

信用等级公告

联合[2013] 106 号

联合资信评估有限公司通过对蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司及其拟发行的 2013 年度 8 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司

主体长期信用等级为

AA⁻

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司

2013 年度 8 亿元公司债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月二十八日



蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司

2013 年度 8 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 8 年

评级时间: 2013 年 1 月 28 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	53.36	67.34	80.02
所有者权益(亿元)	23.06	34.30	38.48
长期债务(亿元)	20.36	21.38	22.38
全部债务(亿元)	21.53	22.44	23.31
营业收入(亿元)	3.43	7.44	5.05
利润总额(亿元)	0.73	2.73	0.86
EBITDA(亿元)	0.91	2.95	1.34
经营性净现金流(亿元)	-1.28	0.78	1.59
营业利润率(%)	50.93	50.16	43.48
净资产收益率(%)	2.28	5.98	1.51
资产负债率(%)	56.79	49.07	51.92
全部债务资本化比率(%)	48.28	39.55	37.72
流动比率(%)	198.77	262.31	196.19
全部债务/EBITDA(倍)	23.69	7.62	17.40
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.11	0.37	0.17

分析师

李小建 陈丹

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为蓬莱阁旅游景区的唯一经营主体,在旅游资源和经营规模等方面的综合优势;下属子公司蓬莱市城市开发投资有限公司(以下简称“城投公司”)作为蓬莱市城市基础设施项目建设唯一主体,具备良好的外部经营环境、较大政府支持力度以及稳定的财政补贴等方面的优势。同时联合资信也关注到,公司对城投公司控制力度较弱,以及项目投资额大和房地产宏观调控政策等不利因素对公司经营发展及偿债能力带来的负面影响。

随着水城保护项目的建成并投入运营,公司旅游板块发展前景良好;地方财政实力增强和政府对公司的明确支持也有助于支撑公司整体信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置债券本金分期兑付条款,降低集中偿还风险。本期债券期限为 8 年,还款资金来源主要是未来的政府回购款;公司设立专项偿债账户,由兴业银行股份有限公司烟台分行实施监管;重庆市三峡担保集团有限公司(以下简称“三峡担保”)为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用、本期债券偿还能力的综合评估,在三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保的基础上,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司拥有的蓬莱阁风景区旅游资源具有不可复制性，作为蓬莱阁旅游景区的唯一经营主体，公司在景区范围内具有垄断经营权，竞争优势较为明显。
2. 蓬莱市经济持续增长、财政收入水平快速提高和对市政基础设施的巨大需求为城投公司的发展创造了良好的外部环境。
3. 城投公司作为蓬莱市城市基础设施建设项目的承建主体以及蓬莱市本级唯一的土地储备、整理、出让及出让金收益的主体，具有一定区域垄断地位。
4. 蓬莱市政府对公司的定位和支持明确，近年来持续对公司提供财政补贴。
5. 城投公司拥有储备土地 1064 亩，将在今后几年逐步推向市场，可为公司带来一定的经营性收入。

关注

1. 城投公司管理人员由蓬莱市财政局内部抽调，公司主要负责监管城投公司经营及财务活动，对城投公司的控制力度较弱。
2. 市政基础设施项目投资大、收益较低，公司面临一定资金压力。
3. 房地产行业面临政策调控，公司土地一级开发业务未来发展具有不确定性。
4. 公司资产以非流动资产为主，流动资产中存货占比较高，整体资产质量一般。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司 2013 年度 8 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司（以下简称“蓬莱阁旅游”或“公司”）成立于2000年11月15日，由蓬莱旅游度假区管理委员会出资2600万、蓬莱阁大酒店出资50万共同设立，截止2011年底，注册资本2650万元。蓬莱阁大酒店系国有全资企业，公司的实际控制人为蓬莱旅游度假区管理委员会。

公司主要负责蓬莱阁旅游景区、戚继光故里景区及田横山风景区的经营管理。经营范围包括蓬莱阁旅游区景点服务、纪念品销售，录像放映等。蓬莱阁景区为国家重点文物保护单位、国家重点风景名胜区、国家首批5A级旅游景区。

公司下设21个科、所、室，下辖控股95%的子公司——蓬莱市城市开发投资有限公司（以下简称“城投公司”），该公司为独立法人，日常独立核算，经营财务活动受公司监管。

截至2011年底，公司合并资产总额为80.02亿元，所有者权益合计为38.48亿元。2011年，公司实现营业收入5.05亿元，利润总额0.86亿元。

公司注册地为蓬莱市迎宾路7号，法定代表人为寇润平。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券为8年期8亿元固定利率债券，同时设置债券本金分期兑付条款，本期债券的本金在债券存续期的第3年至第8年分期兑付，第3年至第7年每年偿还本金12000万元，占本期债券发行额的15%；第8年偿还本金20000万元，占本期债券发行额的25%。

本期债券由重庆市三峡担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有较强的增信作用。

2. 本期债券投向

本期募集资金8亿元，用于蓬莱市旅游景区建设项目，项目总投资13.7亿元，已获得有关部门批复同意。

（一）蓬莱市旅游景区建设项目

（1）募投项目基本情况

本项目拟对蓬莱水城景观、田横山景观、蓬莱滨海公园及蓬莱海水浴场景区进行修复、修缮及开发建设，项目实施对于优化整体旅游环境，促进蓬莱市旅游业发展具有重要意义。

（2）项目建设内容

本项目建设内容包括：戚继光故里景区、滨海公园、海水浴场、画河景区及电子枪战城、全周影院等其他旅游景区开发建设。

（3）项目审批情况

本项目已经取得蓬莱市发展和改革委员会《关于蓬莱市旅游景区建设项目可行性研究报告的批复》（蓬发改[2011]39号）的批准。

本项目已经取得蓬莱市环境保护局《关于对蓬莱市旅游景区建设项目环境影响报告书的批复》（烟环审[2011]70号）。

本项目不涉及新占用土地，已由蓬莱市国土资源局出具《关于蓬莱市旅游景区建设项目用地的意见》（蓬国土函[2011]1号）。

本项目建设内容已经取得蓬莱市文物局证明文件和蓬莱市文物局出具的《关于蓬莱市旅游景区部分建设项目选址情况说明的函》（烟文物[2011]29号）。

本项目建设内容已经取得蓬莱市住房和城乡建设管理局证明文件。

（4）项目资金来源

项目总投资13.70亿元，其中债券融资8亿元，占项目总投资的58.39%，其余资金由公司利用自有资金、银行贷款等多种渠道筹集。

（5）项目进度

项目实施进度计划为4年，从2011年3月开始到2015年2月底结束。

（6）项目效益

根据项目建成后的门票收入和提供住宿、

游乐项目的收益，预计项目运营期正常可实现年经营收入72466.00万元。项目全部投资所得税前财务内部收益率25.06%，财务净现值80703.48万元，投资回收期6.42年。所得税后财务内部收益率20.25%，财务净现值49239.87万元，投资回收期7.12年；总投资收益率为19.29%，资本金净利润率为38.37%，资本金财务内部收益率53.66%。

