(%)	114.46	54.25	-42.78

注：其他应付款中有息部分已计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 文登专项债/19 文停债跟踪	AA	AA	稳定	2019/06/20	赵起锋、车兆麒	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 文登专项债/19 文停债	AA	AA	稳定	2019/01/21	何光美、赵起锋、马玉丹	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营范围和实际控制人未发生变化，控股股东变更。2019 年 11 月，公司控股股东由威海市文登区公有资产经营公司变更为威海市文登区国有资产管理局（以下简称“文登区国资局”）；2020 年 1 月，文登区国资局更名为威海市文登区国有资产服务中心（以下简称“国资服务中心”）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，国资服务中心为公司唯一股东。公司实际控制人为威海市文登区人民政府。

截至2019年底，公司本部内设办公室、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。公司拥有纳入合并范围的子公司5家。

截至2019年底，公司资产总额333.94亿元，所有者权益合计252.35亿元（其中少数股东权益0.01亿元）；2019年，公司实现营业收入26.65亿元，利润总额4.06亿元。

公司注册地址：山东省威海市文登区天福办世纪大道146号；法定代表人：李海强。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评的“19 文登专项债/19 文停债”尚需偿还债券余额为 10.00 亿元。跟踪期内，公司已按时足额支付“19 文登专项债/19 文停债”应付利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

名称	余额	起息日	期限	票面利率
19 文登专项债/19 文停债	10.00	2019/03/04	5+5	7.50

资料来源：联合资信整理

“19 文登专项债/19 文停债”于 2019 年 3 月 4 日公开发行，募集资金 10.00 亿元，按年付息，分期还本，附设第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。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 年末行使回售选择权，则第 3 年末、第 4 年末分别兑付本金的 10%，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%。

截至 2019 年底，“19 文登专项债/19 文停债”募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二

季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第

一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、

农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业

的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40

号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降

		知	低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，威海市文登区经济稳步发展，地方财政实力较强，公司发展的外部环境良好。

根据威海市文登区统计局发布的数据，2019 年，文登区地区生产总值同比增长 2.3%，固定资产投资同比下降 11.2%，规模以上工业增加值同比增长 1.9%。

根据《关于威海市文登区 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算（草案）的报告》，2019 年，文登区完成一般公共预算收入 45.14 亿元，其中税收收入 32.50 亿元；同期，文登区一般公共预算支出 57.01 亿元。2019 年，文登区完成政府性基金收入 144.76 亿元，其中国有土地使用权出让收入 144.04 亿元。截至 2019 年底，文登区政府债务限额 151.61 亿元，政府债务余额 143.58 亿元，其中一般债务余额 35.42 亿元、专项债务余额 108.15 亿元。

根据《文登区 2020 年第一季度经济运行

情况分析》，2020 年 1—3 月，文登区地区生产总值同比下降 5.3%，固定资产投资同比下降 6.9%；文登区一般公共预算收入同比下降 13.7%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续得到文登区政府在财政补贴方面的大力支持。

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基础设施建设企业，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。

跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得政府支持。2019 年，公司收到政府补助 5.55 亿元，反映在“其他收益”中。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：3710040000178337），截至 2020 年 5 月 27 日，公司本部不存在未结清的不良信贷情况；已结清信贷记录中，有 5 笔已结清的关注类贷款，根据银行出具的说明，其中文登农村信用合作社联社的 1 笔关注类贷款系信贷员操作失误，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司控股股东和高管发生变化，其他方面无重大变化。

2019 年 11 月，根据《关于无偿划转威海市文登区城市资产经营有限公司国有股权的通知》（威文国资字〔2019〕53 号），威海市文登区公有资产经营公司将持有的公司 100%股权无偿划转至文登区国资局。2020 年 1 月，根据《中共威海市文登区委、威海市文登区人民政府关于威海市文登区机构改革的实施意见》《威海市委编办关于威海市文登区部分科级事业单位调整的批复》（威编办〔2019〕3 号）和《关于调整承担行政职能事业单位的通知》（威编办〔2019〕1 号），文登区国资局更名为国资服务中心。截至报告出具日，国资服务中心为公司唯一股东。

