信用等级公告

联合〔2019〕1634号

联合资信评估有限公司通过对朝阳市建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持朝阳市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“16朝阳建投小微债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

朝阳市建设投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 朝阳建投小微债[1]	4.6 亿元	2020/09/21	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	17.36	10.67	11.54
资产总额(亿元)	180.88	184.64	185.71
所有者权益(亿元)	99.79	101.23	102.62
短期债务(亿元)	5.75	13.93	7.32
长期债务(亿元)	24.41	18.52	14.20
全部债务(亿元)	30.16	32.45	21.51
营业收入(亿元)	6.23	5.59	10.74
利润总额(亿元)	1.66	1.12	1.04
EBITDA(亿元)	2.00	2.17	2.55
经营性净现金流(亿元)	-2.59	-2.39	13.97
营业利润率(%)	12.08	14.28	27.12
应收类款项/资产总额(%)	4.26	6.58	7.65
净资产收益率(%)	1.64	1.09	1.01
资产负债率(%)	44.83	45.17	44.74
全部债务资本化比率(%)	23.21	24.27	17.33
流动比率(%)	786.40	545.66	419.92
经营现金流动负债比(%)	-12.37	-7.89	35.21
全部债务/EBITDA(倍)	15.08	14.97	8.43

分析师：霍正泽　吕泽峰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

[1] “16 朝阳建投小微债”设置投资者提前回售选择权，行权日为 2019 年 9 月 21 日。

评级观点

跟踪期内，朝阳市经济保持增长，朝阳市建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为朝阳市重要的城市基础设施建设及国有资产经营主体，继续承担朝阳市基础设施及工程施工等业务，并持续获得了专项资金拨付、财政补贴方面的外部支持，债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司资产质量仍一般、盈利能力仍较弱、若 16 朝阳建投小微债于 2019 年回售会增加公司集中兑付压力等因素对公司整体偿债能力带来不利影响。

跟踪期内，朝阳市经济发展稳定，公司外部环境向好。随着未来公司建设业务的推进，公司经营有望保持稳定发展。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 朝阳建投小微债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，朝阳市经济发展稳定，公司外部环境向好，公司继续获得了专项资金拨付、财政补贴方面的外部支持。
2. 跟踪期内，公司收入上升，债务负担有所减轻。
3. 自来水和供热业务具有一定的区域专营优势，为公司营业收入形成了重要补充。

关注

1. 公司资产中存货和应收类款项占比较大，对资金形成较大占用，资产流动性弱，资产质量一般。
2. 存货中部分项目为已完工待回售，项目的具体回购计划尚不明确，联合资信将持续关注项目回购情况。
3. 若“16 朝阳建投小微债”于 2019 年回售，公司将面临集中兑付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由朝阳市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

朝阳市建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于朝阳市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍为朝阳城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”），公司实际控制人仍为朝阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“朝阳市国资委”）。截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本仍为 10.01 亿元。

跟踪期内，公司职能定位及经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司内设综合管理科、资金管理科、项目管理科和风险管理科 4 个职能部门；公司合并范围内共 13 家子公司。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 185.71 亿元，所有者权益 102.62 亿元（含少数股东权益 0.06 亿元）；2018 年公司实现营业收入 10.74 亿元，利润总额 1.04 亿元。

公司注册地址：朝阳市双塔区慕容街 9A 号；法定代表人：武铁峰。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 5 月底，联合资信所评“16 朝阳建投小微债”尚需偿还债券余额 4.60 亿元。跟踪期内，“16 朝阳建投小微债”已按期足额支付债券利息。

截至 2019 年 5 月底，“16 朝阳建投小微债”募集资金以委托贷款形式投放于经盛京银行朝阳分行推荐并经公司最终确认位于朝阳市政府管辖区域内的小微企业，已投放 1.77 亿元。

表 1　跟踪评级债券概况　（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 朝阳建投小微债	4.60	4.60	2016/09/21	4（3+1）年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，

规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对

		其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济概况

跟踪期内，朝阳市经济发展稳定，公司的外部发展环境较好。

根据《朝阳市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，朝阳市全年地区生产总值 831.4 亿元，比上年增长 4.8%。其中，第一产业增加值 176.4 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 236.0 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 419.0 亿元，增长 4.7%。三次产业增加值比重为 21.2：28.4：50.4（上年为 23.4：26.4：50.2）。全年人均生产总值 28266 元，比上年增长 5.0%。

