

2018 年荣成市经济开发投资公司

城市停车场建设专项债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100385】

评级对象： 2018年荣成市经济开发投资公司城市停车场建设专项债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AAA	2019年6月24日
首次评级：	AA	稳定	AAA	2018年4月3日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	1.09	3.87	6.05
刚性债务	20.88	26.40	41.66
所有者权益	106.55	119.38	140.70
经营性现金净流入量	0.60	-4.49	9.47
总资产	225.36	281.54	329.82
总负债	118.69	161.98	188.81
刚性债务	92.05	123.24	160.68
所有者权益	106.67	119.56	141.02
营业收入	9.22	12.56	13.94
净利润	1.80	1.58	1.33
经营性现金净流入量	-15.16	-16.79	-13.28
EBITDA	6.86	9.19	9.73
资产负债率[%]	52.67	57.53	57.24
长短期债务比[%]	315.21	246.43	469.48
权益资本与刚性债务比率[%]	115.89	97.01	87.76
流动比率[%]	698.86	488.46	807.57
现金比率[%]	138.74	75.74	125.04
利息保障倍数[倍]	1.38	1.32	1.10
EBITDA/利息支出[倍]	1.76	1.84	1.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.09	0.07
担保方数据			
所有者权益	66.64	100.29	101.27
担保余额	1873.82	1263.98	678.98
担保放大倍数[倍]	28.12	12.60	-

注：发行人数据根据荣成经开经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保公司经审计的2016-2018年度财务数据及业务数据整理、计算。

分析师

刘道恒：ldh@shxsj.com
贾梦：jiameng@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对荣成市经济开发投资公司（简称荣成经开、发行人、该公司或公司）及其发行的18荣成专项债的跟踪评级反映了2018年以来荣成经开在区域环境、外部支持等方面保持优势，同时也反映了公司在融资、流动性及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域环境较好。**荣成市区位优势和交通条件良好，海洋相关产业发达，是我国经济较早实现发展的区域，跟踪期内区域经济维持增长态势。
- **政府支持力度较大。**荣成经开是荣成市基础设施建设领域核心建设主体，受地方政府扶持力度大，跟踪期内，公司继续获得大规模财政补贴、债务转增资本等政府支持。
- **中投保公司对本期债券担保持续有效。**中投保公司业务运营保持稳定，对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，跟踪期内对本期债券偿付的保障持续有效。

主要风险：

- **荣成市部分主导产业对外依赖度高。**荣成市经济以造船、汽车机械和食品工业为主，海洋食品等产业对海外市场依赖度较高。
- **对外部融资依赖较大。**荣成经开自有资本实力相对有限，主要依赖外部融资支持项目建设，跟踪期内债务规模继续增长，后续仍存在较大资本性支出压力。
- **资产流动性一般。**荣成经开存货规模相对较大，各类项目实现收入周期较长，变现慢，资产实际流动性一般。
- **项目投资风险。**跟踪期内，受累于主要合作方



出现重大财务危机，荣成经开投资的康得碳谷项目已经停工，公司正在引进战略投资者，已签订投资意向书。

- 对外担保风险较大。跟踪期内，荣成经开对外担保规模仍然较大，不利于公司财务风险的控制。

➤ 未来展望

通过对荣成经开及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。



2018 年荣成市经济开发投资公司

城市停车场建设专项债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2018 年荣成市经济开发投资公司城市停车场建设专项债券（简称“18 荣成专项债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据荣成经开提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对荣成经开的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 4 月 23 日发行了 7 年期 15 亿元的 18 荣成专项债，票面利率为 5.75%。该期债券所募集的资金中，6.00 亿元用于补充营运资金，9.00 亿元用于荣成市城市停车场建设项目，项目总投资 13.80 亿元，截至 2018 年末已投资 10.17 亿元。截至本报告出具日，募集资金已基本使用完毕。

截至本评级报告出具日，该公司已发行 3 只债券和 1 个债权融资计划，其中 13 荣成经开债和 14 荣成经开债已于 2018 年 8 月提前兑付，公司剩余待偿还债券本金 25 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
13 荣成经开债	10.00	7 年	6.45	2013 年 3 月	已兑付
14 荣成经开债	12.00	7 年	6.75	2014 年 5 月	已兑付
17 债权融资计划	10.00	3 年	6.05	2017 年 10 月	按期付息
18 荣成专项债	15.00	7 年	5.75	2018 年 4 月	按期付息

资料来源：WIND

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类

宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入

与价格调整相协调机制。2018年末,我国城镇化率为59.58%,与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间,在未来一段时间内,城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务,而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛,包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设,以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中,城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用,但债务规模也不断增大,风险有所积聚。为规范政府举债行为,监管部门出台了一系列政策。2014年9月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”),明确提出政府债务不得通过企业举借,剥离城投企业的融资职能。10月,财政部印发《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),对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年,新预算法实施,地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年,国务院、财政部等部委陆续出台多项政策,从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展,进一步规范细化地方政府债务管理。2017年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月,财政部等六部委联合发布《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),加强融资平台公司融资管理。5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),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来,切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之,但与此同时,扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措,城投企业合理融资需求仍需保障。2月,国家发展改革委和财政部联合发布《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),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月,财政部发布《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),明确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;不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任;不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

此外,全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程,城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体,化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正,保障城投企业合理融资需求,2018年7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施;指出要“引导金融机构按照市场化原则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”。10月,国务院办公厅下发《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),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,

明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

荣成市区域位置优越，交通设施完善，经济发展长期处于国内同级区县经济前列，并已形成了一批优势产业。跟踪期内，荣成市地方经济继续保持增长，但增速有所下滑。荣成市经济外向程度较高，外需波动对荣成市部分产业有一定影响。

荣成市是山东省政府直管县级市，行政隶属于山东省威海市。荣成市地处山东半岛最东端，三面环海，海岸线长 500 公里，是中国大陆距离韩国最近的地方。荣成市拥有两个一类开放港口、一个省级开发区、一个省级工业园、两个省级旅游度假区，陆地面积 1526 平方公里，辖 12 个镇、10 个街道。

荣成市交通设施完善，多条国道省道四通八达，陆路交通网络成熟。通过青荣城际铁路，荣成市日开通高铁 17 趟/日，可直达北京、上海、武汉等国内大中城市。荣成市拥有石岛、龙眼两个一类开放港口，有至韩国平泽、仁川的客货班轮，有至日本大阪、博多、门司、关东、关西、韩国釜山、新加坡、香港等港口的全集装箱班轮航线。此外，荣成到威海机场仅 15 分钟车程，在威海机场可飞往韩国的仁川和境内的部分省会城市和沿海开放城市。

优越的地理位置，使荣成市较早实现经济的快速发展，连续多年排名全国百强县前列，其中海洋、汽车等产业颇具竞争力。跟踪期内，荣成市地区生产总值继续保持较好的增长态势，但受宏观经济运行压力及外需波动的影响，增速有所下滑，2018 年全市实现地区生产总值 1211.2 亿元，同比增长 6.3%。其中，第一产业实现增加值 122.4 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 514.0 亿元，增长 5.4%；第三产业增加值 574.8 亿元，增长 7.8%；三次产业结构调整为 10.1:42.4:47.5。荣成市工业运行和固定资产投资保持增长，但增速均有较大幅度下降，2018 年规模以上工业增加值同比增长 4.0%，增速较上年下降 5.5 个百分点，固定资产投资同比增长 8.6%，增速较上年下降 3.3 个百分点。

