

营口沿海开发建设有限公司

2012 年公司债券 2016 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【440】号 01

债券剩余规模: 12.8 亿
元

债券到期日期: 2019 年
11 月 16 日

债券偿还方式: 按年付
息, 同时设置本金提前
偿还条款, 在存续期的
第 3 至第 7 个计息年度
末分别偿还本金的 20%

分析师

姓名:
胡长森 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
huchs@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

营口沿海开发建设有限公司 2012 年公司债券 2016 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	2016 年 06 月 24 日	2015 年 06 月 29 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对营口沿海开发建设有限公司 (以下简称“沿海开发”或“公司”) 及其 2012 年 11 月 16 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 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。该等级的评定是考虑到公司是辽宁 (营口) 沿海产业基地 (以下简称“产业基地”) 重要的城市基础设施投融资及建设主体, 未来项目建设收入较有保障; 目前公司土地储备较多, 收入来源较有保证; 公司在财政补贴方面持续得到当地政府的支持。但我们同时关注到, 营口市经济下行压力较大, 公共财政收入及地方综合财力持续大幅下滑; 2015 年公司土地业务收入大幅下降, 且未来波动的可能性仍较大; 公司资金支出压力依然较大; 资产流动性较弱; 刚性债务规模仍较大, 且面临集中偿付压力, 以及存在或有负债风险。

正面:

- 公司代建项目投资额较大, 未来项目建设收入较有保障。公司是产业基地重要的城市基础设施投融资及建设主体, 目前在建项目大部分已与政府签订了回购协议, 且投资额较大, 未来项目建设收入较有保障。
- 公司土地储备较多, 收入来源较有保障。公司是产业基地重要的土地开发主体, 截至 2015 年末拥有约 70 平方公里土地使用权, 随着产业基地的持续深入开发建设, 上述土地资源的转让有望给公司带来较大规模的收入。
- 地方政府持续给予公司支持。2015 年公司获得政府补贴款 24,463.09 万元, 有效提

升了公司的利润水平。

关注：

- **营口市经济下行压力较大，财政收入下滑明显。**2015 年营口市经济同比增长 4.5%，较 2014 年下降了 2 个百分点，且明显低于全国平均水平，全口径公共财政收入同比下降 35.10%；同时，受国有土地使用权出让收入大幅下滑影响，2015 年营口市全口径地方综合财力同比下降 35.21%。
- **2015 年公司土地业务收入大幅下降，且未来波动的可能性仍较大。**受营口市土地市场低迷影响，2015 年公司土地业务收入同比下滑 83.17%，考虑到公司商业用地的转让受房地产市场影响较大，未来土地业务收入出现波动的可能性仍较大。
- **公司资金支出压力依然较大。**2015 年末，公司主要在建项目总投资 57.75 亿元，尚需投资 22.40 亿元，后续仍面临一定的资金压力，且在建项目涉及回购金额较大，政府能否如期支付回购款存在一定的不确定性。
- **资产流动性较弱。**公司资产仍以土地使用权、土地开发及基础设施建设开发成本为主，且部分土地资产已用于抵押，资产流动性一般。
- **其他应收款持续增加，回收时间具有一定的不确定性。**2015 年末公司其他应收款达 27.24 亿元，同比增长 9.12%，资金被占用持续增加，且未来回收时间具有一定的不确定性。
- **刚性债务规模仍较大，且面临集中偿付压力。**截至 2015 年末，公司有息负债总额达 94.16 亿元，规模仍较大，2017 年和 2019 年分别需要偿还本金 20.30 亿元和 19.70 亿元，集中偿付压力较大。
- **面临或有负债风险。**截至 2016 年 6 月 21 日，公司对外担保金额合计 4.22 亿元，且无反担保措施，公司面临或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	2,666,728.67	2,570,808.94	2,283,137.95
归属于母公司所有者权益（万元）	1,498,935.17	1,474,483.21	1,450,173.47
资产负债率	43.79%	42.65%	36.48%
流动比率	7.40	8.92	11.78
速动比率	1.11	1.38	1.20
有息负债（万元）	941,641.41	975,796.20	753,469.25
营业收入（万元）	67,558.43	63,742.07	91,389.86

项目	2015 年	2014 年	2013 年
营业利润（万元）	2,337.64	-1,861.43	-2,745.86
补贴收入（万元）	24,463.09	26,839.00	32,002.64
利润总额（万元）	26,804.20	24,982.61	29,192.68
综合毛利率	12.69%	19.56%	10.98%
总资产回报率	1.16%	1.11%	1.34%
EBITDA（万元）	30,566.60	27,142.31	31,160.11
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.46	0.55
经营活动现金流净额（万元）	44,425.94	-76,249.01	57,373.40

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】3488号文件核准，公司于2012年11月16日发行16亿元公司债券，期限7年，票面利率为7.08%，扣除发行费用后，募集资金净额15.84亿元。

本期债券计息期限自2012年11月16日起至2019年11月15日止，按年计息，每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末分别偿还债券本金的20%，第3至第7年每年的到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。截至2016年5月31日，本期债券本息兑付情况如表1所示：

表1 截至2016年5月31日本期债券本息支付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年11月16日	160,000	0	11,328	160,000
2014年11月16日	160,000	0	11,328	160,000
2015年11月16日	160,000	32,000	11,328	128,000

