跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1957 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司主体长期信用等级为AA^-，评级展望为稳定，并维持“13蓬莱阁债/13蓬莱阁”AA^+的信用等级。

特此公告

联合资信评估有限公司

二零一五年九月八日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁻　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 蓬莱阁债/13 蓬莱阁	8 亿元	2013/01/30-2021/01/30	AA⁺	AA⁺

跟踪评级时间：2015 年 9 月 8 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	6.97	3.95	3.61
资产总额(亿元)	89.03	116.49	109.42
所有者权益合计(亿元)	47.15	57.62	59.82
短期债务(亿元)	0.95	1.56	3.85
全部债务(亿元)	19.25	23.60	24.01
营业收入 (亿元)	9.06	14.59	9.44
利润总额 (亿元)	3.77	5.57	4.24
EBITDA(亿元)	4.25	6.14	5.20
经营性净现金流(亿元)	12.26	10.23	8.16
营业利润率(%)	35.58	51.40	64.46
净资产收益率(%)	6.08	7.14	5.37
资产负债率(%)	47.04	50.54	45.34
全部债务资本化比率(%)	28.99	29.06	28.64
流动比率(%)	241.38	171.84	165.97
全部债务/EBITDA(倍)	4.53	3.84	4.61
EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	12.80	6.34
经营现金流动负债比(%)	52.01	27.78	27.73

分析师

车　驰　侯煜明
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

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司（以下简称“公司”）是蓬莱阁旅游景区的唯一经营主体，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”）是蓬莱市城市基础设施项目建设唯一主体。跟踪期内，蓬莱市经济持续增长，财政收入水平快速提高，公司政府支持延续性较好。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模小幅增加，应收款项持续增长对公司现金形成占用，营业收入及利润总额下降对其可能带来的不利影响。

公司旅游业务板块运营平稳，景区接待游客数量较为平稳；蓬莱市经济增长稳定，地方政府对公司各项支持政策有较好的延续性，这有助于支撑公司信用基本面。

重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）为存续期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，三峡担保的主体长期信用等级为AA⁺，有效提升了存续期债券的信用水平。

综合考虑，联合资信维持蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13蓬莱阁债/13蓬莱阁”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，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公司创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司营业利润率有所提升，经营性净现金流入保持较大规模。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模有所增加，且未来资本性支出压力较大，营业收入及利润总额下降，融资任务重。

2. 公司土地整理收入比重增大，易受宏观政策影响，未来该业务板块的收入及盈利能力具有一定的不确定性。
3. 公司应收账款和其他应收款持续增加且占比较大，资产流动性受到一定程度的限制。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及“13 蓬莱阁债/13 蓬莱阁”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，2012年5月，公司由资本公积转增实收资本27350万元，实收资本变更为3亿元。截至2014年底，公司注册资本3亿元。蓬莱阁大酒店系国有全资企业，持股1.80%，公司的实际控制人为蓬莱旅游度假区管理委员会，持股98.20%。

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级旅游区。

公司下设21个科、所、室，下辖控股95%的子公司——蓬莱市城市建设投资集团有限公司（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。2012年12月10日，城投公司变更名称为蓬莱市城市建设投资集团有限公司，2013年3月注册资本增至5亿元。

截至2014年底，公司合并资产总额为109.42亿元，所有者权益合计为59.82亿元（其中少数股东权益2.99亿元）。2014年，公司实现营业收入9.44亿元，利润总额4.24亿元。

公司注册地：蓬莱市迎宾路 7 号；法定代表人盛立军。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支

出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014年全年，全国固定资产投资总额完成512761亿元，比上年名义增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005亿元，增长15.7%；农户投资10756亿元，增长2.0%。东部地区投资 206454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资 124112亿元，增长17.6%；西部地区投资129171亿元，增长17.2%；东北地区投资46096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208107亿元，增长13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长16.8%。

截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城

市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2．行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 蓬莱市经济发展概况

2014年，蓬莱市实现地区生产总值（GDP）490亿元，按可比价格计算，增长9%。其中，第一产业实现增加值29.4亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值261亿元，增长9.2%；第三产业实现增加值199.6亿元，增长8.7%。三次产业比由上年的6.2:54.5:39.3调整为6.01:53.26:40.73，其中第一产业比重降低0.19个百分点，第二产业比重降低1.24个百分点，第三产业比重提高1.43个百分点。人均GDP为108889万元，增长9.98%。2014年，全市完成固定资产投资357亿元，同比增长18%。

