

威海蓝创建设投资有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 28 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1973号

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贵公司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

二零二一年六月二十八日

评级观点：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”的债项信用等级为 **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短期偿债压力较大且非标债务占比较高、资产流动性较弱以及存在一定代偿风险等因素对公司整体信用状况的影响。

概况数据

威海蓝创（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	274.45	295.17	324.06
所有者权益合计（亿元）	114.14	137.53	149.28
总负债（亿元）	160.31	157.64	174.78
总债务（亿元）	125.56	125.22	140.26
营业总收入（亿元）	17.62	19.89	20.17
经营性业务利润（亿元）	2.53	3.57	4.04
净利润（亿元）	2.14	2.90	3.34
EBITDA（亿元）	3.26	3.97	4.58
经营活动净现金流（亿元）	-10.22	-13.55	-7.11
收现比(X)	0.81	0.77	0.82
营业毛利率(%)	4.37	5.77	7.58
应收类款项/总资产(%)	23.47	25.02	28.92
资产负债率(%)	58.41	53.41	53.93
总资本化比率(%)	52.38	47.66	48.44
总债务/EBITDA(X)	38.55	31.55	30.60
EBITDA 利息倍数(X)	0.65	0.85	0.62

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际分析时将公司长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

正面

■ **文登区及南海新区区域经济持续增长。**2020 年，文登区实现地区生产总值 474.67 亿元，同比增长 3.2%；南海新区实现地区生产总值 81.95 亿元，同比增长 5.9%，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。2020 年，

南海新区管委会向公司拨付运营补贴、公交车购置税返还及燃油补贴合计 3.90 亿元；注入用于征地和拆迁补偿支出款 2.68 亿元；并出文将威海南海新区财政与审计局历年拨付的专项资金 9.20 亿元转增公司资本公积。

关注

■ **短期偿债压力较大，且非标债务占比较高。**截至 2020 年末，公司总债务为 140.26 亿元，其中短期债务为 31.07 亿元，但非受限的货币资金仅为 1.00 亿元，短期偿债压力较大；且公司总债务中有 17.65 亿元非标债务，占总债务的比重为 12.58%。

■ **资产流动性较弱。**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应收类款项为主。截至 2020 年末，公司存货和应收类款项分别为 144.35 亿元和 93.73 亿元，占总资产的比重分别为 44.54% 和 28.92%，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱。

■ **存在一定代偿风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额为 30.89 亿元，占同期净资产的 20.69%，其中公司对民营企业担保金额合计 1.19 亿元，考虑到目前宏观经济放缓，中小企业抗风险能力下降，公司或存在一定代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，威海蓝创建设投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**文登区区域经济发展持续向好；公司资本实力显著扩充，盈利能力大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2020 年威海市部分区县基投企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
威海经济技术开发区国有资产经营集团有限公司	285.49	143.09	49.88	15.49	2.20	-1.98
威海蓝创建设投资有限公司	324.06	149.28	53.93	20.17	3.34	-7.11

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项信 用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 威蓝专项 债/18 威蓝债	AA	AA	2020/6/4	10.00	10.00	2018/10/11~ 2025/10/11	存续期的第 3 年及第 7 年 末分别偿还本金的 20%

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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 2020 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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年，威海市经济平稳发展，固定资产投资增速由负转正，财政收入实现正增长；但税收收入有所下降，综合财力对土地出让收入的依赖仍然较大

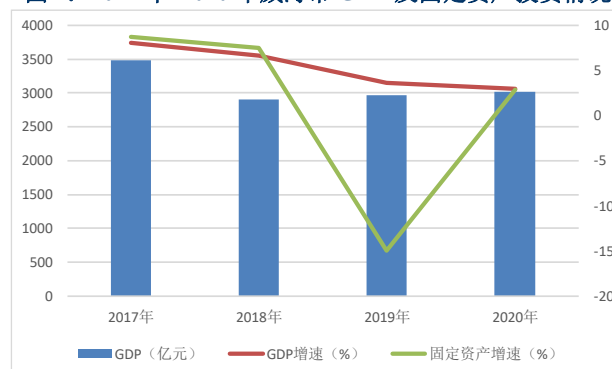
威海市位于山东半岛东端，旅游资源丰富，拥有旅游景区（点）80 多处，海岸线约 1,000 公里以及 10 多处天然海水浴场、16 个海湾，168 个大小海岛，8 处优质地下温泉；拥有文物点 490 处，各级文物保护单位 85 处，是我国第一批优秀旅游城市。威海市总面积 5,797 平方公里，现辖荣成市、文登区、环翠区和乳山市 2 市 2 区，另设有威海火炬高技术产业开发区、威海经济技术开发区和威海临港经济技术开发区 3 个国家级开发区。截至 2020 年末，全市户籍人口 256.61 万人，户籍人口城镇化率 60.72%。

威海市经济平稳发展，2020 年，威海市地区生产总值为 3,017.79 亿元，同比增长 3.00%，经济增速较 2019 年下降 0.6 个百分点。其中，第一产业增加值 301.66 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 1,162.27 亿元，增长 2.1%；第三产业增加值 1,553.86 亿元，增长 3.7%。2020 年，威海市三次产业结构由 9.7：40.4：49.9 调整为 10.0：38.5：51.5。

