



中诚信国际

穆迪投资者服务公司成员

信用等级通知书

信评委函字 [2016] 跟踪 0072 号

潍坊渤海水产综合开发有限公司：

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2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司“15渤海水产债”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，此次跟踪评级将贵公司主体信用等级由AA-调升至AA，评级展望为稳定，维持“15渤海水产债”AA的信用等级。

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

二零一六年四月八日

潍坊渤海水产综合开发有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 潍坊渤海水产综合开发有限公司

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

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	发行期限	本次跟踪评级 结果	上次评级 结果
15渤海水产债	5.00	2015.08.05-2023.08.05	AA	AA

注：潍坊滨海投资发展有限公司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。

概况数据

渤海水产（合并口径）	2013	2014	2015
总资产（亿元）	40.62	66.99	230.90
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	34.53	64.72	222.51
总负债（亿元）	6.09	2.27	8.39
总债务（亿元）	0.07	0.50	6.44
营业总收入（亿元）	5.65	6.68	10.66
EBIT(亿元)	2.62	2.14	3.83
EBITDA（亿元）	2.77	2.63	4.32
经营活动净现金流（亿元）	7.05	-0.81	0.73
营业毛利率（%）	52.98	44.10	44.06
EBITDA/营业总收入（%）	48.99	39.35	40.55
总资产收益率（%）	8.74	3.98	2.57
资产负债率（%）	14.99	3.39	3.63
总资本化比率（%）	0.20	0.77	2.81
总债务/EBITDA（%）	0.03	0.19	1.49
EBITDA 利息倍数（%）	-	252.95	39.61

注：公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2015年，公司通过同一控制下企业合并将潍坊蓝色畅想休闲渔业有限公司纳入合并范围，并对2014年财务数据进行了追溯调整，本报告采用调整过后的2014年数据。

潍坊滨发（合并口径）	2012	2013	2014	2015.9
总资产（亿元）	221.09	292.37	355.78	416.19
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	131.19	140.75	171.75	177.06
总负债（亿元）	89.90	151.62	184.03	239.13
总债务（亿元）	64.41	106.82	152.77	176.36
营业总收入（亿元）	26.28	28.11	33.62	31.78
EBIT(亿元)	6.05	6.62	7.51	-
EBITDA（亿元）	6.07	6.65	7.53	-
经营活动净现金流（亿元）	12.46	10.84	1.08	36.49
营业毛利率（%）	9.33	10.74	13.53	12.23
EBITDA/营业总收入（%）	23.09	23.66	22.40	-
总资产收益率（%）	2.93	2.58	2.32	-
资产负债率（%）	40.66	51.86	51.73	57.46

基本观点

中诚信国际调升潍坊渤海水产综合开发有限公司（以下简称“渤海水产”或“公司”）的主体信用等级至AA，评级展望为稳定；维持“15渤海水产债”的信用等级为AA。

本次调级主要基于如下理由：2015年，受益于政府资产划转，公司资产规模和所有者权益规模均大幅增长，资本实力显著增强；在水产业务的带动下，公司收入和利润实现大幅增长，未来发展前景较为广阔。此外，近年来潍坊滨海经济技术开发区的经济和财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的环境和基础。

此外，中诚信国际充分考虑了潍坊滨海投资发展有限公司（以下简称“潍坊滨发”）较强的综合实力和业务持续发展能力对“15渤海水产债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对公司债券按时还本付息的保障作用，以及上海浦东发展银行股份有限公司潍坊分行对本期公司债券按时还本付息的流动性贷款支持。

同时，中诚信国际也关注到公司盈利能力受工业盐价格波动影响、吹填造地业务的不可持续性、下游销售对象单一、水产业务未来资本支出压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

优 势

- **潍坊滨海经济技术开发区的经济财政实力不断增强。**2015年，滨海开发区实现地区生产总值290.38亿元，按可比价格计算，同比增长13.2%；完成一般预算收入27.93亿元，同比增长15.2%。滨海开发区不断增强的经济和财政实力为公司发展提供了良好的环境和基础。
- **当地政府支持力度较大。**潍坊滨海经济技术开发区国有资产管理办法对企业发展给予了较大支持，2015年将第一盐场名下27.055万亩海域使用权无偿划转至公司，评估价值150.26亿元；将潍坊蓝色畅想休闲渔业有限公司51%的股权无偿划入公司。受益于政府资产划转，2015年公司资产规模和所有者权益规模均大幅增长。
- **水产收入大幅提升。**2015年，随着蚂蚬、文蛤和毛蛤逐步达到可出售条件以及新增价格较高的扇贝和基围虾，公司水产养殖收入大幅增长，当年实现收入9.55亿元，较2014年增长5.32倍。2015年，公司新增海域使用权27.055万亩，全部为养殖用海，未来公司将逐步扩大水产养殖业务，增加其他养殖品种，预计公司水产收入会保持增长趋势。
- **本期债券发行获得潍坊滨发的担保和银行流动性贷款支**

总资本化比率 (%)	32.93	43.15	47.08	49.90
总债务/EBITDA (%)	10.61	16.06	20.29	-
EBITDA 利息倍数(%)	1.65	1.07	0.93	-

注：1、公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2、将 2012~2014 年年报以及 2015 年三季报长期应付款中的融资租赁款调至长期借款科目；3、将 2014 年年报应付短期融资款调至交易性金融负债科目；4、由于公司未提供 2015 年 1~9 月现金流量补充表，因此相关计算指标失效。

分析师

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：秦慧敏 hyqin@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 4 月 8 日

持。潍坊滨海投资发展有限公司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；同时，公司已与上海浦东发展银行股份有限公司潍坊分行签署《流动性贷款支持协议》，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，上海浦东发展银行股份有限公司潍坊分行将在满足监管要求和自身信贷政策的前提下，经有关审批部门评审合格后，根据申请予以公司不超过当期应付本息 100% 的流动性支持贷款。

关 注

- **两碱化工行业景气度下行，工业盐价格波动对公司盈利能力产生影响。**由于两碱行业产能过剩明显，对工业盐产能消耗有限，预计未来工业盐供过于求的矛盾将持续较长时间，工业盐价格的波动对公司盈利能力产生影响。
- **吹填造地业务不可持续。**2014 年，公司 29.93% 的营业收入来源于吹填造地工程，但 2015 年公司无吹填造地工程收入，由于该项业务具有一定的不可持续性，公司吹填造地业务营业收入有所波动。
- **下游客户单一。**潍坊市寒亭区水产第一盐场系公司多项业务板块的主要客户，2013~2015 年公司对其工业盐销售量占到公司总销量的 70% 以上，单一客户销售风险较大。
- **水产业务资本支出压力较大。**根据公司规划，公司水产业务板块进行持续的投资，投资规模较大，因此，公司未来仍将面临较大的资本支出压力。

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的要求，中诚信国际将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“15渤海水产债”发行总额为5亿元，实际募集资金4.95亿元，期限为8年，全部用于潍坊滨海海水养殖加工项目（以下简称“滨海养殖加工项目”）。滨海养殖加工项目总投资20.83亿元，截至2016年3月末已完成投资12.88亿元，使用募集资金49,489.93万元，剩余募集资金10.07万元。

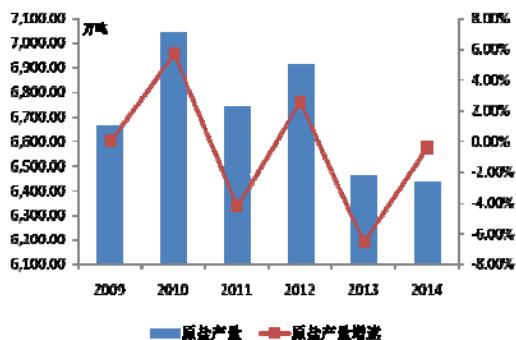
基本分析

原盐产能持续增加，供过于求的矛盾可能进一步加剧

原盐包括固体盐和液体盐，固体盐是指海盐原盐、湖盐原盐和井矿盐，液体盐是指卤水，主要成份为氯化钠（NaCl）。

我国盐工业经过多年发展，原盐产能持续增加，截至2014年末，全国原盐总产能约为8,500万吨。产量方面，2014年我国生产原盐6,433.80万吨，同比下降0.41%，闲置产能接近2,000万吨，产能闲置率较高。