2019 年 11 月，根据《关于威海市文登区城市资产经营有限公司任免职的通知》（威文国资字〔2019〕53 号），石友财不再担任公司董事长，许泉璞不再担任公司总经理，李海强任公司董事长兼总经理。

李海强先生，省高等教育自学考试大学学历；历任文登市教育房地产开发公司技术员，文登市行政审批服务中心业务督查科科员，文登市行政审批服务中心管理办公室业务督查科副科长、科长，文登市建设局南海分局科员、工程科科长，文登市城乡建设局南海分局工程科科长，文登市城乡建设局南海新区分局工程科科长，文登市城乡建设局总工程师，威海市文登区城乡建设局总工程师，威海市文登区交通运输局公路建设管理处副主任、主任，威海市文登区市政工程管理处主任；现任公司董事长、法定代表人。

跟踪期内，除公司控股股东变更和上述高管变动外，公司法人治理结构、管理体制和管理制度的其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入主要来自工程转让收入，收入规模同比略有下降；受土地转让业务毛利率大幅下降的影响，公司综合毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 26.65 亿元，同比下降 2.54%，其中基础设施项目的工程转让收入 20.42 亿元，仍为公司收入的主要来源。同期，公司土地转让收入 5.15 亿元，同比增长 23.40%，主要系公司转让土地规模较大所致。2019 年，受合并范围变化的影响，公司新增其他收入，规模较小。

受土地转让业务毛利率大幅下降的影响，2019 年，公司综合毛利率同比下降 6.58 个百分点至 10.81%。2019 年，工程转让毛利率为 11.84%，同比变化不大；土地转让毛利率为 0.03%，同比下降 41.45 个百分点，主要系国土资源局回收补偿价格较低所致。

表 4　公司营业收入构成和毛利率情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程转让	22.10	80.84	11.63	20.42	76.62	11.84
土地转让	4.17	15.25	41.48	5.15	19.31	0.03
房租收入	1.07	3.91	42.43	1.07	4.01	42.43
其他	--	--	--	0.01	0.05	53.45
合计	**27.34**	**100.00**	**17.39**	**26.65**	**100.00**	**10.81**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司工程转让收入有所下降，公司已完工代建项目投入规模较大，后续依赖政府或当地国有企业的支付进度。

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。公司的基础设施建设项目主要采用代建模式。公司与文登区政府签订项目代建协议，文登区政府按实际发生成本加上一定的利润（10%~25%）支付代建资金，公司确认营业收入。2019 年公司实现工程转让收入 20.42 亿元，主要来自文登市昆嵛山文化旅游开发项目和昌阳河综合治理工程，资金已全部到位。

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 2019 年底，公司存货中已完工代建项目 115.97 亿元，未来政府或当地国有企业将逐年回购代建项目。

截至 2019 年底，公司暂无在建及拟建的基础设施代建项目。

（2）其他业务

跟踪期内，威海市文登区停车场设施建设项目已完工，尚未产生收入；公司土地转让收入有所增长，受国土资源局回收补偿价格较低的影响，毛利率大幅下降；公司房租收入和毛利率同比无变化。

公司其他业务包括停车场建设项目开发、土地转让业务和房屋租赁业务。

威海市文登区停车场设施建设项目是“19 文登专项债/19 文停债”的募投项目，将依靠项目自身经营收入进行资金平衡。截至 2019 年底，项目已完工，累计完成投资 19.10 亿元。