2018 年，全年规模以上工业增加值比上年增长 8.0%。全年 256 户具有建筑业资质等级的总承包和专业承包建筑企业共签订工程合同额 100.8 亿元，完成建筑业总产值 71.5 亿元。实际施工的房屋建筑面积 440.5 万平方米。其中，新开工面积 168.7 万平方米，房屋竣工面积 239 万平方米。

全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 1.8%。分领域看，房地产开发投资比上年增长 30.3%，建设项目投资下降 6.8%。分产业看，第一产业投资比上年下降 33.8%；第二产业投资下降 8.4%，其中工业投资下降 8.4%；第三产业投资增长 15.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，股东仍为城发集团，公司实际控制人仍为朝阳市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，朝阳市一般预算收入同比有所增长，财政自给率弱；跟踪期内，公司在资金拨付和财政补贴方面获得外部支持。

根据《关于朝阳市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年朝阳市地方一般预算收入为 70.42 亿元，同比增长 21.7%。其中税收收入完成 49.97 亿元，增长 26.0%，占地方一般预算收入的 70.96%，收入质量较好。全市政府性基金预算收入 27.52 亿元，比 2017

年决算增长 5.8%。上级补助收入为 207.63 亿元，较上年增长 13.74%。2018 年朝阳市一般预算支出 276.25 亿元，财政自给率 25.49%，财政自给能力弱。

专项资金拨付和财政补贴

跟踪期内，朝阳市财政局拨付给公司用于地下管网建设的专项用途资金2.41亿元，三供一业移交专项资金0.21亿元，计入专项应付款。同期公司收到政府补助0.01亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况较好，发现公司有被执行记录。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1021130200032020V），截至 2018 年 6 月 10 日，公司无新增不良类或关注类贷款，跟踪期内过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 19 日，经查询公司有一条被执行记录，立案时间为 2019 年 4 月 24 日，相关事项为北大街项目合同纠纷，涉案金额 17.86 万元。目前公司正寻求上诉，联合资信将持续关注案件进展。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管情况、员工素质、法人治理结构及管理制度等均无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司为朝阳市重要的城市基础设施建设及国有资产经营主体。跟踪期内，公司的营业收入构成同比变动不大，仍以建设业务收入为主。受建设业务和供热业务收入和毛利率同比大幅增长影响，公司的营业收入和毛利率同比均大幅增长。

跟踪期内，公司主营业务收入构成为建设业务、工程施工、自来水销售及供热收入。

2018年，主营业务收入同比增加5.12亿元至10.68亿元，主要系建设业务收入和供热业务收入大幅增长所致。综合毛利率同比上升12.65个百分点至27.28%，主要系占比较大的建设业务和供热业务毛利率增长所致。

表 3　2017~2018 年公司主营业务收入情况

（单位：万元、%）

主营业务类项	2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
建设业务	35512.44	11.20	84527.82	30.34
工程施工业务	9576.92	31.71	4498.23	26.63
自来水业务	5622.06	30.35	5706.78	33.97
供热收入	4928.19	-11.75	12045.99	2.91
合计	**55639.62**	**14.63**	**106778.83**	**27.28**

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

城市基础设施建设

跟踪期内，公司建设业务收入及毛利率同比均大幅增长。

公司城市基础设施建设业务由公司本部承担。跟踪期内，公司的建设业务模式未发生变化，主要为政府回购方式，公司的建设业务主要回购收入来自燕都新城项目。

燕都新城项目包括朝阳市燕都新城保障性住房建设及其燕都新城配套道路、地下管网项目（含燕北路、新城东街、狼山北路）的建设。燕都新城一期项目总投资为 27.28 亿元，一期项目中保障性住房建设项目总投资 16.01 亿元，其余配套道路、地下管网项目投资合计 11.27 亿元。二期项目总投资为 3.79 亿元。

跟踪期内，燕都新城一期项目主体工程全部竣工验收（尚余周边配套、绿化及道路工程），二期项目接近完工。根据公司与朝阳市人民政府签订的燕都新城项目代建回购协议，燕都新城一期项目回购总额为 38.41 亿元（包括代建投资款和投资利息），每年的回购资金都将被列入朝阳市政府财政支出预算，以保证回购款的及时支付。项目回购资金将于 2013~2020 年分期拨付，燕都新城项目代建回购资金安排如下。

