



凌海市海兴资产投资运营有限公司

2017 年度企业信用评级报告

大公报 SD【2017】209 号

信用等级: A+

受评主体: 凌海市海兴资产投资运营有限公司
评级展望: 稳定

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016	2015	2014
总资产	19.91	19.81	19.39
所有者权益	15.41	15.36	15.01
营业收入	0.00	3.31	1.33
利润总额	0.05	0.34	0.37
经营性净现金流	0.35	-1.50	-1.85
资产负债率 (%)	22.61	22.48	22.57
流动比率 (倍)	49.17	54.51	72.51
毛利率 (%)	-	31.71	29.33
总资产报酬率 (%)	2.09	1.73	1.93
净资产收益率 (%)	0.33	2.23	2.49
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.95	-	-
经营性净现金流/总负债 (%)	7.78	-33.97	-82.44

评级观点

凌海市海兴资产投资运营有限公司 (以下简称“海兴公司”或“公司”) 主要从事凌海市基础设施投资及建设、经营和管理以及土地储备、开发、整理和经营等业务。评级结果反映了公司是凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体, 得到凌海市政府支持等优势; 同时也反映了近年来凌海市经济整体持续下滑, 未来仍将面临较大下行压力, 公司业务结构单一, 未来存在一定不确定性, 以海域使用权为主的无形资产占比较高且受限严重, 资产质量较差等不利因素。综合分析, 公司不能偿还到期债务的风险较小。

预计未来 1~2 年, 凌海市经济和财政仍将面临较大下行压力, 公司营业收入仍面临一定不确定性, 公司在凌海市城市基础设施建设领域的主体功能地位不会改变, 大公对海兴公司的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体, 在凌海市城市建设中具有重要地位;
- 公司得到凌海市政府在资产注入和财政补贴等方面的支持。

主要风险/挑战

- 近年来, 凌海市区域经济整体持续下滑, 未来仍面临较大下行压力;
- 公司承接业务量较少且结构单一, 收入和利润易受政府回购进度影响, 2016 年未实现营业收支, 未来收入实现仍存在一定不确定性;
- 公司以海域使用权为主的无形资产占比较高, 且受限规模较大, 资产质量较差。

评级小组负责人: 杨绪良
评级小组成员: 张雪婷 王 泽
联系电话: 010-51087768
客服电话: 4008-84-4008
传 真: 010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



受评主体

海兴公司成立于 2009 年 8 月,是经凌海市人民政府(以下简称“凌海市政府”)批准成立的国有独资公司。公司成立初始注册资本为 100 万元人民币,由凌海市行政事业资产管理中心(以下简称“行政管理中心”)出资,2009 年 12 月行政管理中心以房屋建筑物和土地使用权对公司进行增资,变更后注册资本 6,100 万元,2012 年 12 月注册资本增加至 1 亿元人民币。截至 2016 年末,公司注册资本和实收资本均为 1 亿元人民币,控股股东是凌海市行政事业资产管理中心,实际控制人为凌海市政府。

公司是凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体,主要从事城市基础设施投资及建设、经营和管理以及土地储备、开发、整理和经营等业务。

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好,但市场需求疲软,结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍;预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力,长期来看经济增长将趋于稳定,但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好,但仍面临较大的经济下行压力,主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算,2016 年,我国实现 GDP74.41 万亿元,按可比价格计算,同比增速为 6.7%,较 2015 年下降 0.2 个百分点,规模以上工业增加值同比增长 6.0%,增速同比下降 0.1 个百分点;固定资产投资(不含农户)同比增长 8.1%,增速同比下降 1.9 个百分点,其中房地产开发投资同比增长 6.9%,对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外,近年来国内需求增长减慢,国际需求降幅收窄,2016 年,社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%,进出口总额同比下降 0.9%,降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年,全国公共财政预算收入同比增长 4.5%,增速同比继续下滑,政府性基金收入同比增长 11.9%。同期,全社会融资规模增量为 17.80 万亿元,新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年一季度,我国国民经济延续了稳中向好的发展态势,GDP 同比增速为 6.9%,较上年同期加快 0.2 个百分点,规模以上工业增加值同比增长 6.8%,固定资产投资(不含农户)同比名义增长 9.2%,社会消费品零售总额同比名义增长 10.0%,进出口总额同比增长 12.8%。同期,全国公共财政预算收入为 4.43 万亿元,同比增长 14.1%;政府性基金预算收入为 1.15 万亿元,同比增长 27.5%。此外,2017 年一季度,我国全社会融资规模增量为 6.93 万亿元,同比增加 2,268 亿元,对实体经济发放的人民币贷款增加 4.50 万亿元,同比少增 1,615 亿元。截至 2017 年 3 月末,广义货币(M2)余额 159.96 万亿元,同比增长 10.6%,增速