固定资产投资方面，2020 年，威海市固定资产投资增速由负转正，为增长 2.9%；其中，第一产业投资增长 5.0%，第二产业投资增长 11.2%，第三产

业投资下降 1.6%，一、二、三产业投资结构为 2.0：37.2：60.8。

图 1：2017 年~2020 年威海市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：威海市历年统计公报，中诚信国际整理

财政实力方面，2020 年，威海市实现地方一般公共预算收入 252.39 亿元，同比增长 1.0%；其中，税收收入为 189.77 亿元，较上年下降 2.7%，税收占比为 75.19%，较上年下降 2.84 个百分点，但税收仍为威海市一般公共预算收入的主要来源。此外，转移性收入亦是威海市财政收入的重要来源，2020 年，威海市转移性收入为 203.80 亿元，增强了威海市政府的可支配财力。政府性基金预算收入方面，2020 年，威海市政府性基金收入为 437.99 亿元，较上年增长 10.9%，主要为国有土地使用权出让收入，对威海市综合财力的支撑作用十分显著。

财政支出方面，2020 年，威海市地方一般公共预算支出为 350.42 亿元，同比增长 2.1%。2020 年，威海市政府性基金支出为 510.91 亿元，同比增长 11.2%，主要为国有土地使用权出让收入及对应专项债务收入安排的支出。2020 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）为 72.02%，较上年基本持平。

表 1：2017 年~2020 年威海市财政收支情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019	2020
财政收入：				
一般公共预算收入	273.08	284.44	249.85	252.39
其中：税收收入	216.62	230.30	194.97	189.77
政府性基金收入	245.48	299.17	395.06	437.99
转移性收入	172.31	210.20	184.25	203.80
财政支出：				
一般公共预算支出	359.56	363.82	343.17	350.42
政府性基金支出	280.44	351.47	459.33	510.91

其中：国有土地使用权出让收入	204.57	256.48	354.57	404.31
税收收入占比	90.31	80.97	78.03	75.19
公共财政平衡率	75.95	78.18	72.81	72.02

资料来源：威海市 2017~2019 年财政决算报告及 2020 年财政预算执行报告，中诚信国际整理

政府债务方面，2020 年威海市地方政府债务限额为 751.4 亿元，新增债务限额 95.72 亿元；其中政府专项债务限额 433.50 亿元，政府一般债务限额 317.90 亿元。债务余额方面，2020 年威海市地方政府债务余额为 734.77 亿元，其中政府一般债务余额 312.21 亿元，政府专项债务余额 422.56 亿元。

中诚信国际认为，威海市地处经济水平较高的环山东半岛圈，地理位置优越；在疫情影响下，2020 年威海市经济及财政收入仍保持正增长；此外，2020 年威海市政府性基金收入对财政收入贡献仍然较大，但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，未来基金收入规模还需持续关注。

近年来文登区整体经济环境良好，但经济增速有所放缓；同时财政实力有所下降，且财政实力对政府性基金收入依赖性较高，需关注土地市场和国家政策对财政收入稳定性的影响

文登区位于胶东半岛东部，隶属于山东威海市，下辖 12 个镇、2 个省级开发区和 3 个街道办事处，763 个村居。截至 2020 年末，文登区常住人口 59.31 万人。

近年来，文登区的经济实力稳中有升。2019 年，文登区政府明确提出“以打造威海经济中心为目标”，加大项目引进和培育力度，提升工业经济规模和质量。2020 年，文登区实现地区生产总值 474.67 亿元，同比增长 3.2%，其中，第一产业增加值 57.37 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 184.24 亿元，增长 4.3%；第三产业增加值 233.06 亿元，增长 2.5%。三次产业结构调整为 12.1: 38.8: 49.1。同期，文登区固定资产投资同比增长 7.5%。

财政实力方面，受宏观经济增速回落的影响，2020 年，文登区实现一般公共预算收入 44.21 亿元，较上年下降 0.93 亿元；其中，税收收入 29.55 亿元，

同比减少 9.08%。同期，文登区实现政府性基金预算收入 148.26 亿元，比上年增长 3.5 亿元。文登区土地储备较为丰富，短期内政府性基金收入仍将是文登区财政收入的重要构成，但政府性基金收入易受市场行情影响，存在一定的不稳定性。2020 年，全区实现转移性收入 29.55 亿元，对财政收入形成有益补充。

表 2：2018 年~2020 年文登区财政收支情况（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
一般公共预算收入	53.76	45.14	44.21
其中：税收收入	43.70	32.50	29.55
政府性基金收入	104.97	144.76	148.26
转移性收入	19.47	22.82	29.55
一般公共预算支出	65.22	57.01	58.54
政府性基金支出	116.24	171.00	179.80
公共财政平衡率（%）	82.43	79.18	75.52

资料来源：文登区人民政府官网，中诚信国际整理

财政支出方面，2020 年，文登区一般公共预算支出为 58.54 亿元，较上年增长 1.53 亿元；同期，政府性基金支出为 179.80 亿元，比上年增长 8.80 亿元。从财政平衡率来看，同期，文登区财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 75.52%，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖能力一般，且覆盖能力逐年下降。

截至 2020 年末，文登区政府债务余额为 169.88 亿元，债务率为 80.07%，其中：一般债务 35.62 亿元、专项债务 134.26 亿元。

作为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，南海新区区位优势明显，战略地位显著，经济实力不断增强

