

# 信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0326号

## 山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“14博兴债”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA-的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“14博兴债”AA+的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十六日

## 山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司 2015 年跟踪评级报告

发行主体 山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司  
 本次主体信用等级 **AA<sup>-</sup>** 评级展望 稳定  
 上次主体信用等级 **AA<sup>-</sup>** 评级展望 稳定

### 存续期债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 博兴债	10	2014.12.22~2021.12.22	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

注：“14 博兴债”由中国投融资担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 概况数据

博兴鑫达	2012	2013	2014
总资产(亿元)	69.17	69.71	80.91
所有者权益(亿元)	53.17	54.00	54.98
总负债(亿元)	16.01	15.71	25.93
总债务(亿元)	7.70	7.69	18.53
营业总收入(亿元)	9.22	6.00	6.64
EBIT(亿元)	2.20	1.70	2.06
EBITDA(亿元)	2.28	1.77	2.13
经营活动净现金流(亿)	-1.99	0.55	-0.60
营业毛利率(%)	24.03	31.05	25.99
EBITDA/营业总收入(%)	24.73	29.53	32.04
总资产收益率(%)	3.35	2.45	2.73
资产负债率(%)	23.14	22.54	32.05
总资本化比率(%)	12.65	12.47	25.21
总债务/EBITDA(X)	3.38	4.34	8.71
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.15	2.79

注：公司各年度财务报表均按新会计准则编制

中投保(合并口径)	2011	2012	2013	2014.06
总资产	72.21	95.76	98.43	101.74
担保损失准备金	2.98	4.52	2.67	3.31
所有者权益	51.61	54.51	57.27	58.69
在保余额	711.24	974.10	1,007.06	1,095.38
年新增担保额	574.00	543.10	467.03	316.29
担保业务收入	4.21	5.65	6.80	3.62
投资收益	3.28	4.65	5.36	2.63
净利润	3.01	3.04	3.19	1.58
平均资本回报率(%)	5.95	5.73	5.71	--
累计代偿率(%)	0.06	1.05	2.60	--
核心资本放大倍数(X)	12.66	15.59	15.36	15.56
净资产放大倍数(X)	13.78	17.87	16.89	18.05

资料来源：中投保提供

注：参见附四

### 分析师

项目负责人：关 玥 [yguan@ccxi.com.cn](mailto:yguan@ccxi.com.cn)  
 项目组成员：赵珊迪 [shdzhao@ccxi.com.cn](mailto:shdzhao@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 日

### 基本观点

中诚信国际维持山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司（以下简称“博兴鑫达”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 博兴债”债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

中诚信国际肯定了博兴县一定的经济和财政实力、公司突出的基础设施建设主体地位和丰富的土地储备等对公司发展的积极作用；同时中诚信国际也关注到项目投资压力较大、主营业务面临政策性风险和土地出让收入回款周期长等因素对公司未来整体信用状况的影响。此外，中诚信国际亦考虑到中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）对本期债券提供的全额不可撤销连带责任保证担保对债券还本付息的保障作用。

### 优势

- **博兴县区域经济和财政实力不断增强，为公司的业务发展提供了良好的环境。**近年来博兴县经济保持平稳增长，综合竞争力位居山东省中上游水平。2014 年博兴县的 GDP 达到 298.75 亿元，比上年增长 7.5%，公共财政预算收入 24.39 亿元，比上年增长 4.0%。
- **突出的基础设施建设主体地位。**公司是博兴县最主要的基础设施建设主体，承担了博兴县大部分基础设施建设项目，在资金和资产注入、政府补贴等方面获得博兴县政府的有力支持。
- **丰富的土地储备。**博兴县政府向公司注入大量土地，截至 2014 年末，公司共有土地 908.47 万平方米，账面价值 48.71 亿元，大部分为商业用地。丰富的土地资源能够为公司项目建设和债务偿还提供较好保障。

### 关注

- **未来水库建设和棚户区改造项目面临一定融资压力。**博兴县近期加快滨湖新区建设和城镇化改造，公司未来面临一定的融资压力。
- **主营业务面临政策性风险。**公司土地整治开发和基础设施建设业务较易受到宏观调控、土地及拆迁等政策影响，可能引起经营的较大波动。此外，公司的收入绝大部分来源于博兴县财政局的工程结算收入和博兴县土地储备中心的土地出让收入，对博兴县的财政依赖较强。
- **土地出让收入回款周期长。**公司经营活动现金流受土地出让节奏和政府回款周期影响较大，中诚信国际会继续关注土地出让收入的回款情况。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

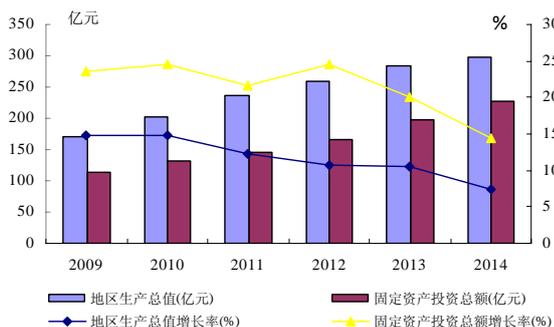
“14 博兴债”募集资金 10 亿元，全部用于博兴县滨湖新区综合治理项目，该项目总投资 17.56 亿元，拟使用募集资金占项目总投资的 56.96%。截至到 2015 年 3 月底，公司募集资金已使用 30,765 万元，募集资金余额为 69,235 万元。

## 近期关注

### 博兴县经济保持平稳增长，财政实力稳步增强，经济强县建设成效显著

博兴县经济发展势头良好，2014 年博兴县的 GDP 达到 298.75 亿元，比上年增长 7.5%，在滨州市所有区县中仅次于邹平县和滨城区。2014 年博兴县规模以上固定资产投资总额 226.56 亿元，比上年增长 14.4%。新开工项目 53 个，计划总投资亿元以上项目 33 个。博兴县投资结构进一步调整，三次产业比例调整为 0.47：77.10：22.43。

