

信用等级公告

联合评字[2015]734 号

蓬莱市城市建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年蓬莱市城市建设投资集团有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

蓬莱市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

蓬莱市城市建设投资集团有限公司拟发行的 2015 年蓬莱市城市建设投资集团有限公司公司债券信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一五年三月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2015 年蓬莱市城市建设投资集团有限公司 公司债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA-pi

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA+pi

本次债券发行额度：9 亿元

本次债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，从存续期的第 3 个计息年度开始，每年偿还本金的 20%；最后五年每年的利息随当年本金的兑付一起支付。

发行目的：募投项目建设

评级时间：2015 年 3 月 17 日

财务数据：

蓬莱市城市建设投资集团有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	88.02	107.33	98.63
所有者权益(亿元)	48.35	57.57	59.79
长期债务(亿元)	12.94	10.73	11.60
全部债务(亿元)	13.34	11.74	12.60
营业收入(亿元)	7.62	13.03	7.68
净利润(亿元)	3.12	4.02	3.23
EBITDA(亿元)	4.13	5.54	4.37
经营性净现金流(亿元)	11.37	8.00	6.17
主营业务利润率(%)	29.59	46.01	57.10
净资产收益率(%)	6.46	6.97	5.40
资产负债率(%)	45.07	46.36	39.38
全部债务资本化比率(%)	21.63	16.94	17.41
流动比率(%)	210.69	160.60	171.21
EBITDA/全部债务(倍)	0.31	0.47	0.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.46	0.62	0.49

中国投融资担保有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	95.76	98.43	106.58
所有者权益合计(亿元)	54.51	57.27	62.39
营业收入(亿元)	0.16	12.26	14.78
净利润(亿元)	3.04	3.19	1.32
经营性净现金流(亿元)	-4.2	-13.21	8.39
资产负债率(%)	43.07	41.82	41.46

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对蓬莱市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，具有明显的垄断优势，公司得到了蓬莱市政府在土地出让金返还、资产注入及财政补贴等方面持续而有力的支持。同时联合评级也关注到，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。

未来随着蓬莱市的城市化建设不断推进，公司所承担基础设施建设投资支出加大，或将存在一定外部融资需求；但同时，公司未来可开发土地规模较大以及蓬莱市政府对公司的明确支持将有助于支撑公司整体信用水平。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险；中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿还安全性。

基于对公司主体长期信用及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 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，具有区域垄断性地位，竞争优势明显。
2. 蓬莱市政府对公司的定位和支持明确，在土地出让金返还、资产注入及财政补贴等方面给予公司持续而有力的支持。
3. 公司土地整理业务获现能力较强，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。

4. 中投保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中投保作为大型央企国投集团成员企业，资本金规模较大，整体担保实力较强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1. 蓬莱市作为县级市，目前一般预算收入偏低。

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，公司未来或将面临一定的外部融资压力。

4. 公司可使用授信额度较低，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。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由蓬莱市城市建设投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。联合评级、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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对蓬莱市城市建设投资集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

 李雷

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）前身为蓬莱市城市开发投资有限公司，成立于 2001 年 12 月，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 2,000 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 1,900 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 10,000 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 40,000 万元，变更后注册资本 50,000 万元。截至 2014 年底，公司注册资本 50,000 万元，其中蓬莱阁旅游出资 47,500 万元，占注册资本的 95%；蓬莱国资局出资 2,500 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。

截至 2014 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 2014 年底，公司合并资产总额为 98.63 亿元，负债总额 38.84 亿元，所有者权益合计 59.79 亿元；2014 年，公司实现营业收入 7.68 亿元，净利润 3.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 -5.69 亿元。

公司注册地为蓬莱市经济开发区金创路 170 号，法定代表人为仲良。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司拟于 2015 年发行 9 亿元公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券为 7 年期固定利率债券，同时设置债券本金分期兑付条款。本次债券还本付息方式为在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年偿还本金的 20%。

本次债券募集资金 9 亿元，全部用于蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程。

本次债券由担保人中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）为本次债券的还本付

息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次募集资金 9 亿元，全部用于蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程。项目总投资 17.85 亿元，募集资金占总投资比例约 50.42%。

项目基本情况

根据《蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程可行性研究报告》，该项目主要建设内容包括道路工程、排水管网工程、燃气管网工程、热力管网工程、给水管网工程、电力通信管网工程。具体工程量如下：

a. 道路工程

项目翻建城市主次干道和支路共计 49 条，道路总长度 149.04 公里。翻建车行道面积 293.48 万平方米，人行道 121.52 万平方米。

b. 排水管线工程

项目铺设雨水管线钢筋混凝土管 d500~d1800 长 255.42km，同时设置检查井 2,822 个；铺设重力流污水管线 HDPE 双壁波纹管 d400~d1500 长 183.87km，压力流 UPVC 压力管 d150~d250 长 5.1km，同时设置检查井 3,627 个，建设泵站 3 座。

c. 燃气管网工程

铺设螺旋焊缝钢管 d300~d350 长 8.22km，聚乙烯塑料管 d110~d250 长 76.62km。

d. 热力管网工程

铺设螺旋焊缝钢管 d225~d900 长 134.94km，无缝钢管 d50~d200 长 45.03km。

e. 给水管网工程

铺设球磨铸铁管 d200~d700 长 79.28km。

f. 电力通信管网工程

铺设 CFRP 碳素波纹管 DN150 长 434.62km，镀锌钢管 DN150 长 434.62km。

项目建成后，效益主要来源于管网使用费以及站牌、路灯广告收入两部分，经估算，项目年可实现收入 6,479 万元。项目建成后不仅可以完善城市道路网布局，改善区域行车条件，便利区内居民的生产和生活，具有良好的社会效益。

项目审批情况

本项目已经蓬莱市发展和改革局《关于蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程可行性研究报告的批复》（蓬发改[2013]120 号）、蓬国土资函[2013]8 号、蓬莱市住房和城乡建设管理局建字第 370684201300107 号批准和蓬莱市发展和改革局项目节能备案蓬发改能审备[2013]48 号。

项目进度

该项目建设期为 5 年，由 2013 年 6 月开始到 2018 年 5 月结束。截至 2014 年底，该项目已完成投资 3.60 亿元，完工比例约 20%。

三、宏观经济和政策环境

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 636,463 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 1,322 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 262,394 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）502,005 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 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 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 M2 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 8,900 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 1,000 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，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

总体来看，2014 年以来，我国实施积极的财政政策和稳健的货币政策，国民经济保持平稳运行，但经济增速有所放缓，未来受国内外经济仍处于复苏阶段，我国经济存在下行压力。

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許多优惠政策，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

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。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出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。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建

设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

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。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债；（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务；（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目；（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、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，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”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。

2014年10月,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《意见》),系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》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:(1)政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府,市县级政府确需举借债务的,也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借,企事业单位严格禁止举借政府性债务,且明确要剥离融资平台公司政府融资职能,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。(2)《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理,通过建立地方政府信用评级制度,逐步完善地方政府债券市场;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;地方政府债务实行全口径预算管理。(3)对于偿债主体,明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则;若出现地方政府难以自行偿还债务的情况,地方政府要及时上报,本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制,切实化解债务风险,并追究相关人员责任。另外,对于存量债务,《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上,《意见》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。

2014年10月底,财政部公开发布《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》),是对《43号文》的具体细化,《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果,新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求,同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致,要求退回重新核实;②财政部将各地清理甄别结果抄送审计署后,新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据,对虚增政府存量债务的,相应核减地方政府债券发行规模,并追究相关责任人责任;③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,具体分为4种情况,对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务,原则不变,但其他两种情况是本次新增的规定,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;④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。

