

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0430号

营口沿海开发建设有限公司：

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，我对贵公司“14 营口沿海MTN001”、“15 营口沿海债/15 营沿海”和“15 营口沿海MTN001”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 营口沿海MTN001”、“15 营口沿海债/15 营沿海”和“15 营口沿海MTN001”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

二零一五年六月二十九日

营口沿海开发建设有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 营口沿海开发建设有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债务融资工具列表

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 营口沿海 MTN001	10	2014.11.06~2019.11.06	AA	AA
15 营口沿海债 /15 营沿海	15	2015.01.26~2022.01.26	AA	AA
15 营口沿海 MTN001	5	2015.05.18~2020.05.18	AA	AA

概况数据

沿海公司（合并口径）	2012	2013	2014	2015.3
总资产（亿元）	229.18	225.01	257.08	280.18
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	141.63	144.71	147.45	147.99
总负债（亿元）	87.55	80.29	109.63	132.19
总债务（亿元）	78.12	72.13	97.58	114.28
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	9.05	9.12	6.37	0.03
EBIT(亿元)	3.18	3.19	2.68	--
EBITDA（亿元）	3.24	3.25	2.71	--
经营活动净现金流（亿元）	-4.89	5.55	-7.62	0.11
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	8.61	10.81	19.56	94.40
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	35.83	35.60	42.58	--
总资产收益率(%)	1.42	1.40	1.11	--
资产负债率(%)	38.20	35.68	42.65	47.18
总资本化比率(%)	35.55	33.26	39.82	43.57
总债务/EBITDA(X)	24.09	22.22	35.95	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.71	0.58	0.46	--

注：1、公司 2012~2013 年度财务报告根据旧会计准则编制，2014 年度及 2015 年一季度财务报告根据新会计准则编制；2、2015 年一季度财务报告未经审计。

分析师

项目负责人：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

项目组成员：荀 正 zhxun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 29 日

基本观点

中诚信国际维持营口沿海开发建设有限公司（以下简称“沿海公司”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“14 营口沿海 MTN001”、“15 营口沿海债/15 营沿海”和“15 营口沿海 MTN001”的债项信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了辽宁（营口）沿海产业基地（以下简称“产业基地”）享有的政策叠加优势、公司拥有充足的土地储备、营口市政府及产业基地管委会对公司强有力的支持等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到资金压力较大、产业基地财政收入下滑等对公司整体信用状况的影响。

优势

- **产业基地享有政策叠加优势，发展持续向好。**产业基地位于辽宁沿海经济带和沈大经济区的叠加位置，享有东北地区振兴、辽宁沿海经济带建设、沈阳经济区建设等多项政策的扶持。2014 年，产业基地实现地区生产总值 64 亿元，随着辽宁忠旺、东旭玻璃等一批大项目的陆续投产，产业基地未来经济实力将进一步增强。
- **强有力的政府支持。**作为产业基地唯一的土地开发和基础设施建设主体，公司在政策、资源、资金等方面得到营口市政府及产业基地管委会给予的大力支持。在公司土地开发收入不足以偿还国开行贷款本息时，营口市财政将安排资金给予补贴。
- **充足的土地储备。**营口市政府将产业基地 120 平方公里的土地全部注入公司，并已办理出让性质的土地权证，在陆续出让后，2015 年 3 月末公司剩余土地仍达 69.75 平方公里。公司获得土地的成本极低，且在土地资源日益稀缺的背景下，公司充裕的土地储备为其发展奠定了坚实的基础。

关注

- **资金压力较大。**产业基地处于大规模建设期，待开发土地规模较大，且盐碱地的性质决定了土地平整费用较高，未来面临较大的投融资压力。此外，公司间接融资能力受限，截至 2015 年 3 月末短期债务为 17.28 亿元，加之长期债务需提前还本，存在短期偿债压力。
- **产业基地财政收入下滑，房地产相关税种对税收贡献较大。**营口市全市及产业基地范围内存量商品房项目较多，近年来土地出让收入规模持续下降，且税收收入对城镇土地使用税依赖度较高，使 2014 年公共财政预算收入出现下滑。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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要求，中诚信国际将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“15 营口沿海债/15 营沿海”募集资金 15 亿元，其中 10 亿元用于辽宁沿海经济带营口沿海产业基地产业区建设工程项目，4.50 亿元用于辽宁（营口）沿海产业基地二期东区排水工程项目，0.50 亿元用于辽宁（营口）沿海产业基地二期东区给水管网工程项目。截至 2015 年 5 月末，辽宁沿海经济带营口沿海产业基地产业区建设工程项目已投资 8.92 亿元，募集资金已使用 4.10 亿元；辽宁（营口）沿海产业基地二期东区排水工程项目已投资 6.49 亿元，其中募集资金已使用 2.40 亿元；辽宁（营口）沿海产业基地二期东区给水管网工程项目已投资 3.58 亿元，其中募集资金已使用 0.11 亿元。

