

2012年高密市国有资产经营投资有限公司

公司债券

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

12 高密债 01 信用等级： AA<sup>+</sup> 级

12 高密债 02 信用等级： AA<sup>+</sup> 级

评级时间： 2016 年 12 月 13 日



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.*

## 2012年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券跟踪评级报告

## 概要

编号:【新世纪跟踪[2016]101032】

### 存续期间

品种一:7年期债券8亿元人民币,2012年11月15日—2019年11月15日  
品种二:6年期债券4亿元人民币,2012年11月15日—2018年11月15日

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
12 高密债 01	AA/稳定/AA <sup>+</sup>	2016年12月	AA/稳定/AA <sup>+</sup>	2015年6月
12 高密债 02	AA/稳定/AA <sup>+</sup>	2016年12月	AA/稳定/AA <sup>+</sup>	2015年6月

### 主要财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	3.10	3.78	6.27	—
刚性债务	33.10	44.89	60.13	—
所有者权益	116.33	118.76	121.46	—
经营性现金净流入量	0.61	-5.07	-0.55	—
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	170.35	177.02	192.65	198.36
总负债	53.80	58.26	71.18	76.02
刚性债务	34.14	45.93	62.67	64.65
所有者权益	116.55	118.76	121.46	122.34
营业收入	22.13	18.24	17.40	9.45
净利润	2.66	2.19	2.10	0.87
经营性现金净流入量	0.88	-5.38	-1.20	1.20
EBITDA	4.05	4.00	3.85	—
资产负债率[%]	31.58	32.91	36.95	38.32
长短期债务比[%]	216.04	173.43	227.51	225.95
权益资本与刚性债务比率[%]	692.44	575.81	590.02	571.76
流动比率[%]	23.79	20.73	33.34	44.03
现金比率[%]	2.63	1.40	1.09	—
利息保障倍数[倍]	2.31	1.86	1.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.48	-9.59	-1.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	-9.57	-8.32	—

注:根据高密国投经审计的2013-2015年度和未经审计的2016年上半年度财务数据整理、计算。

### 分析师

陈溢文 单玉柱

上海市汉口路398号华盛大厦14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

跟踪期内,高密国投未实现土地出让收入导致盈利水平下降,经营性现金流呈净流出状态。但高密市经济运行状况良好,财政收入稳定增长,作为高密市重要的基础设施建设投融资主体,公司继续得到地方政府的大力支持,能够为其债务偿付提供保障。

- 跟踪期内,高密市地区经济依然保持了较好的发展态势,财政收入稳步增长,为高密国投的发展奠定了较好的基础,但近年高密市房地产销售年度间存在波动,或对当地政府财政收入的增长造成不利影响。
- 跟踪期内,高密国投作为高密市重要的投融资主体,在土地出让收益返还、BT项目回购等方面受地方政府较大影响,其中2015年公司未实现土地出让收入,未来土地出让收入的实现存在不确定性。
- 跟踪期内,高密国投土地资产占比很大,当地房地产市场环境对土地出让金的返还和土地资产市场价值均有很大影响。
- 高密国投于2015年起偿还本二期债券本金,而其项目建设资金压力依然存在,刚性债务的偿付压力将加大。
- 高密国投与高密市其他平台企业及政府部门资金往来规模大,资金占用情况明显。
- 高密国投存在较大规模的对外担保,存在较大的或有风险。
- 本期债券品种一由三峡担保提供连带保证担保,品种二由首创担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,上述担保可较有效地增强两期债券本息到期偿付的安全性。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对本期企业债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由高密国投提供,所引用资料的真实性由高密国投负责。

## 跟踪评级报告

按照 2012 年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据高密市国有资产经营投资有限公司（简称“高密国投”，“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年上半年度财务报表及相关经营数据，对高密国投的财务状况、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，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

