

荣成市经济开发投资公司
及其发行的 13 荣成经开债与 14 荣成经开债
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100675】

评级对象: 荣成市经济开发投资公司及其发行的 13 荣成经开债与 14 荣成经开债

	13 荣成经开债	14 荣成经开债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 28 日	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 28 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2012 年 12 月 28 日	AA/稳定/AA+/2014 年 5 月 26 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	0.74	1.09	3.87
刚性债务	22.99	20.88	26.40
所有者权益	101.70	106.55	119.38
经营性现金净流入量	-3.16	0.60	-4.49
发行人合并数据及指标:			
总资产	181.83	225.36	281.54
总负债	80.14	118.69	161.98
刚性债务	56.50	92.05	123.24
所有者权益	101.68	106.67	119.56
营业收入	9.40	9.22	12.56
净利润	2.03	1.78	1.57
经营性现金净流入量	-11.18	-15.16	-16.79
EBITDA	5.60	6.86	9.19
资产负债率[%]	44.08	52.67	57.53
长短期债务比[%]	203.46	315.21	246.43
权益资本与刚性债务比率[%]	179.98	115.89	97.01
流动比率[%]	591.49	698.86	488.46
现金比率[%]	83.45	138.74	75.74
利息保障倍数[倍]	1.66	1.38	1.32
EBITDA/利息支出[倍]	2.22	1.76	1.84
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	0.09
担保方数据 (14 荣成经开债担保方中投保):			
所有者权益	63.86	66.64	100.29
担保余额	1710.66	1873.82	1263.98
担保放大倍数[倍]	26.79	28.12	12.60

注: 发行人数据根据荣成经开经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保经审计的 2015-2017 年度财务数据及业务数据整理、计算。

分析师

刘道恒 ldh@shxsj.com
刘玥辰 lyc@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 13 荣成经开债与 14 荣成经开债的跟踪评级反映了 2017 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:

- **区域经济环境较好。**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,地方经济基础良好,为荣成经开各项业务开展提供了较好的基础。
- **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,公司继续获得了大规模财政补贴及资金注入。
- **担保方实力较强。**荣成经开拥有较大规模的经营性资产,同时 14 荣成经开债担保方中投保经营稳定,为该债券提供全额无条件不可撤销连带责任担保,可有效提高债券的安全性。

主要风险:

- **荣成市部分主导产业市场不景气。**荣成市经济以造船、汽车机械和食品工业为主。跟踪期内,船舶产业仍不景气,食品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,跟踪期内债务规模显著增长,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，资产实际流动性欠佳。

- 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，不利于公司或有负债风险的控制。

➤ 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；维持 13 荣成经开债 AA 信用等级，维持 14 荣成经开债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



荣成市经济开发投资公司

及其发行的 13 荣成经开债与 14 荣成经开债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年及 2014 年荣成市经济开发投资公司企业债券（分别简称“13 荣成经开债”及“14 荣成经开债”）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 2017 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。

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】402 号文批复，该公司于 2013 年 3 月 18 日发行了 7 年期 10 亿元企业债券（13 荣成经开债），票面利率为 6.45%。该期债券所募集的资金用于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建设。截至 2017 年末，募集资金 10 亿元已全部投入使用，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 年回购期累计获得政府回购款 25.30 亿元。2017 年，公司已实际收到当年应取得的 5.76 亿元回购资金，截至年末公司已累计收到应取得的 15.88 亿元回购资金。

经国家发展和改革委员会发改财金【2014】748 号文批复，该公司于 2014 年 5 月 29 日发行了 7 年期 12 亿元企业债券（14 荣成经开债），票面利率为 6.75%，该债券采取提前偿还本金方式，2017-2021 年各偿付发行总额的 20%。该期债券所募集的资金用于荣成市高端产业园基础设施建设项目和荣成市沾河水系生态环境修复工程项目建设。截至 2016 年末，募投项目已全部完工，项目总投资合计 20.57 亿元。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；荣成市政府将沾河河道周边 800.5 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。相关土地转让资金均将在 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。2017 年，公司实际收到当年应取得的 3.68 亿元回购资金，截至年末公司累计收到回购资金 5.88 亿元。

2018 年 4 月，该公司发行了 18 荣成专项债，发行金额 15 亿元。截至本报告出具日，该公司待偿还债券本金合计 26.20 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	已兑付本金 6 亿元

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
14 荣成经开债	12.00	7 年	6.75	2014 年 5 月	已兑付本金 4.8 亿元
18 荣成专项债	15.00	7 年	5.75	2018 年 4 月	未到期

资料来源：WIND

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建

设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

(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继续保持，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，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业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 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

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。2017 年末, 我国城镇化率为 58.52%, 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 年以来, 行业监管力度进一步加大。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, 强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司, 不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源, 不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为, 同时要求建立跨部门联合监测和防控机制, 对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。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 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。

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。但与此同时,近两年城投企业债务集中到期规模大,融资环境的收紧将使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,荣成市地方经济保持良好增长趋势。但荣成市经济外向程度较高,外需不足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。2017年荣成市地区生产总值保持良好增长态势,为1160.3亿元,同比增长8.3%。尤其是第三产业增速相对较快,2017年三次产业结构调整为7.9:44.4:47.7。荣成市固定资产投资保持较高增速,2017年完成固定资产投资890.3亿元,同比增速为11.9%,较上年下降1个百分点。

