跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2006 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持蓬莱市城市建设投资集团有限公司AA^-的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并将“15蓬莱债/15蓬莱债”的信用等级由AA^+调整至AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月十六日

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

蓬莱市城市建设投资集团有限公司
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
15 蓬莱债/15 蓬莱债	9 亿元	2015/11/25 2022/11/25	AAA	AA$^+$

跟踪评级时间：2016 年 8 月 16 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	3.67	3.11	11.16
资产总额(亿元)	107.33	98.63	118.77
所有者权益(亿元)	57.57	59.79	56.07
短期债务(亿元)	1.01	1.00	1.25
全部债务(亿元)	11.74	12.60	28.35
营业收入(亿元)	13.03	7.68	3.63
利润总额(亿元)	5.47	4.26	1.68
EBITDA(亿元)	5.54	4.37	2.18
经营性净现金流(亿元)	8.00	6.17	-3.43
营业利润率(%)	46.01	57.10	48.61
净资产收益率(%)	6.97	5.40	2.94
资产负债率(%)	46.36	39.38	52.79
全部债务资本化比率(%)	16.94	17.41	33.58
流动比率(%)	160.60	171.21	194.04
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.88	12.98
经营现金流动负债比(%)	20.49	22.64	-9.63

注：已将长期应付款中的有息部分调整至长期债务中核算。

分析师

张 依　杨明奇　黄琪融

邮件：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：Http：//www. lhratings.com

评级观点

蓬莱市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是蓬莱市城市基础设施项目建设和蓬莱市全区域内商住用地的开发投资主体。跟踪期内，蓬莱市经济持续增长，财政收入水平持续提高，公司继续保持明显的垄断优势。同时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。

蓬莱市经济增长稳定，未来随着蓬莱市的城市化建设不断推进，公司作为蓬莱市城市基础设施项目建设和蓬莱市全区域内商住用地的开发投资主体，未来收入有望进一步提高。

本期债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险，设立专项偿债账户，由交通银行烟台分行实施监管；中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）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到期按时偿还安全性。经联合资信评定，中投保主体长期信用等级由AA$^+$调整为AAA。

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，将“15 蓬莱债/15 蓬莱债”的信用等级由 AA$^+$调整至 AAA。

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. 公司计划开发整理并出让的土地规模较大，将为公司未来经营性收入形成一定保障。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模大幅增加，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. 公司已签订转让协议的基础设施项目尚未全部收到政府转让款，公司在建基础设施项目已完成规模较大，未来转让款的到位还有赖于政府配套土地出让的实现，公司存在一定的资金周转压力。
3. 公司土地整理收入易受宏观政策影响，未来该业务板块的收入及盈利能力具有一定的不确定性。
4. 公司授信额度已使用完毕，且账面土地使用权剩余可供抵押价值较为有限，间接融资渠道有待拓宽。

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）与蓬莱市城市建设投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与蓬莱市城市建设投资集团有限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，未因蓬莱市城市建设投资集团有限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城市建设投资集团有限公司提供，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（以下简称“联合资信”）关于蓬莱市城市建设投资集团有限公司主体长期信用及“15蓬莱债/15蓬莱债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

蓬莱市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“城投集团”）前身蓬莱市城市开发投资有限公司，成立于2001年12月25日，由蓬莱市国有资产管理局和蓬莱市京蓬实业总公司共同出资设立，初始注册资本2000万元，其中蓬莱市国有资产管理局（以下简称“蓬莱国资局”）出资1900万元，占注册资本的95%；蓬莱市京蓬实业总公司（以下简称“京蓬实业”）出资100万元，占注册资本的5%。2003年5月，经公司股东大会决议，公司注册资本变更为10000万元，蓬莱国资局和京蓬实业持股比例不变。2007年12月，蓬莱国资局持有的公司95%的股权划转给蓬莱市蓬莱阁旅游有限责任公司（以下简称“蓬莱阁旅游”）。2009年9月，公司股东蓬莱市京蓬实业总公司变更为蓬莱市京蓬置业有限公司。2012年11月，公司股东京蓬实业将其持有的公司5%的股权转让给蓬莱市国资局；公司名称变更为蓬莱市城市建设投资集团有限公司。2013年3月，根据公司股东会议和修改后的公司章程规定，公司以资本公积转增实收资本40000万元，变更后注册资本50000万元。截至2015年底，公司注册资本50000万元，其中蓬莱阁旅游出资47500万元，占注册资本的95%；蓬莱国资局出资2500万元，占注册资本的5%。公司控股股东为蓬莱阁旅游，蓬莱旅游度假区管理委员会对蓬莱阁旅游控股98.20%，公司实际控制人为蓬莱旅游度假区管理委员会。

公司经营范围为：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、授权的土地开发整理、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）；农田、水利设施；农业水利灌溉系统的经营、管理；农业土地的综合开发、投资、建设、管理；农村土地整理服务；供水设施建设；水利土石方工程服务（以上范围需经许可经营的，须凭许可证经营）。