资料来源：公司公告

基于营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目建设规模较大，建设工期较长，致使债券募集资金使用比较缓慢，公司于2014年7月申请调整原定用该项目的部分（2亿元）募集资金用途，改为辽宁（营口）沿海产业基地沿海街道办事处棚户区改造（一期回迁安置工程）项目，该申请于2014年8月6日取得了辽宁省发改委的批复（辽发改财金【2014】749号）。截至2015年12月31日，营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目和辽宁（营口）沿海产业基地沿海街道办事处棚户区改造（一期回迁安置工程）项目已分别使用募集资金3亿元和2亿元。同时，辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目及辽宁（营口）沿海产业基地二期东区道路工程项目已按原定计划分别使用募集2.84亿元和8亿元，本期债券募集资金已使用完毕，具体如表1所示：

表2 截至2015年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

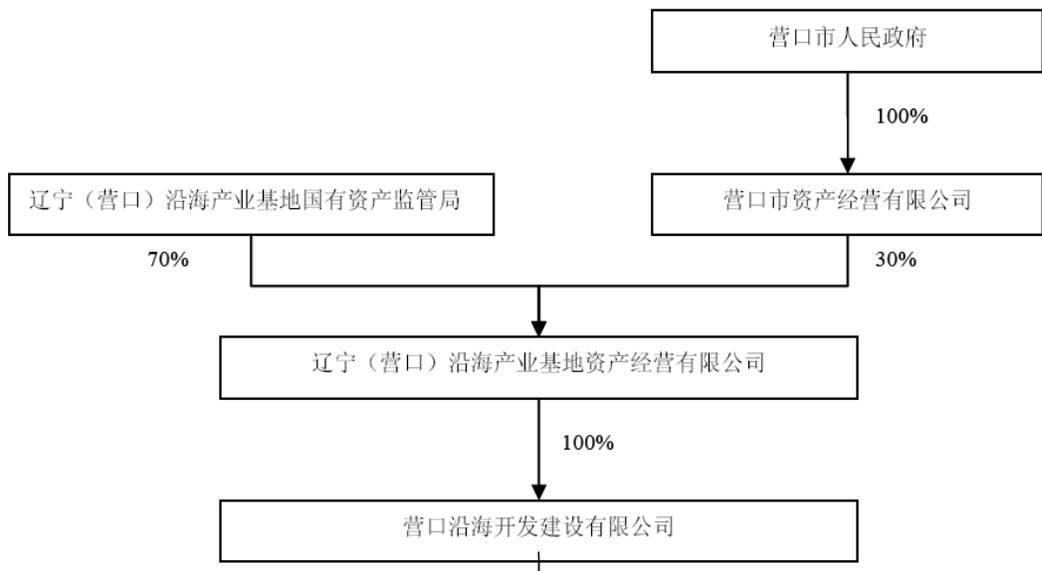
项目名称	总投资额	拟使用债券募集资金	已投资额	已使用债券募集资金
辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目	56,000	30,000	46,825.00	28,400
辽宁（营口）沿海产业基地二期东区道路工程项目	190,600	80,000	166,100.00	80,000
营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目	250,000	50,000	62,500.00	30,000
辽宁（营口）沿海产业基地沿海街道办事处棚户区改造（一期回迁安置工程）项目	33,000	0	33,000.00	20,000
合计	529,600	160,000	308,425.00	158,400

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及合并报表范围均未发生变化，注册资本仍为 50.05 亿元，实际控制人仍为产业基地国有资产监管局。

图 1 截至 2015 年 12 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,666,728.67 万元，所有者权益合计 1,498,935.17 万元，资产负债率为 43.79%；2015 年度，公司实现营业收入 67,558.43 万元，利润总额 26,804.20 万元，经营活动现金净流入 44,425.94 万元。

三、区域经济与财政实力

跟踪期内，营口市经济增速持续放缓，且主导工业易受宏观经济波动影响，产业基地经济下滑较多

2015 年，营口市实现地区生产总值 1,513.8 亿元，按可比价格计算同比增长 4.5%，增速较 2014 年下降了 2 个百分点，且明显低于全国平均水平。其中，第一产业实现增加值 110.8 亿元，同比增长 2.2%；第二产业实现增加值 727.3 亿元，同比增长 3.1%；第三产业实现增加值 675.6 亿元，同比增长 6.6%。三次产业构成比例由 2014 年的 7.0：51.3：41.7 调整为 7.3：48.1：44.6，第三产业占比持续上升。2015 年，营口市人均生产总值为 61,925

元，同比增长 4.5%。从拉动地区经济增长的三大要素来看，2015 年营口市固定资产投资、社会消费品零售总额及进出口总额分别为 906.2 亿元、471.0 亿元和 65.8 亿美元，同比增速分别为-22.0%、7.9%和-4.1%，固定资产投资及进出口总额均出现了下滑。2015 年末，营口市本外币存款余额 2,336.6 亿元，贷款余额 1,651.3 亿元，同比分别增长 33.6%和 6.3%。