表 4　燕都新城一期项目回购安排（单位：万元）

年度	当期代建投资款计划拨付额	当期投资利息计划拨付额	当期 BT 项目计划回购资金总额
2013	--	16368.30	16368.30
2014	--	16368.30	16368.30
2015	21824.40	16368.30	38192.70
2016	21824.40	15058.84	36883.24
2017	21824.40	13749.37	35573.77
2018	21824.40	12439.91	34264.31
2019	21824.40	11130.44	32954.84
2020	163683.00	9820.98	173503.98
合计	**272805.00**	**111304.44**	**384109.44**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，燕都新城一期项目已经累计投入资金 20.04 亿元，占投资总额的 74.63%。

公司按政府拨付的回购款金额确认当期建设业务收入。

2018 年，公司建设业务收入 8.45 亿元，同比增加 4.90 亿元，主要系燕都新区项目接近尾声，政府加速结算所致，回购金额较原定计划有所调升。截至 2018 年底，已累计到账 21.37 亿元回购收入，主要系燕都新城一期项目回购收入。同期，公司建设业务收入毛利率同比上升 19.14 个百分点，主要系燕都新区管委会对公司建设的燕都新区项目进行利润补偿，新的项目回购加成比例不低于 25%。

截至 2018 年底，公司主要的在建的政府回购项目总投资 41.99 亿元，已投资 29.30 亿元，未来尚需投资 12.69 亿元。未来随着项目的持续投入，公司仍有一定的融资需求。

表 5 截至 2018 年底公司在建政府回购项目情况 （单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
朝阳燕都新城保障房基础设施建设一期工程	26.00	20.04	5.96
朝阳市燕都新城保障房基础设施建设二期工程	3.79	2.10	1.69
重机集团项目	4.20	1.80	2.40
哨口高端养老项目	8.00	5.36	2.64
合计	**41.99**	**29.30**	**12.69**

资料来源：公司提供

工程施工业务

跟踪期内受朝阳市市政业务萎缩影响，公司无新增中标工程，工程施工收入及毛利率均有所下降，该板块业务持续性较差。

公司工程业务主要由下属子公司朝阳市市政工程公司承担，承担朝阳市市政工程项目建设（包括项目的前期拆迁工作）。

朝阳市市政工程采取招投标的方式进行建设，公司每年中标工程量约占朝阳市市政工程总量的 84%左右。公司承建市政项目由朝阳市财政按工程进度付款，每年年底朝阳市财政将与公司进行项目统一决算。另外公司通过银行借款的方式筹集少量资金，项目结算后进行银行贷款偿还。

2018 年，受朝阳市市政业务萎缩影响，公司无新增中标工程，实际完成工程量 0.68 亿元，较上年有所下降；工程施工收入 0.45 亿元，同比下降 53.13%。工程施工毛利率 26.63%，较 2017 年下降 5.08 个百分点，主要系施工成本增长所致。

表 6　2017~2018 年公司市政工程经营情况

（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年
年中标工程量	12052	0
年实际完成工程量	7533.00	6760.00

资料来源：公司提供

自来水业务

跟踪期内，自来水业务收入保持稳定，毛利率略有上升。

公司自来水业务由其下属全资子公司自来

水公司负责。自来水公司负责朝阳市城区全部自来水供应业务，具有区域专营性。

表 7　2017~2018 年自来水公司经营情况表

项目	2017 年	2018 年
年供水能力（亿吨）	0.63	0.65
下辖自来水厂（个）	4	4
年供水量(亿吨)	0.32	0.32
供水产销差（%）	34.00	32.90
年销售量（亿吨）	0.21	0.22
居民用水量（亿吨）	0.10	0.11
工业用水量（亿吨）	0.005	0.004
特种用水（亿吨）	0.03	0.07
供水收入(亿元)	0.56	0.57
供水管网成新率（%）	56	55
自来水均价（元/吨）	2.66	2.63
居民自来水价格（元/吨）	2.10	2.10
工业自来水价格（元/吨）	3.60	3.60

注：年销售量中，其他包括基建、餐饮等行业用水
资料来源：公司提供

截至 2018 底，自来水公司供水管网总长度为 538.4 公里，供水面积达 48 平方公里，日供水能力为 17.9 万立方米；2018 年供水量为 3227.3 万立方米，售水量为 2165.8 万立方米；朝阳市民用、生产、工商和特种行业用自来水价分别为 2.10 元/吨、3.60 元/吨、3.60 元/吨和 12.00 元/吨，跟踪期内朝阳市水价无变化。