图表 2. 2015-2017 年荣成市主要经济指标及增速

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1022.30	9.50	1078.00	8.50	1160.30	8.30
其中: 第一产业增加值 (亿元)	83.10	4.10	87.50	4.10	91.20	3.50
第二产业增加值 (亿元)	474.70	8.20	481.00	7.60	515.30	7.80
第三产业增加值 (亿元)	464.40	11.90	509.60	10.20	553.80	9.70

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
规模以上工业产值(亿元)	2899.80	7.40	3139.80	7.00	3217.70	9.50
全社会固定资产投资(亿元)	733.60	14.10	828.30	12.90	890.30	11.90
进出口总额(亿美元/亿元) ¹	29.80	-1.10	203.80	9.90	219.80	7.90
社会消费品零售总额(亿元)	326.50	11.10	363.00	11.20	400.80	10.40
三次产业结构比例	8.1:46.5:45.4		8.1:44.6:47.3		7.9:44.4:47.7	

资料来源：荣成市 2015-2017 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。2017 年荣成市外贸进出口总额为 219.80 亿元，较上年增长 7.90%。

2017 年受土地指标等因素影响，荣成市政府土地供给量有所下降，土地出让面积为 4286 亩，但当年碧桂园、恒大、华发等大型房地产开发商的进驻使得出让单价较 2016 年上升 23.67%，拉动荣成市土地出让总价有所回升。

图表 3. 2015-2017 年荣成市土地交易情况

指标	2015年	2016年	2017年
土地出让总面积(亩)	6331	4538	4286
其中：工业用地出让面积(亩)	2860	1536	1235
商住用地出让面积(亩)	3471	3002	3051
土地出让总价(亿元)	38.32	29.15	35.50
其中：工业用地出让总价(亿元)	5.15	2.92	2.53
商住用地出让总价(亿元)	33.17	26.23	32.97
土地出让均价(万元/亩)	60.53	64.24	82.83
其中：工业用地出让单价(万元/亩)	18.01	19.01	20.48
商住用地出让单价(万元/亩)	95.56	87.38	108.06

资料来源：荣成经开

图表 4. 2015-2017 年荣成市房屋建设、销售情况

指标	2015年	2016年	2017年
商品房施工面积(万平方米)	528.68	480.21	514.32
商品房竣工面积(万平方米)	62.87	76.86	44.50
商品房销售面积(万平方米)	31.74	32.96	64.47

资料来源：荣成经开

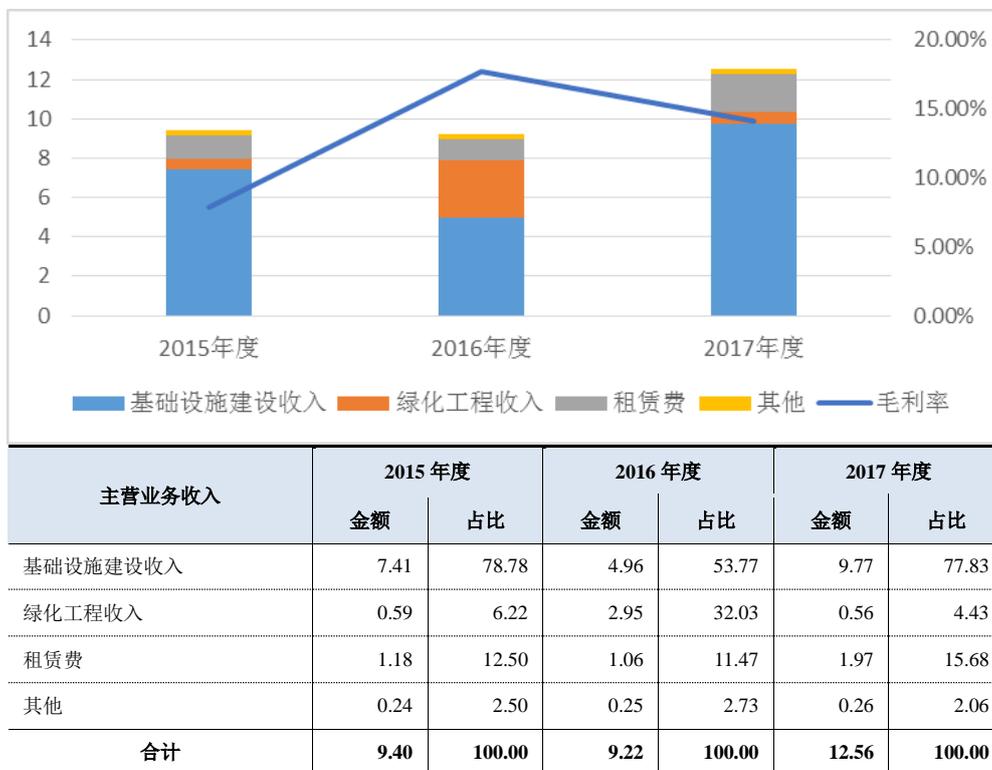
¹ 2016 年和 2017 年数据单位为亿元。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是荣成市主要基建项目建设主体。近年来，公司几乎承担了荣成市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，每年都会给予公司较大规模财政补贴，同时向公司注入国有股权、海域使用权等资产，相关资产的收益，也能对公司经营形成一定支撑。

该公司作为荣成市的主要城市投资建设主体，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。2017年，公司实现营业收入12.56亿元。其中基础设施建设收入占主营业务收入比例为77.83%，主要包括道路出售收入3.68亿元、高端产业园道路建设工程3.27亿元、沽河景观带工程1.49亿元和棚户区改造项目收入1.33亿元。当年公司营业收入毛利率为14.17%，较上年下降3.51个百分点，主要由于不同基础设施建设项目毛利率差异所致。