图表 2. 2016-2018 年荣成市主要经济指标及增速

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1078.0	8.5	1160.3	8.3	1211.2	6.3
其中: 第一产业增加值 (亿元)	87.5	4.1	91.2	3.5	122.4	2.1
第二产业增加值 (亿元)	481.0	7.6	515.3	7.8	514.0	5.4
第三产业增加值 (亿元)	509.6	10.2	553.8	9.7	574.8	7.8
规模以上工业增加值 (亿元)	3139.8	7.0	3217.7	9.5	-	4.0
全社会固定资产投资 (亿元)	828.3	12.9	890.3	11.9	-	8.6
进出口总额 (亿元)	203.8	9.9	219.8	7.9	229.3	4.3
社会消费品零售总额 (亿元)	363.0	11.2	400.8	10.4	381.5	9.9
三次产业结构比例	8.1:44.6:47.3		7.9:44.4:47.7		10.1:42.4:47.5	

资料来源: 荣成市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报

荣成市经济外向程度较高, 尤其是对日韩贸易规模较大。以出口为主导的市场结构已逐步成为制约荣成市经济发展的一个重要原因, 特别是海洋食品产业、船舶产业出口规模较大, 出口市场需求变化和市场开拓模式创新可能对当地经济产生不利影响。2018 年荣成市外贸进出口总额为 229.3 亿元, 同比增长 4.3%, 增速较上年下降 3.6 个百分点。

2016 年以来荣成市商品房市场景气度提升, 其中 2017 年商品房销售面积基本较上年翻倍, 碧桂园、恒大、华发等大型房地产开发商的进驻使得 2018 年商品房施工和竣工面积继续增长。近三年受土地指标和土地市场活跃度等因素影响, 荣成市土地出让面积存在波动, 2016-2018 年分别为 4538 亩、4286 亩和 6523 亩, 其中工业用地出让面积在 2017 年有所下降后 2018 年有所增长, 单价则在 2017 年略微提升后于 2018 年下降; 商住用地出让面积在 2016-2017 年基本保持稳定, 2018 年亦呈大幅增长, 同时出让单价也在不断提升。受此影响, 近三年荣成市土地出让总价增长, 2018 年出让总价较上年增幅超过一倍。

图表 3. 2016-2018 年荣成市土地交易情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积 (亩)	4538	4286	6523
其中: 工业用地出让面积 (亩)	1536	1235	1925
商住用地出让面积 (亩)	3002	3051	4598
土地出让总价 (亿元)	29.15	35.50	82.43
其中: 工业用地出让总价 (亿元)	2.92	2.53	3.43
商住用地出让总价 (亿元)	26.23	32.97	79.00
土地出让均价 (万元/亩)	64.24	82.83	126.37
其中: 工业用地出让单价 (万元/亩)	19.01	20.48	17.82
商住用地出让单价 (万元/亩)	87.38	108.06	171.81

资料来源: 荣成经开

图表 4. 2016-2018 年荣成市房屋建设、销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
商品房施工面积（万平方米）	480.21	514.32	518.35
商品房竣工面积（万平方米）	76.86	44.50	131.5
商品房销售面积（万平方米）	32.96	64.47	62.86

资料来源：荣成经开

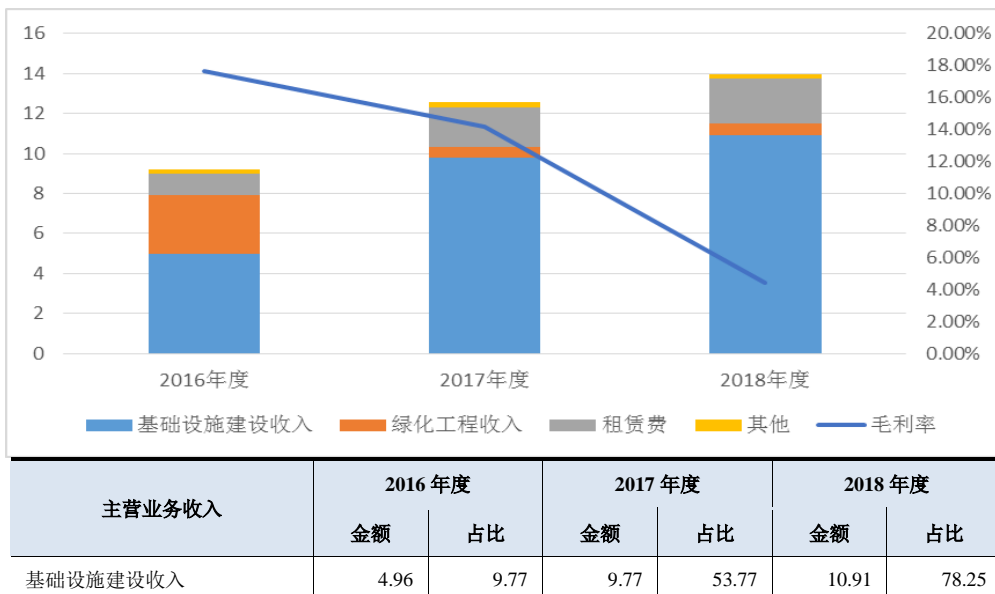
2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是荣成市主要的基建项目投资建设主体。公司继续承担荣成市主要重大基建项目的投资建设，但相关项目盈利空间有限，且投资规模大、资金回笼周期长。地方政府对公司支持力度大，先后向公司注入了大量经营性资产，跟踪期内较大规模的财政补贴和国有股权、海域使用权等资产的收益能对公司经营形成一定支撑。公司重大投资项目康得碳谷项目因康得新违约事件而处于停滞状态，未来存在较大不确定性。

该公司作为荣成市主要的基建项目投资建设主体，承担荣成市大部分基础设施建设，包括道路修筑、棚户区改造等项目。跟踪期内公司营业收入规模继续增长，2018 年实现营收 13.94 亿元，同比增长 10.98%；其中，基础设施建设收入仍为主要的收入来源，收入规模 10.91 亿元，同比增长 11.64%，占营业收入的比重达 78.25%，主要来自建设回购收入 1.10 亿元、八河水库库区清淤改造项目收入 5.44 亿元和高端产业园道路建设工程收入 4.37 亿元。同时，公司实现租赁费收入 2.25 亿，较上年增长 13.96%，占营业收入的比重为 16.11%，包括房屋租赁费收入 0.07 亿元和海域使用权租赁费收入 2.18 亿元。

从毛利率水平来看，近年来该公司毛利率水平存在较大波动，主要系不同基础设施建设项目加成比例不同，同时公司收入结算相对投入来说有所滞后，毛利率差异较大。2018 年公司综合毛利率 4.39%，较上年下降 9.78 个百分点。其中，基础设施建设业务毛利率 5.67%，较上年下降 13.97 个百分点。

图表 5. 公司 2016-2018 年主营业务收入构成（单位：亿元，%）



绿化工程收入	2.95	0.56	0.56	32.03	0.57	4.05
租赁费	1.06	1.97	1.97	11.47	2.25	16.11
其他	0.25	0.26	0.26	2.73	0.22	1.59
合计	9.22	12.56	12.56	100.00	13.94	100.00

资料来源：荣成经开

(1) 基础设施建设业务

该公司是荣成市主要的基建项目投资建设主体，主要通过和地方政府签订委托代建协议或相关服务协议的方式完成基建项目建设，涉及项目类型包括道路、桥梁、管网、河道治理等，相关项目盈利空间有限。不同项目收入确认与资金回笼时间根据签订的合同而有所区别。

近年来该公司先后完成了较多基础设施项目，其中政府委托代建项目荣成市城市道路改建工程、荣成市城市基础设施改造工程、荣成市城市路网改建工程、荣成市高端产业园基础设施建设项目、荣成市沽河水系工程项目、绿岛湖土地整治改造工程、浦发银行湾头水库综合治理项目和威海海洋职业学院（二期）共 8 个项目资金尚未完全回笼。