图 1：2009~2014 年博兴县 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：根据博兴县统计公报整理

博兴县经济建设近年来取得了长足发展。此外滨州市也高度重视博兴县区域发展，加大政策扶持力度推动博兴县经济社会发展。未来，随着博兴县经济发展投入的加大，依托当地的丰富的资源优势 and 优越的区位优势等，博兴县的经济实力及区域竞争力都将大大增强。

在经济发展的带动下，博兴县财政实力逐步增

强。2012~2014 年，博兴县分别实现公共财政预算收入 20.89 亿元、23.46 亿元和 24.39 亿元，年均复合增长率为 8.05%。其中，2014 年实现税收收入 19.63 亿元，占公共财政预算收入比重为 80.48%。2014 年博兴县国有土地转让收入为 9.29 亿元，中诚信国际将持续关注国家相关政策对博兴县土地转让收入规模和增长的影响。

表 1：博兴县地方财政收支主要指标（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算收入（1）	20.89	23.46	24.39
其中：税收收入	14.83	18.16	19.63
政府性基金收入（2）	15.90	9.18	12.41
其中：土地使用权出让收入	14.29	6.89	9.29
地方收入合计（1）+（2）	36.79	32.64	36.80

资料来源：博兴县财政局

财政支出方面，2012~2014 年，博兴县公共财政预算支出分别为 27.50 亿元、28.75 亿元和 30.64 亿元，年复合增长率为 5.55%，近三年博兴县财政支出规模保持平稳增长。博兴县的财政支出重点突出保民生。2014 年，全县教育、社会保障与就业、医疗卫生与计划生育、农林水支出合计为 20.47 亿元，占公共财政预算支出的 66.81%，较好地保障了重点社会事业发展和民生政策落实。

表 2：博兴县地方财政支出主要指标（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算支出（1）	27.50	28.75	30.64
政府性基金支出（2）	16.47	9.99	12.21
地方支出合计（1）+（2）	43.97	38.74	42.85

资料来源：博兴县财政局

博兴县财政实力的稳步增强强化了财政资金的导向作用，支持了博兴县的经济结构调整，促进了当地基础设施建设。总体来看，博兴县近年来财政收入持续增长，财政实力不断扩充，对于博兴县的投资发展起到很好的支撑作用。

### 土地转让收入是公司最重要的收入来源，2014 年该业务收入有所增加

博兴鑫达是博兴县基础设施建设主体，建设项目在博兴县地位较为重要，博兴县政府注入公司较多的土地资产，并赋予公司土地一级开发的职能。

截至 2014 年末公司拥有储备地 17 宗，总面积 908.47 万平方米（约合 13,627 亩），其中商业用地

14宗，工业用地3宗，主要位于博兴县城中心和周边区域位置，地理位置较好，具有一定升值潜力，已经获得出让用地的所有权证，并分年计入财务报表的存货科目。

截至2014年末，公司评估价值为23.14亿元的土地已用于抵押借款，未来融资空间受到一定限制。其中公司本部使用177.54万平方米的土地进行

抵押借款；方圆控股作为博兴鑫达股东，使用博兴鑫达210.48万平方米土地进行抵押贷款。以上土地资产用于抵押的担保借款本金为15.50亿元，其中博兴鑫达借款12.60亿元，股东方圆控股借款2.90亿元，部分贷款已经归还，目前博兴鑫达债务余额为7.11亿元。

表3：截至2014年末公司土地储备情况

地块号	位置	土地面积 (平方米)	用地性质	评估价值(元)	抵押情况
博国用(2010)第101-003-0010-1号	新城一路以西	108,698	商业	235,631,072	已抵押
博国用(2010)第101-003-0010-2号	新城一路以西	125,536	商业	101,684,160	已抵押
博国用(2010)第110-105号	乔庄镇黄家村、刘乖子村以北	447,581	商业	223,790,500	-
博国用(2010)第110-104号	乔庄镇仓上村、兴魏村以北	957,843	商业	478,921,500	已抵押
博国用(2010)第110-103号	乔庄镇大王村	366,887	商业	183,443,500	-
博国用(2010)第110-102号	乔庄镇刘善人村、西小村以北	536,975	商业	268,487,500	已抵押
博国用(2010)第110-101号	乔庄镇姓黄村、刘善人村以北	610,031	商业	305,015,500	已抵押
博国用(2010)第101-003-009号	博城二路以北、新城二路以东	66,660	商业	53,994,600	已抵押
博国用(2010)第101-003-008号	博城二路以北、新城一路以西	48,033	商业	38,426,400	已抵押
博国用(2008)第01-003-1号	引黄济清干渠以西	897,180	工业	224,295,000	已抵押
博国用(2011)第110-101号	乔庄镇张寨、刘王村	871,668	商业	435,834,000	-
博国用(2011)第102-101-1号	庞家镇高庙里村、通滨村	1,162,941	商业	569,841,090	-
博国用(2011)第101-155号	新城一路以西、博城二路北	171,410	商业	422,011,420	已抵押
博国用(2011)第106-101号	205国道西、东二村	152,690	工业	79,246,110	已抵押
博国用(2011)第102-101号	庞家镇祁家村	205,184	工业	106,285,312	已抵押
博国用(2012)第110-102号	乔庄镇张寨、王寨村以北	1,014,997	商业	487,198,560	-
博国用(2012)第110-101号	乔庄镇张寨、王寨村以南	1,340,412	商业	656,801,880	-
--	合计	9,084,726	--	4,870,908,104	-

