

信用等级公告

联合[2019]162 号

威海市文登区城市资产经营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年城市停车场建设专项债券进行了主动评级，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_{pi} ，
评级展望为“稳定”**

**威海市文登区城市资产经营有限公司拟发行的 2019 年城市停车场
建设专项债券信用等级为 AA_{pi}**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年二月一日

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>

2019年威海市文登区城市资产经营有限公司 城市停车场专项债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA_{pi}

发行人主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

债券期限：10 年，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

还本付息方式：按年付息，第 3 年末开始分期还本

评级时间：2019 年 2 月 1 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
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
长期债务（亿元）	60.71	74.84	79.19
全部债务（亿元）	68.52	82.65	88.09
营业收入（亿元）	26.18	25.82	25.68
净利润（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	8.99	3.58
净资产收益率（%）	1.99	1.77	1.80
资产负债率（%）	25.88	26.71	28.42
全部债务资本化比率（%）	24.23	25.75	26.64
流动比率（倍）	15.65	18.26	14.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	2.61	2.12	1.94
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.77	0.84	0.86

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将其他应付款中有息债务纳入长期债务核算。

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。同时联合评级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，威海市文登区地方经济平稳增长。作为文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，未来随着文登城区及南海新区城镇化建设的稳步推进，公司经营前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级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. 公司其他应收款和存货规模较大，对公司资金形成较大占用。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，后续闲置土地收回及补偿款的支付情况值得关注。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

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，存在一定代偿风险。

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。

分析师

李乃鹏

电话：010-85172818

邮箱：linp@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@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评级对象提供，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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象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，联合评级将对评级对象主体及本期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

张婧蕊

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，公有资产公司持有公司100%股权，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；对水利工程建设项目投资。（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，公司本部在职人员15人。

截至2017年底，公司合并资产总额338.92亿元，负债合计96.32亿元，所有者权益242.59亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现营业收入25.68亿元，净利润4.33亿元，全部为归属于母公司的净利润；经营活动产生的现金流量净额6.43亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

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、本期公司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”（以下简称“本期债券”），本期债券规模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。

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，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（单位：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 文登专项债 01”募集资金使用额	两期债券募集资金占项目总投资比例
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 14,258 个停车位，配套 2,140 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 5.69 亿元，发行债券融资 13.00 亿元（占 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局	威海市文登区发展和改革局关于威海市文登区停车场设施建设项目的核准意见	威文发改审核字[2016]32 号
	威海市文登区发展和改革局关于威海市文登区停车场设施建设项目的核准意见	威文发改审核字[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。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”）：2018~2029 年，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 亿元、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、行业分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2010 年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全社会固定资产投资总额持续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2017 年，全社会固定资产投资总额持续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，较上年增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.8%，增速较上年下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.5%，增速较上年下降 1.4 个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但自 2013 年起，基础设施建设投资增速逐年有所回落。2017 年，全国基础设施建设投资额继续高位运行，较上年增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

图 1 2011~2017 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2017 年的 58.52%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求，我国基础设施建设仍面临投资需求。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济面临一定下行压力，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而

导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国政府支持基础设施建设行业发展，但近年来陆续出台一系列规范政府投融资平台融资行为的政策文件，城投公司的融资环境有所收紧。

2016年7月5日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》，明确了政府投资范围，“政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的资金支持力度。

为实现“不发生区域性系统性风险，防范和化解财政金融风险”的目标，2016年11月，国务院办公厅发布《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》（国办函〔2016〕88号），要求财政部建立地方政府性债务风险评估和预警机制，定期评估各地区政府性债务风险情况并作出预警，地方各级政府应建立地方政府性债务风险事件报告制度；按照风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为Ⅳ级（一般）、Ⅲ级（较大）、Ⅱ级（重大）和Ⅰ级（特大）四个等级，对不同等级的风险事件都制定了不同的量化指标相对应，便于风险的有效识别。同时经国务院批准，财政部印发《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预〔2016〕152号），明确了地方政府性债务的分类处置原则：对于地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券型形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内转换为政府债券的，政府承担全部偿还责任；对于清理甄别认定的存量或有债务，政府不承担偿还责任等。该文件明确了处置地方政府性债务的法制化、市场化原则，强调按照《预算法》等规定，依据不同债务类型的特点分类进行处置。