荣成市城市道路改建工程、荣成市城市基础设施改造工程和荣成市城市路网改建工程三个项目系 13 荣成经开债募投项目。截至 2018 年末，募集资金 10 亿元已全部投入使用，三个项目均处于竣工结算中。上述三个募投项目实际总投资 20.10 亿元。该公司就上述三个募投项目与荣成市政府分别签订了回购协议，按照约定的投资回报和投资本金，公司将在 2013-2020 年回收期累计获得政府款项 25.30 亿元。截至 2018 年末，公司已累计收到 16.98 亿元资金，尚余 8.32 亿元未回笼（含成本部分 3.15 亿元）。

荣成市高端产业园项目和荣成市沽河水系工程项目是 14 荣成经开债的募投项目，建设资金主要通过发行债券和银行借款方式筹集。荣成市高端产业园项目总投资 15.39 亿元，项目于 2012 年 1 月动工，建设期 3 年，项目已完工。荣成市沽河水系工程项目总投资 5.18 亿元，于 2013 年 9 月动工，项目已完工。根据荣政办发[2013]55 号文件，荣成市高端产业园基础设施建设项目实施后，预计 2350 亩土地经平整后可用于挂牌出让，荣成市政府将以 80 万元/亩的价格支付公司土地平整费 18.80 亿元；荣成市政府将沽河河道周边 800 亩土地交由公司负责整理开发，以 80 万元/亩的价格支付公司土地开发平整费 6.40 亿元。相关土地资金均将在 2015-2022 年期间不等额支付，以保障公司土地开发及基础设施项目建设资金的平衡。截至 2018 年末，上述两个项目已回笼资金 10.25 亿元。

绿岛湖土地整治改造工程、浦发银行湾头水库综合治理项目和威海海洋职业学院（二期）均为政府委托代建项目，总投资分别为 7.05 亿元、3.75 亿元和 1.38 亿元，截至 2018 年末均已完工。该公司已就以上项目与政府签订委托代建协议，按照成本加成 5%-8% 拨付资金，由于尚未竣工决算，成本未确定，资金回笼金额也尚不确定。其中绿岛湖土地整治改造工程已收到政府支付相关资金 3.29 亿元，计入预收款项；浦发银行湾头水库综合治理项目和威海海洋职业学院（二期）项目尚未收到相关款项。

荣成经济开发区的荣迪汽车产业园项目、汽车配件产业园和荣成经济开发区（碳纤维车间）也已建成，总投资 5.51 亿元。截至 2018 年末尚未回笼资金，未来将以出租和

出售形式回笼资金，资金回笼情况较大依赖于当地房地产市场、招商引资力度及康得碳谷项目（荣成经济开发区（碳纤维车间））后续处置情况。

图表 6. 截至 2018 年末公司已建成未全部回款项目情况（单位：万元）

项目	项目总投资	截至 2018 年末已确认收入	截至 2018 年末已回笼资金	截至 2018 年末待回笼资金 ¹	备注
荣成市城市道路改建工程	65045				
荣成市城市基础设施改造工程	74865	169840	169840	83160	“13 荣成经开债”募投项目，政府回购
荣成市城市路网改建工程	61406				
荣成市高端产业园基础设施建设项目	153900	87643	87643	100366	“14 荣成经开债”募投项目，政府拨付专项土地款
荣成市沾河水系工程项目	51760	14900	14900	49140	
荣成经济开发区（荣迪汽车产业园）	15400	-	-	15400	项目已全部完工，待出租出售
荣成经济开发区（汽车配件产业园）	2600	-	-	2600	项目已全部完工，待出租出售
绿岛湖土地整治改造工程	70502	-	32927	44073	政府委托代建
浦发银行湾头水库综合治理项目	37500	-	-	40000	政府委托代建
威海海洋职业学院（二期）	13800	-	-	14904	政府委托代建
荣成经济开发区（碳纤维车间）	37097	-	-	37097	项目已全部完工，待出租出售
合计	583875	272383	305310	386740	-

资料来源：荣成经开

截至 2018 年末，该公司在建项目主要系棚户区改造项目和城市停车场项目 2 个项目，其中棚户区改造项目已与政府签订了委托代建协议，于完工后由政府进行支付工程款；城市停车场项目系 18 荣成专项债募投项目，待完工后进行出租或出售实现收益。截至 2018 年末在建项目已投入资金 87.37 亿元，尚须投入资金 13.63 亿元。

图表 7. 截至 2018 年末在建项目情况（单位：万元）

项目	项目总投资	截至 2018 年末已投资	截至 2018 年末待投资	备注
棚户区改造项目	872000	772000	100000	完工后政府支付工程款
城市停车场	137991	101725	36266	待完工后出租或出售
合计	1009991	873725	136266	-

资料来源：荣成经开

该公司目前最主要的投资项目是棚户区改造项目，包括三城西片区、双泊片区、三环片区、城西片区二期、新台片区、黎明片区、南蒲片区、十里河片区、河西片区、高新园片区等，预计于 2019 年底全部完工，项目总投资 87.20 亿元。截至 2018 年末，公司已完成投资 77.20 亿元（其中中国开行贷款投入资金 58.80 亿元，财政投入资金 18.40 亿元），尚需投资 10 亿元。资金返还主要来源于改造过程中腾空土地的出让收入，但在目前房地产市场环境下，公司能否实现收益具有一定不确定性，且土地出让收益返还进度还需根据政府土地出让安排及财政拨付进度而定。棚户区改造项目中，三环片区、城西片区、双泊片区等三个子项目，已于 2017 年 3 月基本完工，拆迁区域总用地 215.68 万

¹ 政府回购项目的待回笼资金按照项目概算总投资*（1+加成比例）-已回笼资金进行预计，项目实际竣工结算的成本数可能与初始概算总投资数有差异。完工后出租出售的项目以项目总投资-已回笼资金来计算。

平方米，建筑面积 55.28 万平方米（拆迁居民 4160 户），用于建造安置房，规划安置用地面积为 42.63 万平方米，总建筑面积为 82.61 万平方米，项目完成后实际可腾空土地 112.4 万平方米，土地性质为商业用地。棚户区改造项目 2016 年实施的城西片区二期、新台片区、黎明片区、南蒲片区、十里河片区等五个项目已完工，项目可腾空土地 101.8 万平方米，土地性质为商业用地；2017 年新增河西片区和高新园片区 2 个子项目，预计 2019 年完工，安置用地面积 12.38 万平方米，总建筑面积 32.77 万平方米，购买存量房建筑面积 32.74 万平方米，项目可腾空土地 110.2 万平方米，土地性质为商业用地。

(2) 对外投资

按照政府规划和要求，该公司持有多家经改制的原市属企业的国有股权，并积极参股当地政府重点扶持的企业。截至 2018 年末，公司持有 18 家企业股权，长期股权投资账面金额为 31.68 亿元，较上年末增加 3.04 亿元，增量主要来源于对山东达因海洋生物制药有限公司、荣成市安信融资担保有限公司的新增投资。2016-2018 年，公司分别实现投资净收益 1.08 亿元、1.15 亿元和 1.11 亿元，成为公司利润的重要补充。公司投资收益主要来自黄海造船有限公司（以下简称“黄海造船”）和山东达因海洋生物制药有限公司（以下简称“达因制药”）。