图1：2009~2014年我国原盐产量及增速

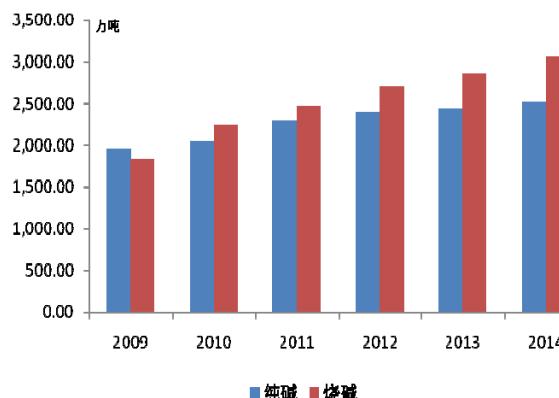


资料来源：聚源数据

从消费结构来看，原盐分为食用盐、工业盐、农牧盐、渔盐和出口盐，其中工业盐占比达73%，食用盐占比为16%，其他占比11%。工业盐的消耗以纯碱和氯碱为主，每生产1万吨两碱产品需消耗原盐1.55万吨。近年来，我国两碱产量逐年提升，但增速放缓，2014年全国生产纯碱2,514.19万吨、

烧碱3,058.98万吨，同比分别增长3.25%和7.00%。两碱是制造玻璃、冶金等工业生产中重要的原材料，但是受建筑行业和汽车制造行业不景气的影响，玻璃和金属制品的需求量下降，导致对两碱的需求减少，最终影响上游原盐的市场需求量，预计未来原盐供过于求的矛盾将持续较长时间。

图2：2009~2014年我国两碱产量（万吨）



资料来源：聚源数据

井矿盐产量不断增长，原盐供应结构出现变化

我国海岸线漫长、滩涂广阔，传统的原盐供应以海盐为主。海盐的生产利用海水自然蒸发晒盐，主要受地理条件的制约和降雨、日照、风力等气象因素的影响。海盐分为北方、南方两大产区，北方海盐区包括辽宁、天津、河北、山东和江苏等，约占全国海盐产量的90%；南方海盐区包括浙江、福建、广东、广西和海南等，以供应食用盐为主。随着沿海开发进程的不断加快，盐田面积日益减少，北方和南方海盐区产量均出现不同程度的下滑。

同时，我国井矿盐和湖盐的产量快速增长，尤其是井矿盐增幅较大，2014年我国井矿盐占原盐比重已达到46.10%。井矿盐的生产分为采卤和制盐两个环节，生产过程中需要消耗蒸汽、煤、电，生产成本较高，但由于井矿盐生产用地集约、产量稳定，因此得到越来越多的制盐企业青睐。井矿盐主要分布在中部和西南部地区，包括四川、重庆、云南、湖北、湖南、江西和安徽等。受下游两碱行业重心西移的影响，中西部地区井矿盐

产能迅速扩充。湖盐主要分布在西北部地区，包括内蒙古、青海、新疆和西藏等，受物流运输条件限制，以供应当地两碱企业为主。

总体来看，海盐减产趋势明显，随着井矿盐新增产能的逐渐释放，其在原盐供应中的占比不断增长。

国家制盐工业结构调整，盐业资源综合利用水平提高

盐业是关系国计民生的重要产业，食盐是维持人们正常生活和身体健康不可缺少的调味品，不存在有效的替代品，为了加强对食盐的管理，保障食盐加碘工作的有效实施，我国于1996年5月发布《食盐专营办法》，对食盐实行专营管理。2006年4月，为加强食盐专营许可证的管理，国家发改委制定《食盐专营许可证管理办法》，将食盐专营许可证分为生产许可证、批发许可证和准运证，由国家发改委负责食盐专营许可证的审批、发放、监督管理工作。2008年10月，盐业行政管理职责已由国家发改委划转至工信部。

在食盐专营管理体制下，各级盐务管理局为盐业主管部门，各级盐业公司为食盐专营机构，普遍实行政企合一的管理体制。食盐专营在保障碘盐供应、稳定食盐价格等方面起到重要作用。

2009年11月，国家发改委和工信部组建的盐业体制改革工作小组出台《关于推进盐业体制改革的若干意见（征求意见稿）》，提出从2010年开始，安排两年过渡期，在全国推行盐业体制改革。改革内容包括取消食盐专营管理；推行政企分离、理顺盐业管理体制；健全法律法规，实施以法治盐；健全供应保障机制，保证食盐安全；加快盐业结构调整，提升产业竞争力等。2011年，出于盐业市场监管等方面的考虑，盐业特许经营的改革方案并未如期执行。

2013年底，工业与信息化部将食盐专营许可证的管理权下放至省级管理，预示着盐业体制改革工作再次启动。2014年4月21日，国家发改委网刊发第10号令，决定废止《食盐专营许可证管理办法》，该文件明确了盐业管理职能由国家发改委正式移交

工信部，从体制上为食盐体制改革扫清了障碍。2014年6月，国家发改委会同工信部在2009年盐业改革方案的基础上，形成了新版《盐业体制改革方案（征求意见稿）》，这一征求意见稿的主要内容包括取消食盐专营，实行许可证制度；加强严格的监督制度，健全食盐储备体系，确保食盐安全供应，加快盐业结构调整，提升产业竞争力，健全法律法规，实施依法治盐。该方案设置了新旧体制过渡期。2014年12月22日，全国工业和信息化工作会议召开，抓好盐业体制改革被列为2015年工信部体改重点，并初步计划在2016年启动全面放开食盐专营，但由于意见分歧较大，目前并没有取得实质性进展。

综上，食盐产业属于国家垄断性行业，随着国民经济的发展和人民生活水平的提高，传统的食盐行业的经营模式局限性不断凸显，盐业体制改革大势所趋。但由于食盐安全涉及千家万户，改革需要对食盐质量监管、食盐价格制定及盐加碘等一系列问题进行深入论证，改革速度或将不及预期，中诚信国际将持续关注改革最新进展及其对相关盐业公司的影响。

我国海洋渔业保持平稳发展；具备资源、资金和技术优势的企业将在海水养殖产业占据有利竞争地位

海洋渔业属于广义农业的范畴，是海洋产业的重要内容之一，具体包括海水养殖、海洋捕捞、海洋水产品加工等活动。近年来，我国海洋渔业保持平稳增长，根据2014年全国渔业经济统计公报，我国渔业经济总产值达到20,858.95亿元，其中海洋捕捞产值1,947.97亿元，海水养殖产值2,815.47亿元，分别实现增加值1,142.31亿元和1,608.45亿元。产量方面，2014年全国水产品总产量6,461.52万吨，同比增长4.69%。其中，养殖产量4,748.41万吨，同比增长4.55%，捕捞产量1,713.11万吨，同比增长5.08%，养殖产品与捕捞产品的产量比例为73:27。

海水养殖方面，我国拥有丰富的海洋资源，大陆海岸线1.8万公里，管辖的海域面积300万

平方公里，为养殖业发展提供了良好的自然条件。另一方面，为了遏制过度捕捞造成的渔业资源衰退、水体污染和环境恶化，我国提出“以养兴渔”的渔业经济结构调整思路，通过税收优惠、产业扶持等措施促进养殖业发展。近年来，我国海水养殖行业发展态势良好，产量已连续多年保持增长，2014年全国海水产品产量为3,296.22万吨，同比增长5.01%，占全国水产品总产量的51.01%。从海水养殖的品种来看，我国海水养殖对象主要为鱼类、虾蟹类、贝类、藻类以及海参等其他经济动物。

