

信用等级公告

联合[2012] 950 号

联合资信评估有限公司通过对大石桥市城市建设投资有限公司及其拟发行的 2013 年度 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

大石桥市城市建设投资有限公司
主体长期信用等级为

AA

大石桥市城市建设投资有限公司
2013 年度 15 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月二十九日



大石桥市城市建设投资有限公司

2013 年度 15 亿元公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：15 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期内后五年每年分期偿还本金的 20%

发行目的：募投保障房建设项目

评级时间：2012 年 10 月 29 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	41.26	69.61	98.68
所有者权益(不含少数股东权益)(亿元)	35.01	50.34	71.27
长期债务(亿元)	4.50	3.26	5.59
全部债务(亿元)	4.50	3.26	7.49
主营业务收入(亿元)	1.57	3.42	6.43
利润总额 (亿元)	1.31	1.33	2.00
EBITDA(亿元)	1.55	1.85	2.85
经营性净现金流(亿元)	0.81	16.04	1.69
主营业务利润率(%)	13.74	16.36	25.74
净资产收益率(%)	3.73	2.64	2.81
资产负债率(%)	15.15	27.68	27.78
全部债务资本化比率(%)	11.39	6.07	9.51
流动比率(%)	2025.23	244.30	212.55
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	1.76	2.63
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.10	0.12	0.19

分析师

祁志伟 王元中

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对大石桥市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“大石桥城投”）的评级反映了公司作为大石桥市政府授权从事基础设施建设和土地开发业务的投资建设主体，在外部环境、区域垄断性和政府支持等方面的突出优势，同时联合资信也关注公司投资与经营对政府依赖性强、公司整体盈利水平对财政补贴依赖程度大及未来投资规模大等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

营口市财政局与大石桥市财政局分别出具的关于公司公益性项目、保障房项目回购资金的承诺函有效的提升了公司的主体偿债能力。

未来随着保障性住房项目的逐步完工，保障房回购收入将成为公司新的收入和利润增长点，从而提升公司整体盈利水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司与营口市政府以及与大石桥市政府签署了保障房回购协议，回购款项为本期债券本息偿付提供了资金来源及保障。同时，本期债券设置的本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力以及针对本期募投项目政府回购措施的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

优势

1. 近年来，营口市经济保持持续快速增长，财政实力较强，大石桥市财政收入水平逐年增加，财政实力较好，地方债务水平低，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司作为大石桥市最主要的投资开发实体，

土地开发业务区域垄断优势明显。

3. 大石桥市政府在资产划拨、资本金注入和财政补贴方面给予公司持续有力的支持。
4. 营口市财政局与大石桥市财政局分别出具的关于公司公益性项目、保障房项目回购资金的承诺函有效的提升了公司的主体偿债能力。
5. 公司债务负担轻，有息债务财务弹性好。
6. 本期债券设立本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。
7. 公司与营口市政府及大石桥市政府签署的回购协议对本期债券本息偿付提供了资金来源及保障。

关注

1. 公司投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖性强；土地出让价值受房地产市场波动影响具有一定不稳定性。
2. 公司从事的城市基础设施建设及土地开发业务资金需求量较大，建设周期较长。
3. 公司整体盈利对补贴收入依赖程度大。
4. 公司未来三年资本性支出较大，面临较大的对外融资压力。
5. 公司对关联方其他应付款金额较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与大石桥市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与大石桥市城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因大石桥市城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由大石桥市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、大石桥市城市建设投资有限公司 2013 年度 15 亿元公司债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

大石桥市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“大石桥城投”）系经大石桥市人民政府批准，由大石桥市国有资产监督管理局履行出资人职责的国有资产运营公司。公司成立于 2002 年 10 月 14 日，最初由大石桥市环城经济开发区管理委员会、大石桥市农业推广中共同出资组建，初始注册资金为 3.00 亿元；2007 年 6 月 18 日，经过股权转让，公司成为大石桥市国有资产监督管理局的独资公司。截至 2011 年底，公司注册资金为 3.00 亿元，大石桥市国有资产监督管理局持有公司 100% 的股权，为公司的最终实际控制人。

大石桥市目前有地方融资平台 4 个，分别为公司、大石桥城市发展投资有限公司、大石桥城市农村建设投资有限公司和大石桥城市农村发展投资有限公司，其中公司承担了大石桥市基础设施建设、土地一级开发和保障房建设等业务，而其他 3 家公司作为单纯的融资平台不承担具体的经营职能。公司的经营范围包括：建设投资；城市道路建设投资；代建基础设施项目；城市基础设施项目投资；城市资源综合开发投资；国有资产购并投资；房地产开发；土地整理；土地收储。

截至 2011 年底，公司本部设有综合管理部、财务部和项目建设部 3 个职能部门；公司财务报表中合并全资子公司 2 家，为营口大石桥经济开发区发展投资有限公司（以下简称“经开投”）和大石桥市正通置业有限公司（以下简

称“正通置业”）。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 98.68 亿元，所有者权益合计 71.27 亿元。2011 年公司实现主营业务收入 6.43 亿元，利润总额 2.00 亿元。

公司注册地址：大石桥市石桥管理区二高街二号；法定代表人：胡耀锐。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年。本期债券设置本金提前偿还条款，在存续期内后五年分期偿还本金：第三年末至第七年末每年分别偿还本期债券发行总额的 20%。

本期债券采用固定利率，利率为单利按年计息，每年付息一次。最后五年，每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途概况

本期债券募集资金 15 亿元，其中 8 亿元用于大石桥市钢都 F 区保障性住房建设项目；4 亿元用于大石桥市钢都 B 区保障性住房建设项目；3 亿元用于大石桥市金桥管理区保障性住房项目。

表 1 本期募集资金投资项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用债券募集资金(万元) 及占项目总投资比例		批复文号
大石桥市钢都 F 区保障性住房建设项目	134470	80000	59.49%	大发改发【2012】6 号
大石桥市钢都 B 区保障性住房建设项目	75426	40000	53.03%	大发改发【2012】11 号
大石桥市金桥管理区保障性住房建设项目	57657	30000	52.03%	大发改发【2012】13 号
合计	267553	150000	56.06%	

资料来源：公司提供

(1) 大石桥市钢都 F 区保障性住房建设

该项目已经大石桥市发展和改革局“大发

发改[2012]6号”文核准，总投资 134470.00 万元，项目建设期为 2 年。

建设内容：建设棚户区改造定向安置房以及经济适用房。项目总建筑面积 436391.36 平方米，其中棚户区改造定向安置房 357504.16 平方米，经济适用房 58667.20 平方米；建设住宅总套数 5572 套，其中棚户区改造定向安置房 4832 套，经济适用房 740 套；同时，建设小区内社区活动室、停车场、绿化、物业等配套基础设施。

(2) 大石桥市钢都 B 区保障性住房项目

该项目已经大石桥市发展和改革局“大发改[2012]11 号”文核准，总投资 75426.00 万元，项目建设期为 2 年。

建设内容：建设棚户区改造定向安置房以及经济适用房。项目总建筑面积 256672.42 平方米，其中棚户区改造定向安置房 190242.44 平方米，经济适用房 31480.00 平方米；建设住宅总套数 3010 套，其中棚户区改造定向安置房 2585 套，经济适用房 425 套；同时，建设小区内社区活动室、停车场、绿化、物业等配套基础设施。

(3) 大石桥市金桥管理区保障性住房项目

该项目已经大石桥市发展和改革局“大发改[2012]13 号”文核准，总投资 57657.00 万元，项目建设期为 2 年。

建设内容：建设棚户区改造定向安置房以及经济适用房。项目总建筑面积 221679 平方米，其中棚户区改造定向安置房 39900 平方米，经济适用房 179079 平方米；建设住宅总套数 2965 套，其中棚户区改造定向安置房 545 套，经济适用房 2420 套；同时，建设小区内社区活动室、停车场、绿化、物业等配套基础设施。

从项目进展情况看：F 区项目已于 2012 年 5 月 23 日开工，截至 2012 年 9 月底，完工比例为 16.77%；B 区项目已于 2012 年 6 月 29 日开工，截至 2012 年 9 月底完工比例为 10.87%；管理区项目已于 2012 年 5 月 26 日开工，完工比例为

26.71%。

从经济效益情况看：三个项目的回购金额为工程结算造价及约 20% 的毛利率成本，项目建设存在一定的经济效益。

整体看，以上项目主要是地区政府主导的城市安置房以及经济适用房建设项目。项目的建成有利于解决中低收入人群住房需求和改善物质、人文和生态环境，同时加快城市化建设进程。总体上，以上三个项目社会效益较好，且具有一定的经济效益。

三、宏观经济和政策环境

2012 年上半年，复杂多变的内外部环境使得中国经济下行风险加大，经济增速连续六个季度出现回落，但二季度以来经济运行呈现初步企稳现象：

2012 年 1-6 月中国 GDP 同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。但二季度 GDP 同比增速回落幅度已由一季度的 0.8 个百分点缩至 0.5 个百分点。

全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 10.5%，增速较上年同期回落 3.8 个百分点；由于需求放缓、产品价格回落，企业产能利用率有所下降，同时企业用工、管理和能源等成本仍持续上升，使得企业利润出现下滑：2012 年上半年，全国规模以上工业企业实现利润 23117 亿元，同比下降 2.2%。

从经济增长三驾马车情况看，投资增速有所放缓，消费增长延续低迷，进出口增速的反弹趋势仍存在不确定性：2012 年上半年，中国固定资产投资（不含农户）150710 亿元，同比名义增长 20.4%（扣除价格因素实际增长 18.0%），增速比一季度回落 0.5 个百分点，比上年同期回落 5.2 个百分点。但从 6 月情况看，投资累计增速较 1-5 月提高 0.3 个百分点，表面项目审批步伐加快、货币政策放松等刺激政策推动作用已初步开始显现。2012 年 1-6 月，社会消费品零售总额 98222 亿元，同比名义增长

14.4%（扣除价格因素实际增长 11.2%），增速比一季度回落 0.4 个百分点，比上年同期回落 2.4 个百分点。从实际增速看，扣除价格因素，4 月至 6 月社会消费品零售总额当月实际增速分别为 10.70%、10.90%和 11.2%，持续回升；2012 年上半年，中国进出口总额 18398.4 亿美元，同比增长 8.0%，增速同比回落 17.8 个百分点，但比一季度回升 0.8 个百分点。

受国内需求放缓、输入性通胀压力减弱和翘尾因素变小等因素的影响，中国物价水平呈现逐年下行态势，CPI 涨幅继续回落，4 月、5 月、6 月 CPI 同比分别增长 3.4%、3.0%和 2.2%，6 月 CPI 增速创 29 个月以来新低；同期随国际大宗商品价格持续走低，加之国内需求不振，PPI 降幅显著，已连续 4 个月维持负值，4 月、5 月、6 月 PPI 同比分别下降 0.70%、1.40%和 2.1%，6 月当月创 19 个月以来的新低；