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，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，于 2007 年 3 月正式启动实施。南海新区管委会为市委、市政府的派出机构，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。

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。

2020 年，南海新区实现地区生产总值 81.95 亿元，同比增长 5.9%，其中，第一产业增加值 12.74 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 46.39 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 22.82 亿元，下降 2.8%。三次产业结构调整为 15.5：56.7：27.8。同期，南海新区固定资产投资同比增长 11.6%。

2020 年公司继续推进存量项目建设，但跟踪期内无新增的在拟建项目，基建业务后续可持续性需关注

作为南海新区重要的基础设施投资建设主体，公司主要负责南海新区内的基础设施建设工作。2020 年，公司实现工程项目收入 19.11 亿元，同比增长 2.06%。

公司工程项目分为两种业务模式，跟踪期内公司工程项目业务模式未发生变化。其中，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”。

跟踪期内，第一种模式下无新增已完工项目，前期已完工项目已全部回款完毕。2020 年末，该模式下公司在建的项目主要系北京交通大学校区，该项目设计总投资 27.25 亿元，已实现投资 6.06 亿元，已确认且收到回款 4.78 亿元。同期末该模式下暂无拟建项目。

第二种模式下，公司与当地国有企业文登金海建设投资有限公司¹（以下简称“金海建设”）签订委托代建协议。此模式下建设资金全部为公司自筹，项目建成后委托方按照项目协议约定的加成比例支付公司项目回购款项，加成比例一般为 10%。此模式下收入确认及账务处理方式与第一种模式相同。

截至 2020 年末，公司第二种业务模式下已完工项目主要有南海新区填方土方工程项目、金花河流域综合整治工程、艺术馆、威海南海新区高校联盟科创城和威海南海新区项目一蓝色家园项目。以上项目完工时总投资 22.14 亿元，已确认收入 24.46 亿元，实际到位回款 14.80 亿元。其中，南海新区填方土方工程项目、金花河流域综合整治工程和艺术馆已确认收入 7.37 亿元，现已全部回款完毕。威海南海新区高校联盟科创城建设项目和威海南海新区项目一蓝色家园项目系 2019 年及 2020 年完工并确认收入 17.09 亿元，现已回款 7.43 亿元。

第二种模式下公司在建的项目主要系 2018 年棚户区改造项目 and 威海南海新区新型社区项目。其中，根据《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），2018 年棚户区改造项目已列入 2018 年度山东省城镇保障性安居工程建设任务。该项目设计总投资 4.64 亿元，截至 2020 年末，已累计完成投资 3.20 亿元，暂未确认收入。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，截至 2020 年末，该项目累计完成投资 64.97 亿元，已确认收入 51.02 亿元，已实现回款 42.78 亿元。截至 2020 年末，此模式下公司拟建的委托代建项目仅有站前片区棚户区改造项目一个，项目计划总投资 15.39 亿元。

¹ 文登金海系文登区国有资产管理局下属子公司，是威海蓝创第一大

股东。

表 3：截至 2020 年末公司主要已完工委托代建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设期	加成比例	总投资	已确认收入	实际到位回款	委托方
蓝创大厦	2012.03~2016.03	20%	3.35	4.01	4.01	政府
园区路网二期	2013.03~2016.03	20%	5.61	6.74	6.74	政府
南海高级中学	2013.03~2016.03	20%	3.70	4.44	4.44	政府
小计	-	-	12.66	15.19	15.19	-
南海新区填方土方工程项目	2015.01~2017.12	17%	3.49	4.07	4.07	国有企业
金花河流域综合整治工程	2014.10~2016.09	-	1.20	1.29	1.29	国有企业
艺术馆	2016.5-2019.09	10%	1.84	2.01	2.01	国有企业
威海南海新区高校联盟科创城	2017.3-2019.12	10%	8.77	9.62	5.15	国有企业
蓝色家园	2015.06-2020.4	10%	6.84	7.47	2.28	国有企业
小计	-	-	22.14	24.46	14.80	-
合计	-	-	34.80	39.65	29.99	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2020 年末公司主要在建的委托代建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设期	加成比例	计划总投资	已投资	已确认收入	实际到位回款	委托方	项目状态
北京交通大学校区	2014.12~2021.06	20%	27.25	6.06	4.78	4.78	政府	在建
2018 年棚户区改造项目	2018.06~2021.12	10%	4.64	3.20	0.00	0.00	国有企业	在建
威海南海新区新型社区项目	2014.12~2021.12	10%	-	64.97	51.02	42.78	国有企业	在建
合计	-	-	-	74.23	55.80	47.56	-	-

注：1、上表总投资额为项目立项时批复数据，后续在建设过程中实际投资数额存在一定偏差；2、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

公司目前在建的自营项目较多，同时完工后的运营状况受南海新区招商引资及城市规划等因素影响较大，项目后续经营情况需关注

自营业务是公司根据南海新区政府的规划，作为业主方承建南海新区内的产业园、教育园等建设项目，完工后将由公司通过对外出租出售及自主运营等方式实现资金回流。

截至 2020 年末，公司主要的自营项目均处于在建状态，已完工项目系新能源汽车配件仓储项目，该项目总占地面积 24.74 万平方米，建筑面积 12.45 万平方米，建设内容主要包括绿化、仓库、消防水