表 3 2014-2015 年营口市主要经济指标情况

项目	2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,513.8	4.5%	1,591.1	6.5%
第一产业增加值（亿元）	110.8	2.2%	110.5	3.4%
第二产业增加值（亿元）	727.3	3.1%	816.9	6.4%
第三产业增加值（亿元）	675.6	6.6%	663.6	7.2%
固定资产投资（亿元）	906.2	-22.0%	1,161.3	8.6%
社会消费品零售总额（亿元）	471.0	7.9%	436.5	12.2%
进出口总额（亿美元）	65.8	-4.1%	68.7	2.6%
存款余额（亿元）	2,336.6	33.6%	1,749.1	15.8%
贷款余额（亿元）	1,651.3	6.3%	1,553.6	14.1%

资料来源：2014-2015 年营口市国民经济和社会发展统计公报

营口市以港口建设为平台、以产业园区建设为重点，形成了镁质材料、装备制造、冶金、石化、纺织服装和新型建材六大产业集群。2015 年，六大产业集群工业增加值的合计金额为 612.3 亿元，同比增长 0.5%，增速较 2014 年下降了 5.1 个百分点。其中，装备制造产业集群同比增长 4.4%，占全市规模以上工业增加值的 23.0%；镁质材料产业集群下降 3.2%，占比 22.6%；石化产业集群增长 4.6%，占比 13.4%；冶金产业集群下降 0.3%，占比 14.4%；新型建材产业集群增长 1.3%，占比 6.0%；纺织服装产业集群下降 8.7%，占比 4.7%。我们注意到上述主要产业易受宏观经济波动影响，尤其是装备制造、冶金、石化和纺织服装产业，营口市未来面临一定的工业结构调整压力。

2015 年，产业基地实现地区生产总值 40 亿元，同比下滑 33.33%，经济下行压力比较大；固定资产投资为 93.8 亿，同比下降 35.84%。但是，2015 年规模以上工业总产值完成 93.37 亿元，增长 61.73%；规模以上工业增加值完成 22.82 亿元，增长 73.2%；工业用电量完成 46.68 亿千瓦时，增长 629.51%。

2015 年，营口市公共财政收入及地方综合财力持续大幅下滑

2015 年营口市全口径地方综合财力为 207.26 亿元，同比下降 35.21%，主要因为：（1）受房地产市场低迷以及土地出让计划影响，国有土地出让金收入持续大幅下降；（2）受宏观经济增速放缓，公共财政收入下滑明显。从地方综合财力构成来看，2015 年公共财政收

入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 50.21%、40.22%和 9.19%，政府性基金收入占比大幅下降。

2015 年，营口市实现全口径公共财政收入 104.07 亿元，同比下降 35.10%。其中，税收收入 83.53 亿元，同比下降 31.10%；非税收入 20.54 亿元，同比下降 47.49%。2015 年营口市税收收入占公共财政收入的比重为 80.26%，占比有所上升，公共财政收入质量尚可。考虑到营口市主导产业以传统产业为主，易受宏观经济波动影响，经济下行压力仍较大，未来需关注其公共财政收入的实现情况。

营口市政府性基金收入以国有土地出让收入为主，2015 年受房地产市场景气度下降以及当地政府土地出让计划影响，国有土地出让收入持续大幅下滑，政府性基金收入持续快速下降。2015 年，营口市实现全口径政府性基金收入 19.05 亿元，同比下降 74.21%，占地方综合财力的比重为 9.19%，占比较 2014 年下降了 13.90 个百分点。考虑到国有土地出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性，营口市地方综合财力出现波动的可能性仍较大。

2015 年，营口市上级补助收入为 83.37 亿元，和 2014 年相比基本保持稳定，占地方综合财力的比重为 40.22%，是地方综合财力的重要来源。

表 4 2014-2015 年营口市全口径及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2015年		2014年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入				
（一）公共财政收入	104.07	9.69	160.36	3.99
其中：税收收入 ¹	83.53	0.00	121.24	0.00
非税收入	20.54	9.69	39.12	3.99
税收收入/公共财政收入	80.26%	-	75.60%	-
（二）上级补助收入	83.37	26.09	83.55	24.36
其中：返还性收入	10.95	6.43	10.99	6.50
一般性转移支付收入	47.51	12.76	43.84	6.06
专项转移支付	24.91	6.89	28.72	11.80
（三）政府性基金收入	19.05	8.05	73.86	38.79
其中：国有土地使用权出让收入	11.50	2.64	63.04	33.20
（四）预算外财政专户收入	0.77	0.00	2.11	1.67
地方综合财力	207.26	43.83	319.88	68.81
财政支出				
（一）公共财政支出	172.00	59.88	219.65	71.29

¹ 从 2014 年起，营口市本级税收收入划为全口径统一核算。

(二) 政府基金支出	19.26	6.51	76.71	40.34
(三) 预算外财政专户支出	0.81	0.00	0.87	0.21
财政总支出	192.07	66.39	297.23	111.84
财政自给率	60.51%	-	73.01%	-

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+预算外财政专户收入；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2014 年数据由营口市财政局提供，2015 年数据由产业基地财政局提供

市本级财政收入方面，2015 年营口市本级地方综合财力为 43.83 亿元，同比下降 36.30%。从本级地方综合财力构成来看，2015 年公共财政收入、政府性基金收入和上级补助收入占比分别为 22.11%、59.53% 和 18.37%，地方综合财力对上级补助收入的依赖较大。

