

信用等级公告

联合[2016]1289号

威海市文登区蓝海投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年威海市文登区蓝海投资开发有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

**威海市文登区蓝海投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

威海市文登区蓝海投资开发有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA_{+pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年八月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2016年威海市文登区蓝海投资开发有限公司 15亿元公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA+_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：15亿元

债券期限：7年

还本付息方式：每年付息一次，从存续期的第3个计息年度开始，每年偿还本金的20%；最后五年每年的利息随当年本金的兑付一起支付

发行目的：全部用于安置房项目建设

担保方：重庆进出口信用担保有限公司

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证

评级时间：2016年8月10日

主要财务数据：

发行人

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	31.19	43.60	114.74
所有者权益(亿元)	13.77	17.30	75.89
长期债务(亿元)	4.07	2.00	20.00
全部债务(亿元)	4.30	9.71	30.87
营业收入(亿元)	15.25	28.97	23.75
净利润(亿元)	1.50	1.15	1.93
EBITDA(亿元)	2.18	2.06	3.72
经营性净现金流(亿元)	-4.31	2.03	-10.41
营业利润率(%)	1.40	1.40	1.40
净资产收益率(%)	--	7.40	4.14
资产负债率(%)	55.84	60.33	33.86
全部债务资本化比率(%)	23.79	35.95	28.91
流动比率(倍)	134.57	122.04	273.35
EBITDA全部债务比(倍)	0.51	0.21	0.12
EBITDA/本次发债额度(倍)	6.54	4.44	3.99

担保方：重庆进出口信用担保有限公司

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	36.93	43.23	48.47
所有者权益(亿元)	26.21	29.49	31.92
营业收入(亿元)	6.22	7.87	5.12
净利润(亿元)	2.89	3.31	2.88
资产负债率(%)	29.03	31.79	34.15

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、由于公司未提供2012年审计报告，故2013年相关指标无法计算。
注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在外部经营环境、政府支持等方面的显著优势。同时联合评级也关注到公司盈利能力弱、其他应收款对资金占用大、资产流动性差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

威海市文登区经济的稳定发展为公司各经营板块提供了良好的外部环境，公司未来收入规模和利润水平有望继续提升。公司获得政府的长期稳定支持对公司整体偿债能力形成良好支撑。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由重庆兴农融资担保集团有限公司提供分保，显著提升了本次债券本息偿还的安全性。另外，本次债券设置了分期偿付条款，有助于降低本次债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 威海市文登区近年来经济平稳发展，政府财政实力不断增强，公司经营外部环境良好。

2. 公司作为威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体之一，在资本金注入、资产划拨、项目资本金划拨、财政补贴等多方面均获得了威海市文登区政府的大力支持。

3. 重庆进出口信用担保有限公司的担保，及重庆兴农融资担保集团有限公司的分保，显著地提升了本次债券本息偿还的安全性；本次

债券设置分期偿还条款，一定程度上降低未来集中偿付压力。

关注

1. 公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。
2. 公司资产构成中在建工程、无形资产占比较大，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱。
3. 公司近年来债务规模迅速增长，面临较大筹资压力。公司重大项目投资规模较大，存在较强的对外融资需求。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由威海市文登区蓝海投资开发公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因威海市文登区蓝海投资开发公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与威海市文登区蓝海投资开发公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对威海市文登区蓝海投资开发公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



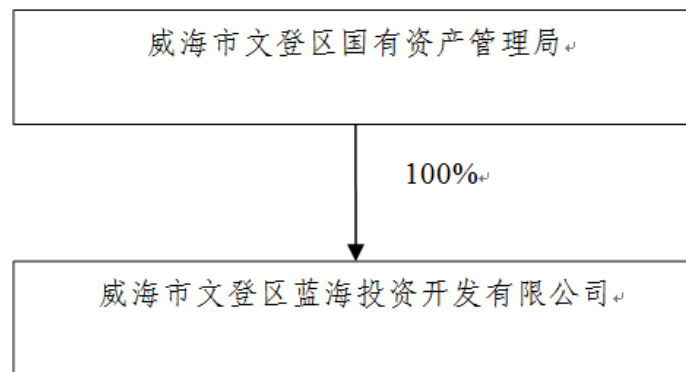
联合信用评级有限公司

一、主体概况

威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区国有资产管理局（以下简称“文登国资局”）全资子公司。公司于2012年4月13日在威海市文登区市场监督管理局完成工商注册，由威文登国资局和威海市宇程建安置业有限责任公司共同出资成立，注册资本为10,000万元，实收资本为10,000万元，其中文登国资局持股90%，威海市宇程建安置业有限责任公司持股10%。2014年文登市市政区，于2014年4月28日变更单位名称为威海市文登区蓝海投资开发有限公司。2015年3月3日，文登国资局以1,000万元购买威海市宇程建安置业有限责任公司持有的公司10%的股权，文登国资局持有公司100%股权。2015年4月3日，文登国资局对公司增加注册资本40,000万元，变更后的注册资本为50,000万元，实收资本为50,000万元。本次增资由文登同兴联合会计师事务所出具文同兴内验资（2015）第008号验资报告审验。

截至2015年底，公司注册资本人民币5.00亿元，实收资本人民币5.00亿元，威海市文登区国有资产管理局为公司全资股东。公司的实际控制人为威海市文登区人民政府。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：以自有资金在法律法规允许范围内对外投资、投资项目管理；房地产开发、经营；园林绿化；市政工程建设；管道设备安装；对文化旅游业的开发；棚户区改造、农民集中住房和水利工程建设；海域使用权出租。

截至2015年底，公司没有下属子公司。公司设有办公室、投融资部、工程管理部、计划财务部以及特许经营部5个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额114.74亿元，负债总额38.86亿元，所有者权益75.89亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015年公司实现营业收入23.75亿元，净利润1.93亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-10.41亿元，现金及现金等价物净增加额1.06亿元。

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

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行公司债券15亿元（以下简称“本次债券”），期限为7年。本期债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。

当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

本次债券由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由重庆兴农融资担保集团有限公司提供分保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金15亿元，计划全部投资于威海市文登区安置房建设项目：

表1 本次债券项目建设情况（单位：万元，%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目投资总额比例
威海市文登区安置房建设项目	300,277.18	150,000.00	49.95

资料来源：项目可研报告

（1）项目整体概况

威海市文登区安置房建设项目

项目拟在文登区天福雅苑社区、天福凉水湾社区、营南庄社区、营南社区、天福峰西社区、天福(中、东、西)渠格社区、天福架子山社区等7个社区建设。项目具体建设内容根据公司列入省棚改计划当中的城中村的实际情况来确定。

项目总占地面积618,569平方米，总建筑面积767,436平方米，其中安置区建筑面积416,200平方米，商业配套建筑面积128,236平方米，地下停车场223,000平方米。地上停车场50,000平方米及立体停车场28,000平方米，停车场总面积301,000平方米。停车位共计13,800个，其中地下停车位7,000个，地上停车位2,000个及立体停车位4,800个。项目配套建设给排水工程、供电工程、热力工程、燃气工程、消防工程等。

项目整体批复情况

威海市文登区发展和改革委员会（以下简称“文登发改局”）以《关于文登区安置房建设项目的核准意见》（威文发改审核字[2016]7号）文件批准了项目可研报告。

根据文登国土资源局出具的《关于威海市文登区安置房建设项目用地的预审意见》，项目用地符合土地利用总体规划。天福凉水湾社区、营南庄社区、天福峰西社区、天福(中、东、西)渠格社区、天福架子山社区项目均已获得文登区环境保护局的《项目环境影响报告书的批复》（文环审表【2016】3-20号、文环审表【2016】3-21号、文环审表【2016】3-22号、文环审表【2016】3-23号、文环审表【2016】3-24号）的批准。天福雅苑社区、营南社区已取得《山东省建设项目环境影响评价承诺备案回执》（文环备2016-3-5号和文环备2016-3-5号）。

