

高密市国有资产经营投资有限公司
及其发行的 12 高密债 01 与 12 高密债 02
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[2018]100687】

评级对象: 高密市国有资产经营投资有限公司及其发行的 12 高密债 01 与 12 高密债 02

	12 高密债 01	12 高密债 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA+/2017 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2017 年 6 月 29 日
首次评级:	AA/稳定/AA+/2012 年 7 月 3 日	AA/稳定/AA/2012 年 7 月 3 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	6.27	11.96	10.88
刚性债务	60.13	92.46	82.24
所有者权益	121.46	128.76	130.67
经营性现金净流入量	-0.55	-7.21	1.43
发行人合并数据及指标:			
总资产	192.65	238.42	269.90
总负债	71.18	109.26	134.73
刚性债务	62.67	101.25	87.33
所有者权益	121.46	129.16	135.17
营业收入	17.40	19.92	21.56
净利润	2.10	1.90	2.44
经营性现金净流入量	-1.20	-12.01	-1.51
EBITDA	3.85	4.27	4.93
资产负债率[%]	36.95	45.83	49.92
长短期债务比[%]	227.51	291.79	80.53
权益资本与刚性债务比率[%]	193.83	127.56	154.78
流动比率[%]	590.02	610.16	250.57
现金比率[%]	35.59	50.20	19.84
利息保障倍数[倍]	1.09	0.83	0.91
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	1.04	1.10
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.05	0.05

注: 发行人数据根据高密国投经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com

许丹宁 xdn@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”)对高密市国有资产经营投资有限公司(简称“高密国投”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 12 高密债 01 与 12 高密债 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来高密国投在外部经济环境、资金回笼、政府支持及第三方担保等方面保持优势,同时也反映了公司在资金对政府回购依赖性、对外担保及受限资产规模等方面继续面临压力。

主要优势:

- **高密市较好的经济环境。**跟踪期内,高密市地区经济保持着较好的发展态势,为高密国投的发展奠定了较好的基础。
- **工程回购收入持续增长,资金回笼较有保障。**跟踪期内,高密国投工程回购收入持续增长。目前公司在建项目均与政府签订了回购协议,未来回购收入较有保障。
- **政府支持力度较大。**跟踪期内,高密国投获得政府补贴较多,政府支持力度较大。
- **第三方担保。**12 高密债 01 由三峡担保提供不可撤销连带责任担保,12 高密债 02 由首创担保提供全额无条件不可撤销连带责任担保,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。

主要风险:

- **经营性现金流受政府回购进度影响大。**高密国投作为高密市重要的投融资主体,BT 项目运作周期长,资金回笼时间慢。
- **对外担保规模大。**跟踪期内,高密国投对外担保规模有所下降但仍保持较大规模,被担保方包括部分竞争性行业企业,存在较大的或有债务代偿风险。

- 受限资产规模较大。高密国投的较大规模土地资产，对公司资产流动性造成一定影响。
- 已出现担保逾期事项。高密国投为中柏韩美于 2018 年 6 月 22 日到期的 2000 万元银行借款已出现逾期，需持续关注该逾期事项的进展。

➤ 未来展望

通过对高密国投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 12 高密债 01 还本付息安全性极高，并维持其 AAA 信用等级；认为 12 高密债 02 还本付息安全性很高，并维持其 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



高密市国有资产经营投资有限公司

及其发行的 12 高密债 01 与 12 高密债 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2012 年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券(7 年期)和 2012 年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券(6 年期)(分别简称“12 高密债 01”及“12 高密债 02”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据高密国投提供的经审计的 2017 年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,进行了定期跟踪评级。

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(简称“三峡担保”)提供连带保证担保,该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、2016 年 11 月和 2017 年 11 月偿还债券本金 1.6 亿元、1.6 亿元和 1.6 亿元,付息情况正常。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(简称“首创担保”)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、2016 年 11 月和 2017 年 11 月兑付债券本金 1 亿元、1 亿元和 1 亿元,付息情况正常。

12 高密债 01 的募集资金用于高密市保障性安居工程项目,12 高密债 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 2017 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 2017 年末,该项目已投入资金 7.33 亿元,目前已全部竣工¹。截至 2017 年末,12 高密债 01 和 12 高密债 02 募集资金 12 亿元已全部投入项目建设,募集资金不存在违规使用及整改情况。

截至目前,该公司存续期内债券情况如下:

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	当期余额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
12 高密债 01	8.00	3.20	7	6.70	2012 年 11 月	正常
12 高密债 02	4.00	1.00	6	6.75	2012 年 11 月	正常
16 高密债	15.00	15.00	7	4.69	2016 年 1 月	正常