2018 年自来水公司实现收入 0.57 亿元，同比变动不大，毛利率较上年略有上升主要系用户结构有所调整所致（特种用水量较 2017 年明显上升）。

供热业务

跟踪期内，供热收入及毛利率同比均大幅增长。

供热业务由子公司朝阳城市供热有限公司（以下简称“供热公司”）负责，供热公司成立于 2010 年，主要以城市供热为主，供热范围覆盖朝阳市主要城区双塔区及燕都新区。跟踪期内，供热公司更新改造城市供热管网完成，产能释放使供热面积有所增长。截至 2018 年底，供热公司入网热源来自国电电力朝阳热点有限公司，供热面积 175.85 万平方米，同比增长 1.85 万平方米；年供热收入 0.55 亿元，同比增长 11.61%。

表 8　2017~2018 年供暖板块经营情况表

项目	2017 年	2018 年
设计供热能力（MW）	235.00	260.00
供暖入网面积（万平方米）	256.00	320.00
实际供暖面积（万平方米）	174.00	175.86
供热收入（万元）	4928.19	5500.00

资料来源：公司提供

2018 年，供热业务收入为 1.20 亿元，包含转供热收入 0.65 亿元，转供用热方分别为朝阳宏文热电有限公司、朝阳星鑫供暖有限公司和朝阳鑫业供暖有限责任公司。2018 年，供热收入毛利率大幅增长，主要系 2017 年供热公司更新改造城市供热管网，致当年毛利率为负，2018 年更新工程完工，毛利率恢复正常水平。

3. 未来重点投资项目

目前公司重点投资项目主要以自营项目为主，预计未来以出租和销售收入来实现资金平衡，拟建项目包括燕都新区标准化厂房项目、龙城区标准化厂房项目以及哨口临街网点项目，上述项目总投资合计 3.00 亿元，公司后续建设仍将产生一定资本支出需求。

表 9　截至 2018 年底公司拟建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	总投资	未来三年拟投资金额		
		2019 年	2020 年	2021 年
龙城区标准化厂房项目	2.00	1.00	1.00	0.00
哨口临街网点项目	1.00	0.60	0.40	0.00
合计	**3.00**	**1.60**	1.40	**0.00**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司新增出资设立子公司 2 家，通过股权购买子公司 1 家；减少子公司 1 家，系出于政府规划，将朝阳城发房屋租赁有限公司全部股权划拨给朝阳市金融控股有限责任公司所致；但新增及减少的子公司总体规模均较小，对公司整体经营及财务状况影响不大，财务数据可比性较强。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司 13 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模同比变动不大，仍以流动资产为主，流动资产中存货和应收类款项占比较大，对资金形成较大占用，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 185.71 亿元，同比增长 0.58%，同比变动不大。从构成方面看，公司资产以流动资产为主，占 89.70%。