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，直接通过土储进行出让，土地出让金由文登区财政局返还给公司，公司土地转让收入由土地出让返还构成。2019 年，公司共转让 4 宗土地，确认土地转让收入 5.15 亿元，返还资金已全部到位。截至 2019 年底，公司拥有可供出售的土地约 1407.16 万平方米，土地资产账面价值合计 145.58 亿元，其中存货中 1373.46 万平方米，账面价值 139.55 亿；投资性房地产中 33.70 万平方米，账面价值 6.03 亿元。返还比例的变化可能对公司盈利能力产生影响。

房租收入是政府划入的房产租金收入，公司根据区财政局每年下发的结算文件确定收入金额。2019 年，公司确认的不含税房租收入为 1.07 亿元，与上年持平。

截至 2019 年底，公司主要拟建的自营项目为西洋参产业园项目，计划总投资 15.05 亿

元，原计划于 2019 年 9 月开工建设并于 2021 年 8 月竣工投入运营，由于资金尚未到位，目前尚未开工。根据项目可研报告初步测算，2022—2026 年，该项目可实现销售收入 21.46 亿元，其中初加工车间及仓储物理库的销售收入 11.20 亿元，深加工车间销售收入 4.50 亿元，交易展示及科创中心销售收入 5.76 亿元。公司未来存在一定的投资支出压力。

3. 未来发展

未来，公司将以市政建设为基础，保持市政建设收入的持续稳定增长，同时开展多元化经营；后续将优化融资结构，拓宽融资渠道，完善融资管理；加强日常管理，依法经营，规范运作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的子公司共计5家。2019年，公司合并范围新增3家子公司，均为无偿划转。上述3家子公司规模较小，对公司财务数据可比性的影响小。

截至2019年底，公司资产总额333.94亿元，所有者权益合计252.35亿元（其中少数股东权益0.01亿元）；2019年，公司实现营业收入26.65亿元，利润总额4.06亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成主要是以土地和已完工代建项目成本为主的存货，其他应收款规模较大对公司资金形成占用，受限资产规模较大。总体看，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 333.94 亿元，较 2018 年底增长 4.15%。从资产结构看，公司资产仍以流动资产为主且流动资产占比有所提高，2019 年底流动资产和非流动资产分别占比 91.36%和 8.64%。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应收款	69.79	21.77	42.41	12.70
存货	180.88	56.42	257.75	77.18
流动资产	**259.93**	**81.07**	**305.08**	**91.36**
投资性房地产	26.20	8.17	25.59	7.66
在建工程	31.69	9.88	--	--
非流动资产	**60.69**	**18.93**	**28.86**	**8.64**
资产总额	**320.62**	**100.00**	**333.94**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 305.08 亿元，较 2018 年底增长 17.37%，主要系存货增加所致；从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 13.90%）和存货（占 84.49%）构成。2019 年底，公司货币资金 3.98 亿元，较 2018 年底下降 47.64%，主要系购买土地、偿还债务和项目投入所致，无受限货币资金；新增预付款项 5.00 万元，主要系新增子公司的预付款项；应收账款 0.93 亿元，较 2018 年底下降 44.17%，主要系公司收到威海金峰旅游开发有限公司支付的部分项目转让款；其他应收款 42.41 亿元，较 2018 年底下降 39.22%，主要系公司回收部分威海庆文实业有限公司的往来款，从应收对象来看，2019 年底公司其他应收款前 5 名占比为 75.80%，集中度高，但由于前 5 名均为政府机构及政府下属国有企业，收回风险较低，未计提坏账准备；存货 257.75 亿元，较 2018 年底增长 42.50%，主要系公司购买土地以及在建工程完工转入开发产品所致，公司存货主要由开发产品 115.97 亿元（主要为已完工代建项目成本）和土地使用权 139.55 亿元构成。

2019 年底，公司非流动资产 28.86 亿元，较 2018 年底下降 52.45%，主要系在建工程转入存货所致；从构成看，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.56%）和投资性房地产