资料来源:高密国投

¹ 募投项目超支系人工、材料、机械、财务管理等费用上涨所致。

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

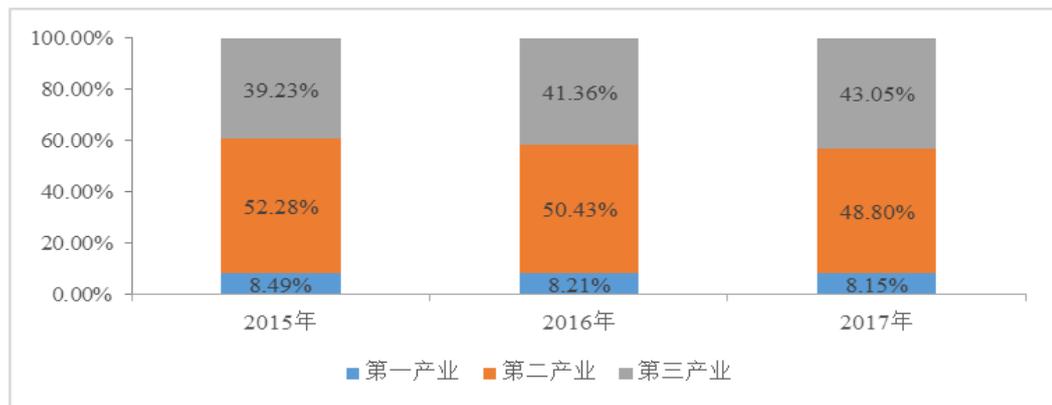
则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

高密市属山东省，由潍坊市代管，地处胶东半岛和山东内陆的结合部，是联接省会济南与山东半岛东部沿海地区的交通枢纽。跟踪期内，高密市区域经济保持增长，产业结构持续调整。

2017年，高密市实现地区生产总值643.22亿元，按可比价格计算，较上年增长5.6%。其中，第一产业增加值52.42亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值313.87亿元，同比增长5.9%；第三产业增加值276.93亿元，同比增长5.7%。跟踪期内，高密市经济保持增长，但受宏观经济形势影响，2017年高密市经济增速较2016年有所放缓。

图2. 2015-2017年三次产业增加值占地区生产总值的比重



资料来源：高密市统计局

从经济结构来看，2017年，高密市的三次产业的比例由2016年的8.21:50.43:41.36调整为8.15:48.8:43.05，第一、第二产业比重略有下降，第三产业比重继续上升，比2016年提高1.69个百分点；按可比口径计算，三产对GDP增长的贡献率达到40.9%，拉动GDP增长2.30个百分点。

2017年，高密市完成固定资产投资总额529.30亿元，同比增长3.1%。一、二、三产业分别完成投资额7.43亿元、343.00亿元和178.87亿元，分别增长1.4%、3.3%和2.7%，三次产业投资比重由2016年的2.33:57.46:40.21调整为1.4:64.8:33.8，三产投资比重下降，二产投资对全市固定资产投资的拉动作用持续增强。房地产开发投资小幅增长，全市房地产开发完成投资37.14亿元，同比增长7.2%，其中，住宅投资31.81亿元，同比增长4.3%。全年商品房施工面积469.98万平方米，同比增长7.8%；商品房销售面积78.59万平方米，同比增长23.7%；销售额37.76亿元，同比增长41.0%。

工业方面，2017年，高密市全市规模以上工业增加值同比增长4.2%。实现工业总产值1539.92亿元，同比增长5.0%；销售产值1524.19亿元，同比增长4.7%；累计产销率为98.98%。2017年，高密市规模以上工业企业实现主营业务收入1548.03亿元，同比增长6.4%。实现利税142.5亿元，同比增长3.9%；利润总额93.87亿元，同比增长

6.1%。

国内外贸易方面，2017年，高密市社会消费品零售总额完成223.19亿元，同比增长6.8%。2017年，高密市进出口总额162.9亿元，同比增长21.9%，其中出口107.3亿元，同比增长13.6%；进口55.6亿元，同比增长42.1%。2017年，高密市合同利用外资5.69亿元，同比下降46.5%。实际到账外资8.75亿元，同比增长24.4%。

2. 业务运营

该公司业务以高密市城市基础设施项目投资建设和城市供水为主。跟踪期内，公司工程回购收入持续增长，资金回笼较有保障，城市供水业务收入略有增长。总体来看，公司主营业务收入较有保障。

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和城市供水收入。拆迁劳务收入主要与区域内动拆迁项目匹配，2017年公司未开展相关项目，因此未实现拆迁劳务收入。2017年，公司实现主营业务收入21.56亿元，同比增长8.23%。

图表 3. 2015-2017 年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

业务类别/金额	2015 年度	2016 年度	2017 年度
工程项目	16.67	19.23	20.84
水费	0.69	0.69	0.72
拆迁劳务	0.05	0.00	0.00
合计	17.40	19.92	21.56
业务类别/毛利率	2015 年度	2016 年度	2017 年度
工程项目	16.67	14.76	15.92
水费	23.18	16.74	19.85
拆迁劳务	7.90	-	-
合计	16.90	14.83	16.05

资料来源：高密国投

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》（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款、投资收益及未偿付代建项目款的应计利息，以收购相应资产。2017年，根据《BT 协议》，公司应取得代建回购款共计23.13亿元，当年实际收到代建回购款共计19.20亿元²，回购款的收回存在一定延迟，其余款项将于未来几年逐步收回。