图 8. 2018 年公司主要长期股权投资情况及投资收益（单位：亿元）

被投资单位	持股比例(%)	长期股权投资余额	核算方法	2018 年	
				净利润	投资收益
山东荣成曙光齿轮有限责任公司	31.50	0.84	权益法	0.06	0.02
山东达因海洋生物制药有限公司	21.43	3.21	权益法	2.34	0.59
青岛啤酒（荣成）有限公司	30.00	0.15	权益法	0.09	0.03
荣成鼎诚融资担保有限公司	30.00	0.38	权益法	-0.03	-0.01
荣成中天创业投资基金有限公司	20.00	0.12	权益法	-0.01	0.00
荣成市水务集团有限公司	41.77	0.95	权益法	0.09	0.08
荣成市安信融资担保有限公司	46.00	2.32	权益法	0.03	0.02
荣成市汇金小额贷款有限公司	10.00	0.07	成本法	0.00	-
黄海造船有限公司	19.51	2.15	成本法	0.61	0.17
荣成沈鼓新能源科技有限公司	15.00	0.08	成本法	-0.08	-
山东荣成农村商业银行股份有限公司	3.79	0.31	成本法	1.67	0.03
威海家和网络技术股份有限公司	18.33	0.03	成本法	-0.01	-
荣成青木高新材料股份有限公司	14.18	0.30	成本法	0.01	-
山东船舶技术研究院	15.00	0.02	成本法	0.00	-
荣成康派斯新能源车辆有限公司	4.35	0.05	成本法	0.08	-
康得碳谷科技有限公司	14.29	20.00	成本法	0.00	0.06
荣成平安建设运营有限公司	5.00		成本法	0.00	-
中科院科技成果转化创业投资基金（武汉）合伙企业（有限合伙）	1.46	0.60	成本法	-0.62	-
合计		31.58		4.23	0.97

资料来源：荣成经开

黄海造船前身是始建于 1944 年的八路军修械所，后从事船舶研制、开发和修造，1999 年改制为职工入股、国家参股的有限责任公司。黄海造船拥有国家造船甲级设计资格、一级甲级建造资质，在多功能重吊船和大型客滚船领域具有较高市场份额。但受造船行业整体景气程度较低影响，近年来业绩有所下滑，但由于其主要产品系小吨位远洋渔船，营业收入规模仍能维持较高水平。2018 年黄海造船建造完成 171 艘船舶，类型包括集装箱船、客滚船、多功能货船、渔船等，涉重 26 万吨，全年实现销售收入 26.06 亿元、净利润 0.61 亿元。截至 2018 年末，黄海造船手持订单 30 亿元。

达因制药成立于 1994 年，2000 年整体改制为股份公司，主要从事儿童药品和保健品，主要产品包括伊可新（维生素 AD 胶囊型）、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒剂）、伊甘欣（甘草锌颗粒剂）等。截至 2018 年末，达因制药资产总额为 17.00 亿元，净资产总额为 14.49 亿元；拥有年产 20 亿粒软胶囊、10 亿袋颗粒剂、4 亿瓶口服液和 5 亿片片剂硬胶囊、3 亿粒伊硬胶囊的生产能力。2018 年实际生产软胶囊 9 亿粒、颗粒剂 2790 万袋和片剂硬胶囊 2520 万片。2018 年达因制药实现销售收入 8.93 亿元，净利润 2.33 亿元，较上年有所下滑。

此外，该公司投资规模较大的公司还包括山东荣成曙光齿轮有限责任公司（以下简称“曙光齿轮”）。截至 2018 年末，曙光齿轮资产总额为 2.87 亿元，净资产总额为 2.68 亿元；2018 年微型齿轮销量 6.3 万套，轻型齿轮销量 16.97 万套，重型齿轮销量 2.81 万套，实现销售收入 0.9 亿元，净利润 0.06 亿元。

2017 年该公司与康得投资集团有限公司（简称“康得集团”）以及康得新复合材料集团股份有限公司（简称“康得新股份”）共同出资成立康得碳谷科技有限公司（简称“康得碳谷”），注册资金 140.00 亿元，其中公司现金出资 20.00 亿元，持股比例 14.29%；康得集团为控股股东，出资额度为 100.00 亿元。截至目前，公司和康得新股份认缴的资金已全部到位，康得集团仅到位 2 亿元资金。康得碳谷规划建设总投资 500 亿元的年产 6.6 万吨碳纤维项目，该项目分 5 期建设，总计 40 条高性能碳纤维生产线，第一期投资 140 亿元，已于 2018 年 2 月开工建设，规划建设高性能碳纤维产能 8950 吨/年，配套高性能碳纤维原丝产能 22000 吨/年，包括 6 条碳纤维生产线，建筑面积 50.2 万平方米。目前，1、2 号线主体工程完工，3、4 号线基础施工，开工面积 46.1 万平方米，封顶面积 18.2 万平方米；4 条生产线已取得国外核心设备进口许可证，到货 3 条，其中 1 号线碳化设备已安装完成。

2019 年 1 月 15 日，康得碳谷项目合作方康得新股份发行的 18 康得新 SCP001 未能按期足额偿付本息，构成实质性违约，同时可能触发康得新股份多期债务违约，并对康得新股份后续经营及融资产生重大影响。因康得事件的影响，康得碳谷项目目前处于停工状态。事件发生后，山东省各级政府对此均非常重视，指导企业采取针对性措施做好处置工作，公司经与康得集团协商，已将其间接持有的中安信科技有限公司²30% 股权及康得碳谷科技有限公司已到和在途的价值约 27.7 亿的动产进行了质押和抵押，并与多家

² 中安信科技有限公司成立于 2011 年，注册资本 6.5 亿元，其中，康得新出资占注册资本比例 14.4%，康得集团出资额占注册资本 45.6%。中安信科技有限公司主要业务是研发、生产和销售工业及民用碳纤维及其复合材料制品，自主研发了高性能碳纤维原丝、碳丝、复合材料及制品的技术和工艺，拥有完全自主知识产权。

投资方进行协商来引进战略投资者，并已签订投资意向书。但康德新项目投资额较大，项目进展仍存在较大不确定性，未来仍需持续关注其对公司产生的影响。

(3) 其他经营性业务

绿化业务方面，该公司下属子公司荣成市绿景园林有限责任公司（简称“绿景园林”）主要从事园林绿化工程设计、规划、绿化和养护管理以及园林机械及零部件、苗木花草的批发。2018年绿景园林完成伟德路、东方广场地下停车场、半岛环海路、城中村改造等11项园林绿化重点工程的建设。2018年公司实现绿化工程收入5650.81万元，较上年略增1.65%，实现毛利率11.35%。

房屋租赁及海域使用权租赁方面，该公司将政府划入的荣成市体育中心、荣成市行政服务中心、荣成市博物馆以及部分门市房等对外出租，2018年实现租赁收入680.28万元，较上年下降3451.65万元，系体育中心等于2017年末到期后未续租。政府向公司拨入大量海域使用权，截至2018年末共58.83万平方米，入账价值42.72亿元。其中28.94万亩的海域已对外出租，在无形资产中核算，2018年末账面原值为23.22亿元，扣除摊销后账面价值16.22亿元；未出租的海域使用权在存货中核算，账面价值为19.50亿元。2018年公司实现海域使用权租赁收入2.18亿元，同比增长39.88%。其相对应的主营业务成本主要系无形资产摊销，摊销年限为10年，因摊销金额随入账资产规模扩大，毛利率逐年下降乃至形成亏损，根据2018年5月荣成市政府对公司申请延长海域使用权使用期限的请示的批复，同意其将2012-2013年取得的45宗海域（账面价值9.67亿元）的使用权期限在2022-2023年到期后延长10年，将2012-2013年取得的120宗海域（即全部未出租海域使用权，账面价值19.50亿元）的使用权期限在2022-2023年到期后延长15年。海域使用权使用期限延长后，公司摊销压力下降，2018年公司海域使用权出租业务毛利率-12.06%，较上年提升14个百分点。