较去年同期下降 2.8 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和宽松的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。未来，美欧日俄在货币政策等方面的政策调整以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面



临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

地方政府投融资平台是国家实施基础设施投融资管理及新型城镇化战略的重要主体，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；随着地方政府债务管理的加强和融资平台运营的逐步规范，未来融资平台的发展将逐步转型，但仍将与政策的变化紧密相连

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务，截至 2014 年末，三类债务总计为 24.0 万亿元。2015 年末，地方政府一般债务余额 9.93 万亿元，同比增长 5.30%，专项债务余额 6.08 万亿元。我国经济已经进入新常态的平稳发展过程，面临着经济下行压力较大、产业结构调整等现状，地方政府债务的持续增加，将使部分地区面临较大债务压力。

投融资平台企业既是独立的企业法人又是地方政府融资代理人，承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府在市政建设等方面提供支持，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，当地税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012 年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速持续低于 10%，因此，对于大多数地方政府来说，土地出让金仍承担着投融资平台偿还债务的主要来源。根据财政部最新公布数据，2017 年 1~3 月，全国实现政府性基金收入 1.15 万亿元，其中国有土地使用权出让收入 0.95 万亿元，分别同比增长 27.5%和 29.9%。由于土地资源的稀缺性和不可再生性，长期来看，地方依靠土地出让获得的财政收入存在较大不稳定性。

未来新型城镇化仍是我国经济社会发展的动力之一，因此地方投融资平台在一段时期内仍有存在的作用和价值，其改革和转型要保持稳步推进。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。2015 年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。融资平台在建项目后续融资问题政策出台、发改委新兴产业专项债指引等政策陆续实施，城投公司面临的融资环境有所宽松。2016 年以来，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》(以下简称“18 号文”)公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。国家发改委根据文件精神，积极部署纵深推进投融资体制改革，



加快补齐短板、扩大合理有效投资等工作。政府和社会资本合作示范项目政策的出台继续推进 PPP 项目的落地，促进新型融资工具快速发展。同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部正在摸底全国地方债务余额情况。国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。预计未来地方投融资平台的运作模式将随着政策的调整而发生转变。

我国全社会固定资产投资额一直保持较快增长，其中地方基础设施建设投资在我国全社会固定资产投资中占据重要部分，是固定资产投资增长的重要支撑，部分年份地方项目投资增速超过 30%。在目前我国经济下行压力大的背景下，随着房地产领域调控力度的加大，房地产投资将得到抑制，基础设施建设将成为稳增长的最重要抓手。从需求方面来看，十三五期间基建领域的固定资产投资仍将维持较高水平。总的来说，国家新型城镇化战略进一步的实施，将使得未来一定时期内我国固定资产投资规模继续保持增长，地方基础设施建设投资仍具有较大空间。

预计未来 1~2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台运作模式的转变也提出了更高要求。

近年来，受宏观经济下行的影响，锦州市经济持续下滑，部分经济指标出现明显下降，未来面临较大的经济下行压力

锦州市是中国东北重要的老工业基地城市，目前已形成以石油化工、机械电子、轻工纺织为支柱，兼有造纸、冶金、电力、建材、医药、食品、塑料制品、汽车配件、输变电设备等行业工业群体。光伏、汽车及零部件、精细化工等新兴产业集群快速壮大，钛白粉、单晶硅切片、汽车安全气囊、石英制品、汽车起重机等一系列高科技产品居国内领先地位。近年来，受经济下行的影响，锦州市经济总量持续下滑，2016 年全年实现地区生产总值 1,035.1 亿元，按可比价格计算同比下降 6.7%，严重滞后于 2016 年全国 GDP 增速水平，也滞后于辽宁省全省增速水平¹；同期，锦州市完成固定资产投资 379.8 亿元，同比下降 51.4%；社会消费品零售总额 610.7 亿元，同比增长 2.1%；进出口总额 20.1 亿美元，同比下降 17.4%；规模以上工业增加值继续呈负增长且扩大态势，同比下滑 28.9%。2016 年，锦州市完成地方财政一般预算收入 84.8 亿元，同比增长 12.3%，与辽宁省整体水平相比增幅较大²。

¹ 2016 年，辽宁省地区生产总值同比下降 2.5%，在全国 31 个省（直辖市、自治区）排名靠后。

² 根据 2016 年辽宁省国民经济和社会发展统计公报，2016 年辽宁省公共预算收入同比增长 3.4%。

表1 2014~2016年锦州市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2016年		2015年		2014年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1,035.1	-6.7	1,357.5	-	1,377.8	6.2
地方财政一般预算收入	84.8	12.3	75.5	-44.8	136.8	0.6
全社会固定资产投资	379.8	-51.4	782.1	-19.4	971.0	2.0
规模以上工业增加值	-	-28.9	-	-3.5	-	5.4
社会消费品零售总额	610.7	2.1	597.7	7.7	555.0	12.4
进出口总额（亿美元）	20.1	-17.4	24.3	-42.5	42.3	18.9
三次产业比重	-		15.6:43.4:41.0		14.6:46.7:38.7	