该公司2017年开展的城市基础设施项目均未竣工，包括旧城改造小康河片区、旧城改造东三里片区、孟家沟水库项目以及葛家庄片区等，计划投资额总计为62.18亿元，截至2017年末公司已投资56.41亿元，其中，2017年投资18.53亿元，计划2018年投资5.77亿元。目前公司在建项目可获得财政拨入资本金22.68亿元，占总投资额的36.48%，截至2017年末实际已到位20.21亿元，财政拨入资金到位较及时。

² 营业收入中工程项目收入为当年应收回购款，实际收到的回购款为收回上年应收回购款。

图表 4. 截至 2017 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 2017 年投资额	财政已拨入资本金	预计竣工日 ³	2018 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	117257.10	29640.80	38000.00	2018 年	40742.90
孟家沟水库	32196.79	55000.00	73959.44	19397.51	29855.00	2018 年	13237.35
旧城改造东三里片区	42000.00	50000.00	88296.60	24656.00	42000.00	2018 年	3703.40
葛家庄片区	22690.00	50000.00	72690.00	14493.40	22690.00	2018 年	-
胶河综合治理（柏城-王吴水库段）	18696.00	30000.00	48696.00	-	16258.00	2017 年	-
城乡供水管线改造工程	16198.00	30000.00	46198.00	12149.13	16198.00	2017 年	-
农村引水管线改造一期	12050.00	20000.00	32050.00	-	12050.00	2017 年	-
高标准农田建设项目	25000.00	60000.00	85000.00	85000.00	25000.00	2017 年	-
合计	226830.79	395000.00	564147.14	185336.84	202051.00	—	57683.65

资料来源：高密国投

2. 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，在当地具有专营优势。公司日供水能力 12.50 万吨。2017 年，公司供水量 2754 万吨，实现售水量 2513 万吨，实现供水业务收入 0.71 亿元，同比增长 4.41%。目前，高密市自来水、中水价格较低，但随着高密市经济发展及安全水村村通工程的建设⁴，公司服务区域将逐步拓展，其水务业务收入将有所增长。

3. 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，市政府根据该公司业务支出提供相应的资金补助。该业务主要配合区域内动拆迁项目进行，2017 年公司未开展相关项目，故未实现拆迁劳务收入。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。

4. 其他

为维持企业发展，缓解企业融资难问题，该公司对高密民营企业提供担保，并依据担保额收取一定的担保费，担保费收取比例为 1%，计入其他业务利润，2017 年公司⁵实现担保费收入 0.16 亿元，比上年减少 0.25 亿元，该项目业务成本主要为资金成本，计入财务费用，业务毛利率为 100%。

在担保对象的选择上，该公司通常选取当地年纳税额过 500 万元的企业，同时对企业的总资产净资产收入和利润有一定标准，反担保措施主要为第三方担保、实际控制人担保同时法人追加担保以及土地、设备抵押担保等。截至 2017 年末，公司无实际支付代偿金额，但较大的担保规模仍使公司面临较大的或有负债风险。

截至 2017 年末，该公司合并口径下对外提供担保余额为 49.90 亿元，担保比率为

³ 预计竣工日期在 2017 年的项目均已完工，仍在在建项目系未竣工结算所致。

⁴ 截至 2016 年末，安全水村村通工程已基本覆盖高密市。

⁵ 该公司无担保牌照，但根据政府安排承担为中小企业担保的职责，未来该业务会逐步移出。

36.93%，较上年末下降 28.66 个百分点，主要是对孚日集团股份有限公司⁶（简称“孚日集团”）（合计金额为 8.73 亿元）、山东银鹰化纤有限公司（简称“山东银鹰”）（合计金额为 8.34 亿元）和锦昉棉业科技有限公司（简称“锦昉棉业”）（合计金额为 6.18 亿元）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民营企业集团，截至 2017 年末，孚日集团合并口径资产总额为 74.09 亿元，所有者权益为 33.29 亿元，2017 年孚日集团实现营业收入 48.22 亿元，同比增长 10.21%，净利润 4.14 亿元，同比增长 8.66%。山东银鹰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。

截至 2018 年 5 月 2 日，该公司对外担保中存在 5120.00 万元关注类担保，分别为公司对山东泰华食品股份有限公司（简称“泰华食品”）、高密市佳美工艺品有限公司和山东中柏韩美科技股份有限公司（简称“中柏韩美”）的银行借款提供的担保。其中，公司为泰华食品于 2018 年 4 月 25 日到期的 1300.00 万元借款提供连带责任担保，高密市信泰食品工贸有限公司、自然人郑华、葛光法、刘效仁、刘继芳提供连带责任反担保，该笔担保已逾期，公司已于 2018 年 4 月 25 日代偿；为中柏韩美于 2018 年 6 月 22 日到期的 2000.00 万元银行借款提供连带责任担保，反担保措施为中柏韩美和高密美尔亚时装有限公司提供连带责任担保。截至目前，公司为中柏韩美提供的担保已逾期，已确定初步解决方案为中柏韩美出卖厂房土地，最终方案将于 2018 年 7 月确定。

