

2012 年高密市国有资产经营投资有限公司

公司债券（品种一）

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]100747】

评级对象: 2012年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券(品种一)

	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28日
上次跟踪:	AA	稳定	AAA	2018年6月29日
首次评级:	AA ⁻	稳定	AA ⁺	2012年7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	25.42	10.88	2.72
刚性债务	92.67	71.81	50.82
所有者权益	128.92	130.74	132.10
经营性现金净流入量	-6.61	2.69	17.56
发行人合并数据及指标:			
总资产	238.42	269.90	249.83
总负债	109.26	134.73	113.29
刚性债务	102.53	88.56	62.95
所有者权益	129.16	135.17	136.54
营业收入	20.52	21.91	21.22
净利润	1.90	2.44	1.93
经营性现金净流入量	-12.01	-1.51	13.74
EBITDA	4.30	4.93	5.51
资产负债率[%]	45.83	49.92	45.35
长短期债务比[%]	291.79	80.53	61.23
权益资本与刚性债务比率[%]	125.96	152.62	216.92
流动比率[%]	610.16	250.57	314.60
现金比率[%]	50.20	19.84	8.39
利息保障倍数[倍]	0.83	0.91	0.96
EBITDA/利息支出[倍]	1.05	1.10	1.17
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.07
担保方数据及指标(合并口径):			
总资产	101.15	111.27	123.12
所有者权益	60.98	64.59	66.14
担保余额	733.59	1084.41	938.98
担保放大倍数[倍]	7.11	5.93	4.53

注:发行人数据根据高密国投经审计的2016-2018年财务数据整理、计算;担保方数据根据三峡担保经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

分析师

王科柯 wkk@shxsj.com
朱侃 zk@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的跟踪评级反映了2018年以来高密国投在外部经济环境、工程回购保障、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回笼、对外担保、即期偿付、往来占款和盈利能力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,高密市经济保持较好的发展态势,为高密国投的发展奠定了较好的基础。
- **工程回购收入较稳定且较有保障。**跟踪期内,高密国投工程回购收入保持相对稳定。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,高密国投继续获得较多政府补贴,政府支持力度仍较大。
- **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,可较有效地增强本次债券本息到期偿付的安全性。

主要风险:

- **资金回笼不确定性。**高密国投是高密市重要的投融资主体,但受项目开发周期、交付时间和回款及时性的影响,公司资金回笼进度存在较大的不确定性;同时需关注公司在建的高密市停车场项目的收益实现情况。
- **或有负债风险。**高密国投目前对外担保规模大,其中部分对被担保民营企业的担保已被列为关注类和损失类,存在较大的代偿风险。截至目前公司已实际累计发生代偿2.31亿元,



其中 2018 年以来发生代偿 0.15 亿元。

- 即期偿付压力较大。截至 2018 年末，高密国投非受限货币资金仅 2.90 亿元，实际现金比率仅 4.26%，而公司短期刚性债务达 19.92 亿元，公司存在较大的即期刚性债务偿付压力。
- 往来占款规模仍较大。高密国投应收政府部门及相关单位的款项规模仍较大，加大了公司的资金压力。
- 盈利能力仍较弱。高密国投主要承担高密市城市基建和部分供水业务，跟踪期内盈利能力仍较弱，盈利仍主要依赖政府补助。

➤ 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；认为上述债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2012 年高密市国有资产经营投资有限公司

公司债券（品种一）

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（品种一）（简称“12 高密债 01”）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 2018 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、2017 年 11 月和 2018 年 11 月合计偿还债券本金 6.4 亿元，付息情况正常。16 高密债于 2016 年 1 月发行，发行规模为 15 亿元，期限为 7 年，设置提前还款条款，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，公司已于 2019 年 1 月兑付债券本金 3 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，16 高密债的募集资金用于高密市旧城改造小康河北延片区建设项目（9.48 亿元）和高密市旧城改造东三里片区建设项目（5.52 亿元）。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 2018 年末，该项目已投入资金 14.39 亿元，目前已全部竣工；高密市旧城改造小康河北延片区建设项目计划总投资 15.80 亿元，已于 2016 年 1 月全面开工建设，截至 2018 年末该项目已投入资金 14.39 亿元；高密市旧城改造东三里片区建设项目，计划总投资 9.20 亿元，已于 2016 年 1 月全面开工建设，截至 2018 年末该项目已投入资金 9.20 亿元，目前已全部竣工。截至 2018 年末，12 高密债 01 募集资金 8 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；16 高密债的募集资金尚余 0.14 亿元。