图表 5. 公司 2015-2017 年主营业务收入构成（单位：亿元，%）



注：根据荣成经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

（1）基础设施建设业务

该公司是荣成市主要的城市建设投资主体，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。

截至 2017 年末，该公司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、八河水库库区清淤改造项目和浦

发银行湾头水库综合治理项目等 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 2017 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 21.74 亿元。截至 2017 年末，公司已累计收到 15.88 亿元资金。

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。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 2017 年末，上述两个项目已回笼资金 5.88 亿元。

绿岛湖土地整治改造工程、八河水库库区清淤改造项目和浦发银行湾头水库综合治理项目均为政府委托代建项目，总投资分别为 7.05 亿元、4.77 亿元和 3.75 亿元，截至 2017 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；八河水库库区清淤改造项目和浦发银行湾头水库综合治理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和汽车配件产业园也已建成，总投资 1.80 亿元。截至 2017 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和招商引资力度。

图表 6. 截至 2017 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 2017 年末已回笼资金	截至 2017 年末待回笼资金	备注
荣成市城市道路改建工程	65045	158840	42476	“13 荣成经开债”募投项目，政府回购
荣成市城市基础设施改造工程	74865			
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	43940	109960	“14 荣成经开债”募投项目，政府拨付专项土地款
荣成市沽河水系工程项目	51760	14900	36860	
荣成经济开发区（荣迪汽车产业园）	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	-	-	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	-	政府委托代建
八河水库库区清淤改造项目	47687	-	-	政府委托代建
浦发银行湾头水库综合治理项目	37500	-	-	政府委托代建
合计	580665	250607	189296	

资料来源：荣成经开

截至 2017 年末，该公司在建项目主要系威海海洋职业学院二期项目、棚户区改造项目 and 荣成经济开发区碳纤维车间项目 3 个项目，其中除荣成经济开发区的碳纤维车间项目外，其余 2 个项目均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；荣成经济开发区的碳纤维车间项目待完工后进行出租或出售实现收益。截至 2017 年末在建项目已投入资金 52.51 亿元，尚须投入资金 39.20 亿元，未来仍有一定资金需求。

图表 7. 截至 2017 年末在建项目情况（单位：万元）

项目	项目总投资	截至 2017 年末已投资	截至 2017 年末待投资	备注
威海海洋职业学院（二期）	13800	13224	576	完工后政府支付工程款
棚户区改造项目	863480	474784	388696	
荣成经济开发区（碳纤维车间）	39780	37097	2683	完工后出租出售
合计	917060	525105	391955	

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，包括三环片区、城西片区、双泊片区、杨格庄、利民村、南构、刁家沟等，预计于 2018 年底全部完工，项目总投资 86.35 亿元。截至 2017 年末，公司已完成投资 47.48 亿元，尚需投资 38.87 亿元。项目收入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，项目可腾空土地 173.06 万平方米，土地性质为商业用地。棚户区改造项目 2016 年新增杨格庄、利民村、南构和刁家沟 4 个子项目，安置用地面积 19.40 万平方米，总建筑面积 48.18 万平方米，项目合计腾空土地 162.6 万平方米；2017 年新增河西片区和高新园片区 2 个子项目，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。

（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，并积极参与当地政府重点扶持的企业。截至 2017 年末，公司持有 19 家企业股权，长期股权投资账面金额为 28.63 亿元，较上年末增加 20.66 亿元，增量主要来源于对康得碳谷科技有限公司 20 亿元的股权投资。2017 年公司实现投资净收益 1.15 亿元，系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”）、山东达因海洋生物制药有限公司（以下简称“达因制药”）。

图表 8. 2017 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	2017 年	
				净利润	投资收益
山东荣成曙光齿轮有限责任公司	31.50	0.86	权益法	0.20	0.06
山东达因海洋生物制药有限公司	21.43	2.87	权益法	4.17	0.89

被投资单位	持股比例 (%)	长期股权投资余额	核算方法	2017 年	
				净利润	投资收益
青岛啤酒（荣成）有限公司	30.00	0.12	权益法	0.06	0.02
荣成鼎诚融资担保有限公司	30.00	0.39	权益法	0.00	0.00
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	0.96	权益法	0.08	0.03
荣成市汇金小额贷款有限公司	10.00	0.07	成本法	-0.02	0.00
黄海造船有限公司	19.51	2.11	成本法	0.67	0.13
山东荣成农村商业银行股份有限公司	3.79	0.31	成本法	2.30	0.02
荣成青木高新材料股份有限公司	14.18	0.30	成本法	0.17	0.00
康得碳谷科技有限公司	14.29	20.00	成本法	0.00	0.00
合计		28.41		7.64	1.15

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。2017 年黄海造船建造完成 101 艘船舶，涉重 26 万吨，全年实现销售收入 25.09 亿元、净利润 0.67 亿元。截至 2017 年末，黄海造船手持订单 26 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 2017 年末，达因制药资产总额为 15.91 亿元，净资产总额为 13.42 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。2017 年实际生产软胶囊 13.97 亿粒、颗粒剂 0.76 亿袋和片剂硬胶囊 0.10 亿片。当年达因制药实现销售收入 11.76 亿元，净利润 4.17 亿元，经营效益良好。