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。2014年蓬莱市实现地方财政一般预算收入27.21亿元，较2013年增长6.50%；地方可支配收入59.22亿元，较2013年增长10.33%；2014年，蓬莱市土地有偿使用收入21.02亿元，较2013年增长19.47%。

表1　2013、2014年蓬莱市财政收入情况（单位：万元）

序号	科目	2013年	2014年
1=2+3	**一般预算收入**	**255449**	**272058**
2	其中：税收收入	190443	215249
3	非税收入	65006	56809
4	**基金收入**	**194785**	**220015**
5	其中：土地有偿使用收入	175971	210228
6=7+8+9	**上级补助收入**	**84017**	**97666**
7	其中：返还性收入	20992	20992
8	财力性转移支付	-1134	34032
9	专项转移支付	64159	42642
10	**预算外收入**	**2514**	**2482**
11=1+4+6+10	**地方可支配收入总计**	**536765**	**592221**

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内蓬莱市财政收入快速提高，财政实力逐步增强。

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2014年底，蓬莱市地方政府

债务35.12亿元；2014年，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为60.30%，总体来看，蓬莱市地方政府债务水平一般。

表 2　2014 年底蓬莱市政府债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	347698.81
1．国债转贷资金	136.36
2．解决地方金融风险专项借款	
3．国内金融机构借款	257713.95
（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	256317.95
4．债券融资	84500.00
（1）中央代发地方政府债券	4500.00
5．其他（村级及其他单位借款）	5348.50
（二）担保债务余额	7009.70
1．政府担保的国内金融机构借款	5913.00
2．政府担保的融资平台债券融资	
3、政府担保向单位、个人借款	1096.70
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**351203.66**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）	**60.30%**

资料来源：公司提供

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由蓬莱旅游度假区管理委员会和蓬莱阁大酒店共同出资设立，截至2014年底，公司注册资本3亿元。

2. 人员素质

截至2014年底，公司现有高层管理人员7人，分别为董事长1人，总经理1人，董事2人，监事3人，平均年龄45岁。公司本部现有员工中本科及其以上学历共128人，占总员工人数的30%。

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，能够满足日常的经营需要。

3. 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。跟踪期内，其业务发展得到蓬莱市政府的持续支持。

为了保障“13蓬莱阁债/13蓬莱阁”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。2014年公司实际收到财政补贴款8.69亿元。

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。

综上所述，公司获得蓬莱市政府的支持力度较大，综合实力和竞争力得到进一步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长兼总经理变更为盛立军，男，48岁，大学学历，曾任蓬莱市葡萄与葡萄酒局副局长、蓬莱旅游度假区工委委员、管委会副主任，现任蓬莱旅游度假区工委委员、管委会副主任、蓬莱阁管理处主任。

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构、管理制度无其他变化。

七、经营分析

公司营业收入主要由旅游门票收入和土地整理收入两部分组成。2014年，公司实现营业总收入9.44亿元，较上年下降35.29%，主要是土地整理业务下降所致，其中土地整理实现收入6.79亿元，占主营业务收入比重下降至72.18%。毛利率方面，得益于2014年整理的土地中部分地块位于城市周边，整体拆迁成本较低，公司土地整理毛利率由2013年的46.00%上升至61.62%。

表 3　2013~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
土地整理收入	130282.12	89.33	46.00	67854.13	72.18	61.62
土地转让收入				8614.01	9.16	20.46
门票收入	15557.35	10.67	100.00	17535.60	18.65	100.00
合计	145839.46	100.00	51.76	94003.74	100.00	65.00

资料来源：审计报告

1. 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级旅游区。位于蓬莱市区西北的丹崖山上，面积有3.28万平方米，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。2014年，公司旅游产业实现收入1.75亿元，较2013年增长12.72%。2014年全年蓬莱阁接待游客130万人，较上年增长3.17%。

联合资信关注到，受制于蓬莱阁景区自身规模，景区目前游客接待能力已趋于饱和，未来景区接待能力提升的空间有限。

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整理收入主要是由城投公司的土地出让分成和公司自有土地出让业务实现。

