

威海蓝创建设投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；
维持“18威蓝专项债/18威蓝债”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

二零一九年六月二十日

威海蓝创建设投资有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 威海蓝创建设投资有限公司
本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定
上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

存续债务列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
18 威蓝专项债 /18 威蓝债	10	2018/10/11~ 2025/10/11	AA	AA

概况数据

威海蓝创（合并口径）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	203.69	232.15	274.45
所有者权益合计（亿元）	95.43	97.22	114.14
总负债（亿元）	108.26	134.93	160.31
总债务（亿元）	91.16	116.33	125.56
营业总收入（亿元）	15.89	16.49	17.62
经营性业务利润（亿元）	1.00	0.50	2.53
净利润（亿元）	2.24	2.40	2.14
EBIT（亿元）	2.73	3.10	2.93
EBITDA（亿元）	2.92	3.34	3.26
经营活动净现金流（亿元）	-67.19	-19.31	-10.22
收现比(X)	0.55	1.26	0.81
总资产收益率(%)	1.62	1.42	1.07
营业毛利率(%)	11.18	6.90	4.37
应收类款项/总资产(%)	22.97	19.75	23.31
资产负债率(%)	53.15	58.12	58.41
总资本化比率(%)	48.86	54.47	52.38
总债务/EBITDA(X)	31.25	34.85	38.55
EBITDA 利息倍数(X)	1.96	0.60	0.50

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、将公司 2016 年~2018 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：何 川 che@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 20 日

基本观点

中诚信国际维持威海蓝创建设投资有限公司（以下简称“威海蓝创”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 威蓝专项债/18 威蓝债”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了文登区区域经济持续增长、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持续上升、短期偿债压力较大、资产流动性较弱以及或存在一定代偿风险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。**2018 年，文登区实现地区生产总值（GDP）852.47 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.0%。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。2018 年，南海新区管委会向公司注入资金 17.35 亿元，并获得运营补贴、公交车购置税返还及燃油补贴合计 2.70 亿元。

关 注

- **近年来债务规模持续上升，短期偿债压力较大。**截至 2018 年末，公司总负债为 160.31 亿元，较上年末增加 25.38 亿元，资产负债率小幅增至 58.41%；此外，公司总债务为 125.56 亿元，其中短期债务为 33.75 亿元，短期偿债压力较大。
- **资产流动性较弱。**截至 2018 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及国有企业的往来款为主，整体资产流动性较弱，结构单一。
- **代偿风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额为 21.67 亿元，其中公司对民营企业担保金额合计 2.57 亿元，或存在一定代偿风险。

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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、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，中诚信国际在“18 威蓝专项债/18 威蓝债”的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 威蓝专项债/18 威蓝债”募集资金 10.00 亿元，其中 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。截至 2018 年末，10 亿元债券资金已按照原定募集资金用途全部使用完毕。

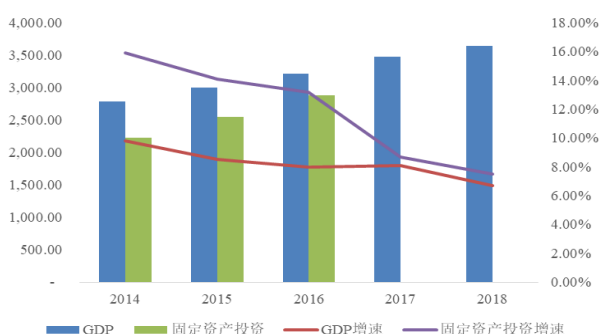
近期关注

威海市与文登区经济实力及财政实力稳步增长，为公司的业务发展奠定了坚实基础

近年来，威海市经济保持高速发展，2016 年~2018 年，威海市地区生产总值分别为 3,212.20 亿元、3,480.10 亿元和 3,641.48 亿元，按可比价格，分别同比增长 9.7%、9.6%和 6.7%。2018 年，威海市第一产业增加值 281.21 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1,601.20 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 1,759.07 亿元，增长 8.3%。三次产业结构由 2017 年的 6.8: 45.4: 47.8 调整为 2018 年的 7.7: 44.0: 48.3。

2018 年，威海市全年固定资产投资增长 7.5%。其中，第一产业投资下降 14.4%，第二产业投资增长 0.3%，第三产业投资增长 17.5%。一、二、三产业投资结构为 1.0: 52.3: 46.7。