数据来源：2014~2016年锦州市国民经济和社会发展统计公报

总体来看，受宏观经济下行影响，2016年锦州市经济继续下滑，主要经济指标均有所下降，未来仍面临较大的经济下行压力。

近年来，凌海市区域经济整体有所下滑，经济下行压力依然很大

凌海市是锦州市下辖县级市，位于辽宁省西部，西邻中国北部一类开放口岸锦州港，东接新兴石油城盘锦市，南临辽东湾，是辽宁省“五点一线”环渤海经济区³的重要组成部分，也是中国最北方的沿海开放城市。

表2 2014~2016年凌海市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

项目	2016年		2015年		2014年	
	数值	增速 ⁴	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	220.0	-	254.3	-	285.0	7.0
一般预算收入	7.8	-	8.6	-59.6	20.7	0.5
规模以上工业增加值	50.2	-	169.2	-4.8	235.0	1.7
全社会固定资产投资	82.0	-	174.7	-8.0	175.0	6.7
社会消费品零售总额	82.4	-	79.5	7.4	75.4	12.2

数据来源：2015~2017年凌海市政府工作报告

近年来，凌海市区域经济整体有所下滑。2016年，凌海市完成地区生产总值220.0亿元，规模以上工业增加值50.2亿元，全社会实现固定资产投资82.0亿元，同比均大幅下降；同期，凌海市完成一般预算收入7.8亿元，较上年有所减少。

总体来看，近年来凌海市区域经济整体有所下滑，经济下行压力依然很大。

³ “五点一线”环渤海经济区由大连长兴岛临港工业区、辽宁（营口）沿海产业基地、辽西锦州湾沿海经济区、丹东产业园区、大连花园口经济区五大区域和贯通全省海岸线的滨海公路组成。

⁴ 2017年凌海市政府工作报告未披露相关经济指标增速。



地方政府财政分析

财政收入分析

近年来，受税收收入和政府性基金收入下滑影响，凌海市地方财政收入持续下降；上级转移性收入是凌海市财政本年收入的重要补充

2014~2016年，凌海市财政本年收入分别为48.02亿元、31.31亿元和32.02亿元，2016年受转移性收入增加影响，凌海市财政本年收入小幅增长2.3%。同期，凌海市地方财政收入持续下降，2016年一般公共预算收入实现7.77亿元，同比减少9.33%；其中，税收收入6.41亿元，主要来自能源开采与贸易行业，以增值税、资源税、城镇土地使用税等为主要税种。此外，政府性基金预算收入也是构成地方财政收入的重要部分，受土地市场低迷影响，近年来持续下降，2016年凌海市政府性基金收入大幅下降至0.77亿元。

表3 2014~2016年凌海市财政收支情况（单位：亿元）

项目		2016年	2015年	2014年
财政本年收入	财政本年收入合计	32.02	31.31	48.02
	地方财政收入	8.54	11.51	28.32
	一般公共预算	7.77	8.57	21.02
	其中：税收收入	6.41	6.65	16.36
	政府性基金	0.77	2.85	4.05
	预算外	-	0.09	0.24
	转移性收入	23.48	19.81	19.70
财政本年支出	财政本年支出合计	33.01	36.81	46.39
	地方财政支出	31.04	34.63	41.75
	一般公共预算	28.85	30.86	34.46
	政府性基金	2.19	3.61	5.72
	预算外	-	0.16	0.23
	转移性支出	1.97	2.18	4.64
收支净额	本年收支净额	-0.99	-5.50	1.63
	地方财政收支净额	-22.5	-23.12	-13.43
	转移性收支净额	21.51	17.63	15.06

数据来源：根据凌海市财政局提供资料整理

转移性收入是凌海市地方财政收入的重要补充，近年来持续增加。2016年，凌海市获得转移性收入合计23.48亿元，同比增加18.53%，主要来自一般公共预算转移性收入，在财政本年收入中占比73.33%。同期，凌海市地方财政本年收支净额为-0.99亿元，同比有所上升，转移性收入对地方财政支出缺口形成良好覆盖，凌海市财政对转移性收入的依

赖程度很高。

表 4 2014~2016 年凌海市主要税种（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
税收收入	6.41	100.00	6.65	100.00	16.36	100.00
增值税	1.33	20.75	0.81	12.20	0.98	5.98
营业税	0.75	11.70	2.11	31.78	3.79	23.16
资源税	1.01	15.76	1.23	18.44	2.06	12.58
城镇土地使用税	1.44	22.46	0.67	10.06	2.42	14.78
耕地占用税	0.16	2.50	0.15	2.24	4.76	29.13
契税	0.29	4.52	0.32	4.77	0.39	2.37
其他	1.43	22.31	1.36	20.51	1.96	11.99