截至2015年底，公司本部设有办公室、资产经营部、土地开发部、工程管理部、投融资部、财务部和法务部七个部门科室。公司拥有下属5家子公司，分别为蓬莱市城市建设投资集团土地开发经营有限公司（以下简称“建投土地”）、蓬莱市惠农农业综合开发建设有限公司（以下简称“惠农农业”）、蓬莱市城市建设投资集团资产经营管理有限公司（以下简称“建投资管”）、蓬莱市城市建设开发有限公司（以下简称“城建开发”）和山东盛业融资担保有限公司（以下简称“盛业担保”）。

截至2015年底，公司合并资产总额为118.77亿元，所有者权益合计为56.07亿元。2015年，公司实现营业收入3.63亿元，利润总额1.68亿元。

公司注册地为蓬莱市经济开发区金创路170号，法定代表人为葛树宏。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉

动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般预算财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般预算财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（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调整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）中国基础设施建设发展展望

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。

2015年，全年全社会固定资产投资562000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%。其中，固定资产投资(不含农户)551590亿元，增长10.0%。东部地区投资232107亿元，比上年增长12.4%；中部地区投资143118亿元，增长15.2%；西部地区投资140416亿元，增长8.7%；东北地区投资40806亿元，下降11.1%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资15561亿元，比上年增长31.8%；第二产业投资224090亿元，增长8.0%；第三产业投资311939亿元，增长10.6%。基础设施投资101271亿元，增长17.2%，占固定资产投资(不含农户)的比重为18.4%。

截至2015年底，中国城镇化率为53.10%，较上年提高1.33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. 区域经济

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。

蓬莱市为山东省辖县级市，由烟台市代管。位于山东省东北部、烟台市境北部，北临黄海、渤海。全市总面积 1128 平方公里，45 万人口，辖 12 个镇（街）、1 处省级经济开发区和 1 处省级旅游度假区。蓬莱市抢抓建设山东半岛蓝色经济区和胶东半岛高端产业聚集区两个机遇，着力发展以京鲁船业、巨涛重工和渤海造船为代表的造船重工业，以历史文化游、滨海观光游、葡萄酒文化游和自然生态游为代表的旅游业，以优质产区、特色葡园和精品酒庄为代表的葡萄与葡萄酒产业，以重卡和改装车为代表的汽车及零部件加工业等优势产业，形成了以龙头企业为支撑、产业链条为纽带，富有区域特色的产业集聚发展格局，经济结构不断优化，综合实力明显增强。根据蓬莱市政府网站上公布的《2016 年蓬莱年鉴》显示，2015 年蓬莱市实现地区生产总值（GDP）471.3 亿元，按可比价格计算比上年下降 3.82%。其中，第一产业增加值 28.5 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 248.6 亿元，增长 8.3%；第三产业增加值 194.7 亿元，增长 9.8%。三次产业比例为 6.0:52.7:41.3。固定资产投资完成 401.1 亿元，增长 14.5 %。

2015 年，蓬莱市地方综合财力合计 67.22 亿元，同比增长 13.51%；其中蓬莱市实现地方财政一般预算收入 30.00 亿元，较 2014 年增长 10.28%（税收收入占一般预算收入的 80.31%）；国有土地使用权出让收入 25.79 亿元，较 2014 年底增长 17.22%。

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 2015 年底，蓬莱市地方政府债务 42.09 亿元，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 62.62%，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，地方政府债务水平一般。

表 1 截至 2015 年底蓬莱市地方政府债务余额及 2015 年综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	418800.00	（一）地方一般预算收入	300017.00
1、外国政府贷款	0.00	1．税收收入	240936.00
2、国际金融组织贷款	1670.00	2．非税收入	59081.00
（1）世界银行贷款	910.00	（二）转移支付和税收返还收入	114281.00
（2）亚洲开发银行贷款	0.00	1．一般性转移支付收入	34222.00
（3）国际农业发展基金会贷款	760.00	2．专项转移支付收入	59067.00
（4）其他国际金融组织贷款	0.00	3．税收返还收入	20992.00
3、国债转贷基金	0.00	（三）国有土地使用权出让收入	257906.00
4、农业综合开发借款	0.00	1．国有土地使用权出让金	238174.00
5、解决地方金融风险专项借款	0.00	2．国有土地收益基金	1847.00
6、国内金融结构借款	217881.00	3．农业土地开发资金	2318.00
（1）政府直接借款	904.00	4．新增建设用地有偿使用费	15567.00
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款	216977.00	（四）预算外财政专户收入	--
7、债券融资	175500.00		
（1）中央代发地方政府债券	95500.00		
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	80000.00		
8、向单位、个人借款	23749.00		
9、拖欠工资和工程款	0.00		
10、其他	0.00		
（二）担保债务余额	4256.00		
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	3499.00		
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	757.00		
6、其他	0.00		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**420928.00**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**672204.00**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			**62.62%**