表10　公司主要资产构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.67	5.78	11.53	6.21
应收账款	0.50	0.27	0.64	0.35
其他应收款	11.64	6.31	13.57	7.30
存货	142.44	77.14	140.06	75.42
流动资产	**165.63**	**89.70**	**166.58**	**89.70**
固定资产	9.62	5.21	9.25	4.98
在建工程	6.26	3.39	6.91	3.72
非流动资产	**19.01**	**10.30**	**19.13**	**10.30**
资产总额	**184.64**	**100.00**	**185.71**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 166.58 亿元，同比增长 0.58%。公司货币资金为 11.53 亿元，同比上升 8.12 %，其中 5.14 亿元为受限资金，主要系公司或子公司向朝阳市国资委下属公司借款提供质押担保。公司应收账款账面价值为 0.64 亿元，较上年变动不大且金额小。账龄方面，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄较短，1 年以内占比 78.55%，1~2 年占比 14.42%。集中度方面，应收帐款欠款方前 5 名占应收账款期末余额合计数 55.48%，集中度一般，前 5 名欠款方均为政府行政单位或国有企业，风险较低，其中对朝阳市住房和城乡规划建设委员会的应收款规模最大，为 0.18 亿元。公司其他应收款 13.57 亿元，同比增长 16.52 %，主要系往来款增加所致，公司的其他应收款全部为与其他公司的往来款；公司共计提坏账准备 0.02 亿元，跟踪期内无收回或转回坏账准备情况。从账龄来看，组合中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 1 年以内占 75.10%，1~2 年占 11.92%，2~3 年占 11.28%，3 年以上占 1.70%，账龄较短。从集中度来看，公司其他应收款前五名合计金额 6.14 亿元，占其他应收款 44.75%，集中度一般，主要为与政府相关部门或国有企业往来款，其中应收朝阳市教育局占 11.07%；应收朝阳市凤凰组团建设管理办公室往来款占 6.87%；应收朝阳市龙城区人民政府占 6.73%；应收朝阳市龙城区财政局占 9.70%；应收朝阳市中心医院占 10.38%。公司存货为 140.06 亿元，同比下降 1.67%，主要系开发成本结转所致。从构成来看，开发成本 107.46 亿元，占存货的 76.72%，主要包含土地开发资产 66.93 亿元（划拨用于保障房建设的住宅用地）、2015 年棚户区改造项目 27.13 亿元（系公司统借统还项目，对应长期应付款）、燕都新城项目 4.80 亿元。开发产品 32.51 亿元，占存货的 23.21%，其中已完工未结算的北大街项目 14.82 亿元，系公司前身朝阳基础设施建设办公室负责的公益性项目，具体回购安排待政府规划，回购时点存在不确定性。存货未计提存货跌价准备，其中已抵押的土地和在建项目账面价值合计 1.03 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 19.13 亿元，同比增长 0.62%，主要为在建工程的增长。公司固定资产净额 9.25 亿元，较上年下降 3.84%，主系公司子公司将部分房屋出租，将固定资产转入投资性房地产所致。固定资产均在正常使用中，不存在减值因素，未计提减值准备。其中抵押资产账面价值 6.25 亿元。公司在建工程 6.91 亿元，同比上升 10.37%，主要系朝阳市中心城区集中供热工程、供水改扩建工程和扣北水厂水质提标工程投入增加所致。其他非流动资产 0.81 亿元，同比下降 53.32%，主要为公司委托贷款大幅减少所致。

截至 2018 年底，公司受限资产 13.24 亿元，其中货币资金 5.13 亿元、存货 1.02 亿元、固定资产 6.25 亿元和无形资产 0.84 亿元。公司受限资产占总资产 7.13%，受限规模一般。

截至 2018 年底，公司应收类款项/资产总额为 7.65%，同比增长 1.07 个百分点，系应收类款增长所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益同比变动不大，仍主要由资本公积和未分配利润构成，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益 102.62 亿元，同比增长 1.37%，同比变动不大。截至 2018 年底，公司实收资本 10.01 亿元，较上年没有发生变动；同期，公司资本公积增加 0.30 亿元，主要系公司的扣北水厂水质提标工程验收，专项资金转入所致。从所有者权益的构成来看，公司实收资本占 9.76%、资本公积占 61.83%、盈余公积占 2.85%、未分配利润占 25.50%，同比变动不大，仍以资本公积和未分配利润为主。

总体看，跟踪期内，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

跟踪期内，受债券偿还的影响，公司有息债务规模有所下降，构成仍以长期债务为主，整体债务负担较低。公司在 2019 年存在一定集中兑付压力。

截至2018年底，公司负债总额合计83.09亿元，同比变动不大。从构成来看，非流动负债占比相对较大。

表11 公司主要负债构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.56	9.06	2.80	3.37
应付账款	1.36	1.63	2.28	2.75
预收账款	2.55	3.06	3.04	3.65
其他应付款	11.57	13.88	26.58	31.99
一年内到期的非流动负债	6.37	7.64	4.50	5.41
流动负债	**30.35**	**36.39**	**39.67**	**47.75**
长期借款	4.82	5.78	6.97	8.39
应付债券	13.69	16.42	4.59	5.52
长期应付款	32.42	38.87	29.22	35.17
专项应付款	2.09	2.50	2.62	3.15
非流动负债	**53.05**	**63.61**	**43.42**	**52.25**
负债总额	**83.41**	**100.00**	**83.09**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债39.67亿元，同比增长30.69%，主要系其他应付款的增长。公司短期借款2.80亿元，较上年底减少4.76亿元。同期，公司应付账款2.28亿元，同比上升68.18%，主要系应付工程款和应付材料设备款增加所致。公司预收款项3.04亿元，较上年底增加0.48亿元，主要系预收燕都新区管委会支付的燕都新区安居工程项目款。公司其他应付款26.58亿元，同比增长129.71%，主要系增加城发集团的往来款所致。从账龄来看，公司其他应付款中1年以内占37.37%，1~2年占38.60%，2~3年占18.76%，3年以上占5.27%。公司非流动负债43.42亿元，同比下降18.16%，主要系应付债券和长期应付款的减少所致。公司长期借款6.97亿元，同比上升44.57%，主要为质押借款的增加。公司应付债券账面余额4.59亿元（全部为“16朝阳建投小微债”债券余额），同比减少9.1亿元，主要系提前兑付“PR朝阳债/12朝阳建投债”和“PR朝建投/14朝阳建投债”所致。公司长期应付款29.22亿元，同比下降9.87%，主要为偿还辽宁公共发