目前，我国对于从事养殖业的单位和个人销售的自产初级农产品免征增值税，对于从事养殖业的企业减半征收企业所得税。国家发改委于2011年3月公布的《产业结构调整指导目录（2011年本）》也将“海水养殖及产品深加工，海洋渔业资源增殖与保护”列为鼓励类产业。截至2014年末，我国水产养殖面积8,386.36千公顷，同比增长0.78%。

海水养殖是资源依赖型产业，优质的海域资源和适宜的气候条件是发展海水养殖业的前提。尤其是海珍品养殖对海域水质条件要求很高，一般应达到国家清洁海域标准。目前，我国海水养殖主要分布在黄渤海和东南沿海。

海水养殖还是资金和技术密集型产业，一次性投资较大，而海水产品都有各自的生长周期，较长的生长周期势必造成资金的占用。在养殖过程中，养殖企业还面临苗种病害、水体污染、自然灾害等风险，一方面需要通过技术手段增强抵御风险的能力，另一方面应当具备资金实力保障灾后复产的开展。

总体来看，我国已经确立了由“捕捞为主”向“养殖为主”的渔业经济结构调整思路，海水养殖业将得到快速发展；具备资源、资金和技术优势的企业将在行业竞争中占据有利地位。

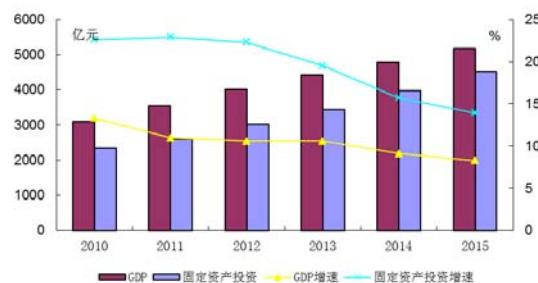
潍坊市经济和财政实力稳步增长；受土地市场环境和房地产调控政策的影响，未来政府性基金收入面临一定的不确定性

潍坊市经济规模和综合经济实力很强，2015年，潍坊市实现地区生产总值5,170.5亿元，按可比价格

计算，同比增长8.3%，高于全国平均增速。其中，第一产业增加值455.1亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值2,490.8亿元，同比增长7.9%；第三产业增加值2,224.6亿元，同比增长9.8%。三次产业比重由2014年的9.5：50.8：39.7调整为8.8：48.2：43.0。

固定资产投资方面，2015年潍坊市完成固定资产投资4,516.7亿元，同比增长13.9%。5,900个投资施工项目中总投资过1,000万元的项目5,830个，占总数的98.8%。其中，第一产业投资131.7亿元，增长21.7%；第二产业投资2,442.8亿元，增长21.1%；第三产业投资1,942.2亿元，增长5.3%。其中，民间投资4052.2亿元，增长13.6%，占固定资产投资的89.7%；基础设施建设投资551亿元，增长10%。

图3：2010年~2015年潍坊市经济概况分析



资料来源：潍坊市国民经济和社会发展统计公报

“十三五”期间，潍坊市将实施重大基础设施提升行动，五年完成基础设施投资9,000亿元以上；潍坊港建成亿吨大港，新机场建成投用，济青高铁、潍莱高铁、疏港铁路、潍日高速、城海轻轨建成运营，京沪高铁东线加快推进；市区内“五横五纵”快速通道及与周边六市(县、区)快速连接通道基本建成，市区轨道交通1号线、2号线加快建设，全市现代化综合交通体系基本形成。

随着潍坊市经济发展和招商引资的逐步加强，潍坊市公共财政预算收入稳步增长，2014年实现430.18亿元，其中税收收入355.60亿元，在公共财政预算收入中占比82.66%，税收对潍坊市公共财政预算收入的支撑较强。

政府性基金收入方面，2014年，潍坊市实现政府性基金收入368.74亿元，主要来源于国有土

地使用权出让收入。受国家政策及市场环境的影响，潍坊市 2014 年政府性基金收入较 2013 年有所减少，未来收入面临一定的不确定性。

表 1：2012 年~2014 年潍坊市财政收支情况(亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
公共财政预算收入	306.12	383.92	430.18
其中：税收收入	246.71	318.62	355.60
政府性基金收入	369.19	393.45	368.74
公共财政预算支出	425.59	493.96	527.76
政府性基金支出	373.64	410.58	379.88

资料来源：潍坊市财政局

随着潍坊市经济规模的扩大，潍坊公共财政预算支出呈逐年增长态势，2012~2014 年分别为 425.59 亿元、493.96 亿元和 527.76 亿元，公共财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 71.93%、77.72% 和 81.51%，财政平衡能力逐步增强。

截至 2014 年 12 月底，潍坊全市政府债务 966.4 亿元，其中市本级政府债务 156.6 亿元，政府当年债务率为 99.87%。

总体来看，由于工业基础实力不断增强，潍坊市公共财政预算收入近年保持较快增长，税收收入为公共财政预算收入增长提供了有力支持。潍坊市政府性基金收入占比较大，受土地市场环境和房地产调控政策的影响，政府性基金收入未来存在一定的不确定性。

滨海经济技术开发区 GDP 和财政收入保持较快增速

滨海经济技术开发区（以下简称“滨海开发区”）位于山东半岛北部，渤海莱州湾南岸，前身是以山东羊口盐场、潍坊纯碱厂和寿光市大家洼镇为依托的潍坊海洋化工高新技术产业开发区。2010 年 4 月滨海开发区升级为国家级开发区，全区总面积 677 平方公里，海岸线长 69 公里，浅海滩涂 20 余万亩，为全国最大的盐溴生产基地及全国最大的生态海洋化工基地。

为配合滨海开发区的建设发展，潍坊市积极改善当地基础设施，目前已投资 30 亿元实施了北海路改造，打通了滨海区与中心城区的通道，未来还将投资 90 亿元修建潍坊至滨海的城市轻轨，投资 50

亿元实施潍坊飞机场迁建，投资 30 亿元建设潍坊滨海交通枢纽工程。潍坊市对入驻园区的企业实施用地、税费等方面优惠政策，有效地促进了滨海开发区的招商引资工作，为其下一步的发展提供了有力的政策支持。

2015 年，滨海开发区实现地区生产总值 290.38 亿元，按照可比价格计算（下同），同比增长 13.2%。其中，第一产业增加值 4.92 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 238.82 亿元，同比增长 14.5%；第三产业增加值 46.64 亿元，同比增长 6.6%。

2015 年，滨海开发区完成一般预算收入 27.93 亿元，同比增长 15.2%；政府性基金收入 93.43 亿元，同比增长 8.7%。财政支出方面，2015 年，滨海开发区完成一般预算支出 21.75 亿元，政府性基金支出 93.47 亿元。

表 2：2013 年~2015 年滨海开发区财政收支情况(亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	20.53	24.24	27.93
其中：税收收入	16.62	22.70	24.10
政府性基金收入	59.22	85.95	93.43
其中：土地出让收入	57.85	84.72	50.42
一般预算支出	18.00	19.97	21.75
政府性基金支出	59.43	86.15	93.47

资料来源：公司提供

总体来看，滨海开发区目前处于投资建设期，经济总量和财政收入规模较小。但作为潍坊市未来发展的中心区域，政策优势明显，未来有一定发展空间。

2015 年，公司在资产注入、企业合并等方面得到滨海开发区国资办的大力支持

渤海水产作为潍坊滨海旅游集团有限公司（以下简称“滨海旅游”）的核心子公司，是滨海开发区海洋资源、渔盐文化综合开发的核心主体，在资产注入、企业合并等方面得到滨海经济技术开发区国有资产管理办公室（以下简称“滨海开发区国资办”）的大力支持。