营口市财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主。全口径范围，2015 年公共财政支出为 172.00 亿元，其中用于公共服务、教育、社保医疗、社会保障与就业、农林水事务五项的支出占比超过了 70%。2015 年营口市政府性基金收入持续下滑，相应政府性基金支出也持续下降。2015 年营口市全口径财政自给率为 60.51%，较 2014 年下滑明显。

2015 年产业基地实现公共财政收入 5.41 亿元，同比下降 62.43%，主要是因为按照中央巡视组、辽宁省省委和省政府有关要求，产业基地财政局对财政收入中不形成财力的收入进行了清查和整改，当年退还土地使用税收入 5.3 亿元（该税收主要为公司缴纳，缴库后由产业基地财政局以补贴形式返还公司）。2015 年，产业基地公共财政收入中税收收入 4.97 亿元，其中增值税、企业所得税、个人所得税和房产税均有所增长，增幅分别为 15.33%、100.11%、55.36%、7.13%。

四、经营与竞争

公司是营口沿海产业基地重要的城市基础设施投融资及建设主体，业务涉及土地整理开发、基础设施代建等。跟踪期内，公司主营业务收入仍来自项目建设业务和土地整理业务。尽管受土地市场低迷影响，公司土地业务收入大幅下滑，但是代建项目完工规模较大，项目建设收入同比增长 271.64%，使得营业收入达 67,558.43 万元，同比增长 5.99%，其中项目建设收入占营业收入的比重为 87.95%，占比较 2014 年上升了 62.87 个百分点。2014-2015 年，公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 5 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建设业务收入	59,417.89	10.94%	15,988.13	10.34%
土地业务收入	7,938.59	23.77%	47,177.20	21.80%

主营业务收入合计	67,356.48	12.45%	63,165.33	18.90%
其他业务	201.95	94.43%	576.75	91.82%
合计	67,558.43	12.69%	63,742.07	19.56%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年公司项目建设收入大幅增长，目前在建项目待回购金额较大，后续收入较有保障，但需关注政府回购款支付情况；同时在建项目后续所需资金规模大，公司仍面临较大的资金压力

公司是产业基地重要的城市基础设施投融资及建设主体，自成立以来，先后投资建设完成了奥体中心、沿海商务大厦、营口大学园、新联大街、博文路工程项目、新民及新港大街等多个基础设施项目。

公司部分项目采取委托代建的模式，公司负责项目的投融资及建设，项目完工以后，由营口市政府或产业基地管委会回购，回购总额为项目投资成本的110%-125%。根据公司与产业基地财政局签订的《资产转让、移交协议书》，2015年公司将建设完工的综合管网项目资产、道路及排水工程项目资产转让给产业基地财政局，转让价格分别为31,500.96万元和27,916.94万元，根据《关于拨付营口沿海开发建设有限公司建设项目回购资金的函》（辽营沿财发【2015】12号），产业基地财政局向公司拨付回购资金59,417.89万元。

截至2015年末，公司主要在建项目包括本期债券募投项目（营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目、辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目、辽宁（营口）沿海产业基地二期东区道路工程项目）和沿海产业基地道路绿化及奥体中心绿化改造工程项目，其中本期债券募投项目均已与政府签订了回购协议，回购期限为2013-2020年。为了保证回购款的及时支付，尽管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，但是产业基地管委未完全按约定进行回购。由于辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目及营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目已建成房屋出租率远低于预期，目前公司已放缓了投资。考虑到目前公司代建项目回购总额较大，未来项目建设收入较有保障，但是回购期限较长，政府能否如期支付回购款存在较大的不确定性。

同时，截至2015年末以上四个在建项目合计总投资577,469.69万元，尚需投资224,044.69万元，考虑到项目前期投资资金需由公司筹集，未来公司仍面临较大的资金压力。

表 6 截至 2015 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目目名称	总投资	已投资	是否回购
辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目	56,000.00	46,825.00	是
辽宁（营口）沿海产业基地二期东区道路工程项目	190,600.00	166,100.00	是

营口北海新区北海家园公共租赁住房工程项目	250,000.00	62,500.00	是
沿海产业基地道路绿化及奥体中心绿化改造工程	80,869.69	78,000.00	否
合计	577,469.69	353,425.00	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

此外，2015年9月，公司与营口京诚建设发展有限公司（以下简称“京诚建设”）签订《资产转让协议》，将产业基地一期、二期范围内已建的公用设施存量资产（排水管网、泵站及河道改造、热力管网、燃气管网及通讯管网）转让给京诚建设，以便由统一的运营主体进行运营维护，转让价格为12.18亿元，截至2015年末公司已预收转让款7.37亿元。

2015年公司土地业务收入大幅下降，目前土地储备较多，未来收入较有保障，但是易受土地市场波动影响

公司是产业基地重要的土地开发主体，被授权对产业基地120平方公里的土地进行一级开发。公司通过自有资金、银行贷款等方式募集资金，分期对产业基地120平方公里土地进行“七通一平”。土地经过整理后，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”。其中，工业用地直接由公司进行协议转让，商业用地由产业基地管委会收回，并给予一定补偿，再委托营口市国土资源局以“招拍挂”的方式对外出让。