图表 5. 截至 2018 年 5 月 2 日关注类对外担保明细（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保余额	放款日期	到期日期
山东中柏韩美科技股份有限公司	2000.00	2000.00	2016.6.23	2018.6.22
山东泰华食品股份有限公司	1500.00	1130.00	2015.6.26	2020.6.25
山东泰华食品股份有限公司	1300.00	1300.00	2017.4.27	2018.4.25
高密市佳美工艺品股份有限公司	690.00	690.00	2017.11.29	2018.11.27
合计	5490.00	5120.00	-	-

资料来源：高密国投

管理

该公司建立了较为健全的内控体系，经营管理逐步规范，组织架构设置基本可以满足其现阶段经营管理的需要。2017 年，因去平台化的推行，原法定代表人调整为非公职人员。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，高密市国有资产管理办公室（简称“高密国资办”）和国开发展基金有限公司（简称“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。2017 年，因去平台化的推行，原法定代表人为政府部门公职人员，故法定代表人由乔凡更换为鹿治理。

⁶ 2017 年 10 月 16 日，山东省高密市人民法院民事判决书（2016）鲁 0785 民初 4404 号判决原告梁山蓝天工贸有限公司与被告孚日集团买卖合同纠纷一案，原告胜诉，但涉诉金额较小。

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。

截至 2017 年末，该公司应收关联方款项为 0.61 亿元，较上年末下降 14.36 亿元主要系收回高密市国有资产管理有限公司款项 14.03 亿元。

跟踪期内，该公司存在诉讼，均是公司作为原告提起的诉讼。根据公司 2018 年 5 月 2 日的《企业信用报告》和 2017 年审计报告披露信息，截至 2017 年 5 月 2 日，公司未结清信贷无不良记录，对外担保中存在 5120.00 万元关注类担保，已结清信贷有 2 笔欠息系银行升级失误所致。

图表 6. 公司不良行为记录列表（跟踪期内，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	高密国投
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.06.18	有
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.06.18	正常
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2018.06.18	有
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2018.06.18	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2018.06.18	无
安全 ⁷	国家工商总局企业信息公示系统	2018.06.18	有

资料来源：根据高密国投所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

该公司营业收入主要来源于工程项目业务，跟踪期内，该业务毛利率较上年有所回升，但公司期间费用对利润有一定侵蚀作用，且公司盈利对政府补贴等非经营性收益依赖度较高。随着城市基础设施建设项目的推进，公司负债规模不断扩大，公司财务杠杆有所上升但仍保持在合理水平。跟踪期内，公司偿还较多银行借款和到期债券，刚性债务偿付压力有所缓解。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计报告。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。

2017 年，该公司新设高密市康安股权投资中心（有限合伙）和高密市财安产业投资基金管理中心（有限合伙）两家子公司，转让高密市朝阳城市建设发展有限公司和高密市国有教育资产经营投资有限公司两家子公司。截至 2017 年末，公司合并范围内共计 5 家子公司。

⁷ 公司建设项目高密五中一教学楼进行改建，因安装的门不符合消防要求，被公安消防队检查，故出具处罚 2018 年潍公(消)行罚决字（2018）0010、0009 号。目前，该项目已整改完成。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

随着城市基础设施建设项目的推进，该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 62.18 亿元，其中 39.50 亿元需由公司债务融资解决。2017 年末，公司负债总额为 134.73 亿元，较上年末增长 23.31%；同期末公司资产负债率为 49.92%，较上年末上升 4.09 个百分点。

截至 2017 年末，该公司非流动负债为 60.10 亿元，同比下降 26.14%，占负债总额的比例为 44.61%，较上年末下降 29.87 个百分点，公司长短期债务比为 80.53%，较上年末下降 211.26 个百分点，主要系大量将于一年内到期的债券转入一年内到期的非流动负债以及其他应付款大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017 年末，公司长期借款余额为 27.58 亿元，较上年末下降 41.17%，主要系当年偿还 12.66 亿元抵押借款所致；应付债券余额为 18.10 亿元，较上年末下降 38.01% 主要系偿还发行规模为 10.00 亿元的“11 高密国投债”本息，并将剩余本金调整至一年内到期的非流动负债所致；长期应付款为 11.45 亿元，较上年末增长 1332.00%，主要为公司因资金需求增长而借入融资租赁借款⁸所致，期末应付售后租回融资租赁款和应付直接融资款较上年末分别增加 2.72 亿元和 5.22 亿元。

2017 年末，该公司流动负债为 74.63 亿元，以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2017 年末，公司其他应付款为 41.55 亿元，较上年末增加 39.69 亿元，主要系与关联公司往来增加；同期，公司一年内到期的非流动负债为 24.28 亿元，较上年末增长 90.77%，主要为将在一年内到期的长期借款、应付融资租赁款和应付债券本金。2017 年末，公司应付票据余额为 1.95 亿元，较上年末减少 32.76%，主要系当年办理票据业务减少；应付账款为 0.24 亿元，较上年末减少 92.73%，主要系当年应付账款较多的高密市朝阳建设发展有限公司于 2017 年 4 月全部转让给高密市国有资产管理办公室，不再纳入合并范围所致；其他流动负债为 0.00 亿元，较上年减少 4.00 亿元系归还川财证券的质押借款所致。