城投公司的运营模式为土地平衡与政府补贴相结合，2013年，城投公司与蓬莱市政府签订了《土地整理代理协议》，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，蓬莱市政府根据当年度土地出让收入的55%向城投公司支付代理费。

近年来，城投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。

依据城投公司与蓬莱市政府签订的《土地整理代理协议》，公司合法享有土地出让金收入的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，部分项目无资本金，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。

2014年，蓬莱市共挂牌出让土地1263.50亩，取得土地出让合同收入12.36亿元，按照公司与蓬莱市人民政府签署的协议，公司按照土地出让收入的55%确认的代理费收入为6.79亿元；跟踪期内，公司无由土地性质变更、容积率调整、土地证续期、补交土地出让金等业务产生的收入。2014年，公司共计确认土地出让收入6.79亿元。

2014年，蓬莱市国土局就公司的5宗工业用地（原华贸地块）进行了收回，面积总计101.93亩，并给予补偿8614万元，同时计入公司当年土地转让收入并结转相应成本6851.75万元（无形资产中）。截至2014年底，公司通过政府划拨取得的、未来将用于转让的自有土地面积共计494.67亩，均为出让地且办有土地证，账面价值合计4.30亿元，在公司存货科目体现。

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，易受房地产调控和土地监管政策等影响，土地出让业务未来具有一定的不确定性。

3. 在建工程

作为蓬莱市基础设施建设的主体，由公司负责承建的市政基础设施建设项目较多。截至2014年底，公司共有在建工程20项。2014年5月，公司与蓬莱市财政局签订了《投资建设项目回购意向书》，对于公司代建的基础设施将在完工后转让给蓬莱市财政局，并由蓬莱市财政局在完工后5年内分批支付转让款。转让价格为以公司实际投资额上浮5%~10%，实际回购时以双方协商数为准。

表4 截至2014年底公司在建工程（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	开工时间
公园景观	100000	81932.95	18067.05	2013.10
超载超限检测站	860	678.31	181.69	2015.12
道路及地下管网	170525	36002.19	134522.81	2018.06
平山河整治	31363	23795.70	7567.30	2015.06
城乡垃圾一体化	5000	4192.19	807.81	2015.06
其他工程	250000	134151.05	115848.95	
公园浴场	2000	1957.88	42.12	2015.09
农高区旅游观光大道	3600	2782.65	817.35	2015.10
泥河东岸污水管道	600	308.85	291.15	2015.12
旅游集散中心	6000	413.28	5586.72	2015.12
师范学校	22800	10337.78	12462.22	2016.12
新汽车站	9000	4220.66	4779.34	2015.12
新市场	1800	546.00	1254.00	2015.12
避风港	1000	654.93	345.07	2014.09
合计	604548	301974.44	302573.56	

资料来源：公司提供

公司在建项目总投资60.45亿元，已投资30.20亿元，尚需投资30.26亿元。总的来看，公司在建项目投资规模较大，未来投资支出较大。

八、募集资金使用情况

公司于2013年1月发行了“13蓬莱阁债/13蓬莱阁”，发行额度8亿元，发行期限为8年，募集资金将用于蓬莱阁旅游景区建设项目，项目总投资13.7亿元。截至2014年底，募集资金已全部投入建设，蓬莱市旅游景区建设项目已基本完工。

九、财务分析

2014年公司财务报告经中天运会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司合并范围减少4家子公司，这4家公司的注册资本、公司实际出资额和资本规模相对较小，对公司财务数据可比性影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额109.42亿元，所有者权益59.82亿元，其中少数股东权益2.99亿元；2014年，公司实现营业收入9.44亿元，利润总额4.24亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要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。2014年，公司实现营业收入9.44亿元，较2013年下降35.29%，主要是因蓬莱市整体土地出让

环境影响所致。受公司 2014 年整理的部分土地位于城市周边，拆迁成本较低影响，公司土地整理毛利率较上年有所上升，公司整体营业利润率也由上年的 51.40%上升至 64.46%。受公司土地整理业务下降影响，公司营业利润率有所下降，2014 年，公司实现营业利润 3.70 亿元，较上年同期减少 33.67%。跟踪期内，公司确认营业外收入 0.56 亿元，其中政府补助 0.54 亿元。2014 年，公司利润总额 4.24 亿元，较 2013 年的 5.57 亿元下降 23.84%。