图 1：2014 年~2018 年威海市经济运行情况（亿元）



注：2017 年及 2018 年威海市固定资产投资数据未披露。

资料来源：《威海市国民经济和社会发展统计公报》

得益于经济持续发展，近年来，威海市财政实力不断增强，2016 年~2018 年，威海市分别实现地方一般公共预算收入 260.50 亿元、273.08 亿元和 284.44 亿元，分别同比增长 10.2%、9.5%和 4.2%；其中，税收收入分别为 208.97 亿元、216.62 亿元和 230.30 亿元，是一般公共预算收入的主要来源。2016 年~2018 年，威海市地方一般公共预算支出分别为 338.60 亿元、359.56 亿元和 363.82 亿元，同口径分别同比增长 7.98%、6.20%和 1.20%。2016 年~2018 年，威海市公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 76.93%、75.95%和 78.18%。

2016 年~2018 年，威海市政府性基金收入分别为 245.64 亿元、245.48 亿元和 299.17 亿元，政府性基金支出分别为 267.57 亿元、280.44 亿元和 351.47 亿元，近年来政府性基金收入对威海市综合财力的支撑作用十分显著，推动当地财力状况不断增强；同时，中诚信国际关注到土地出让收入受国家宏观政策特别是土地和房地产政策的影响较大，未来基金收入规模存在不确定性，或对威海市财力状况造成一定影响。

表 1：2016 年~2018 年威海市财政收支情况

项目	2016	2017	2018
财政收入：			
一般公共预算收入（亿元）	260.50	273.08	284.44
其中：税收收入（亿元）	208.97	216.62	230.30
政府性基金收入（亿元）	245.64	245.48	299.17
财政支出：			
一般公共预算支出（亿元）	338.60	359.56	363.82
政府性基金支出（亿元）	267.57	280.44	351.47
公共财政平衡率(%)	76.93	75.95	78.18

资料来源：威海市财政决算报告

总体来看，威海市地处经济水平较高的环山东半岛圈，地理位置优越，近年来其区域经济实力和财政实力增速有所放缓，但仍保持增长态势，为进一步提升公共服务基础设施和完善公共服务体系提供了良好的区域环境。

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。2018 年，全区实现地区生产总值（GDP）852.47 亿

元，按可比价格计算，同比增长 6.0%。其中，第一产业增加值同比增长 3.0%；第二产业增加值同比增长 4.6%；第三产业增加值同比增长 8.0%；三次产业结构比例由上年的 7.6: 45.9: 46.5 调整为 8.1: 44.5: 47.4，产业结构持续调整优化。2018 年，文登区规模以上固定资产投资同比增长 5.5%，比上年同期下降 6.8 个百分点。

财政实力方面，2018 年，文登区一般公共预算收入 53.76 亿元，同比增长 4.0%，其中，税收收入为 43.70 亿元，是一般预算收入的主要来源。同期，一般公共预算支出为 65.22 亿元，同比增长 2.7%。2018 年，文登区公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 82.43%，财政平衡能力较好。

2018 年，文登区政府性基金收入为 104.97 亿元，主要来自国有土地使用权出让；同期，政府性基金支出为 116.24 亿元。政府性基金收入是文登区财政收入的重要构成。

政府债务方面，截至 2018 年末，文登区地方政府债务余额为 118.80 亿元，其中一般债务余额 35.23 亿元，专项债务余额 83.57 亿元。总体来看，文登区经济实力及财政实力平稳增长，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划分隶属威海市文登区（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。

跟踪期内，公司继续推进存量项目建设，完工项目回款情况较好，在建及拟建项目面临一定的投资压力

公司工程项目分为两种业务模式，第一种模式下，公司与南海新区财政局签订城市基础设施建设协议。根据协议，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，此外，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 2018 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，已确认收入及实际到位回款 19.97 亿元。具体来看，蓝创大厦、园区路网二期、南海高级中学项目已经建设并回款完毕，公司未来投资重点主要在北京交通大学校区项目。