2015 年 11 月，滨海开发区国资办国资函【2015】152 号《关于同意变更潍坊蓝色畅想休闲渔业有限公司股权的批复》，将潍坊蓝色畅想文

化娱乐有限公司所持有的潍坊蓝色畅想休闲渔业有限公司（以下简称“休闲渔业”）51%的股权无偿划入渤海水产。

2015年12月，根据滨海开发区国资办《国有资产划转通知》，“以2015年12月20日为基准日，将潍坊市寒亭渤海水产综合开发中心第一盐场名下27.055万亩海域使用权无偿划转至公司，评估价值150.26亿元。北京中和谊资产评估有限公司（以下简称“中和谊”）于2015年12月31日出具了《潍坊渤海水产综合开发有限公司拟以划入的海域使用权市场价值入账项目资产评估报告》，中和谊采用收益法按照养殖用海15年使用年限对划入公司的海域使用权进行了评估，中诚信国际对海域使用权的评估价值及未来的变动情况保持关注。

总体来看，滨海开发区国资办政府在资产注入、企业合并等方面对公司支持力度较大，公司拥有一定竞争优势和抗风险能力。

受工业盐市场价格下滑的影响，公司2015年工业盐销售收入较2014年大幅减少；2015年，公司所做吹填造地工程尚未出具监理报告，因此未确认相关收入

山东省盐资源丰富，尤其是莱州湾沿岸蕴藏着储量极为丰富的地下卤水，埋藏浅、浓度高，有利于盐业的发展。公司的盐田资源位于沿海滩涂地，系滨海经开区国资办于2010年无偿划归公司。截至2015年末，公司自有盐田工业盐生产规模达150万吨/年。

生产方面，公司主要依靠自有盐田。2013~2015年公司自有盐田产量达140万吨、150万吨和110万吨。公司盐田为卤水盐，通过采卤和制盐两个环节全部形成工业盐。生产模式方面，公司与农户签订盐田管理协议，将全部盐田承包给农户，由农户负责工业盐的生产及盐田的日常维护。采购价格方面，根据协议，2013~2015年，公司按照每吨46.50元的固定价格向农户收购。采购结算方式方面，公司与农户之间主要以现金为主，故其应付账款较少。由于市场订单量大于公司自有盐田生产规模，公司还有部分工业盐需要外购。2013~2015年公司工业盐外购

量分别为25万吨、77万吨和11.57万吨，价格分别为206元/吨、132元/吨和50元/吨。2014年由于公司客户订单量增加较多，公司外购工业盐的比例有所上升；2015年工业盐市场景气度下滑，公司外购工业盐数量和价格均明显下降。

表3：2013~2015年公司工业盐生产情况（万吨、元/吨）

	2013年	2014年	2015年
自有盐田产量	140	150	110
工业盐外购量	25	77	11.57
农户收购价格	46.50	46.50	46.50
外购工业盐价格	206	132	50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司工业盐产品主要销往山东省境内，尤其是第一盐场及潍坊当地的化工企业。2013~2015年，公司工业盐销量分别为202.77万吨、222.00万吨和121.74万吨，其中公司向第一盐场销售工业盐形成的收入占销售总额的比重分别为75.87%、87.62%和71.20%，销售集中度很高。第一盐场曾是公司的股东，但现在为公司的非关联方。销售价格方面，公司工业盐的销售价格按市场价格制定，对大客户给予一定的优惠政策。2013~2015年，公司工业盐销售价格分别为185.90元/吨、141.00元/吨和90.00元/吨，受下游市场景气度下行的影响，工业盐价格呈下滑趋势。销售结算方面，以银行转账为主，每月结算一次。销售模式方面，由于工业盐运输途中容易出现损耗且运输成本较高，公司主要采取客户自提的方式进行销售。

表4：2013~2015年公司工业盐销售情况（万吨、元/吨）

	2013年	2014年	2015年
销量	202.77	222.00	121.74
销售价格	185.90	141.00	90.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综上所述，公司盐田资源丰富，不存在运输成本，故公司工业盐产品在市场上具有产量大、成本低的优势。但值得注意的是，近年来公司工业盐产销量持续下滑，销售价格呈下滑态势，中诚信国际将持续关注未来工业盐价格走势。

近年来，为缓解土地、空间资源稀缺的问题，山东省开展了大规模的吹填造地工程，通过较低

的成本填补土地资源的缺口。公司北靠莱州湾，海岸线长140公里，海域总面积1,400平方公里，其中浅海面积950平方公里，滩涂面积450平方公里，拥有较大的吹填造地空间。从2012年起，公司开始承接吹填造地工程的业务。

渤海水产吹填造地工程业务主要依靠政府规划。公司利用在区域市场的主体地位和政策支持承接吹填造地工程，同时负责项目的招投标、项目管理、质量控制、以及工程竣工决算等事宜。

公司吹填造地项目客户为第一盐场。2012年，渤海水产与第一盐场签订了总面积为1,562.50万立方米，合同总价约5.00亿元（32元/立方米）的第一盐场扩建吹填造地项目委托代建协议，工程总建设期为2013年1月1日至2015年12月31日。吹填造地工程按照监理公司每年终确认后的工程量进行结算，由第一盐场支付工程建设款。

吹填造地工程由渤海水产外包给莒县市政工程公司，承包范围包工包料，合同价款为20.80元/立方米。

收入确认方面，公司所做吹填造工程待出具监理报告后确认收入。2013年和2014年，公司分别完成吹填造地工程为580万立方米和625万立方米，实现工程收入分别为18,500.00万元和20,000万元，毛利率为35.00%。2015年，公司所做吹填造地工程尚未出具监理报告，因此未确认收入。

总体而言，公司吹填造地工程业务具备地理优势，又获得政府政策支持、审批程序相对简单等优势，但收入稳定性较低，客户单一，且未来不可持续。

受益于蚂蚬、文蛤、毛蛤产量的大幅增加以及新增价格较高的扇贝和基围虾品种，公司2015年养殖收入大幅增长

渤海水产于2013年底开展海产品养殖项目，涉及水产养殖、水产品加工及销售业务。截至2015年末，公司水产品养殖场总面积为28,921.26亩（未包含2015年新增的27.055万亩海域使用权），养殖形式主要有筏式养殖和底播养殖两种，其中：采用浮筏养殖面积为809.73亩，底播养殖面积为28,111.52亩。公司养殖所需的贝类苗种主要从潍坊金贝水产养殖

有限公司购入，原料来源充足，保证了成品供应。

销售方面，公司贝类产品主要销售给批发商寿光市海恒威水产品有限公司，后由批发商销往青岛、威海、莱阳以及江浙一带，客户群体较为稳定。客户一般在购买前2~3天通过电话向公司预约，2015年公司产销率近100%。近年海产品销售价格起伏不大，销售渠道较为稳定。

公司养殖的品种主要为蚂蚬、文蛤和毛蛤，2015年公司新增扇贝和基围虾。养殖周期方面，蚂蚬、文蛤和毛蛤的养殖周期为1.5~2年，扇贝养殖周期为5个月，基围虾养殖周期为6个月。2015年，随着蚂蚬、文蛤和毛蛤逐步达到可出售条件以及新增价格较高的扇贝和基围虾，公司水产养殖收入大幅增长，当年实现收入9.55亿元，较2014年增长5.32倍。2015年，公司新增海域使用权27.055万亩，全部为养殖用海，未来公司将逐步扩大水产养殖业务，增加其他养殖品种，预计公司水产收入会保持增长趋势。同时，中诚信国际也关注到公司新增养殖用海面积大，若未来产能快速扩张，公司的生产管理和销售渠道拓展将面临挑战。