池、门卫室等，并安装供电、供排水、消防等公用设备。该项目实际完工总投资 1.31 亿元，于 2020 年 12 月建设完成并对外出租。

截至 2020 年末，公司在建的自营项目为威海南海新区华山金屿产业园项目、威海南海新区城市停车场建设项目、中铝职业教育园项目、威海南海新区蓝色创业谷建设项目、威海南海新区小观镇美丽乡村建设项目和 2019 年棚户区改造项目六个，以上项目计划总投资 54.12 亿元，已实现投资 41.31 亿元，尚需投入 12.81 亿元用于后续建设，将于 2020 年和 2021 年陆续完工，后续运营情况需关注。

表 5：截至 2020 年末公司自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	项目类型	经营方式
华山金屿产业园	2016.06~2021.12	12.98	10.51	标准化厂房、配套商业、停车场	租售并举
城市停车场	2017.08~2021.12	8.63	7.96	配套商业、停车场	租赁
中铝职业教育园	2017.02~2021.12	7.64	7.03	教学楼、校舍	租赁
蓝色创业谷	2015.07-2021.06	6.05	5.16	办公楼、配套商业、餐饮	租赁、餐饮
美丽乡村	2019.07-2021.06	12.57	8.77	配套商业、停车场、门票	旅游服务

2019 年棚户区改造项目	2019.09-2021.08	6.25	1.88	配套商业、商业住宅	出售
合计	-	54.12	41.31	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其他业务拓宽了收入来源，但收入规模尚小，且供热业务尚处亏损阶段，对公司盈利能力造成拖累；此外，跟踪期内随着下属子公司的无偿划转，公司不再经营公共运输服务、酒店运营、体育赛事业务

除工程建设外，公司原经营公共运输服务、小额贷款、酒店运营、供热、物业管理、体育赛事等多元化业务，但随着子公司的设立和无偿划出，公司新增房屋租赁业务但同时不再运营公共运输服务、酒店运营、体育赛事业务。

公司小额贷款业务由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 2020 年末，公司存量客户 78 户，贷款余额 6.48 亿元，规模较上年略有增长，贷款利率区间为 7.2%~20.0%，其中计提坏账准备 0.39 亿元，无逾期情况。2020 年，公司实现放贷利息收入 0.59 亿元，收入较上年增长 6.85%。

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。2020 年，公司实现供暖及配套工程收入 0.25 亿元，同比增长 47.93%，由于公益性较强，近年来亏损严重，2020 年公司该业务收到政府补贴 1.00 亿元。

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，2020 年实现物业管理收入 0.07 亿元，同比增长 40.95%。

公司房屋租赁业务系 2020 年新增，主要租赁物业系公司固定资产中自有的厂房等房屋建筑物，公司与各租户分别签订租赁协议，期限一般为一年，租金

视租赁面积和厂房位置而定，2020 年该业务实现租赁收入 0.02 亿元，租金均已于当年收回。

财务分析

以下的财务分析基于公司提供的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 2018 年~2020 年度审计报告。各年财务数据均为当年审计报告期末数。各期财务报表均为合并口径，按新会计准则编制。

跟踪期内公司营业收入较上年略有增长，且营业毛利水平有所上升，但受债务规模增长的影响，公司财务费用大幅增长，对经营利润形成侵蚀，公司盈利能力对政府补贴的依赖仍较大

公司营业收入来自于工程项目收入、公共运输服务收入、物业管理、小贷业务、酒店住宿和供暖业务收入等。2020 年，公司实现营业总收入 20.17 亿元，同比增长 1.39%。分板块来看，工程项目收入仍是营业总收入的主要来源。2020 年，公司实现工程项目收入 19.11 亿元，同比增长 2.06%，占营业总收入的 94.76%。同期，公司公共运输服务、物业管理、小贷业务、酒店住宿、供暖和体育赛事分别实现收入 0.06 亿元、0.07 亿元、0.59 亿元、0.05 亿元、0.25 亿元和 0.01 亿元，同比分别增长-64.39%、40.95%、6.85%、-70.57%、47.93%和-82.85%。2020 年，由于子公司无偿划出，公司公共运输服务、酒店运营、体育赛事业务收入大幅下降；同期，公司新增房屋租赁业务，当年实现房屋租赁收入 0.02 亿元。

毛利率方面，公司工程建设业务由于按成本加成的方式确认收入，因此该板块毛利率较为稳定。2020 年，受益于公司加强成本控制，使得物业管理、供暖业务等毛利率均有所增长；同时，毛利率较高的小贷业务规模上升，且部分亏损业务划出合并范围，收入占比下降，带动当年整体业务毛利率较上年同期上升 1.81 个百分点达到 7.58%。

表 6：近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成(亿元、%)

