

2013 年唐山曹妃甸发展投资集团有限公司

公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【894】号 01

债券剩余规模：16 亿元

债券到期日期：2020 年
10 月 15 日

债券偿还方式：债券存
续期内第 3-7 个计息年
度末分别偿还债券发行
总额的 20%

分析师

姓名：
郭松涛 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
guost@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2013 年唐山曹妃甸发展投资集团有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2017 年 06 月 26 日 | 2016 年 06 月 12 日 |

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对唐山曹妃甸发展投资集团有限公司（以下简称“曹妃甸发展”或“公司”）及其 2013 年 10 月 15 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到曹妃甸区经济实力稳步增长，财政实力有所增强，且财政自给程度较好，公司围海造地收入小幅增长，且未来仍有一定持续性，公司在资产注入及财政补贴方面继续得到当地政府的大力支持。同时我们也关注到了公司营业收入及毛利率均有下降，自身盈利能力较弱，公司资产流动性一般，有息债务规模较大，存在较大的偿债压力，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 曹妃甸区经济实力稳步增长，财政实力有所增强，且财政自给程度较好。2016 年曹妃甸区实现地区生产总值 364.6 亿元，同比增长 7.2%；实现公共财政收入 66.63 亿元，同比增长 1.52%；财政自给率为 75.36%，财政自给程度较好。
- 公司继续得到地方政府的大力支持。2016 年当地政府以货币形式向公司增资 7.00 亿元；拨付公司资本金 2.58 亿元，并计入公司资本公积；给予公司各种政府补助合计 6.02 亿元，有效增强了公司的资本实力与盈利水平。

关注：

- **公司营业收入及毛利率均有下降，整体盈利能力较弱。**2016 年公司实现营业收入 61.78 亿元，同比下降 17.79%；综合毛利率为 18.21%，较 2015 年下降 2.13 个百分点，实现营业利润 0.14 亿元，自身盈利能力较弱。
- **公司资产流动性一般。**截至 2016 年末，公司包括 164.09 亿元货币资金和 17.40 亿元土地资产使用受限，占资产总额的 20.61%，受限资产规模较大，且应收款项规模较大，回款时间有一定不确定性，整体资产流动性一般。
- **公司有息负债规模较大，公司面临较大的债务压力。**截至 2016 年末，公司有息负债为 381.98 亿元，占公司负债总额的比重为 70.69%，考虑到各项偿债能力指标表现较弱，公司存在较大的债务偿付压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额为 82.60 亿元，占所有者权益的比重为 24.28%，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

| 项目 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 8,805,855.53 | 8,561,645.32 | 7,538,770.08 |
| 所有者权益合计（万元） | 3,402,055.89 | 3,208,422.52 | 2,979,855.14 |
| 有息债务（万元） | 3,819,801.91 | 4,375,376.85 | 2,696,117.63 |
| 资产负债率 | 61.37% | 62.53% | 60.47% |
| 流动比率 | 2.42 | 3.58 | 1.90 |
| 营业收入（万元） | 617,769.51 | 751,421.53 | 684,173.35 |
| 政府补助（万元） | 60,220.67 | 60,070.27 | 50,045.00 |
| 利润总额（万元） | 62,414.36 | 63,082.97 | 54,321.05 |
| 综合毛利率 | 18.21% | 20.34% | 16.00% |
| EBITDA（万元） | 439,788.87 | 412,874.65 | 197,733.18 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.21 | 1.19 | 1.08 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 54,798.08 | -445,035.25 | -10,993.19 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】1798号文件批准，公司于2013年10月15日发行20亿元公司债券，票面利率为7.5%。本期债券拟用于滨海公路（曹妃甸新城至汉沽段）改建工程和曹妃甸昌运物流仓储加工基地项目，截至2016年末已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变更，唐山市曹妃甸工业区财政局国有资产管理办公室（以下简称“工业区国资办”）持有公司100%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。2016年6月工业区国资办以货币资金对公司增资70,000.00万元，截至2016年末，公司注册资本为485,117.00万元。

2016年公司新增纳入合并范围内子公司4家，不再纳入合并范围内子公司1家，截至2016年末公司合并范围内子公司共22家，具体情况见附录五。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况 | | | |
|------------------------|---------|---------------------|-------------|
| 子公司名称 | 持股比例 | 主营业务 | 合并方式 |
| 唐山曹妃甸湿地旅游开发有限公司 | 63.01% | 旅游项目开发建设投资 | 非同一控制下企业合并 |
| 唐山曹妃甸海融股权投资基金管理有限公司 | 100.00% | 受托对非证券股权投资管理及相关咨询服务 | 新设 |
| 唐山曹妃甸环路实业有限公司 | 71.91% | 交融及附属设施的投资建设、资产管理 | 新设 |
| 北京曹妃甸旅游发展有限公司 | 100.00% | 旅游信息咨询；销售工艺品 | 新设 |
| 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况 | | | |
| 子公司名称 | 原持股比例 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
| 唐山曹妃甸滨海大道管理有限公司 | 100.00% | 公路运营、管理与维护 | 股权划出 |

资料来源：公司近年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为880.59亿元，所有者权益合计340.21亿元，资产负债率为61.37%；2016年度，公司实现营业收入61.78亿元，利润总额6.24亿元，经营活动现金净流入5.48亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年唐山市经济增速有所回升，但目前传统产业仍居主导地位，去产能、调结构的举措使得经济仍面临一定下行压力

2016年唐山市经济实力有所增强，全市实现生产总值6,306.20亿元，按可比价格计算，同比增长6.80%，较上年加快1.2个百分点。其中，第一产业增加值599.00亿元，增长3.50%，较上年加快0.70个百分点；第二产业增加值3,411.20亿元，增长5.10%，较上年加快0.20个百分点；第三产业增加值2,296.00亿元，增长10.20%，较上年加快2.70个百分点。得益于第二产业的企稳和第三产业的提速，经济增速与上年相比有所回升。“拉动经济的三驾马车”中，消费成为支撑经济增长的关键因素，而投资和出口增速则持续放缓。具体来看，2016年全市社会消费品零售总额2,371.10亿元，同比增长10.40%，较上年加快1.10个百分点；全市完成固定资产投资5,036.30亿元，增长9.00%，较上年放缓0.60个百分点；全市进出口总额为705.90亿元，同比增速由去年的-17.10%继续降至-18.20%，其中出口额为467.00亿元，同比增速由去年的-2.90%继续降至-11.50%。