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	1.60	7	6.70	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

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继续保持，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。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，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域环境

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，是连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；土地交易市场呈现量价齐升的局面

2018年，高密市实现地区生产总值673.80亿元，按可比价格计算，较上年增长6.6%，增速较上年上升1个百分点。其中，第一产业增加值47.93亿元，同比增长1.4%；第二产业增加值320.26亿元，同比增长7.1%；第三产业增加值305.6亿元，同比增长7.0%。跟踪期内，高密市经济保持增长，且增速同比有一定提升。

从经济结构来看，2018年，高密市的三次产业的比例由2017年的7.42:49.22:43.36调整为7.12:47.53:45.35，第一、第二产业比重略有下降，第三产业比重继续上升，比2017年提高1.99个百分点；按可比口径计算，三产对GDP增长的贡献率达到80.61%，拉动GDP增长4.32个百分点。

2018年，高密市完成固定资产投资总额较上年增长0.8%，增速下滑2.3个百分点；由2017年的1.87:51.30:46.83调整为2.71:61.52:35.77，三产投资比重继续下降，二产投资对全市固定资产投资的拉动作用持续增强。房地产市场平稳发展，2018年商品房施工面积、商品房销售面积和销售额分别同比增长6.3%、31.4%和46.4%，增速分别较上

年下滑 1.5 个百分点和上升 7.7 个百分点和 5.4 个百分点。

工业方面，2018 年高密市全市规模以上工业增加值同比增长 7.5%，增速较上年上升 3.3 个百分点；工业增加值可比价增长 6.9%，增速较上年上升 1.9 个百分点；当年工业用电 34.17 亿千瓦时，同比增长 10.4%。

国内外贸易方面，2018 年，高密市社会消费品零售总额完成 206.5 亿元，同比增长 8.4%，增速较上年上升 1.6 个百分点；完成进出口总额 164 亿元，其中出口 116 亿元，同比增长 8.2%；实际利用外资 13.27 亿元，同比增长 51.7%。

土地市场方面，2018 年高密市土地交易市场仍呈量价齐升的局面，土地供应面积同比上涨 256.48% 至 65.59 公顷，成交面积同比上升 63.04% 至 56.16 公顷。价格方面，楼面地价由 2017 年的平均 521.74 万元/公顷上涨至 2018 年的 938.15 万元/公顷；成交金额由 2017 年的 42.85 亿元上升至 2018 年的 110.62 亿元。2018 年高密市各区域土地成交相对均衡，城南片区、开发区、城北片区全年土地市场较为活跃，各区域成交面积涨幅明显。

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，公司工程回购收入保持相对稳定，城市供水业务收入略有增长；整体毛利率水平仍较低且有所下降。公司对外担保规模仍较大且进一步大幅增加，或有负债风险进一步加大。

跟踪期内，该公司业务板块仍主要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，2018 年公司未开展相关项目，因此未实现拆迁劳务收入。2018 年，公司实现主营业务收入 21.08 亿元，同比减少 0.57 亿元；主营业务毛利率为 13.63%，同比下滑 2.10 个百分点。主要受项目投资进度及结算安排影响及不同工程项目约定回报率不同影响，而呈现一定波动。

图 2. 2016-2018 年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

业务类别/金额	2016 年度	2017 年度	2018 年度
工程项目	19.23	20.92	20.22
水费	0.69	0.72	0.86
拆迁劳务	0.00	0.00	0.00
合计	19.92	21.65	21.08
业务类别/毛利率	2016 年度	2017 年度	2018 年度
工程项目	14.76	15.59	13.27
水费	16.74	19.85	22.13
拆迁劳务	-	-	-
合计	14.83	15.73	13.63

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。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。2018年，根据《BT协议》，公司应取得代建回购款共计20.22亿元，主要来源于孟家沟水库、旧城改造东三里片区、葛家庄片区及城乡供水管线改造工程等项目；当年实际收到之前的代建回购款共计21.51亿元，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，从目前公司报表看，截至2018年末公司尚有待收回代建回购应收款23.46亿元，较上年末减少5.02亿元，同时尚有待回购的代建项目存货37.99亿元，较上年末减少10.41亿元，上述应收账款和存货合计61.45亿元，较上年末减少15.43亿元；需持续关注公司代建回购款回款情况。