资料来源：蓬莱市财政局

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2015 年底，公司注册资本为 5.00 亿元，其中蓬莱阁旅游出资 47500 万元，占注册资本的 95%；蓬莱国资局出资 2500 万元，占注册资本的 5%。公司控股股东为蓬莱阁旅游，蓬莱旅游度假区管理委员会对蓬莱阁旅游控股 98.20%，公司实际控制人为蓬莱旅游度假区管理委员会。

2. 企业规模

公司作为蓬莱市唯一的投资建设主体，承担市政府授权范围内的城市公共基础设施和重点工程建设，负责城市基础设施资产的营运及相关开发，在蓬莱市城市基础设施建设中发挥着不可替代的作用。公司自成立以来，广泛参与蓬莱市国有资产的经营管理，负责城市建设资金的筹措、管理和资本运作等，并负责蓬莱市城区多个市政基础设施项目的经营与管理。自 2001 年成立以来，公司管理机制逐步完善、经营范围逐步拓宽、业务水平逐步提高；随着蓬莱市城镇化进程的加速推进，公司的业务规模将持续扩大，垄断地位将进一步加强。

3. 人员素质

跟踪期间，公司高管人员有所调整。

由于公司董事长兼任政府官员，为贯彻“政企分开”要求，根据 2015 年 3 月公司股东会和董事会决议，同意仲良同志辞去公司董事长职务，并不再担任法定代表人；选举葛树宏同志为公司董事长，并担任公司法定代表人。

葛树宏，男，大学本科学历。曾任蓬莱市政府秘书，蓬莱市政府办公室副主任，蓬莱市政府副秘书长，蓬莱市供销合作社主任；2012 年 12 月 2015 年 3 月，任公司总经理。2015 年 3 月至今，任公司董事长、总经理。

4. 政府支持

跟踪期内，公司虽未获得蓬莱市政府在资本金注入及财政补贴等方面的支持，但根据蓬政发[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。总体看，蓬莱市政府对公司的支持具有一定持续性。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为蓬莱市唯一的城市基础设施和土地资源开发整理的投融资建设主体，公司经营运作中将城市基础设施建设与土地资源利用开发结合起来，对土地的开发整理后通过土地出让获得出让金返还，并用于土地业务的滚动开发；土地出让收益将用于城市基础设施的建设，对于基础设施投资缺口部分将由财政补贴予以弥补。

2015 年，公司营业收入 3.63 亿元，同比下降 52.65%。公司营业收入主要以土地整理熟化收入为主，另有少量担保费收入。

表2　2013~2015年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理熟化	130282.12	46.00	67854.13	61.62	35971.65	48.52
土地转让业务	--	--	8614.01	20.46	--	--
担保费	--	--	--	--	370.00	100.00
合计	**130282.12**	**46.00**	**76468.14**	**56.98**	**36341.65**	**49.04**

资料来源：公司审计报告

注：2013 年公司土地整理收入包含土地转让收入。

2. 土地整理熟化

公司主营业务收入主要为土地整理熟化收入和公司自有土地转让业务实现。公司是蓬莱市全区域内商住用地的土地整理开发主体[1]，并享有全市商住用地出让金55%的返还；此外，公司还可通过转让自有土地获得一定的收入补充。公司上述土地业务的收入实现将用以对土地整理业务的滚动开发。

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》[2]，依据协议，由公司代理蓬莱市政府对蓬莱市城镇规划区内的土地进行整理，由蓬莱市政府支付公司代理费。公司作为蓬莱市政府指定的土地整理代理方，负责蓬莱市城镇规划区内土地综合整治，土地征收、平整、复垦工作。市政府根据当年度土地出让金的55%向公司支付代理费，整理土地投放市场前期准备工作支付的相关费用由公司负责。

表3　2013~2015年公司实现土地出让情况

年份	出让面积（亩）	合同收入（万元）	按比例（55%）确认的收入	其他土地业务收入（万元）
2013年	2072.26	203717	112044	1054
2014年	1263.50	123600	67854	0
2015年	670.10	65403	35972	0

注：1. 其他土地业务收入主要为土地性质变更、容积率调整、土地证续期、补交土地出让金等业务收入；

2015年，蓬莱市共挂牌出让的商住用地土地面积670.10亩，合同收入6.54亿元；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3.60亿元。土地整理熟化收入较上年大幅下降46.99%，主要系受整理进度影响土地尚未达到挂牌出让的条件所致。

土地整理开发业务的账务处理方面，土地整理代理费（55%出让金返还）作为公司主营业务收入；土地开发整理成本为土地征收成本、地标补偿及安置费用等，计入预付款项科目，当年土地实现出让后结转公司相应的土地开发成本。2015年公司土地整理熟化业务收入毛利率48.52%，主要受土地开发整理成本、出让的土地地段位置以及土地市场活跃度的影响其盈利能力有所下降。

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243.15亩土地进行出让，对公司未来营业收入的形成一定支撑。

跟踪期内，公司土地整理熟化收入持续下降，但公司未来土地整理开发业务可持续性较强，对公司未来收入的实现形成一定支撑。但同时，联合资信关注到，公司整理开发的土地其出让易受房地产调控和土地监管政策等影响，未来土地出让的实现存在一定的波动性。