(7) 财政回购

公司与蓬莱市财政局针对本项目签订了政府回购协议，回购金额为22.24亿元，回购期为2011~2021年（2013年起形成现金回流）。

三、区域经济

城投公司是蓬莱市内城市基础设施项目建设运营主体，业务范围主要涉及蓬莱市基础设施建设。公司的经营发展取决于蓬莱市经济水平及未来发展规划。

1. 蓬莱市概况

2011年全年，蓬莱市全市实现生产总值（GDP）390.9亿元，按可比价格计算，比上年增长12.5%。其中，第一产业增加值24.5亿元；第二产业增加值226.0亿元；第三产业增加值

140.4亿元。第一产业增加值占生产总值的比重为6.3%，比上年下降0.1个百分点；第二产业增加值比重为57.8%，下降1.4个百分点；第三产业增加值比重为35.9%，上升1.5个百分点。人均生产总值86853元，增长12.4%。2011年全市固定资产投资完成216.1亿元，比上年增长22.9%。

2. 区域财政

作为蓬莱市基础设施建设项目承建主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着城投公司的实力。

伴随着蓬莱市经济持续快速发展，其财政实力稳步增强。2008~2011年全年蓬莱市实现财政总收入为17.10亿元、21.49亿元、26.71亿元和32.45亿元；地方财政一般预算收入11.00亿元、12.66亿元、15.87亿元和20.07亿元，年均增长22.18%；地方一般预算支出13.10亿元、15.97亿元、20.25亿元和25.55亿元，年均增长24.94%。

近年来，蓬莱市土地出让收入总体呈现增长趋势，2008~2011年，先后完成土地出让44878万元、45706.52万元、117131.02万元和72295万元。

表 1 2008~2011 年蓬莱市可支配收入（单位：万元）

级别	科目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	复合增长率（%）
全市财政收入	一般预算收入	110017	126631	158686	200675	22.18
	其中：税收收入	77431	91771	99592	140787	22.05
	非税收入	32586	34860	59094	59888	22.49
	预算外专户	34436	29212	40882	57060	18.33
	转移支付	40090	44401	53824	78074	24.88
	一般预算支出	130990	159671	202543	255498	24.94

资料来源：公司提供

总体来看，近年来蓬莱市财政收入保持了快速增长，财政实力稳步增强。

地方政府债务

地方政府债务主要由直接债务和担保债务

两部分构成，截至2011年底，蓬莱市地方政府债务126287.57万元，均为直接债务，主要体现为国内金融机构借款和解决地方金融风险专项借款；债务率（（地方政府债务余额÷地方综合

财力)×100%)为33.36%,总体来看,蓬莱市地方政府债务水平适中。

表2 2011年底蓬莱市政府债务构成(单位:万元)

地方债务(截止2011年12月)	金额
(一)直接债务余额	126287.57
1、外国政府贷款	0
2、国际金融组织贷款	3868
(1)世界银行贷款	2980
(3)国际农业发展基金会贷款	888
3、国债转贷基金	3935.07
4、解决地方金融风险专项借款	8235.5
5、国内金融结构借款	90630
(1)政府直接借款	0
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	90630
6、债券融资	10000
7、粮食企业亏损挂账	10000
8、其他	8476
(二)担保债务余额	0
合计	126287.57

资料来源:公司提供

3. 未来发展规划

根据蓬莱市“十二五”规划,蓬莱市经济社会发展的主要目标是:到2015年,全市生产总值达到600亿元以上,年均增长12%。地方财政收入达到30亿元以上,年均增长15%。三次产业比例调整为4:55:41,初步形成产业结构优化、富有竞争力的现代产业体系。居民消费稳步提高,社会消费品零售总额达到150亿元,年均增长15%。规模以上固定资产投资达到410亿元,年均增长16%。

总体来看,近年来蓬莱市经济水平保持了快速的发展态势,对城市基础设施要求不断提高,公司未来发展空间广阔。

四、基础素质分析

1. 人员素质

公司现有高层管理人员6人;董事长兼总经理1人,董事2人,监事3人,高层管理人员本科及以上学历4人,平均年龄45岁。

公司董事长兼总经理寇润平先生,男,44岁,大学本科学历,2001年11月至2008年7月任公司副经理,2008年7月至今任公司董事长、总经理,2010年1月兼任蓬莱市政协副主席。

截至2011年底,公司共有员工617人,其中管理人员75人。从文化程度划分,其中本科以上人员69人,大专185人,高中及以下363人。从年龄分布来看,50岁以上53人,30-50岁412人,30岁以下152人。

总体来看,公司高管均有较丰富的管理经验,公司人员构成合理,能够满足日常的生产需要。

2. 政府支持

城投公司是蓬莱市政府投资建设的主要平台,承担了市本级基础设施建设的主要任务。业务发展得到蓬莱市政府的大力支持。

(1) 财政补贴

为了支持城投公司的发展,2008~2011年,政府持续给予该公司一系列财政补贴。其中2008年,依据蓬财预指【2007】110号文件,公司接受政府划拨补贴28295.54万元;2009年,依据蓬财预指【2008】118号文件,公司接受政府划拨补贴32106.00万元;2010年,依据蓬财预指【2009】114号文件,公司接受政府划拨补贴24722.08万元;2011年,依据蓬财预指【2010】155号文件,公司接受政府划拨补贴35968.16万元。

此外,为了保障本期债券本息足额按期偿付,蓬莱市财政局出具了蓬财【2012】8号文件,文件中承诺给予公司每年2.5亿元财政补贴款用以支持公司债务本息的偿还。

政府财政补贴款项主要用于补贴公司当年借款本息的偿还,增强公司的偿债保障能力,上述补贴款均列入资本公积核算,划拨现金均已到账。

(2) 资产划拨

为了扩大公司的资产规模,丰富公司主营业务范围,提高公司综合实力,2003年,政府

先依据蓬政发【2003】73号文件，将蓬莱市土地储备中心划转至城投公司名下，由城投公司负责日常经营运作。同时，城投公司与蓬莱市政府签订了《土地储备代理协议》，依据该协议，城投公司对蓬莱市城镇规划区内的土地进行整理储备及出让，并留存当年土地出让金的55%作为主营业务收入。

（3）土地资源划拨

为了扩大公司的资产规模，2010年政府依据蓬政发【2010】第71号文件，将“原山汽改宗地”划转至城投公司，该宗土地面积为293.667亩，入账价值为6.72亿元，该宗土地划进城投公司下属土地储备中心储备，未来将通过对外出让实现收益。在账务处理上，公司将其列入资本公积和存货两个科目核算。

（4）政府回购

为了保障本期债券募集资金投向项目能够迅速形成资金回流，公司与蓬莱市财政局针对本期募投项目“蓬莱市旅游景区项目”签订了政府回购协议，回购金额为22.24亿元，回购期为2011~2021年（2013年起形成现金回流）。回购资金专项用于本期债券本息的偿还。

综上所述，公司获得蓬莱市政府的大力支持，综合实力和竞争力得到进一步增强。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等相关法律法规，并结合公司的实际情况，建立了由股东会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