该公司于 2012 年发行了 12 亿元企业债券，分两个品种发行。品种一（12 高密债 01）于 2012 年 11 月发行，发行规模为 8 亿元，期限为 7 年，设置提前还款条款，由重庆市三峡担保集团有限公司提供连带保证担保，公司在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别偿还债券发行额的 20%，每年付息，按照偿还计划，公司已分别于 2015 年 11 月和 2016 年 11 月兑付债券本金 1.6 亿元和 1.6 亿元，付息情况正常。品种二（12 高密债 02）于 2012 年 11 月发行，发行规模为 4 亿元，期限为 6 年，设置提前还款条款，由北京首创投资担保有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，公司在债券存续期内的第 3、4、5、6 年末分别偿还债券发行额的 25%，每年付息，按照偿还计划，公司已分别于 2015 年 11 月和 2016 年 11 月兑付债券本金 1 亿元和 1 亿元，付息情况正常。

12 高密债募 01 的募集资金用于高密市保障性安居工程项目，12 高密债募 02 用于高密市城区管网建设项目。高密市保障性安居工程项目计划总投资 14.67 亿元，已于 2011 年 12 月全面开工建设。截至 2015 年末，该项目已投入资金 15.70 亿元，目前已全部竣工。高密市城区管网建设项目计划总投资 6.68 亿元，已于 2011 年 12 月全面开工建设，截至 2015 年末，该项目已投入资金 7.33 亿元，目前已全部竣工。

## 二、跟踪评级结论

### (一) 公司管理

2015年12月，该公司原股东高密市国有资产管理有限公司（简称“高密国资”）将其持有的公司全部股权转让予高密市国有资产管理办公室（简称“高密市国资办”），公司控股股东随之变更为高密市国资办。2016年2月，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）对公司增资0.60亿元，增资后高密市国资办和国开基金对公司持股比例分别为92.31%和7.69%，实际出资额分别为7.20亿元和0.60亿元，公司实际控制人仍为高密市国资办。

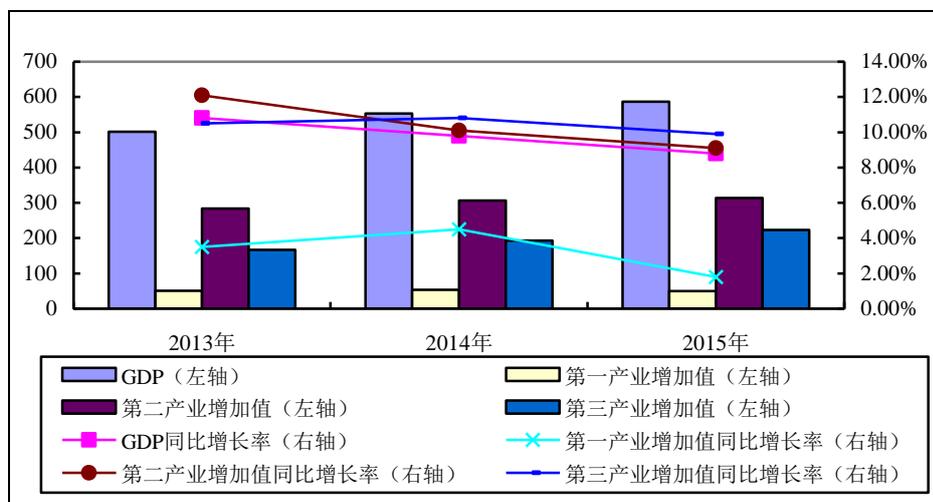
跟踪期内，该公司内部控制体系、组织架构、管理框架等均无重大变化，公司因公务员不得在企业兼职等原因存在相关高管的人事变动。

### (二) 经营环境

#### 1. 高密市经济发展状况

2015年，高密市实现地区生产总值586.57亿元，按可比价格计算，较上年增长8.8%。其中，第一产业增加值49.81亿元，同比增长1.8%；第二产业增加值313.84亿元，同比增长9.1%；第三产业增加值222.92亿元，同比增长9.9%。跟踪期内，高密市经济运行情况平稳，但受宏观经济形势影响，2015年高密市经济增速较2014年有所放缓。