2017 年末，该公司刚性债务总额为 87.33 亿元，较上年末大幅下降 13.75%，占负债总额的比重分别为 64.81%，较上年末下降 27.86 个百分点，主要系当年偿还长期借款和到期债券所致。

(2) 现金流分析

2017 年，该公司营业收入现金率为 91.80%，较上年上升 20.59 个百分点，主要系当年政府回款增加所致。同期，经营活动现金流量净额为-1.51 亿元，2017 年经营性现金流量净额较 2016 年大幅增加 10.50 亿元，主要是受当年财政局资金安排影响，政府回款大幅增加所致。公司经营性现金流状况易受当地财政支付进度及安排影响而变动。

2017 年，该公司投资活动现金流量净额为 2.48 亿元，较上年末增加 18.52 亿元，主要系定期存单到期收回导致收到其他与投资活动有关的现金较上年大幅增加所致。

⁸ 期限为 5-8 年，利率为 5.25%-7.80%。

2017 年，公司支付其他与投资活动有关的现金为 6.70 亿元，主要系子公司高密市凤城创业投资有限公司购买 2.00 亿元高密市国有资产管理有限公司非公开发行 2017 年公司债券（第一期）⁹和 4.70 亿元高密市国有资产管理有限公司非公开发行 2017 年公司债券（第二期）¹⁰。

该公司资金缺口主要通过银行借款和发行债券等方式解决。2017 年，公司筹资活动现金净流出为 8.41 亿元主要系当年偿还债务支付 17.87 亿元现金所致。

2017 年，该公司 EBITDA 为 4.93 亿元，较上年增加 0.66 亿元，主要来源于利润总额。跟踪期内，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所上升。

图表 7. 2015-2017 年公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.43	1.04	1.10
EBITDA/刚性债务(倍)	0.07	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-5.59	-48.40	-2.94
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-1.86	-13.31	-1.24

资料来源：根据高密国投所提供资料整理、绘制

(3) 资产质量分析

截至 2017 年末，该公司实收资本为 7.80 亿元，资本公积为 94.20 亿元。截至 2017 年末，公司实收资本与资本公积之和占所有者权益的比例为 75.46%，所有者权益稳定性较高。2017 年末，公司的资产总额为 269.90 亿元，较上年末增长 13.20%。从资产构成看，公司资产以流动资产为主。截至 2017 年末，公司流动资产为 187.01 亿元，占总资产的比例为 69.29%，较上年末减少 2.08 个百分点。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，公司存货为 83.88 亿元，主要为政府注入的土地资产¹¹，较上年末减少 2.53%；其他应收款为 59.04 亿元，较上年末同比增长 101.97%，主要系财政局往来款¹²增加所致；应收账款为 28.50 亿元，较上年末同比增长 15.34%，主要系当年应收财政局 BT 回购款增加所致；货币资金余额为 14.77 亿元（其中受限货币资金中 1.25 亿元，为保证金存款，8.86 亿元为定期存款），较上年末增长 5.91%。

该公司非流动资产由在建工程、无形资产、固定资产、长期股权投资和其他长期资产构成。截至 2017 年末，在建工程为 48.52 亿元，较上年末同比增长 8.36%，主要为公司在建的工程项目；无形资产为 12.35 亿元，主要系公司土地使用权，较上年末同比减少 4.64%，其中账面价值为 9.10 亿元的土地使用权已抵押；固定资产为 5.72 亿元，较上年末同比减少 3.37%，主要系公司自有房屋建筑物的正常折旧和报废；长期股权投资为 9.61 亿元，同比增长 391.20%，主要为公司当期对高密市城市基础设施建设基金合伙企业（有限合伙）¹³和高密禹舜电子科技有限公司追加投资所致。其他长期资产为 6.70 亿元，全部为子公司高密市凤城创业投资有限公司购买的债券。

⁹ 票面利率 6.50%，期限 5 年。

¹⁰ 票面利率 6.80%，期限 5 年。

¹¹ 暂无开发计划。

¹² 无具体收回安排。

¹³ 高密市城市基础设施建设基金合伙企业（有限合伙）自 2017 年 5 月开始营业，营业范围为以自有资金对从事高密市内的交通基础设施类项目，公共服务类项目，城市基础建设类项目，水利工程类项目等各类项目的企业进行投资，该公司对其持股比例为 19.67%。公司未提供投资协议。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 250.57% 和 137.75%，较上年大幅下降 359.59% 和 160.31%，主要系当年其他应付款大幅增加。公司流动资产中存货和其他应收款占比较大，周转时间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。同期末，公司现金比率为 19.84%，较上年下降 30.36 个百分点，剔除受限货币资金后，公司现金比率仅为 6.29%。

除受限货币资金外，根据高密国投公司债券年度报告，截至 2017 年末，该公司受限资产金额为 71.71 亿元，其中，受限存货-土地使用权 62.36 亿元，受限无形资产-土地使用权 9.09 亿元，受限房屋建筑物 0.10 亿元，受限定期存单 0.16 亿元，资产受限原因为抵押。受限资产规模较大，在一定程度上影响公司资产流动性。