2017年2月，深交所推进PPP项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质PPP项目资产证券化产品，积极其通过ABS方式实现市场化融资。

2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。

“194号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018年3月30日，财政部刊发《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），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

2018年7月23日，国务院常务会议提出，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行推动早见成效。7月31日召开的中央政治局会议提出，要加大基础设施领域补短板的力度。为保证基础设施建设领域的资金供应，国家对于城投企业的融资政策有所放松。

2018年9月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平；对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。该政策加强了对地方政府投融资平台的监管，理论上讲，不合规、自身现金流对债务覆盖能力较差的政府融资平台可能面临破产。

2018年10月，国务院出台了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号），与城投公司相关的内容主要包括：①合理保障融资平台正常融资需求，在严格依法解除违法违规担保关系的基础上，对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾；②在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度。在地方政府性债务管理方面，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。2017年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用的关联将进一步弱化。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

2017年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）未来发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较上年提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变，但 PPP 模式政策变动可能性较大。

2. 区域经济

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。

威海市位于山东半岛东端，北、东、南三面濒临黄海，北与辽东半岛相对，东与朝鲜半岛隔海相望，西与烟台市接壤，总面积 5,797.74 平方公里，截至 2017 年底，威海市常住人口 282.56 万人，辖环翠区、文登区、荣成市和乳山市 2 区 2 市。文登区坐落于威海市中部，总面积 1,615 平方公里，截至 2017 年底，文登区总人口 57.65 万，辖 3 个街道 12 个镇 763 个村居。

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，分别同比增长 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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

总体看，公司承担了文登区城区和南海新区部分基础设施投资建设任务，具有一定区域专营优势。

2. 人员素质

2019年1月，公司董事、监事、高级管理人员发生变动。变更后，公司共有董事3人，监事5人，高级管理人员1人。

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，公司本部在职人数15人，大专占33.33%，本科及以上学历占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，公司高级管理岗位设置简单，员工受教育程度尚可，基本能够满足日常经营管理需要。

3. 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。

（1）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”。

（2）政府债务置换

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给相关银行用于偿还公司的银行借款，故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。

（3）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，对其日常经营以及债务偿还形成有效保障。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，公司不设股东会。

公司设董事会，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。

总体看，公司建立了基本的公司治理结构，能够满足日常经营与管理需要。

2. 管理体制

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并报公司董事会批准。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。

总体看，公司内部管理体系可以满足公司经营需要。

六、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，收入规模有所下降。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，收入规模和占比均波动增长；土地转让收入波动下降，其中 2016 年较上年大幅下降，主要系公司为保持经营持续性而控制了土地转让的规模。2015~2017 年房租收入逐年下降，主要系营改增原因所致。

表 3 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	100.00	23.21	25.82	100.00	16.92	25.68	100.00	12.24

资料来源：公司提供

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及工程费用不断增长所致；土地转让业务毛利率在 2017 年下滑较大，主要系 2016 年及之前，公司可获得土地出让金全额返还，2017 年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 年及以前计入期间费用，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%。

总体看，公司营业收入主要来自工程转让业务，近三年公司营业收入持续下降；受占比较大的工程转让业务毛利率逐年下降、土地转让业务返还比例变化和房租业务出租成本反映科目变化影响，公司综合毛利率逐年下降。

2. 业务经营

（1）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。公司对工程转让项目按照实际发生成本确认营业成本，按照与政府协议规定，实际发生成本加上一定的利润率（10%~25%）确认营业收入金额，在政府拨付款项后公司确认收入。每年结转的项目及金额由文登区政府与公司协商确定。

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”，在项目转让后相应结转收入和成本。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。公司代建项目从完工到与政府结算之间间隔较长周期，造成资金占用。