近期关注

产业基地园区开发持续推进，但政府性基金收入持续下降，同时税收收入有所下滑，财政压力增大

营口沿海产业基地位于营口市辽东湾沿海地带，北与老城区相邻，南与北海新区和盖州市接壤。产业基地总面积 120 平方公里（远期规划 180 平方公里），分三期进行开发。2006 年 2 月 17 日，产业基地管委会成立，作为营口市政府的派出机构，全面进行产业基地的建设和管理工作。截至 2014 年末，园区已开发面积达到 86 平方公里，完成投资 82.02 亿元，继续推进基础设施和配套设施建设，使产业基地一期达到了“九通一平”标准，二期和东部冶金重化工区达到“五通一平”标准。2014 年，产业基地实现地区生产总值 64 亿元，实现工业总产值 53.28 亿元。

根据产业基地发展规划，产业基地将重点发展高端装备制造、IT、新材料等三大主导产业，促进产业集聚、推进产业集群发展。截至 2014 年末，产业基地累计开工建设投资千万元以上项目

227 个，完成投资 200 多亿元。重点项目中，总投资 90 亿元的东旭玻璃基板项目一期第一条生产线设备安装已接近收尾，总投资 160 亿元的忠旺铝业高精铝及加工材项目已于 2014 年 11 月份投产。

产业基地管委会是营口市政府的派出机构，享有独立的财权。根据营口市财政局《关于同意设立辽宁（营口）沿海产业基地金库的批复》（营财库[2006]139 号），产业基地财政独立设置金库，名称为“辽宁（营口）沿海产业基地支库”，直接参与税收收入分成留解。除上划中央、省级税收收入外，产业基地支库按照增值税 15%、营业税 70%、企业所得税 20%、个人所得税 25% 和房产税 50% 的比例分成留解。

财政方面，2012~2014 年，产业基地公共财政预算收入分别为 14.06 亿元、15.12 亿元和 14.40 亿元，政府性基金收入分别为 20.59 亿元、17.97 亿元和 13.85 亿元。政府性基金收入受房地产市场环境影响，近年来有较大下滑。目前，鉴于产业基地内房地产存量已能满足未来一段时间内的市场需求，产业基地已控制供应住宅用地，受此影响，预计政府性基金收入短期内将继续呈现下滑态势。同时，在产业基地入驻工业企业处于免税期以及工业企业面临的市场下行压力较大等因素影响下，主要贡献税种仍为与土地相关的城镇土地使用税、契税等，在房地产市场景气程度较低的情况下，产业基地税收收入规模降低，使公共财政预算收入较 2013 年有所下滑。

表 1：2012~2014 年沿海产业基地财政收入（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算收入	14.06	15.12	14.40
1、税收收入	13.98	14.99	14.25
其中：城镇土地使用税	10.95	11.07	10.54
契税	1.03	0.87	0.63
2、非税收入	0.07	0.13	0.15
政府性基金收入	20.59	17.97	13.85
其中：土地出让金	19.82	17.01	13.60

资料来源：产业基地财政局

债务管理方面，根据《辽宁（营口）沿海产业基地政府债务管理（暂行）办法》（辽营沿委发[2008]193 号），产业基地财政局在商业银行设立“偿

债基金专户”，“偿债基金专户”资金实行专款专用，单独核算，封闭运作。偿债基金的来源如下：1、年度预算内（包括年末）安排的偿债资金；2、城市建设维护费 5%；3、城市基础设施配套费 20%；4、预算单位非税收入和罚没收入 5%；5、城市出租车经营权、公交车（含规划区内的社会车辆）线路使用权的拍卖或出租收入 50%；6、城市户外广告位使用权的拍卖或出租收入 50%；7、停车场、电话亭和公交车停靠站的使用权和经营权的拍卖或出租收入 50%；8、城市道路、桥梁、广场及城市其他公用设施冠名权收入 50%；9、“偿债基金专户”资金转贷利息收入。截至 2014 年末，“偿债基金专户”资金约 5.6 亿元。

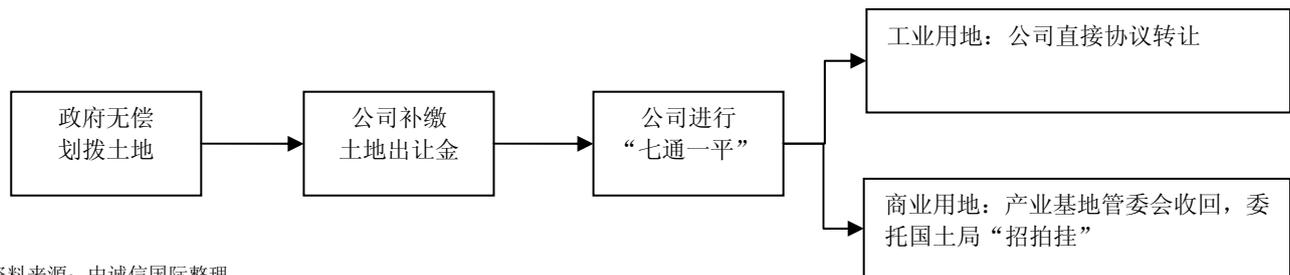
总体上，产业基地具有较为独立的财权，为其土地开发、基础设施建设提供了便利。但现阶段，