资金筹措与经济效益

项目总投资300,277.18万元，拟申请融资贷款210,000万元。其余投资共计90,277.18万元，由企业自筹解决，全部作为资本金，占总投资的30.06%。

本项目开发周期7年，计划建设期为2年，根据项目总投资及项目实施进度计划的安排，项目在开发建设期第一年投入131,586.33万元，第二年投入168,690.85万元。

根据可行性研究报告，项目总收入38.65亿元，其中住宅安置房销售收入10.82亿元，商业配套房销售收入15.39亿元，地下停车位收入7.00亿元，地上及立体停车位5.44亿元。①安置房以成本价确定销售价格，由居民自行购入并由政府对其进行一定补贴。按2,600元/平方米测算，可实现10.82亿元收入。②可销售商业配套房建筑面积12.82万平方米，预计平均销售单价12,000元/平方米，经测算，商业配套房销售预计收入15.39亿元。③对外出售车位部分，

地下车位 7,000 个，预计销售单价 10 万元/个；地上停车位 2,000 个和立体停车位 4,800 个，预计销售单价 0.8 万元/个，经测算，地下、地上及立体停车位销售预计收入共 12.44 亿元。

表2 安置房建设项目收入估算

项 目	单价 (元/m ²)	面积	合计收入 (万元)
住宅安置房	2,600	41.62 万 m ²	108,212.00
商业配套房	12,000	12.8236 万 m ²	153,883.20
地下停车位	100,000	7000 个	70,000.00
地上停车位及立体停车位	80,000	6800 个	54,400.00
合 计	--	--	386,495.20

资料来源：项目可研报告

看，根据可行性研究报告的测算，项目自身收入 38.65 亿元，扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为 4.91 亿元，所得税后利润为 3.68 亿元。项目收入可以覆盖项目成本。

项目建设进度

根据威海市文登区安置房建设项目可行性研究报告（以下简称“可行性研究报告”），项目开发期7年，其中开发建设期2年，即2016年5月至2018年4月，开发经营期5年，即2018年5月至2023年4月。

截至2016年3月底，已完成项目的选址、用地预审、环评、节能评估和可行性研究报告的编制及批复，正在着手准备施工许可手续的办理。

(2) 结论

上述项目完成后，将推动威海市文登区城镇化的有序发展，提高居民生活质量，对促进威海市文登区国民经济的发展具有积极意义。

三、行业分析

公司业务以工程施工业务为主，属于城市基础设施建设行业。

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市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物质基础，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政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开

发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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调整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。

总体看，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。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015年，全年全社会固定资产投资562,000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590亿元，增长10.0%。东部地区投资232,107亿元，比上年增长12.4%；中部地区投资143,118亿元，增长15.2%；西部地区投资140,416亿元，增长8.7%；东北地区投资40,806亿元，下降11.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资15,561亿元，比上年增长31.8%；第二产业投资224,090亿元，增长8.0%；第三产业投资311,939亿元，增长10.6%。基础设施投资101,271亿元，增长17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为18.4%。

截至2015年底，中国城镇化率为53.10%，较上年提高1.33个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

威海市文登区总面积1,615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。

文登历史悠久，因秦始皇东巡“召文人登山”而得名，公元568年置县，1988年撤县设市，2014年撤市设区，至今已有一千四百多年的建置史，是胶东半岛少数千年古县之一，被列为山东历史文化名城。

威海市文登区位优势、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。

近年来，威海市文登区坚持以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，以提质增效为中心，以改革创新为动力，以打造威海经济中心为目标，经济社会保持了持续健康发展的良好态势。区域发展布局进一步优化，城区板块快速提升，南海板块加速崛起，构建起了两

大板块联动、全域一体发展的格局。产业体系不断完善，工业以百企升级创新发展行动计划和百家中小微企业梯次成长计划为抓手增强现有企业竞争力，做大存量，以新材料产业为重点培植壮大新兴产业，做强增量，形成了汽车及零部件、机电工具、工艺家纺、新材料等优势产业，建起了 39 个省级以上企业研发中心、院士或博士后工作站，创建了 83 个省级以上名牌产品或驰名商标，成为全省首批商标战略实施示范市和县域金融创新发展试点市；服务业全力突破商贸物流和健康养生产业，汤泊温泉度假村、天沐温泉度假区被评为国家 4A 级景区，成为中国老年人宜居宜游城市；农业全力突破皮草和西洋参两大百亿产业，威海市级以上重点农业龙头企业发展到 41 家，农民专业合作社 543 家，“三品”认证 225 个，成为中国裘皮产业基地、中国毛皮产业名城。

目前公司作为威海市文登区基础设施建设的重要主体，公司的发展直接受文登区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响。

(1) 威海市文登区概况

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34,554元和17,574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%。

从经济发展特点来看，近年来，文登区产业建设步伐加快，经济结构加快优化，三次产业更趋协调，山东半岛蓝色经济区也为文登招商引资提供了良好的外部环境，地区经济快速稳定发展。

(2) 威海市文登区政府财力及债务

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%。受地方政府规划以及土地市场行情影响，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 3 2015 年底威海市文登区政府债务及综合财力情况（单位：亿元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年 12 月）	金额
（一）地方一般预算收入	492,468	（一）直接债务余额	1,005,546
1. 税收收入	440,374	1. 国际金融组织贷款	586
2. 非税收入	52,094	（1）世界银行贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	154,984	（2）其他国际金融组织贷款	586
1. 一般性转移支付收入	61,224	2. 国债转贷资金	178
2. 专项转移支付收入	72,124	3. 农业综合开发借款	
3. 税收返还收入	21,636	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	946,282	5. 国内金融机构借款	339,869
1. 国有土地使用权出让金	896,072	（1）政府直接借款	
2. 国有土地收益基金	43,600	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	339,869
3. 农业土地开发资金	6,610	6. 债券融资	660,900
（四）预算外财政专户收入	1,219	7. 其他	4,013
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1,594,953	（二）担保债务余额	2,402
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			63.20%

资料来源：文登区财政局提供，联合评级整理。

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比重较大，地方财力情况受土地市场行情影响大。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，文登国资局为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 竞争格局

截至 2015 年底，威海市文登区域内存在 3 家较大的城投类企业，除公司外，另有威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“文登城资”）和文登金滩投资管理有限公司（以下简称“文登金滩”）。2014 年以前，公司曾为文登城资和文登金滩等单位的工程承包方。2015 年以来，公司自行立项并开始实施金花河治理、整体城镇化和棚改等项目的建设。目前三家公司各自依照威海市文登区总体规划及区政府指令开展业务，不存在竞争关系。

3. 人员素质

（1）公司高管人员情况

公司董事长兼总经理王东青先生，1963年生，毕业于山东省经济学院统计学专业，1987年6月加入中国共产党。曾任职于文登统计局城市社会经济调查队、文登建设局下属文登市工程管理处。2002年调入文登市建设局任办公室主任；2005年调入文登市自来水公司任副经理；2015年9月至今担任公司董事长兼总经理。

（2）公司员工情况

截至 2015 年底，公司共有员工 10 人。从年龄结构来看，30 岁以下 6 人；30 至 50 岁 4 人。从学历结构来看，大专及本科学历 5 人，大专以下学历 5 人。从职称结构来看：初级职称及以下 7 人；中级职称 3 人。