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司土地出让收入分别为5.72亿元、3.05亿元和5.57亿元。2014年，公司将博城五路以南、205国道以西、支脉河以北的住宅用地进行出让，土地宗号为博国用(2012)第101-0015-058-1，该土地面积为252,766平方米，出让价格为5.57亿元，此项收入是2014年土地出让收入的主要来源。截至2014年末，公司出让的土地面积合计813,752平方米，形成的土地出让收入

共计14.88亿元。

目前公司土地出让业务中未包含一级开发及整理工作，业务模式较为简单，公司出让、划拨用地土地资产由博兴县土地储备中心直接收购。

总体看来，博兴县政府在土地资产注入方面给予公司较强的支持，形成较大规模土地资产；但是，公司目前尚无土地一级开发业务，同时部分土地资产已经抵押，未来融资空间受限。

表4：2014年公司土地出让情况

出让时间	地块号	位置	土地面积 (平方米)	使用权型	出让价格 (亿元)
2014	博国用(2012)第101-0015-058-1号	博城五路以南、205国道以西、支脉河以北	252,766	住宅	5.57
	合计		252,766	-	5.57

资料来源：公司提供；

## 基础设施建设业务收入有所下降

公司是博兴县基础设施建设主体，近年来承建了大量县域范围内的道路、河流治理、公园、广场等基础设施建设项目，截至 2014 年末项目总投资达 28.75 亿元，已完成投资 17.64 亿元，其中，2014 年前已完成的项目共投资 4.04 亿元。公司建设项目对推进博兴县城镇化进程、实现地区经济效益、社会效益和环境效益和带动区域经济发展具有重要作用。

公司目前正在建的主要项目是支脉河综合治理工程、城市客厅景观工程、文化植物园景观工程和博兴县滨湖新区综合治理项目。

2014 年公司新增在建项目博兴县滨湖新区综合治理项目，该项目总投资 17.56 亿元，2014 年完成投资 7.45 亿元。项目建设地点位于博兴县城区南部，该项目主要建设内容是对支脉河博兴段、麻大湖及周边道路等基础设施进行综合治理，工程建设期为 3 年，目前已经开工建设，到 2016 年 11 月底工程全部完成并竣工验收。麻大湖工程主要是建设麻大湖国家级湿地公园。项目将根据麻大湖资源特征和分布情况，综合考虑区域现状交通、空间体系及未来发展建设规划，将麻大湖国家湿地公园建设成湿地保育区、恢复重建区、宣教展示区、合理利用区和管理服务区 5 个功能区，实行分区建设和管理，使麻大湖成为融生态保护、科普教育、文化展示、水质净化、观光旅游等多功能于一体的国家级湿地公园，成为鲁北平原水资源保护利用示范品牌和博兴县城乡居民生态休闲场所。道路建设包括三横两纵路网建设，包括博城八路、滨河大道、小清河北堤路、胜利二路南延、新城二路南延；桥梁建设包括新城二路支脉河大桥、新城二路小清河大桥、胜利二路支脉河大桥建设；道路与桥梁的建设将会完善博兴县南部城区的交通条件，促进周边区域的发展。

支脉河流域工程主要包括五大部分建设内容，包括支脉河流域综合治理工程、引水工程、锦秋水库工程、支脉河景观工程和博兴县道路工程。通过支脉河城区河道边坡护砌，河道及堤防工程布置，新建拦河闸、拦河橡胶坝和排涝泵站，进一步提高河道的防洪

除涝能力，有利于保障区内工、农业生产的正常有序地进行和国民经济的可持续发展，改善区内群众的生产、生活条件。

城市客厅景观工程主要是进行文化中心湖和风情街的建造，为博兴居民提供休息观赏的场所。2013 年，土方工程基本完成，挖运土方 33 万立方米，主要桥涵、道路、驳岸及景观工程已经进入初步施工阶段。

文化植物园景观工程占地 1,300 余亩，内部将种植适应当地气候的各种植物，主要功能是观光旅游、孝文化教育、举行露天婚礼，着力打造全国最大的孝文化教育基地和爱情文化基地，成为展示博兴县地方特色的文化园区。2014 年上述两项工程已经全部完成。

公司承建的项目以承包的形式建设，博兴县市政管理局、博兴县水利局等政府部门与公司签订工程承包协议，约定按照工程形象进度进行工程款的拨付。2014 年公司基础设施建设收入有所下降，主要受政策影响政府与公司签订的工程量减少所致。2012 年~2014 年公司工程施工收入分别为 3.28 亿元、2.73 亿元和 0.84 亿元。

表 5：2014 年公司建设项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	2014 年末累 计投资(亿元)	建设期限
支脉河治理工程	5.45	5.45	2011.9-2014.8
城市客厅景观工程	0.70	0.70	2013.2-2014.11
文化植物园景观工程	1.00	1.00	2013.3-2014.11
博兴县滨湖新区综合治理项目	17.56	7.45	2013.12~2016.11

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目有水库建设和棚户区改造项目。水库建设预计投资 17 亿元，省、市(州)、县(市、区)三级政府配 40% 资本金，剩余的 60% 资本金公司将向农发行贷款。棚户区改造项目预计投资 2~3 亿元，已获得国开行专项贷款。

综上所述，公司承担的基础设施项目及未来拟建项目在博兴县重要性较高，对于推进博兴县城镇化进程和带动区域经济发展具有重要作用。但是项目投资规模较大，公司存在一定的资金压力。

## 租赁业务收入稳定

目前公司拥有两处投资性房地产市民健身广场和行政中心，账面价值分别为 1.36 亿元和 1.08 亿元，均于 2010 年投入使用。2012~2014 年公司租赁业务收入均为 0.22 亿元。因为两处投资性房地产都是 20 年的长期租赁合同，公司此部分业务收入较为稳定。