股东会是公司最高权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换由非职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案及重大对外担保行为等职权。股东会分为定期会议和临时会议，由董事会依法召集。

公司设立董事会，成员3人，董事会设董事长1人，公司董事长为公司的法定代表人，董事会会对股东会负责。公司设经理，由董事长兼任，全面负责公司的经营管理工作。公司设监事会，成员3人，其中1人为公司职工代表，由公司职工民主选举产生。

2. 公司管理

为规范公司运作，公司制定了一系列管理制度，并不断完善内部管理体系。

（1）本部管理方面

人力管理方面，公司实行科所绩效考核、中层干部百分考核、员工量化考核，对标准进行量化、细化、和完善，逐步建立起科学、规范和严谨的制度保障体系；对员工的仪容仪表、服务姿态、工作纪律、环境卫生、对客户服务过程、特殊情况处理、文明用语使用等进行了全面、详细和明确的界定。

安全管理方面，公司制定完善了安全生产管理考核办法，由办公室牵头、保卫科、稽查科、后勤科等部门组成检查考核小组，定期进行安全生产检查考核、开展安全生产隐患排查，及时更新和维护消防器材，不定期开展安全生产巡查，并将检查和考核结果纳入部门绩效考核；管理处于各部门、各部门与职工分别签订了安全生产、综合治理和消防安全责任书，明确了管理责任，强化了层次管理。

子公司管理方面，公司对下属城投公司不进行直接管理，主要是监管城投公司经营财务活动；城投公司管理人员由财政局内部抽调（城投公司法人代表张英群，行使总经理职能，系蓬莱市财政局评审中心主任；财务科长刘萍萍系蓬莱市财政局人员），日常独立核算。公司对子公司的管理较弱。

（2）城投公司管理方面

在投融资管理方面，城投公司执行《蓬莱市政府投融资资产管理暂行办法（试行）》（以下简称“《办法》”），《办法》在管理机构及其职责、登记资产台帐、资产处理管理、资产收益管理、

监督管理等方面做出规定。

对外担保管理方面，城投公司根据《公司法》、《担保法》等有关规定和《公司章程》，结合城投公司实际情况，制定《对外担保管理制度》。城投公司对外担保由财务部作为担保行为的职能管理部门，城投公司作出的任何担保行为，必须经董事会或股东大会审议。城投公司为控股股东、实际控制人及他人提供担保，应当采取互保、反担保等必要的防范措施，反担保的提供方应具备实际承担能力。

总体来看，公司法人治理结构较为完善、管理制度较为规范，能够对公司的日常生产经营提供支持和保障。

六、公司经营

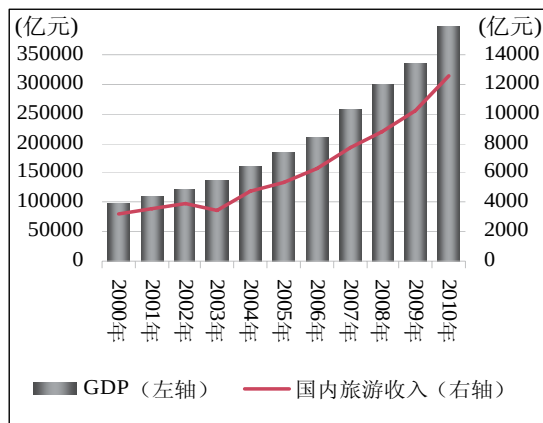
1. 旅游产业

公司主要负责蓬莱阁旅游景区、戚继光故里景区及田横山风景区的经营管理。

(1) 行业分析

旅游产业是指凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客，为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物和娱乐等六个环节的服务并获取经济收益的综合性产业。旅游业的发展以整个国民经济发展水平为基础并受其制约，其对外部经济、政治、社会 and 自然等条件具有较强的依赖性，属于典型的敏感型行业。

图1 2000~2010年GDP与国内旅游收入

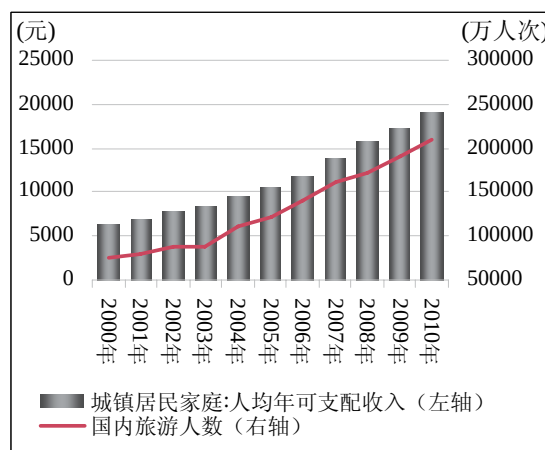


数据来源：国家旅游局和国家统计局

中国旅游业已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。“十一五”期间，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。2010年全年旅游业总收入1.57万亿元，同比增长21.7%。2011年，全年旅游业总收入1.93亿元，同比增长22.93%。

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。近年来，中国GDP及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。

图2 2000~2010年人均可支配收入与国内旅游人数



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2008年，国内旅游人数为17.10亿人次，同比增长6.21%，同期实现国内旅游收入8749.00亿元，同比增长12.59%；2009年，国内旅游出现恢复性增长，国内旅游人数19.02亿人次，同比增长11.1%，国内旅游收入1.02万亿元，同比增长16.4%。中国国内旅游的持续增长，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。2010年以来国内旅游保持平稳较快增长，全年旅游人数21亿人次，同比增长10.06%；国内旅游收入1.26万亿元，同比增长23.5%。2011年，国内旅游人数26.40亿人次，同比增长

25.71%。

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2010年7月，国务院办公厅发布《贯彻落实国务院加快发展旅游业意见重点工作分工方案》，明确提出“推动旅游产品多样化发展”、“合理利用民族村寨、古村古镇，建设特色景观旅游村镇”、“积极发展休闲度假旅游，引导城市周边休闲度假带建设”等，并由各部委落实相关工作，促进旅游业的发展。部分地方政府也相继出台了旅游业振兴的配套政策，以期通过发展旅游业来扩大内需。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》中提出，要全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游；坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设；推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游；完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，中国人均国内旅游仅有1次/年，远低于中等发达国家3次的平均水平。根据旅游发达国家的经验，一个国家人均GDP超过3000美元时，才进入旅游业的繁荣期。世界旅游组织测算，到2015年中国将有望超越法国成为全球最大的入境旅游接待国和第四大出境旅游客源国。综合来看，中国旅游业仍具备十分广阔的发展空间，未来行业有望迎来新一轮的长期增长周期。

总体看，中央和地方政府近一段时间推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳发展。

（2）公司旅游板块经营状况

公司旅游产业收入主要来自蓬莱阁景区门票收入，蓬莱阁景区由公司本部负责运营。

蓬莱阁景区为国家重点文物保护单位、国家重点风景名胜区、国家首批5A级旅游景区。位于蓬莱市区西北的丹崖山上，面积有32800平方米，包括三清殿、吕祖殿、苏公祠、天后宫、龙王宫、蓬莱阁、弥陀寺等几组不同的祠庙殿堂、阁楼、亭坊组成的建筑群。蓬莱阁在1982年与水城同被国务院公布为全国重点文物保护单位。