产业基地入驻企业还在建设期或税收优惠期，对财政收入的贡献较为有限。随着产业基地招商引资项目的竣工投产，产业基地财政收入将有所增长，财政收入结构将逐渐优化。

产业基地二期开发有序进行，2014 年商业用地转让情况较好

公司土地开发业务主要是对产业基地 120 平方公里的土地进行一级开发。公司通过自有资金投入、银行贷款、发行企业债券等方式募集资金分期对产业基地 120 平方公里土地进行“七通一平”。具备转让条件的工业用地由公司直接协议转让，商业用地由产业基地管委会收回，再委托营口市国土资源局以“招拍挂”的方式对外出让。

图 1：公司土地开发与转让流程



资料来源：中诚信国际整理

产业基地的土地之前为没有行政隶属的国有盐田。为贯彻中央提出的东北老工业基地振兴和环渤海开发战略精神，2005 年 8 月，原辽宁省委书记李克强在营口市提出了打造辽宁省“五点一线”沿海经济带的战略构想。

为贯彻落实这一战略构想，营口市政府成立了产业基地筹建办公室，并在产业基地筹建办公室的基础上成立了产业基地管委会。为加快产业基地项目建设、搭建产业基地融资平台，营口市国资委在《关于对营口市资产经营公司调拨土地使用权请示的批复》（营国资委产字[2005]53 号）中，“同意将营口市资产经营公司持有的 120 平方公里土地使用权，价值 207.6 亿元，投入到营口沿海开发建设有限公司”。随后，公司向营口市国土局补缴了土地出让金 20 亿元，使上述土地性质由划拨用地变

更为出让用地。

公司通过自有资金投入、银行贷款、发行企业债券等方式募集资金分期对产业基地 120 平方公里土地进行整理。目前，产业基地一期 44 平方公里的已达到“九通一平”标准，能够满足各类项目入驻的要求。产业基地一期总投资 49.92 亿元，其中场地平整投资 7.08 亿元、道路建设投资 22.12 亿元。

表 2：产业基地一期“九通一平”投资情况

项目	长度/面积	总投资（亿元）
道路（公里）	315.23	22.12
雨水管道（公里）	440.75	4.74
污水管道（公里）	118.37	1.29
给中水管道（公里）	510.34	5.03
热力管道（公里）	144.74	5.31
燃气管道（公里）	157.21	0.77
通信线路（公里）	151.96	0.96
电力线路（公里）	220.56	2.62
场地平整（平方公里）	44.25	7.08
合计		49.92

资料来源：公司提供

2011年9月，产业基地启动二期产业区42平方公里的土地整理。为避免前期投入建设内容与未来入驻企业要求不符，二期产业区将先按“五通一平”进行投入。截至2015年3月末，公司累计投资36.80亿元，其中场地平整投资5.77亿元、道路建设投资16.50亿元，约21.92平方公里的“五通一平”基本建设完毕。

表3:截至2015年3月末产业基地二期“五通一平”投资情况

项目	长度/面积	已完成投资(亿元)
道路(公里)	105	16.50
雨水管道(公里)	110.7	4.25
污水管道(公里)	98.6	2.24
给中水管道(公里)	170.5	3.58
热力管道(公里)	33	1.97
燃气管道(公里)	32.5	0.27
电力线路(公里)	84.5	2.22
场地平整(平方公里)	21.92	5.77
合计		36.80

资料来源：公司提供

土地经整理后，公司根据规划用途的不同，分别直接转让给工业企业或委托营口市国土资源局进行“招拍挂”。

拟建设工业项目的土地，公司直接以协议转让的方式转让给工业企业。配合产业基地招商引资的需要，公司以成本价或低于成本价协议转让其开发

的工业用地，低于成本价的部分由产业基地管委会予以补足。2012~2014年，公司分别转让工业用地281.16万平方米、267.19万平方米和177.97万平方米，平均转让价格分别为75.31元/平方米、88.80元/平方米和75.88元/平方米。2014年，受宏观经济环境影响，土地转让面积和价格均有所下滑。

拟建设商业项目的土地，产业基地管委会从公司收回，并予以一定补偿；再委托营口市国土资源局以“招拍挂”的方式对外出让，土地出让净收益在扣除相关税费以后，返还给产业基地管委会，产业基地管委会再以资本金注入或财政补贴等形式拨付给公司。根据《关于对收回营口沿海开发建设有限公司土地补偿的意见》(辽营沿委发[2011]203号)，自2011年起，产业基地从公司收回的土地按照288元/平方米的标准给予补偿，同时按照不高于150元/平方米的标准给予公司土地出让收益分成。2012~2014年，公司分别转让商业用地30.60万平方米、8.68万平方米和116.92万平方米，平均转让价格分别为288.34元/平方米、287.99元/平方米和288.00元/平方米。2014年，公司商业用地出让规模大幅增长，主要系当年产业基地收回的土地较多所致，同时收入确认会计处理方式也对出让规模产生一定影响。

表4:2012~2015年3月公司土地转让情况

项目	2012		2013		2014		2015.1~3	
	面积(万平方米)	金额(万元)	面积(万平方米)	金额(万元)	面积(万平方米)	金额(万元)	面积(万平方米)	金额(万元)
工业用地	281.16	20,197.69	267.19	23,726.99	177.97	13,504.71	3.48	347.68
商业用地	30.60	8,823.22	8.68	2,499.72	116.92	33,672.48	--	--
合计	311.76	29,029.91	275.87	26,226.71	294.89	47,177.19	3.48	347.68