数据来源：根据凌海市财政局提供资料整理

综合来看，近年来受税收收入和政府性基金收入下滑影响，凌海市地方财政收入持续下降；上级转移性收入是凌海市财政本年收入的重要补充。

财政支出及政府债务

近年来，凌海市财政支出规模有所下降；刚性支出在一般预算支出中占比增加；凌海市一般预算支出对转移性收入的依赖性较大

2014~2016 年，凌海市财政本年支出持续下降，2016 年凌海市财政本年支出规模 33.01 亿元，同比下降 10.32%，其中，一般预算支出合计 28.85 亿元，同比下降 6.51%，政府性基金、转移性支出均相应有所下降。同期，刚性支出在一般预算支出中占比逐年扩大，2016 年占比达到较高水平，主要以社会民生和教育支出为主。凌海市一般预算支出对转移性收入的依赖性较大。

2014 年末，凌海市政府直接债务余额为 12.17 亿元，担保债务余额为 4.17 亿元；2015 年末，凌海市政府直接债务余额为 11.82 亿元，担保债务余额为 4.15 亿元；截至 2016 年末，凌海市政府直接债务余额 17.72 亿元，同比增加 7.52%；负有担保责任的债务余额 4.15 亿元，同比小幅减少；政府可能承担一定救助责任的债务余额 0.50 亿元，同比减少 156.68 万元。

表 5 2014~2016 年凌海市一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	28.85	100.00	30.86	100.00	34.46	100.00
狭义刚性支出 ⁵	15.50	53.73	16.18	52.43	12.73	36.94
社会保障和就业	5.67	19.65	5.72	18.53	4.58	13.29
医疗卫生	3.28	11.37	3.32	10.75	2.31	6.70
教育	4.68	16.22	4.83	15.64	3.69	10.71
一般公共服务	1.87	6.48	2.32	7.52	2.15	6.24
广义刚性支出 ⁶	17.32	60.03	18.12	58.73	15.42	44.75

数据来源：根据凌海市财政局提供资料整理

总体来看，近年来，凌海市财政支出规模有所下降；刚性支出在一般预算支出中占比有所增加；凌海市财政自给能力较弱，财政支出对转移性收入依赖性较大。

经营与政府支持

公司收入来源单一，2016 年受土地市场疲软及政府回购进度推迟等影响，公司未实现营业收入，未来收入实现仍存在一定不确定性

公司业务结构单一，营业收入全部来自土地整理和工程收入。公司负责土地征迁、补偿工作，并进行土地开发的配套道路、管网等市政设施的建设，在土地达到可供出让条件后，由凌海市国土局进行招拍挂，土地出让收入在扣除相关税费以及政府提取的各项基金后，返还给公司作为土地出让业务的收益。2013~2015 年，公司分别出让 17 宗、22 宗和 1 宗土地使用权。2015 年，公司新增工程收入，根据政府 BT 协议，滨海公路锦州市凌海出口至哈达铺线确认收入 2.73 亿元，占 2015 年营业收入的 82.23%。2016 年，受土地市场疲软及政府回购进度推迟影响，公司未实现营业收入，亦未产生营业成本。

⁵ 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目；

⁶ 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融（采掘电力信息、金融监管支出）等事务四个科目。

表 6 2013~2015 年公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	3.31	100.00	1.33	100.00	4.02	100.00
土地整理	0.59	17.77	1.33	100.00	4.02	100.00
工程收入	2.72	82.23	-	-	-	-
毛利润	1.05	100.00	0.39	100.00	1.20	100.00
土地整理	0.50	47.92	0.39	100.00	1.20	100.00
工程收入	0.55	52.08	-	-	-	-
毛利率	31.71		29.33		29.85	
土地整理	85.50		29.33		29.85	
工程收入	20.08		-		-	

注：公司 2016 年末未产生营业收入及成本。

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，受土地市场疲软影响，公司未整理或出让土地，土地业务收支为零。除土地整理业务外，公司还负责凌海市基础设施建设。2016 年，由于资金紧张，公司在建工程均未开工结算，已完工项目因政府回购进度推迟而未办理竣工决算，公司未实现工程收入。截至 2016 年末，公司大部分在建工程已基本完工，尚无拟建工程项目计划。

表 7 截至 2016 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资规模	公司承担投资额	已完成投资
滨海公路锦州市凌海出口至哈达铺连接线工程	2.60	1.50	1.50
锦州市东出口公路新建工程	1.50	0.90	0.58
凌海市东城区道路及排水管网改造工程	1.69	0.90	0.90
凌海市西城区道路及排水	1.49	0.70	0.70
合计	7.28	4.00	3.68