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。

2014年全年,全国固定资产投资总额(不含农户)完成50.20万亿元,比上年名义增长

15.7%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 2.29 万亿元。2014 年全年施工项目计划总投资 96.88 万亿元，同比增长 11.1%；新开工项目计划总投资 40.65 万亿元，增长 13.6%。

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力。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，逐步形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。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

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. 区域及经营环境

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。2014 年，蓬莱市实现地区生产总值（GDP）490.1 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。2014 年，全市完成固定资产投资 357 亿元，同比增长 18%。城镇居民人均可支配收入达到 36707 元，农民人均纯收入达到 18149 元，分别增长 9% 和 11%。

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公司的实力。

伴随着蓬莱市经济持续较快增长，其财政实力稳步增强。2012~2014 年，蓬莱市地方财政一般预算收入年均复合增长 7.35%，2014 年实现地方财政一般预算收入 27.21 亿元；蓬莱市土地有偿使用收入年均复合增长 51.10%，2014 年为 21.02 亿元；地方可支配收入年均复合增长 6.08%，2014 年为 59.22 亿元。

表 1 2012~2014 年蓬莱市财政收入情况（单位：万元、%）

序号	科目	2012 年	2013 年	2014 年
1=2+3	一般预算收入	236,098	255,449	272,058
2	其中：税收收入	162,911	190,443	215,249
3	非税收入	73,187	65,006	56,809
4	基金收入	146,720	194,785	220,015
5	其中：土地有偿使用收入	92,075	175,971	210,228
6=7+8+9	上级补助收入	99,921	84,017	97,666
7	其中：返还性收入	20,992	20,992	20,992
8	财力性转移支付	-1,144	-1,134	34,032
9	专项转移支付	80,073	64,159	42,642
10	预算外收入	43,554	2,514	2,482
11=1+4+6+10	地方可支配收入总计	526,293	536,765	592,221

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稳定增长，财政实力逐步增强，但蓬莱市作为县级市，目前一般预算收入水平仍偏低；蓬莱市地方可支配收入主要来自于一般预算收入和基金收入，上级补助收入为蓬莱市地方财力的重要补充。

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 截至 2014 年底蓬莱市地方政府债务余额及 2014 年综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	347,698.8	（一）地方一般预算收入	272,058.0
1. 国债转贷资金	136.36	1. 税收收入	215,249.0
2. 解决地方金融风险专项借款		2. 非税收入	56,809.00
3. 国内金融机构借款	257,713.9	（二）转移支付和税收返还收入	97,666.00
（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借	256,317.9	1. 一般性转移支付收入	34,032.00
4. 债券融资	84,500.00	2. 专项转移支付收入	42,642.00
（1）中央代发地方政府债券	4,500.00	3. 税收返还收入	20,992.00
5. 其他（村级及其他单位借款）	5,348.50	（三）国有土地使用权出让收入	210,228.0
（二）担保债务余额	7,009.70	1. 国有土地使用权出让金	207,081.0
1. 政府担保的国内金融机构借款	5,913.00	2. 国有土地收益基金	3,140.00
2. 政府担保的融资平台债券融资		3. 农业土地开发资金	899.00
3. 政府担保向单位、个人借款	1,096.70	4. 新增建设用地有偿使用费	-892.00
--		（四）预算外财政专户收入	2,482.00
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	351,203.6	地方综合财力=（一）+（二）+（三）	582,434.0
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	60.30%		

资料来源：公司提供

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底,公司的出资人是蓬莱阁旅游有限责任公司(以下简称“旅游公司”,占比 95%)、蓬莱市国有资产监督管理局(占比 5%),控股股东和实际控制人是蓬莱阁旅游有限责任公司,旅游公司由蓬莱市人民政府批准蓬莱旅游度假区管理委员会组建,蓬莱旅游度假区管理委员会持有旅游公司 98.2%的股权,是公司的实际控制人。

2. 公司规模

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

公司现有高层管理人员 5 人;董事会成员 5 人,其中董事长 1 人,总经理 1 人,副总经理 3 人,高层管理人员均具有大学本科学历。

截至 2014 年底,公司董事长仲良,男,大学本科学历。曾任蓬莱市人大常委会办公室行政科科长,蓬莱市人大常委会办公室副主任,蓬莱市人大常委会秘书长、党组成员、办公室主任,蓬莱市人大常委会委员、秘书长、党组成员、办公室主任,蓬莱市小门家镇党委书记,蓬莱市大辛店镇党委书记,蓬莱市人民政府提名副市长、党组成员,蓬莱市人民政府副市长、党组成员,蓬莱市人民政府副市长、党组成员兼城市建设投资集团公司董事长、党委书记;2013 年 9 月至今,任中共蓬莱市委常委、市政府党组成员兼城市建设投资集团公司董事长、党委书记。

截至 2014 年底,公司总经理葛树宏,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 月至今,任蓬莱市城市建设投资集团有限公司总经理。

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 月公司股东大会和董事会决议,同意仲良同志辞去公司董事长职务,并不再担任法人代表人;选举葛树宏同志为公司董事长,并担任公司法定代表人。截至出报告日,该变更手续正在办理中。

截至 2014 年底,公司本部共有员工 33 人。从文化程度划分,其中本科以上人员 24 人,大专 5 人,高中及以下 4 人;从年龄分布来看,50 岁以上 2 人,30-50 岁 19 人,30 岁以下 12 人;从员工素质上看,具有高级职称的有 3 人,具有中级职称的有 5 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,员工文化素质较高,但人员数量较为有限,目前暂能够满足日常经营需要。

4. 政府支持

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

为了支持公司的发展，2012~2014 年，政府持续给予该公司一系列财政补贴。其中 2012 年，依据蓬财预指【2011】135 号文件，公司接受政府划拨补贴 57,979 万元；2013 年，公司收到财政拨付的多项财政补贴共计 52,079 万元，其中拨款 43,450 万元用于公司购买土地；2014 年，公司收到财政拨付的多项财政补贴共计 2,617 万元。

政府财政补贴款项主要用于补贴公司当年借款的贴息以及作为基础设施资本金，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，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，该宗土地划进公司，目的用于对外出让实现收益。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。2014 年 11 月 20 日，《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》，根据蓬莱市城市建设需要，经市政府研究决定，将该宗地剩余 46.962 亩未出让土地无偿收回。

2013 年，根据蓬莱市人民政府办公室会议纪要（第 6 号）、蓬国监字[2013]7 号《关于划转原蓬莱市第二实验小学等相关国有资产的通知》，蓬莱市人民政府和蓬莱市国资局决定将原蓬莱市第二实验小学、原蓬莱市韩家疃小学、原蓬莱市第二职业中学等专业学校、原蓬莱市榨油厂国有房屋所有权，及原 206 废弃国道和原蓬寨路废弃省道蓬莱段国有资产等相关国有资产划转给公司经营（主要是股权划转，但是由于价值低，公司账面价值变动不大）。2013 年，蓬莱市政府通过注入公司资金，公司用注入的资金通过招拍挂程序专项用于购买上述国有资产所在土地。

2013 年，市财政共注入公司资金 43,450 万元用于公司通过招拍挂购买土地，并计入资本公积；公司当年用此资金以及自有资金 7,403.6 万元购得获得土地资产面积共计 478.15 亩，入账价值 50,853.6 万元，计入无形资产科目。