资料来源：公司提供

经过几年的开发出让后，公司2015年3月末拥有69.75平方公里的土地使用权，其中产业基地一期土地19.45平方公里，产业基地二期土地33.55平方公里，产业基地三期土地16.1平方公里，此外公司拥有产业基地一期配套建设冶金化工重装备区土地0.65平方公里。

总体而言，公司拥有大量的土地储备，且土地获取成本极低。国有盐田的性质决定了土地开发基本无拆迁征地成本，但场地平整费用稍高。公司以

保本微利的原则协议转让工业用地，并通过配套商业用地的转让弥补工业用地的亏损并略有盈利。但中诚信国际也注意到公司商业用地的转让受房地产市场的调控影响较大，且产业基地内还有大量的待开发土地，土地整理的资金需求量较大，将给公司带来一定的投融资压力。

2014年项目回购进度放缓，部分项目回购依然具有不确定性

公司成立以来，一直受产业基地管委会的委托进行产业基地内的项目建设。部分项目采取委托代建的模式，在项目建成以后，由营口市政府和沿海产业基地管委会回购，公司逐年收回项目投资。2014年，产业基地管委会向公司回购新海大街、新海大街路灯项目，回购资金到位共计1.39亿元。截至2015年3月末，公司已完工项目包括奥体中心、文化艺术中心、沿海商务大厦等，总投资约31.99亿元。

表 5：截至 2015 年 3 月末公司已完工项目情况

项目名称	总投资（万元）
奥体中心	64,904.09
文化艺术中心	33,440.54
沿海商务大厦	22,201.56
第三污水厂	44,935.87
北部热源厂	17,618.60
培训中心	31,820.63
两湖广场商业设施	68,059.21
体育公园商务区配套工程	36,945.98
合计	319,926.48

资料来源：公司提供

公司还承担了产业基地公租房建设任务。产业基地公租房项目占地面积7.53万平方米，新建公租房4,000套，总建筑面积20.37万平方米，其中：住宅建筑面积19.84万平方米，配套公建建筑面积0.53万平方米。项目估算总投资5.60亿元，资金来源为公司2012年发行企业债券3亿元，其余由产业基地管委会配套和公司自筹解决。截至2015年3月末，公司已完成投资4.60亿元。公司就该项目与产业基地管委会签订回购协议，由产业基地管委会进行回购，每年的回购款项都将被列入产业基地管委会的财政支出预算，以保证回购款的及时支付。

中诚信国际也注意到，公司部分完工项目没有与营口市政府或产业基地管委会签订回购协议，项目回购具有不确定性。

财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2012~2014年财务报告以及未经审计的2015年一季度财务报表。

截至2015年3月末，公司纳入合并范围子公司3家，较2014年9月末新增营口河海实业投资有限公

司。

资本结构

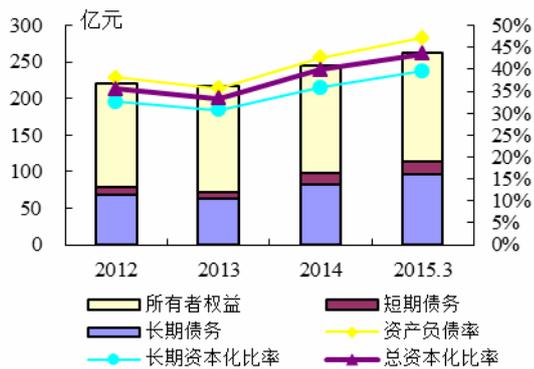
公司作为产业基地投资、建设主体，承担了土地开发、基础设施建设等任务。营口市政府将营口市资产公司持有的产业基地120平方公里土地使用权划拨给公司，构成公司资产的主要部分。2012~2014年及2015年3月末，公司总资产分别为229.18亿元、225.01亿元、257.08亿元和280.18亿元。2014年以来，公司通过发行公司债券、中期票据和非公开定向债务融资工具进行融资，同时项目建设和土地开发规模不断增长，推动资产规模的进一步增大。

公司资产以流动资产为主，截至2014年末，公司流动资产占总资产比重为95.80%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2014年末以上三个科目分别占流动资产的84.51%、10.14%和4.26%。截至2014年末，公司存货为208.12亿元，公司存货主要由土地开发、基础设施建设而投入的开发成本构成；其他应收款为24.96亿元，2014年公司因转让营口沿海供热有限公司形成对营口沿海投资管理有限公司的其他应收款，使公司其他应收款增大。截至2015年3月末，公司存货为216.52亿元，其他应收款为27.30亿元。

2012~2014年及2015年3月末，公司总负债分别为87.55亿元、80.29亿元、109.63亿元和132.19亿元，资产负债率分别为38.20%、35.68%、42.65%和47.18%。随着2014年以来公司发行较多债务融资工具，负债规模有所增长。公司负债主要由有息债务构成，截至2015年3月末，公司总债务为114.28亿元；同期，其他应付款为14.20亿元，是非债务类负债的主要构成，主要为与产业基地其他公司的往来款。

所有者权益方面，2012~2014年及2015年3月末分别为141.63亿元、144.71亿元、147.45亿元和147.99亿元，增长主要来自利润积累。截至2015年3月末，公司实收资本50.05亿元、资本公积81.89亿元，是所有者权益的主要构成。

