



信用等级通知书

信评委函字[2017]0194D 号

威海蓝创建设投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“2018年威海蓝创建设投资有限公司城市停车场建设专项债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期专项债券的信用等级为AA。

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

二零一八年六月六日

2018年威海蓝创建设投资有限公司城市停车场建设专项债券信用评级报告

发行主体	威海蓝创建设投资有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债项信用等级	AA
发行规模	10 亿元
债券期限	7 年
偿还方式	每年付息一次，分次还本，存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付
发行目的	用于停车场建设项目和补充流动资金

概况数据

威海蓝创（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	133.89	203.69	232.15
所有者权益合计（亿元）	78.56	95.43	97.22
总负债（亿元）	55.33	108.26	134.93
总债务（亿元）	29.38	91.16	116.33
营业总收入（亿元）	8.04	15.89	16.49
经营性业务利润（亿元）	0.36	1.00	0.50
净利润（亿元）	2.27	2.24	2.40
EBIT（亿元）	2.59	2.73	3.10
EBITDA（亿元）	2.69	2.92	3.34
经营活动净现金流（亿元）	-37.66	-67.19	-19.31
收现比（X）	1.09	0.55	1.26
总资产收益率（%）	2.57	1.62	1.42
营业毛利率（%）	13.11	11.18	6.90
应收类款项/总资产（%）	14.61	22.97	19.75
资产负债率（%）	41.33	53.15	58.12
总资本化比率（%）	27.22	48.86	54.47
总债务/EBITDA（X）	10.91	31.25	34.85
EBITDA 利息倍数（X）	3.11	1.96	0.57

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、将公司 2015 年~2017 年财务报表中“长期应付款”纳入长期债务核算；3、公司 2016 年获得政府财政贴息，在审计报告中直接冲减了利息支出，相关指标未考虑该部分利息。

分析师

项目负责人：高哲理 zhliao@ccxi.com.cn
项目组成员：何 川 che@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 6 日

基本观点

中诚信国际评定威海蓝创建设投资有限公司（简称“威海蓝创”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“2018 年威海蓝创建设投资有限公司城市停车场建设专项债券”的信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了文登区稳步增长的区域经济、公司获得有力的政府支持等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司近年来债务规模和负债水平持续上升和资产流动性较弱等因素对公司整体信用状况的影响。

优 势

- 文登区区域经济持续增长。2017 年，文登区实现地区生产总值（GDP）829.70 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.8%。不断发展的区域经济为公司业务发展奠定了良好的基础和外部条件。
- 有力的政府支持。作为威海南海新区（以下简称“南海新区”）重要的基础设施及配套建设主体和国有资产运营主体，自成立以来，公司得到了文登区政府及威海南海新区管理委员会（以下简称“南海新区管委会”）在资金、土地和政策等资源配置方面的大力支持。2015 年~2017 年，南海新区管委会代文登区政府分别向公司注入资金 26.26 亿元、15.63 亿元和 1.69 亿元。此外，2015 年~2017 年，公司分别获得政府运营补助 2.02 亿元、1.72 亿元和 2.29 亿元。

关 注

- 近年来债务规模和负债水平持续上升。公司作为南海新区的建设主体，随着南海新区建设的不断推进，公司各业务板块项目量大幅增加，债务亦大幅上升。未来公司将更多地通过外部融资方式解决资金需求，债务存在一定的上行压力。
- 资产流动性较弱。截至 2017 年末，公司资产主要以存货中的开发成本和土地以及与当地政府和国有企业的往来款为主，整体资产流动性较弱，结构单一。

发行主体概况

威海蓝创建设投资有限公司成立于 2012 年 4 月 27 日，注册资本 10,000 万元，文登金海建设投资有限公司（以下简称“金海建设”）货币资金出资 3,000 万元，持股比例为 30%；文登市新领域建材有限公司货币资金出资 7,000 万元，持股比例为 70%。后经多次增资、股权转让，公司实收资本增至 1.50 亿元，其中金海建设出资 7,650 万元，持股比例为 51%，威海南海投资开发有限公司（以下简称“南海投发”）出资 7,350 万元，持股比例为 49%。2015 年 12 月 29 日，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）以货币形式新增出资 469.04 万元（实际货币投资 15,000 万元，其中，增加注册资本 469.04 万元，计入资本公积 14,530.96 万元），公司注册资本增加至 15,469.04 万元；同时，股东南海投发将其拥有的出资额中的 239.21 万元转让给金海建设并签订股权转让协议，2016 年 1 月 12 日完成相应的工商变更登记。2017 年 4 月，南海投发将出资额中 58.82 万元转让给金海建设，并将国开基金从原有资本公积资本溢价中转增资本 115.32 万元，股权变更后，截至 2017 年末，公司实收资本为 15,584.36 万元，其中金海建设出资 7,948.03 万元，持股比例为 51.00%，南海投发出资 7,051.97 万元，持股比例为 45.25%，国开基金 584.36 万元，持股比例为 3.75%。

公司股东金海建设是文登区国有资产管理局（以下简称“文登区国资局”）出资设立的国有独资公司，成立于 2009 年 6 月；另一股东南海投发是南海新区管委会出资设立的国有独资公司，成立于 2014 年 5 月；国开基金公司是国家开发银行股份有限公司出资设立的全资子公司，成立于 2015 年 8 月。其中，金海建设的主要职能为国有资产运营，南海投发的主要业务为贸易业务，与公司不存在业务上的竞争。

公司成立之初，南海新区行政划分隶属威海市文登区，南海新区基础设施建设和重大社会发展项目由文登区统筹安排，文登区国资局为公司实际控制人。2013 年 1 月，南海新区行政独立，虽然其财政尚未独立，但南海新区基础设施建设和重大社会发

展项目改由南海新区管委会统筹安排。鉴于南海新区和文登区之间的历史关系，公司作为南海新区城市建设项目的投融资主体，现阶段由南海新区管委会代文登区国资局履行实际控制人的职责。

作为南海新区内重要的基础设施及配套建设和国有资产运营主体，公司业务范围涉及较广，主要包括南海新区内基础设施及安置房建设、土地平整、公共交通运输、小额贷款及酒店住宿等业务。截至 2017 年末，公司下属纳入合并范围的一级子公司共 10 家。

截至 2017 年末，公司总资产 232.15 亿元，所有者权益合计 97.22 亿元，资产负债率 58.12%；2017 年，公司实现营业总收入 16.49 亿元，净利润 2.40 亿元，经营活动净现金流-19.31 亿元。

本期债券概况

本期债券的发行规模为 10 亿元，为 7 年期固定利率债券，同时设本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

募集资金用途

本期债券募集资金 10.00 亿元，拟将其中的 6.00 亿元用于威海南海新区城市停车场建设项目，4.00 亿元用于补充流动资金。

表 1：募集资金投资项目明细表（亿元）

募集资金投向	项目总投资	拟使用募集资金额度	拟使用募集资金占总投资的比例 (%)
威海南海新区城市停车场建设项目	8.93	6.00	67.17
补充流动资金	-	4.00	-
合计	-	10.00	-