截至 2014 年底，公司资本公积 40.65 亿元，其中有政府注入的土地资产 12.17 亿元，其余 28.48 亿元为财政拨款形式的政府资本性投入。

(3) 土地开发整理

公司与蓬莱市政府签订了《土地整理代理协议》，依据该协议，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。土地整理代理费作为公司主营业务收入。

(4) 基础设施转让

作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，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。2012 年，公司有账面价值 20.62 亿元的基础设施与政府签订了《地上建筑物、附着物转让协议》，但尚未全部收到政府转让款。2014 年，公司与蓬莱市财政局签订了《投资建设项目回购意向书》，对于公司截至 2014 年账

面在建的代建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。

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。

六、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。

公司最高权力机构是股东会,下设董事会,监事会,董事长为公司的法人代表,目前由蓬莱市市委常委仲良兼任。公司设董事会,董事会成员由 5 人组成。其中,公司股东会选举 4 名,职工代表大会选举 1 名。董事任期 3 年,任期届满,可连选连任。董事会设董事长一人,由董事会选举产生。公司设总经理一名,副总经理二至七名,由董事会聘任或者解聘;总经理对董事会负责,主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议,组织实施公司年度经营计划和投资方案等。公司设监事会,监事会成员由 5 人组成。其中,公司股东会选举 4 名,职工代表大会选举 1 名。监事任期三年,任期届满,可连选连任。监事会设监事会主席一人,由监事会选举产生。

2. 管理水平

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。

在财务管理方面,公司制定了《财务管理暂行办法》(以下简称“《办法》”),《办法》在管理机构及其职责、负债管理、资产管理、收入管理、成本费用控制等方面做出规定。

对外担保管理方面,公司规定,按公司规定的审批程式报批后,由财务部登记后才能正式对外签发,财务部据此纳入公司或有负债管理,在担保期满后及时督促有关业务部门撤销担保。

内部决策方面,公司制定了《内部决策审批程序》,公司规定,对注册资本变更、公司发展战略、改制重组、重大投资等重要事项,应当由市国资局审核后,报市政府审批;审批流程方面,由董事会、经理办公会按职责权限形成决议,以正式文件上报市国资局。

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。

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,主要从事城市基础设施建设和土地资源整理开发业务。

2012~2014 年,公司营业收入有所波动,分别为 7.62 亿,13.03 亿和 7.68 亿。土地整理熟化业务为公司主要收入来源,2014 年实现收入 7.65 亿。毛利率方面,近三年公司毛利率持续上升,分别为 29.59%,46.01%和 57.10%,主要是公司按土地出让收入的 55%计提土地整理代理费进而确认收入。

根据蓬莱市政府相关政策,以及公司与蓬莱市政府和市财政局签订的协议,公司对土地的

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。

表3 2012~2014年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理熟化	76,182.27	29.59	130,282.12	46.00	67,854.13	61.62
土地转让业务					8,614.01	20.46
合计	76,182.27	29.59	130,282.12	46.00	76,468.14	56.98

资料来源：公司审计报告

2. 土地整理熟化与土地转让业务

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（2012年和2013年的自有土地出让业务收入在土地整理熟化业务中反映）。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4 2012~2014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）
2012年	1,144.32	72,850	39,893	387
2013年	2,072.26	203,717	112,044	1,054
2014年	1,263.50	123,600	67,854	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；

2. 表1中的基金收入中土地有偿使用收入为当年实际收到的土地出让金，与该表中的合同收入存在一定时滞；前者中还包括市工业用地出让金收入，后者不包含，故二者存在一定波动差异。

2012~2014年，蓬莱市共挂牌出让的商住用地土地面积分别为1,144.32亩、2,072.26亩和1,263.50亩，合同收入分别为7.29亿元、20.37亿元和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%确认的代理费收入分别为3.99亿元、11.20亿元和6.79亿元；此外，2012~2014年归公司所有的其他土地业务收入（土地性质变更、容积率调整、土地证续期、补交土地出让金等）分别为387万元、1,054万元和0万元。

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。2012~2014年，土地整理熟化业务收入有所波动，分别为4.03亿元、11.31亿元和6.79亿元；其毛利率分别为55.17%、59.32%和61.62%，主

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。

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上升，总体处于较好水平。

公司自有土地出让/转让方面，2012年，公司将政府于2010年划拨的原山汽改宗地中的一块批复零售用地对外出让，该宗土地面积共计155.52亩，公司获得出让收入3.59亿元；2013年，公司将原山汽改宗地中的一块住宅、餐饮、批发零售地块出让，该地块面积总计91.19亩，公司获得出让收入1.82亿元；上述公司土地出让收入计入当年土地整理熟化收入，并结转存货中相应成本。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8,614万元，同时计入公司当年土地转让收入并结转相应成本6,851.75万元（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。

土地整理开发业务资金平衡方面，2012~2014年，公司对土地整理开发的投入分别为5.49亿元、4.14亿元和4.06亿元。公司确认的合同收入与实际收到土地出让金存在一定时滞性，但由于近年来部分企业早于土地招拍挂出让支付给公司一定的土地出让金（在预收款项科目体现），整体看收入实现质量较好；2012~2014年，公司收到的与土地业务相关的现金分别为15.32亿元、12.53亿元和7.24亿元。

根据公司土地开发整理计划，公司将于未来3~5年时间里，对蓬莱市全区域内预计7,200亩土地进行整理并出让。

整体看，由于蓬莱市政府对公司的土地整理开发业务支持力度大，公司该业务盈利能力和获现能力均较强；公司未来土地整理开发业务可持续性较强，可开发规模较充足，对公司未来收入的实现形成一定支撑。但同时，联合评级关注到，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。

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。2012年，公司将其投资建设的城市道路、广场、公园、污水管网等基础设施转让给蓬莱市财政局，并签订《地上建筑物、附着物转让协议》，其中约定的转让价格为建设成本加计5%的投资回报收益。公司固定资产原值当年减少20.62亿元，并实现1.44亿元的固定资产处置利得计入营业外收入，而尚未收到的财政转让款计入应收账款。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》，市政府同意以土地出让收益偿还上述款项。若该地块出让价格未达到测算标准，差额部分由市政府安排资金补足（详见八、财务分析 2.资产构成中应收款项部分）。未来三年蓬莱市土地出让计划情况见表9。2014年，市政府同意由公司代替蓬莱市政府暂收蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区项目相关款项7.30亿元，同时冲抵上述应收政府转让款。

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。

近三年,公司对城市公共基础设施的建设投资(不含资本化利息支出)分别为6.60亿元、8.60亿元和4.28亿元。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;2012~2014年,公司接受财政的补贴款分别为5.81亿元、0.86亿元和0.26亿元。

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。近年来,公司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。

表5 截至2014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	178,464	36,002.19	142,461.81	2018.05
平山河整治	31,363	23,795.70	7,567.30	2015.06
城乡垃圾一体化	5,000	4,192.19	807.81	2015.06
其他工程	180,000	134,151.05	45,848.95	--
公园浴场	2,000	1,957.88	42.12	2015.09
农高区旅游观光大道	3,600	2,782.65	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	6,000	413.28	5,586.72	2015.12
师范学校	22,800	10,337.78	12,462.22	2016.12
新汽车站	9,000	4,220.66	4,779.34	2015.12
新市场	1,800	546.00	1,254.00	2015.12
超载超限检测站	860	678.31	181.69	2015.12
避风港	820	654.93	165.07	2017.06
合计	442,307	220,041.49	222,265.53	--