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司收入来源包括工程项目收入和水费收入。2017 年，公司主营业务收入为 21.56 亿元，较上年增长 8.23%。其中，工程项目收入为公司收入的主要来源，为 20.84 亿元，较上年增长 8.37%。2017 年，公司毛利率为 16.05%，较上年上升 1.22 个百分点，主要系收入占比较高的工程项目业务毛利率增加所致。

该公司期间费用主要集中于管理费用和财务费用。2017 年，公司期间费用为 2.59 亿元。其中，管理费用和财务费用分别为 1.13 亿元和 1.33 亿元，同期公司期间费用率为 12.03%，较上年下降 4.58 个百分点，期间费用管控能力有所提升。

2017 年，该公司实现投资收益为 0.09 亿元，规模小，对公司整体盈利影响小。2017 年，公司获得补贴收入为 2.57 亿元，较上年增长 23.34%，主要系当年管网配套补贴大幅增加所致。2017 年，公司实现净利润 2.44 亿元，较上年增长 28.05%。2017 年，公司净资产收益率为 1.84%，较上年上升 0.32 个百分点；总资产报酬率为 1.60%，较上年上升 0.03 个百分点。公司盈利对政府补助的依赖度较高。

图表 8. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年度	2017 年度
营业毛利	2.94	2.95	3.46
投资净收益	0.02	-0.00	0.09
补贴收入	2.20	2.08	2.57
合计	5.16	5.03	6.12

资料来源：根据高密国投所提供数据整理、绘制

图表 9. 2015-2017 年度公司主要盈利指标情况

年度	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润率（%）	-0.37	-0.83	-0.58
总资产报酬率（%）	1.58	1.57	1.60
净资产收益率（%）	1.75	1.52	1.84

资料来源：根据高密国投所提供数据整理、绘制

公司抗风险能力评价

跟踪期内，高密市较稳健的经济环境为该公司发展奠定了较好的基础。作为高密市重要的城市基础设施建设主体，公司能获得较有力的政府支持。

1. 高密市较好的经济环境

跟踪期内，高密市地区经济保持着较好的发展态势，为高密国投的发展奠定了较好的基础。

2. 工程回购收入持续增长，资金回笼较有保障

该公司在建项目均与政府签订了回购协议，2017 年，公司实际收到代建回购款共计 19.20 亿元，较上年增长 15.18%，良好的回购款回收情况可为公司债务的偿还提供良好保障。

3. 政府支持力度较大

2017 年，该公司获得政府补贴 2.57 亿元，较上年大幅增长 23.34%，政府支持力度较大。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

12 高密债 01

12 高密债 01 由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于 2006 年 4 月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（简称“渝富公司”）投资组建，成立时注册资本 5.00 亿元；2009 年 9 月，三峡担保增加中国长江三峡集团公司（简称“三峡集团”）为新股东，同时更名为重庆市三峡担保集团有限公司；2010 年 9 月，三峡担保再次增加国开金融有限责任公司（简称“国开金融”）为新股东，并于 2014 年启动股份制改造工作，2015 年 5 月整体变更为股份有限公司，注册资金为人民币 30 亿元。2015 年 10 月 19 日，三峡担保新增注册资本人民币 6 亿元，重庆渝富出资 3 亿元，国开金融出资 1 亿元，新增股东三峡资本控股有限责任公司（三峡集团的全资子公司，简称“三峡资本”）出资人民币 2 亿元。2016 年 4 月，三峡担保以资本公积与剩余未分配利润合计 10.50 亿元向全部股东按现有持股比例同比例转增股本，注册资本和实收资本增至 46.50 亿元。2017 年 8 月，三峡集团将其持有的三峡担保全部股权划转给三峡资本。截至 2017 年 9 月末，三峡担保注册资本增至人民币 46.50 亿元。

图表 10. 三峡担保股权结构（截至 2017 年 9 月末）

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	232500.00	50.00
2	三峡资本控股有限责任公司	155000.00	33.33
3	国开金融有限责任公司	77500.00	16.67
合计		465000.00	100.00

资料来源：三峡担保

截至 2016 年末，三峡担保经审计的合并口径资产总额为 111.27 亿元，净资产为 64.59 亿元，2016 年度实现营业收入 14.95 亿元，净利润 6.03 亿元。截至 2017 年 9 月末，三峡担保未经审计的合并口径资产总额为 119.63 亿元，净资产为 65.80 亿元，2017 年前三季度实现营业收入 8.86 亿元，净利润 3.52 亿元。

三峡担保股东均具有较强的资本实力和经营实力，在必要时能提供多方面的支持；三峡担保坚持以担保为主业，多元化发展的经营方针，各项业务规模稳步增长。近年来，三峡担保的担保代偿率略有上升，但受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理，充足的准备金及较好的追偿效果，整体担保资产质量仍较好。三峡担保对外投资以银行理财、信托计划、债券为主，同时委贷规模亦逐年增长，仍需持续加强信用风险和投资风险管控能力。三峡担保业务规模增长较快，但受信贷市场整体信用风险上升以及基金担保业务暂停的影响，业务结构向债券担保业务倾斜，整体盈利增速亦有所趋缓。