2015年，受营口市土地市场低迷影响，公司土地业务收入大幅下滑。具体来看，协议转让工业用地53.09万平方米，实现出让收入3,901.88万元，同比大幅下降，均价为73.50/平方米，和2014年基本持平；产业基地管委会收回商业用地14.02万平方米，公司收到政府补偿4,036.71万元，同比大幅下降，补偿标准仍维持288.00元/平方米。截至2015年末，公司尚拥有约70平方公里土地使用权，大部分已能满足各类项目的入驻要求。随着产业基地的持续深入开发建设，上述土地资源的转让有望给公司带来收入，但是土地全部整理完成仍需投入大量的资金，且工业用地的转让易受当地招商引资政策影响，商业用地的转让受房地产市场调控影响较大，未来土地业务收入易出现波动。

表 7 2014-2015 年公司土地转让情况（单位：万平方米、万元）

时间	土地用途	面积	转让收入	土地性质
2015 年	工业用地	53.09	3,901.88	出让
	商用用地	14.02	4,036.71	出让
	合计	67.10	7,938.59	-
2014 年	工业用地	178.00	13,504.71	出让
	商用用地	116.92	33,672.48	出让
	合计	294.92	47,177.19	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司持续在财政补贴方面得到当地政府的较大支持

2015年，公司获得政府补贴款24,463.09万元，虽然较2014年有所下降，但是仍维持在较高水平，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务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2014-2015年审计报告，报告采用新会计准则编制。2015年公司合并报表范围无变化。

资产构成与质量

公司资产规模略有上升，但仍以土地资产及开发成本为主，且部分土地已用于抵押；其他应收款持续增加，且未来回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性较弱

2015年末，公司资产总额为266.67亿元，同比增长3.73%。从资产构成来看，仍以存货及其他应收款等流动资产为主，2015年末流动资产占总资产的比重为95.16%。

表8 2014-2015年公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	83,547.79	3.13%	104,926.03	4.08%
预付款项	23,497.94	0.88%	23,597.94	0.92%
其他应收款	272,377.04	10.21%	249,606.61	9.71%
存货	2,155,622.74	80.83%	2,081,203.77	80.96%
流动资产合计	2,537,747.34	95.16%	2,462,811.09	95.80%
在建工程	114,896.20	4.31%	91,392.32	3.56%
非流动资产合计	128,981.34	4.84%	107,997.85	4.20%
资产总计	2,666,728.67	100.00%	2,570,808.94	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

公司流动资产仍主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。2015年末公司货币资金合计83,547.79万元，主要为银行存款，不存在受限资金。跟踪期内公司预付款项变化不大，仍主要为预付的土地款项，因相应产权证书尚未办理至公司名下，尚未确认存货。2015年末，公司其他应收款合计272,377.04万元，同比增长9.12%，资金被占用持续增加，公司其他应收款欠款单位主要为营口河海新城房地产开发有限公司、营口沿海实

业有限公司、辽宁（营口）沿海产业基地资产经营有限公司等。综合来看，公司其他应收款规模较大，对资金形成较大的占用，未来需关注回收情况。公司存货主要为土地使用权、土地开发及基础设施建设开发成本，2015 年末共计 2,155,622.74 万元，占总资产的比重达 80.83%，是公司资产的最主要部分，其中账面价值为 244,775.70 万元的土地使用权已用于借款抵押。

公司非流动资产主要由在建工程构成。2015 年末，公司在建工程 114,896.20 万元，较期初增加 25.72%，主要系辽宁（营口）沿海产业基地公租房项目、道路绿化及奥体中心绿化改造工程投入增加所致。

总体来看，跟踪期内公司资产规模略有上升，但资产仍以土地使用权及基础设施建设开发成本为主，且部分土地已用于抵押；其他应收款持续增加，且未来回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入略有增长，营业利润率实现扭亏，但是利润总额仍主要来自财政补贴

2015 年，尽管受土地市场低迷影响，公司土地业务收入大幅下滑，但是代建项目完工规模较大，项目建设收入同比增长 271.64%，使得营业收入达 67,558.43 万元，同比增长 5.99%。目前公司已签订回购协议的代建项目投资金额较大，且土地储备较为丰富，未来项目建设收入及土地业务收入均有一定的保障，但是代建项目涉及回购金额较大，且回购期限较长，政府能否如期支付回购款存在较大的不确定性，同时土地业务收入的实现易受房地产市场景气度影响而波动。

2015 年公司综合毛利率为 12.69%，较 2014 年下滑了 6.87 个百分点，主要系毛利率较高的土地业务收入大幅下降所致。2015 年公司期间费用率为 8.55%，较 2014 年下滑明显主要系管理费用下降所致。2015 年公司营业利润为 2,337.64 万元，实现扭亏为盈。

2015 年，公司继续获得较大规模的政府补贴，共计 24,463.09 万元，占利润总额的比重达 91.27%，是公司利润的主要来源。

表 9 2014-2015 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	67,558.43	63,742.07
营业利润	2,337.64	-1,861.43
补贴收入	24,463.09	26,839.00
利润总额	26,804.20	24,982.61
综合毛利率	12.69%	19.56%

期间费用率	8.55%	13.45%
总资产回报率	1.16%	1.11%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量净额大幅增加，但目前在建项目投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力