第二种模式下，公司与当地国有企业签订委托代建协议，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、威海南海新区新型社区项目、2017 年棚户区改造项目和 2018 年棚户区改造项目。其中，南海新区填方土方工程项目、威海南海新区新型社区项目、2017 年棚户区改造项目和 2018 年棚户区改造项目委托主体均为公司股东文登金海建设投资有限公司（以下简称“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、2017 年棚户区改造项目和 2018 年棚户区改造项目加成比例为 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），截至 2018 年末，该项目累计完成投资 45.18 亿元，已完成 7 个社区的验收，2018 年工程项目收入仍全部来自该项目。根据《关于公布 2017 年第一批棚户区改造任务分解落实项目的通知》（鲁建住字[2016]15 号）和《关于公布 2018 年棚户区改造第二批调整项目的通知》（鲁建住字[2018]15 号），2017 年棚户区改造项目和 2018 年棚户区改造项目分别列入 2017 年度及 2018 年度山东省城镇保障性安居工程建设任务。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 2018 年末，上述工程项目已累计完成投资 50.32 亿元，已确认收入 37.62 亿元，到位回款 28.18 亿元。具体来看，南海新区填方土方工程项目以及金花河流域综合整治工程项目已经建设并回款完毕，公司未来投资重点主要在威海南海新区新型社区项目、2017 年棚户区改造项目和 2018 年棚户区改造项目。

表 2：截至 2018 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	计划总投资	已投资	已确认收入	实际到位回款	委托方
第一种模式						
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
小计	--	423,179.00	178,916.64	199,691.19	199,691.19	--
第二种模式						
南海新区填方土方工程项目	2015.01~2017.12	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	2014.10~2016.09	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	2014.12~2018.12	--	451,845.88	322,732.67	228,279.47	国有企业
2017 年棚户区改造项目	2017.11~2019.10	62,483	4,436.08	0.00	0.00	国有企业
2018 年棚户区改造项目	2018.06~2020.05	46,379	0.00	0.00	0.00	国有企业
小计	--	--	503,191.13	376,238.50	281,810.35	--
合计	--	--	682,107.77	575,929.69	481,501.54	--

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

总体来看，公司是南海新区重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司重点推进了南海新区新型社区项目的建设，同时该项目回款也构成了公司最主要的收入来源。近年来，公司完工项目回款情况

较好，在建及拟建项目充足，但未来面临一定的投资压力。

公司自营项目建成后资金回笼周期较长，收益对投资成本的覆盖程度存在不确定性

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屿产业园项目及威海南海新区城市停车场建设项目。

威海南海新区华山金屿产业园项目于 2016 年 6 月正式开工，建成后将通过配套商业、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。项目概算总投资 12.98 亿元，截至 2018 年末，已累计投入资金 4.98 亿元。

威海南海新区城市停车场建设项目为本次跟踪存续债券的募投项目，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，项目建成后公司将通过收取停车场停车费和配套商业设施租赁收入来实现收益。项目概算总投资 8.93 亿元，截至 2018 年末，已累计投入资金 6.90 亿元。

南海新区高校联盟科创城项目是在南海新区与北京高科大学联盟签订共建协议的基础上实施的，其中公司负责基础设施建设，为高校科研机构提供必要的科研场所，北京高科大学联盟及国内二十多所大学科研机构进驻后从事科学研究和成果转化。项目建成后将通过办公楼及商业综合体的销售收入、技术转让费、物业管理费等来覆盖前期的投资成本。项目概算总投资 9.69 亿元，截至 2018 年末，已累计投入资金 0.08 亿元。

中铝职业教育园项目是山东铝业职业学院为拓展校舍需求而建设的威海校区，项目由公司负责建设，建成后将通过教学楼和校舍的租金收入来覆盖前期成本。项目概算总投资 7.64 亿元，截至 2018 年末，已累计投入资金 4.92 亿元。

表 3：截至 2018 年末公司自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资	已投资
华山金屿产业园	2016.06~2019.12	12.98	4.98
城市停车场	2017.08~2019.08	8.93	6.90
南海新区高校联盟科创城	2017.03~2020.02	9.69	0.08
中铝职业教育园项目	2017.02~2019.02	7.64	4.92
合计	--	39.24	16.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司自营业务目前仍保有一定规

模的工程量，且建成后的租售房款及停车费等收入将对公司营业收入形成有利补充，并在一定程度上提升公司的抗风险能力。但自营项目的资金回笼周期较长，且盈利状况受南海新区招商引资及城市规划等因素影响较大，收益能否弥补前期投资成本存在一定不确定性，中诚信国际将对此保持关注。