为稳定经济增长、优化流动性，2012 年二季度政府相机抉择，出台了系列调控政策：

其中在货币政策方面，2012 年 2 季度货币政策由中性偏宽松正式转向宽松，央行通过运用公开市场操作、下调法定存款准备金率、降息等货币政策工具向实体经济释放流动性，为经济的“软着陆”维持稳定适宜的货币环境；

财政政策方面：国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度；2012 年 2 季度，国家鼓励民间资本进入的文件集中出台，先后有铁道部、交通部、证监会、国资委、银监会等部委放宽相关要求，鼓励民间资本进入；房地产调控政策方面，会议强调“稳定和严格实施房地产市场调控政策”，在巩固前期地产调控效果下，可以通过鼓励居民基本住房需求，进一步稳定房地产投资。对首套房购买者，发改委放松了首套房的限制条件和贷款利率。此外，为了促进节能家电汽车消费，

家电安排补贴 265 亿、汽车 60 亿，这一系列组合拳的推出表明政府扩内需的力度加大。

产业政策方面：5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

整体看，2012 年以来，欧债危机持续蔓延导致外部需求疲软，加上国内房地产等政策主动调整以及经济签字增速放缓等因素的相互叠加，导致中国经济减速特征明显，出口、投资和消费需求动力不足，但通胀压力明显减弱。为了防止经济过度下滑，保持经济平稳增长，国家对宏观经济政策进行了预调微调，2012 年 2 季度，货币政策进一步宽松，政府于 2012 年 5 月底密集推出“稳增长”系列政策，有助于增强经济探底回升的预期。三季度以来经济运行呈现初步企稳现象。

四、行业及区域经济环境

行业分析

（1）基础设施建设行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着

中心城市综合服务功能的发挥,不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模,对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策,为城市基础设施建设领域注入了大量的资金,而地方政府也相应出台了许多优惠政策,积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业,是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展,目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模,在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点,目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

截至2011年9月末,全国有地方政府融资平台10468家,平台贷款余额9.10万亿元,已退出平台,纳入一般公司类贷款管理的(监测类平台)1974家,贷款余额2.90万亿元;仍按平台贷款管理的(监管类平台)8494家,贷款余额6.20万亿元。2011年,全国国内生产总值47.16万亿元,财政总收入10.37万亿元,其中税收收入8.97万亿元,中国平台债余额仍在可控范围内。

(2) 基础设施建设行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革,国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》,明确指出:要转变政府管理

职能,确立企业的投资主体地位,企业的投资决策权应由企业自己行使,并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上,2009年3月,中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》,提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力,2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险,随后一批清理及监管政策出台,严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19号文对融资平台债务进行全面清理(1)对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资,应通过财政预算等渠道,或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。(2)融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务,要继续按协议提供贷款,推进项目建设。同时,国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求,学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件,并建立了“名单制”,对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年,银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范,按照不同的风险定性结果(全覆盖,基本覆盖,半覆盖,无覆盖),对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施,以降旧控新为重点,以提高现金流覆盖率为抓手,有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控

新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。

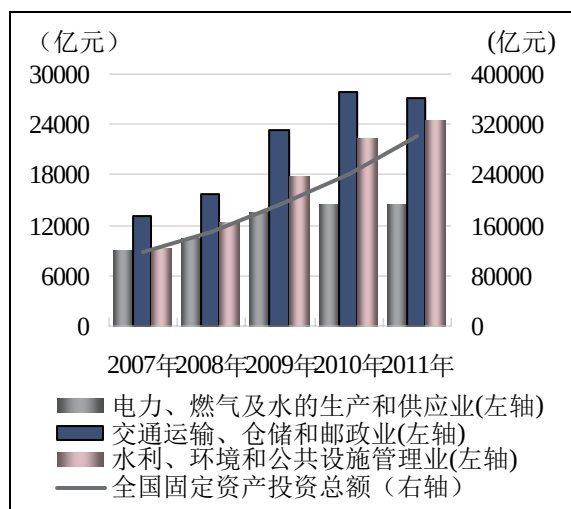
（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2011年全年，全国固定资产投资总额完成30.19万亿元，其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.46万亿元，交通运输、仓储和邮政业完成固定资产投资2.73万亿元，水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资2.45万亿元，均保持近年来较高水平。2011年中国新增公路通车里程7.14万公里，其中高速公路1.10万公里，新改建农村公路19万公里；新建铁路投产里程2167公里，其中高速铁路1421公里；改善内河航道里程1091公里。2011

年度，全国全年新开工建设城镇保障性安居工程住房1043万套(户)，基本建成城镇保障性安居工程住房432万套，均比2010年有较大幅度增加。

截至2011年，中国城镇化率为51.27%，全国共有657个设市城市，建制镇增至19683个，未来中国城镇化率还有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

图1 中国固定资产分行业投资情况



资料来源：Wind资讯

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

（4）土地一级开发行业概况

土地开发与整理是指按照土地利用总体规划的要求，结合土地利用现状，采取行政、经济、工程、技术、法律等手段，通过对土地利

用结构进行调整,对土地资源进行重新配置,提高土地利用效率,改善和保护生态环境。根据土地开发整理内容的不同,土地开发整理可分为三种类型:土地整理、土地复垦、土地开发。狭义上的土地开发整理主要是建设用地整理与土地开发。

土地开发整理与土地储备紧紧相连。土地储备机构依法对土地实行收储之后,具备土地一级开发整理资质的企业对收储的土地进行道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、绿化、土地平整等基础设施建设,实现“生地”变“熟地”。然后由土地储备机构对土地依法实行“招”、“拍”、“挂”等程序出让。由于行业的特殊性,土地开发与整理行业一直由政府主导,行业开放度极低。

2007 年11 月,为完善土地储备制度,加强土地调控,规范土地市场运行,促进土地节约集约利用,提高建设用地保障能力,国土资源部、财政部、中国人民银行联合制定发布了《土地储备管理办法》(以下简称《办法》),进一步强调土地储备与开发整理制度的功能定位和运作模式的调控职能。《办法》规定,对纳入储备的土地,经市、县人民政府国土资源管理部门批准,土地储备机构有权对储备土地进行前期开发、保护、管理、临时利用及为储备土地、实施前期开发进行融资等活动。《土地储备管理办法》出台,标志着我国土地储备制度的全面建立,也为土地储备行业提供了更大的发展空间。

目前,中国有组织的土地开发整理工作还处于起步阶段,一些地方还存在着“重开发、轻整理和复垦”、“重数量、轻质量和生态”的问题;土地利用规划对土地开发整理活动的宏观调控和引导作用尚未得到充分发挥;缺少土地开发整理专项法规,规范化管理还不够到位;资金投入不足,促进土地开发整理的利益分配机制尚未形成,土地开发整理的社会化产业化有待进一步推进。

随着城市化进程的不断推进以及国有土地资源的逐步稀缺,未来土地开发与整理行业的重要性会进一步提高。为了充分发掘土地开发整理的潜力,需要运用现代科技手段,加强土地开发整理的资源调查、评价和监测;开展土地开发整理领域的基础研究,完善土地开发整理标准体系;加快土地开发整理规划管理的信息系统建设,实现管理的计算机化和网络化;加强土地开发整理实用技术的开发和推广,增加土地开发整理的科技含量。

区域经济环境

公司作为大石桥市最主要的基础设施及土地开发投资建设主体,其项目均在大石桥市,公司的发展直接受营口市及大石桥市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响,并与城市规划密切相关。

(1) 营口市经济发展及财政实力状况

1. 区域概况

营口市是全国重点沿海开放城市之一,隶属辽宁省。截至 2011 年底,营口市下辖四区两市,总面积 5401.80 平方公里,海岸线长 96 公里,全市总人口 235.50 万人。

营口地处东北亚经济圈的核心地带,位于辽宁中部城市群经济区和辽宁“五点一线”沿海经济带的结合部,背靠辽阔的东北腹地,距沈阳、大连约 160 公里,区位优势明显。

营口市矿产资源丰富,目前已探明地下矿藏 39 种。其中菱镁石矿是世界四大矿区之一,目前已探明储量 30.06 亿吨,占辽宁省的 84.00%,储量居世界首位,滑石、硼石等矿藏量也居全国前列。同时,营口市也是国家确定的中国镁质材料产业化基地,被誉为“中国镁都”。

2. 区域经济

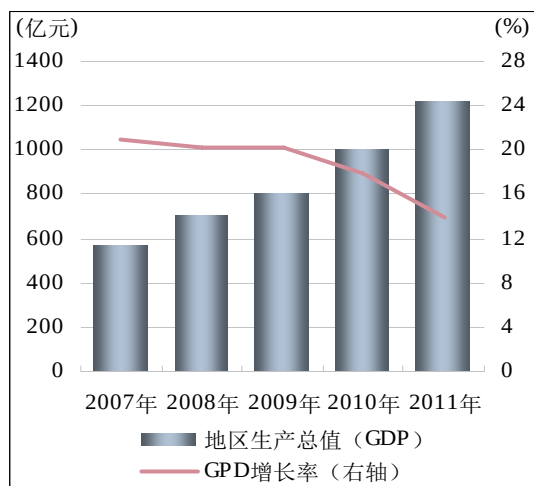
2007~2011 年,营口市地区生产总值快速增长,年均复合增长 16.53%。2011 年,营口市完成地区生产总值 1222.50 亿元,同比增长 13.90%。

从产业结构来看，营口市工业发展较快，产业结构偏重第二、三产业。2011年营口市第一产业增加值 90.80 亿元，同比增长 6.70%；第二产业增加值 679.80 亿元，同比增长 15.40%；第三产业增加值 452.20 亿元，同比增长 13.10%。第一、二、三产业增加值占生产总值的比重为 7.40：55.60：37.00。

2007~2011 年，营口市固定资产投资规模逐步扩大，年均复合增长 16.74%。随着地区经济快速发展，配套的基础设施投资规模逐步增大。2011 年营口市完成全社会固定资产投资 905.80 亿元，其中，基础设施建设投资 159.10 亿元。

从人均指标看，2011 年营口市人均生产总值为 50220 元，同比增长 13.10%；城镇居民人均可支配收入 20894 元，扣除价格因素，实际同比增长 10.20%；农民居民人均纯收入 10662 元，扣除价格因素后实际同比增长 14.00%。

图 2 2007~2011 年营口市地区生产总值



资料来源：营口市历年统计公报

2011 年，营口市地区生产总值为 1222.50 亿元，在辽宁省各市位列第四；以可比价格计算，地区生产总值较上年增长 13.90%，增速位列辽宁省第一。

表 2 2011 年辽宁省 GDP 排名前十位城市

排名	地区	GDP (单位: 亿元)	同比增长 (%)
1	大连	6150.10	13.50
2	沈阳	5914.90	12.30
3	鞍山	2420.10	12.00
4	营口	1222.50	13.90
5	盘锦	1155.50	13.90
6	锦州	1115.90	13.20
7	抚顺	1113.30	13.70
8	本溪	1044.60	13.60
9	丹东	888.70	13.60
10	辽阳	888.70	13.50