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。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。碳纤维是一种高强度、高模量纤维的新型纤维材料，主要用于增强复合材料的性能，目前广泛应用于航天、航空、汽车、电子、机械、化工、轻纺、体育器材等领域。我国碳纤维生产行业起步较晚，低端领域产能过剩，高性能碳纤维主要依赖进口，其中 2016 年末全球碳纤维产量 8.4 万吨，70% 来源于日本。随着我国产业转型升级，碳纤维成为高端制造行业的必要原材料，预计到 2020 年我国碳纤维需求量将达 30 万吨。但我国低端碳纤维存在过剩产能，需持续关注行业未来需求的增长情况和过剩产能的化解情况。

(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。2017年,公司实现绿化收入 5559.30 万元,其中 2016 年收入大幅增加主要由于当年绿化工程规模扩大,以及以前年度绿化工程项目集中结转收入所致。

房屋租赁及海域使用权租赁方面,该公司将政府拨入的荣成市体育中心、荣成市行政服务中心和荣成市博物馆以对外出租,2017 年实现房屋租赁收入 0.41 亿元。政府向公司拨入大量海域使用权,截至 2017 年末共 40 万平方米,入账价值 39.24 亿元。其中约 1.81 万平方米的海域已对外出租,在无形资产中核算,2017 年末账面余额为 9.16 亿元;未出租的海域使用权在存货中核算,账面价值为 30.09 亿元。2017 年公司实现海域使用权租赁收入 1.56 亿元。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,毛利率下降乃至形成亏损,2017 年毛利率为-26.06%。

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 2017 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,该公司公司治理及内部管理未发生显著调整。

截至 2017 年末,该公司无合并范围外的关联交易。

根据该公司 2018 年 3 月 19 日的《企业基本信用信息报告》,公司无不良信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果,公司不存在异常情况。

财务

跟踪期内,受益于棚改配套专项资金到位,该公司资本实力有所增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚可,但随着项目投资力度加大,回笼资金量不能覆盖新增投资,导致公司负债规模增长较快,资产负债率呈上升趋势。公司资产以存货、固定资产和无形资产等为主,资产变现能力一般。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 2017 年的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(2006 版)、企业会计制度及其补充规定。

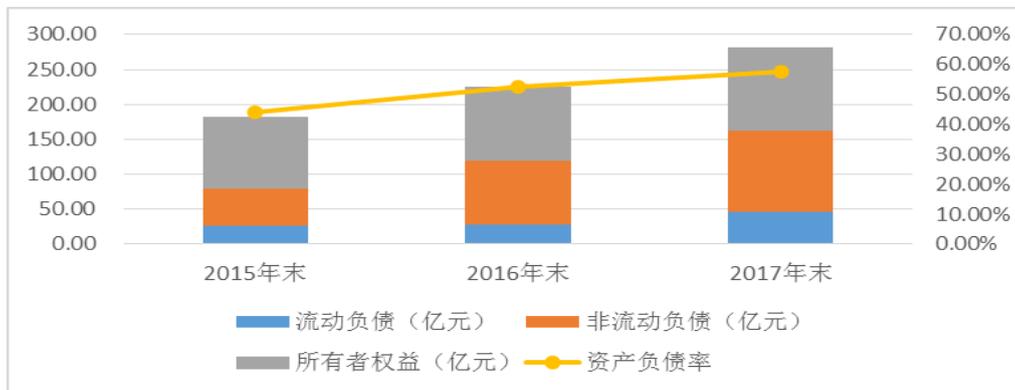
2017年7月，该公司投资600万元，设立荣成市业盛基础工程有限公司，主要从事基础设施施工业务，公司合并范围子公司增至11家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017年，该公司获得财政拨付11.56亿元棚户区改造项目配套资金（列示于资本公积），净资产规模持续增长。当年末，公司所有者权益合计119.56亿元，其中资本公积104.53亿元。公司资本公积主要是政府注入资金/资产，其中政府拨入资金累计为55.99亿元²、海域使用权为42.50亿元、股权等其他资产6.04亿元。公司负债规模逐年扩大，2017年末负债总额为161.98亿元，以刚性债务为主。公司年末资产负债率较上年上升4.87个百分点至57.54%，仍处于合理水平。

图9. 2015-2017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	2015年末	2016年末	2017年末
流动负债（亿元）	26.41	28.59	46.76
非流动负债（亿元）	53.73	90.11	115.22
所有者权益（亿元）	101.68	106.67	119.56
资产负债率（%）	44.08	52.67	57.53