作为全国重要的能源、原材料工业基地，唐山已形成钢铁、装备制造、能源、化工、建材五大主导产业，拥有开滦集团、唐钢、冀东水泥、三友碱业、唐山陶瓷等一大批大型高科技骨干优势企业。但是，受传统产业市场需求不振、价格大幅大跌的影响，近年钢铁、煤炭、水泥、采矿等行业的企业普遍经营效益不佳。2016年唐山大力推进以去产能、降成本、补短板为重点的供给侧改革，化解炼钢产能783万吨、炼铁产能786万吨，压减煤炭产能250万吨，规模以上工业减少煤炭消耗226.9万吨；规模以上工业每百元主营业务收入中成本比上年减少0.91元至89.3元，利润比上年提高1.77元至3.99元。在规模以上工业41个行业大类中，2016年有31个行业实现盈利，比上年增加5个，其中钢铁行业由上年亏损30.7亿元到盈利115.2亿元，煤炭行业由亏损25.4亿元到盈利2.6亿元，化工行业利润增长2.75倍。受益于此，2016年唐山市规模以上工业增加值同比增速实现7年来首次回升，从去年的4.3%回升至5.0%。同时，五大主导产业增速虽有所分化，但基本结束了连年下滑趋势。其中，钢铁行业增加值同比增速从上年的4.9%降至1.9%；能源行业增加值同比降幅从上年的8.0%缩窄至2.7%；建材行业增加值同比降幅从上年的8.4%缩窄至1.0%；装备制造业增加值同比增速从11.7%降至7.9%；化工行业增加值同比增速则从上年的5.1%降至4.3%。目前传统产业在全市工业中仍居主导地位，而高新技术产业占比仍偏低，因此未来去产能、调结构的举措可能会加大经济下行压力。

表 2 2015-2016 年唐山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|----|--------|------|--------|------|
| | 金额 | 同比增长 | 金额 | 同比增长 |

| | | | | |
|-----------------|-----------|--------|-----------|--------|
| 地区生产总值 | 6,306.2 | 6.8% | 6,103.1 | 5.6% |
| 第一产业增加值 | 599.0 | 3.5% | 569.1 | 2.8% |
| 第二产业增加值 | 3,411.2 | 5.1% | 3,365.4 | 4.9% |
| 第三产业增加值 | 2,296.0 | 10.2% | 2,168.6 | 7.5% |
| 固定资产投资 | 5,036.3 | 9.0% | 4,619.6 | 9.6% |
| 社会消费品零售总额 | 2,371.1 | 10.4% | 2,138.2 | 9.3% |
| 进出口总额 | 705.9 | -18.2% | 862.96 | -17.1% |
| 存款余额 | 8,279.9 | 11.04% | 7,456.8 | 10.20% |
| 贷款余额 | 4,975.0 | 4.09% | 4,779.4 | 11.71% |
| 人均 GDP (元) | 80,617.00 | | 78,354.00 | |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 1.49 | | 1.59 | |

注：2016 年对外贸易数据均改为人民币计价，故 2015 年进出口数据均由同比增速倒推得出。

资料来源：2015-2016 年唐山市国民经济和社会发展统计公报

在投资的拉动下，曹妃甸区经济实力稳步增长

2016年曹妃甸区完成地区生产总值364.6亿元，同比增长7.2%，增速较2015年提高3.0个百分点，地区经济实力稳步提升。目前曹妃甸区仍为投资拉动经济增长模式，2016年固定资产投资886.4亿元，同比增长15.0%，中粮精炼糖等141个项目建成投产，首钢京唐二期等162个项目加快建设，新华炼化一体化等74个项目启动实施，奥能汽车、奇瑞汽车等273个项目签约落地。2016年曹妃甸区规模以上工业企业达92家，实现增加值177.5亿元。2016年曹妃甸区城镇和农村居民人均可支配收入分别为33,075元和16,216元，同比分别增长8.8%和8.4%。

表 3 2015-2016 年曹妃甸区主要经济指标及同比变化情况

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| | 金额 | 同比增长 | 金额 | 同比增长 |
| 地区生产总值 (亿元) | 364.6 | 7.2% | 349.5 | 4.2% |
| 全年固定资产投资 (亿元) | 886.4 | 15.0% | 770.5 | -11.4% |
| 港口货物吞吐量 (亿吨) | 2.6 | 3.7% | 2.7 | -8.6% |
| 城镇居民人均可支配收入 (元) | 33,075 | 8.8% | 30,400 | 7.7% |
| 农民人均可支配收入 (元) | 16,216 | 8.4% | 14,959 | 8.0% |

资料来源：2016-2017 年曹妃甸区政府工作报告，曹妃甸区政府网站，鹏元整理

唐山市公共财政收入有所增长，政府性基金收入略有增长，但财政自给率一般

2016年唐山市地方综合财力为714.52元，同比增长7.45%。从地方综合财力构成来看，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为49.69%、33.32%和16.98%。

2016年，唐山市公共财政收入有所增长。其中，全市公共财政收入为355.07亿元，比2015年增长6.00%，增速较2015年有所加快；市本级公共财政收入为24.65亿元，比2015年

增长30.51%（剔除政府性基金转列一般公共预算不可比因素，可比增长6.8%）。2016年唐山市公共财政收入有所增长，主要是因为非税收入征缴力度加强；税收收入较上年有所下滑，主要是因为钢铁、化工等传统主导产业增长乏力，企业效益不佳。

2016年，唐山市全市政府性基金收入为121.34亿元，同比增速从上年的-52.38%转为7.88%；市本级政府性基金收入为36.30亿元，比上年减少16.12%。唐山市全市政府性基金收入增速扭负为正，主要是因为全市土地出让面积较上年明显增多，土地出让收入大幅增长；市本级政府性基金收入同比继续下滑的原因则主要系2016年唐山市本级土地供应持续缩量，导致土地出让金减收。

2016年，唐山市上级补助收入明显增长，其中全市上级补助收入为238.11亿元，同比增长9.47%，主要是因为2016年政府争取到了更多上级政策资金，如争取到全省唯一的国家小微企业创业创新基地城市示范试点，争取到古冶、开平国家农业综合开发县和开平独立工矿区等优惠政策，以及世园会活动补助等重大项目资金等。

财政支出方面，2016年唐山市全市公共财政支出为642.54亿元，全市政府性基金支出为135.58亿元，同比分别增长8.49%和14.05%。同时，我们注意到，2016年全市公共财政收入对公共财政支出的覆盖率略有下降，本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖率则较上年有所提高，但总体上财政自给率一般。

总体来看，2016年唐山市公共财政收入有所增长。2016年，唐山市房地产开发投资458.90亿元，比上年下降19.3%，同比降幅扩大12.6个百分点。其中，商品住宅投资322.1亿元，比上年下降21.1%，同比降幅扩大8.2个百分点。由此可见，开发商对于新增投资尤其是新增商品住宅投资仍持观望态度，这或将导致以国有土地使用权出让金收入为主的政府性基金收入存在较大不确定性。

表 4 2015-2016 年唐山市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| | 全市 | 市本级 | 全市 | 市本级 |
| 地方综合财力 | 714.52 | 216.56 | 664.96 | 66.18 |
| （一）公共财政收入 | 355.07 | 24.65 | 334.98 | 18.88 |
| 其中：税收收入 | 222.36 | - | 238.11 | - |
| 非税收入 | 132.71 | 24.65 | 96.87 | 18.88 |
| （二）上级补助收入 | 238.11 | 155.63 | 217.51 | 4.03 |
| 其中：返还性收入 | 33.14 | 24.40 | 22.50 | 8.90 |
| 一般性转移支付收入 | 112.68 | 65.21 | 95.80 | -17.47 |
| 专项转移支付 | 92.28 | 66.02 | 99.20 | 12.59 |
| （三）政府性基金收入 | 121.34 | 36.29 | 112.48 | 43.26 |

| | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 财政总支出 | 778.12 | 168.98 | 711.13 | 166.92 |
| （一）公共财政支出 | 642.54 | 125.76 | 592.26 | 131.37 |
| （二）政府性基金支出 | 135.58 | 43.23 | 118.87 | 35.55 |
| 财政自给率 | 55.26% | 19.60% | 56.56% | 14.37% |