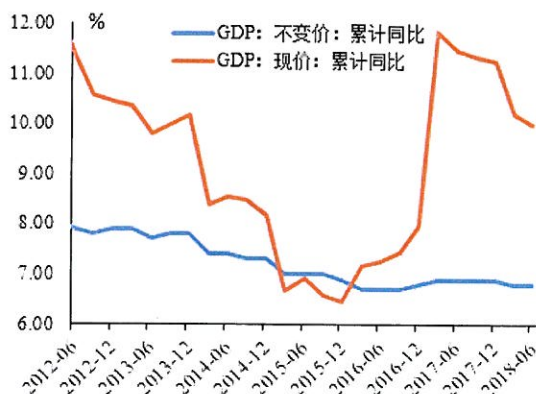
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内

部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6-6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，

其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限

行业、区域经济及财政概况

停车场行业概况

公共停车场是重要的城市基础设施，是城市公共交通系统的重要组成部分。公共停车场兼具私人物品与公共物品的特征，一方面它便利有车人群，具有一定的经济效益；另一方面它保证交通畅通，

具有一定的社会效益。

从需求来看，公共停车场的需求与逐渐提高的汽车保有量有关。进入 21 世纪以来，我国宏观经济总体呈现持续快速增长局面，居民生活水平稳步提高，对我国停车场行业快速发展起到了推动作用。随着居民生活水平提高及私人出行和商务需求，汽车保有量将继续上升，对公共停车场的需求量将不断增加。

由于我国各省市人口数量及经济水平不同，不同地区停车场市场的发展程度也不尽相同。从 2014 年国内主要省市汽车保有量来看，一些较发达的省市每千人汽车保有量已远远超过全国平均水平，而部分三四线城市的千人汽车保有量依然较低。从中长期看，人口基数庞大的三四线城市的汽车首次购买需求，以及一二线城市的汽车换代需求，将给未来 5 年我国停车场市场的较快发展提供一定保障。

从供给来看，汽车保有量使得社会对停车场的需求日益增加，基本车位与用车车位需求快速增长且分布相对集中，而停车系统的发展还处于起步阶段，停车矛盾已经凸显。当前阶段迫切需要在战略层面对停车系统的发展建设进行整体思考与研究，指导全市性的停车战略任务与建设计划等工作，形成改善停车秩序和环境的规划与整体行动策略场。由于大部分城市在发展建设中对停车场的重要性认识不足，使得停车场的规划以及建设严重滞后。此外，建设规划用地不到位，建设资金短缺、管理混乱等问题一直以来围绕着停车场的建设和发展。由此造成的后果是在人多车多的大中型城市，停车场的数量严重不足，车辆乱停乱放导致交通拥堵、交通秩序混乱等“城市病”。在地方政府对改善问题的重视以及秩序不断提高的社会环境下，加强停车场建设已得到各级政府的逐渐重视。

2015 年 8 月，国家发改委、财政部和部委联合下发《关于加强城市停车场的建设的指导意见》发改基础【2015】1788 号文，该文指出“以居住区、大型综合交通枢纽、城市轨道交通外围站点(P+R)、医院、学校、旅游景区等特殊地区为重点，在内部通过挖潜及改造建设停车设施，并在有条件的周边区域增建公共停车设施。鼓励建设停车楼、地下停

车场、机械式立体停车库等集约化的停车设施，并按照一定比例配建电动汽车充电设施，与主体工程同步建设”、“各地做好用地保障，中心城区功能搬迁等腾出的土地应规划一定比例预留用于停车设施建设；符合《划拨用地目录》的，可以划拨方式供地；不符合《划拨用地目录》、同一地块上只有一个意向用地者的，可以协议出让方式供地”、“加快推动投资主体发行停车场建设专项债券；研究设立引导停车设施建设专项产业投资基金；充分发挥开发性金融作用，鼓励金融机构、融资租赁企业创新金融产品和融资模式提供支持”。

总体看来，众多的人口和较低的人均汽车保有量显示出我国停车场行业还有很大的发展空间。“促消费、调结构”的经济政策也将进一步加快居民收入的提高和区域经济的平衡发展，为停车场行业的发展提供有力保障。

威海市区域经济

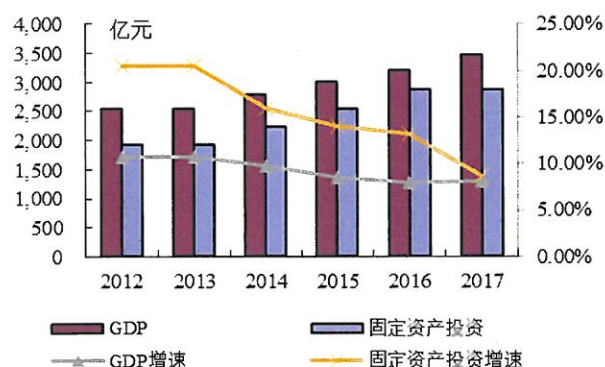
威海市位于山东半岛东端，北、东、南三面濒临黄海，北与辽东半岛相对，东与朝鲜半岛隔海相望，西与山东烟台接壤。总面积 5,797 平方公里，其中市区面积 777 平方公里。海岸线长 985.9 公里。辖环翠区、文登区、经济开发区、火炬高技术开发区、临港经济技术开发区、荣成市、乳山市。

近年来，由于具备完善的工业基础及较好的区域优势，近年来威海市经济总量保持增长趋势，主要经济指标稳步提升，但在宏观经济下行和产业结构调整的影响下，威海市经济发展增速有所放缓。2017 年，威海市地区生产总值 3,480.10 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%；其中，第一产业增加值 235.48 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 1,580.49 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 1,664.13 亿元，增长 9.6%。产业结构调整稳步推进，三次产业结构比由 2016 年的 7.1: 45.6: 47.3 调整为 6.8: 45.4: 47.8。

固定资产投资方面，2017 年，威海市完成固定资产投资 2,879.35 亿元，同比增长 8.7%。具体来看，第一产业投资下降 13.3%；第二产业投资增长 12.6%，其中，工业投资增长 14.2%，第三产业投资增长 2.9%，

三次产业投资结构由 2016 年的 1.7: 62.6: 35.7 调整为 2017 年的 1.4: 65.0: 33.6, 第二产业投资明显增长, 对威海市经济的贡献程度不断提升。

图 2: 2012 年~2017 年威海市生产总值和固定资产投资情况



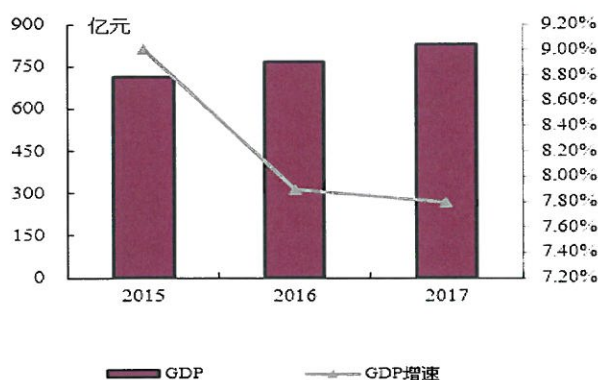
资料来源: 威海市经济与社会发展统计公报, 中诚信国际整理

整体来看, 威海市经济平稳增长, 为保障和持续改善民生、促进经济转型等提供了有力的资金保障。

文登区区域经济

近年来公司所处的文登区由于具备完善的工业基础及较好的区位优势, 经济总量保持增长趋势, 主要经济指标稳步提升, 但在宏观经济下行和产业结构调整的影响下, 文登区经济发展增速持续放缓。2017 年, 全区实现地区生产总值 (GDP) 829.70 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.8%。其中, 第一产业增加值 62.85 亿元, 增长 3.9%; 第二产业增加值 381.12 亿元, 增长 8.9%; 第三产业增加值 385.73 亿元, 增长 7.2%, 三次产业结构比例由上年的 8.0: 45.1: 46.9 调整为 7.6: 45.9: 46.5, 产业结构持续调整优化。