2015 年，公司从京诚建设预收了较大规模的资产转让款，使得经营收现比达 2.06，经营活动产生的现金净流入 44,425.94 万元，较 2014 年大幅改善。

2015 年，公司无投资活动现金流入，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金共计净流出 18,609.85 万元，较 2014 年大幅增长，投资活动表现为较大规模的净流出状态。

2015 年，公司继续通过资本市场融资，分别发行了 15 亿元公司债券和 5 亿元中期票据，筹资活动现金流入规模达到 265,650.00 万元。同时，2015 年公司偿还了较大规模的债务，筹资活动现金流出规模也达 269,831.36 万元，公司筹资活动现金净流出 4,181.36 万元。考虑到公司在建项目后续尚需投入资金 22.40 亿元，且项目前期投资资金需由公司筹集，公司仍面临较大的资金压力。

表 10 2014-2015 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	2.06	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	139,165.11	67,372.21
收到的其他与经营活动有关的现金	160,437.13	123,939.73
经营活动现金流入小计	299,602.24	191,311.94
购买商品、接受劳务支付的现金	94,357.73	112,167.72
支付的其他与经营活动有关的现金	158,938.28	151,368.96
经营活动现金流出小计	255,176.30	267,560.94
经营活动产生的现金流量净额	44,425.94	-76,249.01
投资活动产生的现金流量净额	-18,609.85	-8,188.56
筹资活动产生的现金流量净额	-4,181.36	131,008.43
现金及现金等价物净增加额	21,634.73	46,570.86

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模仍较大，且面临集中偿付压力

随着未分配利润的增加，公司所有者权益略有增长。而随着“15 营口沿海债”及“15 营口沿海 MTN001”的发行，公司负债总额同比增长 6.52%。2015 年末，公司负债与所有者权益比率为 77.91%，权益对负债的覆盖程度尚可。

表11 2014-2015年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
负债总额	1,167,793.50	1,096,325.74
所有者权益	1,498,935.17	1,474,483.21
负债与所有者权益比率	77.91%	74.35%

资料来源：公司 2014-2015 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，但占比略有下降。2015 年末非流动负债占总负债的比重为 70.62%，占比较 2014 年末下降了 4.20 个百分点。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2015 年末，公司预收款项为 96,081.48 万元，同比增长 378.16%，主要系预收京诚建设资产转让款所致。公司其他应付款主要是与其他单位的往来款，随着公司资金需求的增加，其他应付款规模也有所上升，2015 年末为 108,538.36 万元，同比增长 21.97%。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 8.50 亿元及一年内到期的应付债券 3.20 亿元。

表 12 2014-2015 年公司负债结构情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	96,081.48	8.23%	20,094.02	1.83%
其他应付款	108,538.36	9.29%	88,985.40	8.12%
一年内到期的非流动负债	117,000.00	10.02%	112,775.00	10.29%
流动负债合计	343,152.09	29.38%	276,004.54	25.18%
长期借款	333,675.00	28.57%	464,370.00	42.36%
应付债券	490,966.41	42.04%	355,951.20	32.47%
非流动负债合计	824,641.41	70.62%	820,321.20	74.82%
负债合计	1,167,793.50	100.00%	1,096,325.74	100.00%
其中：有息负债	941,641.41	80.63%	975,796.20	89.01%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债由长期借款和应付债券构成。2015 年末，公司长期借款共 333,675.00 万元，同比下降 28.14%，占总负债的比重为 28.57%，其中质押借款 31.35 亿元，以土地出让收益权和政府补贴收益权质押；抵押借款 2.02 亿元，以公司持有的土地使用权抵押。公司应付债券包括本期债券，2014 年发行的中期票据“14 营口沿海 MTN001”、非公开定向债务融资工具“14 营口沿海 PPN001”和“14 营口沿海 PPN002”，以及 2015 年发行的中期票据“15 营口沿海 MTN001”、公司债券“15 营口沿海债”，发行规模分别为 16 亿元、

10 亿元、5 亿元、5 亿元、5 亿元及 15 亿元。

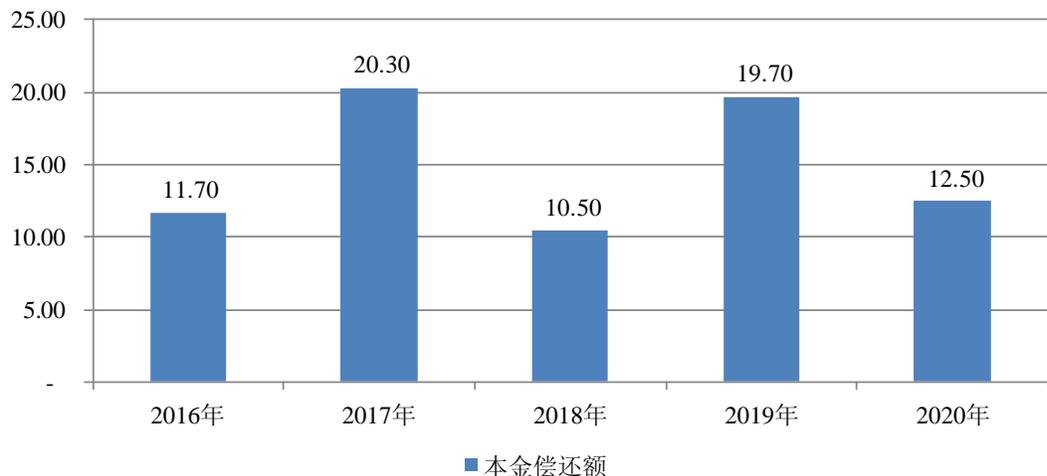
表 13 截至 2015 年公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行规模	余额	期限
12 营口沿海债	16	12.8	7 年
14 营口沿海 MTN001	10	10	5 年
14 营口沿海 PPN001	5	5	3 年
14 营口沿海 PPN002	5	5	3 年
15 营口沿海 MTN001	5	5	5 年
15 营口沿海债	15	15	7 年
合计	56.00	52.80	-