综合来看，公司租赁业务并非主营业务，且收入规模一般。但是公司租赁业务都签订了长期协议，此部分业务收入较为稳定，对公司主营业务形成有益补充。

## 财务分析

以下分析基于经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审财务报告和 2014 年审计报告，各年度财务报表均依照新会计准则编制。

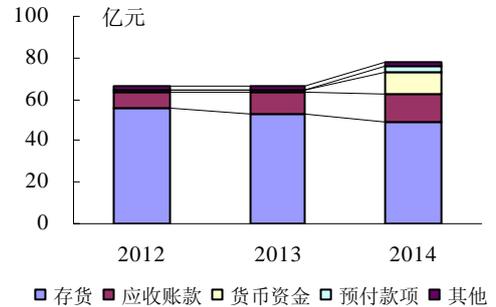
### 公司资产和债务规模均呈现较快增长，债务结构持续优化

近年来公司总资产呈现增长态势，2012~2014 年底，公司总资产分别为 69.17 亿元、69.71 亿元和 80.91 亿元。

从资产构成来看，公司的资产以流动资产为主，近三年公司流动资产占总资产的比重分别为 96.20%、95.22% 和 96.30%。截至 2014 年底，公司的流动资产主要由货币资金、存货和应收账款构成，三项合计占到流动资产的 93.83%。货币资金方面，公司 2014 年 12 月发行 10 亿元企业债后新增了 9.37 亿元的银行存款；存货方面，2012~2014 年末公司的存货分别为 56.22 亿元、52.88 亿元和 48.71 亿元。公司的存货主要是取得的土地资产，2014 年公司存货减少了 4.17 亿元，主要是出让的博国用（2012）第 101-0015-058-1 号土地的价值；应收账款方面，截至 2014 年底，公司的应收账款为 13.81 亿元，较上年增加了 3.35 亿元，基本上为出售土地产生的对博兴县国土资源局应收款项。非流动资产方面，公司的非流动资产包括投资性房地产、长期应收款以及少量的固定资产。其中，截至 2014 年底投资性房地产账面价值为 2.25 亿元，比上年减少 632.07 万元，主要是投资性房地产的累计摊销费用有所增加所致。长期应收款方面是人民公园

的 BT 合同回购款，截至 2014 年底账面余额为 0.61 亿元。

图 2：2012~2014 年公司流动资产构成分析

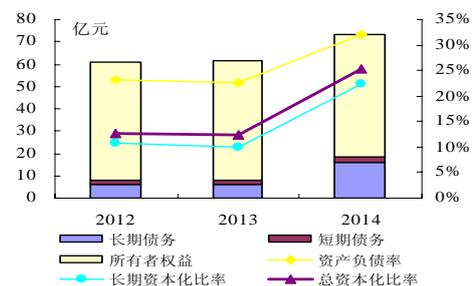


资料来源：公司财务报告

2014 年公司负债有所增加，2012~2014 年底，公司总负债分别为 16.01 亿元、15.71 亿元和 25.93 亿元。2014 年公司负债的主要构成由上年以流动负债为主变成了以非流动负债为主，主要原因是 2014 年新增了 10 亿元的应付债券。2012~2014 年末公司非流动负债分别为 6.39 亿元、5.93 亿元和 15.80 亿元，非流动负债占总负债的比例分别为 39.94%、37.73% 和 60.94%。公司的非流动负债是由应付债券和长期借款构成，长期借款是通过土地抵、质押取得的长期借款，截至 2014 年底账面余额为 5.80 亿元。2012~2014 年末流动负债占总负债的比例分别为 60.06%、62.27% 和 39.06%。公司的流动负债主要包括市政工程建设相关应付账款、应交税费和其他应付款，公司流动负债的金额近年来比较平稳。

公司总债务增长较快，2012~2014 年末分别为 7.70 亿元、7.69 亿元和 18.53 亿元，总债务增长主要原因是增加了 10 亿元的应付债券。公司 2014 年长期债务占比有所上升，债务结构有所优化，2012~2014 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.20、0.30 和 0.17。

图 3：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，公司所有者权益呈现小幅稳定增长，2012~2014 年底分别为 53.17 亿元、54.00 亿元和 54.98 亿元。2014 年所有者权益主要增加了少量盈余公积和未分配利润约 0.98 亿元。

由于公司 2014 年多了 10 亿元的应付债券，公司资产负债率比上年呈现上涨趋势，2012 年~2014 年末的资产负债率分别为 23.14%、22.54%和 32.05%，但是仍保持较低水平。

整体来看，2014 年企业债的发行使公司负债与资产规模上升，但公司债务规模仍较小，资产负债率较低，总体债务偿还压力不大。未来随着公司投资规模的增加，资产负债率或将有所上升。

### 受益于公司土地出让收入的增加，公司营业收入进一步增长，但公司收入对政府依赖度高，受政策影响较大

公司 2012~2014 年主营业务收入分别为 9.00 亿元、5.78 亿元和 6.41 亿元。主要来源于基础设施建设收入和土地出让收入，两者收入占营业总收入的 96.65%。公司 2014 年收入有所增加，主要原因是出让土地地块的价值有所增加所致。

2014 年，公司的营业毛利率由上年的 31.05%降到了 25.99%，其中，公司主营业务毛利率水平由 2013 年的 29.49%降到了 24.41%。主要受公司主营业务重要组成部分土地出让收入的毛利率下降所致。

表 6：2012~2014 年公司主营业务收入毛利率情况

项目	2012		2013		2014	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
项目建设	3.28	18.84	2.73	26.58	0.84	19.35
土地出让	5.72	25.16	3.05	32.10	5.57	25.17
合计	9.00	22.86	5.78	29.49	6.41	24.41