总体来看，公司高层管理人员拥有多年政府部门工作经历，管理经验丰富；公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

4. 政府支持

公司自成立以来参与文登区基础设施建设项目实施，得到区财政局在资本金注入、资产划拨、财政补贴、项目资本金等方面的支持。

（1）资本金注入

2012 年 4 月 12 日文登英达信有限责任会计师事务所出具文会师内验字（2012）第 79 号验资报告，其中文登国资局以货币出资 2,000 万元，威海市宇程建安置业有限责任公司（以下简称“威海宇程”）以货币出资 1,000 万元。

2012 年 5 月 10 日，文登国资局以货币资金认缴出资 7,000 万元，由文登英达信有限责任会计师事务所出具文会师内验字（2012）第 97 号验资报告，其中文登国资局以货币资金认缴出资 9,000 万元，持股比例为 90%，威海宇程以货币资金认缴出资 1,000 万元，持股比例为 10%。

2015 年 3 月 3 日，威海宇程将其持有的 10% 股权转让给文登国资局。2015 年 4 月 3 日，文登国资局以货币资金增加注册资本 40,000 万元，由文登同兴联合会计师事务所出具文同兴内

验字（2015）第 008 号验资报告。

（2）资产注入及划拨

2012年、2014年和2015年，根据文财预指【2012】302号文件、文财预指【2014】205号文件及文财预指【2015】68号文件，文登财政局分别向公司拨付资金9.72亿元、0.79亿元和32.82亿元，作为对公司的投入注入资本公积，并在收到其他与筹资活动有关的现金中反映。

为支持棚改项目进行，根据文财预指【2015】89号文件，文登财政局将公司取得的“天福办城北项目”等8个棚户区改造项目土地，注入公司资本公积，金额2.08亿元。

文登区国资局多次向公司划拨海域使用权，列入“资本公积”和“无形资产”。2013年根据山东誉华恒信资产评估事务所出具的誉华恒信评咨字【2013】第093号评估报告，划入海域553.40公顷海域使用权，入账价值为22,860.89万元，2016年1月29日由北京北方亚事资产评估有限责任公司出具北方亚事评报字【2016】第01-063-1号复核报告，复核评估价值为22,860.89万元。

2014年根据山东誉华恒信资产评估事务所出具的誉华恒信评咨字【2014】第086号评估报告，划入370.42公顷海域使用权，入账价值为15,795.96万元，2016年1月29日由北京北方亚事资产评估有限责任公司出具北方亚事评报字【2016】第01-063-2号复核报告，复核评估价值为15,795.96万元。

2015年根据山东誉华恒信资产评估事务所出具的誉华恒信评咨字【2015】第274号评估报告划入3,262.20公顷海域使用权，入账价值为120,578.79万元，2016年1月29日由北京北方亚事资产评估有限责任公司出具北方亚事评报字【2016】第01-063-2号复核报告，复核评估价值为120,578.79万元。目前公司未对其海域使用权进行经营性开发。

（3）财政补贴

公司自成立以来每年均享受财政补贴。2012~2015年根据文财预指【2012】629号文件、文财预指【2013】409号文件、文财预指【2014】228号文件和文财预指【2015】165号文件，文登财政局各年分别向公司拨付0.33亿元、2.25亿元、2.83亿元和3.75亿元财政专项资金补贴。

（4）项目资本金注入

为了保证公司承担的基础设施建设项目的顺利进行，2015年，根据文财预指【2015】89号文件，文登财政局向公司拨付整体城镇化项目资本金5.10亿元；根据文财预指【2015】147号文件，文登财政局向公司拨付金花河项目资本金0.60万元，列入公司资本公积。

（5）项目专项款

2015年11月，根据文财预【2015】5号文件，文登财政局拨付2.58亿元项目资金，用于“天福办城北项目”等8个棚改区改造项目，反映在公司“专项应付款”中。

总体看，文登区政府对公司的各项政策支持持续稳定，联合评级认为，文登区政府对公司的持续有力支持，是公司可持续发展的重要保障。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司属国有独资公司，出资人为文登国资局，产权关系清晰。依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、行政法规及山东省人民政府有关政策，公司制定了章程并设立董事会、监事会和公司管理机构。

公司设董事会，成员为3人，其中2人由出资人委派，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。董事会设董事长一人。董事长由出资人从董事会成员中指定。

公司设监事会，由5名监事组成，其中3人由出资人委派，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。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。总经理可由董事兼任，须经国有资产监督管理机构同意。总经理负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议，对董事会负责。

2. 管理水平

公司下设办公室、特许经营部、工程管理部、投融资部、计划财务部5个职能部门。公司制定了各部门职责，对各部门的职能与分工进行了明确规范。

总体看，公司产权结构清晰，治理结构完善，部门设置较为合理，但管理制度有待完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务包括工程建设管理和作为文登区基础设施建设主体进行基础建设业务。

公司2015年前从事工程管理业务。公司自文登城资和文登金滩等文登区平台公司承接工程施工项目，并分包给施工单位，公司每年将当年项目完成投资总额105%确认为项目收入。自2015年公司作为文登区基础设施项目建设投融资主体承接文登区部分基础设施建设项目。截至2015年底，由于公司基础设施建设项目均处于在建状态，该项业务尚未确认收入。2013~2015年，公司营业收入全部为工程建设管理业务所得，并随项目当年投资的波动而有所波动，三年分别为15.25亿元、28.97亿元和23.75亿元。

从毛利率来看，由于公司工程建设管理业务将当年投资额记为成本，公司工程施工业务毛利率近三年均为4.76%。

表4 2013~2015年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

分类	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设管理业	152,531.01	4.76	289,672.88	4.67	237,549.69	4.67

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

2. 工程建设管理业务

公司自成立以来与文登区城市基础设施建设投融资平台签订了大量文登区基建项目的工程承包合同。公司承接项目后将绝大部分施工项目通过分包形式分包给专业施工公司，公司主要提供施工、验收过程的协调、管理服务。施工过程中业主根据工程进度支付给公司工程款。每年年底财政将当年工程完工量的5%作为工程建设管理费支付给公司。2013~2015年公司全部收入来自工程建设管理业务，公司以当年投资的105%分别确认收入15.25亿元、28.97亿元和23.75亿元。

表 5 公司主要工程管理项目（单位：亿元）

项目名称	完成工作量	管理费收入
文登市香水河下游流域综合治理工程	17.84	0.89
文登市母猪河下游流域综合治理工程	20.76	1.04
文登市抱龙河上游流域综合治理工程	3.87	0.19
文登市南海新区蓝湖流域综合治理工程	6.19	0.31
昆嵛山红色文化旅游开发建设项目	6.48	0.32
合计	55.14	2.75

资料来源：公司提供

3. 基础设施建设

自2015年公司作为文登区基础设施项目建设投融资主体承接文登区部分基础设施建设项目。该种模式业务下，项目建设资金由公司通过自筹或借款取得，项目完工后公司根据项目具体情况通过完工后政府回购项目、获取相关土地出让金分成或特许经营权来实现公司的资金平衡。截至2015年底，以公司为投融资主体的项目共3个，项目总投资53.45亿元，公司已投资30.32亿元。截至2015年底，公司基建项目均处于在建状态，尚未确认收入。公司账务处理上，除整体城镇化项目列入在建工程，其余2个项目均在存货科目下。