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政总支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：鹏元数据库

曹妃甸区公共财政收入继续保持增长，财政自给能力较好，但近年曹妃甸区国有土地出让收入波动较大，不利于地方综合财力稳定增长

2016年曹妃甸区实现地方综合财力125.15亿元，同比增长4.06%，主要系政府性基金收入大幅增长所致。从地方综合财力构成来看，2016年曹妃甸区公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为53.24%、22.63%和24.13%，公共财政收入为曹妃甸区地方综合财力的最主要来源。

2016年曹妃甸区实现公共财政收入66.63亿元，同比增长1.52%，其中税收收入占比46.57%，公共财政收入质量不高。曹妃甸区政府性基金收入以国有土地使用权出让金收入为主，2016年为30.20亿元，同比增长71.10%，考虑到国有土地使用权出让收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的或仍存在一定的波动，不利于地方综合财力的稳定增长。因一般性转移支付收入与专项转移支付收入均有所下降，2016年曹妃甸区上级补助收入同比下滑23.44%。

2016年曹妃甸区公共财政支出88.42亿元，同比增长14.70%，2016年曹妃甸区财政自给率为75.36%，较2015年下降9.77个百分点，财政自给率有所减弱。

表 5 2015-2016 年曹妃甸区财政收支情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年 | 2015 年 |
|----------------|---------------|---------------|
| 地方综合财力 | 125.15 | 120.27 |
| （一）公共财政收入 | 66.63 | 65.63 |
| 其中：税收收入 | 31.03 | 35.92 |
| 非税收收入 | 35.60 | 29.71 |
| （二）上级补助收入 | 28.32 | 36.99 |
| 其中：返还性收入 | 4.21 | 0.39 |
| 一般性转移支付收入 | 17.86 | 20.63 |
| 专项转移支付 | 6.25 | 15.97 |
| （三）政府性基金收入 | 30.20 | 17.65 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 26.73 | 11.54 |
| 财政总支出 | 122.05 | 90.86 |
| （一）公共财政支出 | 88.42 | 77.09 |

| | | |
|---------------|---------------|---------------|
| (二) 政府性基金支出 | 33.63 | 13.77 |
| 公共财政收入/公共财政支出 | 75.36% | 85.13% |

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政总支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：曹妃甸区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务涉及围海造地、土地一级开发整理、大宗商品贸易、工程劳务等多个行业，围海造地收入、土地资产转让收入仍为公司收入的最主要来源。2016年公司围海造地收入继续增长，但土地资产转让收入及生铁、钢材贸易收入均有下降，此外工程劳务收入与商品房销售收入为公司收入提供一定补充。2016年公司实现主营业务收入60.89亿元，同比下降18.35%。受毛利率较高的土地资产转让收入下滑影响，公司主营业务毛利率有所下降，2016年为18.54%，较2015年下降2.23个百分点。

表 6 2015-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 围海造地 | 277,498.22 | 7.41% | 250,946.36 | 7.41% |
| 土地资产 | 229,152.46 | 51.66% | 266,031.29 | 50.72% |
| 生铁、钢材贸易 | 54,038.13 | 3.08% | 135,544.17 | -2.33% |
| 工程劳务 | 17,876.62 | 9.20% | 76,496.98 | 1.36% |
| 商品房销售 | 18,436.06 | -0.85% | 6,120.87 | -20.56% |
| 通行费 | 951.59 | -3,086.75% | 1,713.25 | 71.52% |
| 运输劳务 | - | - | 769.77 | -15.73% |
| 其他 | 10,932.73 | 1.39% | 8,121.04 | 45.40% |
| 合计 | 608,885.81 | 18.54% | 745,743.73 | 20.77% |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

受造地面积增加，公司2016年围海造地收入小幅增长，未来仍有一定持续性，但造地工程规划投资需求较大，公司面临一定的资金压力

公司围海造地、土地一级开发等业务由子公司蓝海曹妃甸有限公司（以下简称“蓝海曹妃甸”）负责运营。根据公司与唐山市曹妃甸工业区管理委员会（以下简称“工业区管委会”）签订的《土地一级开发整理协议》，工业区管委会将对公司开发的土地进行验收，公司可根据工程进度分期确认收入，工程验收结算完毕后以实际结算结果予以调整，工业区管委会根据审计结果进行结算拨付。公司造地及开发的收入为工业区管委会对土地的回购款——土地收储价格（土地开发整理实际投入）加上8%的固定回报，且未来土地出让收益分成的50%部分由工业区管委会支付给公司作为收益。

2016年蓝海曹妃甸完成造地面积8.60平方公里，实现造地收入27.75亿元，同比增长10.60%，但该项业务回款情况较差，形成较多应收账款。截至2016年末，蓝海曹妃甸已累计完成造地及土地平整面积218.06平方公里。

表 7 2015-2016 年公司造地业务情况

| 项目 | 2016年 | 2015年 |
|---------------------|--------|--------|
| 造地及土地整理面积（平方公里） | 8.60 | 7.20 |
| 造地收入（亿元） | 27.75 | 25.09 |
| 累计完成造地及土地平整面积（平方公里） | 218.06 | 209.46 |

资料来源：公司提供

未来造地规划方面，公司拟推进的项目主要为首钢三期造地、中小企业园区木材产业园项目、中小企业园区A、F、G项目等，计划造地6.18平方公里，公司围海造地业务未来仍有一定的持续性。但上述项目未来尚需投资10.33亿元，资金需求较大，公司面临一定的资金压力。

表 8 截至 2016 年末公司造地工程规划情况（单位：亿元、平方公里）

| 项目名称 | 总投资 | 计划造地 |
|---------------|--------------|-------------|
| 首钢三期造地 | 3.30 | 1.50 |
| 中小企业园区木材产业园项目 | 2.70 | 2.00 |
| 中小企业园区A、F、G项目 | 1.30 | 1.00 |
| 曹妃甸湿地三期回填项目 | 0.91 | 0.19 |
| 装备园区物流标准木托盘项目 | 0.52 | 0.49 |
| 其他项目 | 1.60 | 1.00 |
| 合计 | 10.33 | 6.18 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司土地转让收入大幅下降，该项收入易受曹妃甸区土地出让市场影响，未来或存在较大波动

2016年唐山市曹妃甸区土地收购储备开发中心（以下简称“收储中心”）收购公司20宗出让性质土地，并与公司签订《国有土地使用权有偿收回补偿协议》和《国有土地收购合同》。收储中心以成本价收购，公司获得土地转让收入10.82亿元，另外唐山市曹妃甸区财政局（以下简称“曹妃甸区财政局”）拨付以上20宗土地的收益返还12.10亿元，公司一并计入土地资产收入中。截至2016年末，公司土地资产账面价值为108.45亿元，土地资产较为充足，但土地转让收入易受曹妃甸区土地出让市场影响，未来或存在较大波动。