资料来源：公司财务报告

2014 年，公司期间费用进一步增至 0.83 亿元，从期间费用情况来看，三费收入占比增至 12.58%。从构成来看，公司期间费用主要以财务费用为主，管理费用支出较少。从绝对额来看，公司的财务费用逐年上升，这与公司有息负债规模增加有关。总体来看，公司三费收入占比处于合理范围之内。

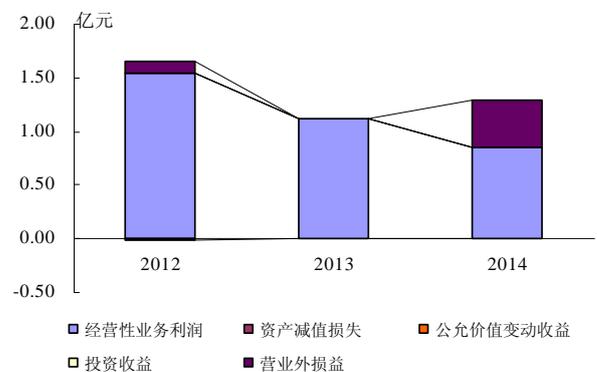
表 7：2012~2014 年公司期间费用变化

单位：亿元	2012	2013	2014
销售费用	-	-	-
管理费用	0.01	0.06	0.15
财务费用	0.54	0.58	0.68
三费合计	0.55	0.64	0.83
营业总收入	9.22	6.00	6.64
三费收入占比	5.99%	10.72%	12.58%

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2012~2014 年公司利润总额分别为 1.65 亿元、1.11 亿元和 1.29 亿元，其中 2014 年利润总额的增加主要是公司获得政府补助 0.45 亿元，2013 年公司未获得政府补助，1.11 亿元全部为经营性业务利润。

图 4：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

整体来看，公司主营业务收入受工程建设周期和土地出让规模影响较大，主要收入板块毛利率水平较好，公司表现出较好的盈利能力。但中诚信国际关注到公司目前的收入主要为项目回购款和土地出让款，对博兴县财政实力的依赖程度较高。

### 公司融资规模有所扩大，借款和还款金额逐年增加，筹资活动净现金流显著增长

2012 年~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -1.99 亿元、0.55 亿元和 -0.60 亿元。公司出让土地所取得的收入截至各报告期还未全部到账，这是造成公司经营活动现金流与公司收入不匹配的主要原因。筹资活动方面，公司近三年筹资活动现金净流量呈现波动，2014 年公司受发行债券的影响，筹资活动净现金流呈现大幅上升，2012~2014 年公司筹资活动产生的现金净流量分别为 2.63 亿元、-0.83 亿元和 9.98 亿元。

表 8:2012~2014 年公司现金流结构分析 (亿元)

	2012	2013	2014
经营活动现金流入	1.24	1.71	4.09
经营活动现金流出	3.23	1.17	4.69
经营活动净现金流	-1.99	0.55	-0.60
投资活动现金流入	-	-	-
投资活动现金流出	0.04	0.06	0.01
投资活动净现金流	-0.04	-0.06	-0.01
筹资活动现金流入	4.50	1.30	12.60
其中: 吸收投资收到的现金	2.00	-	-
借款收到的现金	2.50	1.30	2.60
筹资活动现金流出	1.87	2.13	2.62
其中: 偿还债务支付的现金	0.99	1.31	1.77
筹资活动净现金流	2.63	-0.83	9.98
现金及其等价物净增加额	0.60	-0.34	9.37

资料来源: 公司财务报告

## 随着债务规模扩大, 公司偿债能力指标有所弱化

2014 年, 公司总债务规模增长较快, EBITDA 对总债务的保障能力有所下降, 2012~2014 年总债务/EBITDA 分别为 3.38 倍、4.34 倍和 8.71 倍。公司经营净现金流对总债务覆盖能力比较弱, 呈现波动态势, 2012~2014 年总债务/经营净现金流分别为-3.87 倍、14.07 倍和-30.94 倍。2012~2014 年 EBITDA 利息保障系数分别为 2.58 倍、2.15 倍和 2.79 倍, 由于企业债于 2014 年底发行, 近三年债务负担不重, 利息支出较少, 因此 EBITDA 对当期利息的覆盖能力尚可。2012~2014 年, 公司经营净现金流利息保障倍数分别为-2.25 倍、0.66 倍和-0.79 倍, 无法对利息支出有效覆盖。

表 9: 2012~2014 年公司偿债能力分析

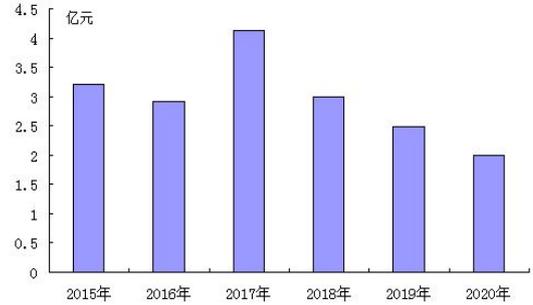
	2012	2013	2014
长期债务 (亿元)	6.39	5.93	15.80
总债务 (亿元)	7.70	7.69	18.53
经营活动净现金流 (亿元)	-1.99	0.55	-0.60
EBITDA (亿元)	2.28	1.77	2.13
资产负债率 (%)	23.14	22.54	32.05
长期资本化比率 (%)	10.73	9.89	22.32
总资本化比率 (%)	12.65	12.47	25.21
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.58	2.15	2.79
总债务/EBITDA (X)	3.38	4.34	8.71
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-2.25	0.66	-0.79
总债务/经营活动净现金流 (X)	-3.87	14.07	-30.94