公共运输服务等多元化业务拓宽了公司的收入来源，但收入规模尚小；公益性业务尚处亏损阶段，对公司盈利能力造成拖累

除工程建设外，公司还经营公共运输服务、小额贷款、酒店运营、供热、物业管理和体育赛事等多元化业务。

公共运输服务由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，运营内容包括公交车及出租车业务，覆盖区域为南海新区范围。2018 年，公司新增公交运营线路 1 条，新增公交车 11 辆，出租车数量未发生变化。截至 2018 年末，公司拥有公交运营线路 19 条，公交车 101 辆，出租车 70 辆。随着运营规模扩大及客流量的增长，跟踪期内公司实现公共运输服务收入 0.16 亿元，较上年增长 6.93%。由于公共运输行业公益性较强，政府每年对公司提供一定补贴，但经营收入仍无法覆盖成本支出，该业务近年来均呈亏损状态。

小额贷款业务公司子公司威海蓝创小额贷款有限公司（以下简称“蓝创小贷”）负责。蓝创小贷成立于 2015 年 11 月，注册资本 5 亿元，放贷对象基本为公司工程建设业务关联方，并要求被担保对象提供土地、房产、设备及股权等作为抵押物，业务风险不大。截至 2018 年末，公司存量客户 78 户，贷款余额 5.98 亿元，其中计提坏账准备 0.18 亿元，无逾期情况。2018 年，公司实现放贷利息收入 0.39 亿元，由于贷款规模的下降，收入较上年略有下降。

酒店运营由子公司威海市碧海逸林度假酒店有限公司负责，运营内容主要为提供酒店住宿及餐饮服务，依托区域内旅游景气度的提升，酒店

经营状况向好。截至 2018 年末，公司共拥有客房 440 间，客房出租率为 50%。2018 年，公司实现酒店住宿及餐饮收入 0.15 亿元，较上年增长 6.14%。

供热业务由子公司威海蓝创供热有限责任公司（以下简称“蓝创供热”）运营，主要负责南海新区内的居民及企业供暖和配套工程建设，在区域内具有垄断优势，经营较为稳定。2018 年，公司实现供暖及配套工程收入 0.16 亿元，由于公益性较强，近年来亏损严重。此外，目前该板块在建项目主要是威海南海新区供热管网工程，预计于 2019 年底实现全面供热，该板块收入有望进一步增加。

公司物业管理业务由子公司威海蓝创事务管理有限公司负责，运营内容主要是向蓝创大厦和蓝色创业谷内各企业提供餐饮、房屋租赁和会议服务等，2018 年实现物业管理收入 275.02 万元。体育赛事业务由子公司中基南海科教城（山东）有限公司负责，通过组织体育赛事收取门票等方式取得收入，2018 年实现体育赛事收入 132.06 万元。

总的来看，公共运输服务、小额贷款、酒店运营和供热等多元化业务的开展使公司收入来源拓宽，但业务规模尚小，收入贡献有限。公共运输服务及供热业务公益性较强，目前尚处于亏损阶段，对公司盈利能力造成拖累。

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、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 年及 2018 年审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制。2018 年末，应收账款、其他应收款、其他应付款和长期应付款金额为“财会【2018】15 号文件”前报表项目口径。

盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 17.62 亿元，较 2017 年增长 6.91%，主要系工程项目收入增加。分板块来看，2018 年，公司未确认代建业务收入和土地整理业务收入，上述业务所涉及的项目收入均已确认完毕。工程项目是公司的主要收入来源，2018 年确认收入 16.71 亿元，全部来自南海新区新型社区项目。其他业务收入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，2018 年共实现收入 0.91 亿元，较上年略有下降，系小贷业务贷款规模下降后利息收入减少所致。

2018 年，公司营业毛利率为 4.37%。其中，工程项目毛利率为 8.85%，与 2017 年持平，但利润水平偏低，主要系近两年工程项目收入均全部来自南海新区新型社区项目所致，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。2018 年，其他业务毛利率为-77.81%，亏损程度进一步扩大，主要由于毛利率较高的小贷业务规模下降而毛利率为负的供暖及配套工程规模上升。

表 4：2016 年~2018 年公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目	4.78	16.67	--	--	--	--
土地平整	5.21	4.63	--	--	--	--
工程项目	5.35	12.33	15.56	8.85	16.71	8.85
其他业务	0.55	14.45	0.93	-25.83	0.91	-77.81
合计	15.89	11.18	16.49	6.90	17.62	4.37