业务板块	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程项目	16.71	8.85	18.72	8.63	19.11	8.40
公共运输服务	0.16	-89.34	0.18	-82.48	0.06	-156.37
物业管理	0.03	-33.24	0.05	-4.59	0.07	25.91
小贷业务	0.39	100.00	0.56	100.00	0.59	100.00
酒店及餐饮	0.15	7.40	0.18	45.54	0.05	21.39
供暖业务	0.16	-566.20	0.17	-546.89	0.25	-243.49
体育赛事	0.01	-238.61	0.03	-50.28	0.01	49.36
租金	-	-	-	-	0.02	100.00
合计	17.62	4.37	19.89	5.77	20.17	7.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司期间费用规模持续增长，占收入的比例持续增长，整体费用控制能力有所减弱。2020 年，公司期间费用为 1.26 亿元，仍以财务费用和管理费用为主。同期，财务费用和管理费用分别为 0.83 亿元和 0.43 亿元，其中，由于公司债务规模大幅增长，带动当年财务费用较上年大幅增长 102.44%。2020 年，公司期间费用占营业总收入的比例为 6.24%，较上年增加了 1.56 个百分点。

2020 年，公司实现利润总额 3.63 亿元，较上年增长 0.36 亿元。受益于公司营业毛利率增长及政府补助金额的增加，经营性业务利润有所增长。2020 年，公司实现经营性业务利润 4.04 亿元，其中，政府补助 3.90 亿元。同期，资产减值损失为 0.48 亿元，主要系计提的坏账损失及商誉减值，对税前利润造成了一定负面影响。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	0.01	0.00	0.00
管理费用	0.46	0.52	0.43
财务费用	0.35	0.41	0.83
研发费用	0.00	0.00	0.00
期间费用合计	0.82	0.93	1.26
期间费用率(%)	4.63	4.68	6.24
利润总额	2.58	3.27	3.63
经营性业务利润	2.53	3.57	4.04
其中：其他收益	2.70	3.44	3.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

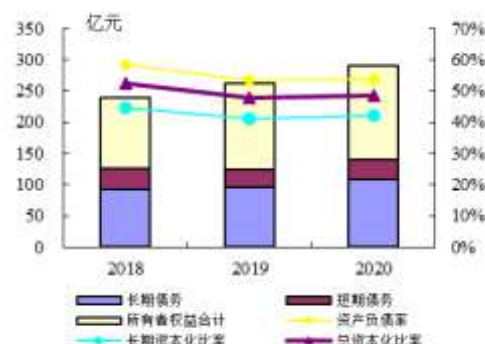
随着工程项目的持续推进，公司资金需求增长，跟踪期内公司大量融资，带动资产和负债规模均有所

增长，但公司资产主要以存货和应收类账款为主，资产流动性较弱

随着公司经营规模的扩大和项目的持续推进，公司整体资产和负债规模均有所上升。截至 2020 年末，公司总资产 324.06 亿元，较 2019 年末同比增长 9.79%。同期，总负债为 174.78 亿元，较上年同比增长 10.87%。2020 年末，公司所有者权益为 149.28 亿元，同比增长 8.54%，新增部分主要系根据威海南海新区管理委员会出具的威南海管字【2020】43 号文，公司将威海南海新区财政与审计局历年拨付的专项资金 9.20 亿元转增资本公积以及威海南海新区财政与审计局根据威南海财国资指（2020）113 号文拨付给公司的用于征地和拆迁补偿支出款 2.68 亿元。

由于负债规模的大幅增长，公司财务杠杆有所上升。2020 年末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 53.93%和 48.44%，较上年同期分别增长了 0.52 和 0.78 个百分点。

图 2：2018 年~2020 年公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产主要以流动资产为主，截至 2020 年末，公司流动资产为 254.82 亿元，占资产总额的 78.63%。流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成，截至 2020 年末，以上四项分别占流动资产的 59.65%、29.63%、7.15%和 3.97%。2020 年末，公司存货 144.35 亿元，较上年末减少 6.59 亿元，主要系部分工程项目结算冲减存货，同时公司以土地使用权作价投资威海蓝宇体育产业发展有限公司（以下简称“蓝宇体育”）和威海雅蓝投资开发有限公司（以下简称“雅蓝投资”）所致；期末，存货中有工程施工成本为 76.66 亿元，主要系工程代建项目及自营项目的建设成本；土地使用权账面价值为 67.67 亿元，已缴纳土地出让金，且均已办理权证。2020 年末，公司其他应收款为 75.51 亿元，较上年同比增长 28.35%，主要系与威海南海新区财政与审计局及区内国有企业的拆借款和往来款。其中，应收金海建设的 23.43 亿元拆借款的借款期限为 3~5 年，公司按 8% 的利率每年收取利息，合同约定借款期满金海建设将按时偿还全额借款；应收威海南海投资开发有限公司²（以下简称“南海投资”）的 14.64 亿元拆借款的借款期限为 4 年，公司按同期银行贷款基准利率每年收取利息，合同约定借款期满南海投资将按时偿还全额借款。

表 8：截至 2020 年末公司前五名其他应收款金额明细（亿元、%）

债务人	账龄	金额	占比
文登金海建设投资有限公司	1~4 年	23.43	31.02
威海南海投资开发有限公司	1~2 年	14.64	19.39
威海南海新区财政与审计局	1~2 年	3.56	4.72
威海蓝创置业有限公司	1~5 年	4.42	5.84
威海南海科创投资有限公司	1 年以内	2.39	3.17
合计	-	48.43	64.14

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年末，公司应收账款为 18.22 亿元，较上年同比增长 21.22%，应收账款主要系应收股东方文