图 3: 2015 年~2017 年文登区经济发展指标



资料来源: 文登区各年度统计公报, 中诚信国际整理

旅游业方面, 2017 年, 文登区全年接待旅游总人数 4,311.93 万人次, 增长 10.3%; 实现旅游消费总额 596.50 亿元, 增长 14.9%。接待入境游客 49.18 万人次, 增长 1.4%, 入境游客消费 2.73 亿美元, 增长 0.3%; 接待国内游客 4,262.74 万人次, 增长 10.4%, 国内游客消费 553.55 亿元, 增长 15.1%; 居民出游前后消费 24.57 亿元, 增长 22.3%。

总体来看, 文登区经济继续保持较快增长, 第三产业在文登区经济地位日益凸显, 城市化水平进一步提高。中诚信国际认为, 文登区经济基础扎实, 旅游资源丰富, 随着投资环境的日臻完善, 文登区将面临良好的发展前景。

南海新区概况

南海新区核心起步区位于山东省威海市文登区南部, 核心起步区规划控制面积 160 平方公里, 规划建设面积 90 平方公里, 区位优势较为明显, 发展腹地广阔, 是国家战略山东半岛蓝色经济区重点建设的海洋经济新区之一。为加快开发海洋和临港资源, 统筹区域经济发展、增创新的经济增长空间, 南海新区于 2007 年 3 月正式启动实施。2011 年 1 月 4 日, 国务院正式批复《山东半岛蓝色经济区发展规划》, 将南海新区确定为全省重点建设的三个海洋经济新区之一。南海新区成立之初行政区划隶属威海市文登区 (原文登市), 2013 年 1 月 26 日, 威海市委决定, 设立南海新区管委会, 作为市委、市政府的派出机构。至此, 南海新区行政独立, 南海新区基础设施建设和重大社会发展项目由南海新区管理委员会直接统筹安排。但是考虑到南海新区财政上尚未独立, 南海新区财政收入支出仍纳入威海市文登区统计范围, 一定程度上受文登区政府管理影响。

南海新区坚持“南海大发展、基础须先行”的理念, 自启动开发以来, 已投入 150 亿元资金用于高起点规划、高标准推进区内道路、绿化、供排水等基础设施建设, 以全面提升整体配套层次和水平。目前, 南海新区基础设施建设进入加速期。其中, 南海新港一期已达到运营条件, 香水河滨河公园、蓝湖休闲区景观、北京交通大学威海校区和南海高

中打造基本完成，同时加快推进了香水河大桥、南海客运站等工程建设。此外，南海新区内已有韩国现代重工、天润曲轴南海产业园、德瑞博新能源汽车、蓝岛新型建材、三角轮胎产业园、蓝色创业谷等 50 多个大型项目进驻，形成了蓝色产业蓬勃发展的良好势头。目前，区内 30 余项重点工程快速推进，进一步提升了城市基础设施建设的覆盖水平。

政府支持及抗风险能力

公司作为南海新区重要的基础设施及配套建设主体和授权范围内国有资产最重要的运营主体，南海新区政府对其在基础设施建设、棚户区改造及其配套安置房建设、公共交通运输等方面给予了较大的优惠政策。南海新区政府除以现金和划拨优质股权、资产的方式补充公司资本金来支持公司壮大发展外，还给予一定补贴用于支持其在基础设施建设领域的业务开展。

土地资产方面，在当地政府大力支持下，公司通过招拍挂先后获得大量土地资产。截至 2017 年末，公司拥有土地使用权账面价值 82.55 亿元，均已办理土地使用权权证。

在资金注入方面，2015 年，根据威南海管字【2015】39 号文，南海新区管委会向公司注入资金 26.26 亿元；2016 年，根据南海新区管委会南海管字【2016】35 号文，南海新区管委会向公司注入资金 15.63 亿元；2017 年，根据威南海管字【2017】75 号文，南海新区管委会向公司注入资金 1.69 亿元，近年来南海新区管委会的不断注资大幅提升了公司资本实力。

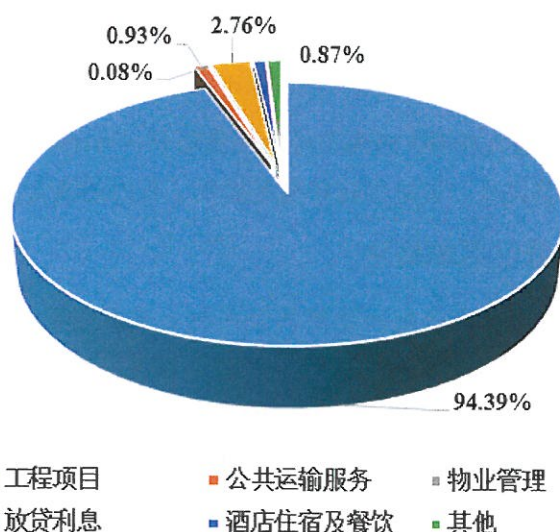
政府补助方面，2015 年~2017 年，公司分别获得南海新区财政局拨付的运营补贴 2.02 亿元、1.72 亿元和 2.29 亿元。此外，2015 年~2017 年，公司还获得公交车购置税返还补助 194.26 万元、1,155.50 万元和 1,398.70 万元。

总体来看，南海新区目前处于大规模开发建设阶段，公司在区域内城市基础设施建设领域处于主导地位，预期公司未来一段时期内能持续取得政府补贴。公司具有一定的抗风险能力。

业务运营

作为南海新区重要的基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，公司业务涉及范围较广，主要从事基础设施建设、棚户区改造及其配套安置房建设、土地平整和公共运输服务业务，同时还兼顾物业管理、酒店住宿和放贷业务。2017 年，公司实现营业总收入 16.49 亿元，其中工程项目收入 15.56 亿元，公共运输服务收入 1,536.77 万元，放贷利息、酒店住宿、供暖收入和物业管理收入分别实现 4,543.32 万元、1,433.09 万元、944.70 万元和 127.09 万元。

图 4：2017 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

工程项目

公司目前工程项目分为两种业务模式，2016 年（不含）以前，公司业务模式为与南海新区财政局签订城市基础设施建设协议。根据项目协议，现有项目建设资金为自筹，公司按照项目投资总额的 20% 获取投资收益，公司根据项目进度确认收入，项目回款在工程竣工验收并经审计确认投资总额之日起 7 年内付清，暂未回购部分则计入“存货-工程施工”。截至 2017 年末，公司该业务模式下承建的建设项目有蓝创大厦项目、园区路网二期项目、南海高级中学项目和北京交通大学校区项目等，以上项目设计总投资 42.32 亿元，公司累计已完成投资 17.89 亿元，已确认收入 19.97 亿元，已经全部回款到位，目前蓝创大厦等项目建设和政府回款已接近尾声，

公司未来投资流向主要集中在北京交通大学校区等项目，随着项目进程的不断推进，公司将面临一定的资本支出压力。

2016 年以后，公司新增与当地国有企业签订委托代建协议的业务模式，截至 2017 年末，该业务模式下公司主要承建的项目包括南海新区填方土方工程项目、金花河流域综合整治工程和威海南海新区新型社区项目。其中，南海新区填方土方工程项目和威海南海新区新型社区项目委托主体均为公司股东金海建设，建设资金全部为公司自筹，南海新区填方土方工程项目投资加成比例为 17%，威海南海新区新型社区项目加成比例为 10%，上述项目均根据项目进度确认收入，项目工程款在工程竣工验收并经审计确认投资总额之日起 7 年内付清，暂未回购部分则计入“存货-工程施工”。根据威海市文登区住房和城乡建设局《关于威海南海新区新型社区