3. 城市基础设施投资建设

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，其运作模式为：通过土地整理开发业务所得的收益用于城市公共基础设施项目的投资建设；对于当年出现的资金缺口，由政府通过财政补贴和银行借款予以填补。

[1] 蓬莱市工业用地由各乡镇政府主导实施。
[2] 2013 年与蓬莱市政府签订《土地整理代理协议》后，2005 年的《土地储备代理协议》自动作废。

公司通过与蓬莱市财政局签订相关协议实现对投资建设完成的城市基础设施进行转让。协议约定了转让价格，一般为建设成本加计5%的投资回报收益。

账务处理方面，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。

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。2015年，公司固定资产未发生回购。

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2015年底，公司主要在建工程包括水城项目、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，在建项目总投资47.17亿元，已投资17.17亿元，尚需投资30.00亿元。工程建设完工后，市政府将根据规划分批对基础设施项目实施回购。总体上看，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，同时公司在建基础设施项目已完成规模较大，公司存在一定的资金周转压力。

此外，由于绝大多数在建工程项目预计于未来两年内完工，且投资规模较大，未来两年内公司或将存在一定的资金缺口。

表4　截至2015年底公司在建工程（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	178464.00	24498.88	153965.12	2018.5
水城项目	137000.00	75747.09	61252.91	2016.12
平山河整治	31363.00	530.78	30832.22	2017.6
师范学校	22800.00	15751.45	7048.55	2016.12
新汽车站	9000.00	6180.48	2819.52	2016.12
旅游集散中心	6000.00	1116.14	4883.86	2016.12
公园景观 2	5000.00	1527.25	3472.75	2016.12
城乡垃圾一体化二期	5000.00	46.72	4953.28	2017.6
农高区旅游观光大道	3600.00	3188.63	411.37	2017.6
新市场	1800.00	546.00	1254.00	2017.6
避风港	800.00	72.60	727.40	2017.6
超载超限检测站	600.00	161.50	438.50	2016.12
泥河东岸污水管道	600.00	309.39	290.61	2016.12
其他项目	69707.00	42013.17	27693.83	
合计	**471734.00**	**171690.09**	**300043.91**	

资料来源：公司提供

注：根据蓬莱市人民政府2014年2月《关于将平山河湿地公园划归文旅集团经营管理的通知》，平山河湿地公园交由蓬莱阁文化旅游集团有限公司（简称“文旅集团”）经营管理，文旅文化将截止协议签订前的公司前期投入资金全部支付给公司。协议签订后公园的后续付款事宜仍由公司负责，待工程完工后，文旅集团将后期发生款项支付公司。

4. 未来发展

公司未来将立足土地开发和投融资两项主要业务，逐步向资产经营和资本运作方向拓展，经营领域向蓝色经济、教育医疗、文化产业、服务业等新兴板块延伸，扩大实体经济规模，构建有效偿债机制，发展成为有实体经营业务与经营行为的市场主体。结合蓬莱市城区总体规划意见，公司制定了如下的发展战略：

1）优化资本结构、确保国有资产保值增值

进一步整合现有国有资产，充分发挥国有资产的整体融资效应；积极参与蓬莱市国有股权投资，实现国有资产的保值和增值；通过成立全资或控股子公司，实现国有资本跨行业，多领域发展。

2）立足基础设施项目建设、实现较快增长

作为蓬莱市重大项目投资建设主体和国有资产经营主体，未来公司将积极探索多种投融资形式，拓宽融资渠道，继续推动城市基础设施建设。

3）加大重点项目开发力度、打造宜居城区

公司将以路网、保障房和环境建设为重点，围绕“内成网、外成环”的目标，完善区域交通总体框架；坚持新区开发和旧城改造并举，拉大城市框架，完善城市功能。

4）加强公司实体化运作，提高公司国有资产的投资经营效益

加强公司经营性业务的开发力度，提升公司资产和业务的盈利能力；进一步加大对资产的管理力度，增强业务竞争能力，提高盈利水平；公司努力发展成为集股权投资、资产管理、保障房建设和工程开发业务为一体的综合性公司。

八、募集资金使用情况

“15 蓬莱债/15 蓬莱债”于 2015 年 11 月 25 日发行，募集资金 9 亿元，用于蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程。截至 2015 年底，募集资金已使用 3.27 亿元，其中 2.45 亿元用于募投项目建设，0.82 亿元用于支付发行相关费用。

募投项目为蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程，总投资 17.85 亿元，募集资金占总投资比例约 50.42%。截至 2015 年底，公司项目已投资 2.45 亿元，完工比例 14%。

本期债券付息日为 2016 年至 2022 年每年的 11 月 25 日。截至 2015 年底，本期债券尚未发生付息情形。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 年度财务报表已经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年，公司合并范围无变化，财务数据具有较强可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额为118.77亿元，所有者权益合计为56.07亿元。2015年，公司实现营业收入3.63亿元，利润总额1.68亿元。