2015 年，公司转让南海土储项目、南部沿海路网项目和路网改造项目，实现工程转让收入 18.94 亿元；2016 年，公司转让虎山路、迎宾路项目、文山东路项目、文昌路项目、道路改建（二期）项目、垃圾处理厂、三河治理、城区道路建设等项目，实现工程转让收入 23.33 亿元；2017 年，公司转让南海新区蓝湖流域综合治理项目、蓝海供水管网工程、体育公园一期工程、城乡供水水利工程、市政道路（改建）工程等项目，实现工程转让收入 23.19 亿元。截至 2017 年底，上述资金已全部到位。

截至 2017 年底，公司在建项目预计总投资 46.10 亿元，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 4 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

总体看，近三年公司工程转让收入波动上升，但代建项目从完工到与政府结算之间间隔较长周期，对资金占用较高；每年结转的项目及金额受政府影响较大，存在一定不确定性，且在建项目尚需投资规模较大，公司未来存在一定的投资支出压力。

（2）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。

公司文登圣经山旅游开发建设项目及停车场建设项目将依靠项目自身经营收入进行资金平衡。文登圣经山旅游开发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。停车场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 年及之前，公司可获得全额返还；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，公司拥有可供出售的土地约 23,684 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。

总体看，公司其他业务为营业收入的有益补充，但规模较小。

3. 经营关注

（1）公司工程转让收入占营业收入比例很高，收入来源相对单一，受政府规划等影响较大，且代建项目从完工到与政府结算之间间隔较长周期，对资金占用较高。

（2）公司在建基础设施建设项目 2018 年计划投资 14.76 亿元，未来存在一定的投资支出压力。

（3）公司文登圣经山旅游开发建设项目及停车场建设项目未来收入实现的时间和规模可能存在不确定性。

（4）受返还比例变化影响，公司土地转让业务盈利能力大幅下降。

4. 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。

总体看，公司发展规划充分结合自身优势，具备较强的可操作性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年合并财务报告已经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司根据财政部 2017 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，并自 2017 年起执行新会计准则，会计政策的变更主要对财务报表项目列示产生影响，对公司的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。

会计差错更正方面，因 2016 年管理费用中房产税重复调整至“税金及附加”，造成 2016 年“管理费用”少列报 0.26 亿元，“税金及附加”多列报 0.26 亿元。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 2 家，均为 2016 年新设成立，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，会计差错更正对 2016 年度财务数据进行了追溯调整。本报告 2016 年财务数据使用的是公司进行会计差错更正、追溯调整后的数据，财务数据可比性较强。

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%。截至 2017 年底，公司合并资产总额 338.92 亿元，较年初增长 4.25%。从资产结构看，流动资产占 81.49%，非流动资产占 18.51%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 11.80%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 276.20 亿元，较年初增长 7.01%，主要系其他应收款增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 6.76%）、其他应收款（占 26.96%）和存货（占 66.28%）构成。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 226.65%。截至 2017 年底，公司货币资金 18.67 亿元，较年初下降 0.67%，货币资金主要为银行存款，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%。截至 2016 年底，公司其他应收款 47.11 亿元，较年初增长 25.61%，主要系应收文登区财政局和威海庆文实业有限公司往来款增长所致；截至 2017 年底，公司其他应收款 74.46 亿元，较年初增长 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，累计计提坏账准备 0.20 亿元，坏账计提比例为 0.27%。联合评级将持续关注闲置土地收回及补偿款的支付情况。截至 2017 年底，公司前五名欠款方占 86.67%，款项性质包括往来款、土地补偿款、借款等，集中度较高，规模较大，对公司资金形成较大占用。

表 5 截至 2017 年底公司前五大其他应收款客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	款项性质	金额	占比
威海市文登区财政局	往来款及土地补偿款等	47.14	63.14
威海庆文实业有限公司	往来款	6.99	9.36
山东省艺达有限公司	往来款及借款	4.02	5.38
威海蓝创建设投资有限公司	借款	3.56	4.77
山东文登农村商业银行股份有限公司	购买债权款	3.00	4.02
合计	--	64.71	86.67