（占 88.66%）构成。2019 年底，公司投资性房地产 25.59 亿元，较 2018 年底下降 2.35%，主要系折旧和摊销所致；固定资产 0.47 亿元，较 2018 年底增加 0.47 亿元，主要系新增子公司的固定资产所致；在建工程较 2018 年底下降 100.00%，主要在建工程完工转入开发产品所致。

2019 年底，公司受限资产合计 65.22 亿元，占资产总额的 19.53%，其中用于抵押的土地使用权 65.14 亿元、用于抵押的投资性房地产 0.07 亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定，债务规模有所增长，整体债务负担较轻。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 252.35 亿元（其中少数股东权益 0.01 亿元），较 2018 年底增长 2.16%，主要系新增子公司导致公司资本公积和未分配利润增加，其中实收资本占 3.96%、资本公积占 80.95%、未分配利润占 13.54%。

负债

2019 年底，公司负债总额 81.58 亿元，较 2018 年底增长 10.85%。其中，流动负债占 33.40%，非流动负债占 66.60%。

2019 年底，公司流动负债 27.25 亿元，较 2018 年底增长 37.85%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 33.26%）和一年内到期的非流动负债（占 50.71%）构成。2019 年底，公司其他应付款 9.06 亿元，较 2018 年底增长 53.56%，主要系公司与威海森威实业有限公司的往来款增加所致；一年内到期的非流动负债 13.82 亿元，较 2018 年底增长 35.23%，主要系一年内到期的应付债券增长所致。

2019 年底，公司非流动负债 54.34 亿元，较 2018 年底变化不大；从构成看，非流动负债主要由长期借款（占 44.59%）和应付债券（占 55.21%）构成。2019 年底，公司长期借款 24.23 亿元，较 2018 年底下降 21.41%，主要系公司偿还部分债务所致；应付债券 30.00 亿元，较 2018 年底增长 30.43%，主要系公司发行“2019 年度第一期债权融资计划”和“19 文登专项债/19 文停债”所致；新增专项应付款 0.11 亿元，全部为威海市文登区机关事务管理局拨付的公用车专用燃油费。

表6 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
短期债务	10.22	13.82
长期债务	55.97	56.37
全部债务	66.19	70.19
长期债务资本化比率	18.47	18.26
全部债务资本化比率	21.13	21.76
资产负债率	22.95	24.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从有息债务看，2019 年底，公司全部债务 70.19 亿元，较 2018 年底增长 6.04%。2019 年底公司债务结构仍以长期债务为主，公司短期债务和长期债务占全部债务的比重分别为 19.69%和 80.31%。从财务指标看，2019 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 24.43%、21.76%和 18.26%，较 2018 年底分别变动 1.48 个、0.63 个和-0.21 个百分点。从债务期限看，2020—2022 年，公司分别需偿还债务 13.84 亿元、14.28 亿元和 13.73 亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和营业利润率均有所下降，期间费用控制能力有所提升，公司利润总额对政府补助依赖程度高。

2019 年，公司实现营业收入 26.65 亿元，同比下降 2.54%，主要系工程转让收入下降所致；同期，公司营业成本 23.77 亿元，同比增长 5.22%。

表 7　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
营业收入	27.34	26.65
其他收益	4.60	5.55
营业利润	4.43	4.14
利润总额	4.43	4.06
营业利润率	10.63	5.36
总资本收益率	2.54	2.06
净资产收益率	1.79	1.61

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司期间费用2.83亿元，同比下降12.45%，主要由财务费用构成。公司期间费用占营业收入比重为10.60%，同比下降1.20个百分点。

2019 年，公司获得政府补助 5.55 亿元，计入“其他收益”。2019 年，公司实现利润总额 4.06 亿元，同比下降 8.31%，公司利润总额对政府补助依赖性强。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 5.36%、2.06%和 1.61%，同比分别下降 5.27 个、0.48 个和 0.18 个百分点。

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流呈现净流出状态，公司收入实现质量较好，投资活动较少，筹资活动现金流呈净流入状态。