图表1. 2013-2015年高密市经济运行情况（单位：亿元，%）



资料来源：高密市统计局

从经济结构来看，2015 年，高密市的三次产业的比例由 2014 年的 9.67:55.38:34.95 调整为 8.49:53.51:38.00，第一、第二产业比重略有下降，第三产业比重继续上升，比 2014 年提高 3.05 个百分点，对 GDP 增长的贡献率达到 73.10%，拉动 GDP 增长 3.47 个百分点。纺织服装、机械电子、制鞋劳保、食品加工、化工建材等五大产业集群企业发展迅猛，共完成工业总产值 1547 亿元，占规模以上工业总产值比重为 80.50%，对工业经济的贡献率达 84.50%，拉动工业经济增长 8.0 个百分点，是拉动工业经济增长的主要力量，其中化工建材产业易受经济的周期性波动。

近年来，高密市城市建设发展较快，固定资产投资规模不断扩大，投资结构进一步优化。2015 年，全市完成社会固定资产投资 479.51 亿元，同比增长 14.6%。当年全市固定资产投资中，第一、第二、第三产业分别完成 16.47 亿元、232.50 亿元和 230.54 亿元，同比分别增长 25.5%、24.4%和 5.6%，占固定资产投资的比重分别为 3.43%、48.49%和 48.08%。此外，当年全市房地产开发完成投资 33.60 亿元，同比增长 11.40%；商品房施工面积 415.75 万平方米，同比增长 13.70%；商品房销售面积 48.90 万平方米，同比增长 10.90%。较快增速的固定资产投资和稳定增长的房地产开发投资为高密市未来经济增长奠定了一定的基础。

## 2. 高密市财政实力

高密市行政上隶属于山东省潍坊市，在财政体制上，潍坊市不参与高密市税收收入的分享。2013 年，原省级分享的营业税、企业所得税和个人所得税下划为县级收入，为高密市财政收入的增长提供了有利条件。随着经济的增长，高密市财政收入整体保持较快增长态势。2015 年，全市一般公共预算收入 45.37 亿元，同比增长 11.60%，增长速度仍然较快。该市一般公共预算收入仍以税收收入为主，2015 年该市税收收入占公共预算收入的比重为 79.59%。2015 年，高密市政府基金收入为 13.66 亿元，其中国有土地出让金收入为 12.88 亿元，同比下降 4.80%，而 2014 年的国有土地出让金收入较 2013 年增长 41.23%，受房地产市场环境影响年度间波动较大。未来高密市政府性基金收入和该公司土地出让收入存在不确定性。

图表 2. 高密市 2013-2015 年财政收入情况 (单位: 亿元)

指标	2013 年	2014 年	2015 年
(一) 一般公共预算收入	36.33	40.69	45.37
1、税收收入	28.34	32.35	36.11
2、非税收入	7.99	8.34	9.26
(二) 上级补助收入	12.74	11.53	13.39
1、一般性转移支付收入	5.07	5.96	7.39
2、专项转移支付收入	5.98	3.88	4.31
3、税收返还收入	1.69	1.69	1.69
(三) 政府性基金收入	10.38	14.35	13.66
(四) 预算外财政专户收入	0.58	0.70	0.88
合计	60.03	67.27	73.30

资料来源: 高密市财政局

2015 年, 高密市一般公共预算支出为 27.57 亿元, 同比增长 14.60%, 其一般预算支出以一般公共服务、教育、社会保障和就业等刚性支出为主, 该部分支出占一般预算支出的比重基本维持在 70% 左右。高密市政府性基金支出则以资本性支出为主。

图表 3. 高密市 2013-2015 年财政支出情况 (单位: 亿元)

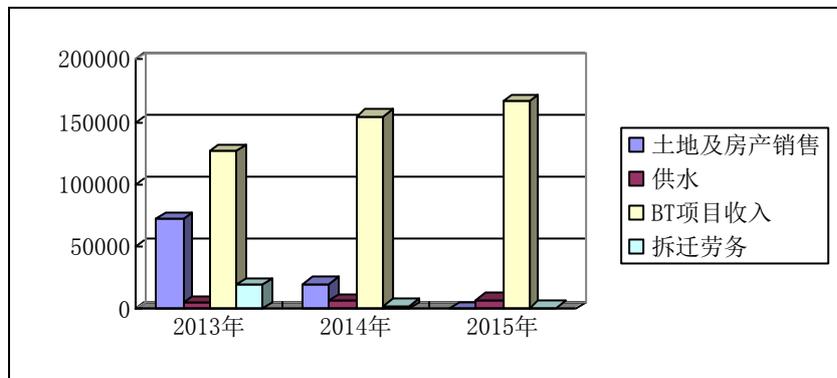
指标	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算支出	41.89	44.20	49.28
预算外财政专户资金支出	0.58	0.70	0.88
政府基金支出	11.85	15.64	14.88