注：根据荣成经开经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

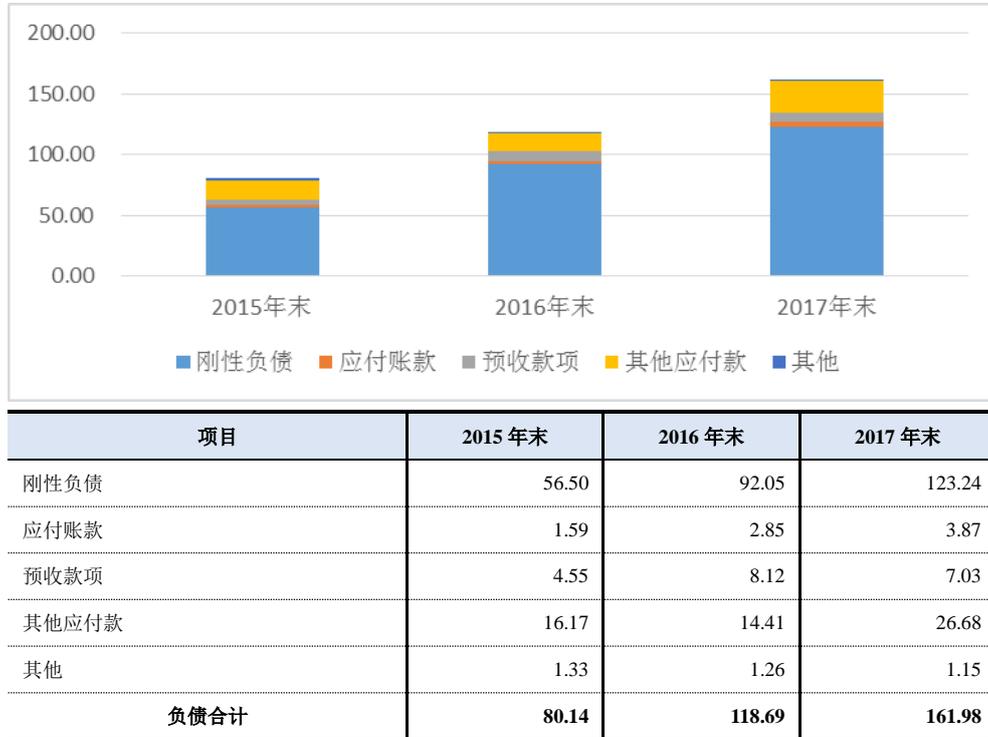
该公司负债主要由非流动负债构成，2017年末余额为115.22亿元，占负债总额比率为71.13%，与公司业务模式较为匹配。公司债务中刚性债务增长较快，2017年末刚性债务余额123.24亿元，包括16.95亿元长期借款（含1.43亿元一年内到期的长期借款），因棚户区改造项目向山东省财金投资有限公司取得57.55亿元暂借款、向国开发展基金有限公司借款2.34亿元、兴银投资-兴鲁1号基金5.00亿元（利率5.20%）和威海市青荣城市建设发展基金³（有限合伙）（简称“青荣基金”）款项15.00亿元（均入账“长期应付款”，含一年内到期2.88亿元），以及26.40亿元应付债券（本金10亿元的

² 其中债务置换资金24.75亿元。

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。

“13 荣成经开债”、12 亿元“14 荣成经开债”和 10 亿元债权融资计划⁴，以及应付利息)。此外，公司 2017 年末预收款项和其他应付款较大，分别为 7.03 亿元和 26.68 亿元，其中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，其他应付款主要系荣成市财政局拨付的棚改资金及债务置换款项⁵。

图表 10. 2015-2017 年末公司负债结构（单位：亿元）



注：根据荣成经开经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

2017 年末，该公司银行借款余额 16.95 亿元，全部为中长期，其中一年内到期 1.43 亿元，借款主体主要为下属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 2017 年末合计占银行借款总额比例为 71.75%。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。

图表 11. 2015-2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款
信用借款	-	-	-	0.20	-	-
担保借款	8.51	0.80	3.35	0.80	5.00	-
抵押借款	4.58	-	3.11	0.03	3.00	-
质押借款	-	-	-	-	4.10	-
抵押+质押	1.80	-	2.40	-	1.98	-

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。

⁵ 其中债务置换额度 6.40 亿元。

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款	长期借款 (含一年内 到期长期借 款)	短期借款
抵押+质押+保证	-	-	3.00	-	2.87	-
合计	14.89	0.80	11.86	1.03	16.95	-

资料来源：荣成经开

2017 年末，该公司对外担保余额为 48.02 亿元，较上年增加 0.45 亿元，担保比率 40.16%，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 12. 2017 年末公司对外担保事项（单位：万元）

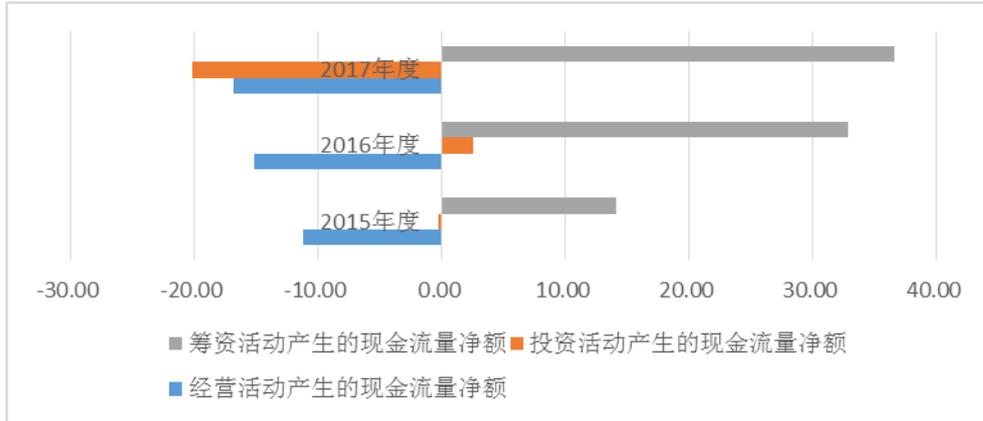
被担保方	担保金额	担保起始日	担保结束日	担保类型
荣成市育龙校车服务有限公司	5037.08	2013 年 8 月 27 日	2024 年 11 月 6 日	保证
荣成市兴利水利设施有限公司	30000.00	2016 年 12 月 16 日	2021 年 12 月 16 日	保证
山东靖海湾港务有限公司	15000.00	2016 年 7 月 28 日	2021 年 7 月 27 日	保证
靖海集团有限公司	18000.00	2017 年 1 月 20 日	2018 年 12 月 12 日	保证
荣成俚岛海洋食品物流股份有限公司	1800.00	2016 年 8 月 8 日	2017 年 11 月 22 日	保证
荣成市城乡公共交通有限公司	12000.00	2015 年 1 月 26 日	2020 年 1 月 26 日	保证
荣成市城乡公共交通有限公司	3000.00	2014 年 11 月 28 日	2019 年 11 月 28 日	抵押
荣成市财鑫投资有限公司	107453.10	2015 年 9 月 21 日	2031 年 12 月 19 日	保证
山东省财金投资集团有限公司	47701.43	2014 年 8 月 28 日	2029 年 8 月 27 日	抵押
威海海洋职业学院	30000.00	2015 年 12 月 29 日	2020 年 12 月 29 日	保证
荣成市兴林林业有限公司	150000.00	2016 年 3 月 10 日	2031 年 3 月 7 日	保证
荣成市兴利水利设施有限公司	30000.00	2016 年 6 月 24 日	2031 年 3 月 7 日	保证
山东鑫弘集团有限公司	5000.00	2017 年 2 月 28 日	2018 年 2 月 27 日	保证
荣成市兴林林业有限公司	25194.40	2016 年 3 月 10 日	2031 年 3 月 7 日	抵押
合计	480186.01	-	-	