2009~2011年，公司旅游产业实现收入分别为9156.34万元、9995.75万元和10338.85万元。

公司旅游产业收入增长主要得益于旅游人数的增长（蓬莱阁景区门票价格近年来保持120元/人不变），2009~2011年，蓬莱阁景区年接待游客人数分别为108万人、109万人和118万人。

2. 城市基础设施投资建设及土地开发。

公司收入构成中的土地开发收入主要来自于城投公司的土地收储及出让业务实现。

城投公司由蓬莱市国有资产管理局和蓬莱市京蓬实业总公司于2001年12月25日投资设立的企业，注册资本1亿元，其中：蓬莱市国有资产管理局投资9500万元，占注册资本95%；蓬莱市京蓬实业总公司投资500万元，占注册资本5%。2007年12月蓬莱市为了规范国有产权管理、强化蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司的资产质量，将蓬莱市国有资产管理局持有的蓬莱市城市开发投资有限公司95%的股权划转给蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司。

蓬莱市城市开发投资有限公司的经营范围：城市建设开发投资；政府授权的城市资产经营（授权的土地资产经营、授权的土地开发储备、基础设施资产经营、公用事业资产经营、旅游景点资产开发经营）。

近年来，蓬莱市城市开发投资有限公司从

事蓬莱市基础设施建设，先后投资建设了水城项目、206国道西线、206国道南出口、蓬水路、南环路和海市学校等一系列基础设施建设项目。上述项目建成后，具有一定社会效益。

城投公司的运营模式为土地平衡与政府补贴相结合，2003年，根据《蓬莱市人民政府对市财政局关于蓬莱市土地储备中心建制转入蓬莱市城市开发投资有限公司的请示的批复》（蓬政发[2003]73号），该公司获得蓬莱市土地储备中心的经营权，成为了蓬莱市本级唯一的土地储备、整理、出让及部分出让金收益的主体。

依据城投公司与蓬莱市政府签订了《土地储备代理协议》，公司合法享有土地出让金收益的55%，主要用于偿还借款本息和支付当年的投资建设资本金（资本金比例不定，有的项目没有，最高不超过30%），账务处理上计入营业收入；对于当年出现的资金缺口，由政府通过财政补贴予以填补，账务处理上计入资本公积。

2008~2011年，公司先后完成土地出让44878.49万元、45706.52万元、117131.02万元和72588.74万元；确认收入24683.16万元、25138.59万元、64422.06万元和39923.81万元，与出让收入相匹配的成本为公司收储土地及后期维护所发生的投入费用，2008~2011年，该项业务毛利率为54.39%、39.82%、48.48%和37.68%，盈利能力有所波动，但总体处于较强水平。同期，公司接受财政的补贴款为2.83亿元、3.21亿元、2.74亿元和3.60亿元。土地开发项目的投入成本体现在基础设施项目总的投资金额中，不单独核算。

表3 2008~2011年城投公司土地出让情况

年份	土地性质	出让面积(平方米)	合同收入(万元)
2008年	商住用地	281490	44878
2009年	商住用地	680310	45707
2010年	商住用地	943685	117131
2011年	商住用地	627868	72589

资料来源：公司提供

城投公司主要资产为下属土地储备中心的储备土地，截至2011年底，公司拥有土地储备1064亩，均办有土地证，反映在存货科目，未来将通过对外出让实现收益。

联合资信关注到，公司土地出让收入是营业收入的主要部分，受房地产调控和土地监管政策等影响，土地出让业务未来发展前景不甚明朗，同时公司尽管土地储备较为充足，但未来其变现的时点和价值存在不确定性。

七、公司未来发展

为进一步完善蓬莱城市功能和促进城市载体功能和市容景观水平的全面提高，公司未来将进一步改善城市交通状况，依托蓬莱旅游体系，挖掘蓬莱历史文化内涵，开发建设戚继光故里、蓬莱滨海公园、海水浴场、电子枪战城及全周影院，打通画河旅游长廊，实现府城、水城的衔接，通过对“蓬莱仙境、山海风光和登州古城”三大类传统观光产品的深度化、体验化和精品化升级，将蓬莱建设成为著名的国家级历史文化名城和以“人间仙境”和“葡萄海岸”为特色的海滨度假旅游胜地。

从在建的工程项目来看，公司截至2011年底的在建项目主要包括4项，具体明细见下表：

表4 公司截至2011年底在建项目及未来投资情况

项目名称	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	项目进展安排	截至2011年底完成投资情况	2012年资金落实情况	2013年资金落实情况	2014年及以后资金落实情况
		贷款	自筹						
蓬莱市旅游景区建设项目	13.70	8.00	5.70	3.50	已完成戚继光故里景区拆迁搬迁工作、画河河道清淤整治工作及滨海公园的部分工程	3.50	8.50	0.80	0.90

小泰山风景区基础设施	4.60	3.00	1.60	4.00	路面改造基本完工，即将进行绿化工程	4.00	--	--	--
海滨西路改造工程	8.15	5.23	2.92	8.15	道路工程、管网工程、亮化工程、沿路设施工程、拆迁工程已完工	8.14	--	--	--
邱山-战山水库除险加固及黄水河东支流、平山河整治工程	4.08	2.80	1.28	1.70	清理场地，大型机械进场清除淤泥，铺设人机人工下管	1.40	1.90	0.48	--
合计	30.53	19.03	11.5	17.35	--	17.04	10.40	1.28	0.90

资料来源：公司提供

上述的投资项目中的“蓬莱市旅游景区建设项目”为本次募集资金的募投项目，该项目计划投资13.70亿元，公司与蓬莱市财政局签订了政府回购协议，回购金额为22.24亿元，回购期为2011~2021年（2013年起形成现金回流），具体明细情况请见下文“本期债券保障分析部分”。

除募投项目外，截至2011年底，公司在建项目主要有水城保护项目、邱山-战山水库除险加固及黄水河东支流、平山河整治工程等，项目总投资16.83亿元，已落实资金13.85亿元，未来还将继续投资2.98亿元。2012年，公司在建项目将落实资金10.40亿元。

总体来看，公司在建项目投资规模较大，存在一定资金需求。

八、财务分析

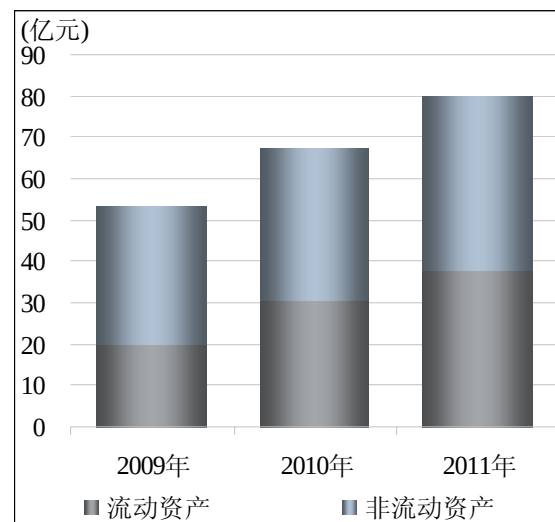
1. 财务概况

公司提供的2009~2011年度财务报表由北京天圆全会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2009~2011年财务报表合并范围无变化，近三年财务数据口径一致，可比性强。