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司收入来源单一，收入和利润受宏观政策及政府回购进度影响较大，2016 年公司未实现营业收支，未来收入实现仍存在较大的不确定性。

公司是凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体，得到凌海市政府在资产注入和财政补贴方面的有力支持

自成立以来，公司在资产注入和财政补贴方面得到了凌海市政府的支持。资产注入方面，截至 2016 年末，凌海市政府共注入公司海域使用权面积累计 2,838.67 万平方米，评估价值合计 8.44 亿元，2016 年无新注入海域使用权；此外，凌海市政府陆续将房屋建筑物、机器设备和土地使用权无偿划入公司，累计资产评估价值为 0.59 亿元，2016



年无新增；财政补贴方面，2016 年公司收到凌海市财政局以经营性补贴为主的专项补贴款 1.13 亿元。

预计未来 1~2 年，受土地及政府回购政策影响，公司收入仍面临较大的不确定性；公司作为凌海市重要的基础设施建设投融资主体，仍将获得凌海市政府在财政补贴等方面的支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2016 年末，公司注册资本为 1 亿元。凌海市行政事业资产管理中心是公司控股股东，凌海市政府是公司实际控制人。

公司根据现代企业制度要求建立了规范的法人治理结构和管理制度。公司设有董事会，由凌海市行政事业资产管理中心监督管理机构委派，其中职工代表担任的董事依法由职工代表大会选举产生。公司设监事会，监事会成员由凌海市行政事业资产管理中心监督管理机构委派。公司设经理，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，行使公司生产经营管理等职权。整体来看，公司的法人治理结构较为完善，与当前的发展阶段较为符合。

战略与管理

凌海市未来发展方向是“南扩、东联、西展”，公司将依据政府授权，积极开展土地收储业务；积极开展城市基础设施项目建设、供排水体系建设和重点项目投资，在提高凌海市城市建设设施服务水平、改善环境方面发挥重要作用。同时，公司将加强海域管理，合理配置海域资源，提升使用效率，实现保值增值；积极发展高效养殖、精深加工及配套服务产业，加快建设渔业养殖和水产品加工基地。公司设立资产运营部、工程管理部 and 计划财务部三个部门，各部门间相互配合，负责公司各项业务的运营。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

抗风险能力

公司是凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体，自成立以来，凌海市政府在资产注入和财政补贴等方面给予其大力支持。土地、海域使用权等资产的注入为公司业务开展提供了重要保障，为公司发展奠定了坚实基础。公司依据现代企业制度建立了较为完善的组织机构和运营管理制度，有效防范了经营风险。综合来看，公司具有较强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2016 年的财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通



合伙) 对公司 2016 年的财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

近年来, 公司资产规模小幅增长, 以流动资产为主; 以海域使用权为主的无形资产占比较高, 应收类款项期限较长, 且受限规模较大, 资产质量一般

2014~2016 年末, 公司总资产规模小幅增长, 以流动资产为主, 流动资产在总资产中的占比有所提升。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、其它应收款和存货构成。截至 2016 年末, 货币资金主要为银行存款, 数额保持稳定; 应收账款 6.46 亿元, 与 2015 年末保持一致, 全部为应收凌海市财政局款项, 不计提坏账准备, 其中账龄为 1~2 年的占比 37.23%, 3~4 年的占比 58.83%, 账龄偏长, 对公司资金周转构成一定压力; 同期, 其他应收款同比增加 0.71 亿元, 其中 1 年以内其他应收款占比 21.00%, 1~2 年占比 44.00%, 2~3 年占比 32.00%, 主要为应收凌海市财政局工程款; 公司存货全部为在建 BT 项目开发成本, 2016 年末账面余额 2.54 亿元, 同比未发生变化, 主要由于 2016 年自筹资金紧张, 在建项目均未开工。

表 8 2014~2016 年末公司资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	19.91	100.00	19.81	100.00	19.39	100.00
流动资产合计	12.71	63.84	12.01	60.61	10.99	56.67
货币资金	0.30	1.51	0.30	1.53	2.16	11.14
应收账款	6.46	32.45	6.46	32.59	4.98	25.67
其他应收款	3.36	16.88	2.66	13.41	1.19	6.12
存货	2.54	12.76	2.54	12.84	2.67	13.75
非流动资产合计	7.20	36.16	7.80	39.39	8.40	43.33
固定资产	0.87	4.37	0.89	4.50	0.91	4.72
无形资产	6.33	31.79	6.91	34.89	7.49	38.61

公司非流动资产由固定资产和无形资产构成。固定资产主要是粮库和粮油中转库等房屋建筑物及机械设备, 受计提折旧影响, 规模逐年下降, 2016 年末固定资产为 0.87 亿元, 同比减少 0.02 亿元; 公司无形资产由凌海市人民政府注入的土地使用权和海域使用权构成, 由于摊销而逐年减少, 截至 2016 年末, 无形资产为 6.33 亿元, 同比减少 0.58 亿元。