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。2015-2017 年，公司加大项目建设投入，经营性现金缺口逐年扩大，经营性现金流量净额分别为-11.18 亿元、-15.16 亿元和-16.79 亿元。投资性现金流主要由短期理财产品投资和回收构成，2015-2017 年投资性现金净流量分别为-0.20 亿元、2.60 亿元和-20.10 亿元，其中 2016 年公司回收短期理财 3.50 亿元的同时投出青荣基金部分投资款 1.45 亿元，2017 年公司投资康得碳谷导致投资性现金大额净流出。为弥补资金缺口，公司筹资活动现金维持净流入状态，2015-2017 年分别净流入 14.11 亿元、32.94 亿元和 36.64 亿元。

图表 13. 2015-2017 年公司现金流情况（单位：亿元）



项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
经营活动产生的现金流量净额	-11.18	-15.16	-16.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.20	2.60	-20.10
筹资活动产生的现金流量净额	14.11	32.94	36.64

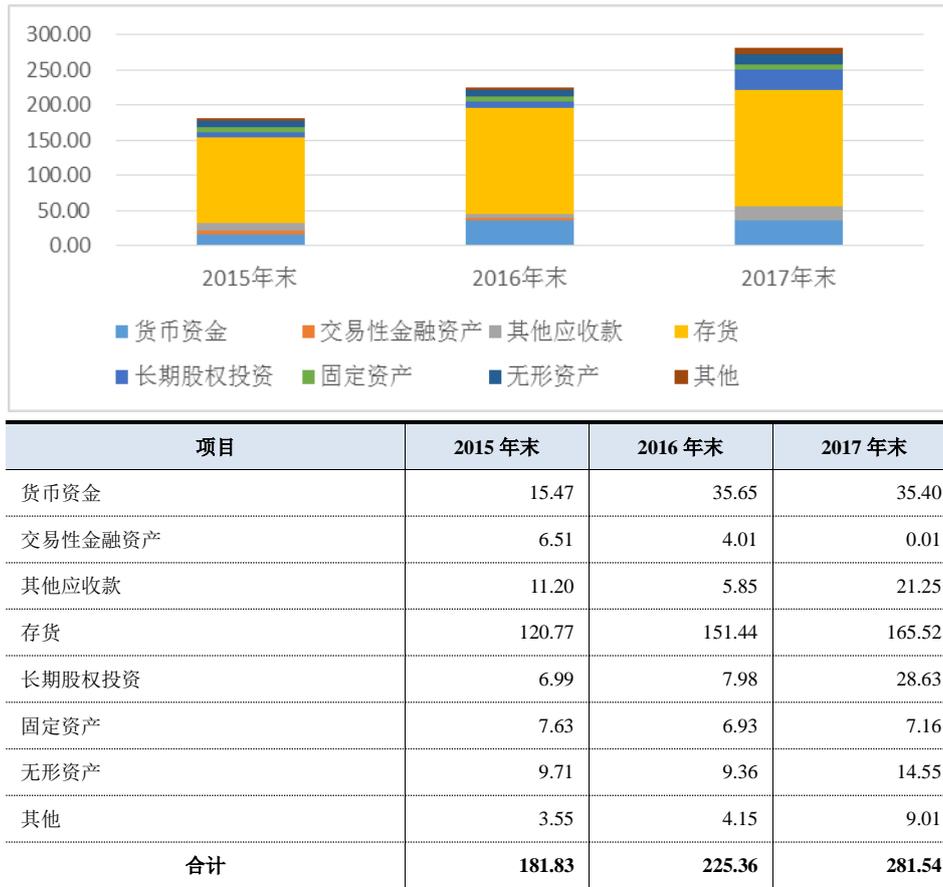
注：根据荣成经开经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

（3）资产质量分析

由于地方财政资产注入、在建项目投入和往来款项增加，该公司资产规模逐年扩大，2017 年末公司资产总额为 281.54 亿元，其中货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产分别占比 12.57%、58.79%、7.55%、10.17%、2.54% 和 5.17%。