项目情况的报告》（威文住建发【2015】52 号），威海南海新区新型社区项目计划建设的安置房已经全部纳入 2014 年~2015 年度山东省城镇保障性安居工程建设任务，施工主体为公司本部，项目计划总投资额 29.64 亿元（未包括土地成本），项目已于 2014 年 12 月末开工建设，建设周期计划为 3 年，截至 2017 年末，该项目累计完成投资 38.52 亿元，已完成 4 个社区的验收，2017 年工程建设收入全部来自该项目；金花河流域综合治理工程委托方为威海康太水利工程有限公司（威海市文登区政府投融资管理中心孙公司），筹资和建设模式均与南海新区填方土方工程项目一致，但投资收益按固定成本进行结算，无加成比例。截至 2017 年末，上述工程项目已累计完成投资 43.21 亿元，已确认收入 20.91 亿元，到位回款 10.43 亿元，业务可持续性需保持关注。

表 2：截至 2017 年末公司主要委托代建项目情况（万元）

项目名称	项目建设期	总投资	已投资	已确认收入	实际到位回款	委托方
蓝创大厦	2012.03-2016.03	11,832.00	33,451.54	40,141.85	40,141.85	政府
园区路网二期	2013.03-2016.03	112,780.00	56,129.36	67,355.24	67,355.24	政府
北京交通大学校区	2014.12-2018.12	272,547.00	52,377.19	47,843.84	47,843.84	政府
南海高级中学	2013.03-2016.03	26,020.00	36,958.55	44,350.26	44,350.26	政府
南海新区填方土方工程项目	2015.1-2017.12	40,670.88	34,909.17	40,670.88	40,670.88	国有企业
金花河流域综合整治工程	2014.10-2016.9	12,834.95	12,000.00	12,834.95	12,860.00	国有企业
威海南海新区新型社区项目	2014.12-2017.12	-	385,163.49	155,598.24	50,800.00	国有企业
合计	-	476,684.83	610,989.30	408,795.26	304,022.07	-

注：上表总投资额和建设周期均为项目立项时批复数据，后续在建设过程中实际投资数额和实际建设周期存在一定偏差；威海南海新区新型社区项目总投资中未包含土地成本，故未纳入统计口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营项目建设

自营项目方面，公司目前正在建的项目为威海南海新区华山金岭产业园项目，该项目于 2016 年 6 月正式开工，该项目概算总投资 12.98 亿元，预计两年内完工，建成后公司将通过配套商业、停车场的销售收入和标准车间、科技企业加速器的租金收入来覆盖前期的投资成本，截至 2017 年末，该项目已累计投入资金 2.40 亿元，完工进度预计略晚于计划进度。

此外，本期债券的募投项目威海南海新区城市停车场建设项目概算总投资 8.93 亿元，规划建设 17 处停车场，其中地面停车场 12 处，地下停车场 5 处，规划总用地面积 75.01 公顷，建成后将新增停车泊位 9,268 个。目前已完成投资 2.92 亿元，预计在两年内完工，建成后公司将通过停车场停车费和配套商业设施租赁收入来实现收益。

总体来看，目前公司仍保有较大规模的建设

项目工程量，未来此板块会形成公司稳定的营业收入；同时，考虑到公司自营项目部分未来的收入受房地产市场环境和出租率影响，资金回笼周期较长，销售和经营情况在近年来房地产市场政策调控压力较大的情况下，能否弥补前期投资成本亦存在一定不确定性，中诚信国际将对此保持关注。

土地平整

公司自 2015 年开始从威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“蓝海投资”）承接土地平整业务，主要负责对开发地块进行基本的“七通一平”整理施工，该项目总投资 6.10 亿元，公司不承担对应地块的拆迁户补偿及配套安置小区建设等安置任务，因此公司按照项目投资总额的 5% 获取平整收益。在每个土地平整工程施工开始前，公司必须提前报监理工程师审核批准，并同时报甲方单位共同进行确认，并在完成施工后及时共同签署《现场签证记录》。在工程施工过程中，由监理工程师进行全程监理。工程全部完成后，由甲方单位、监理单位、设计单位共同进行竣工验收。截至 2017 年末，土地平整已经全部投资完毕，并且已全部确认收入，目前项目回款已全部到位。未来公司仍会将业务发展的重心调整至工程建设方面，该业务不具可持续性。

公共交通运输

公司全资子公司威海南海新区公共交通有限公司（以下简称“南海新区公交公司”）负责南海新区内公交车和出租车的运营，公司目前拥有公交车 90 辆，出租车 70 辆。2015 年~2017 年，公共运输服务业务分别实现收入 627.13 万元、1,252.14 万元和 1,536.77 万元。

公司目前在建的公共交通运输工程项目主要是威海南海新区客运站（以下简称“客运站”）。客运站位于南海新区现代路南、金海路西，按一级客运站标准建设，为集长途客运、公交、出租、旅游、商服、小件快递、加油、加气、停车等为一体的综合性交通枢纽站。项目建设用地面积 8.31 万平方米，总建筑面积 3.18 万平方米，建筑

占地面积 1.27 万平方米，项目计划总投资 9,638.00 万元，截至 2017 年末，已完成投资 9,177.78 万元，项目于 2014 年 4 月开工建设，目前本项目已基本完成，计划 2018 年下半年投入运营。

根据对南海新区客流量的预测，作为南海新区内唯一的公共交通运输业务运营主体，客运站预计年客流量初期 300 万人次，5 年内将有年均 5% 以上的增长幅度，逐步达到年客流量 370 万人次、平均日旅客发送量约为 10,000 人次/日。客运站的投入运营将给公司带来较为稳定的收入。

其他业务

公司子公司威海蓝创事务管理有限公司于 2014 年 11 月成立，主要从事物业服务、会议服务等业务，2015 年~2017 年，分别实现物业管理收入 124.62 万元、246.50 万元和 127.09 万元；公司酒店住宿业务由子公司威海市碧海逸林度假酒店有限公司经营，2015 年~2017 年，分别实现酒店住宿收入 152.28 万元、1,117.33 万元和 1,433.09 万元，其中自 2016 年以来随着区域内旅游景气度的提升，该业务板块收入大幅增加；公司子公司威海蓝创小额贷款有限公司成立于 2015 年 11 月，注册资本 5 亿元，2015 年~2017 年，分别实现放贷利息收入 220.08 万元、1,278.08 万元和 4,543.32 万元，放贷对象基本为公司工程建设业务关联方，业务风险不大；公司子公司威海蓝创供热有限责任公司成立于 2008 年 5 月，注册资本 1,000 万元，主要负责南海新区内的供暖和配套工程建设，2016 年和 2017 年，分别实现营业收入 1,453.95 万元和 1,454.14 万元，公司该板块目前在建的项目主要是威海南海新区供热管网工程，项目预计于 2019 年底对南海新区实现全面供热。未来随着公司相关业务开展和扩大，板块收入或将进一步增加。