表 9 2016 年公司土地转让收入情况（单位：平方米、万元）

| 土地证号 | 面积 | 类型 | 用途 | 转让收入 |
|----------------------|------------|----|----|----------|
| 冀唐曹国用（2013）第4510032号 | 245,196.61 | 出让 | 仓储 | 4,487.10 |

| | | | | |
|----------------------------|---------------------|----------|---------------|-------------------|
| 冀唐曹国用（2013）第4510033号 | 298,047.80 | 出让 | 仓储 | 5,454.27 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510034号 | 278,066.60 | 出让 | 仓储 | 5,088.62 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510035号 | 329,114.90 | 出让 | 仓储 | 6,022.80 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510036号 | 366,644.20 | 出让 | 仓储 | 6,709.59 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510037号 | 208,741.80 | 出让 | 仓储 | 3,819.97 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510038号 | 298,145.40 | 出让 | 仓储 | 5,456.06 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510040号 | 486,347.32 | 出让 | 工业 | 8,559.71 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510041号 | 201,807.56 | 出让 | 工业 | 3,551.81 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510042号 | 318,161.52 | 出让 | 工业 | 5,599.64 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510043号 | 308,690.57 | 出让 | 工业 | 5,432.95 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510045号 | 480,231.64 | 出让 | 工业 | 8,452.08 |
| 冀唐曹国用（2013）第4510047号 | 477,673.96 | 出让 | 工业 | 8,407.06 |
| 冀唐曹国用（2014）第4510008号 | 192,214.64 | 出让 | 工业 | 4,051.04 |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000730 | 69,377.20 | 出让 | 商务金融用地 | 27,149.74 |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000728 | 69,682.34 | 出让 | 商务金融用地 | |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000729 | 22,342.22 | 出让 | 商务金融用地 | |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000865 | 41,225.00 | 出让 | 城镇住宅用地、公共设施用地 | |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000864 | 55,924.42 | 出让 | 城镇住宅用地、公共设施用地 | |
| 冀（2016）唐山市曹妃甸区不动产权第0000863 | 28,184.05 | 出让 | 城镇住宅用地、公共设施用地 | |
| 合计 | 4,775,819.75 | - | - | 108,242.46 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司承担了曹妃甸区大量的基础设施建设工作，目前已完工项目较多，公司收入来源较有保障，但该部分收入时间有较大不确定性，同时公司在建市政项目较多，存在一定的资金压力

公司作为曹妃甸区基础设施建设主体，目前承担了较多的基础设施建设工作。公司基础设施项目分为公益性基础设施和非公益性基础设施项目。

公益性基础设施项目采用委托代建模式，根据公司与工业区国资办签订的《财政性投资的公共基础设施项目债权债务关系认定（回购）协议》，工业区国资办作为项目业主，负责项目资金的筹措及代建投资的偿还，公司作为市政基础设施项目的代建人，负责项目现场施工组织和建设指挥协调工作。项目回购款由工程决算审计金额加上8%的固定收益并扣除已拨付的项目资本金构成，在工程决算审计到回购款支付期间，工业区国资办对回购款中财务决算价值部分按同期银行贷款利率计算利息。对于非公益性基础设施项目，在

项目建设完成后，公司将其转入自身资产科目，视具体项目安排其用途。

截至2016年末，公司已完工但未移交的市政设施账面价值为133.26亿元，工业区国资办尚未拨付该部分代建项目的回购款，未来公司收入来源较有保障。

截至2017年3月末，公司主要在建市政项目计划总投资38.58亿元，已投资30.33亿元，尚需投资8.25亿元，公司存在一定的资金压力。

表 10 截至 2017 年 3 月末公司主要在建市政工程情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 | 尚需投资 | 是否回购 |
|-------------------|--------------|--------------|-------------|------|
| 省道滨海公路曹妃甸新城至汉沽段工程 | 32.19 | 26.41 | 5.78 | 是 |
| 北区污水处理厂 | 1.20 | 0.86 | 0.34 | 否 |
| 曹妃甸景观提升工程 | 5.19 | 3.06 | 2.13 | 否 |
| 合计 | 38.58 | 30.33 | 8.25 | - |

资料来源：公司提供，鹏元整理

其他业务收入为公司收入的重要补充；公司生铁、钢材贸易业务收入大幅下滑，但经营实现扭亏；工程劳务与商品房销售业务收入与毛利均有上升；通行费及供热等其他经营性业务规模相对较小，对公司利润贡献不大

公司生铁、钢材贸易业务主要由子公司唐山曹妃甸海博实业有限公司负责运营，其运作模式主要有两种：第一种模式为公司作为交易媒介，以下游客户开具的商业票据为质押物取得银行授信后，使用银行承兑汇票向供货商采购货物，该种模式占用公司资金较少，但利润偏低；第二种模式为公司以自有资金采购货物，再销售给下游企业，当下游企业为普通商贸企业时，一般采取现款现货的交易方式，当下游企业为房地产类企业时则给予客户一定的账期。由于近年钢材市场价格波动严重，2016年公司战略决策控制钢材贸易占比，使生铁、钢材贸易业务收入下滑，2016年实现生铁、钢材贸易收入5.40亿元，同比下降60.13%，但该业务毛利率有所回升，2016年为3.08%，实现扭亏。

公司工程劳务业务主要由唐山曹妃甸疏浚有限公司（以下简称“疏浚公司”）和唐山曹妃甸基石土石方工程有限公司负责运营。2016年公司实现工程劳务收入1.79亿元，较2015年减少76.63%，主要系疏浚公司吹填业务下降所致。

表 11 2015-2016 年疏浚公司业务量情况

| 指标 | 2016 年 | 2015 年 |
|-----------------------|--------------|--------------|
| 年吹填量（m ³ ） | 1,100,000.00 | 5,100,000.00 |
| 完成围海造地面积（平方公里） | - | 0.24 |
| 疏浚航道（m ³ ） | 6,700,000.00 | 1,360,000.00 |

资料来源：公司提供

2016年公司房地产项目仍为蓝海嘉苑项目，该项目总投资约8.5亿元，占地面积13.74

万平方米，建筑面积29.46万平方米，可售面积25.56万平方米，可售套数2,372套，截至2016年末，已售套数1,833套，销售进度为77%。2016年公司取得房地产销售收入18,436.06万元，同比增长201.20%，主要公司2016年销售商品房数量上升，且曹妃甸地区房地产市场回暖，公司商品房价格有所上涨影响。由于商品房价格上升，公司商品房销售业务毛利率由-20.56%调整至-0.85%，房地产业务亏损额大幅下降，考虑到公司房地产业务受市场景气度影响较大，未来销售收入与利润的实现存在一定的不确定性。

公司通行费收入仍主要来自于滨海大道收费，2016年滨海大道青龙河连接线大桥限行，导致重型货车无法行驶，使通行费收入大幅下降，2016年为951.59万元，同比下降44.46%。

此外，公司还经营供热、汽车租赁、餐饮等业务，上述业务收入规模较小，对公司整体盈利能力影响不大。

地方政府继续在资本注入、财政补贴等方面给予公司较大力度的支持

2016年工业区国资办以货币形式向公司增资70,000.00万元；根据工业区国资办《关于向唐山曹妃甸发展投资集团有限公司拨付项目资本金的决定》，工业区国资办向公司拨付资本金2.58亿元，并计入资本公积。

财政补贴方面，根据曹妃甸区财政局《关于对蓝海曹妃甸有限公司安排土地收入资金的通知》文件，曹妃甸区财政局拨付蓝海曹妃甸因承担政府公益性项目建设获得的土地使用权出让收入返还资金6亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2016年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年公司新增合并范围内子公司4家，不再纳入合并范围内子公司1家，截至2016年末公司纳入合并范围内子公司共22家，具体情况见附录五。