整体城镇化项目主要内容包括在威海南海新区进行平整土地并进行“七通一平”工程；在威海南海新区商务区为主体区域实施区间道路建设工程；在威海南海新区实施西线供水工程以及在威海南海新区规划区建设安置房。项目总投资 34.30 亿元。资金来源方面，公司自筹 9.30 亿元，其中文登区财政局已于 2015 年以增加公司资本公积的形式拨付 5.10 亿元作为项目资本金；另外 25.00 亿元由公司申请项目贷款，并由区财政按照当年应付贷款利息的 85% 给予利息补贴。项目已于 2015 年开工，截至 2015 年底完成投资 21.15 亿元，预计 2018 年完工，2016 年及 2017 年具体投资安排根据银行实际放款情况安排。项目完工后安置房将用于出售，同时公司已分别与文登区财政局、文登自来水公司和威海泰赫投资有限公司（以下简称“泰赫公司”）签订了土地平整出让协议、供水管道租赁协议和电子管线租赁协议。安置房销售价格以成本价计算，售价约 2,900 元/平方米。根据与文登区财政局签订的土地平整出让协议，公司平整土地 580 万平方米（合 8,700 亩），并负责七通工程；保证三年内完成建设，五年内完成土地出让；公司取得出让收入的 80% 并负责相应税费。根据与文登自来水公司签订的供水管道租赁协议，公司从米山水厂铺设 DN800 主干引水管道约 26.6 千米，威海南海新区内铺设 DN150-800 管道 15.1 千米。自来水公司每年第一个月内一次性支付管道租赁费 3311.67 万元，租赁期限 20 年。根据与泰赫公司签订的一揽子租赁协议，泰赫公司同意一揽子承租公司建设的循环水管道、燃气管道、通信管线、电力管线，泰赫公司每年第一个月内一次性支付管道租赁费 9,673.61 万元，租赁期限 20 年。据测算，项目总收入 577,260.86 万元，其中：七通一平项目土地与财政分成后销售收入 295,800 万元，安置房销售收入 49,755.4 万元，管道出租收入 231,705.46 万元。但项目收益受项目所在地区土地市场和房地产行业景气程度影响，未来实现收益的规模和时间可能存在一定不确定性。

棚户区改造项目总投资14.45亿元，公司自筹21%作为资本金，其余通过贷款取得。截至2015年底，公司已完成投资6.65亿元，未来两年还需要投资7.80亿元，具体投资安排根据银行实际放款情况安排。根据公司提供的情况说明，该项目完工决算后将由财政拨付投资成本及5%管理费加成。

金花河流域综合治理工程总投资4.70亿元，预计于2016年9月完工。该项目公司与文登区财

政局签有回购协议，根据协议，项目总回购价款为4.72亿元，区财政局在2017年3月27日之前安排回购资金3.30亿元，余款于一年后付清。

表 6 公司基础设施项目建设情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	截至 2015 年底已投资额	2016 年计划投资
整体城镇化项目	34.30	21.15	--
棚改项目	14.45	6.65	--
金花河项目	4.70	2.52	2.18
合计	53.45	30.32	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司在建工程规模较大, 未来投资进度和收入的实现具有不确定性。

4. 未来发展

作为文登区城市基础设施建设主体之一, 未来预计公司在项目获得、资产注入、财政补贴等方面有望继续获得文登区政府的大力支持。未来几年内, 公司将依托文登区加快发展的背景, 继续承担部分基础设施建设的业务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年财务报表由中勤万信会计师事务所审计, 并出具标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部2006年及以后期间颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

公司合并范围未发生变化, 因 2015 年文登区财政局向公司注入资本金 4 亿元及海域使用权、货币资金合计 44.86 亿元, 使得公司 2015 年在资产和净资产规模、资产结构和负债比率、盈利能力以及短期支付能力等相关财务指标出现显著变化。

截至2015年底, 公司合并资产总额114.74亿元, 负债总额38.86亿元, 所有者权益75.89亿元, 全部为归属于母公司所有者权益。2015年公司实现营业收入23.75亿元, 净利润1.93亿元, 全部为归属于母公司所有者净利润; 经营活动产生的现金流量净额-10.41亿元, 现金及现金等价物净增加额1.06亿元。

考虑到大额的资产注入, 公司2015年财务报表与2013年和2014年可比性较弱, 以下分析将以2015年报表为主。

2. 资产质量

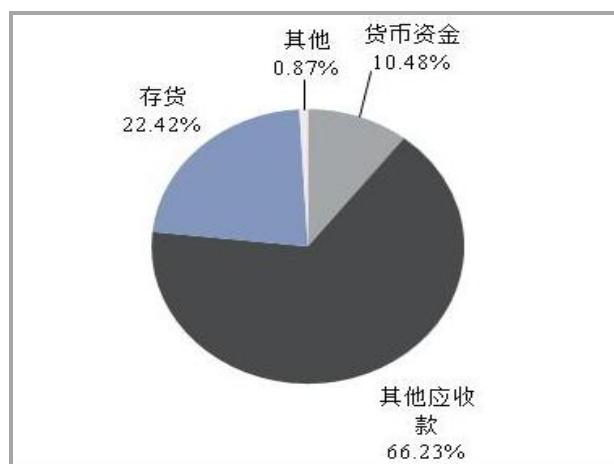
2013~2015 年底, 公司总资产快速增长, 年均复合增长 91.79%。截至 2015 年底, 公司资产总计为 114.74 亿元, 较上年底增长 163.15%。主要来自无形资产和在建工程的增长。同期内, 公司资产结构变化幅度很大, 由流动资产为主变为以非流动资产为主, 其中随着工程项目的推进, 在建工程循序增长; 无形资产由于资产注入大幅增加。

截至 2015 年底, 公司资产总额中流动资产占 38.65%, 非流动资产占 61.35%, 其中无形资产占 42.74%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长 57.12%。截至 2015 年底，公司流动资产合计为 44.34 亿元，较上年底增长 49.49%，主要系存货和其他应收款的增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由其他应收款（占 66.23%）、存货（占 22.42%）和货币资金（占 10.48%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司货币资金快速增长，年均复合增长 99.70%。截至 2015 年底，公司货币资金为 4.65 亿元，较上年底增长 79.42%，主要来自长期借款和文登财政局的划拨。截至 2015 年底，3.00 亿元资金为开具银行承兑汇票形成的保证金，使用受限；不受限制的货币资金共 1.65 亿元。

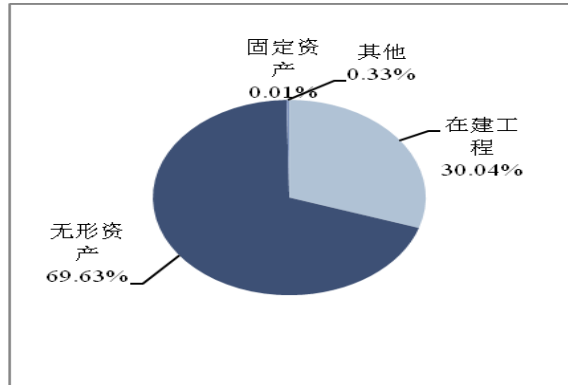
2013~2015 年底，公司其他应收款增长较快，年均复合增长 37.15%，主要系与市财政局的往来款增长所致。截至 2015 年底，公司其他应收款为 29.37 亿元，其中 74.35% 为应收威海市文登区财政局往来款，其余分别为应收威海蓝创建设投资有限公司、威海盛鑫建筑工程有限公司的借款和应收文登经济开发区管理委员会、威海文盛石材有限公司的往来款。前五名其他应收款余额占比 93.25%，集中度很高。从账龄看，1 年以内余额占 64.42%，1~2 年占 23.13%，2~3 年占 9.30%，3~4 年占 3.15%，账龄较短。坏账准备全部按账龄分析法计提，共 0.92 亿元，包括对文登区财政局及文登经济开发区管理委员会计提坏账准备 0.37 亿元。其他应收款金额较大，对公司的资金形成一定占用。