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年末，包括一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券在内的有息负债总额达 941,641.41 万元，虽略有下降，但是规模仍较大，公司面临较大的刚性债务压力。从 2016-2020 年公司有息负债本金到期额年度分布来看，2017 年和 2019 年分别需要偿还本金 20.30 亿元和 19.70 亿元，集中偿付压力较大。

图 2 2016-2020 年公司有息负债本金到期额（单位：亿元）



资料来源：公司提供，鹏元整理

2015 年末公司资产负债率为 43.79%，较 2014 年末略有上升。公司资产中流动资产占比较高，流动比率指标仍维持在较高水平，但流动资产以存货为主，速动比率指标相对较弱。2015 年，公司利润总额有所增长，EBITDA 同比上升了 12.62%，但是公司有息负债规模大，EBITDA 利息保障倍数仍表现较弱，公司偿债压力较大。

表 14 2014-2015 年公司主要偿债能力指标

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	43.79%	42.65%

流动比率	7.40	8.92
速动比率	1.11	1.38
EBITDA（万元）	30,566.60	27,142.31
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.46
有息债务/EBITDA	30.81	35.95

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年6月21日，公司对外担保金额合计4.22亿元，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表15 截至2016年6月21日公司对外担保情况

被担保单位	金额（亿元）	是否有反担保
辽宁华塑实业集团有限公司	2.00	否
营口港务集团有限公司	2.22	否
合计	4.22	-

资料来源：公司提供

2014年，公司以总面积200万平方米、账面价值为25,160.00万元的土地使用权（以下简称“抵押物”）为辽宁华塑实业集团有限公司（以下简称“华塑实业”）向营口银行股份有限公司（以下简称“营口银行”）取得的最高限额为24,000.00万元的借款（实际贷款到位金额20,000.00万元）提供抵押担保。2015年，因华塑实业逾期未偿还借款，营口银行向辽宁省高级人民法院提起诉讼，要求华塑实业偿还借款以及包括公司在内的10家公司及自然人就各自做出的相关抵押、担保承担连带赔偿责任。2015年11月11日，辽宁省高级人民法院判决华塑实业给付营口银行本金1.99亿元及利息。截至2016年4月26日，营口银行未就抵押物行使抵押权。公司综合各方因素判断，未就前述事宜确认预计负债。

七、评级结论

公司是产业基地重要的城市基础设施投融资及建设主体，未来项目建设收入较有保障；目前土地储备较多，未来土地业务收入较有保障；公司在财政补贴方面持续得到当地政府的支持。

同时我们也关注到了，营口市经济下行压力较大，公共财政收入及地方综合财力持续大幅下滑；2015年公司土地业务收入大幅下降，且未来波动的可能性仍较大；目前公司在建项目后续投资规模大，公司仍面临较大的资金压力；公司资产仍以土地使用权及开发成

本为主，且部分土地资产已用于抵押，资产流动性较弱；刚性债务规模仍较大，且2017年和2019年面临集中偿付压力；对外担保均无反担保措施，且2亿元担保已发生逾期，公司面临或有负债风险。

基于以上情况，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	2015年	2014年	2013年
流动资产：			
货币资金	83,547.79	104,926.03	15,342.20
应收票据	-	-	1,035.37
应收账款	298.03	1,147.45	211.42
预付款项	23,497.94	23,597.94	23,497.94
其他应收款	272,377.04	249,606.61	177,231.07
存货	2,155,622.74	2,081,203.77	1,923,367.00
其他流动资产	2,403.81	2,329.30	497.12
流动资产合计	2,537,747.34	2,462,811.09	2,141,182.11
非流动资产：			
可供出售金融资产	207.71	-	600.00
长期股权投资	13,567.44	13,785.03	14,420.56
固定资产	309.98	468.28	53,424.70
在建工程	114,896.20	91,392.32	72,147.93
无形资产	-	-	8.18
递延所得税资产	-	2,352.23	1,354.46
非流动资产合计	128,981.34	107,997.85	141,955.84
资产总计	2,666,728.67	2,570,808.94	2,283,137.95
流动负债：			
短期借款	-	9,700.00	5,700.00
应付票据	-	33,000.00	-
应付账款	7,018.54	7,734.04	6,196.62
预收款项	96,081.48	20,094.02	17,657.88
应交税费	114.65	78.38	107.76
应付利息	14,399.07	3,637.70	1,396.60
其他应付款	108,538.36	88,985.40	54,136.36
一年内到期的非流动负债	117,000.00	112,775.00	96,512.50
流动负债合计	343,152.09	276,004.54	181,707.73
非流动负债：			
长期借款	333,675.00	464,370.00	492,600.00
应付债券	490,966.41	355,951.20	158,656.75
非流动负债合计	824,641.41	820,321.20	651,256.75
负债合计	1,167,793.50	1,096,325.74	832,964.48
所有者权益(或股东权益)：			