资产结构与质量

公司受限货币资金规模较大，应收款项规模较大，回收时间有一定不确定性，存货以土地资产为主，且部分土地已抵押，整体资产质量及流动性一般

截至2016年末，公司总资产为880.59亿元，同比增长2.85%；流动资产占总资产的59.71%，较2015年末下降5.19个百分点。

表 12 2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 2,008,116.04 | 22.80% | 2,462,251.53 | 28.76% |
| 应收账款 | 907,012.77 | 10.30% | 736,099.75 | 8.60% |
| 其他应收款 | 1,156,080.62 | 13.13% | 1,011,886.79 | 11.82% |
| 存货 | 1,161,648.50 | 13.19% | 1,261,197.97 | 14.73% |
| 流动资产合计 | 5,257,867.90 | 59.71% | 5,556,124.08 | 64.90% |
| 可供出售金融资产 | 195,878.26 | 2.22% | 182,320.00 | 2.13% |
| 固定资产 | 328,611.05 | 3.73% | 221,221.82 | 2.58% |
| 在建工程 | 576,037.90 | 6.54% | 483,586.82 | 5.65% |
| 其他非流动资产 | 1,473,902.66 | 16.74% | 1,736,116.01 | 20.28% |
| 非流动资产合计 | 3,547,987.64 | 40.29% | 3,005,521.23 | 35.10% |
| 资产总计 | 8,805,855.53 | 100.00% | 8,561,645.32 | 100.00% |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2016年末，公司货币资金为200.81亿元，其中162.42亿元定期存单质押于证券公司、银行等金融机构用于取得借款，另有1.67亿元为银行承兑汇票保证金、商业承兑汇票保证金，以上合计164.09亿元的货币资金使用受限。截至2016年末，公司应收账款为90.70亿元，同比增长23.22%，主要系应收围海造地业务工程应收的回购款及土地转让款大幅增加所致；根据公司与工业区管委会以及唐山市曹妃甸投资有限公司（以下简称“曹妃甸投资”）签订的《债权债务转移协议》，公司应收工业区管委会20亿元围海造地款项将与公司尚未支付的对曹妃甸投资的债务抵消，导致公司应收工业区管委会款项大幅下降；2016年公司围海造地收入款项未来将由唐山市曹妃甸恒石资产管理公司向公司支付；截至2016年末，公司应收曹妃甸区政府部门款项为54.31亿元，占应收账款的比重为53.58%，该部分款项未计提坏账准备；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1年以内的占比73.58%、1-2年的占比4.57%、2年以上的占比21.86%，整体账龄较短；截至2016年末，公司对全部应收账款共计提坏账准备10.66亿元，计提比例为10.52%。

表 13 截至 2016 年末公司应收账款前五名单位情况（单位：万元）

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 坏账准备 |
|----------------|------------|--------|------|
| 唐山市曹妃甸工业区管理委员会 | 326,327.46 | 32.19% | - |

| | | | |
|---------------------|-------------------|---------------|------------------|
| 唐山市曹妃甸恒石资产管理公司 | 277,498.22 | 27.37% | 13,874.91 |
| 唐山市曹妃甸区土地收购储备开发中心 | 184,785.99 | 18.23% | - |
| 上海交通建设总承包有限公司 | 46,375.33 | 4.58% | 21,471.27 |
| 唐山市曹妃甸区国土资源局唐山湾生态分局 | 27,149.74 | 2.68% | - |
| 合计 | 862,136.74 | 85.05% | 35,346.18 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司其他应收款主要为与其他单位的往来款，截至2016年末为115.61亿元，同比增长14.25%，其中应收曹妃甸区政府部门款项为59.73亿元，占其他应收款的53.84%，该部分款项未计提坏账准备；以账龄分析法计提坏账的其他应收款中，1年以内的占比74.83%、1-2年的占比7.57%，2年以上占比17.60%，整体账龄较短；截至2016年末，公司对全部其他应收款共计提坏账准备15.46亿元，计提比例为11.79%。

综合来款，公司应收账款与其他应收款中，应收政府部门款项合计114.04亿元，占总资产的12.95%，该部分款项受政府资金调配影响，回款时间有一定不确定性；截至2016年末，公司应收非政府单位款项共计提坏账准备26.12亿元，计提比例较高，该部分应收款项整体质量一般。

表 14 截至 2016 年末，公司其他应收款前五名单位情况（单位：万元）

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 坏账准备 |
|------------------------|-------------------|---------------|------------------|
| 唐山曹妃甸投资有限公司 | 249,927.16 | 19.07% | 12,496.36 |
| 唐山市曹妃甸工业区管理委员会 | 160,123.57 | 12.22% | - |
| 北京曹妃甸职教城投资有限爱你公司 | 120,966.93 | 9.23% | 6,048.35 |
| 曹创（唐山）股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 105,767.40 | 8.07% | 5,288.37 |
| 曹妃甸控股有限公司 | 83,804.07 | 6.39% | 14,760.80 |
| 合计 | 720,589.13 | 54.98% | 38,593.87 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司存货账面价值116.16亿元，其中土地开发成本为108.45亿元；截至2016年末，公司共有78宗出让及划拨性质的土地使用权，以及2宗产权证明尚未办妥的土地使用权，总面积2,645.50万平方米，其中账面价值17.40亿元的土地已用于抵押。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。可供出售金融资产为公司投资的唐山唐曹高速公路有限公司等企业，2016年公司可供出售金融资产未实现投资收益。固定资产主要为房屋及建筑物等，2016年末为32.86亿元，其中由在建工程转入固定资产金额为2.98亿元。截至2016年末，公司在建工程为57.60亿元，同比增长19.12%，主要系工程投入资金增加所致。公司其他非流动资产主要由市政设施、委托贷款构成、未实现售后租回损益，2016年末为147.39亿元，较2015年末减少15.10%，主要系2016年公司已完全取得滨海大道收费权，当年转入无形资产中核算影响，截至2016

年末，公司其他非流动资产中待回购市政设施为133.26亿元，未来该部分项目将由工业区国资办以决算金额加成8%进行回购。

整体来看，公司资产中受限货币资金较多，应收款项规模较大，回收时间有一定不确定性，存货以土地资产为主，且部分土地已用于抵押，整体资产质量及流动性一般。

盈利能力

公司营业收入大幅下滑，综合毛利率有所下降，利润总额对补贴收入有较大依赖

公司收入仍主要来源于围海造地、土地资产转让和生铁、钢材贸易等业务，2016年公司围海造地业务收入继续增长，但土地资产转让及生铁、钢材贸易业务收入较2015年分别下降13.86%和60.13%，导致公司营业收入同比下滑17.79%。2016年由于公司收入结构变化，毛利相对较高的土地转让收入占比下降，使得公司综合毛利率较2015年下降2.13个百分点。2016年公司确认投资收益9,516.09万元，同比增长10.75%，但由于应收款项计提坏账准备较多，公司确认资产减值损失金额大幅增长，2016年为99,102.16万元，同比增长35.09%。期间费用率方面，因有息债务规模下降影响，公司财务费用同比下降89.96%，同时由于蓝海嘉苑商品房进入尾盘销售阶段，销售费用逐年减少，受上述因素影响，2016年公司期间费用率为3.04%，较2015年下降2.46个百分点。2016年公司收到政府补贴合计60,220.67万元，占当年利润总额的比重为96.49%，公司利润水平对政府补贴依赖较大。

