跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2056 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持大石桥市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“13大石桥债/13大城投”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月二十四日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

大石桥市城市建设投资有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 大石桥债/13 大城投	12[1]亿元	2013/2/21~2020/2/21	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	3.59	0.58	0.56
资产总额(亿元)	148.04	151.63	152.06
所有者权益(亿元)	94.48	95.96	98.00
长期债务(亿元)	21.04	29.79	28.65
全部债务(亿元)	21.89	32.14	29.48
营业收入(亿元)	7.99	6.21	8.30
利润总额 (亿元)	2.02	1.48	2.03
EBITDA(亿元)	3.27	3.21	3.74
经营性净现金流(亿元)	5.03	-12.22	2.25
营业利润率(%)	15.85	20.75	27.35
净资产收益率(%)	2.14	1.54	2.08
资产负债率(%)	36.18	36.71	35.97
全部债务资本化比率(%)	18.81	25.09	23.13
流动比率(%)	157.19	220.25	250.35
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	10.02	7.89
经营现金流动负债比(%)	15.46	-47.23	8.64

分析师

章 演　兰 迪

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：Http：//www.lhratings.com

[1]2016 年 2 月 21 日，公司兑付本期债券本金 3 亿元，债券剩余需偿付本金 12 亿元。

评级观点

跟踪期内，大石桥市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）仍然是大石桥市基础设施和土地开发业务的投资建设主体，在财政补贴、项目回购等方面持续获得政府的有力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模大、大石桥市经济下行、财政收入下滑等因素对公司未来发展及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了关于公司公益性项目和保障房项目回购资金的承诺函，未来随着保障性住房项目回购资金的陆续到位，公司收入状况有望得到进一步改善。

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，为“13 大石桥债/13 大城投”本息偿付提供了保障。同时，“13 大石桥债/13 大城投”设置本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好。“13 大石桥债/13 大城投”到期不能偿还的风险低。

综合考量，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13大石桥债/13大城投”AA的信用等级。

优势

1. 大石桥市政府在财政补贴、回购资金等方面给予公司持续有力的支持。
2. 公司承接的保障房建设项目增多，随着未来回购资金的陆续到位，公司收入状况将在一定程度上得到改善。
3. 2015 年，公司经营活动现金流入量对“13 大石桥债/13 大城投”分期偿付额度覆盖程度好。

关注

1. 公司资产主要由土地资产构成，受宏观政策及市场环境影响大，整体变现能力弱。
2. 跟踪期内，受整体经济形势影响，大石桥市

地区生产总值及财政收入大幅下滑。

3. 公司近两年未开展土地业务，2014 年公司有 10.88 万平方米的土地被政府收回（货币补偿 0.44 亿元），对公司营业收入持续增长造成一定影响；且公司现存土地未来用途受政府规划影响较大，存在一定的不确定性。
4. 公司以准公益性项目投资为主，对政府补助依赖程度较高，自身盈利能力弱；公司在建及拟建项目投资额大，存在一定的筹资压力。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于大石桥市城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内“13 大石桥债/13 大城投”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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心共同出资组建，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2015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。

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2015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，下辖3家全资子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额152.06亿元，所有者权益合计98.00亿元。2015年公司实现营业收入8.30亿元，利润总额2.03亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回

落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资

平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济和财政实力

营口市

根据《2015 年营口市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015 年全年，营口市实现地区生产总值 1513.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 4.5%。分产业看，第一产业增加值 110.8 亿元，增长 2.2%，第二产业增加值 727.3 亿元，增长 3.1%，第三产业增加值 675.6 亿元，增长 6.6%。三次产业增加值占地区生产总值的比重为 7.3∶48.1∶44.6，第三产业增加值比重提高 2.0 个百分点。人均地区生产总值 61925 元，增长 4.5%，按年均汇率折算为 9942.4 美元。

2015 年全年，营口市六大产业集群工业增加值为 612.3 亿元，比上年增长 0.5%。装备制造产业集群增长 4.4%，占全市规模以上工业增加值的 23.0%。全年固定资产投资（不含农户，下同）906.2 亿元，比上年下降 22.0%。其中，建设项目投资 801.3 亿元，房地产开发投资 104.9 亿元。在建设项目中，新建项目投资 714.2 亿元，扩建项目投资 35.7 亿元，改

建和技术改造投资 36.5 亿元。全年建筑安装工程投资 604.3 亿元，设备工器具购置投资 262.0 亿元。

财政收入方面，受整体经济形势下滑的影响，营口市 2015 年全年一般公共预算收入 104.2 亿元，比上年下降 35.0%。其中，税收收入 83.5 亿元，下降 31.1%。一般公共预算支出 170.0 亿元，下降 22.6%。