展投资有限公司一年内委托借款所致，公司的长期应付款中有26.28亿元委托贷款（对应存货中2015年棚户区改造项目，公司不承担相关债务本息），相关款项为棚改专项贷款，公司作为统贷统还主体将相关款项用于棚改项目建设支付给借款主体，公司不承担相关贷款的还本付息。同期，专项应付款2.62亿元，较上年增加0.53亿元，主要系政府部门增加拨付给公司用于地下管网建设的专项用途资金。

从债务规模来看，跟踪期内，公司有息债务规模有所下降。截至2018年底，公司全部债务21.51亿元，同比下降23.35%。其中短期债务占34.02%，长期债务占65.98%。从债务指标来看，截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.74%、17.33%和12.15%，分别下降0.43、6.94和3.31个百分点。

2019~2021年，公司到期债务分别为11.92亿元、4.50亿元和2.51亿元。公司2019年存在一定的集中兑付压力。

表 11　公司有息债务未来偿付安排

（单位：亿元）

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年之后
偿付安排	11.92	4.50	2.51	7.27

注：“16 朝阳建投小微债”设置投资者回售选择权，考虑“16 朝阳建投小微债”在 2019 年行权
资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，盈利能力仍较弱。

跟踪期内，朝阳市人民政府回购公司开发的城市基础设施建设项目使公司营收大幅增长，2018 年，公司实现营业收入 10.74 亿元，同比上升 92.05%，同期，营业成本 7.78 亿元，同比上升 63.63%，营业成本增速低于营业收入增速，营业利润率上升 12.84 个百分点至 27.12%。

2018 年，公司期间费用合计 1.88 亿元，同比增长 51.06%，主要系公司本年度提前兑付债券，额外向债权人支付利息补偿导致财务费用增加所致。跟踪期内，公司期间费用率较上年下降 4.75 个百分点至 17.50%，公司期间费用控制能力一般。

跟踪期内，公司收到政府补助 79.05 万元元，计入“其他收益”；公司实现利润总额 1.04 亿元，同比下降 7.81 %；公司总资本收益率 1.73%，较上年有所上升；净资产收益率 1.66%，较上年有所下降，公司盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受基建业务回款及收到大量往来款的影响，公司经营活动现金流入大幅增长，经营活动现金流量净额由负转正；公司投资活动现金流量规模较小，现金流量净额由负转正；公司融资规模小幅增长，但公司偿付大额债务致筹资活动现金大额净流出。考虑到公司将于2019年偿付大额的债务，公司未来的筹资压力仍较大。

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入金额为 24.09 亿元，较上年上升 158.33%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 11.22 亿元，较上年增加 4.55 亿元，构成为经营性收入及部分进项税。公司收到其他与经营活动有关的现金金额为 12.86 亿元，同比上升 384.61%，系往来款增加所致。经营活动现金流出金额为 10.12 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 2.89 亿元，同比减少 3.51 亿元，系支付工程款减少；另支付其他与经营活动有关的现金 6.36 亿元，主要为支付的往来款。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.97 亿元，较上年由负转正。从收付质量来看，公司现金收入比 104.47%，较上年小幅下降 14.76 个百分点，收现质量较好。

公司投资活动现金流入 2.85 亿元，较上年增加 1.58 亿元，主要为收回定期存款 1.80 亿元。投资活动现金流出金额为 0.72 亿元，同比下降 90.05 %，主要为对外借款大幅减少所致。2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为 2.14 亿元，较上年由负转正。