资料来源: 高密市财政局

### (三) 业务运营

跟踪期内, 该公司业务板块包括高密市城市基础设施项目投资建设、土地及房产销售、城市供水和拆迁劳务。

图表 4. 2013-2015 年公司主营业务收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 高密市财政局

## 1.城市基础设施建设

该公司承担的高密市城乡基础设施项目投资建设主要采取 BT 模式运作。目前，公司与高密市财政局就城市道路综合改建、旧城改造小康河北延片区以及东关、梓潼庙棚户区等项目签订了《投资建设和转让收购（BT）协议》（以下简称“《BT 协议》”），高密市财政将逐年支付公司用于项目建设的代建投资额及投资收益，以收购相应资产。2015 年，根据《BT 协议》，公司应取得代建回购款共计 16.86 亿元，当年实际收到本年和以前年度回款共计 13.56 亿元，其余款项将于未来几年逐步收回。

2015 年，该公司以前年度城市基础设施项目均已竣工，包括城区道路综合改造项目、保障性安居工程项目、东关和梓潼庙棚户区项目以及城区管网建设项目等，累计投资为 45.50 亿元，其中财政应拨入资本金 19.72 亿元已到位。2015 年，公司主要新增旧城改造小康河北延片区、旧城改造东三里片区、孟家沟水库和孟家沟水库等项目，合计总投资额为 53.68 亿元，截至 2015 年末公司已投资 16.78 亿元，计划 2016 年投资 16.69 亿元，均预计在 2018 年底前竣工。目前公司在建项目可获得财政拨入资本金 20.18 亿元，占总投资额的 37.60%，截至 2015 年末实际已到位 11.55 亿元，政府拨付资本金到位率尚好。

图表 5. 截至 2015 年末公司在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额		已投资额	其中 2015 年投资额	财政已拨入资本金	预计竣工日	2016 年计划投资额
	财政拨入资本金	债务融资					
旧城改造小康河片区	58000.00	100000.00	39001.07	39001.07	41844.00	2018 年	16000.00
孟家沟水库	32196.79	55000.00	32111.42	32111.42	12236.00	2018 年	28700.00
旧城改造东三里片区 <sup>1</sup>	42000.00	50000.00	29057.90	29057.90	26036.00	2017 年	23900.00
葛家庄片区	22690.00	50000.00	25572.15	25572.15	12658.00	2018 年	42200.00
胶河综合治理（柏城-王吴水库段）	18696.00	30000.00	17487.00	17487.00	8865.00	2017 年	15300.00
城乡供水管线改造工程	16198.00	30000.00	17422.00	17422.00	10254.00	2017 年	10500.00
农村引水管线改造一期	12050.00	20000.00	7195.00	7195.00	3563.00	2017 年	30300.00
<b>合计</b>	<b>201830.79</b>	<b>335000.00</b>	<b>167846.54</b>	<b>167846.54</b>	<b>115456.00</b>	—	<b>166900.00</b>

资料来源：高密国投

<sup>1</sup> 该项目 2014 年末已经投资 19304 万元系拆迁补偿款，由街道办事处拨款。

## 2. 土地及房产销售

该公司作为高密市重要的投融资主体，高密市将土地出让收益扣除相关规费外，全额返还公司。2015年，公司受有关政策影响全面暂停了土地出让业务，未来土地收入的实现存在不确定性。

2013年剥离高密市城市建设投资开发有限公司（简称“高密城投”）后，该公司房地产开发业务规模大幅缩小，目前仅有子公司高密开发区城市建设有限公司从事少量房地产开发业务，对公司整体影响不大。