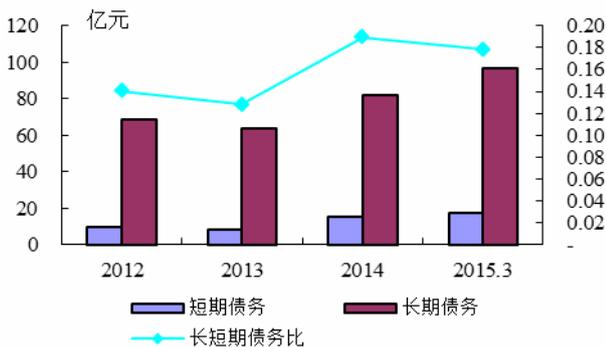
图 2：2012 年~2015 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从债务结构来看，2012~2014 年及 2015 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.14 倍、0.13 倍、0.19 倍和 0.18 倍。公司 2014 年以来发行债券均为长期债务，债务结构持续优化，与项目建设周期较长的特点更为匹配。

图 3：2012 年~2015 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体上，公司拥有产业基地内大量的国有建设用地，不但为其融资提供了便利，而且可以自由转

表 6：2012 年~2015 年 3 月公司分业务收入、毛利率情况

项目	2012		2013		2014		2015.1~3	
	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)
土地、基础设施开发转让	74,138.48	7.17	87,676.66	11.12	63,165.33	18.90	347.68	94.40
房地产销售	13,524.95	16.64	--	--	--	--	--	--
供暖	2,799.76	7.17	3,470.12	3.04	--	--	--	--
广告	34.30	66.10	6.31	4.31	--	--	--	--
合计	90,497.49	8.61	91,153.09	10.81	63,165.33	18.90	347.68	94.40

资料来源：公司财务报告

2012~2014 年以及 2015 年 1~3 月，公司期间费用分别为 0.68 亿元、0.69 亿元、0.86 亿元和 0.09 亿元。公司将与土地开发、基础设施建设有关的利息支出在存货中资本化，使得财务费用较小，而管

理费用是公司期间费用的主要组成部分。但其转让收入将为产业基地进一步发展提供资金支持。但中诚信国际也注意到，公司在产业基地二期建设中面临一定的资本支出压力，且债务规模和资产负债率持续攀升，将面临较大的债务压力。

盈利能力

2014 年，公司实现营业总收入 6.37 亿元，较 2013 年有所下降。公司营业收入主要是土地、基础设施开发转让收入。公司将工业用地协议转让给工业企业获得的土地转让收入直接确认为主营业务收入，而由产业基地管委会收回的商住用地通过管委会给予的补偿最终也确认为主营业务收入。2014 年，公司土地、基础设施开发转让收入为 6.32 亿元，其中土地业务收入为 4.72 亿元，较 2013 年增长 1.67 亿元；建设项目收入为 1.60 亿元，较 2013 年下降 4.12 亿元，是营业总收入下降的主要原因。截至 2015 年 3 月末，公司已完工未结算项目总投资共计 31.99 亿元，由于公司尚未与营口市政府或产业基地管委会签订回购协议，未来项目回购仍具有较大的不确定性。

受土地转让毛利率较低且其收入占比降低影响，2012~2014 年，公司土地、基础设施开发转让业务毛利率分别为 7.17%、11.12% 和 18.90%，呈现逐年增长趋势，主要系毛利率较高的土地转让收入占比增大所致。

表 7：2012 年~2015 年 3 月公司期间费用分析

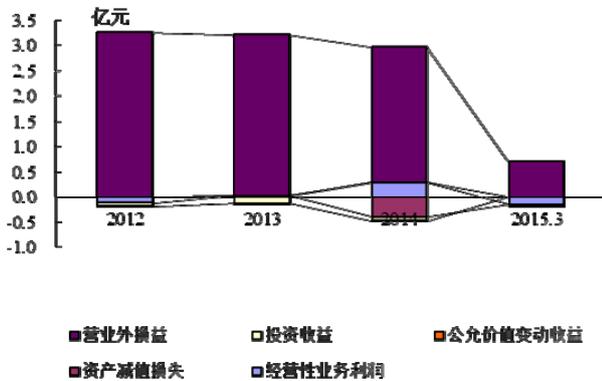
	2011	2012	2013	2014.9
营业费用 (亿元)	0.02	0.01	0.06	0.00
管理费用 (亿元)	0.56	0.57	0.62	0.06

财务费用(亿元)	0.10	0.10	0.18	0.13
三费合计(亿元)	0.68	0.69	0.86	0.19
主营业务收入(亿元)	9.05	9.12	6.37	0.03
三费收入占比(%)	7.47	7.52	13.45	548.07

资料来源：公司财务报告

公司作为产业基地的投资、建设主体，以完善产业基地基础设施、服务产业基地招商引资为主要目的，主营业务公益性特征较强，导致公司主营业务盈利能力较弱。公司及子公司收到的专项补贴收入成为利润的最主要来源。2012~2014年，公司获得的补贴收入分别为3.30亿元、3.20亿元和2.68亿元。