整体来看，三峡担保提供的担保进一步增强了 12 高密债 01 的安全性。

12 高密债 02

12 高密债 02 由首创担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。首创担保前身为成立于 1997 年 12 月的北京首创信保投资管理有限责任公司，初始注册资本 0.25 亿元，由北京首都创业集团有限公司（简称“首创集团”）全额出资设立。2002 年 11 月首创担保更名为北京首创投资担保有限责任公司。经北京市人民政府批准，2004 年 9 月首创担保新增北京市崇信担保中心等 5 家股东，注册资本增至 2.07 亿元。2005 年 5 月，首创担保再次增资至 3.07 亿元。2012 年 10 月，首创担保新增股东北京市国有资产经营有限责任公司，并通过各股东货币增资，担保扶持基金、风险准备金、应付股利转增实收资本等方式，注册资本增至 10.02 亿元。2012 年 11 月，首创担保更名为现名。截至 2017 年 3 月末，首创担保注册资本仍为 10.02 亿元。

图表 11. 首创担保股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	北京首都创业集团有限公司	71900.00	71.74
2	北京市国有资产经营有限责任公司	21590.50	21.54
3	北京市崇信担保中心	2940.00	2.93
4	北京市平谷区平信投资担保中心	1360.00	1.36
5	北京西拓中小企业担保有限公司	1225.30	1.22
6	中国投资担保有限公司	725.00	0.72
7	北京市昌鑫国有资产投资经营公司	490.00	0.49
合计：		100230.80	100.00

注：根据首创担保提供资料整理（截至 2017 年 3 月末）

截至 2016 年末,首创担保经审计的合并口径资产总额为 47.50 亿元,净资产为 30.57 亿元,其中归属于母公司所有者权益为 30.43 亿元,2016 年度公司实现营业收入 3.43 亿元,其中担保业务收入 2.73 亿元,当年实现投资收益 0.68 亿元。截至 2017 年 3 月末,首创担保未经审计的合并口径资产总额为 47.15 亿元,净资产为 30.58 亿元,其中归属于母公司所有者权益为 30.48 亿元,2017 年第一季度公司实现营业收入 0.77 亿元,其中担保业务收入 0.73 亿元,当季实现投资收益 0.53 亿元。

首创担保是一家国有政策性担保机构,作为北京市政府开展中小企业融资担保业务的主要平台之一,受市、区(县)两级政府支持力度大,政府除持续注入担保扶持基金外,还对中小企业融资担保代偿限额内部分给予财政补偿。近两年,首创担保逐步推进业务及产品结构调整工作,在有针对性地收缩部分融资性担保业务的同时,积极发展以保本基金担保为主的非融资担保业务,担保业务整体实现较快发展。但受行业监管带来保本基金担保业务暂停的影响,短期内首创担保将面临一定的业务增长压力。得益于风险控制力度加大,2016 年以来首创担保代偿金额有所回落,担保风险准备金及反担保措施较充分,且部分代偿项目可获得再担保体系和政府财政补偿,代偿风险总体可控。

整体来看,首创担保提供的担保进一步增强了 12 高密债 02 的安全性。

跟踪评级结论

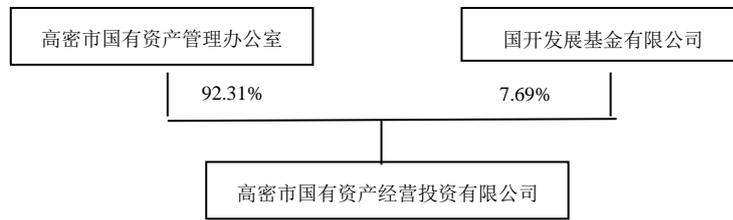
该公司是是高密市政府授权范围内的城市基础设施建设和社会公益事业建设项目的投资建设主体,承担高密市城市建设投资和国有资产运营任务。公司股权清晰,控股股东实力较强。公司法人治理结构完善,运营管理及财务具有较强的独立性。

跟踪期内,该公司主要负责高密市城市基础设施项目投资建设和城市供水。跟踪期内,公司工程回购收入持续增长,资金回笼较有保障,城市供水业务收入略有增长。总体来看,公司主营业务收入较有保障。

该公司营业收入主要来源于工程项目业务,跟踪期内,该业务毛利率较上年有所回升,但公司期间费用对利润有一定侵蚀作用,且公司利润留存对政府补贴等非经营性收益依赖度较高。随着城市基础设施建设项目的推进,公司负债规模不断扩大,公司财务杠杆有所上升但仍保持在合理水平。跟踪期内,公司偿还较多银行借款和到期债券,刚性债务偿付压力有所缓解。