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 0.37%。截至 2016 年底，公司存货 192.20 亿元，较年初增长 5.77%，主要系土地资产增长及工程施工投入增长所致；截至 2017 年底，公司存货 183.07 亿元，较年初下降 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。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产不断下降，年均复合下降 4.08%。截至 2017 年底，公司非流动资产 62.72 亿元，较年初下降 6.38%，主要系基础设施项目完工后由在建工程转至存货所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 42.76%）、在建工程（占 43.14%）和其他非流动资产（占 9.57%）构成。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 26.82 亿元，全部采用成本模式计量，其中由固定资产转入房屋及建筑物 20.43 亿元，房屋及建筑物累计折旧 2.42 亿元；由存货转入土地使用权 6.39 亿元，土地使用权累计摊销 0.18 亿元。投资性房地产中因尚未过户而未办妥产权证书的资产包括房屋建筑物 18.66 亿元和土地使用权 5.48 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产不断下降，年均复合下降 99.61%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 3.32 万元，较年初大幅下降 20.86 亿元，主要系将房屋建筑物转入投资性房地产所致。

2015~2017 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 23.93%。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 27.06 亿元，较年初下降 37.58%，系城区管网项目和文登圣经山旅游开发建设项目完工结转至存货所致。截至 2017 年底，公司在建工程项目包括南海新区北部盐碱地平整及基础设施建设项目、文登区农村河流环境整治工程一期项目、威海市文登区农村道路改建工程（一期）项目和文登圣经山旅游基础设施建设项目。

截至 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. 负债及所有者权益

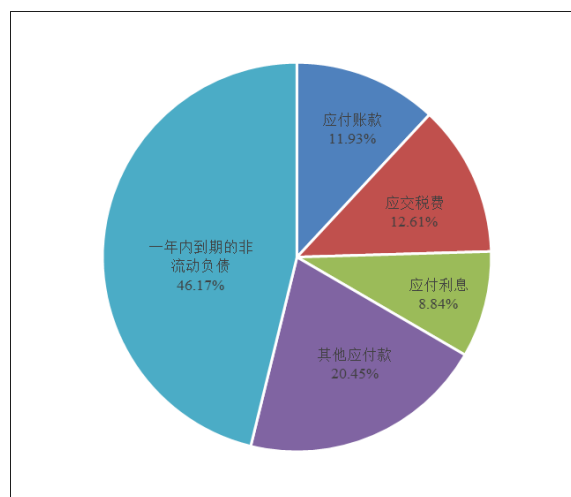
负债

2015~2017 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 13.46%。截至 2017 年底，公司负债总额

96.32 亿元，较年初增长 10.93%，主要系应付账款、其他应付款、长期借款增长所致。从负债结构看，流动负债占 20.01%，非流动负债占 79.99%，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%。截至 2017 年底，公司流动负债 19.27 亿元，较年初增长 36.40%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款、应交税费、应付利息、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司新增应付账款 2.30 亿元，主要系应付工程款增长所致。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.50%。截至 2016 年底，公司其他应付款 2.29 亿元，较年初下降 30.42%，主要系往来款下降所致；截至 2017 年底，公司其他应付款 3.94 亿元，较年初增长 72.34%，主要系增加应付威海市文登区财政局 1.15 亿元（其中 500 万元为共保基金）所致。公司其他应付款主要由应付中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）2.14 亿元借款、应付威海市文登区财政局 1.20 亿元和应付威海瑞海建设发展有限公司 0.54 亿元往来款构成。公司应付农发基金借款为有息借款，在 2022~2026 年每年偿还本金的 20%，故本报告将其纳入长期债务核算。

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%。截至 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（“13 文登债/PR 文城资”和“14 文登债/PR 文登债”）。

2015~2017 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 12.66%。截至 2017 年底，公司非流动负债 77.05 亿元，较年初增长 5.98%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 50.68%）和应付债券（占 49.32%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 20.02%。截至 2017 年底，公司长期借款 39.05 亿元，较年初增长 8.77%，由保证借款（占 82.59%）、质押借款（占 9.73%）和抵押借款（占 7.68%）构成。