资料来源：各城市 2011 年统计公报

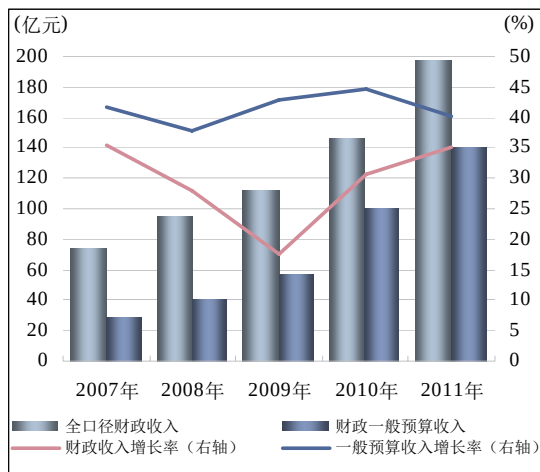
从经济发展特点来看，近年来，营口市以港口建设为平台，以产业园区建设为重点。营口市以冶金、石化、装备制造等产业为主导的新型工业体系框架已形成。

3. 财政实力

从全口径财政收入来看，2007~2011 年营口市全口径财政收入持续增长，年均复合增长 27.74%。

营口市地方财政预算体系内可支配收入由一般预算收入、基金收入及上级转移支付收入构成。2009~2011 年，随着区域经济的快速发展，营口市地方预算体系可支配收入快速增长，年均复合增长 55.42%，主要由一般预算内收入中税收部分的增长以及以土地出让收入为主的基金收入增长所带动。2011 年营口市地方预算体系中可支配收入达到 472.26 亿元，地方可控财力的增多为完善营口市地区基础设施建设提供了有力保障。

图3 2009~2011年营口市财政收入情况



资料来源：营口市历年统计公报

2011年营口市预算体系中可支配收入合计472.26亿元，基金收入占比较高（占55.26%），其次为一般预算收入（占29.70%）和上级转移支付收入（占比15.04%）。

从一般预算收入情况来看，2009~2011年，

营口市财政一般预算收入快速增长，年均复合增长42.37%。2011年为140.24亿元，以税收收入构成为主（占79.96%），收入相对稳定。一般预算收入中非税收收入主要包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入以及国有资产有偿使用收入等。

从基金收入情况来看，2009~2011年，营口市基金收入快速增长，年均复合增长率达到85.23%，2010年达到260.99亿元，基金收入增长主要源自政府土地出让收入的增长。土地出让收入受经济周期性波动以及房地产市场政策和价格走势等影响具有一定不可控性。

从上级转移支付看，2009~2011年上级转移支付收入年均复合增长18.89%，增长较为稳定，2011年上级转移支付收入合计71.03亿元。总体看，营口市地方可支配收入规模逐年快速增长，财政实力不断增强。

表3 营口市2009~2011年地方预算体系中可支配收入

（单位：万元，%）

科目	2009年度	2010年度	2011年	复合增长率	2011年末各项占比
一般预算收入	691865	1001067	1402407	42.37	29.70
其中：税收收入	572782	811726	1121312	39.92	23.74
非税收入	119083	189341	281095	53.64	5.95
基金收入	760640	2420636	2609882	85.23	55.26
上级转移支付收入	502500	543002	710275	18.89	15.04
地方预算体系中可支配收入总计	1955005	3964705	4722564	55.42	100.00

资料来源：公司提供

4. 未来发展规划

“十二五”时期，营口市经济社会发展的主要目标是：在优化经济结构、壮大经济总量，深化改革、扩大开放，统筹城乡发展、建设宜居生态特大城市，提高城乡人民生活水平、实现安居乐业等方面取得新的突破，全力打造实力营口、活力营口、魅力营口、和谐营口。到2015年，营口市生产总值达到3000.00亿元，年均增长25.00%；地方财政一般预算收入达到300.00亿元，年均增长25.00%；全社会固定资产投资累计完成10000.00亿元，年均增长

25.00%；城镇居民人均可支配收入达到31000.00元，年均增长12.00%；农村居民人均纯收入达到15800.00元，年均增长13.00%。

根据营口市《2012年政府工作报告》，2012年营口市将着力抓好全力推进沿海经济带快速发展，加快转变经济发展方式，全面提升农业和县域经济发展水平，加强城市和生态环境建设，倾力保障和改善民生。

在城市建设和规划方面，2012年营口市将抓好城乡建设与土地利用、基础设施与产业发展的衔接，实现主城区控规全覆盖；坚持

高水平改造老城区，高标准建设新城区。加快沿海城市带、产业带、生态带建设，推进老城区与营东新城、大石桥；盖州老城区与北海新区；开发区与仙人岛新区一体化发展，构建“一带三轴”的大城市发展格局。

2012 年营口市经济社会发展的主要目标为：国内生产总值增长 15.00%；固定资产投资增长 30.00%；地方财政一般预算收入增长 25.00%；社会消费品零售总额增长 17.00%；城镇居民人均可支配收入增长 14.00%；农民人均纯收入增长 15.00%。

总体看，基础设施建设是国家产业政策重点支持的行业之一，营口市作为沿海港口城市，资源优势突出，近年来总体经济发展水平及财政实力显著增强。

（2）大石桥市经济发展及财政实力状况

1. 区域概况

大石桥市隶属辽宁省营口市，位于营口市北部，辽河下游左岸。作为“中国镁都”及辽宁沿海经济带和沈阳经济区的重要支撑点，大石桥市区位资源优势明显，哈大公路、沈大高速公路、长大铁路、哈大高速铁路纵贯南北，盘海高速公路、庄林公路、营大铁路横穿东西。距营口港23公里、鲅鱼圈港45公里，附近有沈阳、大连机场，临近大石桥的营口机场正在筹建之中。境内有2个铁路货运编组站和3个高速公路出口，交通运输十分便捷。

2. 区域经济

2011 年，大石桥市实现地区生产总值 465.20 亿元，增长 13.41%；全社会固定资产投资 200.00 亿元，同比增长 30.90%；财政一般预算收入 33.57 亿元，增长 7.09%；城镇居民人均可支配收入 23300.00 元，同比增长 16%；农民人均纯收入 11415.00 元，同比增长 17.00%。

2011 年，大石桥市共新开工投资千万元以上各类项目 302 个，总投资 445.40 亿元，已完成投资 304.10 亿元，其中亿元以上项目 89 个，总投资 360.50 亿元，已完成投资 221.50 亿元。

项目总数、投资总额均为历史最高，形成了工业、农业、服务业、城市建设、社会事业等各类项目全面发展的良好态势，有力地拉动了全市经济的快速增长。

2011 年，大石桥市实现工业总产值 1388.00 亿元，增长 23.40%；规模工业总产值 807.00 亿元，增长 20.40%；规模工业增加值 224.00 亿元，增长 17.90%；工业用电量 46.50 亿千瓦时，列辽宁省省第二位。镁制品及深加工产业规模进一步壮大，实现产值 600.00 亿元，同比增长 20.00%，其中深加工产值 420.00 亿元，被确定为全省示范产业集群。铝制品产业取得较快发展，实现产值 75.00 亿元，初步形成了大石桥市又一个集聚度较高、区域拉动力较强的产业集群。

3. 财政实力

从大石桥市财政情况来，2011 年，大石桥市实现一般预算收入 335707.00 万元，其中，税收收入占比 81.30%，转移支付和返还收入 158893.00 万元，国有土地使用权出让收入 678892.00 万元，预算外财政专户收入 2035.00 万元。大石桥市 2011 年可控财力为 1175527.00 万元。

表 4 大石桥市 2011 年地方可支配收入情况

（单位：万元）

项目	金额（万元）
（一）地方一般预算本级收入	335707
1、税收收入	272934
2、非税收入	62773
（二）转移支付和税收返还收入	158893
1、一般性转移支付收入	89144
2、专项转移支付收入	49697
3、税收返还收入	20052
（三）国有土地使用权出让收入	678892
1、国有土地使用权出让金	644510
2、国有土地收益基金	30572
3、农业土地开发资金	3810
（四）预算外财政专户收入	2035
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1175527

资料来源：公司提供

整体看，大石桥市财政收入快速增长，财政整体实力较好。但土地出让收入占比高，可控财力稳定性偏弱。

4. 地方政府债务

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2012 年 8 月底，大石桥市政府直接债务余额 191744.00 万元，担保债务余额 7300.00 万元，大石桥市政府全部债务余额 195394.00 万元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 16.62%（采用可支配收入数据进行计算）。

表 5 截至 2012 年 8 月底大石桥市地方政府债务情况
（单位：万元）

地方债务	金额
（一）直接债务余额	191744
1、国外金融组织贷款	9159
（1）世界银行贷款	9159
2、国债转贷资金	1722
3、农业综合开发借款	97
4、解决地方金融风险专项借款	9831
5、国内金融机构借款	110650
（1）政府直接借款	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	
6、债券融资	2007
（1）中央代发地方政府债券	2007
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	
7、粮食企业亏损挂账	20157
8、其他	38121
（二）担保债务余额	7300
1、政府担保的国内金融机构借款	
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	195394
债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）*100%	16.62%

资料来源：公司提供

总体看，大石桥市地方政府债务负担轻。

5. 未来规划

根据《大石桥市国民经济和社会发展规划“十二五”规划纲要》，到 2013 年底，大石桥市国内生产总值实现 820.00 亿元，年均增长 26.00%；地方财政一般预算收入实现 50.00 亿元，年均增长 33.00%；全社会固定资产投资实现 526.00 亿元，年均增长 38.00%。

基础设施建设方面：按照“整体规划、分布实施、适度超前”的原则，将加快城乡基础设施建设，初步形成功能型、综合性及网络化的基础设施体系。具体看，城市道路重点实施“六横四纵”的道路建设和改造；供排水重点发展公共供水，以满足城市用水需求；全面实行集中供热，提高供热保障能力；燃气方面完成天然气管道建设任务，初步形成管网成环；城市绿化重点实施主街助理行道树栽植及新建湖泊、湿地等绿化工作。

总体看，近年来大石桥市经济持续较快增长，财政收入水平逐年规模增加，财政实力较好，地方债务水平低，从而对公司资金回笼形成有效支撑；根据大石桥市“十二五规划纲要”，政府在基础设施建设领域投资规模较大，从而对公司未来经营持续发展提供了良好保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2011 年底，公司注册资金为 3.00 亿元，大石桥市国有资产监督管理局持有公司 100% 的股权，为公司的最终实际控制人。

2. 人员素质

（1）公司高管

公司董事、监事及高级管理人员共 9 名。公司高管全部具有大专以上学历（含大专），其中本科 8 人，大专 1 人；公司高管的平均年龄为 47 岁。

胡耀锐先生，42 岁，大学本科学历，现任公司董事长、总经理。曾任大石桥市财政局副局长。

整体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，高管团队的整体素质好。

（2）人员情况

截至 2012 年 9 月底，公司本部共有员工 23 人。其中，年龄在 30 岁以下占 40.00%，50 岁以 50 上占 15.00%，其余 37.00% 的员工年龄在 30~50 岁之间；公司本部拥有本科及研究生