2. 盈利能力

2015 年，公司营业收入较 2014 年下降 52.65%，为 3.63 亿元，主要受整理进度影响土地尚未达到挂牌出让的条件所致。相应的，2015 年公司营业成本为 1.85 亿元，同比下降 43.76%。2015 年公司营业利润率 48.61%，较上年下降 8.49 个百分点。

从期间费用看，公司期间费用主要是管理费用和财务费用。2015年，公司期间费用为0.23亿元，同比上升 6.85%。2015 年，公司期间费用占营业收入比重 6.58%，较上年上升 3.66 个百分点。扣除各项期间费用后公司实现利润总额 1.68 亿元。从主要盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.90%和 2.94%，较 2014 年分别下降 2.57 个和 2.46 个百分点。

跟踪期内，公司营业收入大幅下降，整体盈利能力有所减弱。

3. 现金流

经营活动方面，2015 公司销售商品、提供劳务收到的现金年为 7.51 亿元，同比增长 3.72%，主要为 2015 年收到的部分资金和与收到财政局基建科的往来款。从收入实现质量看，2015 年，公司现金收入比为 206.59%，较上年增加 112.28 个百分点，主要系将与财政局基建

科项目往来的部分款项列入现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金所致，公司实际回款情况低于指标值。同期购买商品、接受劳务支付的现金 7.95 亿元，主要为土地整理开发业务的支出等。公司收到其他与经营活动有关的现金与支付的其他与经营活动有关的现金为其他应收款和其他应付款中的资金往来情况。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.43 亿元，公司经营获取现金的能力较上年明显恶化。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流出规模小，仅为 0.40 亿元；购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.75 亿元，主要系对城市基础设施建设的投资支出；公司投资活动产生的现金流量净额为-3.95 亿元。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 20.91 亿元，同比增长 310.63%，主要系 2015 年发行的 9 亿元企业债券和政府债券置换资金到位所致；同期，筹资活动现金流出为 5.47 亿元，同比增长 18.05%，主要为公司偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 15.43 亿元。

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额由正变负，投资活动产生现金流规模较小，考虑到公司在建项目的后续投资较大，公司整体对外融资依赖程度仍较大。

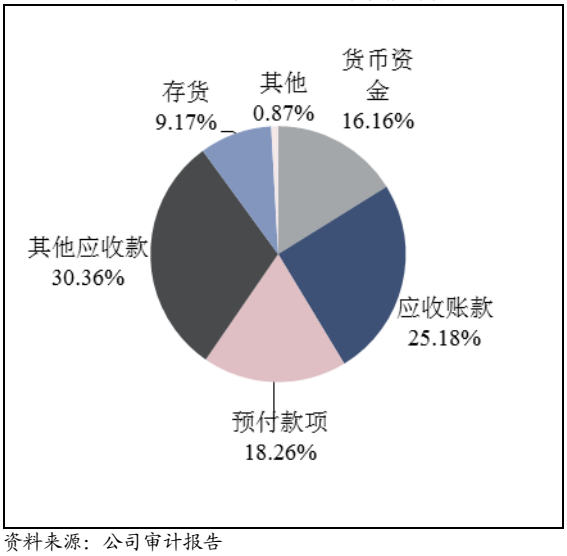
4. 资产及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 118.77 亿元，较上年底增长 20.43%，主要系预付款项和其他应收款的增长；从构成来看，公司流动资产和非流动资产分别占 58.16%和 41.84%，公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 69.08 亿元，同比增长 48.11%，主要由其他应收款（占 30.36%）、应收账款（占 25.18%）、预付款项（占 18.6%）、货币资金（占 16.16%）和存货（占 9.17%）构成。

图 1　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 11.16 亿元，同比上升 259.42%，主要系公司 2015 年发行的 9 亿元企业债券所获得的现金。构成中银行存款占比超过 99%，另有少量现金和其他货币资金。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 17.40 亿元，较上年底下降 16.50%[3]，主要系公司将建成的基础设施转让给市财政局产生的应收款项，账龄全部在 3 年以上。公司对应收账款仅计提 1%的坏账准备。

截至 2015 年底，公司预付款项 12.61 亿元，较上年底增长 67.89%，主要系预付的工程款项。账龄在 1 年以内占 50.16%，账龄在 1~3 年内的预付款占 37.72%，账龄在 3 年以上的预付款占 12.12%。

截至 2015 年底，公司其他应收款 20.97 亿元，较上年底增长 101.04%，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 89.80%，在 1~3 年内的占 8.60%，在 3 年以上的占 1.60%，整体账龄较短，公司对上述款项累计计提坏账准备 836.54 万元。

[3] 2015 年审计报表中对公司期初应收账款调减 3.07 亿元，主要系公司 2014 年不再行使土地收储职能，相应的应收土地出让金由相关企业直接向蓬莱市财政局缴纳所致。跟踪评级报告中 2014 年数据来源于 2014 年审计报告，故 2015 年应收账款较上年大幅下降 16.50%。

表 5　截至 2015 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	93131.52	44.23
蓬莱市滨海热力有限公司	46768.21	22.21
山东蓬建电工集团有限公司	14461.72	6.87
蓬莱经济开发区管理委员会	9000.00	4.27
蓬莱市兴蓬交通有限公司	8720.81	4.14
合计	**172082.26**	**81.72**