2014 年，公司期间费用合计 2.50 亿元，较上年同期增长 48.81%。2014 年，公司期间费用占营业收入的比重较上年的 11.52%上升至 26.53%，公司期间费用控制能力有所下降。

从盈利指标来看，2014 年公司营业利润率为 64.46%，较上年 51.40%上升 13.06 个百分点；2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.81%和 5.37%，均较上年略有下降。

总体来看，跟踪期内，由于公司土地整理规模下降，公司整体盈利规模有所下降，但营业利润率有所提升，公司期间费用有所增长，期间费用控制能力下降，公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

2014 年公司实现经营活动产生的现金流入量为 11.81 亿元，较上年下降 42.63%。2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.01 亿元，较上年下降 36.09%。公司现金收入比为 95.37%，与上年的 96.56%基本持平，整体收入实现质量一般。2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 2.81 亿元，较上年下降 56.81%。2014 年公司经营活动产生的现金流出 3.65 亿元，较上年下降 64.77%。2014 年公司经营活动产生现金流量净额为 8.16 亿元，较上年下降 20.20%。

因公司购买的理财产品到期，收回投资产生的现金 2014 年为 0.80 亿元，公司 2014 年投资活动现金流入量为 0.80 亿元，较上年下降 72.81%。2014 年，公司投资活动现金流出规模缩小，公司投资活动产生的现金流出量为 7.99 亿元，较上年下降 62.74%。2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.19 亿元，2014 年，公司筹资活动前现金流量净额为 0.97 亿元。

2014 年，公司筹资活动现金流入量为 6.54 亿元，较上年下降 55.28%，其中吸收投资收到的现金为 0.26 亿元，主要是收到的财政补贴款；公司取得借款 6.28 亿元。2014 年，公司筹资活动产生的现金流净额为-1.31 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额保持较大规模，收入实现质量与上年基本持平；公司投资活动产生的现金流量净流出有所减少，筹资活动产生的现金流量净额由正转负。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 109.42 亿元，较上年底下降 6.06%。其中流动资产占 44.66%，非流动资产占 55.34%。

流动资产方面，截至 2014 年底，公司流动资产合计 48.86 亿元，较上年底下降 22.78%。流动资产中货币资金占 7.38%，应收账款占 42.63%，预付款项占 15.37%，其他应收款占 24.87%，存货占 8.93%。

截至 2014 年底，公司货币资金合计 3.61 亿元，较上年底下降 8.68%，其中银行存款占 93.07%，余下为部分其他货币资金和现金。

截至 2014 年底，公司应收账款净值合计 20.83 亿元，较上年底下降 28.64%，共计提坏账准备 0.21 亿元。从账龄来看，1 年以内的占 0.96%，2 至 3 年的占 99.04%。公司应收账款单位主要为蓬莱市财政局、义和房地产、烟台德越置业和碧桂园，其中公司应收蓬莱市财政局 17.97 亿元占总应收账款的 85.42%。公司应收账款由四家单位组成，公司应收账款集中度高。

截至 2014 年底，公司预付款项合计 7.51

亿元，较上年底下降 26.18%。从账龄来看，1 年以内的占 37.34%，1 至 2 年的占 30.52%，2 至 3 年的占 20.45%，3 年以上的占 11.69%。

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 12.15 亿元，较上年底下降 11.82%，共计提坏账准备 0.22 亿元。从账龄来看，1 年以内的占 67.24%，1 至 2 年的占 13.47%，2 至 3 年的占 8.68%，3 年以上的占 10.61%。公司其他应收款前五名主要为蓬莱市滨海热力有限公司、财政局基建科、开发区、石岛集团和蓬莱市和谐房地产开发有限公司，其中蓬莱市滨海热力有限公司 4.20 亿元，占其他应收款总额的 33.93%。公司其他应收款前五名合计 9.34 亿元，占其他应收款总额的 75.54%，集中度较高。

截至 2014 年底，公司存货合计 4.36 亿元，较上年底下降 29.43%，主要是土地使用权的减少所致。存货中，98.53%为土地收储成本，余下为较少的低值易耗品和开发成本。2014 年公司未有存货减值准备。