学历的员工占 65.00%，拥有中高级职称占 38.00%。

总体来看，公司员工整体文化素质较高，年龄结构合理，能满足公司目前经营需要。

3. 政府支持

公司是大石桥市国有资产监督管理局的国有独资企业，作为大石桥市最早成立、最主要的城市基础设施建设和土地开发业务投资建设主体，公司得到了大石桥市政府的大力支持。

资产注入

自 2008 年以来，大石桥市政府累计向公司划转储备地 3808.78 亩（均为毛地），其中 1198.29 亩土地已出让（分别是 2009 年出让 485.51 亩，2010 年出让 156.45 亩，2011 年出让 556.33 亩），截至 2012 年 6 月底尚有 2610.49 亩土地待出让。

资金投入

① 资本金投入

为支持公司发展，大石桥市政府于 2010 年拨付 14.01 亿元作为对子公司经开投的资本金投入（计入资本公积）。2011 年，大石桥市政府又拨付了 18.92 亿元作为对子公司正通置业的资本金投入（计入资本公积）。

② 财政补贴

大石桥市政府每年给予公司一定的补助作为财政补贴。

表6 2009~2011年公司获得政府补助情况

（单位：亿元）

项目	2009年	2010年	2011年
政府补助	1.38	1.35	1.23

资料来源：公司审计报告

营口市财政局与大石桥市财政局的回购资金承诺函

根据营口市财政局与大石桥市财政局分别出具的《关于大石桥市城市建设投资有限公司公益性项目保障房项目回购资金的承诺函》（营财办【2012】139 号和大财发【2012】103 号），营口市财政局及大石桥市财政局应支付公司所

投资的公益性项目、保障房项目（以上建设项目不包括大石桥市钢都 F 区保障性住房项目、钢都 B 区保障性住房项目和金桥管理区保障性住房项目）发生的实际成本并支付成本的 9%作为管理服务费。成本返还和管理服务费由营口市财政局和大石桥市财政局各支付 50%；公司公益性项目、保障房项目当年发生的建设成本，由营口市财政局及大石桥市财政局每年均按相同比例，5 年内支付完毕，其中第一年累计不低于 20%，第二年累计不低于 40%，第三年累计不低于 60%，第四年累计不低于 80%；管理服务费需当年全部支付。

代建工程回购结算方式

目前公司主要代建项目为淤泥河综合治理工程、淤泥河改造工程、青龙山大街、蟠龙大街、三山路等项目（简称“三路一河”项目），大石桥城投与大石桥市政府签订了三路一河 BT 回购协议。根据协议，政府回购金额（即代建项目收入）包括代建投资额和投资利息两部分，其中整体投资利息=代建投资额*9.00%*5（据此测算该项目的内部收益率约为 9%左右），代建投资额和投资利息均分五年支付。

公司与大石桥市政府进行项目结算时，代建投资额和投资利息均分五年支付。未来，营口市政府将参与公司代建项目回购，从而进一步提升公司偿债能力。

募投项目政府回购

大石桥市钢都 F 区保障性住房项目（以下简称“F 区项目”）、钢都 B 区保障性住房项目（以下简称“B 区项目”）以及金桥管理区保障性住房项目（以下简称“管理区项目”）总投资约为 26.76 亿元，其中营口市政府回购项目（F 区保障房项目）投资额为 13.45 亿元，占募投项目总投资比例为 50%以上，剩余两个项目由大石桥市政府回购。

公司于 2012 年 9 月就 F 区项目与营口市政府签订了《大石桥市钢都 F 区保障性住房项目回购合同》，根据合同约定，项目总工期 24 个月，投

资总额为134470万元，营口市政府向公司支付回购款项总额为161364万元；回购款项总额分5年支付，项目完工后每年支付款项总额的20%；付款日期为自2014年开始每年的12月31日；项目回购资金来源为营口市政府的政府性基金收入。

公司于2012年9月就B区项目与大石桥市政府签订了《大石桥市钢都B区保障性住房建设项目回购合同》，根据合同约定，项目总工期24个月，投资总额75426.00万元，大石桥市政府向公司支付回购款项总额为90511.20万元；回购款项总额分5年支付，其中2016~2018年，每年支付回购款15057.00万元。2019~2020年，每年支付回购款22670.10万元。付款日期为自2016年开始每年的12月31日；项目回购资金来源为大石桥市政府的政府性基金收入。

公司于2012年9月就管理区项目与大石桥市政府签订了《大石桥市金桥管理区保障性住房项目回购合同》，根据合同约定，项目总工期24个月，项目投资总额为57657.00万元，大石桥市政府向公司支付回购款项总额为69188.40万元；回购款项总额分5年支付，其中2016~2018年，每年支付回购款11509.00万元。2019~2020年，每年支付回购款17330.70万元。付款日期为自2016年开始每年的12月31日；项目回购资金来源为大石桥市政府的政府性基金收入。

总体看，公司在发展过程中一直得到大石桥市政府的财政资金和政策支持。营口市财政局与大石桥市财政局分别出具的《关于大石桥市城市建设投资有限公司公益性项目保障房项目回购资金的承诺函》有效提升了公司的主体偿债能力；公司与营口市政府、大石桥市政府签署的募投项目回购协议对本期公司债券偿还提供了保障。由于公司的政府背景，同时考虑到公司在大石桥市基础设施建设和土地开发业务中的地位，以及营口市政府未来将参与公司代建项目的回购，公司发展前景良好。

六、公司管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等法律、法规、规章的要求，制定并完善了《大石桥市城市建设投资有限公司章程》（以下简称《公司章程》），对公司的经营宗旨和范围、组织机构及议事规则、经营管理等事项做出了明确的规定。

根据《公司章程》规定，公司不设股东会，股东大石桥市国有资产监督管理局行使股东会的部分职权。

公司设立董事会。其成员五名。公司设董事长一名，由股东指定产生。董事会是公司的权利执行机构。

公司设监事会，其成员四名。监事会设主席一名，由股东指定产生。

公司设立总经理一名，由董事会聘任或解聘。经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司依据建立和完善了各项管理制度，形成了以内部控制制度、重大决策管理制度、项目招标投标管理制度为主要内容的制度体系，推动了公司的法制化管理，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

内部控制制度方面，公司内部控制包括环境控制、业务控制、会计系统控制、电子信息系统控制、信息传递控制、内部审计控制等。董事会全面负责公司内部控制制度的制定、实施和完善，定期对公司内部控制情况进行全面检查和效果评估；总经理全面落实和推进内部控制制度相关规定的执行，检查公司职能部门制定、实施和完善各自专业系统的风险管理和控制制度的情况；公司职能部门具体负责制定、完善和实施本专业系统的风险管理和控制制度，配合完成对公司各专业系统风险管理和控制情况的检查。

重大决策管理制度方面，包括重大生产经营事项、重大投资事项、重要财务事项、对外

担保事项等。以上重大政策必须通过董事会或股东讨论，以确保公司股东的对重大决策的知情权、决策权；重大决策以外及突发事件总经理有权即时做出处理，事后向董事会和股东通报。

项目招投标管理制度方面，公司成立招投标管理办公室，在公司招投标领导小组领导下，具体负责全公司招投标管理工作，组织制订招投标制度，负责对各招投标业务组织单位进行监督、考评。

总体看，公司实行董事会领导下的总经理日常经营管理负责制，治理结构较为合理，已形成决策、监督和执行相分离的管理体系；公司建立并实施了系列管理制度，制度健全，综合管理水平较高。

七、公司经营分析

表7 2009~2011年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2009年		2010年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建设项目	0.18	11.61%	2.13	62.21%	1.24	19.22%
土地开发	1.39	88.39%	1.29	37.79%	5.20	80.78%
合计	1.57	100.00%	3.42	100.00%	6.44	100.00%

资料来源：公司审计报告

注：因四舍五入原因，公司2011年营业收入合计略大于实际值

从毛利构成情况来看，土地开发对公司利润贡献较大。从毛利率情况看，因2009年大石桥市土地出让价格较低，毛利率仅为14.37%；2010年以来，受益于大石桥市土地出让价格大

1. 经营现状

公司作为大石桥市最主要的投资建设主体，主要从事大石桥市基础设施建设和土地开发。下表列出了公司2009~2011年公司营业收入构成情况，公司主营业务包括基础设施项目建设（包括：道路、河道整治等）和土地开发（包括：征地、拆迁、场地平整和与之配套的“七通一平”等）。

2009~2011年，公司营业收入实现较快增长，年均复合增长率102.15%。从主营业务内部构成情况看，由于建设项目收入受项目完工进度以及政府回购时点影响，以及土地一级开发收入受国家宏观调控以及政府出让计划影响，故2009~2011年，两板块主营业务收入呈一定波动趋势。

幅增长，近两年公司土地开发毛利率维持在30%左右的水平；公司主要建设项目为三路一河项目，根据公司与大石桥市政府签订的项目BT回购协议，内部收益率约为9%，故公司建设项目业务毛利率相对较稳定。

表8 2009~2011年公司经营盈利情况

（单位：亿元、%）

项目	2009年		2010年		2011年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
建设项目	0.02	9.41%	0.20	9.50%	0.11	8.73%
土地开发	0.20	14.37%	0.37	28.52%	1.55	29.90%
合计	0.22	13.80%	0.57	16.69%	1.66	25.83%

资料来源：公司审计报告

2. 公司经营

根据大石桥市政府“大政【2008】10号”

《关于授权大石桥市城市建设投资有限公司从事土地收储、土地一级开发及委托代建相关业务职能的批复》，大石桥市政府授权公司从事土地收储、土地一级开发及委托代建相关业务职能。

基础设施建设项目

公司基础设施建设项目主要开展各类路网、河道治理等基础类设施和保障性住房的投资建设。

公司代建基础设施项目包括前期准备、施工和竣工验收移交三项工作。公司在整个施工阶段作为工程施工的甲方，主要承担组织和管理职能。

公司与政府签订BT回购协议，确定合同总金额，待工程部分标段、设施竣工后结转。大石桥市政府将根据财政收支情况进行拨付。

公司与承包商主要采用按工程进度付款的结算模式，公司前期资金来源主要为银行贷款。

(1)基础类设施建设

公司基础类设施建设包括：淤泥河综合治理工程、淤泥河改造工程、青龙山大街、蟠龙大街、三山路等项目。

近年来，公司实施了多项大型基础类设施项目的投资和建设，从2009年起至2011年底，公司新建及在建的基础类设施项目共计30个，总投资约8.76亿元，已实际投资金额4.55亿元，项目明细如下表所示。