资料来源:公司提供

注:其他工程中主要为城市内道路合计总投资3.8亿元,工业园区道路及区内市政管网合计总投资6.9亿元,供暖管网合计总投资2.7亿元等。

截至2014年底,公司主要在建工程12项。公司在建项目总投资44.23亿元,已投资22.00亿元,尚需投资22.23亿元。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14.7亿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。

4. 经营效率

从经营效率指标来看,公司应收账款周转次数较低,2012年~2014年,公司应收账款周转率分别为0.31次、0.48次和0.31次,呈上下波动态势,主要原因是公司应收账款欠款方为蓬莱市财政局,款项回收期限较长。公司存货周转次数维持在较低水平,2012年~2014年存货周转次数分别为0.62次、0.95次和0.63次,原因是存货中的土地使用权占比较高,从政府划拨土地到土地招拍挂出让需要一定时间。2012年~2014年公司总资产周转率分别为0.09次、0.13次和0.07次,考虑到基础设施建设行业的特殊性,较低的总资产周转率比较正常。总体来看,公司的经营效率处于中等水平。

5. 经营关注

对政府依赖程度高

由于城市基础设施建设和土地整理业务一定程度上取决于蓬莱市的土地供应量、城市发展长短期规划以及房地产调控和土地监管政策,作为公司收入主要来源的两大业务的后续发展存在一定的波动性。

应收账款占比较高, 账面土地使用权剩余可供抵押价值较低

公司的应收账款欠款方主要为蓬莱市财政局,拖欠期限较长;公司存货科目中的土地使用权占比大,资产质量一般,流动性偏弱,且已用于借款抵押的土地使用权账面价值占全部存货中土地使用权账面价值的88%,需要引起关注。

6. 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。

总体来看,公司的两大主营业务得到政府的大力支持,发展思路清晰,规划路径切实可行,但存在较大对外融资需求。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表由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。

从合并范围看,2013 年,公司新增蓬莱市城市建设开发有限公司和蓬莱市城市建设投资集团资产经营有限公司两家全资子公司,减少蓬莱西海岸海洋文化旅游产业开发有限公司一家

全资子公司；2014 年公司新增山东盛业融资担保有限公司。2013 年公司新增的蓬莱市城市建设开发有限公司和蓬莱市城市建设投资集团资产经营有限公司分担原有职能和经营业务，从合并口径看，对公司财务数据影响较小，财务数据可比性较好。

截至2014年底，公司合并资产总额为98.63亿元，负债总额38.84亿元，所有者权益合计59.79亿元；2014年，公司实现营业收入7.68亿元，净利润3.23亿元；经营活动产生的现金流量净额6.17亿元，现金及现金等价物净增加额-5.69亿元。

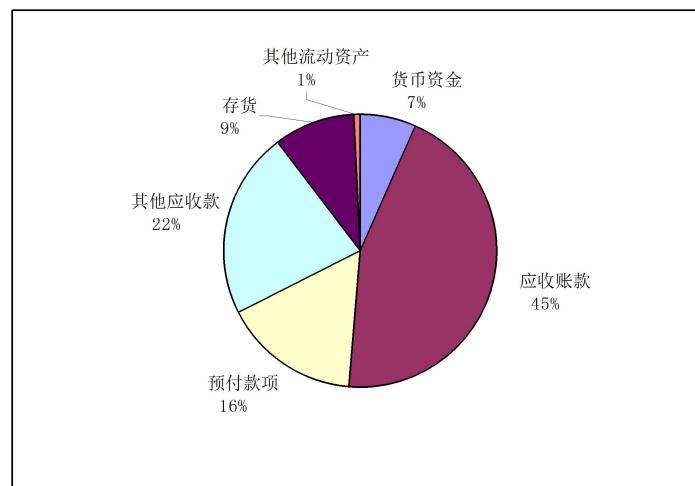
2. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额 98.63 亿元，其中流动资产占 47.29%，非流动资产占 52.71%。

流动资产

近三年，公司流动资产波动下降，年均下降 9.00%。截至 2014 年底公司流动资产为 46.64 亿元，主要由应收账款（占 44.67%）、预付款项（占 16.11%）、其他应收款（占 22.37%）和存货（占 9.34%）构成。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 3.11 亿元，主要由银行存款构成。

公司预付款项主要为公司预付的工程款项等，2012~2014 年公司预付账款不断下降，年均下降 14.42%，2014 年底为 7.51 亿元；从账龄上看，1 年以内的占 37.34%，1~2 年的占 30.52%，2~3 年的占 20.44%，3 年以上的占 11.69%。

公司应收账款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。2012~2014 年有所波动：2013 年底为 29.19 亿元，同比增长 18.03%，主要是由于当年土地出让后尚未收到部分出让金返还所致；2014 年底为 20.83 亿元，同比下降 28.64%，主要系市政府同意由公司代替蓬莱市政府暂收蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区项目相关款项 7.30 亿元，冲抵市政府相关部门对公司部分应收账款。从账龄上看，1 年以内的占 0.96%，2~3 年的占 99.04%；公司共计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例为 0.99%。从集中程度上看，公司应收账款主要欠款方为蓬莱市财政局，其欠款占 85.42%，主要为公司转让基础设施的财政应付款；其余主要欠款均为应收土地款。整体看，公司坏账风险较小。

表6 2014年底应收账款欠款单位情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占应收账款总额的比例
蓬莱市财政局	179,723.01	2-3 年以内	85.42
义和房地产	7,120.00	2-3 年以内	3.38
烟台德越置业	5,800.00	2-3 年以内	2.76
碧桂园	17,759.00	2-3 年以内	8.44
合计	210,402.01	——	100.00

资料来源：公司审计报告

近三年，公司其他应收款波动增长，年均增长 32.04%，截至 2014 年底为 10.43 亿元，主要欠款情况见表 7；从账龄上看，1 年以内的占 64.88%，1~2 年的占 12.93%，2~3 年的占 10.09%，3 年以上的占 12.10%；公司其他应收款共计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例 1.97%。

表7 2014年底公司其他应收款主要欠款情况（单位：万元）

单位名称	金额	账龄	占其他应收款总额的比例(%)
蓬莱市滨海热力有限公司	41,968.21	4 年以内	39.43
财政局基建科	33,398.25	1 年以内	31.38
开发区	9,000.00	2 年以内	8.46
石岛集团	5,400.00	1 年以内	5.07
蓬莱市和谐房地产开发有限公司	3,670.00	1 年以内	3.45
合 计	93,436.47	——	87.79

资料来源：公司审计报告和公司提供

注：根据2013年10月蓬莱市人民政府出具的《关于授权蓬莱市城市建设投资集团有限公司对蓬莱市滨海热力有限公司供暖补贴出资的通知》，2005年8月，市政府与蓬建建工集团有限公司签订的《蓬莱市集中供暖供汽工程合同》约定：“经营期限为三十年整，合同期满，无偿将设施移交给蓬莱市人民政府”，并授权公司代表市政府出资补贴蓬莱市滨海热力有限公司，经营期满后，由公司负责收回蓬莱市滨海热力有限公司所有资产。

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 8。此外，市政府同意以土地出让金抵顶欠款：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。但联合评级关注到，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8 财政应收款配套土地出让计划情况（单位：亩、亿元）