2013~2015 年底，公司存货快速增长，年均复合增长 449.17%，主要系 2015 年公司新增棚改项目和金花河项目，上述两个项目账面价值占存货的 92.28%。

非流动资产

2013~2015 年底，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 130.68%。截至 2015 年底，公司非流动资产为 70.40 亿元，较上年底增长 405.02%，主要系在建工程 and 无形资产增长所致。其中在建工程占 30.04%，无形资产占 69.63%。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2014年，公司无在建工程；2015年，公司新增在建工程21.15亿元，全部为整体城镇化项目的账面余额，其中包含0.38亿元资本化利息。

2013~2015年底，公司无形资产快速增长，年均复合增长92.70%。截至2015年底，公司无形资产为49.02亿元，较上年底增长256.11%，主要系土地使用权和海域使用权的增加。海域使用权为威海市文登区国有资产管理局无偿划入资产，2013~2015年分别划入2.86亿元、1.57亿元和12.06亿元，每笔划入均以山东誉华恒信资产评估事务所出具评估的价值入账，并于2016年1月由北京北方亚事资产评估有限责任公司复核。土地使用权为交纳出让金取得，持有目的为自用。截至2015年底，公司土地使用权35.60亿元，其中9.36亿元用于借款抵押。

总体看，随着在建项目的快速推进以及大量无形资产的注入，公司近年来资产总额大幅增长，并导致公司资产结构较大幅度的变化。公司流动资产以存货和其他应收款为主，非流动资产中在建工程和无形资产占比大，无形资产主要为海域和土地使用权，整体资产流动性较弱，变现能力较差。公司整体资产质量一般。

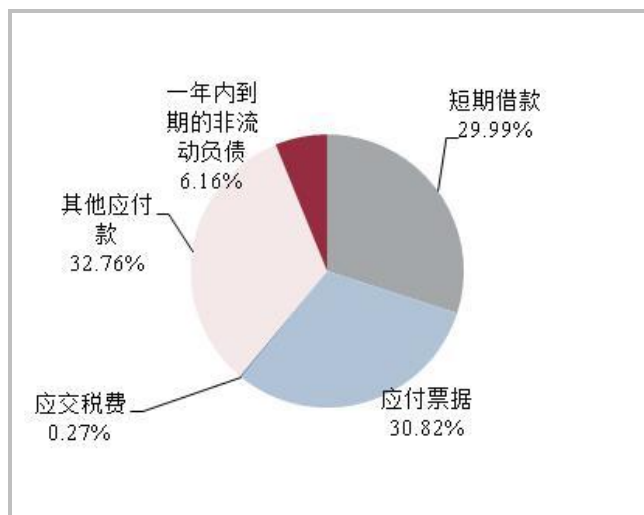
3. 负债及所有者权益

负债

随着大型工程建设投资的需要，公司加大融资规模，2013~2015年公司负债总体保持增长，年均复合增长率49.35%，主要系长期借款、短期借款和专项应付款的增长所致。截至2015年底，公司负债总额为38.86亿元，其中流动负债占41.75%，非流动负债占58.25%。

2013~2015年底，公司流动负债在波动中有所增长，年均复合增长10.24%。截至2015年底，公司流动负债合计为16.22亿元，较2014年底下降33.26%，主要系应付账款全部偿还所致。截至2015年底，公司短期借款占29.99%，应付票据占30.82%，其他应付款占32.76%。

图 4 截至 2015 年底公司流动负债构成



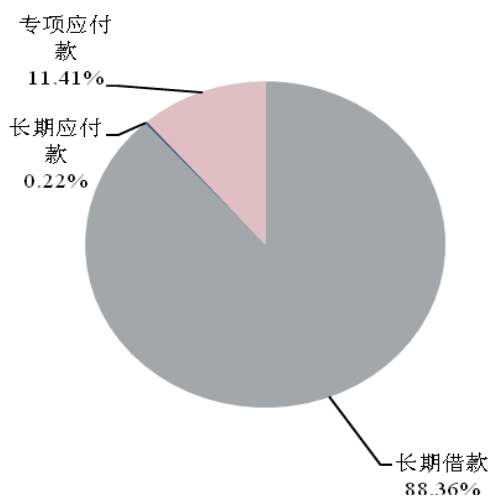
资料来源：公司审计报告

2013 年公司无短期借款；2014~2015 年底，公司短期借款分别为 0.64 亿元和 4.87 亿元。2015 年底短期借款均为保证借款，并由威海市文登区城市资产经营有限公司和文登金滩投资管理有限公司作为保证人。

2013~2015 年底，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 17.61%，主要系公司偿还了部分项目建筑工程款所致。截至 2015 年底，公司其他应付款为 5.31 亿元，主要为应付文登市金泰建筑工程有限公司、文登市自来水公司、威海瑞海建设发展有限公司、文登市恒达建筑工程有限公司、威海庆文实业有限公司的往来款。前五名其他应付款约占其他应付款总余额的 72.34%，集中度较高。从账龄看，一年以内的占 75.55%，1~2 年的占 5.83%，2~3 年的占 10.35%，3 年以上的占 8.04%，账龄较短。

2013~2015 年底，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 135.82%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计为 22.63 亿元，较上年底增长 1031.67%，主要系长期借款和专项应付款大幅增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 88.36%）和专项应付款（占 11.41%）构成。

图 5 截至 2015 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长 121.68%。截至 2015 年底，公司长期借款为 20.00 亿元，较上年底增长 900.00%。主要原因是 2015 年的两笔保证借款，合计 19.00 亿元，保证人分别为文登金滩投资管理有限公司、威海市文登区城市资产经营有限公司和威海蓝创建设投资有限公司。公司另有以土地使用权为抵押的 1.00 亿元抵押借款。

截至 2015 年底，公司专项应付款余额 2.58 亿元，系根据文登区财政局“文财预【2015】5 号”文件拨付的棚户区改造项目款。

从有息债务来看，2013~2015 年公司全部债务分别为 4.30 亿元、9.71 亿元和 30.87 亿元，年均增长率 167.92%。截至 2015 年底，长期债务占 64.80%，短期债务占 35.20%。从债务指标上看，2013~2015 年，公司资产负债率、长期债务资本化率波动中下降，全部债务资本化比率波动中小幅上升。截至 2015 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 33.86% 和 28.91%，较上年下降 26.47 个百分点和 7.04 个百分点；同期，公司长期债务资本化率为 20.86%，较上年上升 10.50 个百分点。公司债务负担较轻。

总体来看，公司债务规模迅速增长，特别是有息债务增长较快。考虑到公司净资产规模迅速增加，债务负担较轻。

所有者权益

2013~2015 年底，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 134.72%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 75.89 亿元，较上年底增长 338.74%，主要系实收资本和资本公积增加所致。截至 2015 年底，实收资本 5.00 亿元（占比 6.59%），资本公积 66.25 亿元（占比 87.30%），盈余公积 0.46 亿元（占比 0.61%），未分配利润 4.18 亿元（占比 5.51%）。

2015 年 3 月 3 日，威海市宇程建安置业有限责任公司将其持有的 10% 股权转让给威海市文登区国有资产管理局，2015 年 4 月 3 日，威海市文登区国有资产管理局以货币资金增加注册资本 4.00 亿元，由文登同兴联合会计师事务所出具文同兴内验字(2015)第 008 号验资报告审验。截至 2015 年底，公司实收资本达到 5.00 亿元。