管 理

产权结构

截至 2017 年末，金海建设持有公司 51% 的

股权，南海投发持有公司 45.25% 的股权，国开基金公司持有公司 3.75% 的股权，公司实际控制人为南海新区管委会。截至 2017 年末，公司共拥有一级子公司 10 家，均为全资子公司。

法人治理结构

公司严格依照《公司法》等相关法律法规及《公司章程》的规定，稳健经营、规范运作，按照建立现代企业制度的目标，健全和完善公司法人治理结构，形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的公司治理结构，使各层次在各自的职责、权限范围内，各司其职，各负其责，确保了公司的规范运作。

公司设置综合办公室、资产管理科、财务科、项目融资科和工程评审科 5 个职能部门。

公司股东会由全体股东组成，作为公司最高权力机构；公司设立董事会，成员为 3 人，其中 2 人由股东会选举产生，3 人由职工代表大会选举产生，董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生；监事会成员为 3 人，其中 2 人由股东会选举产生，1 人由职工代表大会选举产生。

管理水平

公司根据《公司法》并结合自身特点和管理需要，在预算管理、财务管理、对外投资管理、融资管理、对外担保等方面制定了较为完善的内部控制制度，以加强风险控制管理，确保公司正常运营。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》，明确公司建立、健全内部约束机制，进一步规范公司财务管理行为，推动公司加强预算管理。公司全面预算的审批决策机构是董事会，全面预算方案提请董事会审批通过后由总经理负责组织实施。

财务管理方面，公司为规范公司财务行为，加强财务管理和经济预算，维护出资人和债权人的合法权益，根据《公司法》和《会计法》，结合公司的生产经营特点和管理实际情况，制定了《财务管理制度》，明确了财务部门的职能、财务部门各岗位职责以及财务日常工作管理制度。

对外投资管理方面，公司制定《对外投资管理制度》，明确规定公司各项投资全部纳入规范化、制度化管理，即每项投资从立项、可行性研究、市场考察资料调研、最终投资项目的确立和实施，均落实到人、责任到人，建立相应的项目责任制。公司董事会、总经理办公会议为公司对外投资决策机构。

融资管理方面，董事会是公司对外融资决策机构。公司融资规模实施总量控制。公司经营层于每年年初根据年度经营目标、经营计划制定融资计划和融资总量，报公司董事会批准。

担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，公司对外担保实行统一管理，未经过公司批准，子公司不得对外提供担保。集团公司及各子公司对外作出的任何担保，必须经过董事会或股东会审议通过。

总体来看，公司的管理体制与管理制度比较完善，能够保证公司的良好运营。

战略规划

根据《威海南海海洋经济新区发展规划》，到 2020 年，南海新区的开发建设形成规模，经济保持持续健康发展，人均 GDP 超过 17 万元，海洋产业增加值年均增长 15% 以上，城镇化水平达 65% 左右；海洋经济特色更加突出，产业结构继续优化；低碳和循环经济取得长足发展。主要污染物排放得到严格控制，产业发展与生态环境保护协调性进一步提高；城乡互动发展格局基本形成，建成海洋产业结构合理、服务体系完善、科技人才集聚、海洋生态环境优良、具有较强国际竞争力的现代海洋新区。

未来几年，公司将围绕南海新区管委会的安排部署，一方面充分发挥城市基础设施建设主体的职能和优势，争取融入更多的资金支持地方经济社会发展；另一方面积极探索市场化经营之路，调整和优化资产结构、经营结构，增强公司自身“造血”功能，做实做强公司实体。

同时，公司将全面理顺与政府相关部门之间的关系，基本实现成为“定位准确、职能清晰、

统一规范的城市基础设施建设主体”的目标。通过制定完善的相关政策和配套措施，逐步实现全区国有资源、资产和资金等要素的有效整合，形成能够“自主经营、自我积累、自筹还贷、自负盈亏”的市场主体。

总体来看，公司依托于南海新区管委会的大力支持，不断完善内部治理结构，自我发展和可持续融资能力将逐步增强。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年~2016年三年连审审计报告以及经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着公司的经营发展规模不断扩大和政府给予的大力支持，公司资产规模实现快速增长。2015年~2017年末，公司总资产分别为133.89亿元、203.69亿元和232.15亿元。

从资产结构来看，公司资产主要以流动资产为主，2015年~2017年末，公司流动资产分别为126.71亿元、187.35亿元和216.03亿元，分别占资产总额的94.64%、91.98%和93.06%。公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。具体来看，2015年~2017年末，公司存货分别为82.12亿元、115.63亿元和156.29亿元，主要以公司购置的土地使用权和对工程项目持续投入为主，其中2017年末公司土地使用权账面价值为82.55亿元，工程施工成本为73.70亿元，抵押土地账面价值53.82亿元，土地抵押比例较高，公司财务融资弹性较小；其他应收款分别为6.86亿元、32.00亿元和35.21亿元，应收账款分别为12.69亿元、14.79亿元和10.65亿元，应收类款项占公司总资产的比重分别为14.61%、22.97%和19.75%，其中其他应收款主要为与南海新区财政局及区内国有企业的往来款，应收账款主要以应收南海新区财政局和金海建设的工程项

目款为主，因欠款方大部分为政府及相关部门，回收保障程度较高，产生坏账风险较小，但款项的回收时间存在一定不确定性，中诚信国际将对公司应收账款的回款情况保持关注。此外，2015年~2017年末，公司货币资金分别为11.95亿元、15.73亿元和8.62亿元，主要为银行存款，其中2017年末公司受限货币资金为3.70亿元，系银行承兑汇票保证金。总体来看，公司资产中存货和应收类款项占比较高，资产流动性较弱。

表3：截至2017年末公司前五名应收账款金额明细

债务人	账龄	金额 (万元)	占比 (%)
文登金海建设投资有限公司	1年以内	102,355.06	95.98
威海中阳房地产开发有限	1~2年	995.17	0.93
威海恒通房地产开发有限	1~2年	933.70	0.88
威海卓达新材料科技集团	1~2年	354.32	0.33
威海股份有限公司			
威海德源房地产开发有限	1~2年	343.58	0.32
公司			
合计	-	104,981.83	98.44

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司非流动资产规模较小，2015年~2017年末分别为7.18亿元、16.34亿元和16.12亿元。截至2017年末，公司非流动资产主要包括发放贷款及垫款、固定资产和在建工程，其中发放贷款及垫款是全资子公司威海蓝创小额贷款有限公司业务发放款项，在建工程和固定资产为公司用于满足自身运营需求的建设项目。

负债方面，随着融资规模的扩大，公司负债规模持续攀升，2015年~2017年末，公司负债总额分别为55.33亿元、108.26亿元和134.93亿元。其中2016年随着公司新增大量长期借款和应付债券，公司负债结构由以流动负债为主转变为以非流动负债为主。

截至2017年末，公司流动负债为34.71亿元，主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付票据构成，上述项目占当期流动负债的比重分别为34.01%、20.62%和17.86%。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为11.81亿元，主要以一年内到期的银行借款和应付债券为主，近年来随着原有债务的逐步到期，公司短期偿债压力有所

显现；公司其他应付款为 7.16 亿元，主要为与威海市文登区城市资产经营公司和南海新区财政局的往来款；应付票据为 6.20 亿元，全部为公司在项目建设和原材料采购中产生的银行承兑汇票。