截至2011年底，公司合并资产总额为80.02亿元，所有者权益合计为38.48亿元。2011年，公司实现营业收入5.05亿元，利润总额0.86亿元。

2. 资产构成

图3 2009-2011年公司合并资产构成



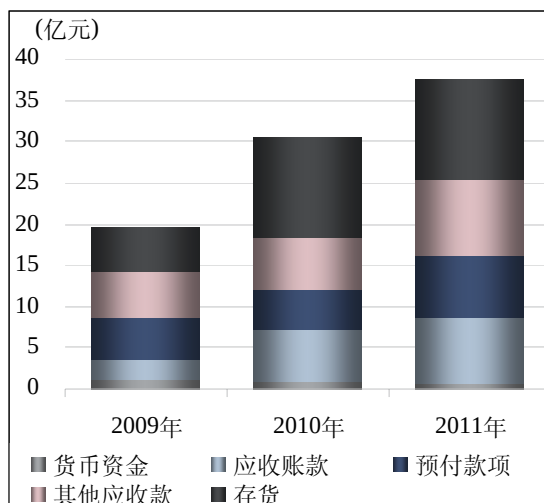
资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司资产总额快速增长，年均增长22.46%，2011年底为80.02亿元。截至2011年底，公司资产总额中流动资产占46.98%，非流动资产占53.02%。

流动资产

2009~2011年，公司流动资产快速增长，年均增长37.95%，2011年底为37.60亿元，主要是存货、应收账款和其他应收款快速增加所致。2011年，公司流动资产主要由应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，占比分别为21.05%、19.96%、24.36%和32.38%。

图4 2009-2011年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司货币资金有所下降，年均下降12.87%，2011年底为0.85亿元，主要由银行存款（占99.99%）构成。

2009~2011年，公司预付账款快速增长，年均增长22.54%，2011年底为7.50亿元，主要为下属子公司城投公司预付的工程款项等；从账龄上看，1年以内的占73.12%，1~2年的占14.46%，2~3年的占2.95%，3年以上的占9.47%。

2009~2011年，公司应收账款快速增长，2011年底为7.92亿元，主要为应收的土地出让金；从账龄上看，1年以内的占37.38%，2~3年的占57.88%，3年以上的占4.74%；公司共计提坏账准备872.96万元，计提比例为1.09%。

2009~2011年，公司其他应收款快速增长，年均增长27.88%；从账龄上看，1年以内的占52.50%，1~2年的占19.98%，2~3年的占5.63%，3年以上的占24.89%；公司其他应收款共计提坏账准备2565.70万元，计提比例2.73%。

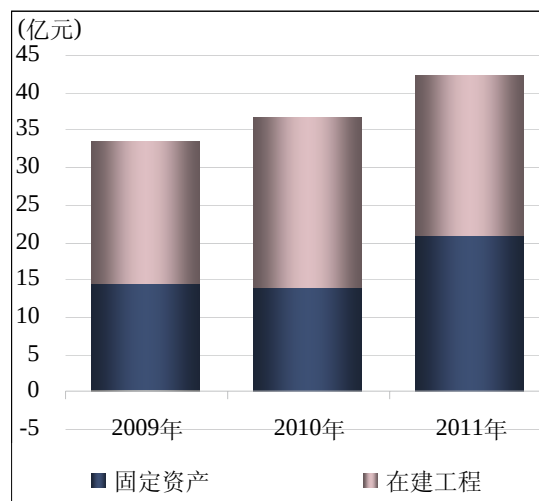
2009~2011年，公司存货快速增长，年均增长49.40%，2011年底为12.17亿元，主要是城投公司接收政府划拨的储备地（在报表中反映为开发成本）。

非流动资产

2009~2011年，公司非流动资产不断增长，

年均增长12.36%，2011年底为42.43亿元，主要是固定资产和在建工程大幅增长所致，其中固定资产占49.07%，在建工程占50.93%。

图5 2009~2011年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司固定资产波动增长，年均增长21.20%，2011年底为20.82亿元，主要是房屋建筑物（占99.90%），累计折旧0.66亿元。

2009~2011年，公司在建工程波动增长，年均增长6.62%，2011年底为21.61亿元，主要是水城保护项目、206国道西线项目、206国道项目等。

总体来看，公司资产以非流动资产为主，流动性较弱。在流动资产方面，公司存货占流动资产比例较高，主要为公司的土地储备，未来变现受房地产市场影响较为明显；由于公司应收账款和其他应收款额较大，变现能力受到限制，在一定程度上影响了公司的资产质量。总体来看，公司资产质量一般。

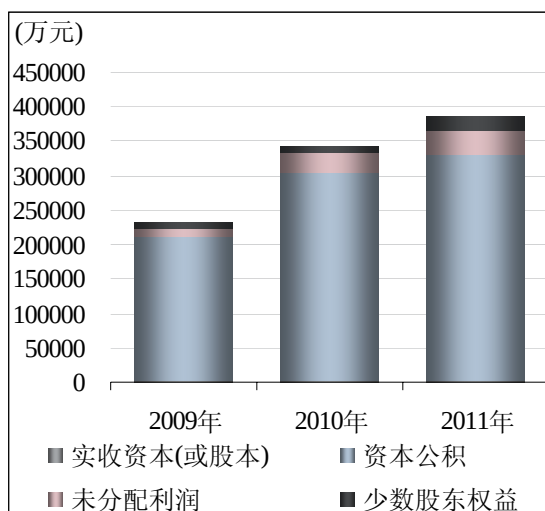
3. 负债和所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益快速增长，年均增长29.18%，2011年底为38.48亿元，主要是资本公积大幅增长所致。近三年资本公积增量由财政补贴和财政拨入资产构成，财政补贴为公司收到的专门用于项目投资的款项，2009~2011年分别为3.21亿元、2.47亿元和3.60

亿元；政府拨入资产为公司根据蓬莱市人民政府出具的文件收到政府拨入的储备土地，2010年，根据蓬政发[2010]第71号文件，蓬莱市政府将“原山汽改宗地”293.667亩划转子公司城投公司，公司将其计入资本公积。

截至2011年底，归属于母公司权益中股本占0.73%、资本公积占89.81%、未分配利润占9.46%。公司所有者权益结构稳定性好。

图6 2009~2011年公司所有者权益构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司负债总额不断增长，年均增长17.09%，2011年底为41.54亿元。截至2011年底，公司负债总额中流动负债占46.13%，非流动负债占53.87%。公司负债以非流动负债为主。

2009~2011年，公司流动负债快速增长，年均增长38.86%，主要是预收账款和其他应付款大幅增长所致，2011年底为19.16亿元，其中短期借款占4.85%，应付账款占7.60%，预收账款占31.65%，应交税费占22.03%，其他应付款占33.66%，应付职工薪酬占0.21%。