## 3. 城市供水业务

该公司供水业务由子公司高密市水业公司（简称“高密水业”）运营。高密水业负责高密市城区及乡镇村村通供水业务及部分污水处理，在当地具有垄断地位。公司日供水能力12.5万吨，日处理污水能力3.5万吨。2015年，公司供水量3855万吨，实现售水量2862万吨，实现供水业务收入0.69亿元，同比增长20.12%。目前，高密市自来水、中水及污水处理价格较低。但随着高密市经济发展及安全水村村通工程的建设，公司服务区域将逐步拓展，其水务业务收入将有所增长。

## 4. 拆迁劳务

2013年起，高密市政府委托该公司对市内部分拆迁项目提供劳务派遣等服务，市政府根据公司业务支出提供相应的资金补助。2015年公司提供拆迁劳务实现收入0.05亿元，该业务规模较小，且利润空间有限，对公司整体经营状况影响小。

### （四） 财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2015年财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的报告。公司执行企业会计准则和《企业会计制度》及其相关的补充规定。

跟踪期内，该公司主要受暂停土地开发业务和剥离主要从事房地产业务的高密城投影响，土地及房屋销售业务未实现收入，公司营业收入较上年减少4.57%至17.40亿元。同时由于当期各业务毛利率降低，公司综合毛利率同比下降4.14个百分点至16.90%。公司期

间费用率较为稳定，同比略有下降至 14.42%。受成本法核算下被投资单位宣告分派的利润规模减少影响，当期公司所获投资收益同比减少 40.92% 至 234.87 万元。公司因当期发生一定规模的固定资产报废，营业外支出同比增长 34.93% 至 309.72 万元。公司利润总额仍主要来自于财政补贴，当期获 2.20 亿元，同比下降 1.76%。在此支撑下，公司净利润为 2.10 亿元，较上年减少 3.71%。2016 年上半年度，公司实现净利润 0.87 亿元。

跟踪期内，该公司获新股东国开基金增资，2015 年末实收资本增至 7.80 亿元。随着城市基础设施建设项目的新增与推进，公司负债规模亦有所增长。目前公司在建的城市基础设施项目总投资合计为 53.68 亿元，均需由公司债务融资解决。2015 年末公司负债总额为 71.18 亿元，同比增长 22.18%；同期末公司资产负债率为 36.95%，同比上升 4.04 个百分点。截至 2016 年 6 月末，公司负债总额为 76.02 亿元，资产负债率为 38.32%。未来随着公司投资支出的进一步加大，预计其债务规模将继续扩大。

该公司负债结构与业务性质相匹配，非流动负债是公司债务的主要构成，以长期借款、应付债券、其他非流动负债和长期应付款为主。截至 2015 年末，公司非流动负债为 49.45 亿元，占负债总额的比例为 69.47%，公司长短期债务比为 227.51%。当期末，公司长期借款余额为 24.44 亿元，较上年末增长 56.14%，公司以期末账面价值为 25.90 亿元的土地作为抵押、以应收账款定期存单中的 0.16 亿元作为质押，其中 20.97 亿元的其他借款系公司向其他金融机构进行的融资性贷款；应付债券余额为 16.80 亿元，为 2011 年 4 月公司发行“11 高密国投债”、2012 年 11 月发行“12 高密债 01”和“12 高密债 02”；其他非流动负债余额为 5.21 亿元，系公司向中信信诚资产管理有限公司和上海财通资产管理公司进行的融资性贷款；长期应付款余额为 3.00 亿元，主要为应付融资租赁款。截至 2016 年 6 月末，公司非流动负债余额为 52.70 亿元<sup>2</sup>，主要是长期借款增加 3.50 亿元。

该公司流动负债以一年内到期的长期负债、其他应付款、应付账款和其他流动负债为主。截至 2015 年末，公司一年内到期的长期负债余额为 8.84 亿元，主要为将在一年内到期的长期借款和应付债

<sup>2</sup> 2016 年一季度，该公司新发行 15 亿元企业债，由于收到相关发票单据时间比较滞后，公司于三季度入账。

券本金；其他应付款余额为 3.86 亿元，主要为与高密市属其他企业及政府部门的往来款，短期内无偿付计划；应付账款余额为 3.13 亿元，主要为尚未支付的征地拆迁款 2.95 亿元，债权人为高密城投，高密城投原为公司的全资子公司，公司于 2013 年将其转让予原股东高密国资，上述款项短期内无偿付压力；其他流动负债余额为 2.57 亿元，系公司向上海睿懿有限公司的股权转让及回购款项。截至 2016 年 6 月末，公司流动负债余额为 23.32 亿元，主要是其他应付款增加 1.96 亿元。