截至 2016 年末, 公司受限资产合计 8.70 亿元, 占资产总额的 43.70%, 占净资产的 56.46%。受限资产为公司因为发行债券而进行抵



押的账面原值为 0.26 亿元土地使用权以及 8.44 亿元海域使用权。

总体来看，近年来公司资产规模小幅增长，以流动资产为主；以海域使用权为主的无形资产占比较高，且受限规模较大，资产流动性较差。

资本结构

近年来，公司负债规模小幅扩大，以非流动负债为主；有息债务全部为公司发行债券，在负债总额中占比很高

2014~2016 年末，公司负债规模小幅扩大，负债结构以非流动负债为主。截至 2016 年末，公司负债总额为 4.50 亿元，其中非流动负债 4.24 亿元，在总负债中占比 94.22%，全部为应付“14 辽宁沿海债”本息余额；同期，公司流动负债全部为应交税费，以土地使用税和营业税为主，同比增加 380.90 万元。

截至 2016 年末，公司有息债务为 4.24 亿元，全部为应付债券，在总负债中占比 94.22%，占比很高，自 2017 年起至 2021 年，需逐年分别按照债券发行总额 20%的比例等额偿还债券本金，截至本报告出具日，发行金额 20%的本金及 2016 年利息已于 2017 年 4 月 1 日按期兑付。

公司自成立以来，行政管理中心多次以房屋建筑物、土地使用权及海域使用权等资产以及货币资金向公司注资，截至 2016 年末，公司所有者权益合计 15.41 亿元，同比增加 0.05 亿元。

表 9 2014~2016 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	0.26	5.78	0.22	4.95	0.15	3.46
应交税费	0.26	5.78	0.22	4.95	0.15	3.46
非流动负债合计	4.24	94.22	4.23	95.05	4.22	96.54
应付债券	4.24	94.22	4.23	95.05	4.22	96.54
负债总额	4.50	100.00	4.45	100.00	4.38	100.00

截至 2016 年末，公司无对外担保。

总体来看，近年来，公司负债规模小幅增加，负债结构以非流动负债为主，有息债务全部为应付债券余额，在负债总额中占比很高，未来公司面临较大的偿付压力。

盈利能力

近年来，受土地出让面积变动和工程进度影响，公司营业收入出现大幅波动；财政补贴收入弥补了营业利润的亏损，是净利润的主要来源

2014~2016 年，公司营业收入出现大幅波动。2016 年，受市场疲软及凌海市政府回购进度推迟影响，公司未对土地进行整理出让，在



建工程项目也未开工结算，公司营业收支均为零。同期，公司期间费用为 1.04 亿元，同比增加 0.36 亿元，主要由于计入财务费用的利息支出有所增加，营业利润大幅下降。2016 年，政府补贴收入大幅增加，主要包括 0.70 亿元经营性补贴、0.40 亿元利息担保费及 0.03 亿元海域使用金，政府补贴收入是公司利润的重要来源。

表 10 2014~2016 年公司营业收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	0.00	3.31	1.33
营业成本	0.00	2.26	0.94
期间费用	1.04	0.68	0.70
管理费用	0.68	0.68	0.70
财务费用 ⁷	0.36	0.00	0.00
营业利润	-1.08	0.34	-0.23
政府补贴	1.13	0.00	0.60
利润总额	0.05	0.34	0.37
净利润	0.05	0.34	0.37
毛利率	-	31.71	29.33
总资产报酬率	2.09	1.73	1.93
净资产收益率	0.33	2.23	2.49

总体来看，近年来，受土地出让面积变动及工程进度影响，公司营业收入出现大幅波动；2016 年公司未实现营业收支，营业利润大幅下降，政府补贴收入是公司利润的重要来源。

现金流

近年来，公司经营性净现金流逐年增加，2016 年转为净流入状态，对债务的保障能力有所改善

2016 年，公司经营性净现金流为 0.35 亿元，同比增加 1.85 亿元，转为净流入状态，主要由于 2016 年公司未发生经营活动使得经营性现金流出大幅减少，同期公司收到凌海市财政局补贴收入 1.13 亿元全部计入经营性现金流入，使得经营性净现金流上升转为净流入，对债务的保障能力有所增强。2016 年，公司投资性及筹资性净现金流均同比未发生变化。

⁷ 公司 2014 年和 2015 年财务费用分别为-10,292.53 元和-5,749.96 元。



表 11 2014~2016 年公司现金流情况（单位：万元、%）

指标	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	3,484	-14,998	-18,509
投资性净现金流 ⁸	-	-	0
筹资性净现金流	-3,560	-3,560	39,520
经营现金流利息保障倍数（倍）	0.95	-	-
经营性净现金流/流动负债	145.57	-806.72	-1,396.90
经营性净现金流/总负债	7.78	-33.97	-82.44