从经营活动看，2019年，公司经营活动现金流入79.62亿元，同比下降6.28%，主要为公司与政府机构及政府下属国有企业的往来款规模下降（反映在“收到其他与经营活动有关的现金”）所致；公司现金收入比为104.39%，收入实现质量较好。同期，公司经营活动现金流出92.56亿元，同比增长18.50%，主要系公司购买土地支付的资金规模较大（反映在“购买商品、接受劳务支付的现金”）所致。2019年，公司经营活动现金流量净额为-12.94亿元，同比减少19.78亿元。

从投资活动看，受理财产品购买和赎回规模影响，2019年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动现金流量净额为-0.02亿元。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现金流入27.33亿元，同比增长71.06%，主要系公司发行债券和收回拆借款（反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”）所致；同期，公司筹资活动现金流出18.00亿元，同比下降55.04%，主要系偿还债务本息规模有所下降所致。2019年，公司筹资活动现金流量净额由负转正，为9.33亿元。

表8　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	84.95	79.62
经营活动现金流出	78.11	92.56
经营活动净现金流	6.84	-12.94
投资活动净现金流	6.16	-0.02
筹资活动净现金流	-24.06	9.33
现金收入比	95.44	104.39

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标一般，担保比率较高，考虑到公司的重要地位且持续得到文登区政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为1119.61%和173.70%，较2018年底分别下降195.39个和226.22个百分点。2019年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2019年底，公司现金短期债务比为0.29倍。公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为7.28亿元，全部债务/EBITDA为9.64倍，EBITDA利息倍数为2.08倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至2019年底，公司共获得银行授信额度32.12亿元，已使用额度30.82亿元，尚未使用授信额度1.30亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年底，公司对外担保余额80.94亿元，担保比率为32.08%，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。除对国有企业进行担保外，公司还对3家民营企业进行了担保，担保余额合计1.19亿元，目前上述3家企业经营正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表9　2019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	34.02	国企
威海市文登区水利建设开发有限公司	25.91	国企
威海市文登区交通建设开发有限公司	4.10	国企
威海市文登热电厂有限公司	0.15	国企
威海蓝创建设投资有限公司	5.00	国企
威海市文登区市政工程管理处	0.30	国企
威海创文建设工程有限公司	0.49	国企
威海富德装饰工程有限公司	0.46	国企
威海文盛石材有限公司	0.64	国企
文登市进马绿化工程有限公司	0.49	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
山东众音化学科技有限公司	0.30	民营企业
文登金滩投资管理有限公司	8.20	国企
合计	**80.94**	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

7．母公司财务分析

母公司资产和营业收入占合并口径比例高；母公司所有者权益稳定性较好，债务负担较轻。

2019年底，母公司资产总额为318.94亿元，较2018年底增长4.72%；其中，流动资产占比为86.43%，非流动资产占比为13.57%。从构成看，流动资产主要由存货和其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

2019年底，母公司所有者权益为252.93亿元，较2018年底增长2.39%；其中，实收资本占3.95%，资本公积占80.70%，未分配利润占13.81%。母公司所有者权益较为稳定。

2019年底，母公司负债总额66.01亿元，较2018年底增长14.75%；其中，流动负债占35.73%，非流动负债占64.27%。从构成看，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019年底，母公司资产负债率为20.70%，较2018年底增长1.81个百分点。

2019年，母公司实现营业收入26.63亿元，利润总额4.76亿元；同期，营业成本为23.76亿元。2019年，母公司净利润为4.76亿元，同比增长8.12%。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券“19文登专项债/19文停债”债券余额10.00亿元。2019年，公司经营活动现金流量净额为负，对存续债券无保障能力；EBITDA和经营活动现金流入量分别为7.28亿元和79.62亿元，对“19文登专项债/19文停债”余额的覆盖倍数分别为0.73倍和7.96倍。