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6。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。同时，市政府承诺，不再通过暂借款和垫付款等方式增加城投集团应收款，并保持城投集团未来经营的独立性。同时，市政府承诺，不再通过暂借款和垫付款等方式增加城投集团应收款，并保持城投集团未来经营的独立性。但联合资信关注到，公司的应收类款项2015年仍持续增长，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6　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 2015 年底，公司存货 6.33 亿元，同比增长 45.35%，主要系开发成本增加所致。公司存货由土地使用权（4.30 亿元）、开发成本（1.96 亿元）和库存商品（701.40 万元）构成；土地使用权主要是政府以前年度划入、目前转为出让地的土地资产；开发成本为子公司蓬莱市城市建设开发有限公司开发的水供小区及仙境•名仕商务楼的前期建设成本及土地成本。截至 2015 年底，已用于借款抵押的土地使用权面积为 21.09 万亩，占全部存货中土地使用权面积的 64.14%。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 49.70 亿元，同比下降 4.41%。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产（占 57.22%）、在建工程（占 34.55%）、无形资产（占 8.07%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产 28.44 亿元，较上年增长 26.23%，主要系由于代建项目完工后转入固定资产所致。同期公司在建工程 17.17 亿元，同比下降 21.97%，截至 2015 年公司在建工程主要为蓬莱市城市道路建设、垃圾处理厂、河流整治等基础设施建设工程；在建工程减少主要系部分工程阶段性转入固定资产和平山河项目划转让给蓬莱阁文化旅游集团有限公司所致。截至 2015 年底，无形资产 4.01 亿元，同比下降 45.56%，主要系政府无偿划转了公司

部分土地使用权；无形资产中已有 18.39 万亩的土地用于抵押，抵押比例为 90.47%。

跟踪期内，公司流动资产中应收账款和其他应收款占比仍维持高位；固定资产中公益性资产规模持续增大；土地抵押比率高。总体看，公司资产质量一般，流动性弱。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 56.07 亿元，同比下降 6.22%，主要由实收资本（占 8.92%）、资本公积（占 68.39%）、盈余公积（占 2.64%）和未分配利润（占 20.05%）构成。

截至 2015 年底，公司实收资本 5.00 亿元，与上年持平；同期公司资本公积 38.35 亿元，同比下降 5.65%，主要系政府无偿划转了公司部分土地使用权所致。整体来看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 62.70 亿元，同比增长 61.43%，主要系其他应付款和应付债券的增长。其中流动负债占比为 56.77%，较 2014 年底下降 13.36 个百分点，非流动负债占比为 43.23%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 35.60 亿元，同比增长 30.68%。从结构构成看，主要以其他应付款（占 69.12%）和应交税费（占 23.37%）为主。

截至 2015 年底，公司其他应付款 24.61 亿元，同比增长 48.94%，主要为对国资局下属企业与政府相关单位的往来款。从账龄来看，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 89.79%，在 1~3 年内的占 9.96%，在 3 年以上的占 0.25%，整体账龄较短。

表7　截至2015年底公司主要其他应付款

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占其他应收款总额的比例
蓬莱市兴蓬交通有限公司	88397.94	53.93
蓬莱阁旅游责任公司	76234.88	30.98
振蓬农业开发公司	45015.62	18.29
蓬莱市供水总公司	14595.00	5.93
蓬莱市人民医院	9820.00	3.99
合计	**234063.44**	**95.12**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 27.10 亿元，同比增长 133.64%，主要来自应付债券和长期应付款的增长。非流动负债主要由长期借款（占 55.10%）、应付债券（占 31.90%）和长期应付款（占 13.00%）构成。

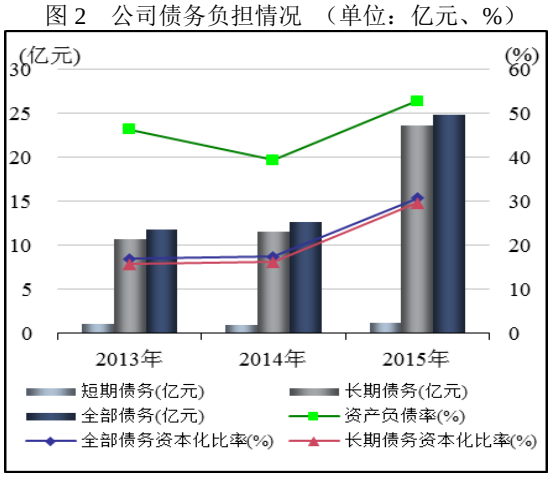
截至 2015 年底，公司长期借款 14.93 亿元，同比增长 28.73%，其中抵押借款 7.00 亿元，抵押借款 2.54 亿元，保证借款 3.37 亿元，抵押、保证借款 2.03 亿元。