此外，2018年该公司实现其他业务收入合计0.22亿元，主要包括照明维修、服务收入0.16亿元，及管理服务收入0.06亿元，收入规模不大。

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，内部管理运作有序。

截至2018年末，该公司出资人仍为荣成市国资局，实际控制人自成立以来未发生变化，为荣成市人民政府。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司治理及内部管理未发生重大变化。

截至2018年末，该公司无合并范围外的关联交易。

根据该公司2019年6月19日的《企业基本信用信息报告》，近年来公司本部无不良信贷记录。根据国家企业信用信息公示系统2019年6月12日查询所示，公司及核心子公司无不良记录。

财务

跟踪期内,受益于债务转增资本及财政专项资金的拨付,该公司资本实力继续增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚可,但回笼资金量仍不能覆盖新增投资,导致公司负债规模持续增长,且刚性债务规模持续上升。公司资产以存货、固定资产和无形资产等为主,周转周期较长。但公司债务期限结构尚属合理,存量货币资金规模较大,能对即期债务形成较好覆盖。

1. 公司财务质量

中汇会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司2018年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则(、企业会计制度及其补充规定。

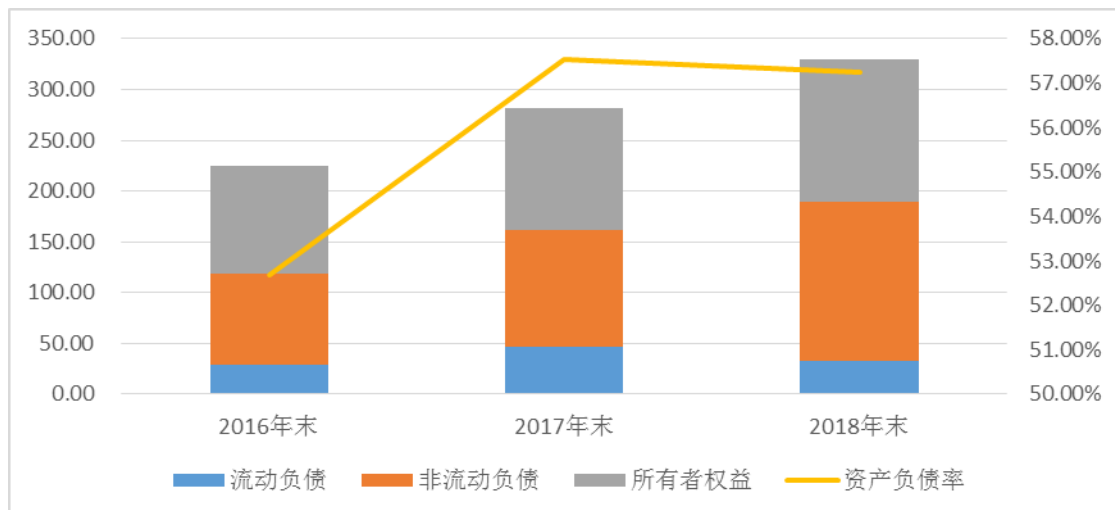
2018年6月,根据荣成市国有资产监督管理局文件(荣资发【2018】69号),将该公司持有的荣成市光亮路灯有限公司(以下简称“光亮路灯公司”)的股权无偿划转给荣成市城建投资开发有限公司,2018年7月公司注销子公司荣成市兴盛基础工程有限公司。2018年末公司合并范围子公司减少至9家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内,得益于项目配套建设资金的拨付、债务免除转增资本以及自身经营积累,该公司资本实力继续增强,2018年末公司所有者权益合计141.02亿元,其中资本公积125.51亿元,占比80.64%。年末资本公积较上年末增长20.07%,变动主要来自荣成市财政局免除公司债务15.00亿元用于补充资本金、拨付棚改项目资金5.53亿元、拨付专项资金弥补公司利息支出5.53亿元、政府债务置换2.90亿元,同时因光亮路灯公司划转减少资本公积2.45亿元。公司负债规模逐年扩大,2018年末负债总额为188.81亿元,同比增长16.56%,仍以刚性债务为主。公司年末资产负债率57.24%,较上年略降0.29个百分点,仍处于合理水平。

图表 9. 2016-2018 年末公司资金来源结构及变化趋势 (单位: 亿元)

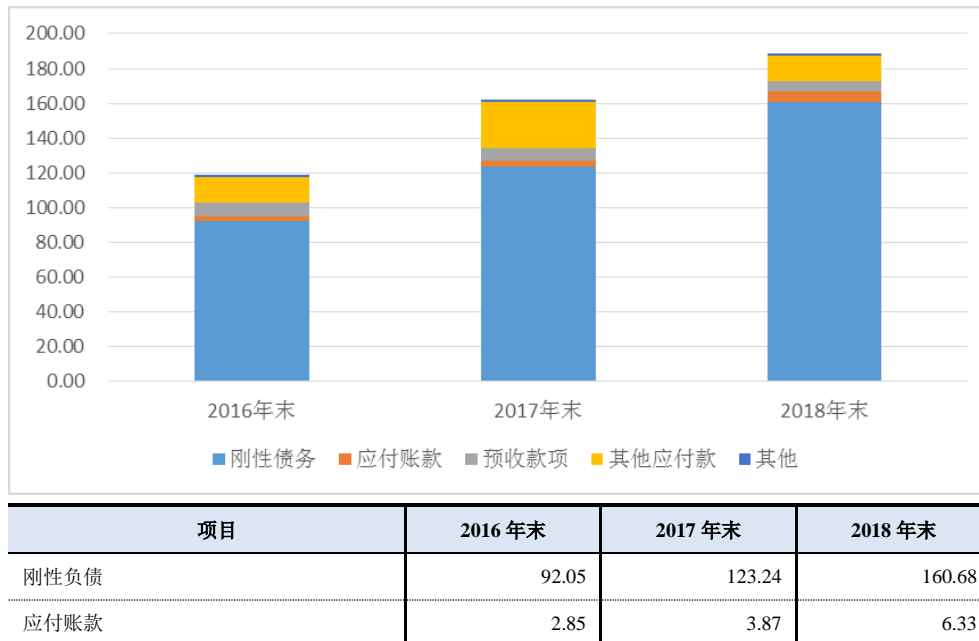


资金来源构成	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债（亿元）	28.59	46.76	33.15
非流动负债（亿元）	90.11	115.22	155.65
所有者权益（亿元）	106.67	119.56	141.02
资产负债率（%）	52.67	57.53	57.24

注：根据荣成经开经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

该公司负债主要由非流动负债构成，2018 年末余额为 155.65 亿元，占负债总额比率为 85.10%，与公司业务模式较为匹配；2018 年以来债务结构更趋于长期化，年末长短期债务比 469.48%，同比增长 223.04 个百分点。公司债务中刚性债务增长较快，2018 年末刚性债务余额 160.68 亿元，较上年增长 30.38%，年末刚性债务中主要包括 31.85 亿元长期借款（含 1.83 亿元一年内到期的长期借款），因棚户区改造项目向山东省财金投资有限公司取得 74.05 亿元暂借款（利率在 4.145%-4.995% 之间，含一年内到期的部分 2.62 亿元）、向国开发展基金有限公司借款 2.34 亿元、威海市青荣城市建设发展基金³（有限合伙）（简称“青荣基金”）款项 14.04 亿元、通过兴银投资-兴鲁 1 号基金借入的信托款项 4.71 亿元（含一年内到期的部分 1.25 亿元）和委托贷款 7.96 亿元（年利率 5.80%，含一年内到期的部分 150.00 万元），除银行借款外均入账“长期应付款”。年末刚性债务还包括 25.72 亿元应付债券（本金 10 亿元的债权融资计划⁴和本金 15 亿元的“18 荣成专项债”，以及应付利息）。除刚性债务外，公司 2018 年末应付账款、预收款项和其他应付款也较大，分别为 6.33 亿元、5.59 亿元和 14.47 亿元，其中应付账款主要为应付建设工程款，预收账款主要为政府投入代建项目的资本金或提前拨付的工程款项，其他应付款主要为公司与荣成市财鑫投资有限公司以及建筑施工企业等的往来款。