2018 年，公司筹资活动现金流入金额为

13.57 亿元，较上年增长 3.00 亿元，主要来源于银行借款以及其他借款取得的现金；2018 年筹资活动现金流出金额为 30.44 亿元，其中主要为偿还债务支付的现金 24.39 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.61 亿元以及购买大额存单产品支付的其他与筹资活动有关的现金 3.30 亿元。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-16.87 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司面临一定的短期偿债压力，长期偿债能力一般，间接融资渠道亟待拓宽，同时存在一定或有负债风险。但考虑到股东对公司的支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 419.92%和 66.85%，由于流动负债的增长，流动比率及速动比例均较上年有所下降；公司经营现金流动负债比为 35.21%，由负转正；剔除受限资产的现金类资产比短期债务为 0.76 倍，该比率同比下降，公司短期偿债能力有所下降。整体看，公司面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.55 亿元，较上年增长 17.69%，主要系受利息支出的影响。全部债务/EBITDA 为 8.43 倍，EBITDA 对全部债务的保障有所提升，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司合计获得银行授信额度 11.19 亿元，获得的授信已全部使用，间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保总额 11.07 亿元，较上年略有减少，被担保方主要为朝阳市内国有企业，经营情况良好。担保比率为 21.26%，担保比率一般，公司存在一定或有负债风险。

考虑到股东对公司的支持，公司整体偿债风险很低。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 167.82 亿元，较 2017 年下降 1.83%。其中，流动资产占 94.58%，非流动资产占 5.42%，近年来资产结构较为稳定。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 102.25 亿元，同比上升 1.16%，主要系未分配利润增加所致。

截至 2018 年底，母公司负债总额 65.58 亿元，同比下降 6.16%，主要系应付债券和长期应付款大幅减少所致。其中，流动负债占 52.93 %，非流动负债占 47.07 %，母公司负债结构转为以流动负债为主，近年来负债结构变动较大。

2018 年，母公司实现营业收入 8.46 亿元，较上年同期大幅增长；受提前偿还债务影响，母公司财务费用大幅增长，2018 年母公司利润总额为 1.04 亿元，同比下降 7.81 %。

九、存续债券偿还能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券余额4.60亿元， 若“16朝阳建投小微债”的投资者行使回售权，公司将于2019年偿付4.60亿元的债券本金。2018年底，公司剔除受限资产的现金类资产6.40亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为24.09亿元、13.97亿元和2.55亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	4.60
未来待偿债券本金峰值（如 2019 年不回售）	4.60
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.39
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.24
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.55

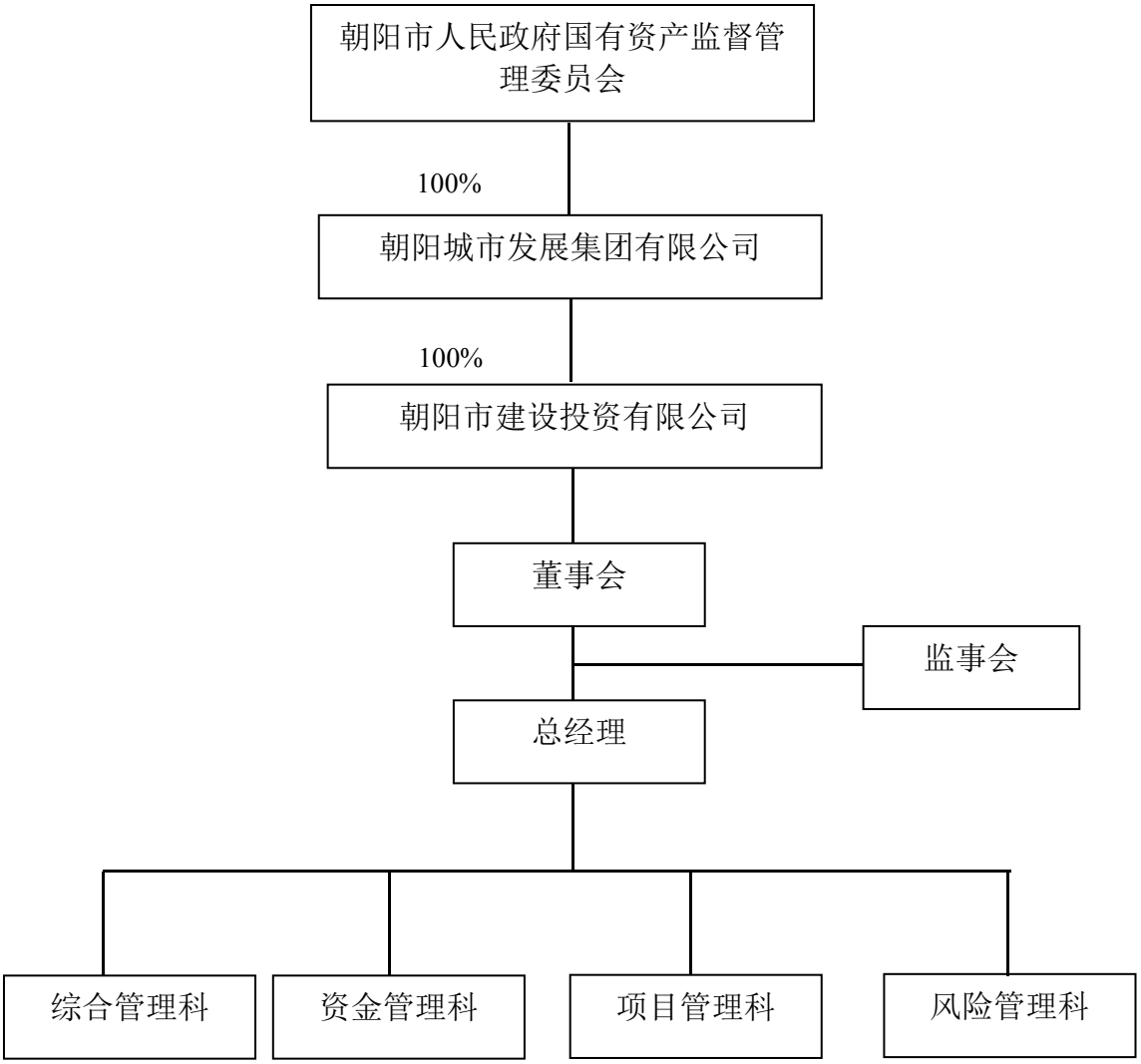
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的净现金流对未来待偿债券本金峰值覆盖程度良好；EBITDA 对未来待偿债券本金峰值覆盖程度较弱。存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度低。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 朝阳建投小微债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司股权结构及组织架构图