图4：2012年~2015年3月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

中诚信国际认为，公司充裕的土地储备为其持续获得土地、基础设施转让收入奠定了基础，随着产业基地二期建设的持续推进，公司拥有的土地将陆续达到可出让条件。但目前看，公司工业用地的转让价格较低，利润对政府补贴的依赖性较强。

现金流

公司土地开发、基础设施建设资金投入较大，2012~2014年及2015年1~3月，公司经营活动净现金流分别为-4.89亿元、5.55亿元、-7.62亿元和0.11亿元。2014年，公司土地开发支出较大且支出的往来款增多，使经营活动现金流净流出规模较大。

投资活动现金流方面，2014年公司投资活动现金净流出0.82亿元，净流出规模较2013年有明显下降，公司在建工程中基础设施建设规模有所放缓。

筹资活动现金流方面，公司2014年及2015年

一季度发行较多债务融资工具，使筹资活动现金流呈大幅净流入状态。

表8：2012年~2015年3月公司现金流分析(亿元)

	2012	2013	2014	2015.3
经营活动现金流入	14.34	17.18	19.13	10.38
经营活动现金流出	19.23	11.63	26.76	10.27
经营活动净现金流	-4.89	5.55	-7.62	0.11
投资活动现金流入	--	--	0.94	0.00
投资活动现金流出	4.80	2.65	1.75	0.12
投资活动净现金流	-4.80	-2.65	-0.82	-0.12
筹资活动现金流入	23.62	6.76	38.42	17.20
其中：吸收投资	0.33	--	0.00	0.00
借款	23.29	6.76	18.42	2.20
筹资活动现金流出	10.75	16.97	25.32	0.75
其中：偿还债务	5.96	11.36	19.22	0.53
筹资活动净现金流	12.88	-10.22	13.10	16.45
现金及等价物净增加	3.18	-7.31	4.66	16.44

资料来源：公司财务报告

总体上，公司目前间接融资渠道有限，故大幅拓宽直接融资渠道，降低短期资金压力。

偿债能力

截至2015年3月末，公司总债务114.28亿元，构成以长期债务为主，长期债务占总债务的84.88%。其中，国家开发银行提供的长期借款期限大多在20年左右，但本金需分期偿还，债务到期分布较为均匀，公司存在较大债务压力。2015年，公司发行15亿元公司债券和5亿元中期票据，债务压力进一步增大。

表9：2015~2018年公司债务到期分布情况(亿元)

到期年份	2015	2016	2017	2018
到期金额	15.67	12.99	22.15	12.20

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，2014年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为35.95倍和0.46倍，EBITDA对总债务和利息支出均无法覆盖；同期，公司经营活动净现金流为负，对总债务和利息支出无覆盖能力。长期看，公司还本付息的资金来源主要是土地开发收入，公司充裕的土地储备将为其还本付息提供保障。同时，产业基地管委会设立的偿债基金为公司还本付息提供了备用资金来源；在营口市政府对公司利用国家开发银行政策性贷款的批复中，也表示在公司土地出让收入不足以还本付息时，将安排资金给予补贴。

表 10：2012 年~2015 年 3 月公司偿债能力分析

	2012	2013	2014	2015.3
长期债务（亿元）	68.51	63.93	82.03	97.00
总债务（亿元）	78.12	72.13	97.58	114.28
经营活动净现金流（亿元）	-4.89	5.55	-7.62	0.11
EBITDA（亿元）	3.24	3.25	2.71	--
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.06	0.08	-0.08	--
总债务/EBITDA（X）	24.09	22.22	35.95	--
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-1.06	0.99	-1.30	--
EBITDA 利息保障系数（X）	0.71	0.58	0.46	--

资料来源：公司财务报告

或有负债方面，截至 2015 年 3 月末，公司对外担保金额为 19.17 亿元，存在一定代偿风险。

表 11：截至 2015 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	担保金额
营口沿海供热有限公司	3.00
营口水务有限公司	1.35
辽宁华塑实业集团有限公司	4.80
辽宁（营口）沿海产业基地资产经营公司	1.00
营口沿海产业物流基地有限公司	0.32
营口港务集团有限公司	2.22
营口大湖工业投资有限公司	1.45
营口仙人岛城市开发建设投资有限公司	2.10
营口河海新城房地产开发有限公司	1.45
营口河海实业投资有限公司	1.48
合计	19.17

资料来源：公司提供

受限资产方面，公司以 2,875.59 万平方米、账面价值 40.47 亿元的土地使用权抵押，获得借款 31.55 亿元；截至 2015 年 3 月末，借款余额为 24.31 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司无银行授信。

过往债务履约情况

根据公司提供资料显示，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息。截至目前，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