2015 年末和 2016 年半年末，该公司刚性债务总额分别为 62.67 亿元和 64.65 亿元，占负债总额的比重分别为 88.03% 和 85.04%。公司于 2015 年起偿还本期债券本金，未来刚性债务偿付压力将继续增大。

跟踪期内，该公司经营活动现金流量净额为-1.20 亿元，较 2014 年有所增加，主要是当期收到高密市财政局的项目回购款 13.56 亿元，但因当期支付较多的高密市财政局转贷资金<sup>3</sup>导致 2015 年经营性现金流仍呈净流出状态。同期，公司投资活动现金流量净额为-4.18 亿元，主要是当期公司拆出资金 3.63 亿元，且新增 7 项在建基础设施项目，因此投资支付的现金大幅增加。筹资活动方面，当期筹资活动现金净流入 7.13 亿元。2016 年上半年度，公司经营活动现金流量净额为 1.20 亿元，投资活动现金流量净额为-1.19 亿元，筹资活动现金流量净额为 3.01 亿元。

跟踪期内，从资产构成看，该公司资产仍以流动资产为主。截至 2015 年末，公司流动资产余额为 128.24 亿元，占总资产的比例为 66.57%。其中，存货、其他应收款、应收账款和货币资金占比较大。当期末，公司存货余额为 78.82 亿元，主要为政府注入的土地资产，另有开发产品 4.06 亿元，系公司下属子公司高密市朝阳城市建设发展有限公司<sup>4</sup>罗家庄片区和后埠口片区项目的旧城改造；其他应收款余额为 21.18 亿元，同比增加 12.84 亿元，主要是当期应收财政局的转贷资金大幅增加；应收账款余额为 16.86 亿元，同比减少 13.18 亿元，主要是当期收回高密市财政局的项目回购款；货币资金余额为 7.25 亿元（其中保证金存款 1.11 亿元）。另外，公司其他流

<sup>3</sup> 高密市银行政策性贷款、宏观调控资金及其他重点项目贷款，均由该公司作为承贷主体，再转借给财政局。

<sup>4</sup> 原名高密开发区城市建设经营有限公司，2016 年 7 月 5 日更名为现名。

流动资产余额为 3.65 亿元，包括定期存单 0.40 亿元和资金拆出 3.25 亿元，其中资金拆出包括与中信信托的 1.25 亿元投资款保证金和相关单位的往来款、并收取一定利息。2016 年上半年末，公司流动资产余额为 133.35 亿元，较上年末增长 3.98%，资产构成与 2016 年 6 月末基本相同。

该公司非流动资产由在建工程、无形资产、固定资产和长期股权投资构成。截至 2015 年末，在建工程余额为 42.77 亿元，同比增长 32.31%，主要系公司当期新增 7 项在建基础设施项目；无形资产余额为 13.35 亿元，系公司土地使用权，同比减少 2.87%；固定资产余额为 6.34 亿元，同比减少 4.50%，主要系公司自有房屋建筑物的正常折旧和报废；长期股权投资余额为 1.96 亿元，同比增长 20.27%，主要是公司当期增加对高密市鑫彤飞投资担保有限公司按权益法确认的投资收益 0.33 亿元。

2015 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 590.02% 和 227.35%。公司短期债务规模较小，但考虑到公司流动资产中存货和其他应收款占比较大，存货质量取决于当地土地市场和房地产市场情况，其他应收款质量则需视回收情况而定，故公司流动资产质量存在不确定性。