表9 2009年以来公司主要基础类设施建设项目明细

序号	项目名称	建设期(年)	项目投资金额(万元)	截至2012年6月底已完成投资金额(万元)
1	淤泥河改造工程(一标段)李家屯泵站工程	2010-2011	733.87	733.87
2	淤泥河改造工程(一标段)输水渠道工程	2010-2011	2118.41	2118.41
3	淤泥河改造工程(一标段)引水管线工程	2010-2011	3658.39	3658.39

4	淤泥河改造工程(三标段)2号橡胶坝工程	2010-2011	538.47	538.47
5	淤泥河改造工程(二标段)引水管线工程	2010-2011	4100.88	4100.88
6	淤泥河改造工程(五标段)4号橡胶坝工程	2009-2010	459.07	459.07
7	大路网三山路第一合同段北段工程	2009-2010	1875.31	1875.31
8	大路网青龙山大街	2009-2010	16959.78	16959.78
9	胜利大街、朝阳路	2008-2009	1523.21	1523.21
10	淤泥河综合治理工程(第五标段)	2011-2013	2421.87	0.43
11	淤泥河综合治理工程(第四标段)	2011-2012	5540.83	2773.42
12	淤泥河综合治理工程(第三标段)	2011-2012	4108.77	2032.46
13	淤泥河综合治理工程(第六标段)	2011-2013	2765.10	97.32
14	淤泥河综合治理工程3号钢坝闸门工程	2011-2013	367.33	9.34
15	淤泥河综合治理工程喷灌工程	2011-2013	450.11	6.55
16	淤泥河综合治理工程公园电气工程	2011-2013	577.66	5.24
17	淤泥河综合治理工程1号钢坝闸门工程	2011-2013	588.46	0.54
18	淤泥河综合治理工程公园小品工程及其他	2011-2013	9848.36	0.34
19	淤泥河改造工程(五标段)1号钢坝闸门工程	2011-2013	641.80	4.35
20	淤泥河改造工程(五标段)铺装工程	2011-2013	814.41	6.43
21	淤泥河改造工程(五标段)堤防填筑工程	2011-2013	5127.21	43.24
22	淤泥河改造工程(三标段)铺装工程	2011-2012	245.75	119.87
23	淤泥河改造工程(三标段)护城河闸工程	2011-2012	441.02	219.87
24	淤泥河改造工程(三标段)1号橡胶坝工程	2011-2012	664.15	347.30
25	淤泥河改造工程(三标段)堤防填筑工程	2011-2012	5850.80	2902.83
26	淤泥河改造工程(六标段)建筑工程	2011-2013	3788.76	9.43
27	大石桥市道路亮化工程(蟠龙大街)	2011-2013	858.93	4.24
28	大路网三山路第一合同段管网工程	2011-2012	19.34	9.98
29	大路网三山路第一合同段南段工程	2011-2012	2910.63	1502.31
30	大路网蟠龙大街第一合同段	2011-2012	7610.14	3432.12
合计			87608.79	45495.04

资料来源：公司提供

2009至2011年，公司基础类设施建设主营业务收入分别为0.18亿元、2.13亿元和1.24亿元。从实际拨付情况看，2009年政府实际拨

付项目回购资金 0.16 亿元，0.02 亿元由以前年度大石桥市财政拨付的往来款直接抵偿；2010 年，大石桥市财政全额拨付了 2.13 亿元回购资金；2011 年，大石桥市财政实际拨付 0.48 亿元，剩余 0.76 亿元由以前年度财政拨付的往来款直接冲减。公司 BT 项目整体回款情况良好。

(2)安置工程建设

除基础类设施投资建设外，公司基础设施建设项目还包括保障性住房工程建设。

公司在建保障房共 11547 套，建筑面积总计 85.67 万平方米，工程总造价 26.75 亿元。F 区项目已于 2012 年 5 月 23 日开工，截至 2012 年 9 月底，已开工建设 7 栋，其中：36 号楼桩基础已完成；37 号楼已完成 5 层，38 号楼已完成 15 层，40 号楼

已完成 15 层，17 号、21 号、22 号楼地勘已完成。完成投资 2.26 亿元，完工比例为 16.77%；B 区项目已于 2012 年 6 月 29 日开工，截至 2012 年 9 月底，已开工建设 4 栋，并完成楼桩基础，完成投资 0.82 亿元，完工比例为 10.87%；管理区项目已于 2012 年 5 月 26 日开工，已开工建设 16 栋，其中：32 号楼已完成楼桩基础，7 号、10 号楼已完成 1 层，29 号楼已完成 2 层，1 号、30 号、35 号、37 号楼已完成 3 层，4 号楼已完成 5 层，2 号、14 号楼已完成 6 层，3 号、5 号、6 号已完成 7 层，9 号、13 号已完成 9 层，完成投资 1.54 亿元，完工比例为 26.71%。

表 10 公司在建安置小区情况表

项目	建筑面积（万平方米）	建设内容	工程总造价（万元）	完工时间
钢都 F 区保障房	棚户区改造定向安置房	4832 套住房	111893	2014-5
	经济适用房	740 套住房	22577	2014-5
钢都 B 区保障房	棚户区改造定向安置房	2585 套安置房	61349	2014-6
	经济适用房	425 套住房	14077	2014-6
金桥管理区保障房	棚户区改造定向安置房	545 套住房	10382	2014-5
	经济适用房	2420 套住房	47274	2014-5
合计	85.67		267552	

资料来源：公司提供

公司安置工程建设项目均已与政府（营口市或大石桥市政府）签订了回购协议，根据协议，三个项目的回购总金额达 32.11 亿元（包括工程结算造价及 20% 的毛利率成本），回购款项分 5 年支付。

截至 2012 年 6 月底，公司保障房项目还未形成收入，未来随着在建项目的完工，公司主营业务收入和毛利润将得到明显的增厚。

土地开发

公司根据大石桥市土地利用规划和产业规划等相关规定，统一组织征地、拆迁，并开展土地开发。

公司土地开发整理业务的运作模式为：对拟开发地块进行拆迁、去青、场平及基本的“七

通一平”等前期开发，土地经过开发整理达到出让条件后由大石桥市国土部门收回，挂牌出让后土地出让金收入返还以获得收益，目前土地经过招拍挂后，土地开发成本以及所产生的土地出让收益全部返还给公司。2009 年和 2011 年，公司应收到大石桥市财政局土地返还收入 1.39 亿元和 5.20 亿元，该两笔款项均由以前年度大石桥财政向公司拨付的往来款直接抵偿；2010 年度，公司全额收到了大石桥财政拨付的 1.29 亿元土地出让金收入。

公司在土地开发业务中主要承担组织和管理职能。在土地开发整理业务中，公司与承包商主要采用按工程进度付款的方式，公司前期资金主要来自于银行贷款。

从 2009 年起至 2011 年底，公司共征地、

拆迁和基础开发土地面积 1198.29 亩，累计投入开发费用 5.76 亿元。2009-2011 年，公司分别出让 485.51 亩、156.45 亩、556.33 亩土地，土地开发分别实现收入 1.39 亿元、1.29 亿元、5.20 亿元。

表 11 2009~2011 年公司土地开发明细

序号	地块名称	占地面积	开发费用
		(亩)	(万元)
1	建委西地块	89.30	4291.03
2	金桥小学南地块	44.12	2120.32
3	华楠上下水地块	18.45	886.59
4	富丽花园北出口地块	25.94	1246.34
5	冷库地块	4.59	220.42
6	绿墅小区	150.00	7208.05
7	石桥大街南地块	151.05	7258.44

8	旧机动车交易市场地块	52.00	2498.89
9	鹏达服装厂北地块	8.34	400.77
10	高坎新二街北地块	1.02	48.94
11	三山大厦东地块	79.47	3818.61
12	三山大厦东地块 1	62.89	3022.27
13	阳光小区北	97.97	4707.87
14	工行三角地	14.27	685.70
15	和平大街南、繁荣大街北	31.09	1494.23
16	朝阳路东、和平大街南	32.05	1540.22
17	迦南小区东	9.09	436.88
18	圣泰鑫宇南	58.19	2796.36
19	兴旺家园东	31.95	1535.24
20	营大路南建筑公司	65.48	3146.75
21	朝阳路东、和平大街西	58.18	2795.72
22	帝王花园东、朝阳路西	38.64	1856.65
23	富丽花园东地块	30.00	1441.61
24	馨居园酒店东	19.53	938.27
25	富强小区南	24.68	1185.94
合计		1198.29	57582.11

资料来源：公司提供

表 12 公司未来土地开发计划明细表

序号	地块名称	用地面积 (亩)	预计投资额 (万元)
1	八零九地块	449.75	21612.49
2	鹏原明居西	180.94	8695.36
3	水源地块	48.00	2306.58
4	虎庄老林子地块 1	428.94	20612.15
5	虎庄老林子地块 2	288.30	13853.81
6	虎庄老林子地块 3	220.35	10588.63
7	虎庄老林子地块 4	241.47	11603.60
8	木材市场	47.04	2260.23
9	兴旺家园北	90.90	4368.08
10	兴旺家园西	57.34	2755.21
11	旧货市场地块	110.59	5314.21
12	钢都木材市场东南	124.96	6004.89
13	南轩商城西南	70.77	3400.69
14	杏树地块	251.14	12068.16
合计		2610.49	125444.09

资料来源：公司提供

截至 2012 年 6 月底，公司约持有 2610.49 亩储备地，预计投资额将达到 12.54 亿元。按照最新的住宅用地 1100 元/平方米（2011 年 10 月 19 日大石桥市国土资源局国有建设用地使用权挂牌出让结果公示 2011 年【63】号）的出让价格进行估算，公司可获得土地出让收入约 19.12 亿元。因此，未来随着储备地块的逐步开发与出让，公司土地开发收入有望得到持续增长；同时，联合资信也关注到，土地出让收入的获得受政府出让规划决策以及房地产价格调

控影响大，土地开发收入增长存在一定的不确定性。

3. 未来发展

公司编制了《大石桥市城市建设投资有限公司“十二五”规划纲要》，主要包括投融资和工程建设两部分。

投融资方面，公司将加快自身规范，打造合格的融资硬件（主要指建设项目），并通过多种渠道获取融资资金。

工程建设方面,“十二五”期间,公司将围绕保障房建设以及河道整治为发展目标,重点开展F区、B区及管理区保障房项目和淤泥河综合治理工程、淤泥河改造工程等。以上公司重点项目未来总体投资金额44.86亿元,未来三年均为投资高峰期,公司对外融资需求上升。从

项目资金来源看,保障房项目部分资金将拟通过发行公司债券解决(拟发行公司债券金额占保障房项目总投资额的56.06%),其余资金将通过银行贷款和自筹方式解决,公司未来面临较大的资金压力。

表 13 公司未来投资规划(单位:万元)