2015~2017 年，公司应付债券不断增长，年均复合增长 6.35%。截至 2017 年底，公司应付债券 38.00 亿元，较年初增加 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。

表 6 截至 2017 年底公司存续债券情况（单位：亿元、年）

项目	余额	还本年份
11 文登债	13.00	2019
13 文登债	2.80	2020
14 文登债	7.20	2021
16 文登债	10.00	2023
2017 年度第一期债权融资计划	2.00	2020
2017 年度第二期债权融资计划	3.00	2020
合计	38.00	--

资料来源：公司审计报告

注：1、“11 文登债”于 2018 年 7 月 31 日提前兑付，“13 文登债”于 2018 年 7 月 2 日提前兑付，“14 文登债”于 2018 年 7 月 30 日提前兑付；2、“16 文登债”有债券提前偿还条款，即在 2019~2023 年每年偿还本金的 20%。

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 13.38%。截至 2017 年底，公司全部债务 88.09 亿元（其中长期债务占 89.90%），较年初增长 6.58%；短期债务 8.90 亿元，较年初增长 13.97%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务 79.19 亿元，较年初增长 5.81%，主要系长期借款和应付债券增长所致。2015~2017 年，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均不断增长，截至 2017 年底分别为 28.42%、26.64%和 24.61%。整体看，公司债务规模逐年增长，债务负担有所加重。

表 7 截至 2017 年底公司债务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

到期年份	短期债务	长期借款	应付债券	其他应付款	合计	占比
2018 年	8.90	--	23.00	--	31.90	36.21
2019 年	--	8.22	2.00	--	10.22	11.60
2020 年	--	6.29	7.00	--	13.29	15.09
2021 年	--	14.61	2.00	--	16.61	18.85
2022 年	--	3.25	2.00	0.43	5.68	6.44
2023 年及以后	--	6.69	2.00	1.71	10.40	11.81
合计	8.90	39.05	38.00	2.14	88.09	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：1、“11 文登债”、“13 文登债”和“14 文登债”均于 2018 年提前兑付，上表将该三支债项计入 2018 年到期的应付债券；2、上表在计算到期期限时考虑“16 文登债”的债券提前偿还条款，即在 2019~2023 年每年偿还本金的 20%。

总体看，公司负债规模逐年增长，债务结构以长期债务为主，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。

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。截至 2017 年底，公司所有者权益 242.59 亿元，较年初增长 1.82%；所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，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。整体看，所有者权益中资本公积占比较高，公司所有者权益结构稳定性较好。

2015~2017 年，公司资本公积有所增长，年均复合增长 5.31%，截至 2017 年底为 202.98 亿元。截至 2016 年底，公司资本公积 202.98 亿元，较年初增长 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。公司资本公积主要为以前年度文登区政府注入的土地资产、资金和债务置换资金。

总体看，近年来公司所有者权益有所增长，以资本公积为主，权益结构整体稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年小幅下降，年均复合下降 0.97%。2017 年公司实现营业收入 25.68 亿元，较上年下降 0.53%。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，较上年增长 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，较上年下降 33.22%，主要系管理费用下降所致。从期间费用构成看，公司无销售费用，管理费用占 2.29%，财务费用占 97.71%。2017 年管理费用为 0.08 亿元，较上年大幅下降 94.49%，主要系原计入“管理费用”的出租房产折旧反映在“营业成本”；财务费用为 3.50 亿元，较上年下降 9.68%，主要系部分利息资本化使得计入财务费用的利息支出下降及利息收入增长所致。2015~2017 年，公司费用收入比逐年下降，分别为 22.86%、20.75%和 13.93%，公司费用控制能力有所增强。

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，利润实现严重依赖于政府补助，若剔除政府补助，公司自身盈利能力差。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率波动下降。2017 年，上述三项指标分别为 2.44%、2.40%和 1.80%，较上年分别下降 0.20 个百分点、下降 0.20 个百分点及上升 0.03 个百分点，公司整体盈利能力弱。

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，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

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，年均复合增长 13.20%，2017 年为 72.76 亿元，较上年增长 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%，现金收入比较高主要系工程转让业务在政府拨付款项后公司确认收入所致。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。