随着前期孟家沟水库、旧城改造东三里片区等项目投资完成，截至2018年末该公司在建的代建项目主要包括旧城改造小康河片区项目、高标准农田建设项目和高密市停车场建设项目，其中旧城改造小康河片区项目已与政府签订了BT协议，在公司存货中有建成尚未回购的项目成本12.60亿元。

此外，该公司在建的高密市停车场建设项目属于公司的自营项目，位于高密市姜庄镇伊家长村以东，张家长村以北，夷安大道以西，高密高铁北站¹以南；该项目占地面积424.86亩（折合283240平方米），总建筑面积410001.8平方米，规划建设地下2层停车场及配套设施；其中地下停车场建筑面积360001.8平方米，配套用房面积50000.0平方米；项目拟设置10753个停车位，充电桩1300个，广告牌254个；新上地下车库智能引导系统、通风机、监控系统等设备11台（套）；项目计划总投资16.37亿元，其中14亿元拟通过发行停车场专项债券募集资金，其余2.37亿元为自筹，建设期为2年；根据项目可研报告，该项目后期拟通过停车场收费、广告牌出租、充电桩以及配套用房出租等方式收回投资和实现收益，项目平稳运行后的预期年收入3.59亿元，年税后利润为1.97亿元，投资回收期8.3年；目前项目仍处于土地平整阶段，关注后续专项债券等投融资进展，以及项目后续效益实现情况。

该公司目前存续在建项目计划总投资47.18亿元，已投资22.74亿元，后续仍需投资24.45亿元，未来仍存在一定的投融资压力。

图表 3. 截至 2018 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 2018 年投资额	财政已拨入资本金	预计竣工日
	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	26647.19	58000.00	2019 年
高标准农田建设项目	25000.00	125101.30	110000.00	25000.00	25000.00	2019 年
高密市停车场建设项目	-	163732.90	104.40	-	-	-
合计	83000.00	388834.20	227361.50	51647.19	83000.00	-

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。2018年，公司供水量和售水量分别为2975万吨和2775万吨，同比分别增加121万吨和262万吨，实现供水业务收入0.86亿元，同比增加0.14亿元。目前，高密市自来水、中水价格仍较低，公司的供水业务收入仍较小，但随着公司服务区域逐步拓展，其水务

¹高密高铁北站是新建济青高铁沿线车站之一，2018年底刚投入试运行。

业务收入有望逐步增长。

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，2018 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，2018 年公司²实现担保费收入 0.12 亿元，比上年减少 0.04 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%。但公司对政府企事业单位和国有企业的担保均不收取担保费。

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 2018 年末，该公司合并口径范围的对外提供担保余额（不含对合并范围子公司的内部担保）为 131.40 亿元，担保比率为 96.23%，主要为公司对高密市当地政府相关企事业单位和国有企业提供的担保，未设置反担保措施；为民营企业提供的担保余额约为 40 亿元，担保额度敞口约为 50 亿元。

图表 4. 截至 2018 年末公司为主要政府企事业单位和国有企业提供的担保情况（单位：亿元）

被担保主体	被担保金额
高密城嘉融智建设有限公司	16.00
高密市凤城新农村建设投资有限公司	9.00
高密市国有资产管理有限公司	21.80
高密印象红文化发展有限公司	4.80
高密和远建设投资有限公司	4.00
高密远大投资建设发展有限公司	5.80
高密市凤城热力管网有限公司	7.80
高密市红高粱集团有限公司	4.30
高密市人民医院	5.90
合计	79.40

资料来源：高密国投

截至 2018 年末，该公司为民营企业提供的担保余额约 40 亿元，除了资信情况相对较好的孚日集团和山东畅通集团未设置反担保措施外，其余绝大部分均设置反担保措施；其中，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，山东畅通集团为山东潍坊当地的较大的建筑施工企业，具有公路工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级、建筑工程施工总承包叁级资质，同时具有路基、路面、桥梁、地基基础工程四个专业承包壹级资质和公路交通工程(公路安全设