2015 年，公司新增应付债券 8.65 亿元，为公司 2015 年成功发行的 9 亿元企业债“15 蓬莱债/15 蓬莱债”。

2015 年，公司新增长期应付款 3.52 亿元，为政府对负有偿还责任的 2015 年度到期债务本金进行债券置换所致。

截至2015年底，公司全部债务28.35亿元，其中长期债务27.10亿元，短期债务1.25亿元。从债务指标看，2015年公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈现大幅上升趋势，分别为52.79%、33.58%和32.59%，分别比上年上涨13.41个、16.17个和16.34个百分点，主要系2015年成功发行的9亿元公司债所致。

图 2　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司所有者权益略有下降，债务规模大幅上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受2015年公司流动资产快速增长的影响，公司流动比率和速动比率为194.04%和176.25%，较2014年底分别上升22.83和21.04个百分点，但考虑到公司其他应收款数额大且回款时间不确定，实际偿付能力低于指标值。受经营活动现金流净额由正转负影响，经营现金流动负债比由上年的22.64%下降至-9.63%。但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。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为2.18亿元，同比下降50.08%；全部债务/EBITDA为12.98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未来长期支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年底，公司对外担保总额16.96亿元，主要为对蓬莱市振蓬农业开发有限公司（6.20亿元）、蓬莱市供水公司（3.35亿元）、蓬莱市滨海热力公司（1.70亿元）、蓬莱市中医院（1.39亿元）和蓬莱市人民医院（1.04亿元）和等单位提供担保，担保比率30.24%，被担保单位经营风险较低，但担保利率较高，公司存在一定或有负债风险。

截至2015年底，公司获得银行授信额度为16.13亿元，授信额度已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据企业提供的中国人民银行企业信用报告，截至2016年7月20日，公司有4笔尚未结清的关注类贷款共计余额1.45亿元，全部系国家开发银行山东省分行（以下简称“国开行山东分行”）的固定资产贷款[4]，以及11笔已结清并正常收回的关注类贷款（其中有4笔共计1.23亿元的恒丰银行蓬莱支行贷款[5]、5笔共计0.39亿元的工商银行蓬莱支行贷款、1笔2.10亿元的国家开发银行山东省分行贷款以及1笔0.30亿元的交通银行莱阳支行贷款[6]）；除此之外，公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

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，并到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、存续债券保护条款分析

1. 本期债券偿还能力分析

截至2015年底，公司存续期内公司债券包括“15蓬莱债/15蓬莱债”9亿元。2015年，公司EBITDA为2.18亿元，为“15蓬莱债/15蓬莱债”待偿还本金的0.24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8.31亿元，为“15蓬莱债/15蓬莱债”待偿还本金的0.92倍，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金保障能力尚可。

考虑到“15蓬莱债/15蓬莱债”设立提前偿还条款，在债券存续期的第3至第7个计息年度分别偿还债券本金的20%。按每年偿付本金（1.80亿元）计算， 2015年公司EBITDA为每年偿付本金的1.21倍，经营活动现金流入量为每年偿付本金的4.62倍；EBITDA对“15蓬莱债/15蓬莱债”每年偿付本金的保障能力尚可，经营活动现金流入量对每年偿付本金的覆盖程度

[4] 根据国开行山东分行2014年8月出具的说明，根据国开行山东分行相关政策规定和审慎性原则，将政府融资平台贷款质量分类为关注；公司在国开行山东分行贷款均能按期还本付息，信用记录良好。

[5] 根据恒丰银行蓬莱支行2014年7月23日出具的说明，公司在恒丰银行蓬莱支行资信情况良好，未出现任何不良记录，恒丰银行蓬莱支行正在协调总行由关注类调整为正常类。

[6] 根据公司于2015年2月出具的说明：公司于2011年结清在工商银行蓬莱支行5笔关注类贷款金额总计3890万元，于2006年结清在交通银行莱阳支行1笔关注类贷款3000万元；次两家银行贷款划入关注类的原因系公司为政府平台类企业且资金用于政府公益性项目，银行划入关注类。

较好。

2. 担保方分析

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保；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。

中投保的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5.00 亿元，2000 年公司注册资本增至 6.65 亿元。2006 年，经国务院批准，中投保整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 30.00 亿元，并更名为中国投资担保有限公司；2010 年 9 月，中投保通过定向增发的方式引进投资者，从国有法人独资有限中投保变更为中外合资的有限责任公司，注册资本增至 35.21 亿元；2012 年 9 月，中投保以合计 9.79 亿元的资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本；2013 年 10 月，更名为中国投融资担保有限公司；2015 年 8 月，中投保以整体改制为股份有限公司，并更名为中国投融资担保股份有限公司；同年 12 月，中投保正式挂牌全国中小企业股份转让系统，中投保股东及持股情况见下表。

表 8 中投保股东及持股情况 （单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	国家开发投资公司	47.20
2	建银国际金鼎投资(天津)有限公司	17.30
3	CITIC Capital Guaranty investments Limited	11.23
4	CDH Guardian (China) Limited	10.63
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	7.68
6	金石投资有限公司	4.23
7	国投创新(北京)投资基金有限公司	1.73
合 计		100.00