表 15 2015-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 617,769.51 | 751,421.53 |
| 资产减值损失 | 99,102.16 | 73,362.41 |
| 投资收益 | 9,516.09 | 8,592.58 |
| 营业利润 | 1,397.11 | 4,009.47 |
| 补贴收入 | 60,220.67 | 60,070.27 |
| 利润总额 | 62,414.36 | 63,082.97 |
| 综合毛利率 | 18.21% | 20.34% |
| 期间费用率 | 3.04% | 5.50% |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营收现情况较差，且在建拟建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力。公司销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金分别为经营围

海造地、基础设施建设、生铁和钢材贸易等业务发生的现金收付，收到与支付的其他与经营活动有关的现金主要为与其他单位的往来款等。近年公司经营收现情况较差，2016年收现比为0.35，较2015年进一步下降。2016年公司业务经营发生的现金收付规模均有较大下滑，但收到的往来款规模快速上升，使经营活动现金流净额转正，表现趋好。

2016年公司投资支付的现金大幅下降，但在建工程项目资金投入投入仍较多，公司投资活动现金净流出15.09亿元，净流出规模同比下降99.34%。整体来看，公司投资活动现金净流出规模较大，经营对筹资活动依赖程度较高，且公司拟建围海造地项目和在建市政工程项目未来投入资金规模较大，公司仍面临一定的资金压力。

表 16 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 | 2015 年 |
|----------------------|--------------------|----------------------|
| 收现比 | 0.35 | 0.50 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 214,442.14 | 372,214.87 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 213,068.19 | 116,273.76 |
| 经营活动现金流入小计 | 427,510.33 | 488,488.63 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 345,599.00 | 867,543.37 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 5,228.56 | 13,309.69 |
| 经营活动现金流出小计 | 372,712.25 | 933,523.88 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 54,798.08 | -445,035.25 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -150,891.49 | -2,410,902.44 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 52,108.90 | 3,207,929.95 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -43,984.51 | 351,992.27 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续增长，各项偿债能力指标趋弱，面临较大的债务压力

得益于政府的资金注入及利润积累，公司所有者权益继续保持增长，截至2016年末为340.21亿元，同比增长6.04%。截至2016年末，公司负债总额为540.38亿元，同比增长0.94%，变动不大。截至2016年末，公司负债与所有者权益比率为158.84%，较2015年末略有下降，但所有者权益对负债的保障能力仍较弱。

表 17 2015-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2016 年 | 2015 年 |
|------------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 5,403,799.64 | 5,353,222.80 |
| 所有者权益 | 3,402,055.89 | 3,208,422.52 |
| 负债与所有者权益比率 | 158.84% | 166.85% |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以非流动负债为主，截至 2016 年末公司非流动负债占负债总额的 59.72%，较 2015 年末下降 11.31 个百分点。

公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年公司根据资金需求调整借款形式，短期借款规模大幅下降。应付账款主要为应付工程款、运杂费与材料款等，截至 2016 年末为 70.98 亿元。其他应付款主要为与其他单位的往来款，2016 年末为 77.01 亿元，同比增长 202.71%，主要是 2016 年公司与唐山市曹妃甸投资有限公司往来款大幅增长所致。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016 年末公司长期借款 280.89 亿元，同比减少 64.30 亿元，主要系部分长期借款转为一年内到期的非流动负债核算所致；截至 2016 年末，公司长期借款包括质押借款 158.29 亿元、保证借款 60.55 亿元、信用借款 41.90 亿元和抵押借款 20.14 亿元，其中质押物为公司定期存单，抵押物为公司土地使用权、在建工程和海域使用权等。公司应付债券主要为本期债券、2015 年一期中期票据（5 年期 10 亿元债券，票面利率 6.5%）和 2016 年第一期中期票据（5 年期 10 亿元债券，票面利率 6.0%）。公司长期应付款主要为应付融资租赁款项。

表 18 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 | | 2015 年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | - | - | 229,600.00 | 4.29% |
| 应付票据 | 30,000.00 | 0.56% | 40,050.00 | 0.75% |
| 应付账款 | 709,819.18 | 13.14% | 669,473.20 | 12.51% |
| 其他应付款 | 770,070.94 | 14.25% | 254,395.15 | 4.75% |
| 一年内到期的非流动负债 | 607,432.90 | 11.24% | 316,053.04 | 5.90% |
| 流动负债合计 | 2,176,774.65 | 40.28% | 1,551,077.03 | 28.97% |
| 长期借款 | 2,808,897.22 | 51.98% | 3,451,880.59 | 64.48% |
| 应付债券 | 357,108.15 | 6.61% | 297,695.98 | 5.56% |
| 长期应付款 | 16,363.64 | 0.30% | 40,097.24 | 0.75% |
| 非流动负债合计 | 3,227,024.99 | 59.72% | 3,802,145.76 | 71.03% |
| 负债合计 | 5,403,799.64 | 100.00% | 5,353,222.80 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 3,819,801.91 | 70.69% | 4,375,376.85 | 81.73% |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司负债包括应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务合计 381.98 亿元，占公司负债总额的比重为 70.69%，

其中一年内到期的有息债务为 63.74 亿元，占全部有息债务的 16.69%。

从偿债能力指标来看，2016 年末公司资产负债率为 61.37%，较 2015 年末下降 1.16 个百分点；流动比率和速动比率分别为 2.42 和 1.88，较 2015 年均有所下降。2016 年公司 EBITDA 为 43.98 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 1.21，对债务的保障程度仍较弱。

表 19 2015-2016 年公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2016 年 | 2015 年 |
|---------------|------------|------------|
| 资产负债率 | 61.37% | 62.53% |
| 流动比率 | 2.42 | 3.58 |
| 速动比率 | 1.88 | 2.77 |
| EBITDA (万元) | 439,788.87 | 412,874.65 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.21 | 1.19 |
| 有息债务/EBITDA | 6.52 | 10.60 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2016 年末，公司对外担保余额为 82.60 亿元，占所有者权益的比重为 24.28%，担保对象主要为曹妃甸区国有企业，但对外担保金额较大，且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保到期日 |
|--------------------|-------------------|------------|
| 唐山市曹妃甸环保科技建设投资有限公司 | 259,000.00 | 2021/8/31 |
| 北京曹妃甸职教城投资有限公司 | 100,000.00 | 2026/12/13 |
| 唐山曹妃甸畿通实业有限公司 | 70,000.00 | 2025/3/24 |
| 唐山曹妃甸畿融实业有限公司 | 69,000.00 | 2025/3/24 |
| 唐山曹妃甸畿广实业有限公司 | 69,000.00 | 2025/3/24 |
| 唐山唐曹高速公路有限公司 | 56,962.31 | 2020/6/1 |
| 唐山市大学城开发建设有限公司 | 40,000.00 | 2020/5/8 |
| 曹妃甸开发建设有限公司 | 40,000.00 | 2020/3/23 |
| 唐山市曹妃甸投资有限公司 | 36,000.00 | 2019/3/12 |
| 唐山市曹妃甸投资有限公司 | 25,000.00 | 2018/4/25 |
| 曹妃甸开发建设有限公司 | 20,000.00 | 2020/3/23 |
| 唐山曹妃甸综保投资有限公司 | 16,000.00 | 2017/12/1 |
| 曹妃甸开发建设有限公司 | 15,000.00 | 2020/3/23 |
| 曹妃甸开发建设有限公司 | 10,000.00 | 2020/3/23 |
| 合计 | 825,962.31 | - |