登金海建设投资有限公司的工程项目款 18.21 亿元，占全部应收账款的 99.90%。同期末，公司货币资金为 10.12 亿元，较上年增长 1.90 亿元，其中受限货币资金为 9.12 亿元，系用于银行承兑汇票的保证金，可用货币资金仅 1.00 亿元。此外，2020 年公司预付款项大幅增长至 5.23 亿元，新增部分主要系预付雅蓝投资 3.15 亿元及预付威海市普祥市政工程有限公司工程款 1.61 亿元。总体来看，威海蓝创资产中存货和应收类款项占比较高，可用货币资金较少，资产流动性较弱。

近年来，公司非流动资产规模呈持续增长趋势。截至 2020 年末，非流动资产为 69.24 亿元，较上年增长 14.50%。其中，长期股权投资 54.41 亿元，占非流动资产的 78.58%，较上年增长 10.98 亿元，同比增长 25.28%，增加部分主要系公司新增对蓝宇体育的股权投资 6.69 亿元、对雅蓝投资追加投资 2.53 亿元及新增对蓝盛建筑科技（威海）有限公司股权投资 1.80 亿元。截至 2020 年末，公司长期股权投资主要系对雅蓝投资和蓝宇体育的股权投资 44.15 亿元和 6.68 亿元，占全部长期股权投资的比例分别为 81.14%和 12.28%。同期末，公司固定资产为 5.30 亿元，较上年略有减少；同期末，公司在建工程为 1.41 亿元，较上年减少 47.78%，主要系用于满足自身运营需求的建设项目，当年减少 1.30 亿元系公司将新能源汽车配件仓储项目转入固定资产所致。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	7.71	8.22	10.11
应收账款	14.10	15.03	18.22
预付款项	4.55	0.33	5.23
其他应收款	50.33	58.83	75.51
存货	144.60	150.94	144.35
长期股权投资	37.04	43.43	54.41
固定资产	4.56	5.67	5.30
在建工程	2.53	2.70	1.41
总资产	274.45	295.17	324.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

² 南海投资系威海南海新区管理委员会下属子公司，是威海蓝创第二

大股东。

负债结构方面，公司负债中非流动负债占比相对较高，截至 2020 年末，非流动负债为 110.99 亿元，占总负债的比重为 63.50%，较上年同期增长 14.69%。主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2020 年末，公司长期借款余额为 38.72 亿元，比上年末增加 1.82 亿元，主要系抵、质押等方式取得的银行借款及信托款，利率主要在基准利率~基准利率上浮 3%之间，期限为 6~20 年。长期借款中的信托款主要系与长安国际信托股份有限公司和昆仑信托有限责任公司的借款 1.55 亿元，利率分别为 6.50%和 7.60%，期限分别为 5 年和 2 年。随着“20 蓝创 01”和“2020 年度第一期债权融资计划”的发行，公司应付债券较上年增长 30.66%。2020 年末，公司应付债券为 51.97 亿元，较上年增长 20.25%，利率区间为 4.60%~7.70%，期限为 3~7 年。同期末，公司长期应付款为 20.31 亿元，较 2019 年末增加 21.93%，主要系当期新增较多融资租赁借款所致；目前公司长期应付款主要系向威海市财金资本运营有限公司、中国华融资产管理股份有限公司等公司的借款，借款利率在 4.15%~8.57%之间，期限 2~25 年。

表 10：截至 2020 年末公司前五名长期应付款金额明细（亿元、%）

债权人	期限	金额	利率
威海市财金资本运营有限公司	25 年	9.86	4.15
中国华融资产管理股份有限公司山东省分公司	3 年	2.70	6.00
徽银金融租赁有限公司	3 年	1.60	6.15
通用环球国际融资租赁（天津）有限公司	5 年	1.24	6.58
青岛城乡建设融资租赁有限公司	4 年	0.98	7.94
合计	-	18.50	-

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司流动负债为 63.79 亿元，占总负债的比重为 36.50%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付票据及短期借款。2020 年末，公司其他应付款为 26.53 亿元，近年来增长较快，期末主要系与雅蓝投资之间的往来款项 13.11 亿元，占其他应付款总额的比例为 51.76%。

同期，公司一年内到期的非流动负债、应付票据及短期借款分别为 12.32 亿元、9.73 亿元和 9.02 亿元，较上年分别增长-29.46%、32.29%和 133.63%。其中，短期借款主要系向文登农商行、烟台银行、恒丰银行等的借款，利率在 4.05%~7.00%之间。

跟踪期内，公司债务仍以长期债务为主，但总债务规模增长较快。截至 2020 年末，公司总债务为 140.26 亿元，较上年增长 12.01%，占当期负债总额比重为 80.25%。其中，长期债务为 109.19 亿元，短期债务为 31.07 亿元。同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.28 倍。

中诚信国际关注到，公司存货及应收类款项占总资产比重较大，计入存货的部分在建项目系自营项目，资金回笼周期较长，加之货币资金中的受限规模较大，整体资产流动性较差。

公司经营活动净现金流持续为负，EBITDA 对债务本息覆盖能力欠佳，且公司备用流动性较弱，面临较大的短期偿债压力；此外，公司对外担保中存在对民营企业的担保，具有一定代偿风险