非流动资产方面，截至 2014 年底，公司非流动资产合计 60.56 亿元，较上年底增长 13.82%，主要来自于固定资产的增长。非流动资产中，固定资产占 37.82%，在建工程占 49.86%。

截至 2014 年底，公司固定资产 22.91 亿元，较上年底增长 5438.09%，其中房屋建筑物占 99.90%，余下为少量机器设备和运输设备。跟踪期内，公司固定资产大幅增长主要是有较大规模的代建工程完工转固计入固定资产。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 30.20 亿元，主要为蓬莱市城市道路建设、垃圾处理场、河流整治等基础设施建设工程及景区公园、海水浴场、水城项目及其他配套工程。截至 2014 年底，公司在建项目共 14 个。截至 2014 年底，公司在建工程未计提减值准备。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，流动资产占比下降，公司应收账款和其他应收款占比较大，存货与无形资产基本由土地构成，公司资产流动性受到一定的限制。整体来看，公司资产质量一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 49.61 亿元，较上年底下降 15.73%，其中流动负债占 59.35%，非流动负债占 40.65%。公司仍以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 29.44 亿元，较上年底下降 20.05%，主要来自于预收款项的减少。流动负债中，预收款项占 3.42%，应交税费占 28.21%，其他应付款占 52.11%。

截至 2014 年底，公司预收款项合计 1.01 亿元，较上年底下降 92.68%，账龄全部在一年以内。

截至 2014 年底，公司其他应付款合计 15.34 亿元，较上年底增长 17.43%，从账龄来看，1 年以内的占 56.54%，1 至 2 年的占 37.46%，2 至 3 年的占 5.60%，3 年以上的占 0.40%。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 20.17 亿元，较上年底下降 8.52%。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主。截至 2014 年底，公司长期借款合计 12.34 亿元，较上年底下降 13.39%，其中质押借款占 27.56%，抵押借款占 38.73%，保证借款占 11.59%，抵押、保证借款占 22.12%。截至 2014 年底，公司应付债券为 2013 年发行的公司债券，债券面值 8 亿元。

截至 2014 年底，公司有息债务 24.01 亿元，较上年底增长 1.72%，其中短期债务占 16.02%，长期债务占 83.98%，长期债务占比有所下降。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.34%、28.64%和 25.21%，均较上年底有所下降。

总体来看，公司有息债务规模小幅上升，但整体债务负担有所减轻。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 59.82 亿元（其中少数股东权益 2.99 亿元），较上年底增长 3.82%。公司所有者权益中，实收

资本占 5.02%，资本公积占 66.20%，未分配利润占 23.79%，少数股东权益占 5.00%。截至 2014 年底，公司资本公积合计 39.60 亿元，较上年的下降 2.37%。跟踪期内，根据蓬莱市人民政府《关于将原山汽改宗地未出让土地无偿收回的通知》，为应蓬莱市城市建设需要，经市政府研究决定，将该宗地剩余 46.96 亩未出让土地无偿收回，导致公司资本公积和存货同时减少 1.07 亿元。整体来看，公司所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 165.97%和 151.16%，分别比上年底减少 5.87 个百分点和 3.90 个百分点。2014 年，公司经营性现金流量净额为 8.16 亿元，较上年下降 20.20%，公司经营现金流动负债比率为 27.73%，与上年的 27.78%基本持平，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2014 年公司 EBITDA 为 5.20 亿元，较 2013 年下降 15.29%，公司全部债务/EBITDA 为 4.61 倍，EBITDA 利息保障倍数为 6.34 倍。整体来看，公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司获得各商业银行的授信额度合计 15.69 亿元，已全部使用，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 12.72 亿元，担保率为 21.26%，担保比率一般。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司于 2013 年 1 月发行了存续期为 8 年，发行额度为 8 亿元的公司债（“13 蓬莱阁债/13 蓬莱阁”），债券设置了本金分期兑付条款，存续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 1.20 亿元，占本期债券发行额的 15%；第 8 年偿还本金 2.00 亿元，占本期债券发行额的 25%。