图表 10. 2016-2018 年末公司负债结构（单位：亿元）



³ 青荣基金系公司出资 3.75 亿元、豪迈资产管理公司出资 1000 万元和万家共赢资产管理公司出资 15 亿元合伙设立，青荣基金款项实际投入公司下属子公司进行棚户区项目建设，未约定最低收益。由于公司系劣后级出资人，因此将青荣基金投入款项中万家共赢资产管理公司出资 15 亿元作为长期应付款入账。

⁴ 公司于 2017 年 10 月发行 10 亿元债权融资计划，利率 6.05%，期限 3 年。

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
预收款项	8.12	7.03	5.59
其他应付款	14.41	26.68	14.47
其他	1.26	1.15	1.74
负债合计	118.69	161.98	188.81

注：根据荣成经开经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

2018 年末，该公司银行借款余额 31.85 亿元，全部为中长期借款，其中一年内到期 1.83 亿元，借款主体主要为下子公司荣成市城市资产经营有限公司、荣成市绿景园林有限责任公司和荣成安泰置业有限公司。公司银行借款主要以抵质押为主，截至 2018 年末合计占银行借款总额比例为 51.25%，抵押物主要为公司房产、土地资产和海域使用权，质押物主要为项目未来受益权。公司银行借款利率在 7% 以下，期限均较长，到期日在 2022-2028 年，大多借款具有分期偿付约定，到期较为均匀，集中偿付压力可控。

2018 年末，该公司对外担保余额为 53.37 亿元，较上年增加 6.04 亿元，担保比率 37.85%，对外担保对象主要系市属企事业单位及市内企业，存在一定代偿风险。

图表 11. 2018 年末公司对外担保事项（单位：万元）

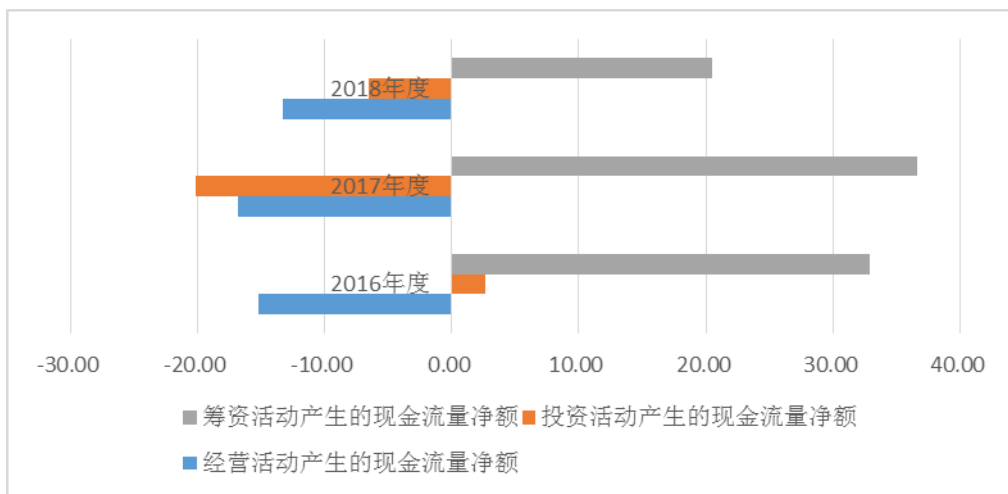
被担保方	担保金额	担保期限
荣成市城乡公共交通有限公司	900.00	2014.11.28-2019.11.28
荣成市兴林林业有限公司	150000.00	2016.03.10-2031.03.7
威海海洋职业学院	30000.00	2015.12.29-2020.12.29
荣成市兴利水利设施有限公司	30000.00	2016.6.24-2021.6.24
荣成市财鑫投资有限公司	60000.00	2015.9.21-2031.12.19
荣成市财鑫投资有限公司	30000.00	2015.9.21-2031.12.19
荣成市财鑫投资有限公司	17453.10	2015.9.21-2031.12.19
山东省财金投资有限公司	16229.01	2014.8.28-2029.8.27
荣成市兴林林业有限公司	25194.40	2016.03.10-2031.03.07
荣成市城建投资开发有限公司	60000.00	2018.8.21-2033.8.19
荣成市育龙校车服务有限公司	5037.08	2013.08.27-2024.11.6
靖海集团有限公司	19000.00	2017.1.20-2018.12.12
山东靖海湾港务有限公司	15000.00	2016.07.28-2021.07.27
荣成市城乡公共交通有限公司	12000.00	2015.1.26-2020.1.26
荣成市兴利水利设施有限公司	30000.00	2016.12.16-2021.12.16
荣成市城乡公共交通有限公司	5000.00	2018.6.29-2019.6.28
荣成市泰祥工贸有限公司	3400.00	2019.2.14-2019.8.13
荣成市供热有限公司	2500.00	2018.6.6-2019.6.6
山东星云智慧海洋科技股份有限公司	1030.00	2018.11.22-2019.1.21
荣成市热电厂有限公司	1000.00	2018.10.29-2019.10.22
荣成市城建投资开发有限公司	20000.00	2018.12.26-2019.12.26
合计	533743.59	-

资料来源：荣成经开

(2) 现金流分析

该公司前期项目投入较大，且建设周期普遍较长，大部分政府回购资金需待项目建成后才能陆续取得，导致目前实际收到的道路回购资金和政府补助无法覆盖逐年增加的项目建设支出。跟踪期内，公司经营性活动现金仍呈大额净流出状态，2018 年净额为 -24.48 亿元；同时当年收到和支付的政府拨付项目建设资金（计入“收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”科目）规模增大，当年经营性现金流量净额为 -13.28 亿元，缺口规模较上年减小 3.51 亿元。公司投资性现金流主要由短期理财产品投资和回收形成，2018 年规模有所减小，当年投资活动现金净流出 6.56 亿元。为弥补资金缺口，公司筹资活动现金维持净流入状态，2018 年筹资活动现金净流量 20.49 亿元。

图表 12. 2016-2018 年公司现金流情况（单位：亿元）



项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
经营活动产生的现金流量净额	-15.16	-16.79	-13.28
投资活动产生的现金流量净额	2.60	-20.10	-6.56
筹资活动产生的现金流量净额	32.94	36.64	20.49