表5：2015年公司主要海产品养殖销售情况

产品	养殖面积(亩)	产量(吨)	销量(吨)	销售均价(元/吨)
蚂蚬	7,027.57	17,705	17,705	8,000
文蛤	6,195.62	12,570	12,570	15,000
毛蛤	7,419.75	14,635	14,635	13,000
扇贝	4,625.45	9,440	9,440	18,000
基围虾	3,652.87	4,327	4,327	60,000
合计	28,921.26	58,677	58,677	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着滨海养殖加工项目、海上粮仓项目以及旅游项目的推进，公司未来投资支出压力较大

根据潍坊市政府《加快推进现代渔业建设的意见》，同时公司为了拉伸水产业务产业链，公司从2014年开始建设潍坊滨海海水养殖加工项目工程，拓展水产加工业务。滨海养殖加工项目位于潍坊滨海经济技术开发区，当地近海渔业资源丰

富，培养了海参、扇贝、梭子蟹等10个过亿元的主导品种。公司拟用滩涂面积523.70亩建设海产品加工中心，其中126.2亩用于建设海产品深加工车间，164亩用于建设冷库，主要生产生鲜制品、干制品、腌制品等海产品。海产品交易中心总规划建筑面积49万平方米，将建设海产品综合交易区、海产品检验检测中心和海产品展销中心等多个功能区的综合服务中心。

此外，2014年山东省人民政府出台的《山东省关于推进“海上粮仓”建设的实施意见》(鲁政办发【2014】49号)中指出：坚持生态优先、以养为主，

增值、捕捞、加工、休闲渔业协同推进是“海上粮仓”建设的总体思路。目前，山东省发展和改革委、海洋与渔业厅将编制出台山东省“海上粮仓”建设的发展规划，同时将“海上粮仓”建设纳入全省“十三五”国民经济和社会发展规划中。

公司未来投资项目主要为滨海养殖加工项目和海上粮仓项目，2016年滨海养殖加工项目预计投资8.02亿元；2016年~2018年海上粮仓项目预计投资规模分别为2.35亿元、7.60亿元和5.05亿元。

表6：截至2015年末公司项目投资情况（万元）

项目	总投资额	截至2015年已投资额	2016年计划投资额	2017年计划投资额	2018年计划投资额
潍坊滨海海水养殖加工项目	208,269.57	128,089.16	80,180.41	-	
欢乐海人工沙滩及水上乐园项目	35,000	5,368.12	29,631.88	-	
欢乐海浴场项目及配套设施	60,000	10,363.05	49,363.95	-	
海上粮仓项目	201,674	9,448.88	23,500	76,000	50,500

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司未来还将建设欢乐海上公园A区和B区项目以及欢乐海浴场等，以下项目正处于项目前期可行性研究阶段。

表7：公司部分海域使用权规划情况

项目	宗海面积（公顷）	用海类型
潍坊滨海蓝色海洋产业开发有限公司欢乐海上乐园A区项目宗海	170.87	游乐场用海
潍坊渤海水产综合开发有限公司欢乐海上乐园B区项目宗海	127.27	游乐场用海
潍坊渤海水产综合开发有限公司欢乐海浴场项目宗海	265.12	浴场用海
潍坊滨海蓝色海洋产业开发有限公司欢乐海浴场项目	414.01	浴场用海
海上粮仓-人工鱼礁海参养殖项目	55.37	养殖用海
海上粮仓-贝类养殖项目	5,645.29	养殖用海
海上粮仓-扇贝养殖项目	14,287.43	养殖用海

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司未来将大力发展水产养殖及水产加工以增强其综合竞争实力，此外开发海滩旅游项目也是公司多元化发展战略的方向之一。然而，中诚信国际也关注到公司未来开发水产项目资本支出较大，今后两年为投资高峰期，存在较大的资本

支出压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

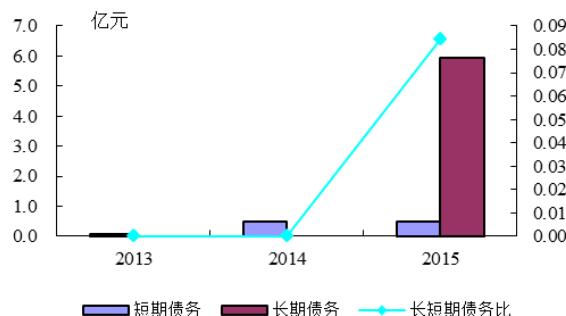
受益于政府资产划转，近年来公司资产规模和所有者权益规模均呈大幅增长态势

经过多次资产划转，公司资产规模呈逐年增长态势。2013~2015年底公司总资产分别为40.62亿元、66.99亿元和230.90亿元，年均复合增长率达到138.42%。资产结构方面，公司资产构成以非流动资产为主，2013~2015年底非流动资产分别为33.99亿元、58.65亿元和215.76亿元，占总资产的比重分别为83.68%、87.55%和93.44%，其中在建工程和无形资产所占比重较大。2013~2015年底，公司在建工程分别为15.28亿元、17.98亿元和22.33亿元，主要为滨海开发区国资办划转至公司的吹填造地工程、滨海养殖加工项目、欢乐海浴场项目以及海上粮仓养殖项目。2013~2015年底，

公司无形资产分别为18.70亿元、40.53亿元和193.41亿元，主要为卤水采矿权、土地使用权和海域使用权。2015年，由于滨海开发区国资办将价值150.26亿元的海域使用权注入公司用于发展水产养殖，公司无形资产大幅增长。

负债方面，截至2015年末，公司总负债8.39亿元，其中应付债券5.94亿元，主要系公司于2015年3月27日发行的1亿元人民币私募债券和于2015年8月6日发行的5亿元公司债券。债务期限结构方面，2013~2015年末，公司有息债务分别为0.07亿元、0.5亿元和6.43亿元，其中2013年和2014年有息债务全部为短期借款，有息债务规模很小；2015年有息债务由短期借款和应付债券构成，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.08，以长期债务为主的债务期限结构可以满足公司投资资金需求。

图4：2013~2015年公司债务结构分析

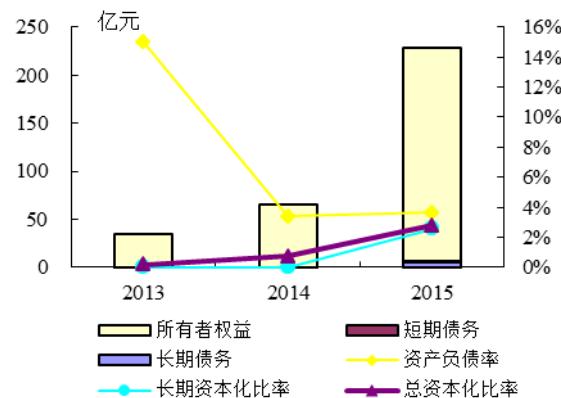


资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，随着多次的资产划转，公司所有者权益呈现大幅增长态势。2013~2015年末分别为34.53亿元、64.72亿元和222.51亿元，主要由资本公积和实收资本构成。2015年末公司所有者权益较2014年末大幅增长主要系根据滨海开发区国资办《国有资产划转通知》，于2015年12月10日将潍坊市寒亭渤海水产综合开发中心第一盐场名下27.055万亩海域使用权无偿划入公司，并以评估值计入资本公积所致。

资本结构方面，2013~2015年末，公司资产负债率分别为14.99%、3.39%和3.63%，总资本化比率分别为0.20%、0.77%和2.81%，始终保持在很低水平。

图5：2013~2015年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体而言，得益于政府资产划转，近年来公司资产规模和所有者权益规模均呈大幅增长态势。相较于公司资产规模的明显增长，其负债规模较小，特别是其有息债务规模很小，且债务期限结构合理，能够满足公司投资资金需求。

在水产业务的带动下，公司收入和利润实现大幅增长

公司主要经营工业盐销售、吹填造地工程建设及水产业务。2013~2015年公司分别实现营业总收入5.65亿元、6.68亿元和10.66亿元，呈逐年增长态势，主要得益于公司水产业务的快速发展。