大石桥市

大石桥市隶属辽宁省营口市，位于营口市的北部，辽河下游左岸，由于镁资源丰富，享有“中国镁都”之称。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，距离东北地区哈大高铁线路营口东站距离仅 10 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。

2015 年，大石桥市实现地区生产总值 425 亿元，较上年下滑 17%。实现一般预算本级收入 23.34 亿元，较上年下降 40.92%，其中税收收入为 17.61 亿元，地方综合财力 44.28 亿元，较 2014 年减少 32.68%。

总体来看，大石桥市地理位置优良，资源优势明显，交通运输便捷。跟踪期内，经济增长较快，但是政府财政实力有所下降。上述运营环境总体上对公司业务的持续发展带来一定的压力。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司作为大石桥市最主要的投资建设主体，继续获得大石桥市政府的大力支持。

2015年，根据大石桥市财政局大财发[2016]8号文件，公司共收到财政补贴资金1.63亿元，计入“营业外收入”科目，并相应在收到的其他与经营活动有关的现金科目中反映。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、高管人员及管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为大石桥市最主要的投资建设主体，主要开展基础设施建设、保障房建设和土地整理业务。

2015年，公司实现主营业务收入8.30亿元，同比增长34.30%，主要系2015年公司土地业务收入增加所致。其中建设业务收入5.80亿元，同比减少0.38亿元，在主营业务收入中占比下降到69.88%。2015年，公司暂未开展土地业务，但产生土地业务收入2.50亿元，主要系子公司大石桥市正通置业有限公司在2015年将三宗地以2.5亿元的价格转让给大石桥基镁园建设投资有限公司所致。

毛利率方面，2015年，公司建设业务毛利率为37.68%，较上年提升15.85个百分点，主要系跟踪期内公司基础设施建设项目及保障房项目投入减少（项目成本按年确认，收入竣工后确认），目前大部分项目进入竣工验收阶段，项目逐步确认收入所致。在建设业务毛利率提升的带动下，公司主营业务毛利率为29.06%，同比增长7.23个百分点。

表1公司主营业务收入及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设业务	6.18	100.00	21.83	5.80	69.88	37.68
土地业务	--	--	--	2.50	30.12	9.06
合计	**6.18**	**100.00**	**21.83**	**8.30**	**100.00**	**29.06**

资料来源：公司审计报告

2. 经营模式

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（其中“13大石桥债/13大城投”保障房募投项目公司与营口市及大石桥市两级政府签署，其他项目公司与大石桥市政府签署），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）基础设施建设

目前，公司主要承担了教育城项目、“三路一河项目”、金牛山公路新建、大金线公路改造、黑大线改扩建工程、蟠龙山市政工程、胜利河整治等多项工程，合计总投资为38.48亿元，截至2015年底，基础设施建设工程累计投资15.83亿元（公司完工项目工程均由大石桥政府确认收入并回购，由在建工程转入存货—开发成本科目）。

2014 年，公司获得 2.67 亿元“三路一河”项目回购款，计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。2015 年，公司基础设施建设工程项目未确认收入，未获得项目回购款。考虑到公司承接的基础设施建设项目较多，未来仍需投资金额较大，随着待完工项目陆续确认收入，未来公司 BT 项目收入将有所增长。

（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。2015年，公司主要承担的在建保障性住房工程为钢都F区、B区、管理区和金桥管理区保障房项目。保障房建设主要由下属子公司大石桥市正通置业有限公司来承担。

截至2015年底，公司在建的保障性住房项目共有8个，总建筑面积171.60万平方米，共计住房套数19480套，总投资为53.97亿元，将陆续于2016年底之前完工，截至2015年底，已完成投资39.70亿元（见表2）。

其中，13大石桥债/13大城投”保障房募投项目（钢都F区、钢都B区、管理区项目）均已于2012开工，截至2015年底，钢都F区、钢都B区完工比例95.75%，管理区完工比例48.60%，目前三个项目均已进入工程竣工验收阶段，合计已完成投资额（22.90亿元）计入存货—开发成本科目。公司就上述安置工程建设项目（为“13大石桥债/13大城投”募投项目）均已与政府签订了回购协议，其中钢都F区由营口市政府回购，钢都B区和管理区由大石桥市政府回购，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。

表2 截至2015年底公司在建保障房项目情况表

项目	建筑面积（万平方米）	建设内容	工程总造价（万元）
钢都 F 区保障房	41.6	4832 套安置房，740 套经济适用房	134470
钢都 B 区保障房	22.17	2585 套安置房，425 套经济适用房	75426
金桥管理区保障房	21.89	545 套安置房，2420 套经济适用房	57657
大石桥市金桥政府北二期保障房	21.38	1850 套住房	55220
大石桥市保障房钢都 M 区	22.20	1792 套住房	55135
大石桥市迷镇山二期保障房	23.42	2280 套住房	56780
大石桥市钢都保障房	13.84	1399 套住房	30000
营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房	5.10	612 套住房	75000
合计	**171.60**	**19480 套住房**	**539688**