资料来源: 公司财务报告

截至 2014 年底, 公司总债务 18.53 亿元, 2015~2020 年公司每年需要偿还的债务规模分别为 3.21 亿元、2.92 亿元、4.12 亿元、2.99 亿元、2.48 亿

元和 2 亿元。从公司债务的到期分布来看, 公司 2 还款较均衡。

图 5: 截至 2014 年末公司债务还款安排



资料来源: 公司提供

对外担保方面, 截至 2014 年底, 公司对博兴县方圆控股集团有限公司提供对外担保 5,000 万元。

受限资产方面, 截至 2014 年底, 公司土地资产中用于抵押部分账面价值为 23.14 亿元, 抵押借款总金额为 15.50 亿元, 其中博兴鑫达借款 12.60 亿元, 股东方圆控股借款 2.90 亿元。公司土地资产中用于质押借款金额为 1.70 亿元。截至 2015 年 3 月底, 部分贷款已经归还, 目前博兴鑫达债务余额为 7.11 亿元。

授信方面, 截至 2014 年 12 月末, 公司共获得银行授信 7.11 亿元, 已全部使用。

总体来看, 公司经营活动现金流受土地出让节奏和政府回款周期影响较大。公司总体债务规模和投资压力不大。

## 过往债务履约情况

截至 2014 年末, 公司信用记录良好, 无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

## 担保实力

“14 博兴债”由中国投融资担保有限公司 (以下简称“中投保”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司, 由财政部和原国家经贸委共同发起组建, 注册资本 5 亿元, 为中国人民银行监管下的非银行金融机构。1999 年中投保与财政部脱钩, 移交中央大型企业工委管理, 同时脱离中国人民银行的监管。2003 年中投保划归国务院国资委管理, 2006 年 9 月

更名为“中国投资担保有限公司”并整体并入国家开发投资公司（以下简称“国投公司”）。2006年12月国投公司向中投保增资23.355亿元，中投保注册资本增为30亿元，国投公司为全资股东。2010年9月，在国投公司的支持下，中投保通过引进建银国际金鼎投资（天津）有限公司等六家新股东，从国有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司，注册资本变更为35.21亿元。2012年9月，中投保通过资本公积金转增股本的形式，实收资本增加至45亿元。2013年11月4日，中投保更名为“中国投融资担保有限公司”。

作为国内资本规模最大的担保机构之一，中投保的经营范围涉及投资担保、实业项目的投资、资产受托管理、经济信息咨询等领域。截至2014年末，公司总资产为101.74亿元，净资产58.69亿元，表外在保余额1,095.38亿元。

中投保总部位于北京，设立了华东、上海、大连、天津四家分公司和沈阳办事处，同时参股中投保信息技术有限公司（45.00%）、中国国际金融有限公司（7.65%）、北京首创投资担保有限公司（3.00%）和中关村科技担保有限公司（0.26%）等多家企业。

中投保是中国担保业联盟的发起人，同时也是泛美担保协会（PASA）、美国保证与忠诚保证协会（SFAA）美国保险监督官协会（NAIC）以及国际信用保险和保证协会（ICISA）的会员，在引进国际担保业先进技术和理念方面居优势地位。

中投保作为国内最早成立的担保公司之一，资本实力较强；业务品种丰富，产品创新能力较强，积累了较丰富的担保业务经验，在保本投资类担保和公共融资类担保业务方面具有较领先的优势；引进战略投资者并完成改制，公司治理持续改善。中投保还得到中投保大股东国投公司的一贯支持，国投公司出具了书面支持文件，承诺长期保持控股地位，在中投保遇流动性困难时提供注资和流动性支持。

担保组合质量方面，公司2010年至2011年商业性担保业务未发生代偿，2012年由于上海地区钢贸业务出现行业性风险，2011年至2013年商业性担保三年累计代偿率为2.60%。通过多次压降，截至2013年10月末，公司在保的钢贸项目担保全部结束。另

外，钢贸项目抵押物较为充足，公司成立专门机构处置代偿项目，公司采取多种手段保全资产，代偿回收的情况较为良好。至2014年6月末，公司通过诉讼追偿、处置钢材、抵押物变现、资产抵债等多种措施累计收回代偿款7.65亿元，截至6月末应收代位追偿款余额为10.94亿元。目前公司控制的第一顺位抵押资产和查封资产价值充分，诉讼案件仍在实行当中，未来继续收回的可能性较大。

在担保准备金方面，受担保业务规模大幅增加和钢贸行业代偿风险的影响，公司2013年继续提高准备金的计提金额，全年共提取未到期责任准备金3.37亿元；2014年上半年公司计提未到期责任准备金1.69亿元，公司将按照国资委的要求，将钢贸预计损失在2014年底前足额计提，2015年后不再新增损失计提。截至2013年末，公司担保损失准备金余额2.67亿元，较上年下降41.08%。截至2014年6月末，公司担保损失准备金余额为3.31亿元，较年初增长24.25%。截至2013年末，公司担保损失准备金余额（含预收保费）与在保余额之比为0.91%，较上年上升0.02个百分点；截至2014年6月末，该比例为1.15%，较年初增长0.04个百分点，处于同业较低水平。