项目名称	计划总投资	截至 2012 年 6 月底已投入	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
淤泥河综合治理工程(第四标段)	5540.83	2773.42	2767.41		
淤泥河综合治理工程(第三标段)	4108.77	2032.46	2076.31		
淤泥河改造工程(三标段)铺装工程	245.75	119.87	125.88		
淤泥河改造工程(三标段)护城河闸工程	441.02	219.87	221.15		
淤泥河改造工程(三标段)1号橡胶坝工程	664.15	347.30	316.85		
淤泥河改造工程(三标段)堤防填筑工程	5850.80	2902.83	2947.97		
大路网三山路第一合同段管网工程	19.34	9.98	9.36		
大路网三山路第一合同段南段工程	2910.63	1502.31	1408.32		
大路网蟠龙大街第一合同段	7610.14	3432.12	4178.02		
淤泥河综合治理工程(第五标段)	2421.87	0.43	807.29	1614.58	
淤泥河综合治理工程(第六标段)	2765.10	97.32	921.70	1843.40	
淤泥河综合治理工程3号钢坝闸门工程	367.33	9.34	122.44	244.89	
淤泥河综合治理工程喷灌工程	450.11	6.55	150.04	300.07	
淤泥河综合治理工程公园电气工程	577.66	5.24	192.55	385.11	
淤泥河综合治理工程1号钢坝闸门工程	588.46	0.54	196.15	392.31	
淤泥河综合治理工程公园小品工程及其他	9848.36	0.34	3282.79	6565.57	
淤泥河改造工程(五标段)1号钢坝闸门工程	641.80	4.35	213.93	427.87	
淤泥河改造工程(五标段)铺装工程	814.41	6.43	271.47	542.94	
淤泥河改造工程(五标段)堤防填筑工程	5127.21	43.24	1709.07	3418.14	
淤泥河改造工程(六标段)建筑工程	3788.76	9.43	1262.92	2525.84	
大石桥市道路亮化工程(蟠龙大街)	858.93	4.24	286.31	572.62	
钢都F区保障性住房项目	134470.00	0.00	26894.00	33617.50	73958.50
钢都B区保障性住房项目	75426.00	0.00	15085.20	18856.50	41484.30
金桥管理区保障性住房项目	57657.00	0.00	11531.40	14414.25	31711.35
土地开发整理项目	125444.09	0.00	67375.08	31937.96	26131.06
合计	448638.52	13527.61	144353.62	117659.54	173285.21

资料来源:公司提供

综合来看,公司承担着大石桥市土地开发和基础设施建设的职能。近三年,随着土地开发面积逐渐增加、代建基础设施项目逐步竣工,公司主业收入实现较快增长。未来随着投资项目的逐步推进、结算,保障房回购收入将成为

公司新的收入和利润增长点。未来三年为公司投资高峰期,对外筹资压力较大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009年~2011年度合并财务报表已经华普天健会计师事务所（北京）有限公司审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司财务报表根据旧准则编制。

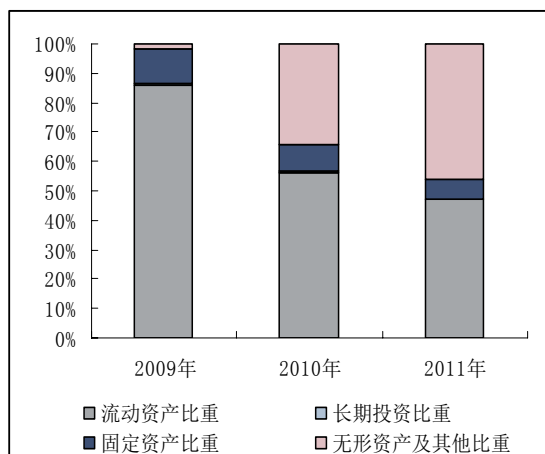
2010年公司合并范围增加大石桥市正通置业有限公司（以下简称“正通公司”），系公司2010年12月23日出资设立的全资子公司，主要业务为房地产开发、工程项目建设。截至2011年底，正通公司总资产29.51亿元，所有者权益19.17亿元；2011年实现营业收入0.00亿元，净利润-0.05亿元。合并范围的变化对公司资产规模的增长有一定贡献。

截至2011年底，公司合并资产总额98.68亿元，所有者权益合计71.27亿元。2011年公司实现主营业务收入6.43亿元，利润总额2.00亿元。

2. 资产质量

2009~2011年，公司资产总额快速增长，复合增长率 54.65%，主要是得益于无形资产的增长。截至 2011 年底，公司资产总额为 98.68 亿元，同比增长 41.76%，其中流动资产、固定资产和无形资产及其他分别占 47.10%、6.49% 和 46.22%，其余为长期投资净额。近年来，公司无形资产及其他占总资产比重迅速上升。

图 4 近年来公司资产构成情况

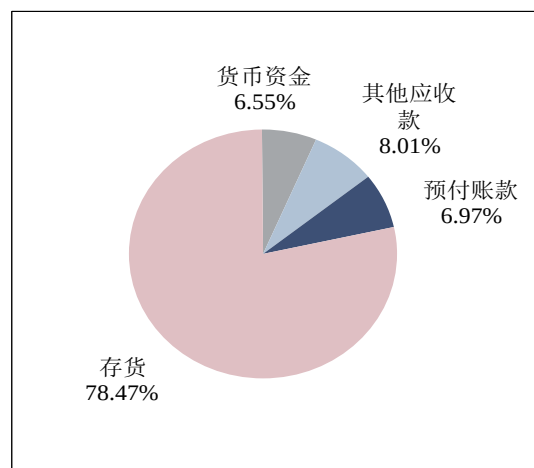


资料来源：审计报告

流动资产

2009~2011年，公司流动资产逐年增长，复合增长 14.37%。截至 2011 年底，公司流动资产为 46.39 亿元，同比增加 18.60%，主要为货币资金及存货的增长所致。截至 2011 年底，公司流动资产中，货币资金占 6.55%，其他应收款占 8.01%，预付账款占 6.97%，存货占 78.47%。

图 5 截至 2011 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 3.04 亿元，较 2010 年底增长 125.47%，主要是公司 2011 年增加了长短期借款所致。截至 2011 年底，公司货币资金中全部为现金和银行存款，无因抵押或冻结等使用受限款项。

2009~2011年，公司其他应收款规模有所增长，复合增长率 9.47%。截至 2011 年底，公司其他应收款账面价值 3.72 亿元，同比增长 13.65%。

表 14 公司其他应收款前五名情况（万元）

项目	金额	款项性质
大石桥市经济开发区有色金属（化工）园管理委员会	13979.13	营口城投为有色园区贷款，转给公司后，由公司转贷给有色园区
大石桥市中小企业担保中心（本金）	9400.00	公司代替中小企业信用担保中心向国开行借款
营口大石桥经济开发区	5661.75	代替政府支付项目款
南楼新村委员会	3349.96	代替政府支付项目款
大石桥市土地储备交易中心	850.00	代替土地储备中心支付拆迁补偿款

合计	33240.84	--
----	----------	----

资料来源：华普天健会计师事务所提供

2011 年底，公司其他应收款前五名金额合计 3.32 亿元，占其他应收款总额的 85.54%，集中度较高。从账龄来看，公司其他应收款中账龄在一年以内的占 18.01%，一至二年的占 17.74%，二至三的占 21.84%，三年以上的占 42.41%，账龄较长。

表 15 公司其他应收款账龄情况（万元）

账龄情况	金额	占比	坏账计提比例
一年以内	6998.26	18.01%	4.36%
一至二年	6895.18	17.74%	5.07%
二至三年	8488.04	21.84%	3.01%
三年以上	16480.46	42.41%	4.86%
合计	38861.94	100.00%	4.40%

资料来源：审计报告

总体看，公司其他应收款集中度高，账龄长，坏账计提比例偏低，存在一定回收风险。

截至 2011 年底，公司预付账款为 3.23 亿元，主要是正通公司预付的土地出让金。

公司存货主要是政府划转的储备地、土地开发成本（主要是迁、安置和土地地块平整以及与地块相配套的“七通一平”工程）以及代建未交付的基础设施建设项目（主要为三路一河工程）和保障房工程，待项目竣工移交后结算确认收入。2009~2011 年，公司存货规模波动增长，年均增幅 6.32%。截至 2011 年底，公司存货 36.40 亿元。公司进行土地整理，跌价风险相对较小；基础设施代建和保障房项目主要由政府回购。公司未计提存货跌价准备。

表 16 公司存货构成情况（万元）

项目	金额
三路一河项目	33788.45
蟠龙山改造动物舍工程	7.80
教育城项目	24699.50
储备土地	251625.09
土地开发成本	50157.28
保障房项目	1560.92

开发区道路建设	1923.12
府南大街项目	247.95
合计	364010.11

资料来源：华普天健会计师事务所提供

固定资产

2009~2011 年，公司固定资产净额基本保持稳定。截至 2011 年底，公司固定资产净额为 4.50 亿元，其中房屋及建筑物 2.54 亿元，城市基础设施及配套工程 1.95 亿元，同比基本无变化。公司固定资产未计提减值准备。由于城市基础设施及配套工程不计提折旧，公司固定资产总体成新率达到 98.68%。

公司在建工程主要为尚在建设中的城市基础设施建设项目，随着工程的持续投入，2009~2011 年公司在建工程以 63.21% 的速度增长。截至 2011 年底，公司在建工程为 1.90 亿元，同比增长 10.20%，主要为集中供热项目工程投入增加所致。

表 17 公司在建工程变动情况（万元）

项目名称	2011 年底金额	2010 年底金额
集中供热项目工程	17483.79	15869.72
蟠龙山改造项目工程	503.16	503.16
综合楼项目工程	1006.28	861.99
合计	18993.23	17234.87

资料来源：审计报告

无形资产及其他

公司无形资产主要为购买的土地使用权。2010 年底公司土地使用权账面价值同比大幅增长 23.38 亿元，系根据大石桥市政府（大政【2010】361 号）关于向营口大石桥经济开发区发展投资有限公司（公司全资子公司，以下简称“开发区发投”）注入资金的决定，2010 年大石桥市政府拨付 14.01 亿元注入开发区发投资本公积，并授权大石桥城投享有对应的股东权益。开发区发投通过“招拍挂”获得约 2023 亩出让国有土地。2011 年底公司土地使用权账面价值同比继续增长 21.63 亿元，达到 45.61 亿元，主要是根据大石桥市政府（大政【2011】428 号）关于向大石桥正通置业有限公司注入资金

的决定，2011年拨付18.92亿元注入正通置业资本公积，并授权大石桥城投享有对应的股东权益。正通置业通过“招拍挂”获得约3300亩出让国有土地所致。

截至2011年底，公司共有账面价值6.31亿元的土地使用权为银行抵押借款的抵押物。截至2011年底，公司尚有价值0.18亿元的土地使用权未办理土地使用权证。公司无形资产未计提减值准备。