项目	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》

近三年，公司存货快速减少，年均下降28.89%，主要是由于公司实现土地转让后结转相应账面成本以及政府无偿收回土地所致。2014年，根据蓬莱市人民政府《关于无偿收回原山汽改宗地未出让土地的通知》，将2010年市政府划拨给公司的293.67亩原山汽改宗地未出让部分（46.96亩）无偿收回。截至2014年底公司存货为4.36亿元，主要为土地使用权（4.30亿元）及开发成本（0.06亿元）：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；开发成本包括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2014年底，已用于借款抵押的土地使用权账面价值占全部存货中土地使用权账面价值的88%。

非流动资产

近三年，公司非流动资产快速增长，年均增长28.07%，主要是无形资产和在建工程大幅增长所致；2014年底为51.99亿元，其中无形资产占14.17%，在建工程占85.64%。

近三年，公司对代建项目不断投入；2014年底为22.00亿元，同比大幅下降44.36%，主要是由于当年代建项目完工后转入固定资产所致。截至2014年底，公司主要在建工程有道路及地下管网、平山河整治、师范学校等基础设施建设工程（详见表6）。

2014年，有较大规模的代建项目工程完工转固计入固定资产，主要有城市道路建设、水城项目、海市学校等。截至2014年底，公司固定资产账面价值为22.53亿元，同比大幅增加22.52亿元。其中固定资产中公益性资产为15.06亿元，如城市道路、学校和看守所等，扣除上述公益资产后，公司固定资产金额为7.46亿元。

截至2014年底，公司无形资产7.37亿元，为公司通过招拍挂获得的土地使用权，未来将用于自身经营使用。2014年，蓬莱市国土局就公司的5宗工业用地进行了收回，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。其中，已抵押土地291.48亩，已抵押土地账面价值占无形资产中土地所有权账面价值的54.72%。

表9 2014年底公司无形资产中土地使用权情况（单位：平方米、万元）

序号	产权证编号	使用权类型	用途	面积	账面价值	是否抵押
1	蓬-国用（2014）第0127号	出让	批发零售用地	12,667	3,667	否
2	蓬-国用（2014）第0126号	出让	城镇住宅用地	57,180	16,660	否
3	蓬-国用（2014）第0290号	出让	批发零售	5,075	2,588	否
4	蓬-国用（2014）第0266号	出让	城镇住宅用地	4,132	994	否
5	蓬-国用（2014）第0265号	出让	批发零售	235	56	否
6	蓬-国用（2014）第0157号	出让	城镇住宅用地	10,373	931	是
7	蓬-国用（2014）第0156号	出让	批发零售	2,333	209	否
8	蓬-国用（2013）第491号	出让	住宿餐饮用地	54,318	12,952	是
9	蓬-国用（2013）第490号	出让	住宿餐饮用地	84,429	20,158	是
10	蓬-国用（2013）第0570号	出让	城镇住宅用地	6,075	1,014	是
11	蓬-国用（2013）第0571号	出让	批发零售	2,500	410	否
12	蓬-国用（2013）第0501号	出让	批发零售	4,496	1,342	否

13	蓬-国用(2013)第0557号	出让	城镇住宅用地	25,510	2,169	是
14	蓬-国用(2013)第0558号	出让	批发零售	1,000	83	否
15	蓬-国用(2013)第0502号	出让	批发零售	2,500	563	否
16	蓬-国用(2013)第0503号	出让	城镇住宅用地	13,613	3,091	是
17	蓬-国用(2014)第150号	出让	工业用地	17,663	1,657	否
18	蓬-国用(2014)第160号	出让	文体娱乐用地	23,733	3,997	否
19	该宗地正在办理解压、移交手续,待手续办理完成后再申请办理土地证	出让	工业用地	16,880	1,132	否
合计				344,712	73,672	

资料来源:公司提供

总体来看,公司流动资产中应收账款和其他应收款占比较高,主要为应收蓬莱市财政局的应收基础设施项目转让款;土地使用权抵押比率较高;固定资产中公益性资产规模较大。总体看,公司资产质量一般,流动性偏弱。

3. 负债和所有者权益

负债

近三年,公司负债规模波动较大,2014年底为38.84亿元,其中流动负债占70.13%,非流动负债占29.87%。公司负债以流动负债为主。

近三年,公司流动负债波动较大,截至2014年为27.24亿元,其中应交税费占30.47%,其他应付款占60.65%。

近三年,公司预收款项波动较大。2013年底公司预收款项较2012年大幅增加,主要为公司预收的土地款;2014年底公司预收款项为1.01亿元,较上年大幅下降,系市政府同意由公司代替蓬莱市政府暂收蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区项目相关款项7.30亿元,冲抵市政府相关部门对公司部分应收账款。

近三年,公司其他应付款快速增长,年均增长25.95%,2014年底为16.52亿元,主要为对国资局下属企业与政府相关单位的往来款。

表10 2014年底公司前五名大额其他应付款情况

单位名称	与本公司关系	金额 (万元)	账龄	占总额的比例 (%)
蓬莱市兴蓬交通有限公司	非关联方	64,725.02	一年以内	39.18
紫荆山街道	非关联方	17,000.00	1-2年	10.29
仪和园林	非关联方	17,000.00	1-2年	10.29
蓬莱市人民医院	非关联方	15,920.00	1-2年	9.64
蓬建市政	非关联方	10,000.00	1-2年	6.05
合计		124,645.02	——	75.45

资料来源:公司提供

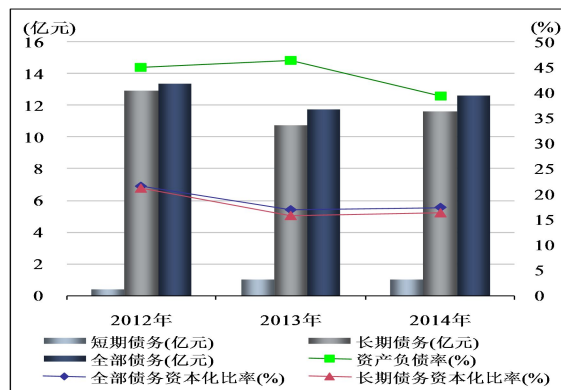
由于公司符合国家税务总局公告2013年第15号中所描述的政府土地改造项目投资方,所获收益归投资方属于投资行为,不属于营业税征税范围,其取得的投资收益不征收营业税。近三年,公司应交税费逐年增长,年均增长19.53%,2014年底为8.30亿元,主要为企业所得税,系根据蓬莱市地方税务局2013年和2015年出具的《关于蓬莱市城市建设投资集团有限公司税收政策的通知》,公司承接蓬莱市城市基础设施建设,为蓬莱市经济发展做出了贡献,但由于蓬莱市城市建设资金紧张,工程款未及时支付,为维持公司正常经营所需现金流,经蓬莱

市地方税务局研究决定，对公司城市暂缓缴纳税费，暂缓期限不以三个月为限。

近三年，公司非流动负债有所波动，年均下降 5.32%，截至 2014 年底为 11.60 亿元，全部为长期借款，其中质押借款占 26.90%，抵押借款占 34.83%，保证借款占 14.53%，抵押、保证借款占 23.53%。

近三年，公司全部债务有所下降，年均下降 2.81%，截至 2014 年底为 12.60 亿元，其中短期债务占 7.94%，长期债务占 92.06%，公司债务以长期债务为主，符合公司业务特点。从债务负担指标看，近三年，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三年均值分别为 42.62%、18.11%和 17.06%，截至 2014 年底分别为 39.38%、17.41%和 16.25%。

图2 2012~2014年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司债务规模逐年下降，债务负担处于较低水平，具有一定的财务弹性。未来公司资本性支出规模较大，债务负担或将上升。