注：2016 年，公司将与政府签署协议的项目收入计入代建项目收入，与当地国有企业签署协议的项目收入计入工程项目收入，2017 年起不再区分，全部计入工程项目收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2018 年，公司期间费用合计 0.82 亿元，其中管

理费用为 0.46 亿元，较上年有所下降，原因是孙公司威海蓝创园林工程有限公司的管理人员薪酬来

自财政局拨款，2017年及以前薪酬计入管理费用，2018年直接从财政局的拨款中冲减薪酬，同时子公司蓝创供热原计入管理费用的折旧调整至生产成本核算。2018年，财务费用为0.35亿元，主要是利息支出，公司将大部分利息支出资本化，财务费用长期保持较小规模。得益于期间费用管控能力改善，公司期间费用收入占比由2017年的5.63%降至2018年的4.63%。

表 5：2016 年~2018 年公司期间费用分析

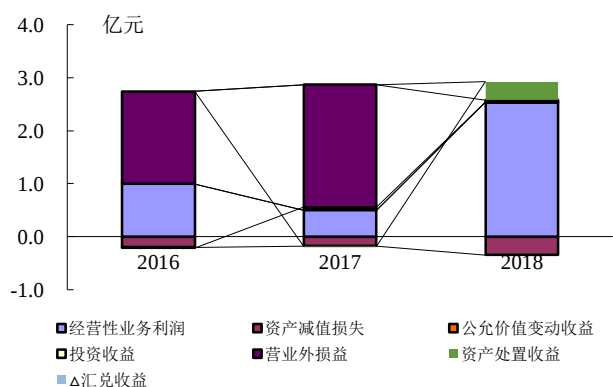
项目	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	0.002	0.01	0.01
管理费用（亿元）	0.40	0.50	0.46
财务费用（亿元）	0.17	0.42	0.35
期间费用合计（亿元）	0.57	0.93	0.82
营业总收入（亿元）	15.89	16.49	17.62
期间费用收入占比（%）	3.58	5.63	4.63

注：2018 年管理费用包括研发费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，公司利润来源主要依靠政府补助。2018年，公司利润总额为2.58亿元，其中经营性业务利润为2.53亿元，主要是运营补贴、公交车购置税返还及燃油补贴合计2.70亿元，计入其他收益；同期，公司资产处置收益为0.35亿元，系以土地使用权作价出资参股威海雅蓝投资开发有限公司（以下简称“雅蓝投资”），评估价值增加所致；此外，公司资产减值损失为0.34亿元，主要是蓝创供热当期收益不佳计提商誉减值，对公司税前利润造成了一定负面影响。整体来看，公司盈利水平对政府补贴的依赖性较大。

图 2：2016 年~2018 年公司利润总额构成分析



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，但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。

偿债能力

跟踪期内，公司总资产规模持续增长，由2017年末的232.15亿元增至2018年末的274.45亿元，主要来自于长期股权投资和应收类款项的增长。截至2018年末，公司应收账款14.10亿元，较上年增长32.44%，其中应收股东金海建设项目工程款13.73亿元，占比97.14%，账龄一年以内。同期末，公司其他应收款为49.87亿元，较2017年末增长41.64%，主要系往来款净流出规模增加所致，其中2018年末前五大应收对象分别为南海新区财政局、金海建设、南海投资开发有限公司（以下简称“南海投资”）、威海南海科创投资有限公司和威海蓝创置业有限公司，合计占比71.76%，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，但款项回收时间存在一定不确定性，中诚信国际将对公司资金往来款的拆借情况保持关注。此外，跟踪期内存货由2017年末的156.29亿元降至2018年末的144.60亿元，其中土地使用权由2017年末的82.55亿元降至2018年末的62.58亿元，原因是跟踪期内公司因更换土地证及招拍挂购入土地使用权原因增加土地使用权19.53亿元，同时2018年4月公司以土地使用权作价出资获得雅蓝投资15.20%股权，该事项使得土地使用权账面价值减少36.18亿元，同时长期股权投资中新增雅蓝投资36.53亿元，差值计入资产处置收益科目；此外，工程施工成本由2017年末的73.70亿元增至81.97亿元，主要为项目的建设支出。总的来看，公司资产构成中，存货和其他应收款合计占总资产比重为70.86%，整体资产流动性较弱。