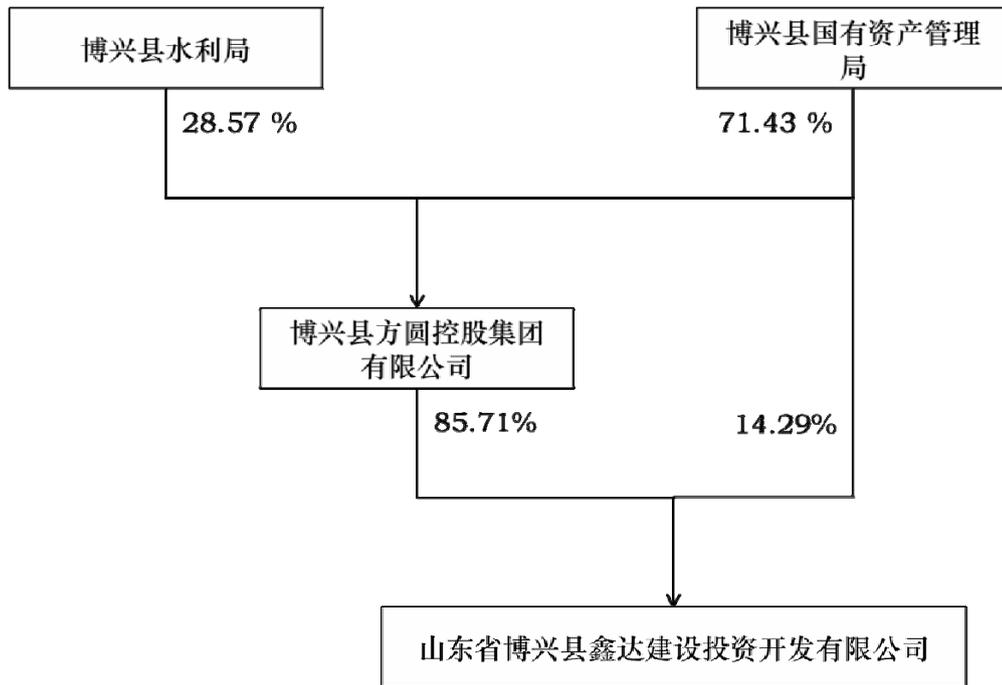
总体来看，钢贸融资类项目的信用风险敞口已基本消除，同时中投保对业务结构进行了调整，转向风险较低的金融产品担保业务。但需要看到的是，公司单一客户集中度和行业集中度均较高，公司未到期责任准备金较总担保余额相比较低，应予以关注。

综合上述对担保行业前景的分析，中投保在行业地位、市场定位、管理与战略、业务运营、风险管理和财务基本面的考察和分析，以及国投公司对中投保提供流动性支持的承诺，我们授予中投保2014年的主体评级为AA<sup>+</sup>，以反映其很强的代偿能力以及很低的违约风险；中投保2014年主体信用评级的展望为稳定。

## 结 论

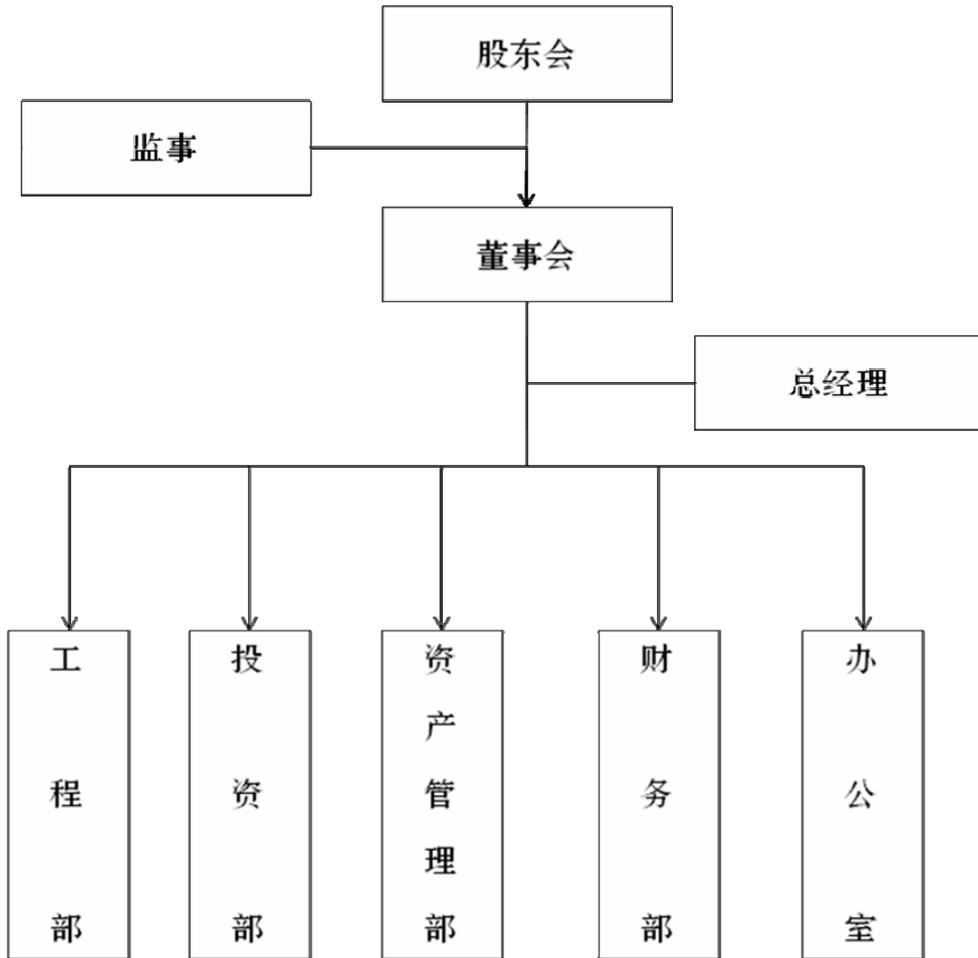
综上所述，中诚信国际评定山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；评定“2014年山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司公司债券”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