所有者权益

近三年，公司所有者权益不断增长，年均增长 11.20%，2014 年底为 59.79 亿元，主要源自实收资本和未分配利润的增长。

截至 2014 年底，公司实收资本 5.00 亿元。2013 年底较上年增加 4.00 亿元，系根据蓬莱市国资局蓬国资函【2013】3 号《关于同意市城市建设投资集团有限公司增加公司注册资本及调整公司组织架构的批复》，同意公司以资本公积转增实收资本 4.00 亿元，变更后注册资本 5.00 亿元（烟浩正会内验字[2013]第 29 号），其中蓬莱阁旅游对公司增资 3.80 亿元，蓬莱国资局对公司增资 0.20 亿元。2012 年，公司原股东蓬莱市京蓬置业有限公司将其持有的股份转让给蓬莱市国有资产监督管理局。

近三年，公司资本公积保持相对稳定，截至 2014 年底为 40.65 亿元，其中有政府注入的土地 12.17 亿元，其余 28.48 亿元为财政拨款形式的政府资本性投入。2012 年，依据蓬财预指【2011】135 号文件，公司接受政府划拨补贴 57,979 万元。2013 年，公司收到财政拨付的多项财政补贴共计 8,631.87 万元；此外，当年蓬莱市政府通过注入公司资金专项用于公司通过招拍挂程序购买土地，2013 年，市财政共计注入公司资金 43,450 万元，并计入资本公积。2014 年，公司获得多项财政补助共计 2,617 万元；同时，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。

截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本占 8.36%，资本公积占 67.99%，未分配利润占 21.47%。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

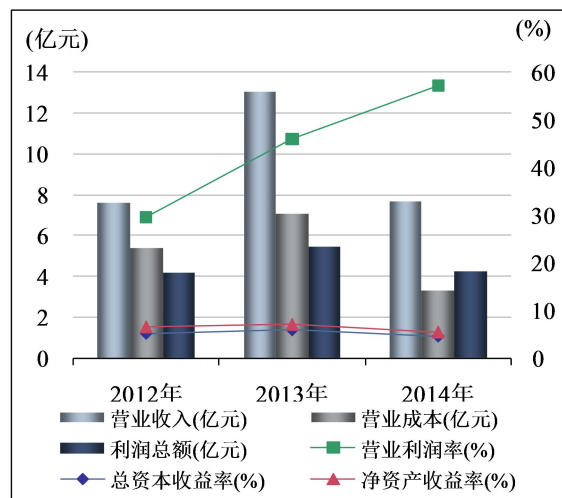
公司营业收入主要来源于公司土地整理熟化和土地转让业务。近三年，公司营业收入有所波动，公司实现营业收入分别为7.62亿元、13.03亿元和7.68亿元。主要受土地开发整理成本、出让的土地地段位置以及土地市场活跃度的影响，近三年公司营业利润率有所上升，公司营业利润率分别为29.59%、46.01%和57.10%。

由于公司利息费用全部资本化，财务费用中无利息支出，公司期间费用规模相对较小，2014 年公司期间费用率为2.92%，主要为管理费用。公司资产减值损失全部为应收账款和其他应收款的坏账损失。

营业外收入中，2012年有1.44亿元的固定资产处置利得，为当年公司将建设完成的基础设施转让给市财政局时确认的投资回报。

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率三年均值分别为 6.20%和 6.09%，2014 年底分别为 5.47%和 5.40%。

图3 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体看，得益于蓬莱市政府对公司土地开发整理业务的政策支持，以及公司在蓬莱市区域内该业务的垄断性优势，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所增长，三年分别为15.32亿元、12.53亿元和7.24亿元，全部为收到的土地业务相关现金；由于公司确认的土地出让合同收入与实际收到土地出让金存在一定时滞，公司现金收入比近年来有所波动；另由于近年来部分企业早于土地招牌挂出让支付给公司一定的土地出让金（在预收款项科目体现），公司的现金收入比水平较高，近三年分别为201.09%、96.15%和94.31%，整体到位情况较好，收入实现质量高。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司土地整理开发业务的支出，近三年分别为5.49

亿元、4.14亿元和4.06亿元。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。公司近三年经营活动现金流量净额分别为11.37亿元、8.00亿元和6.17亿元。

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，近三年分别为6.60亿元、13.69亿元和6.80亿元，系对城市基础设施建设的投资支出和招拍挂购买土地资产支付的现金；2012年投资支付的现金和2013年收回投资收到的现金均为3.05亿元，系公司2012年投资了3.05亿元的短期理财产品，并于2013年收回。近三年公司投资活动现金流量净额分别为-9.65亿元、-10.74亿元和-7.19亿元。

近三年，公司筹资活动前现金流净额分别为1.72亿元、-2.74亿元和-1.02亿元，经营活动产生的净现金流一定程度上能够满足公司投资活动的资金需求。

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。近三年，公司吸收投资收到的现金分别为5.81亿元、5.21亿元和0.26亿元，为市政府拨付的补贴资金，计入资本公积。公司筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金；公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为公司资本化的利息支出，分别为1.11亿元、0.80亿元和0.73亿元。公司近三年筹资活动流量净额分别为1.25亿元、2.74亿元和0.46亿元，与筹资活动前现金流净额的缺口较为匹配。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，公司经营获现能力较强；经营活动产生的净现金流对投资支出有一定覆盖，投资缺口主要由政府拨付的补贴资金弥补，对外融资需求尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，由于公司应收账款规模大，公司流动比率和速动比率水平较高，近三年均值分别为175.92%和156.73%，2014年底分别为171.21%和155.22%。经营现金流动负债比有所波动，近三年分别为42.55%、20.49%和22.64%。公司现金类资产对短期债务的保障倍数近三年均值和2014年分别为6.00倍和3.11倍。整体看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标来看，2012~2014年，公司EBITDA分别为4.13亿元、5.54亿元和4.37亿元，年均复合增长2.86%，主要系利润总额波动所致。2014年，EBITDA中利润总额占比97.45%，折旧摊销占比2.55%。2012~2014年，EBITDA利息倍数分别为3.72倍、6.85倍和6.01倍，对利息的保障强度较强；EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.06倍和0.03倍，EBITDA对全部债务覆盖程度较低主要系债务规模增长速度较快所致。考虑到蓬莱市政府对公司的支持力度大且可持续性较好，公司整体偿债能力较强。

截至2014年底，公司获得各商业银行贷款的授信额度合计为16.77亿元，已经使用12.60亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司对外担保总额9.62亿元，主要为对蓬莱市供水公司（3.29亿元）、蓬莱阁旅游有限责任公司（1.79亿元）、蓬莱市人民医院（1.77亿元）和蓬莱市振蓬农业开发有限公司（0.56亿元）等单位提供担保，担保比率16.10%，被担保单位经营风险较低，公司或有负债风险较低。

7. 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2015年2月26日，公司有5笔尚未结

清的关注类贷款共计余额 3.40 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³，以及 10 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⁴、5 笔共计 0.39 亿元的工商银行蓬莱支行贷款以及 1 笔 0.30 亿元的交通银行莱阳支行贷款⁵）；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，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。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次公司债券发行额度为 9 亿元，占 2014 年底全部债务的 71.43%，对公司债务的影响程度很大。

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 39.38%、17.41%和 16.25%，以 2014 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本次公司债券发行后，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将分别上升至 44.45%、26.54%和 25.63%，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