² 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。

施分项) 专业承包贰级资质; 业务涉及公路工程、市政公用工程、桥梁工程、建筑工程、道路新型材料和公路养护设备研发、商品混凝土及预制构件销售、物流运输、旅游开发等多个领域。

目前, 该公司为民营企业的担保中, 有 5 家被担保企业存在被列为关注类的担保事项, 主要因短期的流动性等问题; 另有 1 家山东龙业农业科技有限公司被列为损失类, 已于 2019 年 6 月由公司出资实际为其代偿, 后续计划通过处置其机器设备等以及向实际控制人追偿获得代偿补偿; 公司为上述存在被列为关注类担保事项的企业提供的担保余额合计为 8.62 亿元³, 需持续关注上述被担保企业经营财务状况变化, 以及公司的或有负债风险。

图表 5. 截至 2018 年末公司为主要民营企业 and 关注类被担保企业提供的担保情况 (单位: 亿元)

被担保主体	被担保金额	担保状态	2018 年 (末)				
			总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营性净现金流
山东畅通集团股份有限公司	11.26	正常	26.70	11.09	15.09	1.76	0.04
金永和精工制造股份有限公司	2.13	正常	-	-	-	-	-
山东恒涛节能环保有限公司	2.20	正常	-	-	-	-	-
山东高密高锻机械有限公司	1.03	正常	-	-	-	-	-
孚日集团股份有限公司 (含子公司)	4.80	正常	80.64	34.45	51.70	4.35	5.20
山东银鹰化纤有限公司	3.29	正常	-	-	-	-	-
盛德路桥建设有限公司	2.07	正常	-	-	-	-	-
山东金达双鹏集团有限公司	0.26	关注	-	-	-	-	-
山东泰华食品股份有限公司	0.15	关注	-	-	-	-	-
山东永平再生资源股份有限公司	0.80	关注	-	-	-	-	-
高密市新春油脂有限责任公司	3.27	关注	19.70	10.90	27.23	0.37	0.09
锦昉棉业科技有限公司	3.99	关注	-	-	-	-	-
山东龙业农业科技有限公司	0.15	损失	-	-	-	-	-
合计	35.40	-	-	-	-	-	-

资料来源: 高密国投

截至 2018 年末该公司与担保有关的未决诉讼如下:

2014 年 6 月 18 日至 2016 年 3 月 21 日, 潍坊市明冠节能科技有限公司向中国建设银行股份有限公司高密支行累计借款金额 4,095.40 万元, 由该公司提供担保, 到期日潍坊市明冠节能科技有限公司无力偿还, 经政府部门协调由高密市城市建设投资集团有限公司和公司代为偿还, 代偿后公司向高密市人民法院对潍坊市明冠节能科技有限公司提起诉讼, 要求偿还借款及利息。根据山东省高密市人民法院 (2017) 鲁 0785 民初 1915 号、1914 号、1916 号民事判决书, 判决如下: 潍坊市明冠节能科技有限公司应偿付高密市国有资产经营投资有限公司借款 4,095.40 万元及利息, 截止 2019 年 4 月 12 日该判决已申请财产保全, 轮候查封中, 待执行。

2014 年 1 月 15 日至 2017 年 11 月 28 日, 山东泰华食品股份有限公司向中国农业银行股份有限公司高密市支行累计借款 20,602.79 万元, 由该公司提供担保, 到期日山东泰华食品股份有限公司未偿还借款本金及利息, 经政府部门协调由公司代为偿还借款本金

³ 根据公司 2019 年 5 月 5 日提供的《企业信用报告》显示, 被列为关注类的担保事项余额为 4.24 亿元; 而按照涉及被担保主体 2018 年末的担保余额计算为 8.62 亿元。

金及利息，代偿后公司向高密市人民法院对山东泰华食品股份有限公司提起诉讼，要求偿还借款本金及利息。根据山东省高密市人民法院（2018）鲁 0785 民初 521 号、522 号、523 号、524 号、525 号、526 号、3954 号、2003 号民事判决书，判决如下：山东泰华食品股份有限公司向高密市国有资产经营投资公司偿还借款 20,602.79 万元及利息损失，该判决截止 2019 年 4 月 12 日尚未执行。