随着在建项目规模扩大，该公司存货余额逐年增加，2017 年末达到 165.52 亿元，主要包括 30.09 亿元海域使用权、70.23 亿元棚户区项目、3.12 亿元土地整理费和 65.20 亿元在建项目等。其中海域使用权使用期限为 10 年，10 年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。期末其他应收款余额为 21.25 亿元，较上年末大幅增加 15.40 亿元，债务方主要为荣成市属事业单位和当地国有企业，相关款项不计息，公司已根据回收情况计提了 0.51 亿元坏账准备。固定资产年末余额为 7.16 亿元，较上年略有增加，主要仍为自有办公楼和体育馆、文化馆等公用设施。2017 年末，公司无形资产 14.55 亿元，较上年末增加 55.50%，主要仍由土地使用权和已出租的海域使用权和组成，其中海域使用权较上年末增加 5.21 亿元至 9.16 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。公司 2017 年末货币资金为 35.40 亿元（其中作为保证金等受限资金 0.05 亿元），货币存量充足，可对即期债务周转提供支撑。

图表 14. 2015-2017 年末公司资产构成及变化情况（单位：亿元）



注：根据荣成经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 488.46%、127.12% 和 75.74%，虽有所下降，但均处于良好水平，且充裕的货币资金，对即期债务覆盖程度高，公司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。

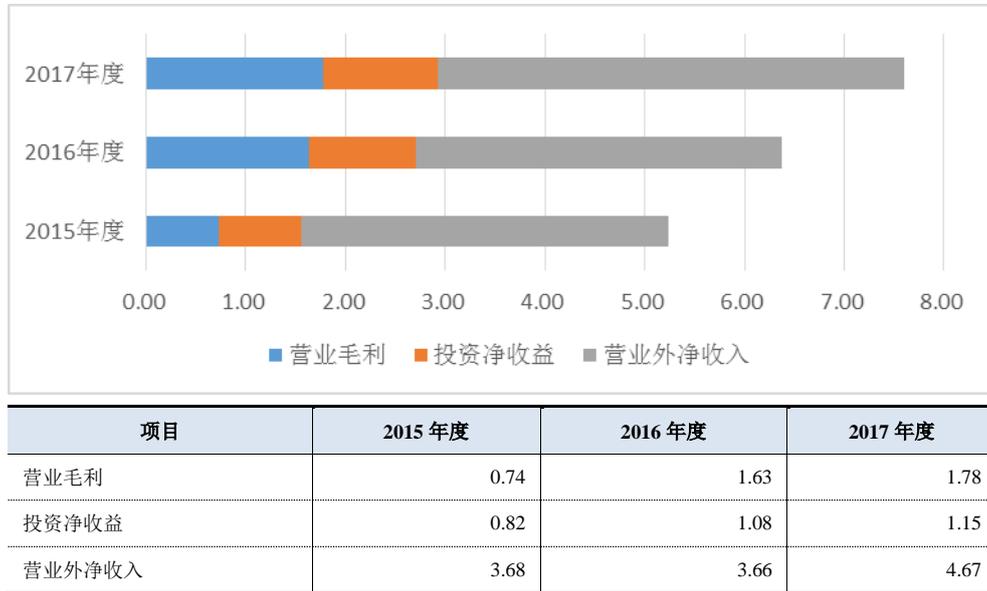
截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值 38.53 亿元，主要包括抵押的账面原值 30.22 亿元海域使用权；荣成市悦湖路 3 处房产，建筑面积合计 8.81 万平方米，账面价值 4.08 亿元；土地使用权、工程项目以及定期存单合计 4.23 亿元。

3. 公司盈利能力

2015-2017 年，该公司分别实现营业毛利 0.74 亿元、1.63 亿元和 1.78 亿元。同期期间费用逐年扩大，分别为 2.68 亿元、4.14 亿元和 5.89 亿元。其中，财务费用系期间费用最主要的组成部分，2015-2017 年分别为 2.05 亿元、3.54 亿元和 4.92 亿元，随债务规模的扩大逐年增长；同期管理费用分别为 6249.10 万元、5985.69 万元和 9536.83 万元，2015-2016 年因办公室租赁费用的减少而有所减少，2017 年由于新设子公司人员工资增加、以及海域面积增加导致海域确权使用金等费用增加而大幅上升。财务费用较高导致近三年公司营业亏损，主要通过投资收益和政府补贴实现盈利。2015-2017 年，公司分

别实现投资收益 0.82 亿元、1.08 亿元和 1.15 亿元，主要系股权投资收益，随黄海造船和达因制药业绩有所波动。近三年公司获得政府的较大支持，政府补贴逐年增加，分别为 3.66 亿元、3.69 亿元和 4.73 亿元。受益于此，公司近三年净利润分别为 2.03 亿元、1.78 亿元和 1.57 亿元。

图表 15. 2015-2017 年公司收益构成情况（单位：亿元）



注：根据荣成经开经审计的 2015-2017 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基建项目建设主体。近年来，公司几乎承担了荣成市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，每年都会给予公司较大规模财政补贴，同时向公司注入国有股权、海域使用权等资产，相关资产的收益，也能对公司经营形成一定支撑。受益于棚改配套专项资金到位，公司资本实力有所增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚可，但随着项目投资力度加大，回笼资金量不能覆盖新增投资，导致公司负债规模增长较快，资产负债率呈上升趋势。公司资产以存货、固定资产和无形资产等为主，资产变现能力一般。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。

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和注入资产外，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 2017 年末，公司获得银行授信额度 63.40 亿元，未使用授信额度 33.20 亿元，尚有一定融资空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

14 荣成经开债由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保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中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保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，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2017 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，国家开发投资公司为其控股股东。