近三年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本次公司债券发行额度的 2.03 倍、2.11 倍和 1.16 倍，为每期偿还额的 10.17 倍、10.56 倍和 5.78 倍；公司经营活动现金流量净额分别为本次公司债券发行额度的 1.27 倍、0.89 倍和 0.69 倍，为每期偿还额的 6.33 倍、4.44 倍和 3.44 倍；近三年，EBITDA 分别为本次公司债券发行额度的 0.46 倍、0.62 倍和 0.49 倍，为每期偿还额的 2.29 倍、3.08 倍和 2.43 倍，本次公司债券的保障程度一般。

本次募投项目建成后，效益主要来源于管网使用费以及站牌、路灯广告收入两部分，经估算，项目年可实现收入 6,479 万元（根据《蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程可行性研究报告》测算，该项目建成后每年预计可实现管网使用费共计 5,615 万元及站牌、路灯广告牌出租收入 864 万元；其中，每年可实现污水管线使用费 1,065 万元、电力通信排管收入 1,087 万元、燃气管网收入 848 万元、热力管网 1,980 万元和给水管网使用费收入 634 万元）。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ 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。

表11 本次债券募投项目预计收益对本次债券本息偿付的覆盖情况 (单位: 万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计
募投项目预计年收益			3,240	6,479	6,479	6,479	6,479	29,156
本次债券本息偿还	7,200	7,200	7,200	23,760	22,320	20,880	19,440	108,000
资金缺口	-7,200	-7,200	-3,960	-17,281	-15,841	-14,401	-12,961	-78,844

注: 1、募投项目预计年收益根据《蓬莱市城市道路及地下管网综合改造工程可行性研究报告》测算获得; 其中, 由于项目预计于2018年5月建成, 2018年预计收入为年预计收益的一年;

2、债券年利率按8%测算。

本次债券募投项目在债券存续期内预计能实现收益共计 2.92 亿元, 能为本次债券本息偿付提供一定支持, 但保障程度较弱。同时, 本次债券募投项目作为公司代建的基础设施项目, 未来的债务偿还有赖于公司自身经营活动产生的现金流以及建成后政府支付的转让款。由于公司主营业务为土地整理业务, 以及土地出让金收入在蓬莱市财政收入中占比较高, 未来蓬莱市土地市场的波动可能会对本次债券的偿还产生一定影响。

3. 第三方担保

本次债券由中国投融资担保有限公司⁶ (以下简称“中投保”) 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。

中投保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, 2013 年 10 月更名为中国投融资担保有限公司, 2015 年采取发起设立方式, 整体变更为中国投融资担保股份有限公司, 是大型央企国投集团成员企业。截至 2014 年底, 中投保注册资本 45 亿元, 股权结构见表 12。

表12 中投保股权结构

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

资料来源: 中投保提供

中投保业务范围: 投资担保; 投资及担保的评审、策划、咨询服务; 投资及投资相关的策划、咨询; 资产受托管理; 经济信息咨询; 人员培训等; 中投保取得由北京市金融工作局颁发的融资性担保机构经营许可证后业务范围还包括融资性担保业务(如贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证融资担保等), 监管部门批准的其他业务(如债券担保、诉讼保全担保、投标担保、预付款担保、工程履约担保等履约担保, 以及与担保业务有关的融

⁶ 2015 年, 中国投融资担保有限公司采取发起设立方式, 整体变更为中国投融资担保股份有限公司。

资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资)。

截至2014年底，中投保本部设有3个财富管理中心、互联网金融中心、综合担保业务中心、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12个职能部门。此外，中投保在全国设有4个区域营销分公司、4家子公司并参股6家公司。中投保注册地址：北京市海淀区西三环北路100号北京金玉大厦写字楼9层；法定代表人：黄炎勋。

截至2014年底，中投保资产总额106.58亿元，负债总额44.19亿元，所有者权益62.39亿元。2014年，中投保实现营业收入14.78亿元，其中，担保业务收入7.86亿元，投资收益6.71亿元，实现净利润1.32亿元。截至2014年末，中投保商业性担保余额933.98亿元。

本次债券发行额度9亿元，占2014年底中投保所有者权益14.43%，立即偿付本次债券对中投保具有一定影响。考虑到中投保作为大型央企国投集团成员企业，资本金规模较大，整体担保实力较强，其担保对于本次债券的到期偿付具有较强的保障作用。

十、债权代理及资金监管

1. 偿债资金专户监管

为了保证本次公司债券本息的按期足额偿还，公司设立了专项偿债账户，并与交通银行股份有限公司烟台分行（以下简称“交通银行烟台分行”）签订了《2014年蓬莱市城市建设投资集团有限公司公司债券账户及资金监管协议》，由交通银行烟台分行实施监管。双方并约定如下：为了保证及时偿还本次债券到期债券本息，公司拟在交通银行烟台分行开立偿债资金账户（以下简称“偿债账户”）。公司应按债券还本付息的有关要求，在本次债券当期付息日和/或本金兑付日前5个工作日将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本次债券本息。偿债账户资金只用于本次债券还本付息，不得用于其他用途。交通银行烟台分行应加强对监管账户资金的监管，确保资金安全。公司应在本次债券募集说明书中规定的偿付本息到期前至少十个工作日，书面通知交通银行烟台分行资金划付的金额及时间等要求。在本次债券存续期内，当公司发生偿债困难时，交通银行烟台分行在国家法律、法规和银行信贷政策和规章制度允许的前提下，给予公司信贷资金支持，以解决公司面临的偿债困难。

2. 公司债券债权代理协议

公司与交通银行股份有限公司烟台分行签署了《2014年蓬莱市城市建设投资集团有限公司公司债券债权代理协议》⁷，并制定了《债券持有人会议规则》。根据上述协议，债权人受债券持有人委托，监督公司经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。上述协议为保障本次债券本息及时足额偿付做出了合理的制度安排，能够较为有效地保护全体债券持有人的权利。

整体看来，公司经营活动现金流对本次债券本金的保障能力较好；本次债券设置债券本金分期兑付条款，降低集中偿还风险；并设立专项偿债账户，并由中投保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的信用水平。

⁷ 公司于2014年启动企业债券申报材料准备工作，并签订了该公司债券债权代理协议；鉴于本次债券申报发行时点调整为2015年，经征得主管部门意见后，本次债券名称变更为“2015年蓬莱市城市建设投资集团有限公司公司债券”。