产业基地位于辽宁沿海经济带和沈大经济

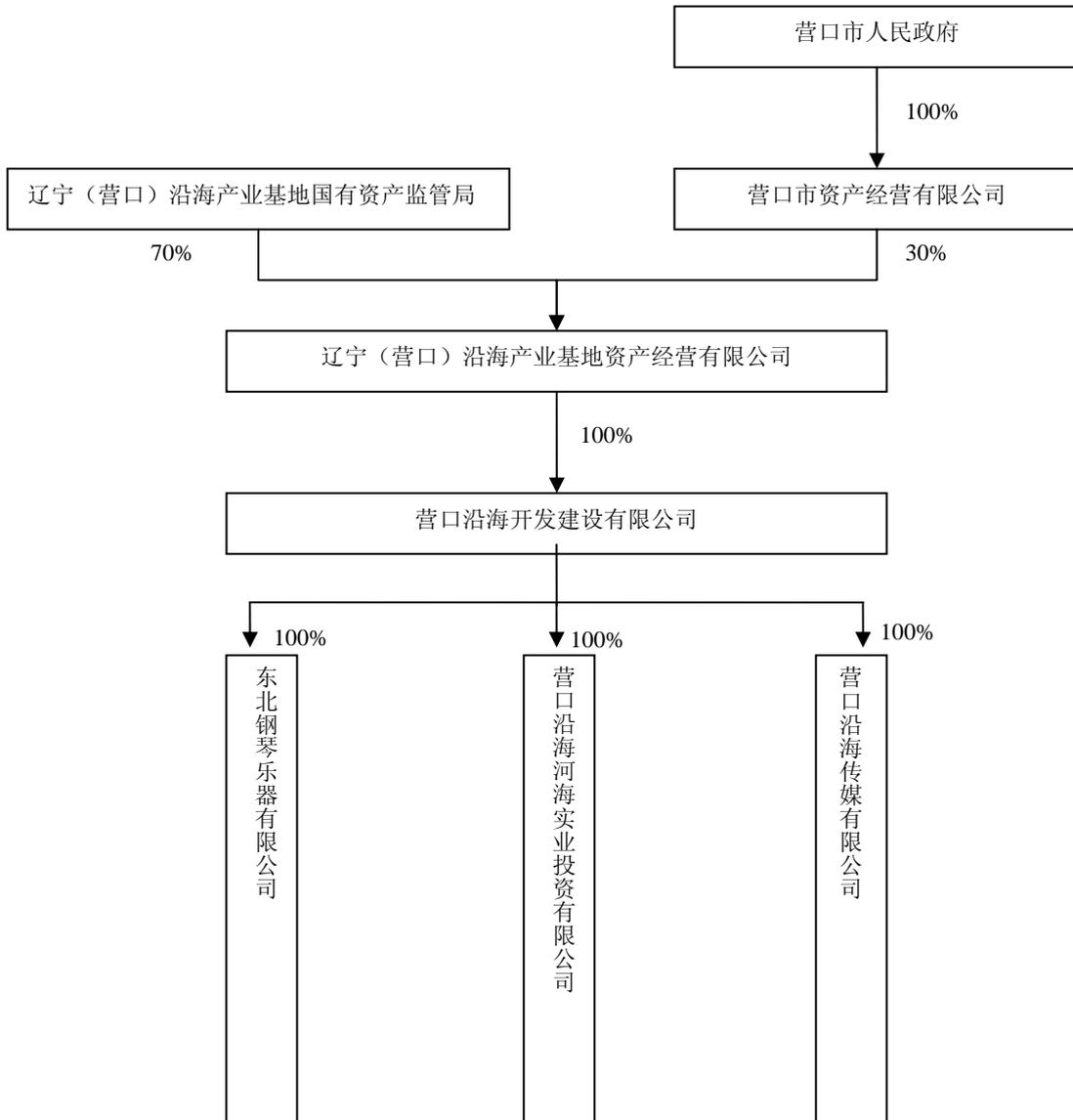
区的叠加位置，享有东北地区振兴、辽宁沿海经济带建设、沈阳经济区建设等多项政策的扶持。产业基地管委会作为营口市政府的派出机构，享有独立的审批权和财政权，从而保障了产业基地建设的顺利推进。就公司而言，公司作为产业基地唯一的土地开发、基础设施建设的投融资和建设管理平台，得到营口市政府、产业基地管委会在政策、资源、资金等方面的支持。公司拥有产业基地 69.75 平方公里的土地，且全部为出让地，随着产业基地投资环境的改善，公司充裕的土地储备具备较大的增值潜力。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结论