附件 2　对外担保明细

（单位：万元）

贷款主体	贷款银行	贷款金额	期限
朝阳燕新开发建设投资有限公司	中国农业发展银行朝阳分行	19000.00	15 年
朝阳市中心医院	锦州银行股份有限公司朝阳分行	20000.00	3 年
朝阳路美安公路养护工程有限公司	中国农业发展银行朝阳分行	11000.00	15 年
朝阳市顺达投资有限公司	朝阳银行股份有限公司朝阳县分行	5000.00	3 年
朝阳市城发置业有限公司	朝阳银行股份有限公司柳城支行	9500.00	5 年
朝阳市城发建筑工程有限公司	哈尔滨银行股份有限公司沈阳分行	7280.00	3 年
朝阳市城发贸易有限公司	锦州银行长江路支行	2900.00	1 年
朝阳市城发建筑工程有限公司	朝阳银行股份有限公司营州支行	1500.00	3 年
朝阳市安居房屋维修有限公司	朝阳银行股份有限公司兴达支行	4536.00	3 年
朝阳市城发建筑工程有限公司	朝阳银行股份有限公司营州支行	30000.00	3 年
合计		110716.00	-

资料来源：公司审计报告

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.36	10.67	11.54
资产总额(亿元)	180.88	184.64	185.71
所有者权益(亿元)	99.79	101.23	102.62
短期债务(亿元)	5.75	13.93	7.32
长期债务(亿元)	24.41	18.52	14.20
全部债务(亿元)	30.16	32.45	21.51
营业收入(亿元)	6.23	5.59	10.74
利润总额(亿元)	1.66	1.12	1.04
EBITDA(亿元)	2.00	2.17	2.55
经营性净现金流(亿元)	-2.59	-2.39	13.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.12	9.96	18.75
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.06
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.06
现金收入比(%)	47.87	119.24	104.47
营业利润率(%)	12.08	14.28	27.12
应收类款项/资产总额(%)	4.26	6.58	7.65
总资本收益率(%)	1.34	1.38	1.66
净资产收益率(%)	1.64	1.09	1.01
长期债务资本化比率(%)	19.66	15.46	12.15
全部债务资本化比率(%)	23.21	24.27	17.33
资产负债率(%)	44.83	45.17	44.74
流动比率(%)	786.40	545.66	419.92
速动比率(%)	120.48	76.40	66.85
经营现金流动负债比(%)	-12.37	-7.89	35.21
全部债务/EBITDA(倍)	15.08	14.97	8.43

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务部分

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变