2009~2011年，公司短期借款逐年下降，2011年底为0.93亿元，全部为保证借款。

2009~2011年，公司应付账款波动增长，年均增长39.06%，主要是城投公司增加的应付工程款，2011年底为1.46亿元。

截至2011年底，公司预收款项为6.07亿元，

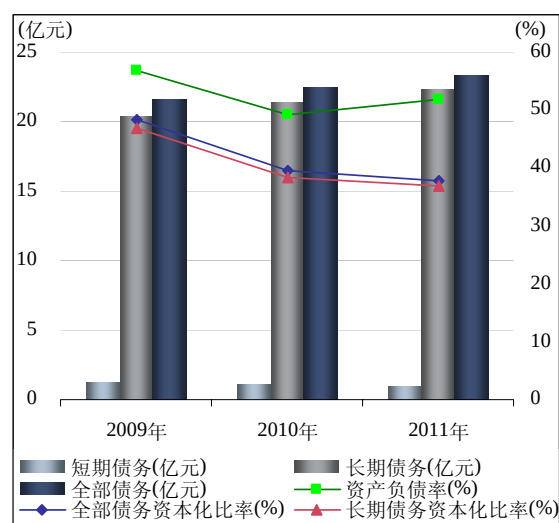
较2010年大幅增加，为城投公司预收的土地款。

2009~2011年，公司其他应付款波动中有所增长，年均增长10.49%，2011年底为6.45亿元，主要为与政府即相关单位的往来款。

2009~2011年，公司应交税费快速增长，年均增长25.43%，2011年底为4.22亿元，主要为企业所得税。

2009~2011年，公司全部债务分别为21.53亿元、22.44亿元和23.31亿元，年均增长4.06%，主要为长期借款。

图7 2009~2011年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

尽管公司借款规模有所增加，但由于政府注入资产导致的权益增加的积极作用，公司债务负担指标总体呈下降趋势。截至2011年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为51.92%、36.77%和37.72%。公司债务负担适宜。

总体来看，公司负债以长期借款为主，债务负担适宜。

4. 盈利能力

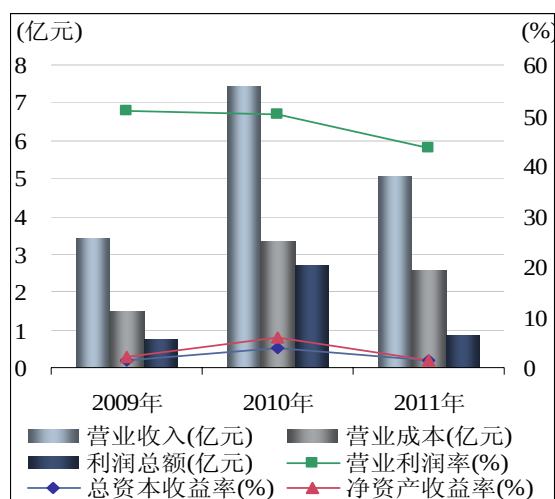
公司营业收入来源于城投公司土地出让形成的收入以及本部经营的旅游收入。近年来，公司营业收入水平波动增长，三年年均增长21.30%，得益于2010年房地产行业的发展，公司2010年实现营业收入7.44亿元，2011年度公

司实现营业收入5.05亿元。2009~2011年公司营业利润分别为0.72亿元、2.69亿元和0.85亿元。

2009~2011年,公司期间费用呈现逐年增长态势,2011年度公司期间费用为1.20亿元;期间费用占营业收入比重分别为28.49%、13.20%和23.77%,期间费用占营业收入比重处于波动变化状态,主要是2010年公司收入较其他两年大幅增长。

从公司的各项盈利指标上来看,公司营业利润率呈下降趋势,主要原因是近年来土地整理成本加大,2009年~2011年,公司营业利润分别为50.93%、50.16%和43.48%。公司总资本收益率和净资产收益率波动变化,2011年分别为1.55%和1.51%。

图8 2009~2011年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体看,公司盈利能力尚可。

5. 现金流

2009~2011年,公司销售商品、提供劳务收到的现金呈逐年大幅增长态势,三年分别为3.74亿元、6.77亿元和8.19亿元;公司购买商品、接受劳务支付的现金呈快速增长趋势,近三年年均增长89.50%,2011年为6.00亿元;2009年,公司支付的其他与经营活动有关的现金主要为支付供水公司、供电公司以及乡镇、街道各建筑公司工程款。公司近三年经营活动现金流量

净额分别为-1.28亿元、0.78亿元和1.59亿元。从现金收入实现质量来看,2009~2011年,公司现金收入比分别为108.96%、91.04%和162.22%,由于公司2010年土地出让金为全额到账,导致了公司当年现金收入比指标较低,近三年波动较大。

2009~2011年,公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产所支付的现金,近三年公司投资活动现金流量净额分别为-6.95亿元、-4.27亿元和-5.72亿元。

2009~2011年,筹资活动前公司的现金流量净额分别为-8.23亿元、-3.49亿元和-4.13亿元,公司需要通过外部融资来解决经营及投资活动对资金的需求。

筹资活动方面,吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金构成了公司筹资活动现金流入。两科目近三年均呈波动下降趋势,导致公司三年筹资活动现金流入年均下降12.61%,2011年度为9.03亿元。公司筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金等流出。公司三年筹资活动流量净额分别为8.69亿元、3.26亿元和4.09亿元。

总体看,公司经营活动现金流波动大,投资活动支出保持一定规模,外部资金支持较为充裕。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2009~2011年,公司流动比率和速动比率波动下降,2011年底分别为196.19%和132.66%。经营现金流动负债比波动变化,三年分别为-12.88%、6.71%和8.32%。公司短期偿债能力弱。

从长期偿债指标来看,2009~2011年,公司EBITDA波动增长,年均增长21.42%,2011年为1.34亿元;2009~2011年,公司全部债务/EBITDA指标值波动较大,2011年为17.40倍,EBITDA对全部债务的保障能力偏弱。

截至2011年底,公司获得各商业银行贷款

的授信额度合计为19.86亿元，已经使用18.06亿元，尚未使用额度1.80亿元，公司具备间接融资渠道。

截至2011年底，公司对外担保总额71700万元，主要为对山东金创股份有限公司、蓬莱金创集团公司、蓬莱市振蓬农业开发有限公司等的担保（主要为短期借款担保），被担保企业经营情况正常，担保总额占2011年底公司净资产比重为18.63%，担保比率一般。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券发行额度为8亿元，占2011年底全部债务的34.32%，对公司债务的影响程度大。

截至2011年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.92%和37.72%。以2011年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至56.29%和44.86%，公司债务负担有所加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2009~2011年，公司经营活动产生的现金流量分别为本期公司债券发行额度的0.47倍、0.85倍和1.05倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期公司债券发行额度的-0.16倍、0.10倍和0.20倍；2009~2011年，EBITDA分别为本期公司债券发行额度的0.11倍、0.37倍和0.17倍，截至2011年底，公司现金类资产0.85亿元，是本期公司债券发行额度的0.11倍，对本期公司债券的保障程度一般。