总体看，公司资产规模持续增长，存货和无形资产占总资产比重大，存货存在一定升值空间，但未来变现受政策影响较为明显，其他应收款账龄较长，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益较快增长，复合增速42.68%。2011年底，公司所有者权益合计71.27亿元，较2009年底净增加36.26亿元，主要源于资本公积(净增加32.93亿元)和未分配利润(净增加3.00亿元)的增长。公司资本公积的增长主要是由于大石桥市政府的资金注入，其中2010年拨付14.01亿元注入开发区发投资资本公积，并授权大石桥城投享有对应的股东权益，2011年拨付18.92亿元注入正通置业资本公积，并授权大石桥城投享有对应的股东权益。

构成方面，2011年底公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占4.21%、89.72%、0.61%和5.46%，公司所有者权益稳定性较好。

2009~2011年，公司负债总额快速增长，复合增速109.41%，高于同期资产总额和所有者权益的增幅，主要是源于其他应付款的快速增长。2011年底，公司负债总额27.41亿元，其中流动负债占79.62%，长期负债占20.38%。随着其他应收款的快速增长，近三年公司负债结构变化明显，流动负债占比快速上升。

截至2011年底，公司流动负债21.82亿元，构成以短期借款（8.71%）和其他应付款（90.70%）为主，其余是应付账款等。

2010年底，公司存在预收账款6.20亿元，主要为政府为支持公司项目建设，提前拨付的政府拨款，待土地出让或代建项目完工后，自回购返还金额中扣除。

公司其他应付款是公司流动负债的主要组成部分，截至2011年底，公司其他应付款19.79亿元，同比增长12.08亿元。2010和2011年底，公司其他应付款前五名情况如下：

表 18 公司其他应付款金额前五名情况（万元）

	单位	金额	款项性质
2010年	大石桥市财政局	15990.55	三路一河项目财政局往来 4200万元，其他为财政局与公司往来款。
	大石桥市公路管理段	14156.76	公路段代公司支付款项
	营口惠营投资有限公司	6615.00	借款
	营口市城市建设投资发展有限公司	6285.99	营口城投为有色园区项目贷款，转给公司后，由公司转贷给有色园区
	营口大石桥经济开发区管理委员会	5969.17	与开发区的往来款项
	合计	49017.47	--
2011年	大石桥市财政局	110765.08	财政拨付正通置业约 8 亿元用于购买土地，三路一河财政拨款 1.5 亿元，其他为与财政往来款
	大石桥市公路管理段	14156.76	公路段代公司支付款项
	营口市城市建设投资发展有限公司	9518.32	营口城投为有色园区项目贷款，转给公司后，由公司转贷给有色园区
	大石桥市人民政府供热管理办公室	8917.48	世行贷款，由公司转贷供热办公室，用于集中供热项目
	营口惠营投资有限公司	6462.00	借款
	合计	149819.65	--

资料来源：华普天健会计师事务所提供

公司长期负债全部为长期借款。截至2011年底，公司长期借款5.59亿元，其中信用借款2.83亿元，质押借款2.62亿元，其余为抵押借款。

2009~2011年，公司债务总额以28.99%的速度波动增长。主要是公司为满足项目建设需

要增加了银行借款。截至2011年底，公司全部债务为7.49亿元，同比增长129.96%；其中短期债务1.90亿元，长期债务5.59亿元。公司债务构成以长期为主，债务结构相对合理。债务负担方面，截至2011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27.78%、9.51%和7.27%。公司债务负担处于较轻水平。

4. 盈利能力

公司主营业务收入包括基础设施代建项目收入和土地开发收入。2009~2011年，公司主营业务收入实现较快增长，年均复合增长率102.15%。

2009~2011年，公司新建及在建的基础类设施项目共计约30个，分别实现代建收入0.18亿元、2.13亿元和1.24亿元；同期，公司分别出让土地485.51亩、156.45亩和556.33亩，实现土地出让收入1.39亿元、1.29亿元和5.20亿元。由于代建项目收入受项目完工进度影响，土地一级开发收入受地产行业波动以及政府出让计划影响，两板块营业收入呈一定波动态势。

毛利率方面，公司主要代建基础设施项目与大石桥市政府签订回购协议，使该业务毛利率基本稳定在9%左右。而土地出让业务毛利率受出让地性质、土地价格波动等因素影响，2009年以来实现较快增长，2011年为29.90%。整体看，公司主营业务利润率逐年较快增长，三年分别为13.74%、16.36%和25.74%，2011年处于尚可水平。从毛利润构成情况来看，近年来公司毛利润主要由土地开发贡献。

期间费用方面，2009~2011年，公司期间费用随主营业务收入逐年增长，占主营业务比重分别为18.15%、17.09%和13.76%。总体看，公司三费负担逐年减轻，但仍处于偏重水平。

2009~2011年，公司每年均收到一定规模的补贴收入，三年分别为1.38亿元、1.35亿元和1.23亿元；同期，公司利润总额分别为1.31亿元、1.33亿元和2.00亿元。近年来，公司盈利规模保

持增长，但非经营性损益对公司盈利情况影响大。

2009~2011年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2011年分别为2.79%和2.81%。受行业性质影响，公司整体盈利能力偏弱。

未来随着代建项目逐步完工以及土地陆续出让，公司收入规模和利润水平有望改善，整体盈利能力有望增强。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2009~2011年，公司销售商品提供劳务收到的现金分别为0.81亿元、9.62亿元和2.95亿元。2009年，公司主营业务收入1.57亿元，而销售商品提供劳务收到的现金为0.81亿元，主要是受款项拨付时点影响所致。2010年，公司主营业务收入3.42亿元，而销售商品提供劳务收到的现金为9.62亿元，主要是政府为支持公司项目建设，提前拨付的政府拨款。同期公司收到其他与经营活动有关现金9.30亿元，主要为与大石桥市财政局往来款和补贴收入等。

表19 2010年公司收到其他与经营活动有关现金情况

项目	金额（万元）
大石桥市财政局	34806.82
大石桥市公路管理段	14156.76
补贴收入	13546.29
营口建投	6285.99
营口大石桥经济开发区管委会	5841.99
营口市财政局	5550.49
大石桥供热管理办公室	5000.00
其他	7830.03
合计	93018.36

资料来源：华普天健会计师事务所提供

2011年公司主营业务收入6.43亿元，而销售商品提供劳务收到的现金为2.95亿元，主要是2010年预收较多所致，同期公司收到其他与经营活动有关现金12.54亿元，主要是正通置业与大石桥市财政往来款增加所致。

表20 2011年公司收到其他与经营活动有关现金情况

项目	金额(万元)
大石桥市财政局	102723.90
补贴收入	12298.92
大石桥供热管理办公室	3782.77
大石桥市农业综合开发办公室	2600.00
营口建投	2584.38
营口市大石桥市经济技术开发区管理委员会	1012.02
其他	380.96
合计	125382.96

资料来源：华普天健会计师事务所提供

公司代建项目及土地整理资金投入计入购买商品接受劳务支付现金。近三年分别为2.34亿元、5.80亿元和13.63亿元。2011年公司现金支出规模大幅增长。

总体看，主要受经营性应付项目变动影响，2009~2011年，公司经营活动净现金流波动较大，分别为0.81亿元、16.04亿元和1.69亿元。

投资活动方面，近三年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，三年分别为0.61亿元、27.44亿元和23.06亿元。由于2010年和2011年公司分别通过招拍挂获得出让国有土地2023亩和3300亩，导致该年投资活动现金流出较大¹。

由于公司土地整理以及代建项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流量无法满足公司的投资需求，因而公司主要通过政府注入和往来资金以及银行借款实现滚动发展。公司筹资活动现金流入量主要为2010年2011年市政府注入资金和各银行贷款。三年来，公司筹资活动现金流量净额分别为-0.15亿元、12.60亿元和23.06亿元。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2011年，由于公司其他应付款的快速增长，流动比率和速动

比率下降明显，三年均值分别为584.61%和74.31%，2011年底分别为212.55%和45.76%。考虑公司其他应付款科目主要为政府财政拨款和往来款，公司实际短期偿债能力好于指标显示值。同样受经营性应付项目变动影响，三年来公司经营活动净现金流波动较大，经营活动现金流动负债比分别为46.24%、100.17%和7.75%。经营活动产生的现金流量对流动负债的保障能力不稳定。

综合考虑公司获得的财政资金支持 and 具备的间接融资渠道，公司短期债务实际偿付能力正常。

从长期偿债能力指标看，2009~2011年，公司EBITDA持续增长，且增速快于全部债务增速，全部债务/EBITDA指标波动下降，三年分别为2.91倍、1.76倍和2.63倍；EBITDA利息倍数逐年增长，三年分别为7.31倍、7.62倍和14.73倍。总体看，公司长期偿债能力较好。

或有负债方面，根据审计报告，截至2011年底，公司对外担保余额为0.82亿元，分别为给大石桥市镁都污水处理有限责任公司0.32亿元银行借款和给大石桥市群力镁制品有限公司0.50亿元银行借款提供的连带责任保证担保。目前上述公司经营正常，公司或有负债风险较小。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201210267956），截至2012年10月29日，公司存在一笔金额为250万元的已结清不良信贷信息²。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及大石桥市区域发展及财力水平的综合分析，并考

¹ 公司承担的城市基础设施建设项目计入在建工程和固定资产，所投入资金对应计入构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。

² 根据公司和营口银行大石桥建设支行出具的相关说明，公司于2004年12月在营口大石桥建设支行贷款250万元，欠息42.39万元，形成不良。该笔贷款为营口三和木制品有限公司借户贷款，所欠利息已由公司于2009年4月30日付清。

虑到大石桥市政府对于公司在资金和资产划拨等方面的各项支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行额度为 15 亿元，占 2011 年底公司全部债务的 200.36%，对公司现有债务影响很大。

2011 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 27.78% 和 9.51%，以公司 2011 年底报表财务数据为基础，预计本期 15 亿元公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 37.31% 和 23.98%，公司债务负担将加重，但仍保持在适宜水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

截至 2011 年底，公司现金类资产为 3.04 亿元，为本期债券拟发行额度的 0.20 倍，公司现金类资产对本期债券保障能力一般。

2011 年公司 EBITDA 为 2.85 亿元，为本期债券拟发行额度的 0.19 倍，EBITDA 对本期公司债券的覆盖能力偏弱。

2011 年公司经营活动的现金流入量为 15.49 亿元，为本期债券拟发行额度的 1.03 倍，对本期公司债券的覆盖程度尚可；2011 年公司经营活动现金流量净额为 1.69 亿元，为本期债券拟发行额度的 0.11 倍，对本期公司债券的保护程度偏弱。

预计随着公司后续土地开发、保障房项目

的逐步完工结转，公司债务保障程度有望提升。

3. 本期债券保障措施

本期债券募集资金的投向项目包括：大石桥市钢都 F 区保障性住房项目、大石桥市钢都 B 区保障性住房建设项目和大石桥市金桥管理区保障性住房项目。以上三个项目计划总投资 26.76 亿元，未来将以政府回购的形式形成收益，政府回购资金为本期债券本息最主要的偿债资金来源。