由于公司项目建设投入增长，但政府回款到位情况存在一定滞后性，加之受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。2020 年，公司经营活动净现金流为-7.11 亿元，无法对债务本息形成有效覆盖。

获现能力方面，随着利润总额的提升和利息支出的增长，公司 EBITDA 亦较上年有所增加。2020 年，公司 EBITDA 为 4.58 亿元，较上年增长 0.61 亿元，其中利润总额占比 79.26%。同期，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 30.60 倍和 0.62 倍，较上年分别下降 0.95 倍和 0.23 倍，公司 EBITDA 对于债务本金的保障能力有所提升但对于利息支出的保障能力有所下降。

表 11：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2018	2019	2020
短期债务	33.75	28.68	31.07
长期债务	91.80	96.53	109.19
总债务	125.56	125.22	140.26
货币资金/短期债务	0.23	0.29	0.33
EBITDA/短期债务	0.10	0.14	0.15
经营活动净现金流	-10.22	-13.55	-7.11
经营活动净现金/总债务	-0.17	-0.11	-0.05
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.03	-2.90	-0.95
EBITDA	3.26	3.97	4.58
总债务/EBITDA	38.55	31.55	30.60
EBITDA 利息倍数	0.65	0.85	0.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务到期方面，2021 年~2025 年及以后，公司到期债务分别为 31.07 亿元、16.50 亿元、33.92 亿元、21.19 亿元和 37.58 亿元，于 2021 年和 2023 年到期的债务规模较大，公司面临较大的短期偿债压力。根据公司短期偿债计划，银行类借款主要以续贷的方式解决；此外，公司已于 2020 年 4 月 2 日取得了 20 亿元的公司债券批文，已发行 11 亿元，剩余 9 亿元将择机发行，受疫情影响，批文有效期延长至 2021 年末；公司于 2020 年 11 月 19 日取得了 30 亿元的定向债务融资工具批文，有效期 2 年，将择机发行。

表 12：截至 2020 年末债务本金到期分布情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025 年及以后
到期债务本金	31.07	16.50	33.92	21.19	37.58

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年末，威海蓝创共获得银行授信总额 64.94 亿元，已使用额度 55.53 亿元，尚未使用额度 9.40 亿元，备用流动性较弱。

受限资产方面，截至 2020 年末，威海蓝创受限资产账面价值合计 37.05 亿元，占同期总资产的 11.43%，主要系为取得借款所抵押的土地使用权 27.93 亿元及受限的货币资金 9.12 亿元。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 30.89 亿元，占同期净资产的 20.69%。其中，对民营企业担保金额合计 1.19 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，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 13：截至 2020 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	企业性质	担保额度
威海蓝创进出口有限公司	国有	17.08
威海南海新区水务有限公司	国有	8.68
文登金海建设投资有限公司	国有	2.11
威海南海投资开发有限公司	国有	1.44
威海新领域新型材料科技有限公司	国有	0.10
威海市文登区小观卫生院	国有	0.10
威海德辰贸易有限公司	国有	0.10
山东昆崙电缆有限公司	国有	0.09
威海南海新区靖唯土石方工程有限公司	民营	0.56
威海市普祥市政工程有限公司	民营	0.18
威海市文登区朋源土石方工程有限公司	民营	0.10
威海市景翔果蔬专业合作社	民营	0.10
威海云盟电子商务集团有限公司	民营	0.10
威海朋源石化有限公司	民营	0.09
威海市景翔果蔬专业合作社	民营	0.08
合计	-	30.89

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》及相关资料，截至 2021 年 4 月 12 日，公司短期借款中包含 0.85 亿元关注类借款，对外担保中包含 0.56 亿元关注类担保，此两笔关注类款项系因属于借新还旧，在信贷系统中被自动设为关注类，山东文登农村商业银行股份有限公司已出具文件证明该两笔关注类款项不存在欠息情况；公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为南海新区重要的基础设施及配套建设主体，公司在资金注入、财政补贴及政策优惠等方面获得了较大的政府支持

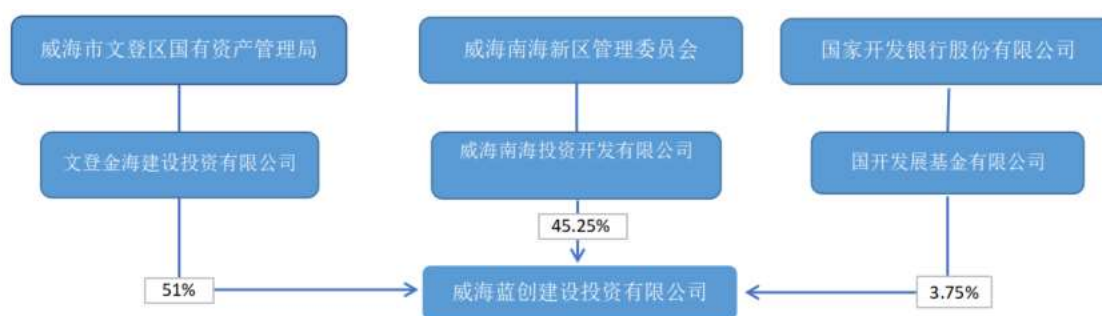
公司作为南海新区重要的基础设施及配套建设主体和授权范围内国有资产最重要的运营主体，南海新区政府对其在基础设施建设、棚户区改造及