总体来看，2016 年公司经营性净现金流大幅增加且转为净流入状态，对债务的保障能力有所增强。

偿债能力

综合来看，近年来，公司资产规模小幅增长，以海域使用权为主的无形资产占比较高且受限规模较大，影响资产流动性；同期，公司债务规模小幅增加，有息债务在总负债中占比很高，未来公司面临较大的偿付压力。同期，公司资产负债率分别为 22.57%、22.48%和 22.61%，基本保持稳定，公司存在较大的融资空间；流动比率和速动比率均有所下降但仍处于较高水平，2016 年末分别为 49.17 倍和 39.33 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力较强。近年来，公司营业收入波动较大，未来收入实现具有一定不确定性，2016 年公司营业利润为负，净利润对营业外收入的依赖度很高，经营性净现金流由于财政补贴收入增加而大幅上升且转为净流入状态，对债务的保障能力有所改善。同时，公司是凌海市重要的国有资产投融资建设及运营主体，未来仍将获得凌海市政府在财政补贴等方面的支持。综合而言，公司偿还债务的能力较强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2017 年 4 月 5 日，公司未与金融机构发生信贷关系；截至本报告出具日，公司联合其他企业于 2014 年 4 月发行的集合债券利息及部分本金⁹已按期兑付。

结论

近年来，受宏观经济下行影响，凌海市区域经济持续下滑；公司作为凌海市重要的城市基础设施建设投融资主体，得到凌海市政府的有力支持。公司业务结构单一，2016 年由于资金紧张，工程均未开工结算，公司未产生营业收支，未来收入实现存在一定的不确定性。同

⁸ 2014 年，公司投资性净现金流为-4,199 元。

⁹ 按照发行条款说明，本期债券自 2017 年起至 2021 年，联合发行人逐年分别按照债券发行总额 20%的比例等额偿还债券本金。截至本报告出具日，到期本金已于兑付日按期兑付。

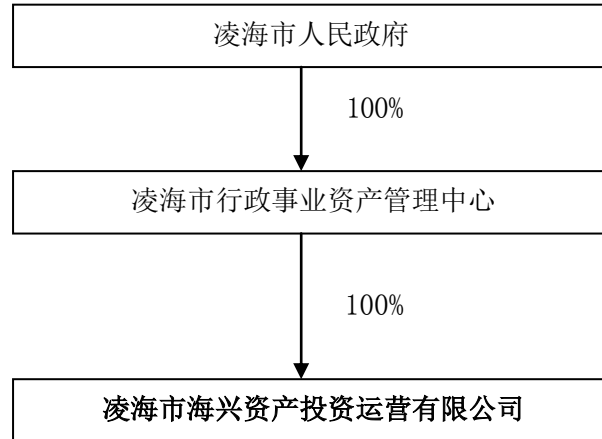


时，2014~2016 年末公司资产及负债总额均小幅增加，以海域使用权为主的无形资产占比较高且受限规模较大，资产流动性较差，有息债务在总负债中占比很高，公司未来面临较大的偿付压力。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险较小。