表 4：2015 年~2017 年公司流动负债构成（亿元）

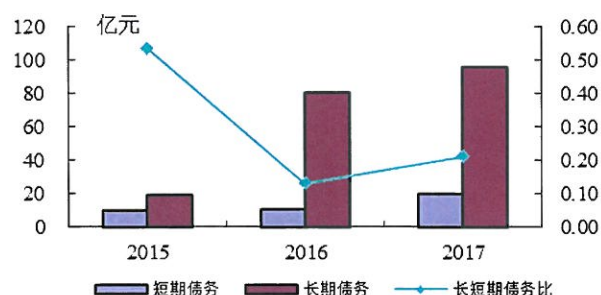
科目	2015	2016	2017
一年内到期的非流动负债	-	4.74	11.81
其他应付款	13.91	6.59	7.16
应付票据	3.88	4.14	6.20
应付账款	3.90	4.23	4.92
其他	12.45	3.64	4.63
流动负债	34.14	23.33	34.71
流动负债/总负债(%)	61.70	21.55	25.72

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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，2017 年末上述项目占非流动负债的比重分别为 42.79%、37.60%和 15.44%。截至 2017 年末，公司长期借款为 42.88 亿元，包括银行抵押借款和融资租赁借款，其中融资租赁借款平均利率为 6.44%；应付债券为 37.69 亿元，为公司发行的“2015 年威海蓝创建设投资有限公司公司债券”、“威海蓝创建设投资有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）”、“威海蓝创建设投资有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第二期）”和“威海蓝创建设投资有限公司 2016 年非公开发行公司债券”共计 4 期，账面价值合计 37.69 亿元；长期应付款为 15.47 亿元，主要以公司应付威海市财金资本运营有限公司的有息借款为主。

有息债务方面，2015 年~2017 年末，公司总债务分别为 29.38 亿元、91.16 亿元和 116.33 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.54 倍、0.13 倍和 0.21 倍，自 2015 年以来，随着公司增加大量债券和借款，公司债务规模呈快速增长态势，同时公司以长期借款置换短期债务使得公司长短期债务比逐年下降，以长期债务为主的债务结构与公司工程建设资金投入回报周期较长的特点相匹配，债务结构较为合理。

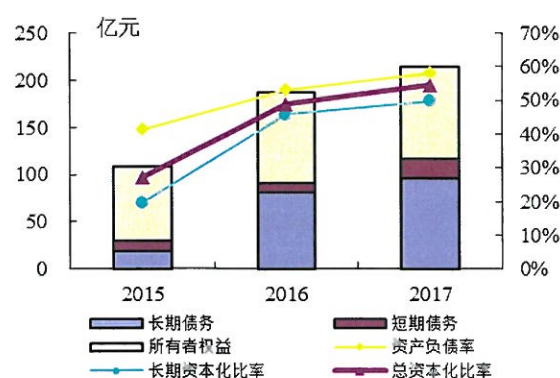
图 5：2015 年~2017 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受益于南海新区管委会对公司持续的注资拨款，公司资本公积不断增加，所有者权益亦相应增长，2015 年~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 78.56 亿元、95.43 亿元和 97.22 亿元，其中资本公积分别为 70.80 亿元、85.39 亿元和 84.76 亿元，2017 年末有所减少主要系公司无偿划转部分子公司所致。随着近年来负债规模大幅度增加，公司资产负债率和总资本化比率亦持续攀升，2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 41.33%、53.15%和 58.12%，总资本化比率分别为 27.22%、48.86%和 54.47%。

图 6：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，随着南海新区管委会将大量拨付款项注入公司以及项目建设的推进，公司资产规模大幅增长，资本实力得到增强。同时公司资产流动性较弱，近年来债务上升幅度较快，财务杠杆比率持续攀升，加之随着原有债务的到期，公司短期偿债压力有所显现。

盈利能力

随着公司业务范围的不断扩大，收入规模相应不断增加，2015 年~2017 年，公司营业总收入分别为 8.04 亿元、15.89 亿元和 16.49 亿元。2015 年和 2016 年，公司实现土地平整收入分别为 1.20 亿元和 5.21 亿元，目前该板块业务收入已全部确认完毕，2017 年，公司未开展土地平整相关业务。代建项目工程收入受项目建设进度的影响，呈波动变化，2015 年和 2016 年，该板块实现业务收入分别为 6.72 亿元和 4.78 亿元，2017 年因该业务模式下项目建设进度有所放缓，未产生收入。2016 年，公司新增工程项目业务，并在 2017 年成为公司收入的主要来源，2016 年和 2017 年，分别实现营业收入 5.35 亿元和 15.56 亿元，其中 2017 年收入全部来自威海南海新区新型社区项目。随着公司业务的不拓展，公司收入来源更为多元化，其他业务收入大幅增加，主要包括公共运输服务、物业管理、放贷利息、酒店住宿等板块，2015 年~2017 年，上述业务合计分别实现营业收入 499.85

万元、4,259.28 万元和 7,716.08 万元。

毛利率方面，2015 年~2017 年，公司营业毛利率分别为 13.11%、11.18% 和 6.90%。分业务来看，公司代建项目由政府按成本加成的方式进行并确认收入，因此该板块毛利率较为稳定，均维持在 16.67%；由于公司土地平整业务只负责对开发地块进行基本的“七通一平”整理，因此该板块业务毛利率水平较低，对公司整体盈利能力支持力度有限，同时该板块营业收入规模比重的增加是公司近年来营业毛利率持续走低的主要原因之一；2016 年和 2017 年，工程项目毛利率分别为 12.33% 和 8.85%，其中 2016 年因确认收入的项目中包含无收益项目，拉低了该业务板块的毛利率，2017 年收入全部来自威海南海新区新型社区项目，该项目为主要以安置当地农户为主，委托代建加成比例整体偏低；公共运输服务属于政策性亏损行业，自身盈利能力较差，盈亏平衡的实现依赖财政补贴程度较大，其过低的毛利率对公司盈利能力造成一定的负面影响。

表 5：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（万元、%）

业务板块	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目	67,226.26	16.67	47,843.84	16.67	-	-
土地平整	12,000.00	4.76	52,080.49	4.63	-	-
工程项目	-	-	53,505.83	12.33	155,598.24	8.85
公共运输服务	627.13	-223.91	1,252.14	-68.29	1,536.77	-76.88
其他	499.85	32.73	4,259.28	38.77	7,716.08	-15.67
合计	80,353.24	13.11	158,941.58	11.18	164,851.09	6.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2015 年~2017 年，公司三费合计分别为 0.46 亿元、0.57 亿元和 0.93 亿元，主要为管理费用和财务费用的支出。财务费用方面，由于公司将大部分利息费用进行资本化，同时较为充裕的货币资金为公司获得较多利息收入以及财政贴息冲减了利息支出，使得公司财务费用相较于债务规模偏低，2015 年~2017 年，分别为 0.22 亿元、0.17 亿元和 0.42 亿元；管理费用方面，随着业务的拓展，公司人员成本费用呈不断增长趋势，2015 年~2017 年，公司管理费用分别为 0.24 亿元、0.40 亿元和 0.50 亿元。受益于营业总收入

的不断增长，公司三费收入占比近年来均处于较低水平，2015 年~2017 年，公司三费收入占比分别为 5.73%、3.58% 和 5.63%。整体来看，公司期间费用控制情况较好。