总体看，2017 年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 15.65 倍、18.26 倍和 14.33 倍，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 2.78 倍、4.66 倍和 4.83 倍。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。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.22 倍、2.41 倍和 2.10 倍，现金类资产对短期债务的保障能力较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

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。2017 年，公司 EBITDA 主要由折旧(占 7.18%)、计入财务费用的利息支出(占 42.36%)和利润总额(占 50.45%)构成。同期，公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 2.61 倍、2.12 倍和 1.94 倍，主要系债务规模增长使得利息支出增长所致，EBITDA 对利息的覆盖程度较强。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.10 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 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，截至 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，截至 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，截至 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，无反担保措施。

总体看，公司对外担保规模较大，存在一定代偿风险。

表 8 截至 2017 年底公司对外担保明细（单位：亿元）

担保对象	担保余额	担保到期日	企业性质
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	35.00	2018.1.19/2027.1.2/2030.7.16	国企
威海市文登区水利建设开发有限公司	21.50	2021.5.21/2036.2.25	国企
威海蓝创建设投资有限公司	12.50	2019.1.8/2019.5.27/2019.8.14/2020.4.28	国企
威海市文登区交通建设开发有限公司	7.00	2018.1.15/2021.4.22/2028.1.11	国企
威海市文登区自来水公司	2.77	2018.2.2/2018.5.20/2018.9.8/2018.10.14/2018.11.4	国企
威海蓝创进出口有限公司	0.88	2018.12.7	国企
威海文盛石材有限公司	0.64	2018.3.8	国企
威海市文登热电厂有限公司	0.52	2020.9.22	国企
威海创文建设工程有限公司	0.49	2021.6.5	国企
文登市园林绿化工程处	0.49	2021.3.24	国企
威海富德装饰工程有限公司	0.46	2021.3.15	国企

威海市厚德科技孵化器有限公司	0.45	2021.3.15	民营企业
威海思源农业科技服务有限公司	0.44	2021.3.14	民营企业
威海市文登区广播电视台	0.34	2018.7.25	国企
威海市文登区市政工程管理处	0.30	2021.3.23	国企
文登市西郊热电有限公司	0.30	2019.10.17	民营企业
文登市米山水库管理局	0.22	2018.5.16	国企
威海市文登区妇幼保健院	0.16	2019.8.22	国企
总计	84.45	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1037108100013100P），截至 2018 年 12 月 25 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清记录中存在 1 笔欠息和 5 笔关注类贷款。根据中国工商银行股份有限公司文登支行出具的说明，由于上级行有关要求，需将县域平台中项目预期收入小于贷款本金的保证类借款列入关注类，从而导致公司在该行存在 4 笔已结清关注类贷款；根据山东文登农村商业银行股份有限公司出具的说明，公司在该单位的 1 笔关注类贷款系银行信贷员操作失误造成。公司实际过往债务履约情况良好。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，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。

八、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 12.63%和 11.35%，对公司现有债务结构有很大影响。

截至 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%、26.64%和 24.61%。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%、30.82%和 29.02%，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. 募投项目收益偿债能力分析

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 14,258 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 11,000m²，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 2,140 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 2,140 个，按每个充电桩广告收入 0.5 万元/年计，年收入为 1,070 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 9 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	259,204	0	0	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564
其中：停车费	224,400	0	0	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
房屋租赁	7,953	0	0	723	723	723	723	723	723	723	723	723	723
充电桩	7,216	0	0	656	656	656	656	656	656	656	656	656	656
广告位	19,635	0	0	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785	1,785
现金流出	215,585	10,812	72,080	3,475	3,191	3,191	3,191	3,191	3,191	3,191	3,191	3,191	3,191
建设投资	180,200	10,812	72,080	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	20,460	0	0	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860
营业税金及附加	14,641	0	0	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331
所得税前净现金流量	223,819	0	0	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564	23,564
“18 文登专项债 01”本息	76,565	0	3,850	3,850	8,850	8,465	8,080	7,695	9,810	9,233	8,655	8,078	0
本期债券利息	44,160	0	0	6,400	6,400	6,400	5,760	5,120	4,480	3,840	2,880	1,920	960
本期债券本金（不发生回售）	80,000	0	0	0	0	8,000	8,000	8,000	8,000	12,000	12,000	12,000	12,000
“18 文登专项债 01 专与本期债券本息合计（不发生回售）	200,725	0	3,850	10,250	15,250	22,865	21,840	20,815	22,290	25,073	23,535	21,998	12,960
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前净现金流量分别是 25.92 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 1.29 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 0.94 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 5 年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的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。如果投资人在第 5 年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。