注：根据荣成经开经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

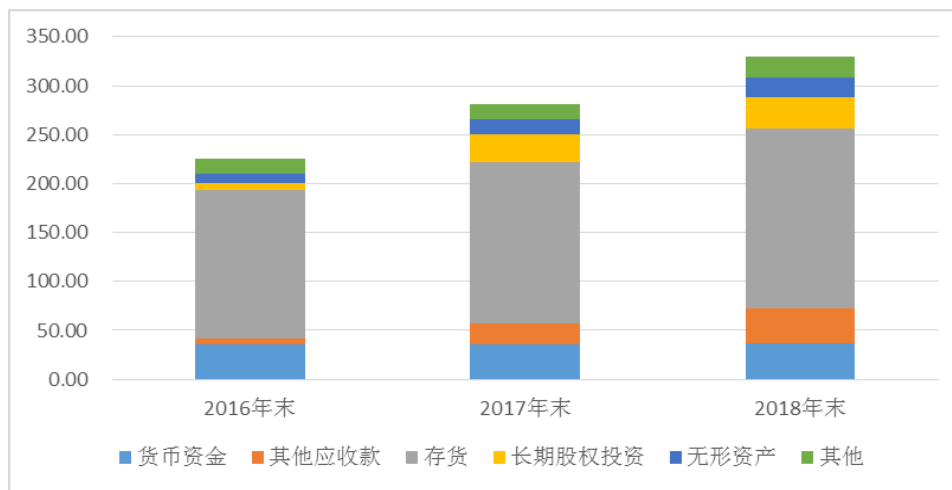
(3) 资产质量分析

跟踪期内，由于项目建设持续投入和往来款项增加，该公司资产规模逐年扩大，2018 年末公司资产总额为 329.82 亿元，同比增长 17.15%。公司资产仍以流动资产为主，年末流动资产 267.75 亿元，占比 81.18%。从资产构成上看，公司资产以货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和无形资产为主，年末占比分别为 11.02%、11.00%、55.62%、9.60% 和 6.43%。

随着在建项目规模扩大，该公司存货余额逐年增加，2018 年末达到 183.44 亿元，同比增长 10.83%，增量主要来自棚户区改造项目的投入。年末存货余额中主要包括 19.50 亿元海域使用权、104.75 亿元棚户区项目投入、15.03 亿元高端产业园工程、4.50 亿元土地整理费及一些其他项目投入。其中海域使用权使用期限为 10 年，部分海域使用权已获批期满后延长 10 年或 15 年（见前文业务分析部分），使用期满后能够以较低价格续

办权证，公司拟通过出租或出售方式实现现金流入；其他在建项目已大部分签订了委托代建协议或土地专项拨款安排。年末其他应收款余额为 36.29 亿元，同比增长 70.79%，债务方主要为荣成市属事业单位和当地国有企业，主要包括应收荣成市城建投资开发有限公司 11.00 亿元往来款、应收荣成市海轩置业有限公司 9.24 亿元往来款、应收石岛财政局 3.67 亿元往来款等。公司其他应收款账龄主要在 2 年以内，其中 1 年以内占比 51.34%，1 至 2 年占比 13.80%。其他应收款相关款项不计息，公司已根据回收情况计提了 0.63 亿元坏账准备。2018 年末，公司无形资产 21.22 亿元，较上年末增长 45.78%，仍主要由土地使用权和已出租的海域使用权组成，其中海域使用权较上年末增加 7.04 亿元至 16.20 亿元，主要由于新增海域使用权出租面积，海域使用权由存货转至此科目。长期股权投资期末余额 31.68 亿元，同比增长 10.63%，主要为公司持有的达因制药、黄海造船等股权。此外，公司固定资产年末余额为 6.06 亿元，较上年略有减少，主要仍为自有办公楼和体育馆、文化馆等公用设施。公司 2018 年末货币资金为 36.35 亿元，可动用余额为 36.00 亿元，货币存量充足，可对即期债务周转提供支撑。

图表 13. 2016-2018 年末公司资产构成及变化情况（单位：亿元）



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金	35.65	35.40	36.35
其他应收款	5.85	21.25	36.29
存货	151.44	165.52	183.44
长期股权投资	7.98	28.63	31.68
无形资产	9.36	14.55	21.22
其他	15.09	16.18	20.85
合计	225.36	281.54	329.82

注：根据荣成经开经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

(4) 流动性/短期因素

由于存货和其他应收款规模的进一步增长，跟踪期内该公司流动性指标向好，2018 年末流动比率、速动比率和现金比率分别为 807.57%、247.41%和 125.04%，分别较上年增加 319.11 个百分点、120.20 个百分点和 49.29 个百分点。公司账面有充裕的货币资金，对即期债务覆盖程度高，短期流动性风险较小。但需要关注的是，公司流动资产中

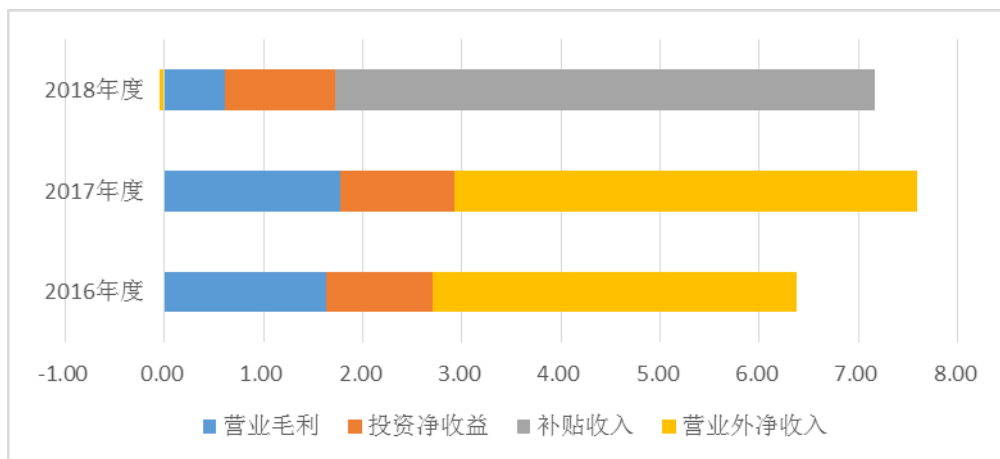
存货占比很高，周转速度慢，同时其他应收款规模也较大，公司实际流动性水平低于账面所示。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值 25.77 亿元，占资产比重为 7.81%，主要包括抵押的账面净值 17.78 亿元海域使用权；荣成市悦湖路 3 处房产，账面价值 3.64 亿元；土地使用权 4.01 亿元、保证金及定期存单合计 0.34 亿元。

3. 公司盈利能力

2018 年该公司实现营业毛利 0.61 亿元，较上年下降 65.57%，主要系当年基础设施建设业务结算毛利较低。公司期间费用仍达到 5.62 亿元的较大规模。其中，财务费用仍为期间费用最主要的组成部分，2018 年为 4.17 亿元；管理费用 1.43 亿元，较上年增长 49.79%，随着折旧和摊销规模的增长而持续扩大。期间费用较高导致公司亏损，公司主要通过投资收益和政府补贴实现盈利，2018 年公司实现投资收益和获得政府补贴（当年由“营业外收入”调整计入“补贴收入”科目）分别为 1.11 亿元和 5.44 亿元，当年实现净利润 1.32 亿元。

图表 14. 2016-2018 年公司收益构成情况（单位：亿元）



项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业毛利	1.63	1.78	0.61
投资净收益	1.08	1.15	1.11
补贴收入	-	-	5.44
营业外净收入	3.66	4.67	-0.05

注：根据荣成经开经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是荣成市主要的基建项目建设主体。公司继续承担荣成市几乎所有重大基建项目的建设，相关项目盈利空间有限，且后续还有大规模的资金投入。但地方政府对公司支持力度大，跟踪期内较大规模的财政补贴和国有股权、海域使用权等

资产的收益能对公司经营形成一定支撑。受益于债务转增资本等政府支持，公司资本实力继续增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚可，同时债务期限结构尚属合理，存量货币资金规模较大，能对即期债务形成较好覆盖。