根据回购合同约定，其中对于 F 区项目，营口市向公司支付回购款项总额 16.14 亿元；对于 B 区项目和管理区项目，大石桥市政府将向公司支付回购款项总额 9.05 亿元和 6.92 亿元。

以上三个项目回购款项总额分为 5 年支付，每年回购金额如下表，付款日期分别为自 2014 年开始每年 12 月 31 日和自 2016 年开始的每年 12 月 31 日；项目回购资金来源为营口市政府和

大石桥市政府的政府性基金收入。

本期债券设置本金提前偿还条款，在存续期内后五年分期偿还本金：第三年末至第七年末每年分别偿还本期债券发行总额的 20%。本金提前偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。

从本期债券偿还资金与项目回购资金测算表情况看，每年项目回购资金与当年债券本金和利息偿还金额匹配性较好，能实现当年本息的全部覆盖，从而对本期债券的偿付提供了资金来源及保障。

表 21 本期债券还资金与项目回购资金测算表

(单位：万元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
募集资金	本期公司债券发行 15 亿元							
债券还本金额		13500.00	13500.00	43500.00	40800.00	38100.00	35400.00	32700.00
营口市项目回购额		32272.80	32272.80	32272.80	32272.80	32272.80		
大石桥市政府回购额				26566.00	26566.00	26566.00	40000.80	40000.80

注：以 9% 的票面利率水平进行测算

总体看，公司与营口市政府、大石桥市政

府签署的回购协议对本期债券本息的安全偿付提供了资金来源及保障，基于公司主体基本信

用状况以及对本期债券偿债能力和保障措施的分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险较低。

十、结论

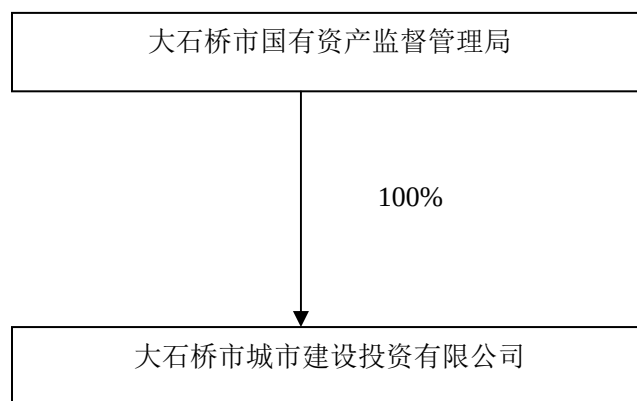
近年来，营口市及大石桥市经济发展快速，财政实力不断增强，且随着工业快速发展，地区配套的基础设施建设和土地开发业务需求不断放大，公司作为大石桥市政府授权从事基础设施建设和土地开发业务最主要的投资建设主体，在外部环境、区域垄断性和政府支持等方面优势突出。

公司资产及收入规模快速增长；债务负担轻，有息债务财务弹性好；大石桥市政府在资产划拨、资本金注入和财政补贴方面给予公司持续有力的支持。营口市财政局与大石桥市财政局分别出具的《关于大石桥市城市建设投资有限公司公益性项目保障房项目回购资金的承诺函》有效提升了公司的主体偿债能力。总体看，公司整体信用风险低。

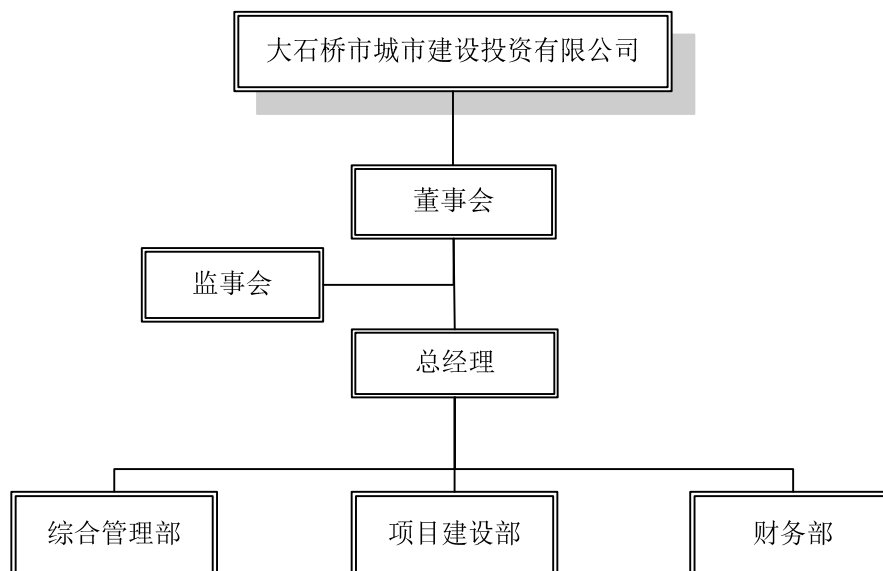
根据公司与营口市政府和大石桥市政府签署的回购协议，募投项目分别由营口市政府和大石桥市政府进行回购，回购款项对本期债券本息足额按时偿还提供了保障。同时，本期债券设置本金分期偿还条款，有助于降低本金集中偿付的风险。

综合分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1526.91	13471.72	30374.26	346.01
其他应收款	31000.49	32687.60	37151.03	9.47
预付账款	100.00	29435.75	32339.81	1698.33
存货	322000.00	315531.78	364010.11	6.32
流动资产合计	354627.39	391126.83	463875.21	14.37
长期投资				
长期股权投资	2800.00	2800.00	2800.00	
长期投资合计	2800.00	2800.00	2800.00	
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	2800.00	2800.00	2800.00	
固定资产				
固定资产原值	42287.61	45566.65	45566.91	3.80
减：累计折旧	269.03	394.59	528.26	40.13
固定资产净值	42018.59	45172.06	45038.65	3.53
固定资产净额	42018.59	45172.06	45038.65	3.53
在建工程	7130.67	17234.87	18993.23	63.21
固定资产合计	49149.26	62406.93	64031.87	14.14
无形资产及其他资产				
无形资产	6000.02	239760.94	456065.02	771.84
长期待摊费用				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	6000.02	239760.94	456065.02	771.84
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	412576.68	696094.71	986772.11	54.65

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债				
短期借款			19000.00	--
应付账款	529.57	20821.23	1118.15	45.31
预收账款		62043.95		--
应交税金	9.21	117.28	175.03	336.02
其他未交款	0.34	4.38	7.08	353.65
其他应付款	16971.40	77113.80	197940.11	241.51
流动负债合计	17510.52	160100.65	218240.37	253.04
长期负债				
长期借款	44994.00	32555.00	55864.00	11.43
长期负债合计	44994.00	32555.00	55864.00	11.43
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	62504.52	192655.65	274104.37	109.41
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	30000.00	30000.00	30000.00	0.00
资本公积	310139.55	450208.71	639405.44	43.59
盈余公积	993.26	2323.03	4326.23	108.70
其中：法定公益金				
未分配利润	8939.35	20907.31	38936.07	108.70
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	350072.16	503439.06	712667.74	42.68
负债及所有者权益合计	412576.68	696094.71	986772.11	54.65

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、主营业务收入	15744.63	34180.70	64341.80	102.15
减: 主营业务成本	13572.24	28477.16	47720.39	87.51
主营业务税金及附加	9.55	112.11	60.45	151.57
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	2162.84	5591.42	16560.96	176.71
加: 其他业务利润				
减: 营业费用				
管理费用	749.60	3472.66	7000.74	205.60
财务费用	2107.50	2367.32	1855.18	-6.18
其他				
三、营业利润	-694.26	-248.56	7705.04	--
加: 投资收益				
补贴收入	13759.90	13546.29	12326.92	-5.35
营业外收入				
其他				
减: 营业外支出				
其他支出				-
加: 以前年度调整				-
四、利润总额	13065.64	13297.73	20031.95	23.82
减: 所得税				
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				-
五、净利润	13065.64	13297.73	20031.95	23.82

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	8081.54	96224.65	29516.49	91.11
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	11352.04	93018.36	125382.96	232.34
经营活动产生的现金流入小计	19433.58	189243.01	154899.45	182.32
购买商品、接受劳务支付的现金	2342.13	5803.03	136306.50	662.87
支付给职工以及为职工支付的现金	33.06	37.07	28.89	-6.52
支付的各项税费	0.67	4.00	2.47	91.59
支付的其他与经营活动有关的现金	8960.22	23033.28	1644.00	-57.17
经营活动产生的现金流出小计	11336.08	28877.38	137981.86	248.88
经营活动产生的现金流量净额	8097.50	160365.63	16917.59	44.54
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6123.94	274375.01	230576.28	513.61
投资所支付的现金	2000.00			-100.00
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流出小计	8123.94	274375.01	230576.28	432.75
投资活动产生的现金流量净额	-8123.94	-274375.01	-230576.28	432.75
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	1000.00	140869.17	191396.72	1283.46
借款所收到的现金	13200.00	23054.00	70802.00	131.60
收到的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动产生的现金流入小计	14200.00	163923.17	262198.72	329.71
偿还债务所支付的现金	13630.00	35493.00	28493.00	127.92
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2117.73	2475.97	3144.49	21.85
支付的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动产生的现金流出小计	15747.73	37968.97	31637.49	41.74
筹资活动产生的现金流量净额	-1547.73	125954.19	230561.24	--
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-1574.17	11944.81	16902.55	--

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	13065.64	13297.73	20031.95	23.82
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益				
计提的资产减值准备	274.92	258.89	237.98	-6.96
固定资产折旧	126.40	125.56	133.67	2.84
无形资产摊销	168.19	2618.79	6389.27	516.35
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
固定资产报废损失				
财务费用	2117.73	2422.74	1934.72	-4.42
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	9679.41	6521.45	-47268.57	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-5287.91	-23820.29	-24451.26	115.03
经营性应付项目的增加(减:减少)	-12046.87	158940.73	59909.82	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	8097.50	160365.63	16917.59	44.54
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	1526.91	13471.72	30374.26	346.01
减: 现金的期初余额	3101.07	1526.91	13471.72	108.43
现金等价物的期末余额				-
减: 现金等价物的期初余额				-
现金及现金等价物净增加额	-1574.17	11944.81	16902.55	--

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.04	0.09	0.14
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.08
现金收入比(%)	51.33	281.52	45.87
盈利能力			
主营业务利润率(%)	13.74	16.36	25.74
总资本收益率(%)	3.84	2.93	2.79
净资产收益率(%)	3.73	2.64	2.81
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	11.39	6.07	7.27
全部债务资本化比率(%)	11.39	6.07	9.51
资产负债率(%)	15.15	27.68	27.78
偿债能力			
流动比率(%)	2025.23	244.30	212.55
速动比率(%)	186.33	47.22	45.76
经营现金流动负债比(%)	46.24	100.17	7.75
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	1.76	2.63
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	-3.50	-2.85
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.10	0.12	0.19
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.13	1.26	1.03
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.05	1.07	0.11
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.00	-0.76	-1.42

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。