表8：2013~2015年公司收入构成及毛利率（亿元、%）

项目	2013		2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工业盐	3.77	61.40	3.14	46.35	1.10	48.03
吹填造地工程	1.85	35.00	2.00	35.00	-	-
水产业务	-	-	1.51	50.39	9.55	43.49
其他	0.03	-	0.03	-	0.01	-
综合	5.65	52.98	6.68	44.10	10.66	44.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

营业毛利率方面，2013~2015年公司毛利率分别为52.98%、44.10%和44.06%，受工业盐销售价格大幅下降影响，2014年公司毛利率下降8.88个百分点。分产品来看，2013~2015年公司实现工业盐销售收入分别为3.77亿元、3.14亿元和1.10亿元，受工业盐销售价格大幅下降影响，该业务毛利率呈整体下滑态势。吹填造地工程方面，自2013年公司新增吹填造地工程业务以来，主要通过承

包吹填造地工程再转包来赚取差价，但该业务具有不可持续性。2013~2014年公司实现工程建设收入分别为1.85亿元和2.00亿元，其毛利率水平均维持在35%，2015年无工程建设收入。水产业务方面，2014年公司新增水产业务，近两年来，随着养殖品种逐步达到可出售条件，公司水产业务收入增长明显，成为公司最大收入来源。2015年，公司水产业务实现营业收入9.55亿元，占营业总收入的89.59%，毛利率为43.49%，由于水产业务成本主要是海鲜苗，产品价格相对稳定，所以公司水产业务毛利率较为稳定。

期间费用方面，2013~2015年，公司期间用费呈现稳定增长态势，分别为0.20亿元、0.75亿元和0.95亿元。其中管理费用占比最大，主要系折旧摊销，占管理费用比重均在65%以上。销售费用方面，由于公司下游客户稳定，商品全部销售给第一盐场在内的几个大客户，且运输费用均由客户承担，因此公司没有销售费用。财务费用方面，2013年公司财务费用为负，自2014年起计入有息债务的利息支出费用。占比方面，2013~2015年，公司期间费用收入占比分别为3.60%、11.21%和8.90%。由于2014年公司财务费用增长过快导致2014年三费收入占比上升较快，但公司期间费用总体控制水平尚可。2015年由于公司营业收入增幅较大，三费合计占收入比重较2014年末有所回落。总体而言，公司三费收入占比处于合理水平。

表 9：2013~2015 年期间费用分析

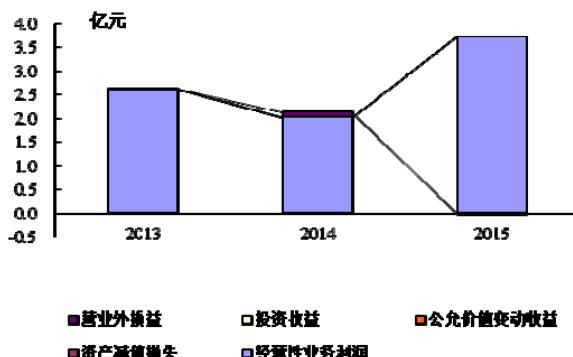
项目	2013	2014	2015
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.20	0.74	0.85
财务费用（亿元）	-0.0004	0.01	0.10
三费合计（亿元）	0.20	0.75	0.95
营业收入（亿元）	5.65	6.68	10.66
三费收入占比（%）	3.60	11.21	8.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2013~2015年公司经营性业务利润分别为2.61亿元、2.03亿元和3.72亿元，呈现波动态势，主要系2014年受工业盐价格下降影响，公司当期经营性业务利润出现下滑，从而导致其利润总额亦有

所下降。2013~2015年，公司利润总额分别为2.62亿元、2.13亿元和3.72亿元。此外，2013~2014年公司有一部分营业外收益，其中，2014年获得政府专项发展基金补助0.09亿元。

图6：2013~2015年公司利润构成分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体看来，近年来公司营业收入逐年增长，毛利率较高且一直维持在稳定水平，同时公司水产业务发展迅速，对公司盈利能力起到了一定的支撑作用；但是中诚信国际亦注意到未来公司的盈利能力易受工业盐价格变化影响，且吹填造地工程业务具有不可持续性，中诚信国际将对此进行持续关注。

未来随着滨海养殖加工项目以及旅游项目的逐步开展，公司将保持一定的资本支出规模；受益于公司营业收入的大幅增加，EBITDA 对利息的覆盖能力依然较好

2013~2015年，公司经营活动净现金流分别为7.05亿元、-0.81亿元和0.73亿元，2013年经营活动净现金流大幅上升，主要是收回第一盐场的账款所致；2014年公司填海造地工程和外购原盐支付款项增加，并交清以前年度经营产生的税费，导致经营活动净现金流大幅下降；2015年，主要由于应收账款的增加，公司经营活动净现金流规模较小，为0.73亿元。

2014年以来，随着滨海养殖加工项目以及旅游项目的投入，投资活动现金流出规模有所增长，未来随着该项目的逐步开展，公司将保持一定的资本支出规模。2013~2015年，公司投资活动净现金流分别为-0.01亿元、-6.61亿元和-6.36亿元。

筹资活动现金流方面，2013年公司筹资活动净现金流为-7.07亿元，主要是子公司蓝色海洋偿还土地款所致；2014年实收资本增加7.99亿元，筹资活动净现金流增加至8.41亿元；2015年，公司筹资活动净现金流主要来自发行的1亿元私募债券和5亿元公司债券。

表 10：2013~2015 年公司现金流情况（亿元）

	2013	2014	2015
经营活动现金流入	7.71	6.24	14.87
经营活动现金流出	0.65	7.04	14.14
经营活动净现金流	7.05	-0.81	0.73
投资活动现金流入	0.00	0.01	-
投资活动现金流出	0.01	6.63	6.36
投资活动净现金流	-0.01	-6.61	-6.36
筹资活动现金流入	-	8.49	6.43
其中：吸收投资	-	7.99	-
借款	-	0.50	0.50
筹资活动现金流出	7.07	0.08	0.66
其中：偿还债务	-	0.07	0.50
筹资活动净现金流	-7.07	8.41	5.77
现金及等价物净增加额	-0.02	0.99	0.14

资料来源：公司财务报表

从获现能力看，2013~2015年，公司EBITDA分别为2.77亿元、2.63亿元和4.32亿元。从EBITDA构成来看，利润总额为公司EBITDA主要构成，2015年由于利润总额大幅增加，公司获现能力较2014年有较大幅度的提升。

从偿债能力指标看，2013~2015年，公司总债务/EBITDA指标分别为0.03、0.19和1.49；2014~2015年EBITDA利息倍数为223.82倍和19.28倍。近年来，由于EBITDA规模保持较好水平，对债务本息覆盖能力较强。现金流偿债指标方面，2015年，经营活动净现金流/利息支出为6.69倍，经营活动净现金流对利息覆盖能力较强；经营活动净现金流/总债务0.11倍，经营活动净现金流难以覆盖总债务。

表11：2013~2015年公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	0.07	0.50	6.44
EBITDA（亿元）	2.77	2.63	4.32
经营活动净现金流（亿元）	7.06	-0.81	0.73
经营活动净现金流/利息支出（X）	-	-68.81	6.69
经营活动净现金流/总债务（X）	100.79	-1.62	0.11
EBITDA利息保障系数（X）	-	223.82	19.28

总债务/EBITDA（X） 0.03 0.19 1.49

数据来源：公司定期报告，中诚信国际整理

融资渠道方面，截至2015年末，公司获得银行授信总额共计6.32亿元，已使用1.00亿元。

未决仲裁和诉讼方面，截至2015年末，公司不存在未决仲裁和诉讼。受限资产方面，截至2015年末，公司抵押海域和土地为潍坊滨海旅游发展集团有限公司提供担保，受限资产账面价值为5.67亿元。

对外担保方面，截至2015年末，公司对外担保总额为2.80亿元，被担保企业目前经营状况良好，公司代偿风险较小。

表 12：截至 2015 年末公司对外担保明细

对外担保单位	企业性质	担保种类	反担保方式	担保金额（亿元）
潍坊滨海旅游发展集团有限公司	国有	抵押担保	无	1.20
潍坊滨海旅游发展集团有限公司	国有	抵押担保	无	1.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体而言，公司近年来资产规模逐年提升，整体负债水平较低，债务期限结构合理，未来随着战略规划的实施，其业务规模和整体实力将不断壮大。但同时应关注到公司部分业务受工业盐价格变化影响，且吹填造地工程业务存在不确定因素，盈利能力存在波动。

过往债务履约情况

根据公司提供材料显示，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

债券担保措施

根据潍坊滨海投资发展有限公司与潍坊渤海水产综合开发有限公司签定担保函，潍坊滨发为公司本期发行的5亿元债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保。担保的范围包括债券的本金和利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

潍坊滨发于2005年8月成立，主要负责滨海

开发区的市政道路、桥涵、雨污水管线、水系建设、绿化景观建设等基础设施建设和沿海防潮大堤等大型项目的建设，以及利用政府赋予的各项经营权进行运营。截至2015年9月末，潍坊滨发注册资本1亿元，股东为潍坊市国有资产经营投资公司（以下简称“潍坊国资”）、潍坊市投资公司和潍坊滨城投资开发有限公司，持股比例分别为50%、30%和20%。

截至2015年9月末，潍坊滨发总资产416.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）177.06亿元；2014年，潍坊滨发实现营业总收入33.62亿元，净利润7.51亿元，经营活动现金净流量1.08亿元；2015年1~9月，潍坊滨发实现营业总收入31.78亿元，净利润5.31亿元，经营活动现金净流量36.49亿元。

潍坊滨发作为滨海开发区基础设施、区域开发建设主体，目前主营业务主要为基础设施建设和土地开发整理。2014年潍坊滨发实现营业总收入33.62亿元，同比增长19.60%，其中土地整理板块收入为14.61亿元，同比增长53.79%，在营业总收入中占比为43.46%；基础设施建设收入为18.34亿元，同比增长3.09%，在营业总收入中占比为54.55%。

潍坊滨发的基础设施建设业务采用代建模式。潍坊滨发与潍坊经济技术开发区管理委员会（以下简称“管委会”）签订代建协议，实施工程建设，并按照工程完工进度收取建设成本5%~15%的代建管理费。2012~2014年潍坊滨发分别实现基础设施建设收入19.16亿元、17.79亿元和18.34亿元。

截至2014年末，潍坊滨发主要在建工程为项目区道路建设工程、沿海防护堤工程和河道治理及管网工程，计划总投资118.77亿元，累计已投资规模74.69亿元，后续投资规模仍较大。此外，根据公司规划，2015~2019年潍坊滨发拟建基础设施项目共5个，投资总规模达120亿元。若公司项目按计划实施，潍坊滨发在未来5年内将面临很大的投资压力。

潍坊滨发的土地整理业务采用BT协议模式。潍坊滨发与管委会签订代建协议，进行土地整理。在土地达到出让条件后管委会将土地回购，并支付的潍坊滨发前期取得的土地成本和土地整理支出之和再加5%~15%的利润。

2014年末，潍坊滨发拥有土地资产4,647.87万平方米，年内新增土地面积718.56万平方米。2014年，管委会回购土地面积约1,341.00万平方米，较上年增长261.67%；公司土地研发投入26.81亿元，较去年增长216.90%。土地整理业务收入规模受管委会土地总体规划及开发区的招商引资情况影响较大。

潍坊滨发的房地产开发业务规模较小。截至2014年末，房地产开发产品为其开发的滨海职工家园项目，由于该项目销售基本完成，因此2014年预售收入及结转收入均大幅下降，其中预售收入0.41亿元，同比下降88.34%，当年实现销售收入0.14亿元，较上年大幅下降80.46%。由于房屋售价主要由管委会制定，价格相对较低，公司盈利空间不高。

截至2014年末，潍坊滨发对外担保余额47.60亿元，担保比率27.71%，其中为股东潍坊国资合计提供担保16.40亿元；为潍坊国资下属控股子公司潍坊东兴建设发展有限公司提供担保12.30亿元。

截至2014年末，公司抵押土地面积达2,705.04万平方米，超过半数的土地资产受限，公司后续融资空间有限。

近年来，潍坊滨发收入与盈利水平保持稳定，具有较强的偿债能力。此外作为滨海开发区的最主要投融资主体，2012~2014年，潍坊滨发分别获得营业外收入4.30亿元、3.92亿元和3.09亿元，政府补助资金的获得增加了潍坊滨发的资本实力和偿债能力。同时，中诚信国际也注意到潍坊滨发近年来债务规模增长较快，后续投资支出规模很大，未来公司债务规模或将保持上升趋势。

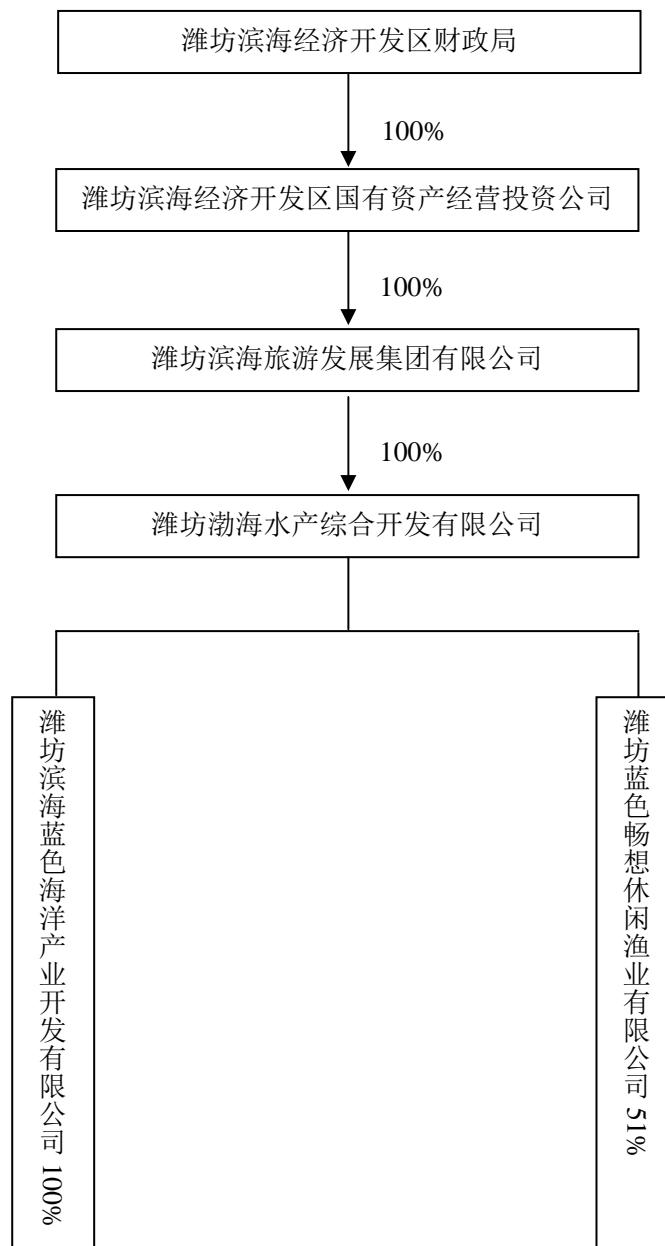
整体来看，潍坊滨发拥有较强的综合实力和业务持续发展能力，能够为本期债券提供有力的担保。