注：国家开发投资公司持有国投创新（北京）投资基金有限公司 27.22%的股权；

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理。

截至 2015 年末，中投保本部设有财富管理中心、互联网金融中心、综合担保中心、小微金融担保中心、资产经营中心、风险管理中心、法律事务中心和研究中心以及 8 个后台职能部门；在全国设有 4 个区域营销分公司，全资拥有 4 家子公司，控股 5 家公司，参股 5 家公司；母公司正式员工共 310 人。

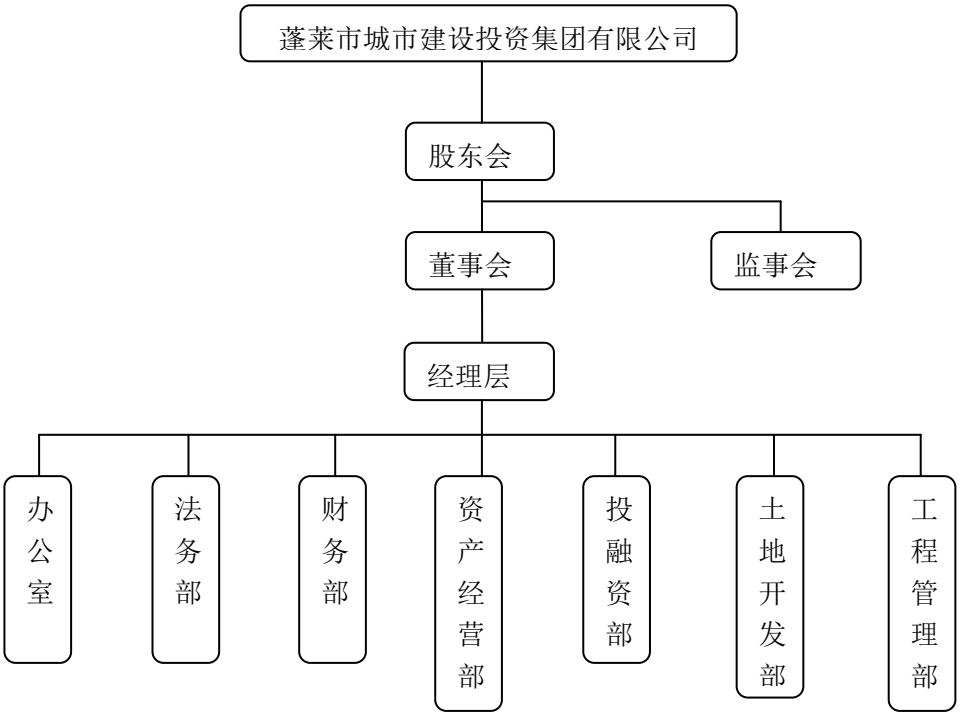
截至 2015 年末，中投保资产总额 104.06 亿元，负债总额 40.20 亿元，所有者权益 63.86 亿元。2015 年，中投保实现担保业务收入 7.04 亿元，提取担保合同准备金 0.37 亿元，投资收益 6.65 亿元，实现净利润 6.03 亿元。截至 2015 年末，公司商业性担保余额 1710.66 亿元。

经联合资信评定，中投保主体长期信用等级由 AA^{+}调整至 AAA，评级展望为稳定。中投保为“15 蓬莱债/15 蓬莱债”提供无条件不可撤消的连带责任担保，增信效力有所增强。

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，并将“15 蓬莱债/15 蓬莱债”的信用等级由 AA^{+}调整至 AAA。

附件 1　公司组织结构图


蓬莱市城市建设投资集团有限公司
股东会
董事会
监事会
经理层
办公室
法务部
财务部
资产经营部
投融资部
土地开发部
工程管理部

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.67	3.11	11.16
资产总额(亿元)	107.33	98.63	118.77
所有者权益(亿元)	57.57	59.79	56.07
短期债务(亿元)	1.01	1.00	1.25
长期债务(亿元)	10.73	11.60	27.10
全部债务(亿元)	11.74	12.60	28.35
营业收入(亿元)	13.03	7.68	3.63
利润总额(亿元)	5.47	4.26	1.68
EBITDA(亿元)	5.54	4.37	2.18
经营性净现金流(亿元)	8.00	6.17	-3.43
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.48	0.31	0.19
存货周转次数(次)	0.95	0.63	0.35
总资产周转次数(次)	0.13	0.07	0.03
现金收入比(%)	96.15	94.31	206.59
营业利润率(%)	46.01	57.10	48.61
总资本收益率(%)	6.96	5.47	2.90
净资产收益率(%)	6.97	5.40	2.94
长期债务资本化比率(%)	15.71	16.25	32.59
全部债务资本化比率(%)	16.94	17.41	33.58
资产负债率(%)	46.36	39.38	52.79
流动比率(%)	160.60	171.21	194.04
速动比率(%)	144.77	155.22	176.25
经营现金流动负债比(%)	20.49	22.64	-9.63
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.88	12.98

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+应付票据+一年内到期的长期（非流动）负债

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　中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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。