2. 外部支持因素

作为地方主要基建主体，地方政府给予该公司较多的支持，除给予大量财政补贴外，债务置换资金、利息补贴资金和项目建设配套及回购资金的拨付均较及时。

此外，该公司获得的授信规模较大，也可提升公司财务弹性。截至 2018 年末，公司获得银行授信额度 66.20 亿元，未使用授信额度 11.30 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保公司是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保公司由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保公司并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保公司引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保公司整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2018 年末，中投保公司注册资本为 45.00 亿元，国家开发投资公司为其控股股东。

图表 15. 截至 2018 年末中投保公司前五大股东持股情况

序号	股东名称	持股数 (亿股)	出资比例 (%)
1	国家开发投资公司	21.24	47.20
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.15	87.01

资料来源：中投保公司

截至 2018 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 204.53 亿元，净资产为 101.27 亿元；当年实现营业总收入⁵28.74 亿元，其中担保业务净收入 5.69 亿元，投资收益 22.23 亿元，净利润 18.61 亿元。2018 年中投保公司担保业务发生额为 146.19 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 678.98 亿元。

⁵ 营业总收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

中投保公司法人治理结构较完整，内部组织机构设置合理，各项管理制度逐步完善，实现了规范化、制度化管理。近年来中投保公司不断加强风险管理体系的建设和优化，已建立了较为完善的信用风险管理体系，并在审查、审批和保后等环节对客户信用风险进行全程监督和控制。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保公司仍需持续加强风险控制能力。

2018年，中投保公司深入业务结构调整，控制公共融资类担保业务节奏，同时随着保本投资类担保业务和公共融资类担保业务大量到期解保，其当年末担保余额显著下降，短期内存量业务规模呈收缩态势。中投保公司金融产品担保占比较高，担保期限长，担保金额大，集中度偏高。随着钢贸担保业务的清理和业务结构的调整，中投保公司代偿规模大幅度下降。受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，公司追偿效果较好，整体担保资产质量仍较好。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍是荣成市主要的基建项目建设主体。公司继续承担荣成市几乎所有重大基建项目的建设，相关项目盈利空间有限，且后续还有大规模的资金投入。但地方政府对公司支持力度大，先后注入了大量经营性资产，跟踪期内较大规模的财政补贴和国有股权、海域使用权等资产的收益能对公司经营形成一定支撑。公司重大投资项目康得碳谷项目因康得新违约事件而处于停滞状态，未来存在较大不确定性。

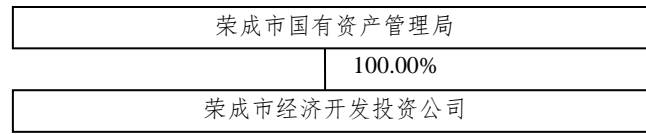
跟踪期内，受益于债务转增资本及财政专项资金拨付，该公司资本实力继续增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚可，但回笼资金量仍不能覆盖新增投资，导致公司负债规模继续增长，且刚性债务规模持续上升。公司资产以存货、固定资产和无形资产等为主，周转周期较长。但公司债务期限结构尚属合理，存量货币资金规模较大，能对即期债务形成较好覆盖。

同时，我们仍将持续关注（1）荣成市经济、产业发展的变动情况；（2）该公司各项回购资金和土地款项拨付的到位情况；（3）棚户区改造项目开发及其配套融资落实情况；（4）债务规模扩张及偿付安排；（5）对外担保风险；（6）康得碳谷项目推进情况；（7）中投保公司信用质量的波动等。



附录一：

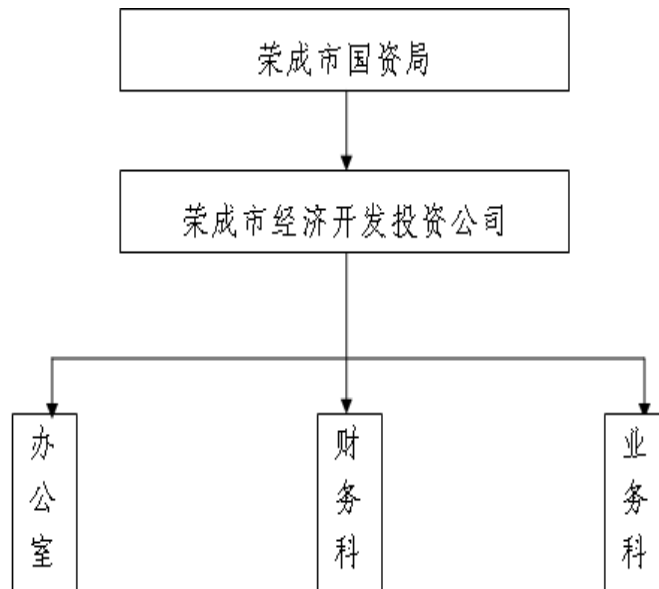
公司与实际控制人关系图



注：根据荣成经开提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据荣成经开提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	225.36	281.54	329.82
货币资金 [亿元]	35.65	35.40	36.35
刚性债务[亿元]	92.05	123.24	160.68
所有者权益 [亿元]	106.67	119.56	141.02
营业收入[亿元]	9.22	12.56	13.94
净利润 [亿元]	1.80	1.58	1.33
EBITDA[亿元]	6.86	9.19	9.73
经营性现金净流入量[亿元]	-15.16	-16.79	-13.28
投资性现金净流入量[亿元]	2.60	-20.10	-6.56
资产负债率[%]	52.67	57.53	57.24
长短期债务比[%]	315.21	246.43	20.92
权益资本与刚性债务比率[%]	115.89	97.01	87.76
流动比率[%]	698.86	488.46	807.57
速动比率 [%]	161.98	127.21	247.41
现金比率[%]	138.74	75.74	125.04
利息保障倍数[倍]	1.38	1.32	1.10
有形净值债务率[%]	122.89	155.26	158.25
担保比率[%]	44.60	40.16	37.85
毛利率[%]	17.68	14.17	4.39
营业利润率[%]	-20.45	-24.62	9.79
总资产报酬率[%]	2.66	2.59	2.07
净资产收益率[%]	1.71	1.39	1.01
净资产收益率*[%]	1.73	1.40	1.02
营业收入现金率[%]	141.36	80.67	89.78
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-55.14	-44.57	-33.24
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.25	-11.97	-7.57
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.68	-97.92	-49.65
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.63	-26.29	-11.31
EBITDA/利息支出[倍]	1.76	1.84	1.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.09	0.07

注：表中数据依据荣成经开经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录四：

中投保主要财务数据及指标表

项目	2016年	2017年	2018年
财务数据与指标：			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	66.64	100.29	101.27
总资产（亿元）	130.47	191.65	204.53
风险准备金（亿元）	14.96	14.48	12.97
担保业务收入（亿元）	6.81	6.49	5.69
营业利润（亿元）	8.14	8.92	20.97
净利润（亿元）	5.99	6.85	18.61
营业利润率（%）	64.14	66.82	290.55
平均资本回报率（%）	9.27	9.55	22.92
担保放大倍数（倍）	28.12	12.60	-
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.06	2.39	4.25
资本充足率（%）	3.56	7.93	14.91
代偿保障率（%）	1.31	15.72	68.17
现金类资产比率（%）	2.59	9.70	12.59
担保业务：			
担保发生额（亿元）	554.22	168.30	146.19
担保余额（亿元）	1873.82	1263.98	678.98
当期担保代偿率（%）	0.15	0.07	0.00
累计担保代偿率（%）	0.11	0.10	0.10
代偿回收率（%）	45.59	54.64	-
当期代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2016-2018 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017-2018 年末，中投保股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融[2015]91 号）和《关于中国投融资担保有限公司开展担保业务风险分级管理的意见》（京金融[2015]126 号），加权计算风险调整融资性担保放大倍数。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。