十一、结论

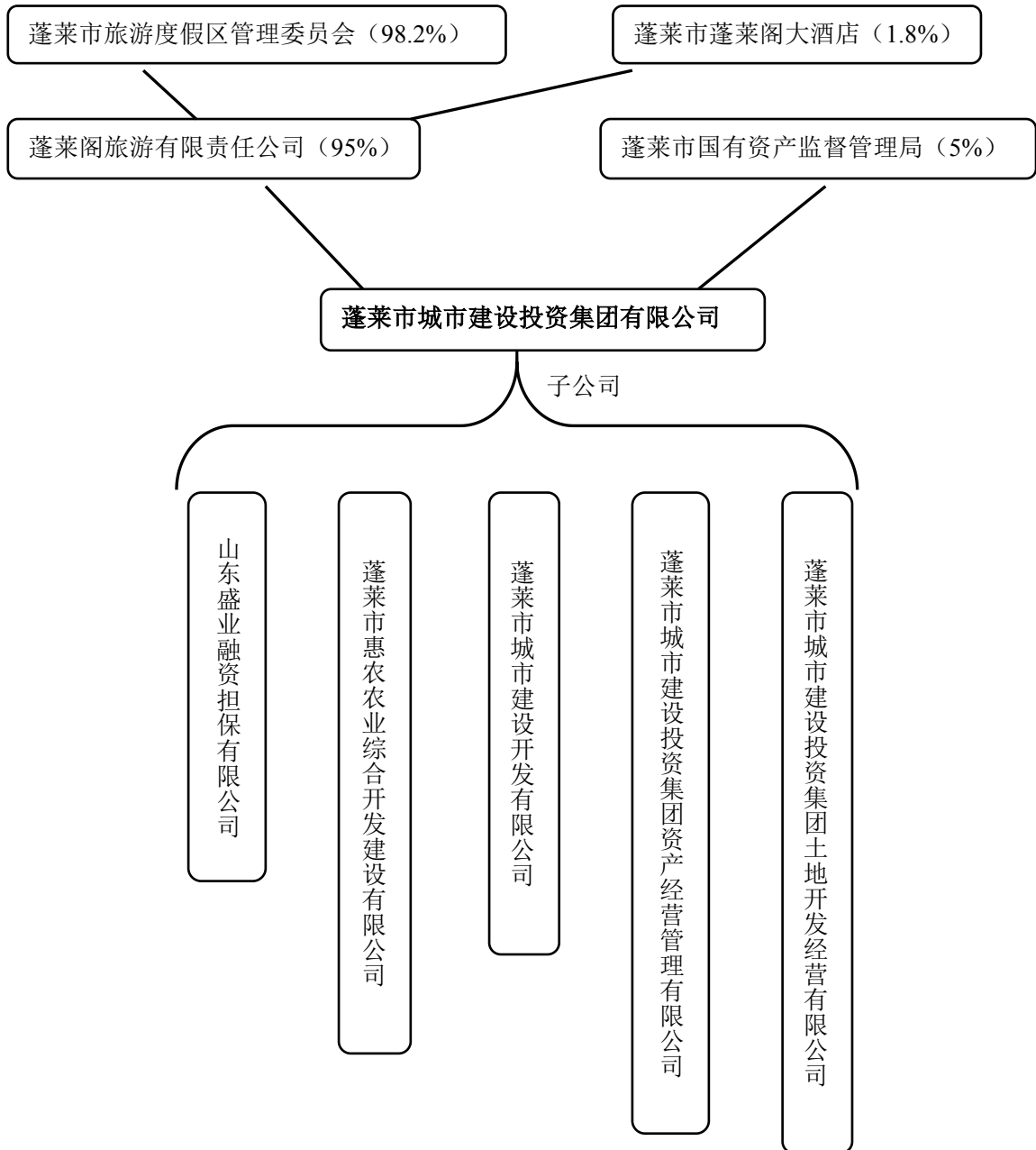
公司是蓬莱市城市基础设施项目建设和投融资主体,在蓬莱市城市基础设施建设项目领域具有一定垄断地位,同时,作为蓬莱市全区域内商住用地唯一的土地开发整理主体,垄断优势明显且享有出让金返还的政策支持,其收入和盈利能力得到有力保障。蓬莱市政府对公司的定位和支持明确,近年来持续对公司提供财政补贴。

近几年,公司资产快速增长,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,经营获现能力较强,经营活动净现金流能够对投资活动支出形成一定保障。由于公司市政基础设施项目投资大、收益较低,对土地开发整理业务获现能力以及政府财政补贴的依赖程度较高,未来随着蓬莱市的城市化建设不断推进,公司所承担基础设施建设投资支出加大,公司未来或将存在一定外部融资需求;同时房地产行业面临政策调控,公司的土地开发业务市场及盈利易受政策影响产生波动。

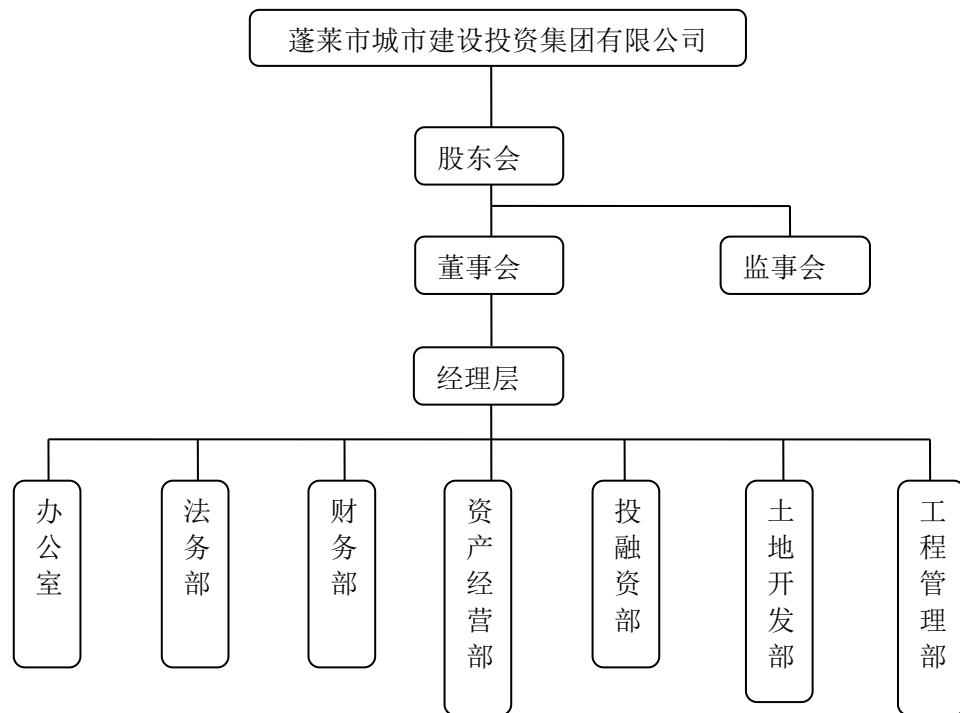
公司本次债券期限为7年,公司设立专项偿债账户,由交通银行烟台分行实施监管;本次债券设置债券本金分期兑付条款,降低集中偿还风险。中投担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,中投保作为大型央企国投集团成员企业,资本金规模较大,整体担保实力较强,其担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次公司债券到期不能偿还的风险低,安全性高。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3 蓬莱市城市建设投资集团有限公司
2012 年~2014 年主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	88.02	107.33	98.63
所有者权益	48.35	57.57	59.79
短期债务	0.40	1.01	1.00
长期债务	12.94	10.73	11.60
全部债务	13.34	11.74	12.60
营业收入	7.62	13.03	7.68
净利润	3.12	4.02	3.23
EBITDA	4.13	5.54	4.37
经营性净现金流	11.37	8.00	6.17
应收账款周转次数 (次)	0.31	0.48	0.31
存货周转次数 (次)	0.62	0.95	0.63
总资产周转次数 (次)	0.09	0.13	0.07
现金收入比率 (%)	201.09	96.15	94.31
总资本收益率 (%)	6.87	6.96	5.47
总资产报酬率 (%)	0.04	0.05	0.04
净资产收益率 (%)	6.46	6.97	5.40
营业利润率 (%)	29.59	46.01	57.10
费用收入比 (%)	7681.68	47.03	34.28
资产负债率 (%)	45.07	46.36	39.38
全部债务资本化比率 (%)	21.63	16.94	17.41
长期债务资本化比率 (%)	21.11	15.71	16.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.72	6.85	6.01
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.31	0.47	0.35
流动比率 (倍)	210.69	160.60	171.21
速动比率 (倍)	178.46	144.77	155.22
现金短期债务比 (倍)	16.83	3.63	3.11
经营现金流动负债比率 (%)	42.55	20.49	22.64
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.46	0.62	0.49

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。