截至2018年末，公司总负债由2017年末的134.93亿元增至160.31亿元，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和专项应付款增加所致。流动负债中，截至2018年末，公司其他应付款为20.30亿元，较上年增长183.59%，增长来自政府

机构和业务方往来款；同期末，公司一年内到期的非流动负债 21.72 亿元，较上年增长 83.97%，主要是即将到期的信托贷款和非公开发行公司债券。非流动负债中，截至 2018 年末，公司长期借款为 41.90 亿元，其中银行贷款 32.91 亿元，借款利率多为基准利率或略有上浮，非银行金融机构借款 8.99 亿元，均为信托贷款，集中于 2019 年和 2020 年内陆续到期；同期末，公司应付债券为 33.07 亿元，其中 2018 年公司偿还到期金额 6.50 亿元，并新增“18 威蓝专项债/18 威蓝债”10.00 亿元。此外，截至 2018 年末，公司长期应付款 16.83 亿元，全部为融资租赁款项，其中年内新增款项 2.79 亿元；同期末，公司专项应付款 7.34 亿元，其中新增专项债券资金 3.00 亿元，用于棚户区改造项目，未来本息偿还由南海新区财政局承担。

所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益合计 114.14 亿元，较上年增长 16.92 亿元，主要系年内南海新区管委会向公司拨款 17.35 亿元¹以及政府收回子公司中基南海科教城（山东）有限公司的土地使用权 2.57 亿元。

现金流方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.22 亿元，仍呈净流出状态，原因是工程项目支出金额较大而回款较少；同期，销售商品、提供劳务收到的现金 14.34 亿元，全部来自南海新区新型社区项目的回款；购买商品、接受劳务支付的现金为 28.25 亿元，支出用于工程施工及购买土地；此外，公司每年经营性往来款收支规模均较大，跟踪期内公司收到往来款及政府补助款等共计 76.36 亿元，支付往来款及期间费用等共计 71.45 亿元，结余资金对经营活动现金流形成补充。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 7.05 亿元，其中收到南海新区管委会注资 12.07 亿元、借款收到 30.41 亿元、发行债券收到 9.96 亿元；偿还债务支付现金 33.87 亿元，偿付利息 5.03 亿元、支付应付票据保证金 6.50 亿元，经营活动的资金缺口主要依赖筹资活动来

实现补足。公司投资活动产生的现金流量净额较小，2018 年为-0.54 亿元。

截至 2018 年末，公司总债务 125.56 亿元，较上年末增加 9.23 亿元，资产负债率由 2017 年末的 58.12%小幅增至 58.41%，总资本化比率由 2017 年末的 54.47%小幅降至 52.38%，债务结构及财务杠杆变化不大。从偿债能力来看，2018 年，公司总债务/EBITDA 上升至 38.55 倍，EBITDA 利息保障系数降至 0.50 倍，EBITDA 不能保障债务本息；同期，公司经营活动现金流仍为净流出，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为-0.08 倍和-1.55 倍，无法覆盖总债务及利息支出。整体来看，公司偿债指标较弱。

表 6：2016 年~2018 年公司偿债能力指标

科目	2016	2017	2018
长期债务（亿元）	80.65	96.05	91.80
总债务（亿元）	91.16	116.33	125.56
经营活动净现金流（亿元）	-67.19	-19.31	-10.22
EBITDA（亿元）	2.92	3.34	3.26
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.74	-0.17	-0.08
总债务/EBITDA(X)	31.25	34.85	38.55
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.96	0.60	0.50
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	-45.25	-3.50	-1.55

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务到期方面来看，2019 年~2021 年，公司到期债务分别为 33.75 亿元、7.89 亿元和 11.54 亿元，其中 2019 年偿债压力较大，公司将通过自有资金、发行债券及银行贷款等方式偿付债务。

表 7：截至 2018 年末公司债务到期情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
到期金额	33.75	7.89	11.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2018 年末，公司共获取银行授信额度 62.54 亿元，其中未使用银行授信额度为 4.57 亿元，考虑到公司一年内到期的债务压力加大，备用流动性趋紧。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产共 49.59 亿元，其中受限土地账面价值 42.05 亿元，受限货币资金 6.50 亿元，已抵押的房屋产权 1.05 亿元，上述项目合计占当期末总资产的 18.07%。