总体来看，该公司目前对外担保规模大，其中部分对被担保民营企业的担保已被列为关注类和损失类，存在较大的代偿风险。

管理

跟踪期内，该公司股权结构发生一定变化。2018 年，按照回购协议，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）将所持公司的 7.26% 股权转让给高密市国有资产管理有限公司（简称“高密国资办”）。截至 2018 年末，高密国资办和高密国资公司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，该公司管理层、内部控制体系、组织架构、管理框架等均无重大变化。

2018 年，该公司关联交易主要为向高密市国有资产管理有限公司转让高密鑫彤飞大厦获得营业外收入 0.54 亿元，向高密华荣实业发展有限公司转让文体土地房产获得营业外收入 1.29 亿元。截至 2018 年末，该公司应收关联方款项（均计入“其他应收款”）为 7.01 亿元，较上年末增加 6.40 亿元，系增加了其他应收高密华荣实业发展有限公司 5.57 亿元；应付关联方款项（均计入“其他应付款”）为 39.47 亿元，较上年末减少 1.09 亿元，仍主要为其他应付高密市国有资产管理有限公司 37.55 亿元。

跟踪期内，该公司存在未决诉讼，均是公司作为原告提起的诉讼。根据公司 2019 年 5 月 5 日的《企业信用报告》和 2018 年审计报告披露信息，截至 2019 年 5 月 5 日，公司未结清信贷无不良记录，对外担保中存在 42372.11 万元关注类担保，1500 万损失类担保，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	2019.05.05	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.06.18	正常
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2019.06.18	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2019.06.18	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2019.06.18	无
安全 ⁴	国家工商总局企业信息公示系统	2019.06.18	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

⁴ 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。

财务

跟踪期内，该公司主业继续亏损，盈利仍主要来自政府补助和资产处置收益等非经常性损益，整体盈利能力仍较弱。2018 年公司收到较多回款，并偿还较多债务，负债规模和财务杠杆均有所下降，负债经营程度处于正常合理水平；但未来公司仍有较大规模的投融资需求，债务规模或仍将有所回升；同时非受限货币资金较少，现金比率很低，存在较大的即期偿付压力。

1. 公司财务质量

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）⁵ 对该公司 2018 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。

2018 年，该公司子公司高密市水业公司新设成立山东凤城嘉源水处理科技有限公司；截至 2018 年末，公司合并范围内共计 7 家子公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司偿还较多债务，负债规模有所下降。2018 年末，公司负债总额为 113.29 亿元，较上年末减少 21.45 亿元；同期末公司资产负债率为 45.35%，较上年末下降 4.57 个百分点。目前公司在建的城市基础设施项目总投资合计为 47.18 亿元，剩余需投资的 24.45 亿元均由公司债务融资解决，短期内公司债务规模或将有所回升。

从债务期限结构来看，该公司债务以流动负债为主，2018 年末流动负债占比 62.02%，较上年进一步上升 6.63 个百分点。截至 2018 年末，公司债务仍主要由刚性债务和和其他应付款构成，分别占比 55.56% 和 40.92%。其中，刚性债务为 62.95 亿元，较上年末减少 25.61 亿元，系当年公司偿还较多到期的银行借款和应付债券所致；年末公司的刚性债务仍主要集中于中长期刚性债务，规模和占比分别为 43.02 亿元和 68.35%；年末公司的刚性债务主要由银行借款、应付债券、应付融资租赁款和应付票据构成，分别为 20.45 亿元、16.51 亿元、19.86 亿元和 4.60 亿元；其中应付融资租赁款中有 2.26 亿元将于 1 年内到期，公司的融资租赁款的利率在 7-8% 左右。年末，公司的其他应付款为 46.36 亿元，较上年末进一步增加 3.57 亿元，仍主要为关联方高密市国有资产管理有限责任公司等给予公司的资金支持。

（2）现金流分析

2018 年，该公司营业收入现金率为 105.43%，较上年上升 15.08 个百分点，主要系当年政府回款增加所致，由此也使得当年公司经营活动现金流量净额为 13.74 亿元，较上年大幅增加 15.24 亿元。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

⁵ 为确保外部审计机构的客观性和独立性，根据公司实际情况，为更好地适应公司业务布局及满足各类监管要求，现须进行更换。2018 年公司审计机构由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中审华会计师事务所（特殊普通合伙）。