2013~2015 年底，公司资本公积快速增长，年均复合增长 143.10%。截至 2015 年底，公司资本公积为 66.25 亿元，较上年底增长 387.72%。2014 年，根据文财预指【2014】205 号文件，文登市财政局向公司划拨资本金 0.79 亿元；文登国资局向公司注入海域使用权 1.58 亿元。2015 年文登国资局注入海域使用权 12.06 亿元，文登区财政局“文财预指[2015]68 号”文件无偿注入货币资金 32.82 亿元，文登区财政局“文财预指【2015】89 号”文件拨付整体城镇化项目资本金 5.10 亿元，文登区财政局“文财预指【2015】147 号”文件拨付金花河项目资本金 0.60 亿元，威海市文登区财政局“文财预指【2015】89 号”文件投入的棚改项目相关土地 2.08 亿元。

总体来看，公司所有者权益增长较快，注入的资产以无形资产和货币资金形式为主，受到政府支持力度大。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 24.80%。2015 年，公司营业收入为 23.75 亿元，较上年底下降 17.99%，全部为工程建设管理业务收入。

2013~2015 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 24.80%。2015 年，公司营业成本为 22.62 亿元，较上年底下降 17.99%。因公司工程建设管理业务收入以成本的 5% 固定比例加成，故营业成本与营业收入同比例变化，且公司三年营业利润率均为 1.40%。

公司不产生销售费用，故期间费用由管理费用和财务费用构成。2013~2015年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 51.96%。2015年，公司期间费用为 2.06 亿元，较上年增长 67.94%。管理费用快速增加，主要系公司 2015 年海域使用权摊销和土地使用权摊销的增长。财务费用波动中上升，反映了公司债务规模的增长。2015 年，公司期间费用占营业收入的 8.67%，占比较低。

公司资产减值损失反映了坏账损失。2013~2015 年坏账损失分别为 0.10 亿元、0.59 亿元和 0.23 亿元。主要是公司采用账龄分析法计提的坏账损失。

公司营业外收入主要来自政府补助。根据文财预指【2013】409 号、文财预指【2014】228 号、文财预指【2015】165 号文件，2013~2015 年，公司收到政府补助分别为 2.25 亿元、2.83 亿元和 3.75 亿元，年均增长 29.14%，分别占公司当年利润总额的 152.72%、282.48%和 200.59%，公司对营业外收入的依赖程度较高。

2013~2015 年，公司利润总额波动中有所增长，年均复合增长 12.69%。2015 年，公司利润总额为 1.87 亿元，较上年底增长 86.34%。利润来源主要依靠政府补助。

从盈利指标看，2013~2015 年，由于公司总资产和净资产规模快速增长，公司总资本收益率和净资产收益率快速下降。2015 年，公司净资产收益率为 2.54%，同比下降 3.72 个百分点；公司总资本收益率为 2.26%，同比下降 4.11 个百分点。公司盈利能力较弱，且经营效率下降。

总体来看，受公用事业业务性质所限，公司盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性大。

5. 现金流

2013~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 26.91 亿元、36.23 亿元和 111.06 亿元，年均增长 103.17%，其中，2015 年经营活动现金流入大幅增长，主要系收到其他与经营活动有关的现金流的大幅增加，公司其他与经营活动有关的现金流主要包括往来款、项目资本金划拨及财政补贴。2013~2015 年，公司经营活动现金流出小计 31.22 亿元、34.20 亿元和 121.47 亿元，年均增长 112.22%，其中 2015 年增幅较大，主要来自往来款的增长。综上，2013~2015 年，同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-4.31 亿元、2.03 亿元和-10.41 亿元。同期，公司现金收入比分别为 97.17%、91.50%和 100.71%，营业收入的现金回收情况较好。

投资活动方面，2013~2015 年，公司收到投资活动现金流入分别为 0.50 亿元、0.02 亿元和 2.09 亿元，2015 年主要来自购买理财产品到期赎回的现金 2.00 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流出分别为 0.50 亿元、2.02 亿元和 49.14 亿元，其中 2015 年变化较大，主要来自购置土地 24.56 亿元和整体城镇化项目 21.15 亿元。综上，2013~2015 年，公司投资活动现金流呈净流出状态，分别为-32.75 万元、-2.00 亿元和-47.05 亿元。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 6.20 亿元、2.43 亿元和 69.02 亿元。2013~2014 年筹资活动现金流入主要来自取得借款所收到的现金；2015 年主要来自长期借款 20.00 亿元、财政注资 32.82 亿元、棚改项目专项款 2.58 亿元和整体城镇化项目资本金 5.10 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流出分别为 2.03 亿元、2.83 亿元和 10.50 亿元，其中 2015 年规模较大，主要包括为对其他单位的借款。综上，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.16 亿元、-0.40 亿元和 58.52 亿元。

总体来看，受到 2015 年公司收到政府各类资金支持、项目规模增大、购买土地的影响，现金流入流出规模均大幅增加，但净额偏小；由于公司承担城市基础设施建设的需要，投资现金流出量较大，受此影响，公司筹资活动现金流入规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动负债占比不高，公司流动比率较高。2013~2015年，公司流动比率和速动比率均波动增长，流动比率分别为1.35倍、1.22倍和2.73倍，速动比率分别为1.32倍、1.19倍和2.12倍；公司经营性现金流量净额在2013年和2015年为负，对流动负债保障能力具有不确定性。考虑到公司其他应收款规模大且存货流动性差，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力来看，2013~2015年，公司EBITDA波动中增加，分别为2.18亿元、2.06亿元和3.72亿元。EBITDA利息倍数不断下降，分别为6.54倍、4.44倍和3.99倍。EBITDA全部债务比不断下降，分别为0.51倍、0.23倍和0.12倍。公司长期偿债能力一般，长期偿债负担加重。总体来看，公司整体偿债能力偏弱。考虑到政府对公司的的大力支持，公司偿债能力尚可。

截至2015年12月底，公司对外担保余额3.40亿元，担保比率为4.48%。被担保对象为威海市文登区自来水公司、文登热电厂和威海市文登区市政工程管理处，均属国有单位，自来水公司及热电厂有稳定的现金流和盈利能力。公司对外担保额度小，代偿风险低。

截至2015年底，公司没有重大未决诉讼。

截至2015年底，公司共获得银行授信36.09亿元，已使用35.87亿元。公司间接融资渠道仍需拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G1037108100079480），截至2016年8月9日，公司在文登农村信用合作联社（以下简称“合作联社”）的两笔关注类已结清借款共6,400万元，因属借新还旧而归入关注类。经合作联社说明，该借款能按时归还贷款利息，应属正常类借款。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度为15亿元，占2015年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为75.00%、48.60%和38.60%，对公司现有债务影响很大。

截至2015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33.86%、28.91%和20.86%，本期公司债券发行后，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为41.51%、37.67%和31.56%，公司债务负担有所加重，但仍处于较低水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA有所上升，分别为2.18亿元、2.06亿元和3.72亿元，分别是本期债券拟发行额度的0.15倍、0.14倍和0.25倍，对本次债券覆盖能力较弱；2013~2015年，公司经营现金流入量分别为本次债券拟发行额度的1.79倍、2.42倍和7.40倍，对本次债券覆盖能力较强；公司经营活动现金流量净额为负，对本次债券无保障能力。

本次债券期限为7年，公司自债券发行后第3年起，分5年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.00亿元）计算，2013~2015年EBITDA分别为每年偿付本金的0.73倍、0.69倍、1.24倍，

经营活动现金流入分别为每年偿付本金的8.97倍、12.08倍、37.02倍；经营活动现金流入量对本期公司债券每年偿付本金的覆盖程度较高。总体看，本次债券分期偿还有助于缓解公司集中还款的资金压力。