“19文登专项债/19文停债”设分期偿付条款，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。若投资者在第5年末选择行权，则公司当年最高偿付本金8.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为公司单年最高偿付本金的0.91倍和9.95倍。

“19文登专项债/19文停债”募投项目的收入来源主要是停车费收入、配套商业用房租金收入、充电服务收入和广告收入，预计在“19文登专项债/19文停债”存续期（不发生回售）内总收入为25.92亿元，对“19文登专项债/19文停债”余额的覆盖倍数为2.59倍。截至2019年底，募投项目已完工，尚未产生收入，较原预期进度有所滞后，未来收入实现易受市场环境及项目运营效果的影响。

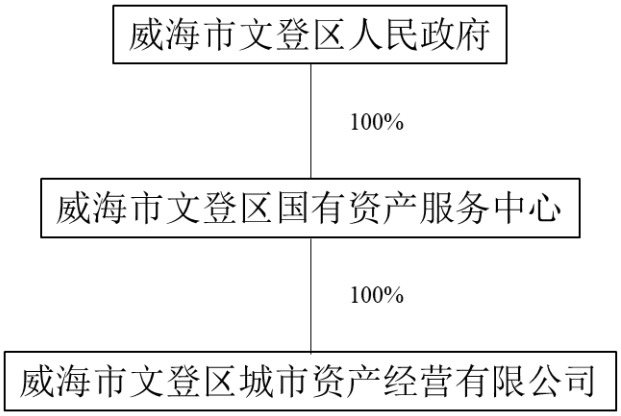
总体看，分期偿付条款设置有效降低了公司的集中偿付压力；公司经营活动现金流入量对“19文登专项债/19文停债”余额和单年最高偿付本金的保障能力很强。募投项目在“19文

登专项债/19文停债”存续期（不发生回售）内总收入对债券余额的保障能力较强。

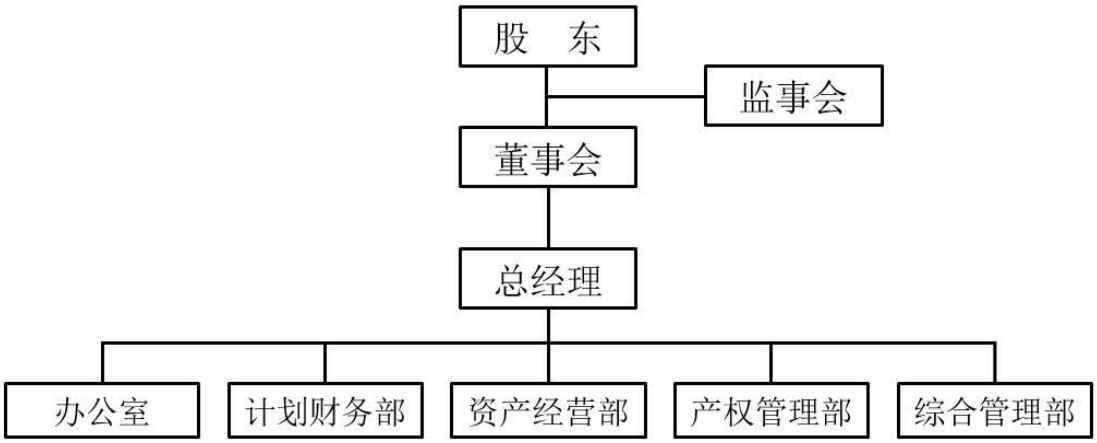
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 文登专项债/19 文停债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司纳入合并范围的子公司情况