变动。

2018年，该公司投资活动现金流量净额为-0.88亿元，较上年末减少3.36亿元，主要系2017年公司净收回较多定期存单等理财投资所致。当年，公司筹资活动现金净流出为22.59亿元，主要系当年偿还较多有息债务所致。

2018年，该公司EBITDA为5.51亿元，较上年增加0.58亿元，仍主要来源于利润总额和计入财务费用的利息支出，分别占比42.67%和39.28%。跟踪期内，随着债务规模的下降，公司EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度小幅上升。

图表 7. 2016-2018 年公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016年	2017年	2018年
EBITDA/利息支出(倍)	1.04	1.10	1.17
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.05	0.07
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-48.40	-2.94	18.96
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-13.31	-1.24	11.08

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2018年末，该公司所有者权益为136.54亿元，较上年末小幅增加1.38亿元；其中实收资本、资本公积和盈余公积合计占比76.60%，占比高，权益资本稳定性较高。

2018年末，该公司的资产总额为249.83亿元，较上年末减少20.07亿元，系公司当年偿还较多有息债务所致。从资产期限结构来看，公司仍以流动资产为主，2018年末为221.04亿元，占比88.48%。从流动资产的构成来看，流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货和其他应收款构成，2018年末的占比分别为2.67%、10.61%、55.67%和31.05%。其中，2018年末公司的现金类资产为5.89亿元，基本都为货币资金，因偿还较多债务，较上年末大幅减少8.91亿元；2018年末公司的受限货币资金为2.90亿元，非受限的现金类资产仅为2.99亿元，货币资金存量较为有限。2018年末，公司的应收账款为23.46亿元，较上年末减少5.04亿元，因当年收到较多政府回购款，应收财政局BT回购款有所减少。2018年末存货账面价值为123.05亿元，较上年末大幅增加39.17亿元，主要系当年将在建工程中的代建项目全部重分类至存货中所致，重分类调整后的2018年年初的存货账面价值为132.31亿元，年末较年初减少9.26亿元，主要系当年政府回购较多代建项目所致；年末公司的存货仍主要为政府注入的土地资产⁶85.02亿元，其余为代建项目形成的开发成本和政府分期回购开发产品。2018年末公司的其他应收款为68.64亿元，较上年末增加9.60亿元，系与财政局往来款⁷继续增加所致。

2018年末该公司非流动资产主要由无形资产、固定资产、长期股权投资和债权投资构成，占比分别为39.39%、7.94%、31.80%和18.06%。截至2018年末，无形资产为11.34亿元，仍主要为公司土地使用权，较上年末减少1.01亿元；固定资产为2.29亿元，较上年末3.43亿元，主要系当年公司转让文体土地房产3.01亿元和鑫彤飞大厦的土地房产0.94亿元所致，合计实现营业外收入1.93亿元；长期股权投资为9.16亿元，较上

⁶ 暂无开发计划。

⁷ 无具体收回安排。

年末变化不大，仍主要为对高密市城市基础设施建设基金合伙企业（有限合伙）⁸（6.00 亿元）、潍坊银行股份有限公司（1.18 亿元）和高密禹舜电子科技有限公司（1.00 亿元）的投资。债权投资⁹为 5.20 亿元，主要为公司购买的高密市国有资产管理有限责任公司非公开发行的公司债券，目前已在二级市场出售约 2.70 亿元。

（4）流动性/短期因素

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 314.60% 和 139.47%，较上年末上升 64.03 个百分点和 1.72 个百分点，账面显示的流动性水平较好。但公司流动资产中土地存货和其他应收款占比较大，其中土地存货变现周期和价值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，故公司实际流动性水平存在较大不确定性。同期末，公司现金比率为 8.39%，较上年下降 11.45 个百分点，剔除受限货币资金后，公司现金比率仅为 4.26%，现金比率很低。

除受限货币资金 2.90 亿元外，截至 2018 年末，该公司还有其他受限资产金额为 12.49 亿元，主要为受限的土地使用权，资产受限原因为借款抵押。截至 2018 年末，公司受限资产总额为 15.39 亿元，在总资产中的比例为 6.16%，公司目前受限资产规模不大，比例较低。