跟踪期内，该公司对外担保大幅增加。截至 2015 年末，公司合并口径下对外提供担保余额为 60.49 亿元，担保比率为 49.80%，主要是对孚日集团股份有限公司（合计金额为 18.3 万元）、山东银鹰化纤股份有限公司（合计金额为 12.67 万元）和锦昉棉业科技有限公司（合计金额为 6.14 万元）等公司的担保。孚日集团是以家用纺织品为主，兼营农药化工、热电等多元化产业的大型企业集团。截至 2015 年末，孚日集团合并口径资产总额为 76.62 亿元，所有者权益为 29.92 亿元；2015 年孚日集团实现营业收入 41.84 亿元，同比下降 7.51%，净利润 3.13 亿元，因费用管控同比增加 2.37 亿元，营业收入同比有所下滑，但经营状况尚属正常。山东银鹰化纤股份有限公司是由自然人李桂荣等出资成立的民营企业，经营范围包括生产销售天然纤维、人造纤维、化学纤维、纺织品等。锦昉棉业科技有限公司是自然人孙万前等出资成立的民营企业，经营范围包括棉花收购加工、棉籽保种、纺纱、织布等。公司对外担保规模大，被担保方涉及竞争性行业的民营企业，存在较大的对外担保风险。根

据公司 2016 年 11 月 30 日《企业信用报告》披露信息，公司存在 3 笔关注类贷款，贷款余额合计为 5346 万元，系国开行的项目贷款，因自身性质被列为关注类（国开行的项目贷款都是关注类）；对外担保中，因被担保方自身原因，所担保主营业务余额中关注类余额合计为 10000 万元、不良类余额合计为 2499.73 万元。

#### （五）担保方情况

根据 2012 年 6 月 15 日重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）出具的担保函，三峡担保承诺对该公司本次发行的 8 亿元债券（12 高密债 01）到期兑付提供连带责任保证担保。担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。根据 2012 年 10 月 30 日北京首创融资担保有限公司（以下简称“首创担保”）出具的担保函，首创担保承诺对该公司本次发行的 4 亿元债券（12 高密债 02）到期兑付提供连带责任保证担保。担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

截至 2015 年末，三峡担保经审计的合并口径资产总额为 101.15 亿元，所有者权益合计为 60.98 亿元；2015 年实现营业收入 16.48 亿元，净利润 6.02 亿元。

截至 2015 年末，首创担保经审计的合并口径资产总额为 45.13 亿元，所有者权益合计为 29.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 29.74 亿元；全年实现营业收入 2.36 亿元，净利润 1.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元。

综上所述，作为高密市重要的基础设施建设投融资主体，跟踪期内，该公司继续得到地方政府的大力支持，业务开展情况基本稳定。公司自有资本实力较强，财务结构尚属合理。但受土地出让业务未实现收入等因素影响，跟踪期内公司盈利水平下降。2015 年起，公司将开始偿还本期债券本金，未来偿债压力将加大。

本评级机构仍将关注：（1）该公司较集中的投资建设支出和较大规模的刚性债务，或使公司面临较大的资金压力和财务负担；（2）高密市经济发展和财政收支状况对公司运营能力和偿债能力的影响以及政府 BT 回购项目资金到位情况；（3）政策调控对地方土地出