（单位：万元、%）

公司名称	业务性质	注册资本	经营范围	持股比例		表决权比例
				直接	间接	
威海泰宏实业有限公司	工程建设	50000.00	防腐、保温、输气、输油、排水用管道生产销售；管道工程、给排水工程、暖通工程、水电暖工程施工；土地开发整理和经营；市政工程、路面路基工程施工；房地产开发、经营；室内外装饰工程施工；水利工程施工；旅游景区开发、经营、管理；备案范围内的货物进出口。	100.00	--	100.00
威海汇昌建设发展有限公司	工程建设	71400.00	土木工程、房屋建筑工程、市政工程、路面路基工程、棚户区改造工程、水利工程、桥梁工程、室内外装饰工程施工；土地开发整理和经营。	70.03	--	70.03
威海市文登昆旸交通服务有限公司	租赁业	100.00	汽车租赁。	100.00	--	100.00
威海昆嵛水利设计有限公司	专业技术服务业	52.00	水利、工业及民用工程勘察设计。	51.00	--	51.00
威海舜盛建设工程有限公司	农业	4000.00	市政工程、水利水电工程、土石方工程、公路工程、桥梁工程、给排水工程、园林绿化工程、照明工程的施工及维护；园林规划设计；苗木、花卉栽植及销售；车辆租赁。	100.00	--	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2-1　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.67	7.61	3.98
资产总额(亿元)	338.92	320.62	333.94
所有者权益(亿元)	242.59	247.03	252.35
短期债务(亿元)	8.90	10.22	13.82
长期债务(亿元)	79.19	55.97	56.37
全部债务(亿元)	88.09	66.19	70.19
营业收入(亿元)	25.68	27.34	26.65
利润总额(亿元)	4.33	4.43	4.06
EBITDA(亿元)	8.58	8.57	7.28
经营性净现金流(亿元)	6.43	6.84	-12.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	*	32.95	20.61
存货周转次数(次)	0.12	0.12	0.11
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.08
现金收入比(%)	102.13	95.44	104.39
营业利润率(%)	3.58	10.63	5.36
总资本收益率(%)	2.41	2.54	2.06
净资产收益率(%)	1.78	1.79	1.61
长期债务资本化比率(%)	24.61	18.47	18.26
全部债务资本化比率(%)	26.64	21.13	21.76
资产负债率(%)	28.42	22.95	24.43
流动比率(%)	1432.95	1315.00	1119.61
速动比率(%)	483.16	399.92	173.70
经营现金流动负债比(%)	33.35	34.62	-47.49
现金短期债务比(倍)	2.10	0.74	0.29
全部债务/EBITDA(倍)	10.27	7.72	9.64
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	1.76	2.08

注：其他应付款中有息部分已计入长期债务；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 2-2　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.61	6.51	3.78
资产总额(亿元)	323.53	304.56	318.94
所有者权益(亿元)	242.63	247.03	252.93
短期债务(亿元)	8.90	10.00	10.60
长期债务(亿元)	62.30	39.30	42.43
全部债务(亿元)	71.20	49.30	53.03
营业收入(亿元)	25.68	27.34	26.63
利润总额(亿元)	4.33	4.40	4.76
EBITDA(亿元)	8.46	8.55	7.46
经营性净现金流(亿元)	21.30	9.89	-10.09
财务指标			
销售债权周转次数(次)	*	32.95	21.43
存货周转次数(次)	0.12	0.12	0.12
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.09
现金收入比(%)	102.13	95.44	104.40
营业利润率(%)	3.60	10.63	5.33
总资本收益率(%)	2.50	2.68	2.23
净资产收益率(%)	1.79	1.78	1.88
长期债务资本化比率(%)	20.43	13.73	14.36
全部债务资本化比率(%)	22.69	16.64	17.33
资产负债率(%)	25.01	18.89	20.70
流动比率(%)	1431.74	1387.02	1168.75
速动比率(%)	447.93	394.83	232.20
经营现金流动负债比(%)	114.46	54.25	-42.78
现金短期债务比(倍)	1.75	0.65	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	8.42	5.77	7.11
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	2.28	2.64

注：标示*号的数据因分母为零，数据无意义

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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　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。

附件 4-3　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