3. 公司盈利能力

2018 年该公司实现营业毛利 3.01 亿元，较上年减少 0.67 亿元，因当年公司确认的代建业务收入和毛利率有一定波动所致。当年，公司的期间费用为 3.31 亿元，较上年增加 0.72 亿元，系管理费用和财务费用增加所致，分别同比增加 0.15 亿元和 0.57 亿元。由此 2018 年实现经营收益-0.58 亿元，较上年减少 0.37 亿元，主业仍为亏损，且亏损有所增加。

2018 年，该公司实现投资净收益为 0.37 亿元，较上年增加 0.28 亿元，系新增债权投资收益所致；当年，公司的营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）为 2.56 亿元，与上年基本持平，其中获得政府补贴 1.48 亿元，较上年减少 1.09 亿元，新增固定资产处置收益（主要为文体和鑫彤飞大厦的土地房产）1.83 亿元。

该公司 2018 年实现净利润为 1.93 亿元，较上年减少 0.51 亿元，系主业亏损增加所致。跟踪期内，公司整体盈利能力仍较弱，且盈利仍主要来自政府补助和资产处置收益等非经常性损益。

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，公司继续获得较有力的政府支持。

⁸ 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。

⁹ 因会计政策调整，债权投资由非流动资产科目分类至债权投资科目。

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，公司工程回购收入保持相对稳定，城市供水业务收入略有增长；整体毛利率水平仍较低且有所下降。公司对外担保规模仍较大且进一步大幅增加，或有负债风险进一步加大。

跟踪期内，该公司主业继续亏损，盈利仍主要来自政府补助和资产处置收益等非经常性损益，整体盈利能力仍较弱。公司 2018 年收到较多回款，并偿还较多债务，负债规模和财务杠杆均有所下降，负债经营程度处于正常合理水平；但未来公司仍有较大规模的投融资需求，债务规模或仍将有所回升；同时非受限货币资金较少，现金比率很低，存在较大的即期偿付压力。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

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（以下简称“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（以下简称“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（以下简称“国开金融”）为新股东。三峡担保于 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，渝富公司出资 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（以下简称“三峡资本”，三峡集团的全资子公司）出资人民币 2 亿元。三峡担保于 2016 年 11 月 21 日以资本公积及剩余未分配利润 10.5 亿向全部股东按现有持股比例同比例转增股本；同年 11 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。2018 年 6 月，渝富公司将其持有的三峡担保全部股权划转给重庆渝富控股集团有限公司；同年 6 月，根据 2017 年 10 月 1 日开始施行的《融资担保公司监督管理条例》（中华人民共和国国务院令 第 683 号），三峡担保名称由重庆三峡担保集团股份有限公司更名为重庆三峡融资担保集团股份有限公司。截至 2018 年 9 月末，三峡担保注册资本为人民币 46.50 亿元。

截至 2017 年末，三峡担保经审计的合并口径资产总额为 123.12 亿元，净资产为 66.14 亿元；2017 年三峡担保实现营业收入 12.38 亿元，净利润 4.00 亿元。截至 2018 年 9 月末，三峡担保未经审计的合并口径资产总额为 114.10 亿元，净资产为 66.81 亿元；2018 年前三季度三峡担保实现营业收入 8.51 亿元，净利润 2.90 亿元。

根据本评级机构评定（“新世纪企评[2019]010269”，有效期至 2020 年 3 月 13 日），三峡担保的主体信用级别为 AAA 级，评级展望为稳定。三峡担保为本次债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步提升本次债券本息偿付安全性。

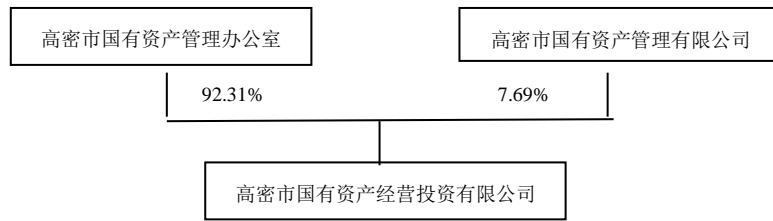
跟踪评级结论

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

工程回购收入保持相对稳定，资金回笼较有保障，城市供水业务收入略有增长；整体毛利率水平仍较低且有所下降，主业继续亏损，盈利仍主要来自政府补助和资产处置收益等非经常性损益，整体盈利能力仍较弱。公司 2018 年收到较多回款，并偿还较多债务，负债规模和财务杠杆均有所下降，负债经营程度处于正常合理水平；但未来公司仍有较大规模的投融资需求，债务规模或仍将有所回升；对外担保规模仍较大且进一步大幅增加，或有负债风险进一步加大；同时非受限货币资金较少，现金比率很低，存在较大的即期偿付压力。