2014 年经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 11.81 亿元和 8.16 亿元，为存续期债券的 1.48 倍和 1.02 倍；为分期偿还本金 1.20 亿元的 9.85 倍和 6.80 倍；为分期偿还本金 2.00 亿元的 5.91 倍和 4.08 亿元，对存续期债券的保障程度较好；2014 年公司 EBITDA 为 5.20 亿元，为存续期债券的 0.65 倍，为分期偿还本金 1.20 亿元的 4.34 倍，为分期偿还本金 2.00 亿元的 2.60 倍。整体来看，公司经营活动现金流对存续期内债券的保障程度较好。

6. 债权保护条款

存续期债券的偿债来源主要有门票收入、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，2014年，公司门票收入保持稳定，财政补贴已到位。

此外，为了保证存续期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》，由兴业银行烟台分行实施监管。

“13 蓬莱阁债/13 蓬莱阁”由三峡担保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。联合资信评估有限公司评定三峡担保 2014 年主体长期信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定，其担保有效提升了“13 蓬莱阁债/13 蓬莱阁”的信用水平。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的最新《企业信用报告》（No.B201406130036157869），截至 2015 年 4 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

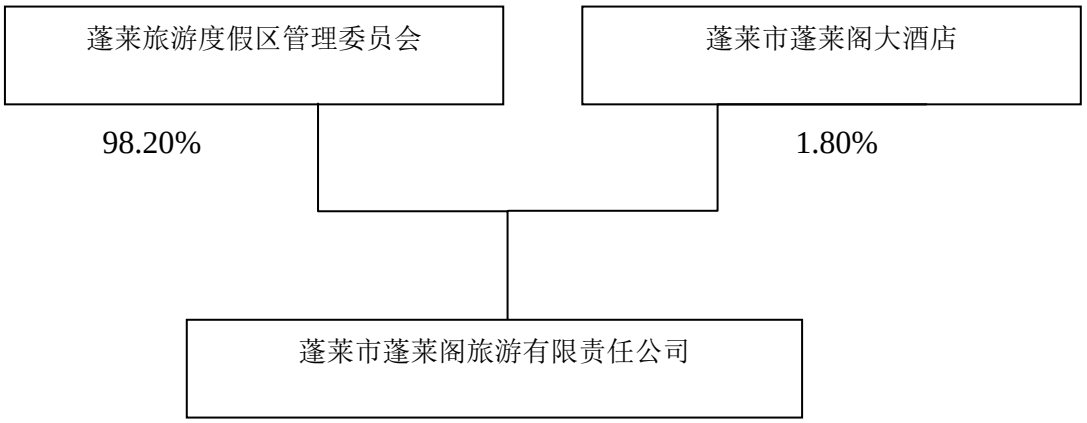
8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及蓬莱市区域发展和财力水平的综合分析，并考虑蓬莱市政府对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较好。

十、结论

综合考虑，联合资信维持蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司AA$^-$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13蓬莱阁债/13蓬莱阁”AA$^+$的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.97	3.95	3.61
资产总额(亿元)	89.03	116.49	109.42
所有者权益(亿元)	47.15	57.62	59.82
短期债务(亿元)	0.95	1.56	3.85
长期债务(亿元)	18.30	22.04	20.16
全部债务(亿元)	19.25	23.60	24.01
营业收入(亿元)	9.06	14.59	9.44
利润总额(亿元)	3.77	5.57	4.24
EBITDA(亿元)	4.25	6.14	5.20
经营性净现金流(亿元)	12.26	10.23	8.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.56	0.54	0.38
存货周转次数(次)	0.52	0.95	0.62
总资产周转次数(次)	0.11	0.14	0.08
现金收入比(%)	184.97	96.56	95.37
营业利润率(%)	35.58	51.40	64.46
总资本收益率(%)	5.00	5.66	4.81
净资产收益率(%)	6.08	7.14	5.37
长期债务资本化比率(%)	27.96	27.67	25.21
全部债务资本化比率(%)	28.99	29.06	28.64
资产负债率(%)	47.04	50.54	45.34
流动比率(%)	241.38	171.84	165.97
速动比率(%)	204.83	155.06	151.16
经营现金流动负债比(%)	52.01	27.78	27.73
EBITDA 利息倍数(倍)	9.45	12.80	6.34
全部债务/EBITDA(倍)	4.53	3.84	4.61

附件 3　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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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
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%

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

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 4　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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。