附一：山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司股权结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附二：山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司组织结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：山东省博兴县鑫达建设投资开发有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	15,642.79	12,193.04	105,885.03
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	69,727.60	104,637.06	138,122.21
存货净额	562,248.79	528,797.20	487,090.81
其他应收款	17,836.35	11,855.86	19,740.49
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	25,033.39	24,360.69	23,671.36
总资产	691,737.82	697,100.26	809,072.99
其他应付款	48,432.79	44,335.00	37,633.76
短期债务	13,066.00	17,666.00	27,266.00
长期债务	63,936.00	59,270.00	158,004.00
总债务	77,002.00	76,936.00	185,270.00
净债务	61,359.21	64,742.96	79,384.97
总负债	160,080.40	157,101.18	259,292.10
财务性利息支出	5,478.40	5,901.70	7,625.58
资本化利息支出	3,368.67	2,329.96	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	531,657.42	539,999.08	549,780.89
营业总收入	92,201.65	59,977.94	66,368.55
三费前利润	20,917.57	17,572.78	16,836.37
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	22,011.87	17,017.50	20,574.00
EBITDA	22,802.69	17,713.79	21,263.32
经营活动产生现金净流量	-19,912.62	5,469.60	-5,988.49
投资活动产生现金净流量	-399.99	-621.69	-110.21
筹资活动产生现金净流量	26,286.93	-8,297.66	99,790.68
现金及现金等价物净增加额	5,974.32	-3,449.75	93,691.98
资本支出	399.99	621.69	110.21
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	24.03	31.05	25.99
三费收入比(%)	5.99	10.72	12.58
EBITDA/营业总收入(%)	24.73	29.53	32.04
总资产收益率(%)	3.35	2.45	2.73
流动比率(X)	6.92	6.78	7.69
速动比率(X)	1.07	1.38	2.88
存货周转率(X)	0.13	0.08	0.10
应收账款周转率(X)	2.24	0.69	0.55
资产负债率(%)	23.14	22.54	32.05
总资本化比率(%)	12.65	12.47	25.21
短期债务/总债务(%)	16.97	22.96	14.72
经营活动净现金/总债务(X)	-0.26	0.07	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.52	0.31	-0.22
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.25	0.66	-0.79
总债务/EBITDA(X)	3.38	4.34	8.71
EBITDA/短期债务(X)	1.75	1.00	0.78
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.15	2.79

注：公司各年度财务报告均按新会计准则编制；

**附四：中国投融资担保有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

	2011	2012	2013	2014.06
<b>年增长率 (%)</b>				
现金及投资资产	18.35	19.72	(10.98)	--
总资产	15.83	32.61	2.79	--
担保损失准备金	22.43	51.71	(41.08)	--
所有者权益	3.87	5.61	5.05	--
担保业务收入	122.29	34.12	20.32	--
担保业务成本	173.33	383.60	26.49	--
担保业务净收入	116.20	(18.52)	14.81	--
投资收益	98.73	41.94	15.17	--
业务及管理费用	17.02	17.74	20.65	--
营业利润	62.12	3.11	2.51	--
净利润	98.25	0.95	4.89	--
年新增担保额	211.96	(5.39)	(14.00)	--
在保余额	112.82	36.96	3.98	--
<b>盈利能力 (%)</b>				
成本费用率	67.48	106.45	137.14	--
投资回报率	3.33	6.09	6.81	--
担保业务收入/年度新增担保额	0.73	1.04	1.45	--
平均资产回报率	4.48	3.62	3.29	--
平均资本回报率	5.95	5.73	5.71	--
<b>担保组合质量 (%)</b>				
代偿余额 (百万元)	0.00	566.45	1,203.26	1,093.83
年内代偿率	0.00	2.02	4.01	--
累计代偿率*	0.06	1.05	2.60	--
累计回收率*	0	0	34.10	--
担保损失准备金/在保余额	0.75	0.89	0.91	1.15
<b>担保业务集中度 (%)</b>				
最大单一客户集中度	12.35	7.64	4.99	3.79
最大十家客户集中度	38.17	35.88	--	--
<b>资本充足性</b>				
净资产 (百万元)	5,161.44	5,451.13	5,726.62	5,868.54
核心资本 (百万元)	5,380.25	5,827.86	5,903.01	6,111.08
净资产放大倍数 (X) *	13.78	17.87	16.89	18.05
核心资本放大倍数 (X)	12.66	15.59	15.36	15.56
<b>流动性 (%)</b>				
高流动性资产/总资产	19.61	31.98	24.12	13.76
高流动性资产/在保余额	1.99	3.14	2.36	1.28

注：[1]担保赔偿准备金/在保余额的计算公式为：(担保赔偿准备金+预收保费)/在保余额。[2]累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据。[3]截至 2011-2013 年末以及 2014 年 6 月末，报送监管的融资性担保放大倍数（计算公式为(间接融资性担保余额+公共融资类担保余额)/净资产）分别为 4.92、6.07、6.94 和 10 倍。[4]计算核心资本放大倍数时，将预收保费调入该公司核心资本。

## 附五：报告所用基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附六：中国投融资担保有限公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款

担保损失准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产\*

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

总资本=核心资本+其他附属资本或软资本

在保余额=在保余额-分保余额

已实现承保收入=总承保收入-分出保费-担保责任准备金提转差

承保业务净收入=已实现承保收入-代偿支出-担保赔偿准备金计提

净投资收益=存款利息收入+债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+委托贷款收入+其他投资收益-投资减值准备计提

净营业收入=承保业务净收入+净投资收益+其他业务净收入

商业性担保累计担保损失率=商业性担保累计代偿损失额/商业性担保累计年内解除担保额（注：以2004年为基准年）

未到期责任准备金覆盖率=未到期责任准备金余额/商业性担保代偿余额

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

投资回报率=净投资收益/[(当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额)/2]

注：高流动性资产中是否包括可供出售金融资产根据可供出售金融资产的具体流动性而定

## 附七：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

## 附八：公司债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附九：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：[1]除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。