附录一：

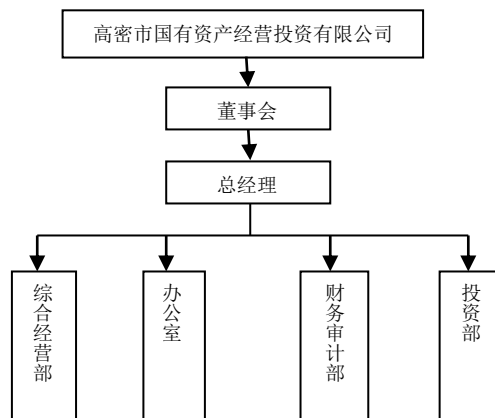
公司与实际控制人关系图



注：根据高密国投提供的资料绘制（截至 2018 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 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]	238.42	269.90	249.83
货币资金 [亿元]	13.95	14.77	5.83
刚性债务[亿元]	102.53	88.56	62.95
所有者权益 [亿元]	129.16	135.17	136.54
营业收入[亿元]	20.52	21.91	21.22
净利润 [亿元]	1.90	2.44	1.93
EBITDA[亿元]	4.30	4.93	5.51
经营性现金净流入量[亿元]	-12.01	-1.51	13.74
投资性现金净流入量[亿元]	-16.04	2.48	-0.88
资产负债率[%]	45.83	49.92	45.35
长短期债务比[%]	291.79	80.53	61.23
权益资本与刚性债务比率[%]	125.96	152.62	216.92
流动比率[%]	610.16	250.57	314.60
速动比率 [%]	298.06	137.75	139.47
现金比率[%]	50.20	19.84	8.39
利息保障倍数[倍]	0.83	0.91	0.96
有形净值债务率[%]	94.02	109.70	90.60
担保比率[%]	65.59	36.93	96.23
毛利率[%]	16.70	16.78	14.20
营业利润率[%]	-0.80	-0.57	-1.00
总资产报酬率[%]	1.57	1.60	1.74
净资产收益率[%]	1.52	1.84	1.42
净资产收益率*[%]	1.52	1.88	1.46
营业收入现金率[%]	69.12	90.35	105.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-48.40	-2.94	18.96
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.31	-1.24	11.08
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-113.06	1.90	17.74
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.09	0.80	10.37
EBITDA/利息支出[倍]	1.05	1.10	1.17
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.07

注：表中数据依据高密国投经审计的 2016-2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
财务数据与指标：				
注册资本（亿元）	36.00	46.50	46.50	46.50
股东权益（亿元）	60.98	64.59	66.14	66.81
总资产（亿元）	101.15	111.27	123.12	114.10
担保业务收入（亿元）	9.85	9.94	9.04	6.11
营业利润（亿元）	7.01	6.92	4.90	3.46
净利润（亿元）	6.02	6.03	4.00	2.90
营业利润率（%）	42.54	46.28	39.62	40.63
平均资本回报率（%）	10.83	9.60	6.12	-
风险准备金充足率（%）	3.36	2.56	3.18	3.07
拨备覆盖率（%）	310.97	256.28	274.98	290.99
融资担保责任放大倍数（倍）	7.11	5.93	4.53	9.49
资本充足率（%）	8.31	5.96	7.04	14.05
现金类资产比率（%）	50.25	45.76	42.48	33.91
担保业务：				
担保发生额（亿元）	417.20	604.73	303.95	200.73
融资担保责任余额（亿元）	373.27	325.21	253.27	475.54
担保余额(亿元)	733.59	1084.41	938.98	852.12
担保代偿率（%）	2.26	2.14	1.16	0.71
累计代偿回收率（%）	31.83	44.78	44.23	35.74
累计代偿损失率（%）	0.93	0.28	0.64	0.29

注：根据三峡担保 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

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。