本期债券的偿债来源主要有旅游公司的门票收入、财政回购款、未来土地出让收入和蓬莱市财政局承诺的未来财政补贴款等几项。

本期公司债券本息偿还保障如下表，其中债券存续期的门票收入、未来土地出让收入按照2011年收入水平保持不变来估计，财政回购款依据《蓬莱市城市交通项目BT协议》金额来确定，财政补贴款按照蓬莱市财政局出具的蓬财【2012】8号文件中承诺的每年2.5亿元来确定，则预计本期公司债券存续期内的现金回流总额为70.31亿元，对本期公司债券本息合计的覆盖程度为5.87倍，能够很好的保障本期公司债券本息足额按期偿还。

表5 现金回流及其对本期公司债券本息的保障(单位: 亿元)

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	总计
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	
本期债券本息合计									
应还债券利息	0.69	0.69	0.69	0.59	0.48	0.38	0.28	0.17	3.98
应还债券本金			1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	2.00	8.00
合计	0.69	0.69	1.89	1.79	1.68	1.58	1.48	2.17	11.98
现金回流									
门票	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	9.60
BT	5.52	2.00	1.41	0.10	0.10	0.10	3.74	3.74	16.71
财政补贴	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	20.00
土地出让收入	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	24.00
合计	12.22	8.7	8.11	6.8	6.8	6.8	10.44	10.44	70.31
现金回流/债券本息合计	17.71	12.61	4.29	3.80	4.05	4.30	7.05	4.81	5.87

资料来源：公司提供，联合资信整理。

注：1、债券利息按年利率8.65%估计。

2、门票和土地出让收入按保持2011年收入水平估算。

3、财政补贴以蓬莱市财政局出示蓬财【2012】8号文件予以确认。

3. 财政回购

本次公司债券募集资金的投向项目——蓬莱市旅游景区项目，该项目计划投资137005万元，公司与蓬莱市财政局针对该项目签订了《蓬莱市城市交通项目BT协议》政府回购协议。回购金额为222359.12万元，回购期为2011~2021年（2013年起形成现金回流），债券存续期间回购资金为16.71亿元，是本期债券本息合计（年利率按8.65%估算）的1.39倍，其具体回购明细见下表：

表6 公司募资项目回购明细(单位：万元)

年度	当期拨付回购款总额
2013	55280.7
2014	55180.7
2015	20030.95
2016	14071.91
2017	1000
2018	1000
2019	1000
2020	37397.43
2021	37397.43
合计	222359.12

资料来源：公司提供

总体来看，针对募投项目的政府回购提供了较为充足的资金来源，有助于本期公司债券本息偿付。

4. 偿债资金专户监管

为了保证本期公司债券本息的按期足额偿还，公司设立了专项偿债账户，并与兴业银行股份有限公司烟台分行（以下简称“兴业银行”）签订了《债券账户及资金监管协议》，由兴业银行股份有限公司烟台分行实施监管。双方并约定如下：

（1）为了保证及时偿还本期债券到期债券本息，公司拟在兴业银行开立偿债资金账户（以下简称“偿债账户”）。用于偿债资金的接收、存储及划转。

（2）兴业银行应在本期债券的付息日前20

日之前或本金兑付日前70日之前向公司发出划款通知书，要求公司按本协议的约定按时足额划付偿债资金。

（3）兴业银行应对偿债账户进行持续性监管，并于每年度结束后30日内出具账户监管报告，同时抄送蓬莱市财政局、重庆市三峡担保集团有限公司和本期债券信用评级机构。若偿债账户发生不利变化（包括但不限于司法机关查询、扣划等）致使本期债券投资者当期本息不能得到清偿或存在不能清偿风险时，兴业银行应及时书面告知公司、蓬莱市财政局和重庆市三峡担保集团有限公司。

（4）公司在发送指令时，应为兴业银行执行指令预留出必需的时间，公司应在划款日前1工作日或最晚于划款当日11:00前，向兴业银行发送划款指令，并附相关证明文件。因公司未能留出足够的执行时间，致使资金未能及时到账所造成的损失由公司承担。

（5）存放在偿债账户内的偿债资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金。

（6）利息偿付：公司应于债券付息日前10日之前，按《2011年蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司公司债券募集说明书》中确定的付息金额向偿债账户中划入偿债资金；

（7）本金偿付：公司应于债券本金兑付日前60日之前，向偿债账户中划入应兑付本金的10%资金；公司应于债券本金兑付日前30日之前，向偿债账户中划入应兑付本金的20%资金；公司应于债券本金兑付日前10日之前，按《2011年蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司公司债券募集说明书》中确定的还本金额向偿债账户中划入全部偿债资金。

（8）公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日（T-5日）向兴业银行发出加盖预留银行印鉴的划款指令，同时提交柜台转账凭证，兴业银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期

应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。兴业银行在完成划款工作后2个工作日内，应将有关结算凭证复印件分别传真给公司、蓬莱市财政局和重庆市三峡担保集团有限公司。

(9) 兴业银行已按本协议向公司发出划款通知书，而公司未按本协议的约定按时足额划付偿债资金，兴业银行应及时书面通知蓬莱市财政局和重庆市三峡担保集团有限公司及评级机构(联合资信评估有限公司)。

5. 第三方担保

本期债券由重庆市三峡担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证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。

重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，是经国家发改委批准组建的市级担保公司，于2006年9月挂牌成立。2010年1月，公司正式更名为重庆市三峡担保集团有限公司。公司股东为重庆渝富资产经营管理有限公司、中国长江三峡集团公司和国开金融有限责任公司。截至目前，公司实收资本30亿元，股权结构见表7。

表7 三峡担保股权结构

序号	股东名称	金额（亿元）	持股比例(%)
1	重庆渝富资产经营管理有限公司	15.00	50.00
2	中国长江三峡集团公司	10.00	33.33
3	国开金融有限责任公司	5.00	16.67
	合 计	30.00	100.00

资料来源：三峡担保提供

三峡担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务；再担保，债券发行担保；诉讼保全担保，履约担保，与担保相关的

融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。

三峡担保下设6家分公司，拥有2家控股子公司—重庆市教育担保有限责任公司和重庆渝台信用担保有限公司，并参股6家重庆市区县担保公司。

2011年9月末，三峡担保合并资产总额498019.27万元，所有者权益340270.59万元。2011年1~9月份，三峡担保实现营业收入54745.62万元，其中担保费收入32770.00万元，净利润18835.33万元。

联合资信评估有限公司评定三峡担保2011年主体长期信用等级为AA⁺。该信用等级反映了三峡担保代偿能力很强，风险很小。三峡担保主体长期信用评级报告见附件。

本期债券发行额度8亿元，占2011年9月底三峡担保所有者权益23.53%，立即偿付本期债券对三峡担保具有一定影响。

十、综合评价

蓬莱阁风景区旅游资源具有不可复制性，作为景区的唯一经营主体，公司在景区范围内具有垄断经营权；城投公司是蓬莱市城市基础设施项目建设和投融资主体，在蓬莱市城市基础设施建设项目领域具有一定垄断地位，同时，作为蓬莱市本级唯一的土地储备、整理、出让及出让金收益的主体，其收入和盈利能力得到有力保障。蓬莱市政府对公司的定位和支持明确，近年来持续对公司提供财政补贴。