¹ 其中 5.28 亿元于 2017 年收到，2018 年政府下发通知后计入资本公积。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 21.67 亿元，占当期末所有者权益合计的比重为 18.99%，其中公司对民营企业担保金额合计 2.57 亿元，主要是对工程施工方在公司对其应付工程款额度内提供的担保，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，公司仍面临一定代偿风险。

表 8：截至 2018 年末公司对外担保明细（万元）

被担保人	企业性质	担保金额
威海市文登区自来水公司	国有	4,000.00
威海蓝创进出口有限公司	国有	160,887.78
山东昆崙电缆有限公司	国有	8,417.60
金海建设	国有	6,200.00
威海南海新区水务有限公司	国有	9,500.00
威海天沐温泉度假有限公司	国有	2,000.00
威海南海新区靖唯土石方工程有限公司	民营	8,034.58
威海市普祥市政工程有限公司	民营	9,000.00
威海泰浩建设集团有限公司	民营	4,949.00
威海市龙港纸业有限公司	民营	700
威海圣海建筑工程有限公司	民营	1,500.00
威海市文登区朋源土方工程有限公司	民营	1,500.00
合计	--	216,688.96

注：公司对威海蓝创进出口有限公司的对外担保金额中，其中 10,108.02 万元已于 2019 年 1 月解除。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

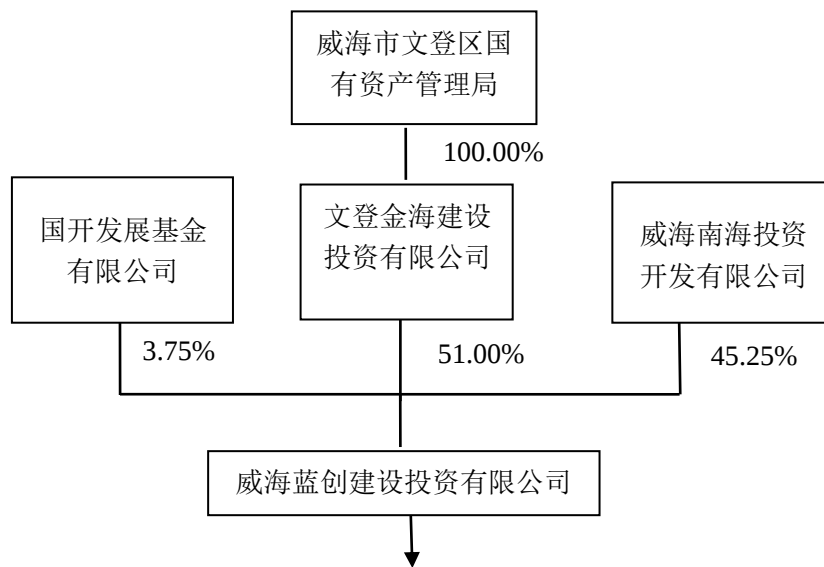
过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 24 日，公司未结清债务中存在 1 笔关注类贷款，已结清债务中存在 1 笔关注类贷款及 2 笔欠息记录，其中未结清及已结清的贷款，因借新还旧，信贷系统自动划为关注类，公司实际不存在欠息及违约情况；欠息记录系银行系统原因导致，非公司恶意欠息。除上述情况外，公司不存在其他未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息。

结 论

综上，中诚信国际维持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；维持“18 威蓝专项债/18 威蓝债”的信用等级为 **AA**。

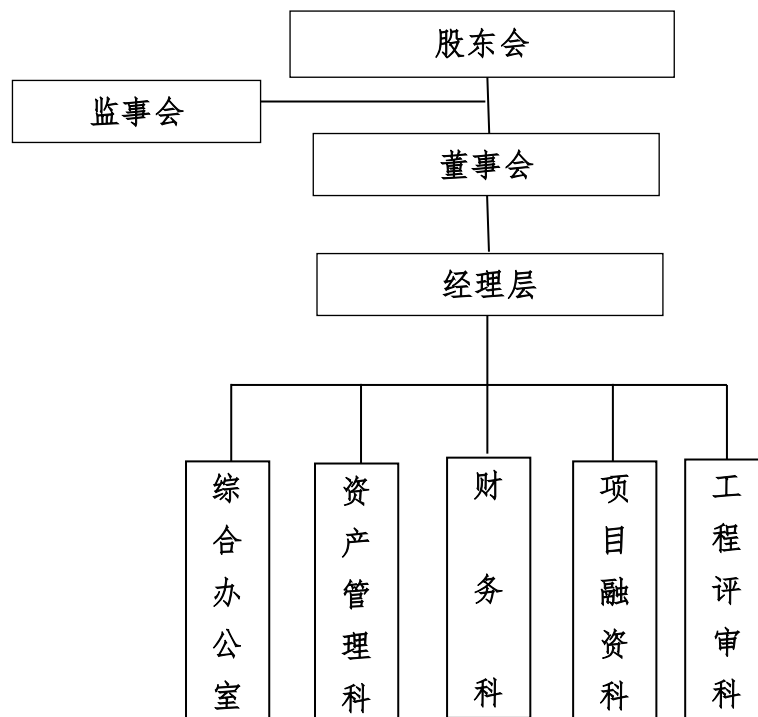
附一：威海蓝创建设投资有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