预计未来 1~2 年，公司在凌海市城市基础设施建设领域的主体功能地位不会改变，公司将继续获得凌海市政府的支持。因此，大公对海兴公司的评级展望为稳定。

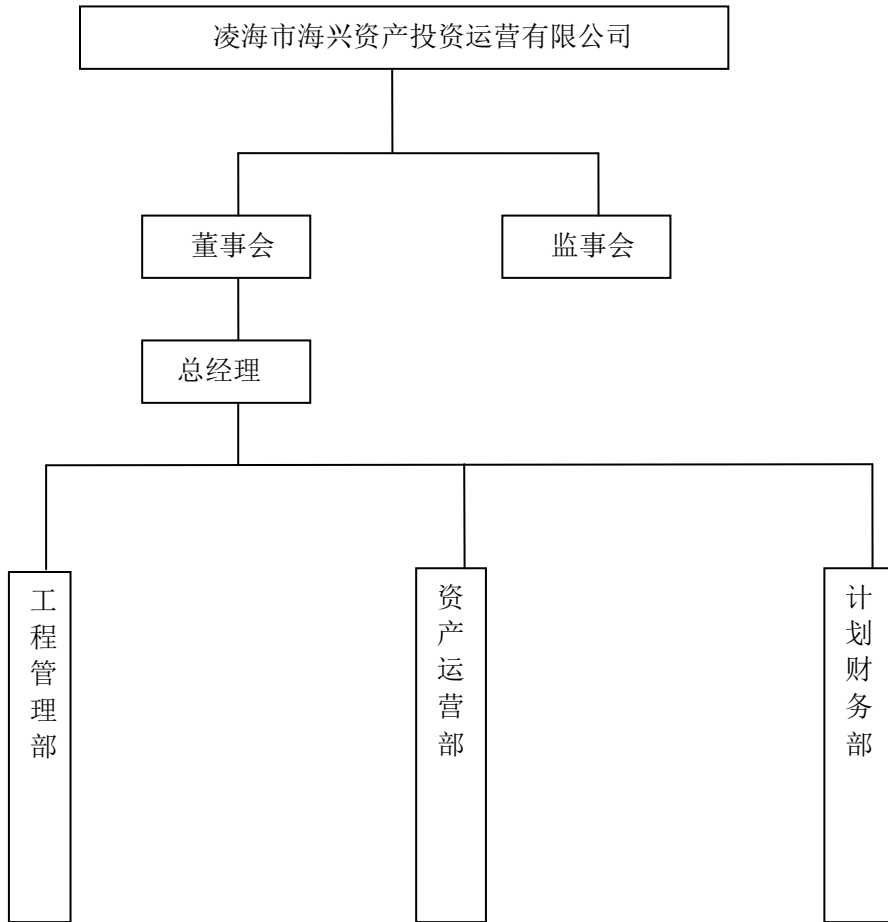


附件 1 截至 2016 年末凌海市海兴资产投资运营有限公司股权结构图





附件 2 截至 2016 年末凌海市海兴资产投资运营有限公司组织结构图



附件 3 凌海市海兴资产投资运营有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
资产类			
货币资金	2,962	3,038	21,596
应收账款	64,568	64,568	49,771
其他应收款	33,613	26,562	11,862
存货	25,428	25,428	26,657
流动资产合计	127,051	120,076	109,886
固定资产	8,687	8,918	9,148
无形资产	63,345	69,111	74,876
非流动资产合计	72,033	78,028	84,024
总资产合计	199,084	198,104	193,910
占资产总额比 (%)			
货币资金	1.49	1.53	11.14
应收账款	32.43	32.59	25.67
其他应收款	16.88	13.41	6.12
存货	12.77	12.84	13.75
流动资产合计	63.82	60.61	56.67
固定资产	4.36	4.50	4.72
无形资产	31.82	34.89	38.61
非流动资产合计	36.18	39.39	43.33
负债类			
应交税费	2,584	2,203	1,515
流动负债合计	2,584	2,203	1,515
应付债券	42,428	42,335	42,250
非流动负债合计	42,428	42,335	42,250
负债合计	45,012	44,538	43,765
占负债总额比 (%)			
应交税费	5.74	4.95	3.46
流动负债	5.74	4.95	3.46
应付债券	94.26	95.05	96.54
非流动负债	94.26	95.05	96.54
权益类			
实收资本	10,000	10,000	10,000
资本公积	106,572	106,572	106,572
盈余公积	3,750	3,699	3,357
未分配利润	33,749	33,295	30,215
所有者权益	154,072	153,566	150,144

附件3 凌海市海兴资产投资运营有限公司主要财务指标 (续表1)

单位：万元

年份	2016年	2015年	2014年
损益类			
营业收入	0.00	33,139	13,303
营业成本	0.00	22,632	9,402
管理费用	6,818	6,779	6,959
营业利润	-10,765	3,422	-2,257
营业外收入	11,270	-	6,000
利润总额	505	3,422	3,743
净利润	505	3,422	3,743
占营业收入比 (%)			
营业成本	-	68.29	70.67
管理费用	-	20.46	52.31
营业利润	-	10.33	-16.97
营业外收入	-	-	45.10
利润总额	-	10.33	28.14
净利润	-	10.33	28.14
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	3,484	-14,998	-18,509
投资活动产生的现金流量净额	-	-	0
筹资活动产生的现金流量净额	-3,560	-3,560	39,520
财务指标			
EBIT	4,158	3,422	3,743
EBITDA	10,154	25,783	20,109
毛利率 (%)	-	31.71	29.33
营业利润率 (%)	-	10.33	-16.97
总资产报酬率 (%)	2.09	1.73	1.93
净资产收益率 (%)	0.33	2.23	2.49
资产负债率 (%)	22.61	22.48	22.57
长期资产适合率 (%)	272.79	251.06	228.98
流动比率 (倍)	49.17	54.51	72.51
速动比率 (倍)	39.33	42.97	54.92
保守速动比率 (倍)	1.15	1.38	14.25
应收账款周转天数 (天)	-	621.06	1,346.36
经营性净现金流/流动负债 (%)	145.57	-806.72	-1,396.90
经营性净现金流/总负债 (%)	7.78	-33.97	-82.44
现金回笼率 (%)	-	57.21	81.16
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$



23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。