市政基础设施项目投资大、收益较低，土地收储开发资金支出大，城投公司面临一定资金压力；房地产行业面临政策调控，公司的土地一级开发业务市场及盈利前景不明。

近几年，公司资产增长快速，但资产质量一般；公司所有者权益结构稳定性好，负债水平较低，债务负担较轻；公司整体盈利能力尚可，经营性现金流波动大，投资活动支出大，存在一定融资需求。

公司本期债券期限为8年，公司设立专项偿债账户，由兴业银行股份有限公司烟台分行实施监管；重庆市三峡担保集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。本期债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险。

基于对公司主体长期信用、本期公司债券偿还能力以及第三方担保实力的综合评估，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	11140.03	8820.42	8457.14	-12.87
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	25893.30	64574.00	79154.56	74.84
预付款项	49973.03	47914.99	75036.34	22.54
应收利息				
应收股利				
其他应收款	56004.77	62891.63	91581.97	27.88
存货	54545.06	121736.14	121739.12	49.40
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	197556.19	305937.19	375969.14	37.95
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	4250.00			-100.00
投资性房地产				
固定资产	141710.27	140465.70	208177.46	21.20
在建工程	190078.64	227043.32	216074.97	6.62
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产				
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	336038.90	367509.02	424252.43	12.36
资产总计	533595.10	673446.21	800221.57	22.46

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	11650.00	10600.00	9300.00	-10.65
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	7528.44	18588.02	14558.21	39.06
预收款项		20000.00	60656.34	
应付职工薪酬	546.12	405.14	405.07	-13.88
应交税费	26826.45	37156.34	42208.32	25.43
应付利息				
应付股利				
其他应付款	52840.59	29884.59	64509.21	10.49
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	99391.59	116634.09	191637.14	38.86
非流动负债：				
长期借款	203610.00	213790.00	223780.00	4.84
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	21.02	21.02	28.13	15.67
非流动负债合计	203631.02	213811.02	223808.13	4.84
负债合计	303022.61	330445.12	415445.27	17.09
所有者权益：				
实收资本(或股本)	2650.00	2650.00	2650.00	0.00
资本公积	206762.08	294079.14	328248.89	26.00
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	9585.79	29107.52	34578.97	89.93
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	218997.86	325836.66	365477.86	29.18
少数股东权益	11574.62	17164.43	19298.44	29.12
所有者权益合计	230572.48	343001.09	384776.30	29.18
负债和所有者权益总计	533595.10	673446.21	800221.57	22.46

附件 2 利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	34294.93	74417.81	50458.07	21.30
减：营业成本	15127.46	33187.36	25927.80	30.92
营业税金及附加	1701.80	3900.83	2591.64	23.41
营业费用	2050.12	2153.79	2343.34	6.91
管理费用	6801.22	6397.75	5822.61	-7.47
财务费用	918.96	1274.87	3826.64	104.06
资产减值损失	476.25	622.01	1430.89	73.33
加：公允价值变动收益				
投资收益				
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	7219.12	26881.21	8515.15	8.61
加：营业外收入	53.94	757.77	114.76	45.87
减：营业外支出	0.70	371.76	3.72	130.41
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	7272.36	27267.22	8626.20	8.91
减：所得税费用	2017.32	6751.31	2819.15	18.21
四、净利润	5255.04	20515.91	5807.05	5.12

附件 3-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	37367.81	67749.71	81851.67	48.00
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	123.61	413.44	2337.20	334.83
经营活动现金流入小计	37491.42	68163.14	84188.87	49.85
购买商品、接受劳务支付的现金	16702.80	52681.00	59981.38	89.50
支付给职工以及为职工支付的现金	2478.51	2815.87	3013.21	10.26
支付的各项税费	307.99	322.76	383.87	11.64
支付其他与经营活动有关的现金	30802.18	4514.28	4867.83	-60.25
经营活动现金流出小计	50291.48	60333.91	68246.29	16.49
经营活动产生的现金流量净额	-12800.06	7829.23	15942.59	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额			2.16	
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计			2.16	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	69531.15	42721.23	57217.31	-9.29
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	69531.15	42721.23	57217.31	-9.29
投资活动产生的现金流量净额	-69531.15	-42721.23	-57215.15	-9.29
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	32106.00	24722.08	35968.16	5.84
取得借款收到的现金	86150.00	49570.00	54350.00	-20.57
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	118256.00	74292.08	90318.16	-12.61
偿还债务支付的现金	30460.00	40440.00	45660.00	22.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	920.74	1279.69	3748.87	101.78
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	31380.74	41719.69	49408.87	25.48
筹资活动产生的现金流量净额	86875.26	32572.39	40909.29	-31.38
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	4544.04	-2319.61	-363.28	

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	5255.04	20515.91	5807.05	5.12
加: 资产减值准备	476.25	622.01	1430.89	73.33
固定资产折旧及其他	892.09	915.51	1022.81	7.08
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	-0.04		-0.85	
固定资产报废损失		365.65		
公允价值变动损失				
财务费用	920.74	1279.69	3745.07	101.68
投资损失				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	0.39	-0.46	-2.98	
经营性应收项目的减少	3780.51	-19480.44	-61096.41	
经营性应付项目的增加	-24125.05	3611.36	65037.00	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-12800.06	7829.23	15942.59	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	11140.03	8820.42	8457.14	-12.87
减: 现金的期初余额	6595.99	11140.03	8820.42	15.64
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	4544.04	-2319.61	-363.28	

附件 4 公司主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.32	1.65	0.70	1.11
存货周转次数(次)	0.28	0.38	0.21	0.27
总资产周转次数(次)	0.06	0.12	0.07	0.08
现金收入比(%)	108.96	91.04	162.22	130.21
盈利能力				
营业利润率(%)	50.93	50.16	43.48	46.97
总资本收益率(%)	1.39	3.84	1.55	2.20
净资产收益率(%)	2.28	5.98	1.51	3.00
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	46.90	38.40	36.77	39.28
全部债务资本化比率(%)	48.28	39.55	37.72	40.38
资产负债率(%)	56.79	49.07	51.92	52.04
偿债能力				
流动比率(%)	198.77	262.31	196.19	216.54
速动比率(%)	143.89	157.93	132.66	142.49
经营现金流动负债比(%)	-12.88	6.71	8.32	3.60
全部债务/EBITDA(倍)	23.69	7.62	17.40	15.72
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.38	-0.16	-0.18	-0.21
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-89.42	-27.27	-11.02	-31.57
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期债券发行额度(倍)	0.11	0.37	0.17	0.22
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.47	0.85	1.05	0.88
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.16	0.10	0.20	0.10
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.03	-0.44	-0.52	-0.59

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

联合资信评估有限公司

关于蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司

2013 年度 8 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期公司债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月二十八日
评级业务专用章