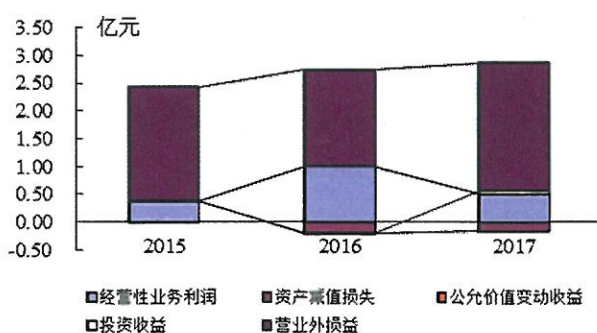
表 6：2015 年~2017 年公司期间费用分析

科目	2015	2016	2017
销售费用(亿元)	0.005	0.002	0.01
管理费用(亿元)	0.24	0.40	0.50
财务费用(亿元)	0.22	0.17	0.42
三费合计(亿元)	0.46	0.57	0.93
营业总收入(亿元)	8.04	15.89	16.49
三费收入占比(%)	5.73	3.58	5.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

经营性业务利润和营业外损益共同构成了公司的利润来源。2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 2.43 亿元、2.53 亿元和 2.69 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.36 亿元、1.00 亿元和 0.50 亿元。营业外损益主要由政府补助构成，是公司最主要的利润来源，2015 年~2017 年，公司获得的营业外收入分别为 2.08 亿元、1.75 亿元和 2.34 亿元，主要为政府给予公司的运营补贴和公交车购置税返还。此外，2016 年和 2017 年，公司分别计提了坏账准备 0.20 亿元和 0.17 亿元，对公司利润总额造成了一定负面影响。

图 7：2015 年~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体看来，公司营业收入持续增长，期间费用控制较好；作为南海新区重要的基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，公司得到了政府较强的财政补贴支持，同时公司税前利润对于政府补助的依赖程度较高，自身盈利能力偏弱。

现金流

2015 年~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 -37.66 亿元、-67.19 亿元和 -19.31 亿元，收现比分别为 1.09 倍、0.55 倍和 1.26 倍，近年来随着

公司项目量的增加，项目建设投入相应增长，但政府回款到位情况存在一定滞后性，加之受公司与政府相关单位的往来款流出影响，公司经营活动净现金流呈持续净流出状态且波动变化。

公司投资活动主要为股权投资和购买无形资产，2015 年~2017 年，公司投资活动净现金流分别为 -0.59 亿元、-2.09 亿元和 -0.61 亿元，整体规模较小。

2015 年~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为 47.31 亿元、70.25 亿元和 13.40 亿元。近年来公司在经营活动上的资金缺口主要通过政府注资、发行债券和金融机构借款的方式实现资金平衡。

表 7：2015 年~2017 年公司现金流分析(亿元)

科目	2015	2016	2017
经营活动产生现金流入	37.82	49.35	73.05
经营活动产生现金流出	75.47	116.53	92.36
经营活动净现金流	-37.66	-67.19	-19.31
投资活动产生现金流入	0.12	-	0.00
投资活动产生现金流出	0.72	2.09	0.61
投资活动净现金流	-0.59	-2.09	-0.61
筹资活动产生现金流入	53.03	92.22	28.74
其中：吸收投资	28.32	15.63	-
借款	11.56	49.91	28.74
发行债券	13.15	26.68	-
筹资活动产生现金流出	5.72	21.97	15.34
其中：偿还债务所支付的现金	4.00	15.55	5.72
筹资活动净现金流	47.31	70.25	13.40
现金及现金等价物净增加额	9.06	0.98	-6.51

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，受政府回款存在一定滞后性和公司与政府相关单位往来款净流出影响，公司经营活动净现金流近年来持续为负。公司在经营活动上的资金缺口主要通过筹资活动实现资金平衡，考虑到公司目前仍保有较大规模的投资支出，未来公司经营活动净现金流或将仍保持大规模净流出状态。

偿债能力

从偿债能力指标来看，随着债务规模的大幅上升，公司偿债指标持续弱化。2015 年~2017 年，

公司总债务/EBITDA 分别为 10.91 倍、31.25 倍和 34.85 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 3.11 倍、1.96 倍和 0.57 倍，EBITDA 对于债务本息的覆盖能力逐年下降。由于近年来公司经营活动净现金流持续为负，不能覆盖债务本息。

表 8：2015 年~2017 年公司偿债能力分析

科目	2015	2016	2017
长期债务（亿元）	19.12	80.65	96.05
总债务（亿元）	29.38	91.16	116.33
经营活动净现金流（亿元）	-37.66	-67.19	-19.31
EBITDA（亿元）	2.69	2.92	3.34
经营活动净现金流总债务（X）	-1.28	-0.74	-0.17
总债务/EBITDA（X）	10.91	31.25	34.85
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.11	1.96	0.57
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-43.46	-45.25	-3.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2017 年末，公司共获得银行授信总额 49.42 亿元，其中未使用额度 4.36 亿元，备用流动性趋紧。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限土地账面价值 53.82 亿元，受限货币资金 3.70 亿元，已抵押的房屋产权 1.05 亿元，上述项目合计占当期总资产的 25.23%。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 20.63 亿元，占当期所有者权益合计的比重为 21.22%，其中公司对民营企业担保金额合计 2.41 亿元，目前被担保企业经营情况正常，但考虑到民营企业经营风险较大，公司面临一定代偿风险。

表 9：截至 2017 年末公司对外担保情况（万元）

被担保单位	企业性质	担保金额
威海市文登区自来水公司	国企	20,292.00
威海市文登区自来水公司	国企	20,272.87
威海蓝创进出口有限公司	国企	5,628.30
威海蓝创进出口有限公司	国企	4,479.72
威海蓝创进出口有限公司	国企	15,000.00
威海南海新区靖唯土石方工程有限公司	民营	6,234.58
威海南海新区靖唯土石方工程有限公司	民营	1,800.00

威海市普祥市政工程有限公司	民营	2,000.00
威海泰浩建设集团有限公司	民营	10,500.00
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	国企	105,793.80
山东昆崙电缆有限公司	国企	1,936.00
山东昆崙电缆有限公司	国企	2,500.00
威海市汇隆纸制品有限公司	民营	2,912.00
威海市龙港纸业有限公司	民营	700.00
文登金海建设投资有限公司	国企	1,860.00
文登金海建设投资有限公司	国企	2,900.00
文登金海建设投资有限公司	国企	1,500.00
合计	-	206,309.27

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从公司债务到期分布来看，公司偿债高峰主要集中在 2018 年和 2019 年，分别需偿还债务 20.28 亿元和 17.69 亿元，存在一定短期偿债压力。

表 10：截至 2017 年末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2018	2019	2020	2020 年以后
到期金额	20.28	17.69	11.85	66.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至 2018 年 4 月 24 日，公司及其子公司未出现过银行借款到期未偿付及已发行债务融资工具到期未偿付情况。

评级展望

中诚信国际肯定了文登区稳步增长的区域经济、公司获得有力的政府支持等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司自营项目存在一定销售风险、资产流动性较弱、资本支出压力较大、债务规模和负债水平持续上升等因素对公司整体信用状况的影响。