让收入和公司所持有土地资产市场价值的影响；(4) 公司与高密市其他平台企业和政府部门的资金往来情况；(5) 公司对外担保风险；(6) 担保方经营情况。

附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年度
资产总额 [亿元]	170.35	177.02	192.65	198.36
货币资金 [亿元]	4.05	4.42	7.25	10.27
刚性债务[亿元]	34.14	45.93	62.67	64.65
所有者权益[亿元]	116.55	118.76	121.46	122.34
主营业务收入[亿元]	22.13	18.24	17.40	9.45
净利润[亿元]	2.66	2.19	2.10	0.87
EBITDA[亿元]	4.05	4.00	3.85	—
经营性现金净流量[亿元]	0.88	-5.38	-1.20	1.20
投资性现金净流量[亿元]	-0.73	0.01	-4.18	-1.19
资产负债率[%]	31.58	32.91	36.95	38.32
长期资本固定化比率[%]	34.23	34.89	37.68	37.14
权益资本与刚性债务比率[%]	341.38	258.59	193.83	189.25
流动比率[%]	692.44	575.81	590.02	571.76
速动比率 [%]	241.08	201.22	227.35	233.78
现金比率[%]	23.79	20.73	33.34	44.03
利息保障倍数[倍]	2.63	1.40	1.09	—
有形净值债务率[%]	52.53	55.48	65.84	69.75
担保比率[%]	23.37	35.72	49.80	74.38
应收账款周转速度[次]	1.11	0.66	0.74	—
存货周转速度[次]	0.23	0.19	0.19	—
固定资产周转速度[次]	2.97	2.74	2.68	—
总资产周转速度[次]	0.13	0.11	0.09	—
毛利率[%]	15.48	21.04	16.90	31.10
营业利润率[%]	0.23	-0.06	-0.37	9.24
总资产报酬率[%]	1.79	1.80	1.58	—
净资产收益率[%]	2.31	1.86	1.75	—
主营收入现金率[%]	50.69	63.64	167.95	23.83
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	4.35	-28.05	-5.59	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	1.48	-9.59	-1.86	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	0.75	-27.99	-25.03	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	0.25	-9.57	-8.32	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.40	1.80	1.43	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.07	—

注：表中数据依据高密国投经审计的 2013-2015 年度和未经审计的 2016 年上半年度财务报表整理、计算。

附录二：

## 重庆市三峡担保集团有限公司

### 主要财务数据及指标表

项目	2013 年	2014 年	2015 年
<b>财务数据与指标：</b>			
注册资本（亿元）	30.00	30.00	36.00
股东权益（亿元）	45.80	50.26	60.98
风险准备金（亿元）	6.63	9.78	10.48
总资产（亿元）	68.53	77.87	101.15
担保业务收入（亿元）	7.39	10.21	9.85
营业利润（亿元）	7.78	8.56	7.01
净利润（亿元）	6.70	7.39	6.02
营业利润率（%）	63.66	57.84	42.75
平均资本回报率（%）	6.12	5.33	5.06
风险准备金充足率（%）	2.91	3.57	2.91
担保责任放大倍数（倍）	9.53	9.39	7.11
资本充足率（%）	10.02	10.94	10.81
代偿保障率（%）	207.61	340.17	159.00
现金类资产比率（%）	64.29	62.47	22.29
<b>担保业务：</b>			
担保发生额（亿元）	283.79	239.62	417.20
担保责任余额（亿元）	457.13	459.45	564.01
累计担保代偿率（%）	0.94	1.26	1.53
累计代偿回收率（%）	-	-	33.00
累计代偿损失率（%）	-	-	23.38

注：表中数据依据三峡担保经审计的 2013-2015 年财务数据整理、计算。

附录三：

## 北京首创融资担保有限公司

### 主要财务数据及指标表

项目	2013 年	2014 年	2015 年
<b>财务数据与指标：</b>			
注册资本（亿元）	10.02	10.02	10.02
股东权益（亿元）	24.22	26.75	29.92
风险准备金（亿元）	5.78	6.41	7.67
总资产（亿元）	36.52	40.40	45.13
担保业务收入（亿元）	3.01	2.70	2.38
营业利润（亿元）	1.97	2.24	2.07
净利润（亿元）	1.47	1.36	1.43
营业利润率（%）	45.47	57.16	45.67
平均资本回报率（%）	6.12	5.33	5.06
风险准备金充足率（%）	2.51	3.22	3.28
担保责任放大倍数（倍）	9.49	7.44	7.81
资本充足率（%）	10.54	13.44	12.81
代偿保障率（%）	66.38	113.18	102.10
现金类资产比率（%）	52.85	52.37	42.29
<b>担保业务：</b>			
担保发生额（亿元）	180.50	107.37	146.02
担保责任余额（亿元）	229.90	199.05	233.64
累计担保代偿率（%）	1.01	1.12	1.66
累计代偿回收率（%）	78.87	72.08	44.58
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注：表中数据依据首创担保经审计的 2013-2015 年财务数据整理、计算。

## 附录四：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与净债务比率	期末所有者权益合计/期末净债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期净债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期净债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[ (期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[ (期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[ (期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[ (期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[ (期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期净债务	=EBITDA/[ (期初短期净债务+期末短期净债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期净债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

**附录五：**

## 评级结果释义

本评级机构债务人主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。