图表 16. 截至 2017 年末中投保股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	国家开发投资公司	212383.35	47.20
2	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	58095.55	12.91
3	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	50130.00	11.14
4	CDH Guardian (China) Limited	44999.95	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	34269.20	7.62
6	金石投资有限公司	19045.80	4.23
7	国投创新（北京）投资基金有限公司	7785.45	1.73
8	北京环球银证投资有限公司	5707.70	1.27
9	宁波中车一期股权投资合伙企业(有限合伙)	4000.00	0.89
10	上海义信投资管理有限公司	3906.90	0.87
合计：		440323.90	97.86

资料来源：中投保

截至 2017 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 191.65 亿元，净资产为 100.29 亿元；当年实现营业收入⁶16.66 亿元，其中担保业务净收入 6.49 亿元，投资收益 9.69 亿元，净利润 6.85 亿元。2017 年中投保公司担保业务发生额为 168.30 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 1263.98 亿元。

中投保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

⁶ 营业收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

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，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 14 荣成经开债的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，荣成经开稳步推进项目建设，回购资金到位较为及时，项目资金平衡能力较强。受益于棚改配套专项资金到位，公司资本实力有所增强。公司项目建设资金回笼情况总体尚好，但随着项目投资力度加大，回笼资金量不能覆盖新增投资，导致公司负债规模增长较快，资产负债率呈上升趋势。公司资产以存货、固定资产和无形资产等为主，资产变现能力一般。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。公司 14 荣成经开债由中投保提供担保，可进一步提升相关债券本息兑付的安全性。

同时，我们仍将持续关注（1）荣成市经济、房地产市场的变动情况；（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）中投保信用质量的波动等。

附录一：

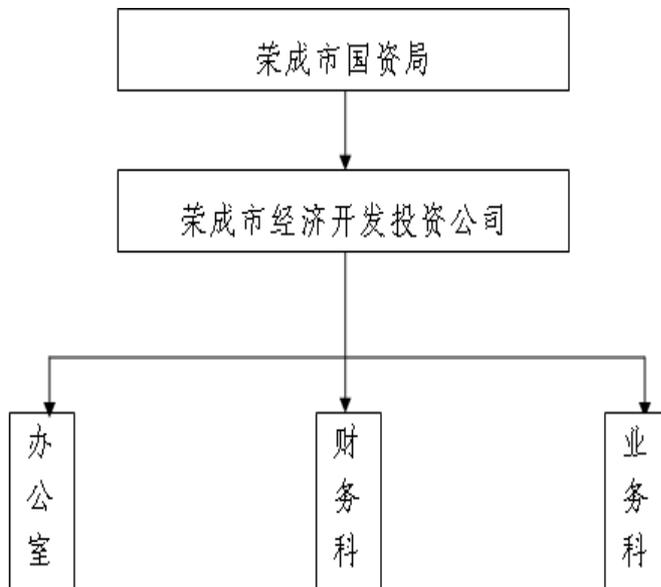
公司与实际控制人关系图



注：根据荣成经开提供的资料绘制（截至 2017 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 2017 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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	181.83	225.36	281.54
货币资金 [亿元]	15.47	35.65	35.40
刚性债务[亿元]	56.50	92.05	123.24
所有者权益 [亿元]	101.68	106.67	119.56
营业收入[亿元]	9.40	9.22	12.56
净利润 [亿元]	2.03	1.78	1.57
EBITDA[亿元]	5.60	6.86	9.19
经营性现金净流入量[亿元]	-11.18	-15.16	-16.79
投资性现金净流入量[亿元]	-0.20	2.60	-20.10
资产负债率[%]	44.08	52.67	57.53
长短期债务比[%]	203.46	315.21	246.43
权益资本与刚性债务比率[%]	179.98	115.89	97.01
流动比率[%]	591.49	698.86	488.46
速动比率 [%]	127.91	161.98	127.21
现金比率[%]	83.45	138.74	75.74
利息保障倍数[倍]	1.66	1.38	1.32
有形净值债务率[%]	87.79	122.89	155.26
担保比率[%]	16.91	44.60	40.16
毛利率[%]	7.83	17.68	14.17
营业利润率[%]	-17.55	-20.45	-24.62
总资产报酬率[%]	2.65	2.66	2.59
净资产收益率[%]	2.14	1.71	1.39
净资产收益率*[%]	2.14	1.73	1.40
营业收入现金率[%]	107.28	141.36	80.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-60.02	-55.14	-44.57
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.56	-15.25	-11.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-61.07	-45.68	-97.92
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.87	-12.63	-26.29
EBITDA/利息支出[倍]	2.22	1.76	1.84
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	0.09

注：表中数据依据荣成经开经审计的 2015-2017 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	2015年	2016年	2017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）	63.86	66.64	100.29
总资产（亿元）	104.06	130.47	191.65
风险准备金（亿元）	15.95	14.96	14.48
担保业务收入（亿元）	7.04	6.81	6.49
营业利润（亿元）	7.59	8.14	8.92
净利润（亿元）	6.03	5.99	6.85
营业利润率（%）	105.56	114.88	126.34
平均资本回报率（%）	9.55	10.40	8.27
担保责任放大倍数（倍）	26.79	28.12	12.60
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.45	4.06	2.39
资本充足率（%）	3.73	3.56	7.93
代偿保障率（%）	26.24	46.53	13.91
现金类资产比率（%）	17.31	16.81	8.58
担保业务：			
担保发生额（亿元）	958.11	554.22	168.30
担保责任余额(亿元)	1710.66	1873.82	1263.98
当期担保代偿率（%）	0.008	0.15	0.07
累计担保代偿率（%）	1.29	0.11	0.10
代偿回收率（%）	46.91	45.59	54.64
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2015-2017 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017 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。