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 2018 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）	2016	2017	2018
货币资金	157,316.16	86,167.29	77,111.37
应收账款	147,940.61	106,450.44	140,978.94
其他应收款	320,037.51	352,103.32	498,725.87
存货	1,156,305.49	1,562,902.85	1,446,014.34
可供出售金融资产	12,302.00	1,500.00	1,000.00
长期股权投资	15,507.58	5,090.72	370,357.35
在建工程	49,796.09	23,419.65	25,322.69
无形资产	15,713.74	15,128.99	14,529.93
总资产	2,036,915.95	2,321,487.44	2,744,452.77
其他应付款	65,853.38	71,564.09	202,951.28
短期债务	105,134.53	202,822.04	337,509.23
长期债务	806,480.71	960,459.01	918,042.57
总债务	911,615.24	1,163,281.05	1,255,551.80
总负债	1,082,614.94	1,349,306.41	1,603,086.98
费用化利息支出	2,056.03	4,068.20	3,497.14
资本化利息支出	12,792.77	51,119.71	62,199.69
实收资本	15,469.04	15,584.36	15,584.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益	954,301.01	972,181.02	1,141,365.79
营业总收入	158,941.58	164,851.09	176,238.86
经营性业务利润	9,978.19	4,993.78	25,345.73
投资收益	-87.66	551.47	55.72
营业外收入	17,511.99	23,443.80	365.44
净利润	22,438.94	24,044.68	21,356.58
EBIT	27,340.55	31,002.13	29,289.55
EBITDA	29,171.59	33,376.39	32,566.86
销售商品、提供劳务收到的现金	87,572.31	207,721.76	143,410.84
收到其他与经营活动有关的现金	404,862.20	521,465.54	763,629.20
购买商品、接受劳务支付的现金	416,215.38	516,031.07	282,522.13
支付其他与经营活动有关的现金	711,073.50	381,075.92	714,468.28
吸收投资收到的现金	156,328.05	0.00	120,749.45
资本支出	2,635.55	4,020.12	2,655.04
经营活动产生现金净流量	-671,867.87	-193,054.08	-102,150.01
投资活动产生现金净流量	-20,855.55	-6,118.08	-5,425.46
筹资活动产生现金净流量	702,493.51	134,023.28	70,519.55
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	11.18	6.90	4.37
期间费用收入比（%）	3.58	5.63	4.63
应收类款项/总资产（%）	22.97	19.75	23.31
收现比（X）	0.55	1.26	0.81
总资产收益率（%）	1.62	1.42	1.07
流动比率（X）	8.03	6.22	3.63
速动比率（X）	3.07	1.72	1.27
资产负债率（%）	53.15	58.12	58.41
总资本化比率（%）	48.86	54.47	52.38
长短期债务比（X）	0.13	0.21	0.37
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.74	-0.17	-0.08
经营活动净现金流/短期债务（X）	-6.39	-0.95	-0.30
经营活动净现金流/利息支出（X）	-45.25	-3.50	-1.55
总债务/EBITDA（X）	31.25	34.85	38.55
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.16	0.10
货币资金/短期债务（X）	1.50	0.42	0.23
EBITDA 利息倍数（X）	1.96	0.60	0.50

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、将公司 2016 年~2018 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。4、表中 2018 年项目和指标均按照“财会【2018】15 号文件”前口径列示和计算。

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-研发费用+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

期间费用合计=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用

期间费用收入比=(财务费用+管理费用+销售费用+研发费用)/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+所有者权益合计)

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，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。