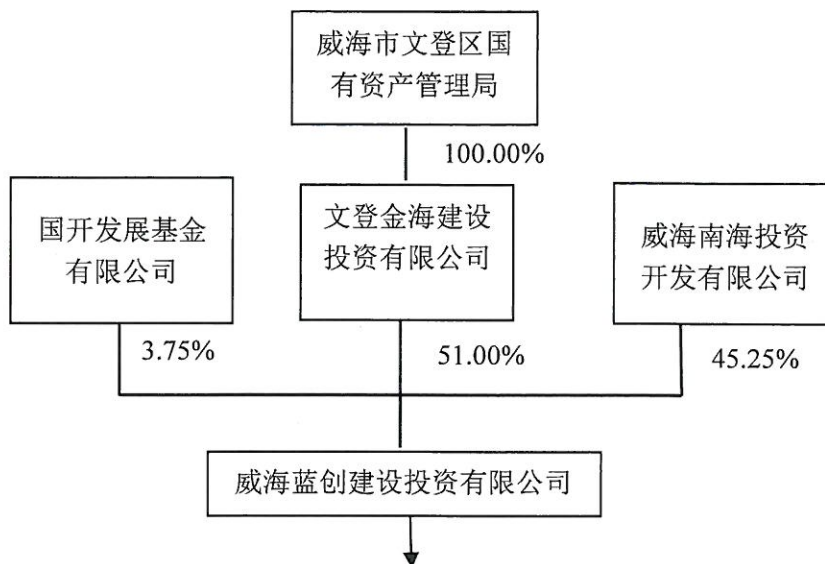
综合上述因素，中诚信国际认为公司未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

综上所述，中诚信国际评定威海蓝创建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2018 年威海蓝创建设投资有限公司

城市停车场建设专项债券”的信用等级为 **AA**。

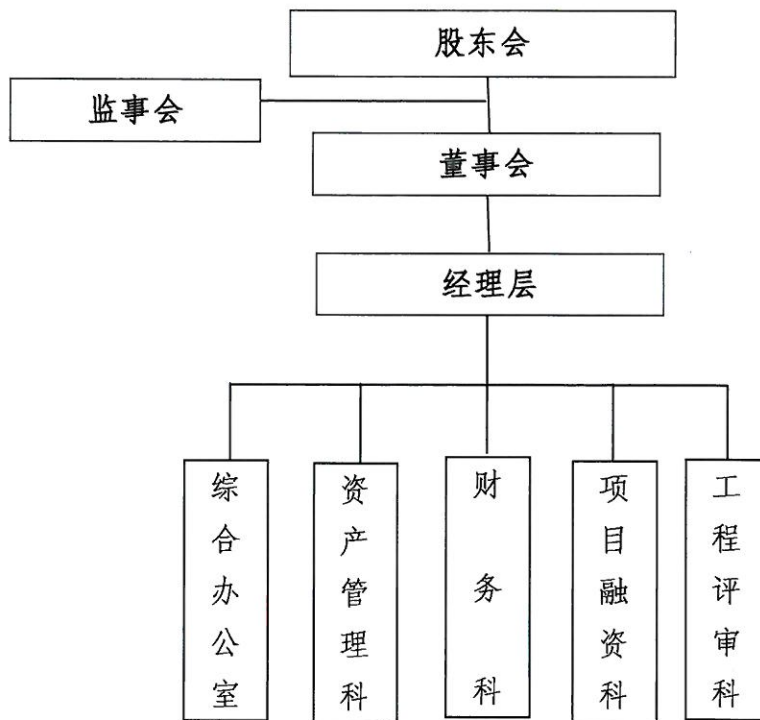
附一：威海蓝创建设投资有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	企业名称	持股比例（%）
1	威海南海新区公共交通有限公司	100.00
2	中安南海（山东）置业有限公司	100.00
3	中基南海科教城（山东）有限公司	100.00
4	威海蓝创事务管理有限公司	100.00
5	威海蓝创园林工程有限公司	100.00
6	威海蓝创小额贷款有限公司	100.00
7	威海市碧海逸林度假酒店有限公司	90.00
8	威海蓝瑞新能源汽车零部件制造有限公司	100.00
9	威海蓝创供热有限责任公司	100.00
10	威海南海体育产业发展有限公司	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：威海蓝创建设投资有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：威海蓝创建设投资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)	2015	2016	2017
货币资金	119,546.07	157,316.16	86,167.29
应收账款	126,945.99	147,940.61	106,450.44
其他应收款	68,637.97	320,037.51	352,103.32
存货	821,174.10	1,156,305.49	1,562,902.85
可供出售金融资产	6,002.00	12,302.00	1,500.00
长期股权投资	2,993.24	15,507.58	5,090.72
在建工程	6,301.57	49,796.09	23,419.65
无形资产	14,403.66	15,713.74	15,128.99
总资产	1,338,878.89	2,036,915.95	2,321,487.44
其他应付款	139,139.13	65,853.38	71,564.09
短期债务	102,537.40	105,134.53	202,822.04
长期债务	191,220.00	806,480.71	960,459.01
总债务	293,757.40	911,615.24	1,163,281.05
总负债	553,328.13	1,082,614.94	1,349,306.41
费用化利息支出	1,547.64	2,056.03	4,068.20
资本化利息支出	7,116.39	12,792.77	54,836.84
实收资本	15,000.00	15,469.04	15,584.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	785,550.76	954,301.01	972,181.02
营业总收入	80,353.24	158,941.58	164,851.09
经营性业务利润	3,620.44	9,978.19	4,993.78
投资收益	25.01	-87.66	551.47
营业外收入	20,813.90	17,511.99	23,443.80
净利润	22,710.84	22,438.94	24,044.68
EBIT	25,880.23	27,340.55	31,002.13
EBITDA	26,920.00	29,171.59	33,376.39
销售商品、提供劳务收到的现金	87,502.41	87,572.31	207,721.76
收到其他与经营活动有关的现金	290,669.64	404,862.20	521,465.54
购买商品、接受劳务支付的现金	329,333.51	416,215.38	516,031.07
支付其他与经营活动有关的现金	424,719.32	711,073.50	381,075.92
吸收投资收到的现金	283,150.67	156,328.05	0.00
资本支出	909.62	2,635.55	4,020.12
经营活动产生现金净流量	-376,569.22	-671,867.87	-193,054.08
投资活动产生现金净流量	-5,943.66	-20,855.55	-6,118.08
筹资活动产生现金净流量	473,083.60	702,493.51	134,023.28
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	13.11	11.18	6.90
三费收入比（%）	5.73	3.58	5.63
应收类款项/总资产（%）	14.61	22.97	19.75
收现比（X）	1.09	0.55	1.26
总资产收益率（%）	2.57	1.62	1.42
流动比率（X）	3.71	8.03	6.22
速动比率（X）	1.31	3.07	1.72
资产负债率（%）	41.33	53.15	58.12
总资本化比率（%）	27.22	48.86	54.47
长短期债务比（X）	0.54	0.13	0.21
经营活动净现金流/总债务（X）	-1.28	-0.74	-0.17
经营活动净现金流/短期债务（X）	-3.67	-6.39	-0.95
经营活动净现金流/利息支出（X）	-43.46	-45.25	-3.28
总债务/EBITDA（X）	10.91	31.25	34.85
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.28	0.16
货币资金/短期债务（X）	1.17	1.50	0.42
EBITDA 利息倍数（X）	3.11	1.96	0.57

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、将公司 2015 年~2017 年财务报表中“长期应付款”纳入长期债务核算；3、公司 2016 年获得政府财政贴息，在审计报告中直接冲减了利息支出，相关指标未考虑该部分利息。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

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 级及以下等级外，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，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中诚信国际关于 2018 年威海蓝创建设投资有限公司城市停车场建设专项债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在 2018 年威海蓝创建设投资有限公司 10 亿元城市停车场建设专项债券的存续期内对本期公司债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期公司债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018 年 6 月 6 日