附录一：

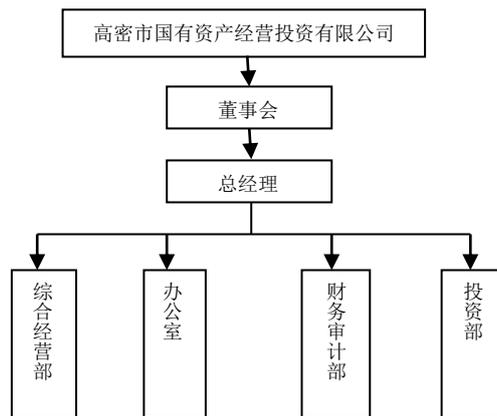
公司与实际控制人关系图



注：根据高密国投提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据高密国投提供的资料绘制（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]	192.65	238.42	269.90
货币资金 [亿元]	7.25	13.95	14.77
刚性债务[亿元]	62.67	101.25	87.33
所有者权益 [亿元]	121.46	129.16	135.17
营业收入[亿元]	17.40	19.92	21.56
净利润 [亿元]	2.10	1.90	2.44
EBITDA[亿元]	3.85	4.27	4.93
经营性现金净流入量[亿元]	-1.20	-12.01	-1.51
投资性现金净流入量[亿元]	-4.18	-16.04	2.48
资产负债率[%]	36.95	45.83	49.92
长短期债务比[%]	227.51	291.79	80.53
权益资本与刚性债务比率[%]	193.83	127.56	154.78
流动比率[%]	590.02	610.16	250.57
速动比率 [%]	227.35	298.06	137.75
现金比率[%]	35.59	50.20	19.84
利息保障倍数[倍]	1.09	0.83	0.91
有形净值债务率[%]	65.84	94.02	109.70
担保比率[%]	49.80	65.59	36.93
毛利率[%]	16.90	14.83	16.05
营业利润率[%]	-0.37	-0.83	-0.58
总资产报酬率[%]	1.58	1.57	1.60
净资产收益率[%]	1.75	1.52	1.84
净资产收益率*[%]	1.75	1.52	1.88
营业收入现金率[%]	167.95	71.21	91.80
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.59	-48.40	-2.94
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.86	-13.31	-1.24
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.03	-113.06	1.90
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.32	-31.09	0.80
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	1.04	1.10
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.05	0.05

注：表中数据依据高密国投经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

三峡担保主要财务数据及指标表

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
财务数据与指标：				
注册资本（亿元）	30.00	36.00	46.50	46.50
股东权益（亿元）	50.26	60.98	64.59	65.80
风险准备金（亿元）	9.78	10.48	13.12	12.33
总资产（亿元）	77.87	101.15	111.27	119.63
担保业务收入（亿元）	10.21	9.85	9.94	5.41
营业利润（亿元）	8.56	7.01	6.92	3.89
净利润（亿元）	7.39	6.02	6.03	3.52
营业利润率（%）	57.84	42.75	46.27	43.88
平均资本回报率（%）	5.33	5.06	9.60	5.39
风险准备金充足率（%）	3.57	2.91	2.14	2.43
融资担保责任放大倍数（倍）	9.39	7.11	5.93	4.39
资本充足率（%）	10.94	10.81	5.96	6.82
代偿保障率（%）	340.17	159.00	148.09	140.81
现金类资产比率（%）	64.34	59.65	54.22	47.95
担保业务：				
担保发生额（亿元）	239.62	417.20	604.73	208.05
担保责任余额(亿元)	459.45	564.01	1084.41	964.51
累计担保代偿率（%）	1.26	1.53	1.67	1.48
累计代偿回收率（%）	-	31.83	44.78	50.70
累计担保损失率（%）	-	23.38	0.28	0.39

注：根据三峡担保 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

首创担保主要财务数据及指标表

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
财务数据与指标：				
注册资本（亿元）	10.02	10.02	10.02	10.02
股东权益（亿元）	26.75	29.92	30.57	30.58
风险准备金（亿元）	6.41	7.67	9.29	10.05
总资产（亿元）	40.40	45.13	47.50	47.15
担保业务收入（亿元）	2.70	2.38	3.47	0.77
营业利润（亿元）	2.24	2.07	1.18	0.11
净利润（亿元）	1.36	1.43	0.86	0.08
营业利润率（%）	57.16	45.67	30.96	-
平均资本回报率（%）	5.33	5.06	2.86	-
风险准备金充足率（%）	3.22	3.28	2.04	2.20
担保责任放大倍数（倍）	7.44	7.81	14.87	14.93
资本充足率（%）	13.44	12.81	6.73	6.70
代偿保障率（%）	113.18	102.10	194.53	192.01
现金类资产比率（%）	52.37	42.29	40.87	40.68
担保业务：				
担保发生额（亿元）	107.37	146.02	470.98	45.68
担保责任余额(亿元)	199.05	233.64	454.39	456.50
累计担保代偿率（%）	1.12	1.66	1.32	-
累计代偿回收率（%）	72.08	44.58	54.86	-
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00	-

注：上表中各项“财务数据与指标”根据首创担保经审计的2014-2016年财务数据、未经审计的2017年第一季度财务数据及相关期间业务数据整理、计算。

附录六：

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

附录七：

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。