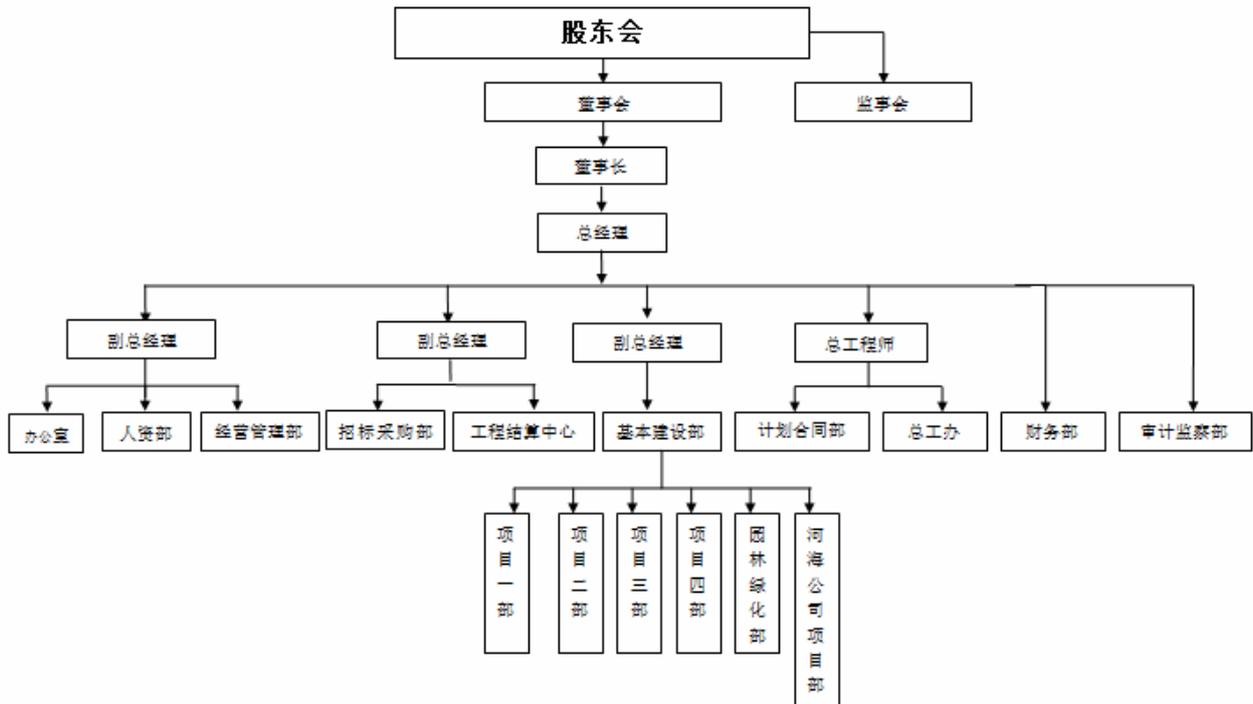
中诚信国际维持营口沿海开发建设有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 营口沿海 MTN001”、“15 营口沿海债/15 营沿海”和“15 营口沿海 MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

附一：营口沿海开发建设有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：营口沿海开发建设有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：营口沿海开发建设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	2015.3
货币资金	82,300.32	9,157.22	104,926.03	226,289.34
短期投资（交易性金融资产）	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	59.38	211.42	1,147.45	747.45
存货净额	2,044,695.34	1,923,367.00	2,081,203.77	2,165,219.99
其他应收款	101,959.53	152,181.03	249,606.61	273,027.74
长期投资	16,472.58	15,020.56	13,785.03	13,785.03
固定资产(合计)	16,270.84	125,572.64	91,860.59	94,435.91
总资产	2,291,798.29	2,250,058.35	2,570,808.94	2,801,756.17
其他应付款	57,282.13	58,219.31	88,985.40	142,030.48
短期债务	96,100.00	82,000.00	155,475.00	172,775.00
长期债务	685,053.18	639,256.75	820,321.20	970,010.84
总债务	781,153.18	721,256.75	975,796.20	1,142,785.84
净债务	698,852.86	712,099.53	870,870.17	916,496.50
总负债	875,515.85	802,909.98	1,096,325.74	1,321,857.26
财务性利息支出	1,068.89	1,067.37	1,846.55	--
资本化利息支出	44,868.02	55,106.24	56,811.33	--
所有者权益（含少数股东权益）	1,416,282.44	1,447,148.37	1,474,483.21	1,479,898.90
主营业务收入（营业总收入）	90,497.49	91,153.09	63,742.07	347.68
主营业务利润（三费前利润）	5,504.02	6,899.68	11,439.57	328.21
投资收益	-658.34	-1,349.93	-735.53	0.00
EBIT	31,828.33	31,882.76	26,829.16	--
EBITDA	32,423.55	32,453.71	27,142.31	--
经营活动产生现金净流量	-48,857.19	55,489.03	-76,249.01	1,109.18
投资活动产生现金净流量	-48,049.21	-26,458.53	-8,188.56	-1,213.86
筹资活动产生现金净流量	128,750.52	-102,173.61	131,008.43	164,480.97
现金及现金等价物净增加额	31,844.12	-73,143.11	46,570.86	164,376.28
资本支出	41,349.21	25,246.74	15,748.49	1,213.86
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
主营业务毛利率（营业毛利率）(%)	8.61	10.81	19.56	94.40
三费收入比(%)	7.47	7.52	13.45	548.07
EBITDA/主营业务收入（营业总收入）(%)	35.83	35.60	42.58	--
总资产收益率(%)	1.42	1.40	1.11	--
流动比率(X)	11.86	12.89	8.92	7.65
速动比率(X)	1.13	1.14	1.38	1.49
存货周转率(X)	0.04	0.04	0.03	--
应收账款周转率(X)	3.13	673.20	93.82	--
资产负债率(%)	38.20	35.68	42.65	47.18
总资本化比率(%)	35.55	33.26	39.82	43.57
短期债务/总债务(%)	12.30	11.37	15.93	15.12
经营活动净现金/总债务(X)	-0.06	0.08	-0.08	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.51	0.68	-0.49	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.06	0.99	-1.30	--
总债务/EBITDA(X)	24.09	22.22	35.95	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.40	0.17	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.71	0.58	0.46	--

注：1、公司 2012~2013 年度财务报告根据旧会计准则编制，2014 年度及 2015 年一季度财务报告根据新会计准则编制；2、2015 年一季度财务报告未经审计。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=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（新）=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（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=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（新）=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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（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=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

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））

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：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。

附六：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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。