本次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。据公司提供的《威海市文登区安置房建设项目可行性研究报告》，本次债券前两年付息来源于公司经营收入，后续本息偿付来源为募投项目的投资收益。经测算，本项目税后内部收益率IRR=5.46%，投资动态回收期为6.31年。

可行性研究报告对本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表7 募投项目未来收入预测表（单位：万元）

项目	合计	开发期						
		1	2	3	4	5	6	7
经营性现金流入	386,495	-	-	77,299	77,299	77,299	77,299	77,299
住宅安置房收入	108,212	-	-	21,642	21,642	21,642	21,642	21,642
商业配套房收入	153,883	-	-	30,777	30,777	30,777	30,777	30,777
地下停车位收入	70,000	-	-	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
地上停车位及立体停车位收入	54,400	-	-	10,880	10,880	10,880	10,880	10,880
经营性现金流出	124,200	31,586	58,691	6,784	6,784	6,784	6,784	6,784
自有资金	90,277	31,586	58,691	-	-	-	-	-
预售收入投入	-	-	-	-	-	-	-	-
政府垫付	-	-	-	-	-	-	-	-
销售税金及附加	21,644	-	-	4,329	4,329	4,329	4,329	4,329
土地增值税	-	-	-	-	-	-	-	-
所得税	12,279	-	-	2,456	2,456	2,456	2,456	2,456
经营性净现金流量		-31,586	-58,691	70,515	70,515	70,515	70,515	70,515

资料来源：根据可行性研究报告整理

本次债券还本付息的资金来源是威海市文登区安置房建设项目的运营收入，即募投项目中住宅销售收入、商业销售收入、停车位销售收入。募投项目预期收益规模受项目所在地区房地产行业景气程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

假定本次债券以票面利率 8.00% 来测算，本次债券需偿还的本息合计为 21.00 亿元。

表8 项目预测现金流对本次债券本息覆盖情况（单位：亿元，倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
1	1.2	0.0	1.2	0.00	-2.63
2	1.2	0.0	1.2	0.00	-4.89
3	1.2	3.0	4.2	1.84	1.68
4	0.96	3.0	3.96	1.95	1.78
5	0.72	3.0	3.72	2.08	1.90

6	0.48	3.0	3.48	2.22	2.03
7	0.24	3.0	3.24	2.39	2.18
合计	6	15	21	1.84	1.25

资料来源：联合评级整理

注：1.上表中利息以8%年化利率来测算；2.现金流入量、现金流量净额数据取自表9。

（1）本次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测算，本次债券发行期间项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别是38.65亿元和26.23亿元，对本次债券本息合计（21.00亿元）偿还倍数分别是1.84倍和1.25倍，项目累计经营现金流入量对本次债券本息偿还覆盖程度较好。但募投项目的总收益水平受到房地产行业及当地经济的景气程度影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

（2）本次债券存续期内现金流分期保障分析

本期募投项目第1~2年自身尚未产生经营收入，当年需偿还利息1.20亿元，主要依靠自有资金支付。

第3年募投项目自身开始产生现金流入，至第7年本次债券的还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表10，募投项目现金流入量对本次债券本息合计的覆盖倍数介于1.84倍~2.39倍之间，现金流量净额对本次债券本息合计的覆盖倍数介于1.68倍~2.18倍之间，募投项目现金流入量和现金流量净额可以覆盖本次债券分期偿还本息。总体上，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及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。在项目开发前期，本次债券募投项目的收益与其利息支付存在一定不匹配性。

3. 担保

重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）为本次债券向债券持有人出具了担保函（编号：CQEXG融2016-4担006A）。重庆进出口担保在该担保函中承诺，对本次债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本次债券存续期及本次债券到期之日起两年内，如威海市文登区蓝海投资开发有限公司不能按期兑付债券本金及到期利息，重庆进出口担保保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入债券登记托管机构或本次债券主承销商（即中泰证券股份有限公司）指定的账户。

此外，本次债券存在分保方，分保方为重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）。兴农担保与重庆进出口担保、威海市文登区蓝海投资开发有限公司签署了《分保合同》，同意按照该合同约定的条件和比例重庆进出口信用担保有限公司在《担保函》项下承担的担保责任提供分保服务。重庆进出口担保在担保函项下承担的担保责任总额以国家发展和改革委员会审批文件为准，若国家发展和改革委员会审批金额大于9亿元，重庆进出口担保将大于9亿元的剩余部分分出给兴农担保，兴农担保按照分保比例【9亿元：（国家发展和改革委员会审批金额-9亿元）】承担相应的分保责任。当重庆进出口担保收到代偿通知时，将立即将该代偿通知转发予兴农担保。兴农担保应在收到该代偿通知之日起10个工作日内且不得迟于重庆进出口担保代偿当日，无条件的将按照《分保合同》约定的分保比例计算的其应承担的代偿款项支付至重庆进出口担保指定账户。

重庆进出口信用担保有限公司

重庆进出口担保是由重庆渝富资产管理有限公司与中国进出口银行于2009年合资组

建的一家全国性担保公司，主要从事法律法规允许的各类担保业务。近年来，重庆进出口担保的治理结构与内控体系逐步完善，担保业务发展较快，在重庆地区担保市场形成一定的竞争力，盈利能力逐步增强。

重庆进出口担保凭借稳健增长的业务规模、严格的风控制度、强大的股东背景一直处于行业领先地位，具备企业债、公司债、中期票据、中小企业集合票据、中小企业集合债等金融产品的发行担保资质。截至2015年末，重庆进出口担保注册资本为26.4亿元人民币，资产总额为48.47亿元，净资产为31.92亿元，在保余额270亿元，融资性担保责任余额与同期净资产比例为8.46倍。

重庆兴农融资担保集团有限公司

兴农担保是由重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级再担保公司，资本实力较强。兴农担保业务范围覆盖重庆市下辖各个区县，区域内竞争力较强，风险管理和内控体系比较健全，担保业务保持平稳发展。目前兴农担保构建了“1+26+4”的农村金融服务体系，形成了以融资担保为主业，综合价格评估、资产管理、网络金融与小额信贷的多元化金融服务体系。截至2015年底，兴农担保经审计总资产为69.96亿元，净资产46.94亿元，担保责任余额109.72亿元。2016年8月，经联合信用评级有限公司综合评定，确定兴农担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。

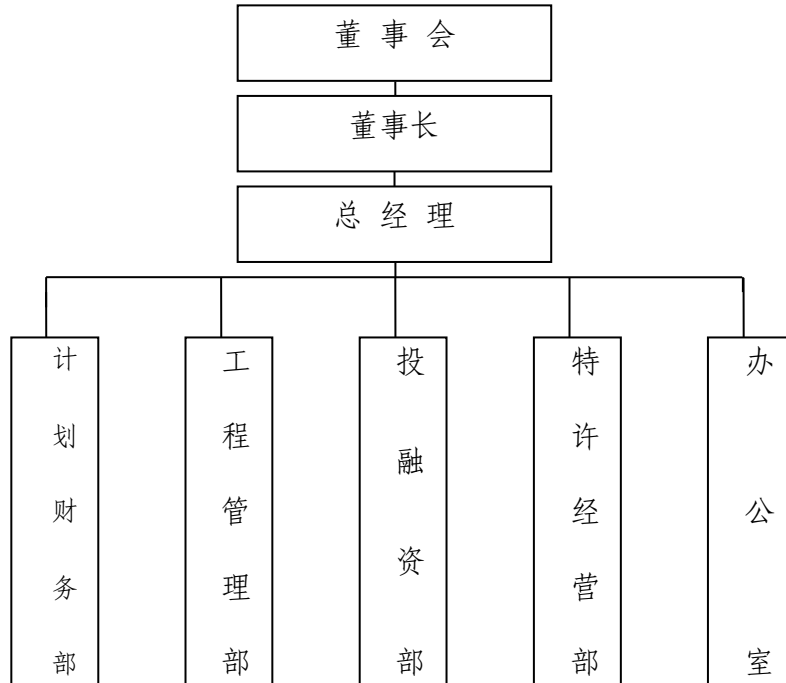
重庆进出口担保为本次债券提供担保，并由兴农担保提供分保，进一步增强了债券到期按期兑付的可靠性，为本次债券的还本付息提供了有力的保障。