项目	2015年	2014年	2013年
实收资本(或股本)	500,500.00	500,500.00	500,500.00
资本公积金	818,868.98	818,868.98	822,162.33
盈余公积金	18,199.02	15,740.61	12,923.74
未分配利润	161,367.18	139,373.61	114,587.41
归属于母公司所有者权益合计	1,498,935.17	1,474,483.21	1,450,173.47
所有者权益合计	1,498,935.17	1,474,483.21	1,450,173.47
负债和所有者权益总计	2,666,728.67	2,570,808.94	2,283,137.95

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	67,558.43	63,742.07	91,389.86
营业收入	67,558.43	63,742.07	91,389.86
二、营业总成本	65,210.92	64,867.97	92,785.80
营业成本	58,983.28	51,272.70	81,358.62
营业税金及附加	582.36	1,029.81	2,951.46
销售费用	18.34	629.42	102.26
管理费用	2,558.66	6,169.94	4,944.81
财务费用	3,197.21	1,775.06	1,005.49
资产减值损失	-128.92	3,991.06	2,423.16
加：投资收益	-9.87	-735.53	-1,349.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-9.87	-735.53	-1,452.01
三、营业利润	2,337.64	-1,861.43	-2,745.86
加：营业外收入	24,467.03	26,844.25	32,002.69
减：营业外支出	0.48	0.21	64.15
其中：非流动资产处置净损失	0.48	0.11	1.17
四、利润总额	26,804.20	24,982.61	29,192.68
减：所得税	2,352.23	-997.76	-605.78
五、净利润	24,451.97	25,980.37	29,798.46
归属于母公司所有者的净利润	24,451.97	25,980.37	29,798.46

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	139,165.11	67,372.21	95,516.17
收到其他与经营活动有关的现金	160,437.13	123,939.73	92,620.09
经营活动现金流入小计	299,602.24	191,311.94	188,136.26
购买商品、接受劳务支付的现金	94,357.73	112,167.72	54,611.53
支付给职工以及为职工支付的现金	792.85	790.56	927.96
支付的各项税费	1,087.45	3,233.71	3,212.75
支付其他与经营活动有关的现金	158,938.28	151,368.96	72,010.63
经营活动现金流出小计	255,176.30	267,560.94	130,762.87
经营活动产生的现金流量净额	44,425.94	-76,249.01	57,373.40
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	20.00	-
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	9,330.56	-
投资活动现金流入小计	-	9,350.56	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18,609.85	15,748.49	25,246.74
投资支付的现金	-	1,790.64	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	1,211.79
投资活动现金流出小计	18,609.85	17,539.13	26,458.53
投资活动产生的现金流量净额	-18,609.85	-8,188.56	-26,458.53
筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	67,600.00	184,200.00	73,275.00
发行债券收到的现金	198,050.00	200,000.00	-
筹资活动现金流入小计	265,650.00	384,200.00	73,275.00
偿还债务支付的现金	210,000.00	192,167.50	118,325.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	59,494.11	57,974.07	57,839.02
支付其他与筹资活动有关的现金	337.25	3,050.00	-
筹资活动现金流出小计	269,831.36	253,191.57	176,164.02
筹资活动产生的现金流量净额	-4,181.36	131,008.43	-102,889.02
汇率变动对现金的影响			
现金及现金等价物净增加额	21,634.73	46,570.86	-71,974.15
期初现金及现金等价物余额	61,913.06	15,342.20	87,316.35
期末现金及现金等价物余额	83,547.79	61,913.06	15,342.20

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	24,451.97	25,980.37	29,798.46
加：资产减值准备	-128.92	3,991.06	2,423.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	213.22	313.15	570.56
无形资产摊销	-	-	0.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3.77	-	-
固定资产报废损失	0.48	0.11	1.17
财务费用	3,549.18	1,846.55	1,396.48
投资损失	9.87	735.53	1,349.93
递延所得税资产减少	2,352.23	-997.76	-605.78
存货的减少	-74,418.97	-157,836.77	42,451.63
经营性应收项目的减少	-21,766.59	-78,199.44	-41,312.58
经营性应付项目的增加	110,167.24	127,918.19	21,299.98
经营活动产生的现金流量净额	44,425.94	-76,249.01	57,373.40

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

指标名称	2015年	2014年	2013年
有息负债（万元）	941,641.41	975,796.20	753,469.25
资产负债率	43.79%	42.65%	36.48%
流动比率	7.40	8.92	11.78
速动比率	1.11	1.38	1.20
EBITDA（万元）	30,566.60	27,142.31	31,160.11
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.46	0.55
有息负债/EBITDA	30.81	35.95	24.18
期间费用率	8.55%	13.45%	6.62%
综合毛利率	12.69%	19.56%	10.98%
总资产回报率	1.16%	1.11%	1.34%
负债与所有者权益比率	77.91%	74.35%	57.44%
收现比	2.06	1.06	1.05

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本结构及财务安全性	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 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。