资料来源：公司提供

七、评级结论

2016 年曹妃甸区经济增长，财政实力不断增强，地方政府对公司的支持力度较大，2016 年工业区国资办以货币资金向公司增资 7 亿元，同时拨付公司资本金 2.58 亿元，另外公司获得政府补贴合计 6.02 亿元。但我们也关注到，2016 年公司营业收入和毛利率均有下降，整体盈利能力减弱；截至 2016 年末，公司有 164.09 亿货币资金使用受限，且应收款项规模较大，回款时间有一定不确定性，存货以土地资产为主，且部分土地已抵押，整体资产流动性一般；公司在建拟建项目所需投资规模较大，存在一定的资金压力；公司有息负债规模持续增长，面临较大的债务偿付压力；公司存在一定的或有负债风险。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 2,008,116.04 | 2,462,251.53 | 247,712.45 |
| 应收票据 | 8,583.74 | 4,285.00 | 16,190.00 |
| 应收账款 | 907,012.77 | 736,099.75 | 2,185,698.11 |
| 预付款项 | 11,929.96 | 75,609.63 | 98,512.74 |
| 应收利息 | 452.21 | 991.22 | 90.16 |
| 应收股利 | 1,790.40 | - | - |
| 其他应收款 | 1,156,080.62 | 1,011,886.79 | 919,052.10 |
| 存货 | 1,161,648.50 | 1,261,197.97 | 1,307,070.05 |
| 其他流动资产 | 2,253.66 | 3,802.20 | 3,376.48 |
| 流动资产合计 | 5,257,867.90 | 5,556,124.08 | 4,777,702.08 |
| 可供出售金融资产 | 195,878.26 | 182,320.00 | 281,313.57 |
| 长期股权投资 | 241,916.04 | 128,573.97 | 89,614.54 |
| 投资性房地产 | 205,992.13 | 210,954.85 | 216,442.34 |
| 固定资产 | 328,611.05 | 221,221.82 | 218,828.30 |
| 在建工程 | 576,037.90 | 483,586.82 | 651,330.43 |
| 无形资产 | 523,560.35 | 42,747.77 | 65,261.55 |
| 长期待摊费用 | 2,089.25 | - | - |
| 其他非流动资产 | 1,473,902.66 | 1,736,116.01 | 1,238,277.27 |
| 非流动资产合计 | 3,547,987.64 | 3,005,521.23 | 2,761,068.00 |
| 资产总计 | 8,805,855.53 | 8,561,645.32 | 7,538,770.08 |
| 短期借款 | - | 229,600.00 | 36,130.00 |
| 应付票据 | 30,000.00 | 40,050.00 | 217,700.00 |
| 应付账款 | 709,819.18 | 669,473.20 | 672,330.94 |
| 预收款项 | 6,896.51 | 10,168.77 | 33,827.99 |
| 应付职工薪酬 | 54.92 | 42.59 | 59.48 |
| 应交税费 | 8,817.72 | 10,275.12 | 6,685.24 |
| 应付利息 | 43,682.48 | 21,019.16 | 8,770.68 |
| 其他应付款 | 770,070.94 | 254,395.15 | 1,128,759.73 |
| 一年内到期的非流动负债 | 607,432.90 | 316,053.04 | 406,997.22 |
| 流动负债合计 | 2,176,774.65 | 1,551,077.03 | 2,511,261.29 |
| 长期借款 | 2,808,897.22 | 3,451,880.59 | 1,782,634.00 |
| 应付债券 | 357,108.15 | 297,695.98 | 198,612.76 |
| 长期应付款 | 16,363.64 | 40,097.24 | 54,043.65 |
| 递延收益 | 44,637.65 | 12,444.82 | 12,327.32 |