九、综合评价

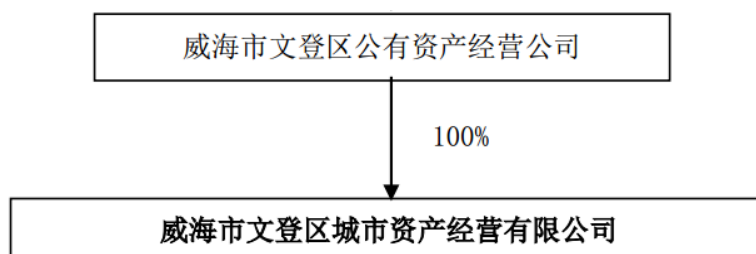
联合评级对公司的评级反映了其作为威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，在政府支持方面具有显著优势。同时联合评级也关注到公司债务规模持续增长，利润总额对政府补贴依赖性较强，以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，威海市文登区地方经济平稳增长。作为文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，未来随着文登城区及南海新区城镇化建设的稳步推进，公司经营前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

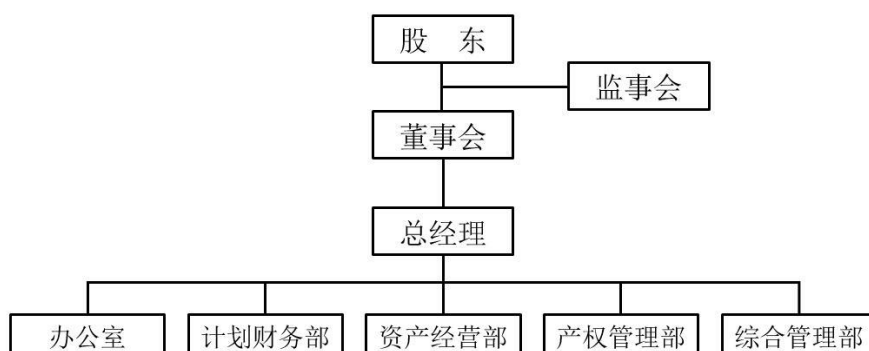
本期债券设置本金分期偿还条款，可有效降低本金集中偿付风险。

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

附件 1-1 威海市文登区城市资产经营有限公司 股权结构图



附件 1-2 威海市文登区城市资产经营有限公司 组织架构图



附件 2 威海市文登区城市资产经营有限公司

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
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	74.84	79.19
全部债务（亿元）	68.52	82.65	88.09
营业收入（亿元）	26.18	25.82	25.68
净利润（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
应收账款周转次数（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
现金收入比率（%）	100.00	101.38	102.13
总资本收益率（%）	2.54	2.64	2.44
总资产报酬率（%）	2.48	2.60	2.40
净资产收益率（%）	1.99	1.77	1.80
营业利润率（%）	17.71	8.99	3.58
费用收入比（%）	22.86	20.75	13.93
资产负债率（%）	25.88	26.71	28.42
全部债务资本化比率（%）	24.23	25.75	26.64
长期债务资本化比率（%）	22.08	23.90	24.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.61	2.12	1.94
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.10
流动比率（倍）	15.65	18.26	14.33
速动比率（倍）	2.78	4.66	4.83
现金短期债务比（倍）	0.22	2.41	2.10
经营现金流动负债比率（%）	-5.75	-57.97	33.35
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.77	0.84	0.86

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、本报告将其他应付款中有息债务纳入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
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%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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 + 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 + 少数股东权益

附件 4 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。