结论

综上所述，中诚信国际调升潍坊渤海水产综合开发有限公司的主体信用等级至AA，评级展

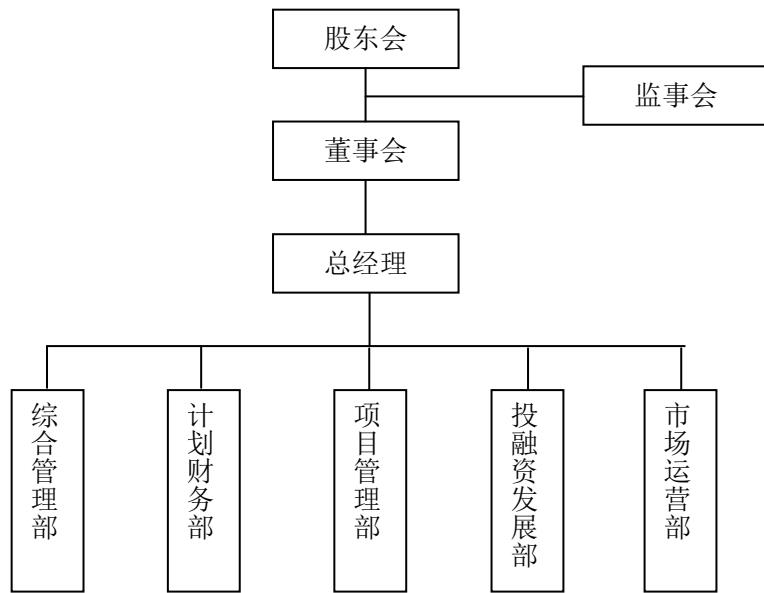
望为稳定；维持“15渤海水产债”的信用等级为AA。

附一：潍坊渤海水产综合开发有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附二：潍坊渤海水产综合开发有限公司组织机构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附三：潍坊渤海水产综合开发有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2013	2014	2015
货币资金	364.52	10,273.70	11,705.05
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	16,651.16	28,232.73	52,119.21
存货净额	20,660.40	1,112.25	47,335.93
其他应收款	28,515.21	3,178.20	713.42
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	152,941.79	181,244.89	223,470.93
总资产	406,196.99	669,936.56	2,309,025.13
其他应付款	18,960.20	1,292.40	1,220.61
短期债务	700.00	5,000.00	5,000.00
长期债务	0.00	0.00	59,395.51
总债务	700.00	5,000.00	64,395.51
净债务	335.48	-5,273.70	52,690.46
总负债	60,870.63	22,732.83	83,892.14
财务性利息支出	0.00	103.93	1,091.52
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	345,326.36	647,203.73	2,225,132.99
营业总收入	56,510.18	66,816.01	106,613.52
三费前利润	28,151.11	27,741.70	46,727.06
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	26,153.26	21,433.25	38,319.25
EBITDA	27,686.41	26,288.89	43,235.91
经营活动产生现金净流量	70,549.97	-8,086.12	7,301.10
投资活动产生现金净流量	-90.08	-66,127.18	-63,592.44
筹资活动产生现金净流量	-70,692.66	84,122.48	57,722.69
现金及现金等价物净增加额	-232.78	9,909.19	1,431.35
资本支出	1.05	66,260.18	63,592.44
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率(%)	52.98	44.10	44.06
三费收入比(%)	3.60	11.21	8.90
EBITDA/营业总收入(%)	48.99	39.35	40.55
总资产收益率(%)	8.74	3.98	2.57
流动比率(X)	1.09	3.67	6.18
速动比率(X)	0.75	3.62	4.25
存货周转率(X)	2.18	3.43	2.46
应收账款周转率(X)	2.15	2.98	2.65
资产负债率(%)	14.99	3.39	3.63
总资本化比率(%)	0.20	0.77	2.81
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	7.76
经营活动净现金流/总债务(X)	100.79	-1.62	0.11
经营活动净现金流/短期债务(X)	100.79	-1.62	1.46
经营活动净现金流/利息支出(X)	-	-77.80	6.69
总债务/EBITDA(X)	0.03	0.19	1.49
EBITDA/短期债务(X)	39.55	5.26	8.65
EBITDA 利息倍数(X)	-	252.95	39.61

注：公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2015年，公司通过同一控制下企业合并将潍坊蓝色畅想休闲渔业有限公司纳入合并范围，并对2014年财务数据进行了追溯调整，本报告采用调整过后的2014年数据。

附四：潍坊滨海投资发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.9
货币资金	98,252.36	163,283.38	310,133.45	737,623.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	43,092.31	233.20	998.16	998.16
存货净额	1,549,538.37	1,895,258.32	2,330,117.83	2,442,047.81
其他应收款	200,376.07	173,814.11	211,076.79	250,404.14
长期投资	38,428.28	37,940.56	37,695.18	42,695.18
固定资产(合计)	277,924.39	649,880.58	665,584.86	685,968.72
总资产	2,210,915.85	2,923,672.65	3,557,769.01	4,161,891.57
其他应付款	87,662.22	88,093.27	76,743.17	387,128.69
短期债务	128,723.00	275,537.21	567,892.21	482,425.21
长期债务	515,357.86	792,684.02	959,788.62	1,281,190.03
总债务	644,080.86	1,068,221.23	1,527,680.83	1,763,615.24
净债务	545,828.50	904,937.85	1,217,547.37	1,025,991.43
总负债	898,997.09	1,516,178.22	1,840,259.67	2,391,316.56
财务性利息支出	182.32	393.95	9.25	-
资本化利息支出	36,493.92	62,050.92	80,595.84	-
所有者权益	1,311,918.76	1,407,494.43	1,717,509.34	1,770,575.01
营业总收入	262,840.21	281,106.17	336,156.97	317,812.52
三费前利润	20,970.01	29,656.27	45,357.88	38,451.89
投资收益	-24.77	-387.72	-245.38	0.00
EBIT	60,456.64	66,243.86	75,086.87	-
EBITDA	60,698.66	66,520.15	75,305.68	-
经营活动产生现金净流量	124,600.02	108,421.60	10,800.65	364,864.20
投资活动产生现金净流量	-174,588.23	-472,123.76	-398,105.78	-87,026.83
筹资活动产生现金净流量	133,585.40	414,430.56	534,155.20	149,652.99
现金及现金等价物净增加额	83,597.19	50,728.40	146,850.07	427,490.36
资本支出	171,589.12	472,226.23	398,366.67	82,026.83
财务指标	2012	2013	2014	2015.9
营业毛利率(%)	9.33	10.74	13.53	12.23
三费收入比(%)	1.39	0.93	0.29	0.12
EBITDA/营业总收入(%)	23.09	23.66	22.40	-
总资产收益率(%)	2.93	2.58	2.32	-
流动比率(X)	4.99	3.11	3.26	3.09
速动比率(X)	0.91	0.47	0.60	0.89
存货周转率(X)	0.16	0.15	0.14	-
应收账款周转率(X)	7.20	12.98	545.99	-
资产负债率(%)	40.66	51.86	51.73	57.46
总资本化比率(%)	32.93	43.15	47.08	49.90
短期债务/总债务(%)	19.99	25.79	37.17	27.35
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.10	0.01	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.97	0.39	0.02	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.40	1.74	0.13	-
总债务/EBITDA(X)	10.61	16.06	20.29	-
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.24	0.13	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.65	1.07	0.93	-

注：1、公司各期财务报告均依据新会计准则编制；2、将 2012~2014 年年报以及 2015 年三季报长期应付款中的融资租赁款调至长期借款科目；3、将 2014 年年报应付短期融资款调至交易性金融负债科目；4、由于公司未提供 2015 年 1~9 月现金流量补充表，因此相关计算指标失效。

附五：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-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 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 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))

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：主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

附七：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。