十、综合评价

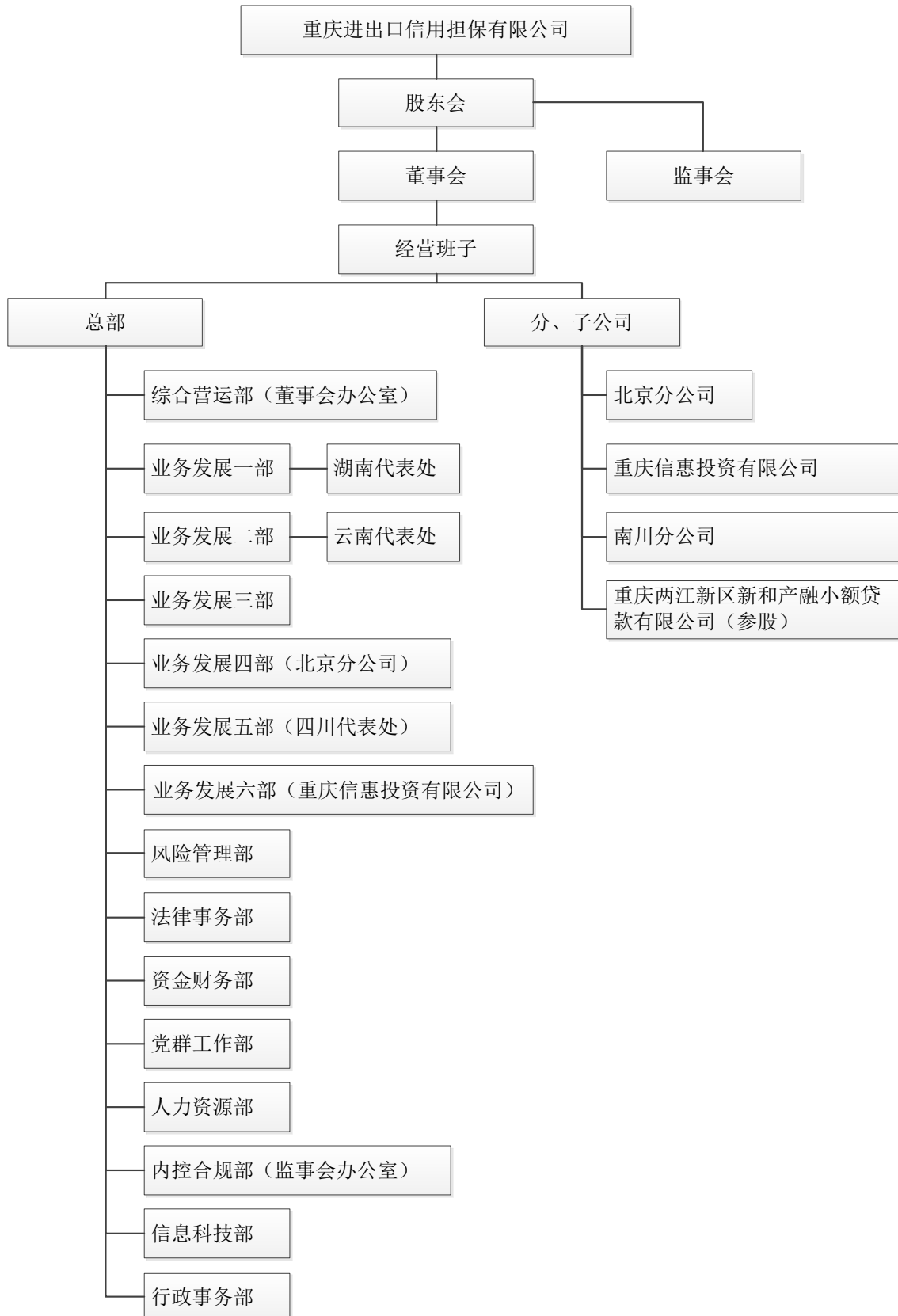
公司作为威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，在资本金注入、资产划拨、项目资本金划拨、财政补贴等多方面均获得了政府的大力支持。同时，联合评级也关注到公司基础设施建设项目盈利较低且回款期长，公司资产流动性较弱以及公司利润对政府补贴收入依赖程度较高等因素对其经营发展可能带来的不利影响。

本次债券由重庆进出口信用担保有限公司为本次债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保、并由重庆兴农融资担保集团有限公司提供分保，有效提高了本次债券的偿付安全性；同时本次债券设置分期偿还，降低了到期集中兑付的资金压力。基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 威海市文登区蓝海投资开发有限公司
组织结构图



附件 2 重庆进出口信用担保有限公司 组织结构图



附件3 威海市文登区蓝海投资开发有限公司 主要计算指标

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额(亿元)	31.19	43.60	114.74
所有者权益(亿元)	13.77	17.30	75.89
短期债务(亿元)	0.23	7.71	10.87
长期债务(亿元)	4.07	2.00	20.00
全部债务(亿元)	4.30	9.71	30.87
营业收入(亿元)	15.25	28.97	23.75
净利润(亿元)	1.50	1.15	1.93
EBITDA(亿元)	2.18	2.06	3.72
经营性净现金流(亿元)	-4.31	2.03	-10.41
应收账款周转次数(次)	--	5.07	5.94
存货周转次数(次)	--	57.57	4.28
总资产周转次数(次)	--	0.77	0.30
现金收入比率(%)	97.17	91.50	100.71
总资本收益率(%)	--	7.16	3.61
总资产报酬率(%)	--	3.92	2.97
净资产收益率(%)	--	7.40	4.14
营业利润率(%)	1.40	1.40	1.40
费用收入比(%)	5.85	4.24	8.67
资产负债率(%)	55.84	60.33	33.86
全部债务资本化比率(%)	23.79	35.95	28.91
长期债务资本化比率(%)	22.81	10.36	20.86
EBITDA利息倍数(倍)	6.54	4.44	3.99
EBITDA全部债务比(倍)	0.51	0.21	0.12
流动比率(倍)	134.57	122.04	273.35
速动比率(倍)	132.10	119.45	212.08
现金短期债务比(倍)	5.07	0.34	0.43
经营现金流动负债比率(%)	-32.30	8.34	-64.19
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.15	0.14	0.25

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、由于公司未提供2012年审计报告，故2013年相关指标无法计算。

附件 4 重庆进出口信用担保有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	36.93	43.23	48.47
所有者权益 (亿元)	26.21	29.49	31.92
担保余额 (亿元)	179.44	221.96	247.88
担保业务收入 (亿元)	4.30	4.98	3.17
投资收益 (亿元)	0.66	0.72	1.09
净利润 (亿元)	2.89	3.31	2.88
平均净资产收益率 (%)	11.9	11.88	9.39
平均资产收益率 (%)	8.4	8.25	6.29
融资性担保放大倍数(倍)	6.8	7.55	7.79
累计担保代偿率 (%)	0.82	1.58	2.34
代偿回收率 (%)	46.85	21.42	58.32
不良担保率 (%)	0.41	5.00	2.54
不良担保拨备覆盖率 (%)	1027.11	398.66	403.08

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
 +一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。