| | | | |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 其他非流动负债 | 18.33 | 27.13 | 35.93 |
| 非流动负债合计 | 3,227,024.99 | 3,802,145.76 | 2,047,653.65 |
| 负债合计 | 5,403,799.64 | 5,353,222.80 | 4,558,914.94 |
| 实收资本 | 485,117.00 | 415,117.00 | 413,937.00 |
| 资本公积 | 2,305,952.49 | 2,323,943.10 | 2,257,260.75 |
| 盈余公积 | 28,187.92 | 19,672.35 | 8,714.52 |
| 未分配利润 | 388,359.55 | 338,996.86 | 287,542.86 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 3,207,616.95 | 3,097,729.30 | 2,967,455.12 |
| 少数股东权益 | 194,438.94 | 110,693.22 | 12,400.01 |
| 所有者权益合计 | 3,402,055.89 | 3,208,422.52 | 2,979,855.14 |
| 负债和所有者权益总计 | 8,805,855.53 | 8,561,645.32 | 7,538,770.08 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 一、营业总收入 | 617,769.51 | 751,421.53 | 684,173.35 |
| 二、营业总成本 | 625,888.49 | 756,004.64 | 683,242.61 |
| 其中：营业成本 | 505,287.91 | 598,564.07 | 574,672.91 |
| 税金及附加 | 2,727.40 | 42,731.82 | 2,626.84 |
| 销售费用 | 504.30 | 631.83 | 936.14 |
| 管理费用 | 16,038.96 | 18,521.49 | 19,904.70 |
| 财务费用 | 2,227.76 | 22,193.02 | 15,349.24 |
| 资产减值损失 | 99,102.16 | 73,362.41 | 69,752.79 |
| 加：投资收益（损失以“-”号填列） | 9,516.09 | 8,592.58 | 3,545.64 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | -1,367.66 | -1,144.44 | 543.72 |
| 三、营业利润（亏损以“-”号填列） | 1,397.11 | 4,009.47 | 4,476.38 |
| 加：营业外收入 | 61,973.09 | 60,172.70 | 50,132.52 |
| 减：营业外支出 | 955.84 | 1,099.21 | 287.84 |
| 四、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 62,414.36 | 63,082.97 | 54,321.05 |
| 减：所得税费用 | 6,279.11 | 1,767.02 | 562.19 |
| 五、净利润（净亏损以“-”号填列） | 56,135.25 | 61,315.95 | 53,758.87 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 57,878.26 | 62,411.83 | 55,336.22 |
| 少数股东损益 | -1,743.01 | -1,095.88 | -1,577.35 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|---------------------------|--------------------|----------------------|--------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量： | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 214,442.14 | 372,214.87 | 264,369.98 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 213,068.19 | 116,273.76 | 51,184.04 |
| 经营活动现金流入小计 | 427,510.33 | 488,488.63 | 315,554.01 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 345,599.00 | 867,543.37 | 270,344.81 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 9,414.90 | 8,795.12 | 9,237.20 |
| 支付的各项税费 | 12,469.79 | 43,875.69 | 6,275.37 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 5,228.56 | 13,309.69 | 40,689.82 |
| 经营活动现金流出小计 | 372,712.25 | 933,523.88 | 326,547.20 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 54,798.08 | -445,035.25 | -10,993.19 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 收回投资收到的现金 | 453,897.51 | 12,225.11 | 132,100.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 12,139.43 | 9,353.49 | 3,091.88 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 10,295.25 | 23.31 | 701.02 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 15,120.24 | 18,552.38 | 12,607.56 |
| 投资活动现金流入小计 | 491,452.44 | 40,154.29 | 148,500.47 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 387,308.12 | 290,175.23 | 331,419.94 |
| 投资支付的现金 | 255,035.80 | 2,160,881.50 | 455,098.01 |
| 投资活动现金流出小计 | 642,343.93 | 2,451,056.73 | 786,517.94 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -150,891.49 | -2,410,902.44 | -638,017.48 |
| 三、筹资活动产生的现金流量： | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 158,300.00 | 193,780.00 | 41,000.00 |
| 取得借款收到的现金 | 436,500.00 | 2,906,546.10 | 544,430.00 |
| 发行债券收到的现金 | 100,000.00 | 100,000.00 | - |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 834,283.02 | 1,193,414.75 | 766,500.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 1,529,083.02 | 4,393,740.85 | 1,351,930.00 |
| 偿还债务支付的现金 | 1,093,952.91 | 819,085.63 | 497,261.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 362,302.41 | 346,058.72 | 183,325.04 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 20,718.80 | 20,666.55 | 24,894.80 |
| 筹资活动现金流出小计 | 1,476,974.12 | 1,185,810.90 | 705,480.84 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 52,108.90 | 3,207,929.95 | 646,449.16 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | -43,984.51 | 351,992.27 | -2,561.50 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|---------------------------------|------------------|--------------------|-------------------|
| 净利润 | 56,135.25 | 61,315.95 | 53,758.87 |
| 加：资产减值准备 | 99,102.16 | 73,362.41 | 69,752.79 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 17,935.66 | 17,286.93 | 18,102.96 |
| 无形资产摊销 | 31,376.40 | 1,274.86 | 1,090.22 |
| 长期待摊费用摊销 | 258.95 | - | - |
| 处置固定资产、无形资产和其他期资产的损失（收益以“-”号填列） | -1,027.73 | -9.35 | 11.52 |
| 财务费用（收益以“-”号填列） | 337,117.35 | 327,533.80 | 121,296.22 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -9,516.09 | -8,592.58 | -3,545.64 |
| 存货的减少（增加以“-”号填列） | 99,843.94 | 44,817.83 | 119,824.06 |
| 经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列） | -447,442.29 | -333,615.68 | -916,447.93 |
| 经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列） | -128,985.53 | -628,409.41 | 525,163.75 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 54,798.08 | -445,035.25 | -10,993.19 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 有息债务（万元） | 3,819,801.81 | 4,375,376.85 | 2,696,117.63 |
| 资产负债率 | 61.37% | 62.53% | 60.47% |
| 流动比率 | 2.42 | 3.58 | 1.90 |
| 速动比率 | 1.88 | 2.77 | 1.38 |
| 综合毛利率 | 18.21% | 20.34% | 16.00% |
| EBITDA（万元） | 439,788.87 | 412,874.65 | 197,733.18 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.21 | 1.19 | 1.08 |
| 期间费用率 | 3.04% | 5.50% | 5.29% |
| 收现比 | 0.35 | 0.50 | 0.39 |
| 负债与所有者权益比率 | 158.84% | 166.85% | 152.99% |
| 有息债务/EBITDA | 6.52 | 10.60 | 13.64 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年末纳入合并范围的子公司

| 公司名称 | 业务性质 | 持股比例 (%) | | 取得方式 |
|---------------------|--|----------|--------|------|
| | | 直接 | 间接 | |
| 唐山曹妃甸基石物流有限公司 | 普通货运, 货运站(场)经营; 土石方的采购、运输、有色金属销售; 仓储等 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸基石土石方工程有限公司 | 土石方工程 | - | 100.00 | 设立 |
| 唐山曹妃甸海博实业有限公司 | 进出口业务; 建材、化工产品、通用机械设备、钢铁、炉料、矿石、有色金属、燃料油销售; 仓储; 煤炭批发等 | 100.00 | - | 设立 |
| 蓝海曹妃甸有限公司 | 围海造地、土地开发、基础设施开发的投资管理、工程准备、投资管理、咨询与服务、提供施工设备服务 | 92.93 | - | 政府划拨 |
| 唐山曹妃甸太阳城房地产开发有限公司 | 房地产开发与经营 | - | 92.93 | 设立 |
| 唐山曹妃甸担保有限公司 | 为中小企业提供履约担保、其他担保、咨询业务 | 100.00 | - | 政府划拨 |
| 唐山湾生态城国泰热力有限公司 | 唐山湾生态城内的热力生产和供应 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸城市排水有限公司 | 污水、污泥处理及其再生利用, 污泥垃圾再生资源综合利用 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸滨海公路开发建设投资有限公司 | 公路建设投资、运营、养护 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸海欣综合服务有限公司 | 汽车租赁; 中餐类制售; 设计、制作、发布国内各类广告; 物业服务 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸环路实业有限公司 | 交融及附属设施的投资建设、资产管理、公路沿线经济带相关设施的投资、开发、建设和资产管理 | 71.91 | - | 设立 |
| 北京曹妃甸旅游发展有限公司 | 旅游信息咨询; 销售工艺品; 会议服务; 设计、制作、代理、发布广告 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸龙岛建设投资有限公司 | 项目投资; 投资咨询; 游艇租赁; 旅游开发 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸龙岛旅游服务管理有限公司 | 中型餐馆; 旅游服务管理; 游艇租赁; 会务服务 | - | 100.00 | 设立 |
| 唐山曹妃甸滨海大道服务有限公司 | 公路运营管理、维护与服务 | 100.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸湿地旅游开发有限公司 | 旅游项目开发建设投资; 土地开发; 市政基础设施投资建设与经营管理 | 63.01 | - | 企业合并 |
| 唐山曹妃甸海融股权投资基金管理有限公司 | 受托对非证券股权投资管理及相关咨询服务 | 100.00 | - | 企业合并 |
| 唐山曹妃甸热力有限公司 | 曹妃甸工业区内的热力生产和供应; 电动车、风能、太阳能技术综合利用 | 70.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸新岛市政工程有限公司 | 市政工程施工; 销售建材; 为用人单位提供劳务派遣方式的劳务服务 | - | 100.00 | 设立 |
| 唐山曹妃甸汽车零部件 | 汽车零部件项目筹建 | 69.00 | - | 设立 |

| | | | | |
|-----------------|--|-------|---|------|
| 制造有限责任公司 | | | | |
| 唐山曹妃甸智城信息技术有限公司 | 通信工程施工；弱电工程施工；计算机系统服务等 | 55.00 | - | 设立 |
| 唐山曹妃甸疏浚有限公司 | 疏浚吹填；围海造地；围堰堤筑；工程施工和管理；水下采砂；船舶及有关设备租赁；市政公用工程施工 | 55.00 | - | 企业合并 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| EBITDA | 利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 负债与所有者权益比率 | 负债总额/所有者权益 |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | 短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务 |

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：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。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |