跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 887 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/PR蓬莱阁”AA^+的信用等级。

特此公告

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十三日

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
公司债券跟踪评级报告

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/PR 蓬莱阁[1]	8 亿元	2013/01/30-2021/01/30	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	3.61	11.85	11.94
资产总额(亿元)	109.42	122.43	148.22
所有者权益(亿元)	59.82	55.78	56.98
短期债务(亿元)	3.85	3.16	3.08
长期债务(亿元)	20.16	32.65	23.90
全部债务(亿元)	24.01	35.81	26.98
调整后全部债务(亿元)	24.01	35.81	32.08
营业收入(亿元)	9.44	5.35	4.57
利润总额(亿元)	4.24	1.78	1.33
EBITDA(亿元)	5.20	3.13	2.65
经营性净现金流(亿元)	8.16	-2.61	9.70
营业利润率(%)	64.46	64.07	60.77
净资产收益率(%)	5.37	3.15	2.10
资产负债率(%)	45.34	54.44	61.56
全部债务资本化比率(%)	28.64	39.10	32.14
调整后全部债务资本化比率(%)	28.64	39.10	36.02
流动比率(%)	165.97	237.52	183.05
经营现金流动负债比（%）	27.73	-8.58	20.59
全部债务/EBITDA(倍)	4.61	11.46	10.18
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.61	11.46	12.10
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	2.13	1.37

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务部分。

分析师

杨明奇　何光美

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

[1]注：目前剩余偿债资金为 5.60 亿元。

评级观点

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司（以下简称“公司”）是蓬莱阁旅游景区唯一经营主体，下属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”）是蓬莱市城市基础设施项目建设的重要主体。跟踪期内，蓬莱市一般预算收入有所增长，公司在债务置换、政府补贴等方面得到政府的大力支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，市政府对公司建设的基础设施项目转让款支付缓慢、公司未来基础设施项目投资额大以及土地市场波动等不利因素对公司经营发展及偿债能力带来的负面影响。

公司旅游业务板块运营平稳，景区接待游客数量较为平稳；蓬莱市城市化建设的不断推进，有助于支撑公司信用基本面。

重庆三峡担保集团股份有限公司（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/PR蓬莱阁”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，蓬莱市经济持续发展，为公司发展提供了较好的外部环境。
2. 公司旅游产业收入比较稳定，城投公司土地整理范围进一步扩大，计划出让的土地规模较大，均对公司未来经营性收入形成一定保障。
3. 跟踪期内，城投公司得到蓬莱市政府在债务置换、财政补贴等方面的大力支持，政府支持具有一定持续性。

关注

1. 跟踪期内，受国有土地使用权出让收入大幅下降影响，蓬莱市综合财力有所下滑。
2. 城投公司土地整理收入依赖于政府商住用地出让规模，易受宏观政策等因素影响，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. 跟踪期内，公司其他应收款持续增加且应收类款项占比较大，应收类款项回款情况有待持续跟踪。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司
公司债券跟踪评级报告

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/PR 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2600万元、蓬莱阁大酒店出资50万元共同设立，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2016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%。2017年2月，蓬莱旅游度假区管理委员会和蓬莱阁大酒店将其持有的公司股份全部转让给蓬莱市国有资产监督管理局，公司成为蓬莱市国有资产监督管理局的法人独资企业，注册资本仍为3亿元。

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”）和蓬莱智慧旅游有限公司。

截至2016年底，公司合并资产总额为148.22亿元，所有者权益合计为56.98亿元（其中少数股东权益2.84亿元）。2016年，公司实现营业收入4.57亿元，利润总额1.33亿元。

公司注册地址：山东省蓬莱市迎宾路 7 号；法定代表人：王春丽。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2013年1月发行了“13蓬莱阁债/PR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2016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，尚未进行竣工决算。

公司于2016年1月30日、2017年1月30日分别偿还本金1.20亿元，目前，“13蓬莱阁债/PR蓬莱阁”余额为5.60亿元。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国

一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年下降 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基

本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，

《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 蓬莱市经济发展概况

根据《2016年蓬莱市国民经济和社会发展统计公报》，2016年蓬莱市实现地区生产总值（GDP）502亿元，按可比价格计算比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值29.2亿元，增长4.8%；第二产业增加值259.9亿元，增长8.7%；第三产业增加值212.9亿元，增长6.5%。三次产业比例为5.8:51.8:42.4。全年完成固定资产投资完成457.3亿元，增长14.0%。

表 1 蓬莱市 2015~2016 年地方财政收支情况

（单位：万元）

科目	2015 年	2016 年
一般预算收入	**300017.00**	**315328.00**
其中：税收收入	240936.00	212614.00
非税收入	59081.00	102714.00
转移支付和税收返还收入	**114281.00**	**101034.00**
其中：一般性转移支付收入	34222.00	40229.00
专项转移支付收入	59067.00	32504.00
返还性收入	20992.00	28301.00
国有土地使用权出让收入	**257906.00**	**87583.00**
预算外财政专户资金收入	--	--
地方可控财力	**672204.00**	**503945.00**

资料来源：蓬莱市财政局

2016 年，蓬莱市地方综合财力合计 50.39 亿元，同比下降 25.03%，主要系国有土地使用权出让收入下降所致；其中蓬莱市实现地方财政一般预算收入 31.53 亿元，较 2015 年增长 5.10%（税收收入占一般预算收入的 67.43%）；转移支付和税收返还收入 10.10 亿元，较 2015

年下降 11.59%；国有土地使用权出让收入 8.76 亿元，较 2015 年底下降 66.04%。

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 2016 年底，蓬莱市地方政府债务 43.94 亿元，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 87.18%，较 2015 年上涨 24.56 个百分点。

总体来看，跟踪期内蓬莱市一般预算收入有所增长，受国有土地使用权出让收入大幅下降影响，综合财力有所下滑，地方政府债务水平较重。

表 2　截至 2016 年底蓬莱市地方政府债务余额及 2016 年综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	438536.00	（一）地方一般预算收入	**315328.00**
1、外国政府贷款	0.00	1．税收收入	212614.00
2、国际金融组织贷款	1341.00	2．非税收入	102714.00
（1）世界银行贷款	613.00	（二）转移支付和税收返还收入	**101034.00**
（2）亚洲开发银行贷款	0.00	1．一般性转移支付收入	40229.00
（3）国际农业发展基金会贷款	728.00	2．专项转移支付收入	32504.00
（4）其他国际金融组织贷款	0.00	3．税收返还收入	28301.00
3、国债转贷基金	0.00	（三）国有土地使用权出让收入	**87583.00**
4、农业综合开发借款	0.00	1．国有土地使用权出让金	87583.00
5、解决地方金融风险专项借款	0.00	2．国有土地收益基金	0.00
6、国内金融结构借款	64895.00	3．农业土地开发资金	0.00
（1）政府直接借款	52.00	4．新增建设用地有偿使用费	0.00
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款	64843.00	（四）预算外财政专户收入	**0.00**
7、债券融资	372300.00		
（1）中央代发地方政府债券	304300.00		
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	68000.00		
8、向单位、个人借款	0.00		
9、拖欠工资和工程款	0.00		
10、其他	0.00		
（二）担保债务余额	1653.00		
1、政府担保的外国政府贷款	0.00		
2、政府担保的国际金融组织贷款	0.00		
3、政府担保的国内金融机构借款	1165.00		
4、政府担保的融资平台债券融资	0.00		
5、政府担保向单位、个人借款	488.00		
6、其他	0.00		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**439363.00**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**503945.00**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			**87.18%**

资料来源：蓬莱市财政局

六、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。2017 年 2 月，公司股东变更为蓬莱市国有资产监督管理局，注册资本仍为 3 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未变动。

3. 政府支持

2016 年，公司收到蓬莱市财政局拨付的债券置换款 11.59 亿元，计入“长期应付款”科目。跟踪期内，公司获得政府补贴 1.01 亿元，主要系债券利息补助。

根据蓬政发[2015]第 14 号《蓬莱市人民政府关于市城投集团解决应收款项相关问题请示的批复》文件，市财政局对公司截至 2014 年底的应收类款项 2016 年起开始偿付。由于蓬莱市政府 2016 年未出让用于偿还上述应收款项的配套地块，故蓬政发[2015]第 14 号文未按原计划执行。

总体看，蓬莱市政府对公司的支持具有一定持续性。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构发生变化。公司股东由蓬莱旅游度假区管理委员会和蓬莱阁大酒店变更为蓬莱市国有资产监督管理局，股东行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设董事会，成员为3人，设董事长1人。董事会行使负责召集董事，并向股东报告工作，执行股东决议等职权。公司设监事会，成员为3人，监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

跟踪期内，公司管理制度无变化。

八、经营分析

公司营业收入主要由土地整理收入、旅游门票收入和房屋销售收入三部分组成。2016 年，公司实现主营业务收入 4.54 亿元，较上年下降 12.89%。2016 年，公司土地整理实现收入 2.43 亿元，占主营业务收入比重下降至 53.62%；门票收入 1.59 亿元，较上年略有增长，整体较为稳定；公司 2015 年新增房屋销售收入，当年收入规模较小，2016 年房屋销售收入 4790.01 万元，收入规模较 2015 年大幅增长，主要原因是公司负责开发的水产小区 2016 年已竣工，部分房屋已在当年实现了销售收入；公司 2015 年新增担保收入，收入规模较小，2016 年担保收入略有下降。毛利率方面，由于 2016 年整理的土地拆迁成本较高，公司土地整理业务的毛利率由 2015 年的 48.52%下降至 34.13%；公司 2016 年房屋销售业务的毛利率为 72.14%，门票收入、担保收入毛利率均为 100%。

表 3　2014~2016 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理收入	67854.13	72.18	61.62	35971.65	69.09	48.52	24319.35	53.62	34.13
土地转让收入	8614.01	9.16	20.46	--	--	--	--	--	--
门票收入	17535.60	18.65	100.00	15714.47	30.18	100.00	15909.90	35.08	100.00
房屋销售收入	--	--	--	12.07	0.02	100.00	4790.01	10.56	72.14
担保收入	--	--	--	370.00	0.71	100.00	339.81	0.74	100.00
合计	94003.74	100.00	65.00	52068.18	100.00	64.43	45359.07	100.00	61.74

资料来源：公司审计报告

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。2016年，公司旅游产业实现门票收入1.59亿元，较2015年增长1.24%。2016年蓬莱阁接待游客148万人，较上年增长32.14%，主要吸引的是景区周边游客，该类游客门票价格较低。

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. 土地开发

公司收入构成中的土地整理收入主要是由子公司城投公司的土地整理熟化和公司自有土地出让业务实现。

城投公司与蓬莱市政府于2005年和2013年1月分别签订了《土地储备代理协议》和《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商住用地土地出让收入的55%向城投公司支付代理费。

2016年，蓬莱市共挂牌出让商住用地429.88亩，取得土地出让合同收入4.42亿元，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2.43亿元，当年已全部回款。2016年公司土地整理熟化收入较上年下降32.3%，主要是达到挂牌出让条件的土地面积减少所致。

2016年，公司土地整理范围进一步扩大，增加西海岸新区，蓬莱西部区域，新开发区，以及城镇周边地区，土地整理面积达5000亩左右。2016年，公司无土地转让相关收入。根据公司土地开发整理计划，公司2017年将对蓬莱市全区域内800亩左右土地进行出让，对公司未来营业收入形成一定支撑。

联合资信关注到，公司土地整理收入是营业收入的主要组成部分，易受房地产调控和土地监管政策等影响，未来土地出让具有一定的不确定性。

3. 城市基础设施投资建设

城投公司为蓬莱市城市公共基础设施和重点工程建设投资建设主体，负责承建蓬莱市基础设施建设项目。

2014年5月，城投公司与蓬莱市财政局签订了《投资建设项目回购意向书》，对于城投公司投资建设的自有资产（主要是基础设施）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。蓬莱市财政局回购项目包括：城区道路、防潮堤、206国道、海水浴场、城市公园、卫生院、看守所、海市学校、镇街道路及市政管网、平山河整治、农高区观光大道、开发区周边道路、艾山旅游通道、供暖管网、旅游集散中心、师范学校、新汽车站等。近三年，蓬莱市财政局未对城投公司的固定资产（部分基础设施项目已转固定资产）进行回购。

账务处理方面，城投公司承担建设的城市公共基础设施在在建工程科目体现，待项目建设完工后转入固定资产。

截至2016年底，城投公司有部分在建基础设施项目未出现在政府回购项目列表中，包括：城乡垃圾一体化、蓬栖高速、民兵武器装备仓库等。对于未纳入政府回购列表中的项目，城投公司自筹资金建设，等完工后再申请移交、政府回购。截至2016年底，城投公司在建项目已投资49.23亿元，尚需投资6.66亿元。截至2016年底，城投公司已签订转让协议的基础设施项目尚有约17.57亿元的政府转让款未收到。同时，由于绝大多数在建工程项目预计于未来两年内完工，城投公司短期内仍存在一定融资需求。

表4　截至2016年底城投公司在建工程（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	尚需投资	预计完工时间
道路及地下管网改造工程	178464.00	151570.16	26893.84	2018.5
水城项目	137000.00	157704.00	1000.00	2017.12

公园景观	5000.00	4334.72	665.28	2017.12
农高区旅游观光大道	3800.00	3719.92	80.08	2017.12
城乡垃圾一体化	5000.00	345.71	4654.29	2017.12
超载超限检测站	200.00	161.50	38.50	2017.12
泊柳路	200.00	180.67	19.33	2017.12
平山河整治	31363.00	30863.00	500.00	2018.6
解北路	150.00	34.46	115.54	2017.12
泊柳国防公路	457.00	233.70	223.30	2017.12
北沟垃圾场	700.00	627.09	72.91	2018.06
206 国道西线	480.00	297.67	182.33	2017.12
206 国道绿化	480.00	283.45	196.55	2017.12
艾山旅游通道	5500.00	1567.74	3932.26	2018.12
海滨公园亮化	200.00	192.40	7.60	2017.12
旅游集散中心	6000.00	1506.06	4493.94	2017.12
师范学校	22800.00	21740.88	1059.12	2017.12
新汽车站	9000.00	7268.67	1731.33	2017.12
206 国道、蓬寨路、蓬水路路灯	4000.00	3718.37	281.63	2017.12
新市场	1800.00	546.00	1254.00	2018.06
机场连接线	1500.00	1440.18	59.82	2018.06
平山水厂	1200.00	740.61	459.39	2018.12
避风港	800.00	162.80	637.20	2017.6
海市学校	100.00	37.07	62.93	2017.12
卫生院	100.00	8.40	91.60	2017.12
解北路	150.00	34.38	115.62	2017.12
超载超限检测站	600.00	16.71	583.29	2017.12
泊柳路	450.00	189.19	260.81	2017.12
龙烟铁路站前广场	5000.00	4426.44	573.56	2018.12
蓬栖高速	9800.00	2068.32	7731.68	2018.12
县级道路生命防护工程	7000.00	856.50	6143.50	2018.12
民兵武器装备仓库	400.00	121.02	278.98	2018.12
其他工程及费用	--	95331.72	2200.00	--
合计	**--**	**492329.51**	**66600.21**	**--**

资料来源：公司提供

注：上述在建工程已完成投资金额与在建工程账面金额不一致是因为满足条件的部分项目已转固定资产。

4.房地产开发业务

城投公司负责房地产开发，主要从事安置房、商品房及商务综合体开发业务。城投公司通过招拍挂取得开发用地，以自有资金投入开发，安置房建成后，城投公司按房屋开发总成本并结合周边区域市场价格确定一个合理价格上报城市建设重点工程指挥部，指挥部批准后，财政拨款；商品房按市场价格自行销售，商务综合体将对外出租。

2016 年公司在售房屋“水产小区”，包括安置房 44 户，门市房 1726.06 平米以及部分商品房。根据《关于将体育场片区安置费用纳入

土地成本的请示》（蓬城投字[2014]119 号）及批复意见，安置房（水供宿舍）44 户，面积门市房按 1 万元/平米（市场售价 1.2~1.3 万元/平米）计算，金额 1726.06 万元；上述房屋（安置房和门市房）合计金额 3927.62 万元，由政府回购并支付房款；“水产小区”剩余商品房按市场价格销售。2016 年，城投公司“水产小区”已竣工，预计实现 0.63 亿元销售收入，2016 年实现了 0.48 亿元的房屋销售收入，其中政府已回款 0.39 亿元，自售商品房回款 3669.27 平米，按 6000 元/平米（政府会议决定的货币补偿标准）计算，金额 2201.56 万元；0.09 亿元。

公司在建房地产项目“名仕商务综合楼”建设面积 18822.6 平方米，总投资 4500 万元，截至 2016 年底，公司已投资 2264 万元，计划于 2017 年竣工。“名仕商务综合楼”竣工完成后预计每年可实现租金收入 1000 万元左右。截至 2016 年底，公司土地储备情况详见下表。

表 5　截至 2016 年底公司主要土地储备明细（单位：万平方米、万元）

项目名称	地理位置	批准土地用途	面积	取得方式	账面价值	是否抵押
西庄新区	小泰山北路南、盘山路西	商用	0.11	招拍挂	1309.36	否
西庄新区	小泰山北路南、盘山路西	住宅	1.05	招拍挂		否
博展三期	206 国道南、蓬寨路西	批发零售用地	5.33	招拍挂	3423.63	是
金百合	振兴路南、司家庄村南	城镇住宅用地	1.04	招拍挂	934.60	否

资料来源：公司提供

总体看，房地产开发业务为城投公司的新业务，为提升自身的整体盈利能力，城投公司未来将加强房地产这一经营性业务的开发力度。

九、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。跟踪期内，公司合并范围没有变化。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 148.22 亿元，所有者权益合计为 56.98 亿元（其中少数股东权益 2.84 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 4.57 亿元，利润总额 1.33 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 148.22 亿元，较上年底增长 21.07%。其中流动资产占 58.20%，非流动资产占 41.80%。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产合计 86.27 亿元，较上年底增长 19.19%。其中货币资金占 13.84%，应收账款占 20.16%，预付款项占 13.80%，其他应收款占 42.28%，存货占 7.26%。

截至 2016 年底，公司货币资金合计 11.94 亿元，较上年底增长 0.74%，其中银行存款占比超过 99.99%，另有少量现金；公司银行存款中受限资金 5000 万元，为存单质押。

截至 2016 年底，公司应收账款净值合计 17.40 亿元，与上年底相同，全部为应收蓬莱市财政局款项，账龄 3 年以上，账龄较长，占用公司资金明显；应收账款共计提坏账准备 0.18 亿元，坏账准备计提比例较低。

截至 2016 年底，公司预付款项合计 11.90 亿元，较上年底下降 5.62%，主要系预付的工程款项。从账龄来看，1 年以内的占 41.60%，1 至 2 年的占 22.80%，2 至 3 年的占 4.49%，3 年以上的占 31.11%。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 36.47 亿元，较上年底增长 54.64%，主要系往来款增加所致。从账龄来看，公司其他应收款账龄在

1 年以内的占 50.84%，1~2 年的占 42.79%，2~3 年的占 3.97%，3 年以上的占 2.40%，公司对上述款项累计计提坏账准备 3121.24 万元。公司其他应收款前五名合计 28.88 亿元，占其他应收款总额的 78.51%，集中度较高。

表 6　截至 2016 年底公司其他应收款前五名欠款单位情况　　（单位：万元、%）

单位名称	年末欠款金额	占其他应收款总额的比例
财政局基建科	188420.22	51.22
蓬莱市滨海热力有限公司	51768.21	14.07
蓬莱阁文化旅游集团有限公司	24495.78	6.66
山东蓬建建工集团有限公司	10000.00	2.72
蓬莱市兴蓬交通有限公司	14120.81	3.84
合计	**288805.02**	**78.51**

资料来源：公司审计报告

根据蓬政发[2015]第 14 号《蓬莱市人民政府关于市城投集团解决应收款项相关问题请示的批复》，截至 2014 年底，公司在开展正常经营活动的过程中，形成了以下应收款项：蓬莱市财政局应收账款 17.97 亿元、蓬莱市财政局基建科其他应收款 3.34 亿元，有关政府其他部门其他应收款 0.90 亿元，合计 22.21 亿元。市政府同意以土地出让收益偿还上述款项；配套地块可供地面积 2004 亩，供地性质为旅游商住用地；上述土地出让后，按市区内同类型地块平均出让价格 155 万元/亩测算，预计出让总收入约 31.06 亿元，扣除土地出让成本后，净收益为 26.40 亿元，并用以偿还上述欠款。若该地块出让价格未达到测算标准，差额部分由市财政安排资金补足；上述地块具体出让计划情况见下表。此外，市政府同意以土地出让金抵欠款：未来“招、拍、挂”的土地中，由城投集团中标摘牌的土地，摘牌后所需缴纳的土地出让金，可与市政府相关部门所欠的应收款项相抵。但联合资信关注到，蓬莱市政府 2016 年未出让用于偿还上述应收款项的配套地块，蓬政发[2015]第 14 号文未按原计划执行，公司应收类款项在跟踪期内仍持续增长。同时上述测算出让价格高于目前市区商住用地出让均价，未来土地出让总收入的实现存在一定不确定性。

表7　财政应收款配套土地出让计划情况 （单位：亩、亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
计划出让土地面积	204	200	200	200	200	200	200	200	200	200	2004
预计取得土地出让收益	3.16	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	31.06
预计拨付资金	3.00	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	26.40

资料来源：蓬政发[2015]第14号《蓬莱市人民政府关于市城投集团解决应收款项相关问题请示的批复》

截至 2016 年底，公司存货合计 6.26 亿元，较上年底下降 1.17%，主要开发成本减少所致。公司存货主要由土地使用权（4.30 亿元）、开发成本（1.96 亿元）构成。2016 年公司未计提存货减值准备。截至 2016 年底，公司用于借款抵押的土地使用权面积为 266.86 亩，占存货中全部土地使用权面积的 54%，用于借款抵押的土地使用权账面价值为 2.70 亿元，占存货账面价值的 43.13%。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产合计 61.96 亿元，较上年底增长 23.78%，主要源于在建工程的增加。非流动资产中，固定资产占 45.52%，在建工程占 47.32%。

截至 2016 年底，公司固定资产 28.20 亿元，较上年底下降 2.04%，其中房屋建筑物占 99.92%，余下为少量机器设备和运输设备。截至 2016 年底，公司固定资产未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司在建工程合计 29.32 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。2016 年公司在建工程较上年增加 12.15 亿元，主要系

基础设施项目投资规模增加所致。截至 2016 年底，公司在建工程未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司无形资产 3.95 亿元，同比下降 1.54%，主要无形资产摊销所致，无形资产中已有 126.64 亩的土地用于抵押，占无形资产中全部土地使用权面积的 40.75%；用于抵押土地的账面价值约为 2.09 亿元，占无形资产账面价值的 52.91%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产占比小幅下降，公司应收账款、预付账款和其他应收款占比较大，土地抵押比例较高，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。

2.负债和所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 56.98 亿元（其中少数股东权益 2.84 亿元），较上年底增长 2.15%。公司所有者权益中，实收资本占 5.27%，资本公积占 65.66%，未分配利润占 24.08%，少数股东权益占 4.99%。公司所有者权益稳定性强。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 91.25 亿元，较上年底增长 36.90%，其中流动负债占 51.65%，非流动负债占 48.35%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 47.13 亿元，较上年底增长 54.66%，主要来自于其他应付款的增加。其中应交税费占 17.89%，其他应付款占 71.16%。

截至 2016 年底，公司其他应付款合计 33.53 亿元，较上年底增长 97.09%，主要系往来款。从账龄来看，1 年以内的占 79.03%，1 至 2 年的占 13.46%， 2 至 3 年的占比 7.30%，3 年以上的占 0.21%。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债合计 44.12 亿元，以长期借款、应付债券和长期应付款为主，较上年底增长 21.94%。截至 2016 年底，公司长期借款合计 8.52 亿元，较上年底下降 47.26%，其中信用借款占 12.32%，质押借款占 5.28%，保证借款占 70.66%，质押、保证借款占 11.74%；同期，公司应付债券为 15.38 亿元，同比下降 6.79%，主要系公司 2016 年偿还债券本金所致；同期，公司长期应付款为 20.22 亿元，较 2015 年增加 16.69 亿元，主要系当年收到的政府债务置换款（11.59 亿元）和棚改资金（5.10 亿元）。

截至 2016 年底，公司调整后全部债务 32.08 亿元，较上年底下降 10.41%，其中短期债务占 9.61%，调整后长期债务占 90.39%，长期债务占比有所下降。从债务指标看，公司资产负债率为 61.56%，较上年增长 7.12 个百分点；调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 36.02%和 33.73%，较上年分别下降 3.08 和 3.20 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性强；有息债务规模有所上升，但整体债务负担尚处于合理水平。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来源于城投公司土地整理形成的收入以及本部经营的旅游收入。2016 年，公司实现营业收入 4.57 亿元，较 2015 年下降 14.46%，主要是达到挂牌出让条件的土地面积减少所致。由于 2016 年整理的部分土地拆迁成本较高，公司整体营业利润率下降至 60.77%。受公司土地整理业务下降和上级管理费（景区收支差）增加影响，2016 年公司实现营业利润 0.30 亿元，较 2015 年下降 82.75%。跟踪期内，公司营业外收入 1.03 亿元，其中政府补助 1.01 亿元。2016 年，公司利润总额 1.33 亿元，较 2015 年下降 25.61%。

2016 年，公司期间费用合计 2.34 亿元，较上年同期增长 29.99%。2016 年，公司期间费用占营业收入的比重较上年的 33.66%上升至 51.15%，公司期间费用控制能力持续下降。

从主要盈利指标来看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.07%和 2.10%，

较 2015 年分别下降 0.73 个和 1.05 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力持续下滑，整体盈利能力偏弱。

4. 现金流及保障

经营活动方面， 2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.96 亿元，同比下降 46.17%，主要系 2016 年营业收入减少所致。从收入实现质量看，2016 年，公司现金收入比为 108.51%，较上年下降 63.93 个百分点，主要是公司 2015 年将收到与财政局基建科项目往来的部分款项列入“销售商品、提供劳务收到的现金”，公司实际回款情况低于指标值，故 2015 年现金收入比偏高，2016 年现金收入比处于正常水平。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金 5.74 亿元，主要为土地整理业务的支出等。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金主要为资金往来款，分别为 14.37 亿元和 3.11 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.70 亿元，受往来款影响，公司经营活动净额大幅增长。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入为 8.12 亿元，主要系收回理财产品收到的现金；2016 年公司投资活动现金流出为 22.85 亿元，主要系在建工程投资支出以及购买理财产品所支付的现金。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-14.73 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 21.33 亿元，同比下降 13.61%，主要是公司借款大幅减少所致；同期，公司收到其他与筹资活动有关的现金大幅增加，主要是债务置换资金和棚改资金；同期，公司筹资活动现金流出为 16.22 亿元，同比增长 64.20%，主要为公司偿还债务支付的现金以及偿付利息支付的现金。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.11 亿元。

总体来看，受往来款影响，跟踪期内公司经营活动净额大幅增长，考虑到投资活动现金流出规模和在建项目的后续投资，公司仍存在一定的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 183.05%和 169.77%，分别比上年底下降 54.47 个百分点和 46.96 个百分点。受经营活动现金流净额由负转正影响，经营现金流动负债比由上年的-8.58%上升至 20.59%。考虑到公司现金类资产较为充裕，同时公司短期债务规模较小，现金类资产对短期债务的保障能力较好，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 2.65 亿元，较 2015 年下降 15.19%，公司调整后全部债务/EBITDA 为 12.10 倍。公司长期偿债能力较上年明显弱化，但考虑到政府对公司的长期支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司获得各商业银行的授信额度合计 13.10 亿元，已使用 11.10 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年底，公司对外担保余额 37.22 亿元，主要是对蓬莱市振蓬农业开发有限公司（11.19 亿元）、蓬莱阁文化旅游集团有限公司（7.14 亿元）、蓬莱市兴蓬交通有限公司（5.09 亿元）、蓬莱市供水总公司（3.21 亿元）、蓬莱西海岸海洋文化旅游产业开发有限公司（3.19 亿元）等单位提供担保，担保比率 25.11%。被担保企业大部分为国有企业，公司对民营企业的担保金额为 1.05 亿元（担保单位系城投公司子公司山东盛业融资担保有限公司），存在一定或有负债风险。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的最新《企业信用报告》（机构信用代码：G9937064800007160G），截至 2017 年 4 月 28 日，公司本部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。

7. 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强。

十、存续债券保护条款分析

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/PR 蓬莱阁”），分别于 2016 年 1 月、2017 年 1 月共偿还本金 2.40 亿元，截至 2017 年 3 月底，公司待偿还本金 5.60 亿元。2016 年，公司 EBITDA 为 2.65 亿元，为“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”待偿还本金的 0.47 倍，EBITDA 对待偿还债券本金保障能力较弱；公司经营活动产生的现金流入量为 19.33 亿元，为“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”待偿还本金的 3.45 倍；公司经营活动产生的现金流量净额为 9.70 亿元，为“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”待偿还本金的 1.73 倍；公司经营活动现金流量对待偿还债券本金保障能力较强。

考虑到“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”设立本金分期兑付条款，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 年每年偿还本期债券发行额的 15%(（即 1.20 亿元)；第 8 年偿还本期债券发行额的 25%（即 2.00 亿元)。按每年最大偿付本金（2.00 亿元）计算， 2016 年公司 EBITDA 为每年偿付本金的 1.33 倍，经营活动现金流入量为每年偿付本金的 9.67 倍，经营活动现金流量净额为每年偿付本金的 4.85 倍；EBITDA 对“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”每年偿付本金的保障能力一般，经营活动现金流量对每年偿付本金的覆盖程度好。

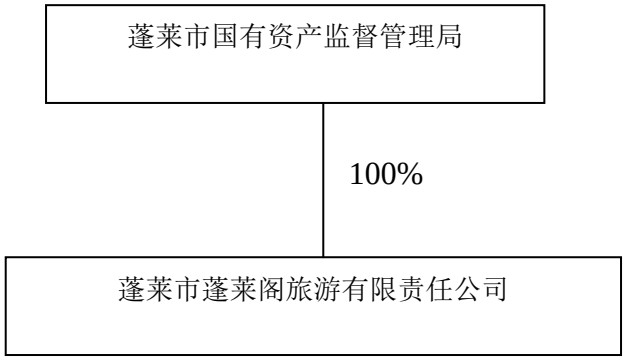
此外，为了保证存续期债券本息的按期足额偿还，公司设立了专项偿债账户，并与兴业银行股份有限公司烟台分行（以下简称“兴业银行”）签订了《债券账户及资金监管协议》，由兴业银行烟台分行实施监管。

“13 蓬莱阁债/PR 蓬莱阁”由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“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/PR 蓬莱阁”的信用水平。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司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/PR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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.61	11.85	11.94
资产总额(亿元)	109.42	122.43	148.22
所有者权益(亿元)	59.82	55.78	56.98
短期债务(亿元)	3.85	3.16	3.08
长期债务(亿元)	20.16	32.65	23.90
调整后长期债务(亿元)	20.16	32.65	29.00
全部债务(亿元)	24.01	35.81	26.98
调整后全部债务(亿元)	24.01	35.81	32.08
营业收入(亿元)	9.44	5.35	4.57
利润总额(亿元)	4.24	1.78	1.33
EBITDA(亿元)	5.20	3.13	2.65
经营性净现金流(亿元)	8.16	-2.61	9.70
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.45	0.28	0.26
存货周转次数(次)	0.76	0.35	0.28
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.03
现金收入比(%)	95.37	172.44	108.51
营业利润率(%)	64.46	64.07	60.77
总资本收益率(%)	4.81	2.80	2.07
净资产收益率(%)	5.37	3.15	2.10
长期债务资本化比率(%)	25.21	36.92	29.55
调整后长期债务资本化比率(%)	25.21	36.92	33.73
全部债务资本化比率(%)	28.64	39.10	32.14
调整后全部债务资本化比率(%)	28.64	39.10	36.02
资产负债率(%)	45.34	54.44	61.56
流动比率(%)	165.97	237.52	183.05
速动比率(%)	151.16	216.73	169.77
经营现金流动负债比(%)	27.73	-8.58	20.59
EBITDA 利息倍数(倍)	3.43	2.13	1.37
全部债务/EBITDA(倍)	4.61	11.46	10.18
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.61	11.46	12.10

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。