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。2018 年~2020 年，南海新区管委会代文登区政府分别向公司注入资本金 17.35 亿元、21.74 亿元和 2.68 亿元。同期，公司获得运营补贴、公交车购置税返还及燃油补贴合计分别为 2.70 亿元、3.44 亿元和 3.90 亿元。此外，2020 年，威海南海新区管理委员会出具威南海管字【2020】43 号文将威海南海新区财政与审计局历年拨付的专项资金 9.20 亿元转增公司资本公积。

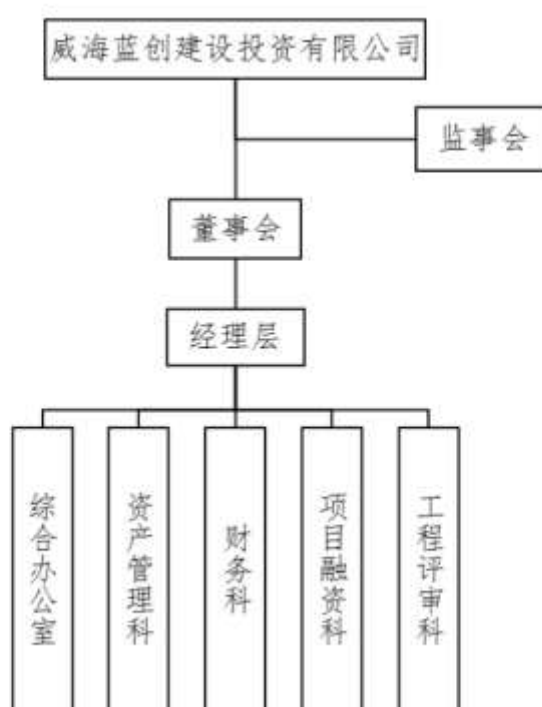
评级结论

综上所述，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”的债项信用等级为 **AA**。

附一：威海蓝创建设投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



序号	公司名称	持股比例（%）
1	中安南海（山东）置业有限公司	100.00
2	中基南海科教城（山东）有限公司	100.00
3	威海蓝创事务管理有限公司	100.00
4	威海蓝创园林工程有限公司	100.00
5	威海蓝创小额贷款有限公司	100.00
6	威海蓝瑞新能源汽车零部件制造有限公司	100.00
7	威海蓝创供热有限责任公司	100.00
8	威海华航房地产开发有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：威海蓝创建设投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	77,111.37	82,235.30	101,196.36
应收账款	140,978.94	150,316.00	182,198.40
其他应收款	503,254.16	588,307.43	755,057.39
存货	1,446,014.34	1,509,367.15	1,443,507.15
长期投资	371,357.35	438,064.97	547,823.43
在建工程	25,322.69	27,006.42	14,125.93
无形资产	14,529.93	13,038.05	617.03
总资产	2,744,452.77	2,951,701.38	3,240,565.07
其他应付款	209,740.15	247,100.25	265,279.60
短期债务	337,509.23	286,826.43	310,744.92
长期债务	918,042.57	965,325.68	1,091,819.36
总债务	1,255,551.80	1,252,152.11	1,402,564.28
总负债	1,603,086.98	1,576,361.86	1,747,781.78
费用化利息支出	3,497.14	3,151.96	6,333.14
资本化利息支出	46,763.55	43,616.62	68,149.65
实收资本	15,584.36	15,584.36	15,584.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,141,365.79	1,375,339.52	1,492,783.29
营业总收入	176,238.86	198,900.62	201,672.59
经营性业务利润	25,345.73	35,699.33	40,411.85
投资收益	55.72	-692.03	297.48
净利润	21,356.58	29,049.96	33,429.33
EBIT	29,289.55	35,897.85	42,630.15
EBITDA	32,566.86	39,685.31	45,828.87
销售商品、提供劳务收到的现金	143,410.84	154,101.90	165,438.07
收到其他与经营活动有关的现金	763,629.20	478,604.63	973,280.29
购买商品、接受劳务支付的现金	282,522.13	185,683.23	232,938.29
支付其他与经营活动有关的现金	714,468.28	561,468.92	954,148.85
吸收投资收到的现金	120,749.45	146,386.00	95,000.00
资本支出	2,655.04	4,483.80	49,846.65
经营活动产生现金净流量	-102,150.01	-135,521.21	-71,120.63
投资活动产生现金净流量	-5,425.46	-17,855.18	-79,207.88
筹资活动产生现金净流量	70,519.55	149,950.32	151,639.56
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	4.37	5.77	7.58
期间费用率(%)	4.63	4.68	6.24
应收类款项/总资产(%)	23.47	25.02	28.92
收现比(%)	0.81	0.77	0.82
总资产收益率(%)	1.16	1.26	1.38
资产负债率(%)	58.41	53.41	53.93
总资本化比率(%)	52.38	47.66	48.44
短期债务/总债务(%)	26.88	22.91	22.16
FFO/总债务(X)	0.02	0.03	0.03
FFO 利息倍数(X)	0.56	0.83	0.60
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-2.03	-2.90	-0.95
总债务/EBITDA(X)	38.55	31.55	30.60
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.14	0.15
货币资金/短期债务(X)	0.23	0.29	0.33
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.65	0.85	0.62

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际分析时将公司长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	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
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。