资料来源：公司提供

2013年，公司新承接保障性住房项目包括大石桥市迷镇山二期保障性住房项目、大石桥市金桥镇政府北二期保障性住房项目、大石桥市钢都M区保障性住房项目，三个项目总投资规模为16.70亿元，已完成投资总计13.18亿元，其中迷山镇项目已完工92.98%，金桥镇政府北已完工60.90%，钢都M区已完工82.63%，目前均已处于竣工验收阶段。当年公司就上述三个项目与大石桥市政府签署分别签署了回购协议，回购款项金额为20.06亿元（包括工程结算造价及20%的毛利率成本）。根据回购协议，上述项目回购款将自2015年至2020年分期支付，2015年，迷山镇保障房项目已收到回购款8335.65万元，钢都M区已收到回购款8030.69万元，金桥镇政府北二期已收到回购款7624.07万元，均已按政府回购安排回收。

此外，根据营口市财政局和大石桥市财政局分别出具的文件（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将支付公司所投资的公益性项目、保障房项目（不包括大石桥市钢都F区保障房项目、大石桥市钢都B区保障房性住房项目、大石桥市金桥管理区保障性住房项目）发生的实际支出成本，并支付上述投资成本的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及大石桥市财政局各支付50%。建设项目当年发生的建设成本，由营口市财政局和大石桥市财政局每年均按照相同比例，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%；管理服务费当年全部支付。

截至2015年底，公司保障房项目陆续进入回购期，2015年相应确认收入5.80亿元（计入“销售商品、提供劳务收到的现金”），收到回购款共计5.80亿元。

表3 公司保障房项目政府回购款安排

（单位：万元）

项目	迷镇山二期保障性住房项目	大石桥市金桥镇政府北二期	大石桥市钢都M区保障性住房项目	总计
2015	7556	7144	7127	21827
2016	7556	7144	7127	21827
2017	7556	7144	7127	21827
2018	7556	7144	7127	21827
2019	18956	18844	18827	56627
2020	18956	18844	18827	56627
合计	**68136**	**66264**	**66162**	**200562**

资料来源：公司审计报告

2015年，公司无新承接的保障性住房项目。

总体看，公司目前保障房项目大部分已完工，基础设施建设项目未来投资额仍较大，随着公司各项BT回购款的陆续支付，公司收入规模将有望持续增长。

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。公司在土地开发业务中主要承担组织和管理职能。

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。

公司近两年暂不经营土地整理业务，故2014年公司无土地整理业务板块收入。2015年公司确认土地业务收入2.50亿元，当年到账（计入“销售商品、提供劳务收到的现金”），主要系公司子公司土地转让所致，该部分业务收入不具有持续性。

截至2015年底，公司总计拥有约13627.58亩出让土地（土地权证均办理完毕），账面价值总计约96.20亿元（其中17.39亿元计入存货—开发成本，78.81亿元计入无形资

产）；其中未抵押土地账面价值约为 64.57 亿元；计入存货的土地为保障房用地，其他土地未来用途将根据政府规划确定。联合资信关注到，受政府规划及公司经营结构调整的影响，近两年公司未开展土地整理业务，公司存量土地未来的用途受政府规划影响大，存在一定的不确定性。

3. 未来发展

未来三年，公司拟建的基础设施项目主要有：大石桥市青龙山大街西段和公铁立交桥新建工程（总投资5.60亿元）及大石桥市双青线(东环路至大岭段)道路工程（总投资1.30亿元）。

另外，公司将按照大石桥市发展规划开展未来建设。在城市基础设施建设方面，重点发展城市道路、供排水、供热供气、绿化以及污水垃圾处理等基础设施建设。城市道路重点实施“六横四纵”路网的蟠龙大街、石桥大街、镁都大街、青龙山大街、市府大街、望海大街、金牛山路、三山路、货场路、哈大路建设和改造。城市供排水重点发展公共供水，满足城市用水需求。保证居民生活供水安全达标，建立区域集中供水系统。公路建设方面，将重点推进城市外网公路建设。在水利建设方面，将完成大伙房水库东水西调、淤泥河改造、大清河拦河截潜等水利建设工程。

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，未来随着该市各项基础设施建设项目的逐步推进，公司业务及收入规模将有望进一步增长。同时，联合资信关注到，公司保障房项目大部分已完工，基础设施建设项目多采BT回购模式，项目建设周期长，基础设施建设在建及拟建项目未来投资规模仍较大，未来公司将面临一定对外筹资压力。

八、募集资金使用情况

公司于2013年2月21日发行“13大石桥债/13大城投”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（各项目进展情况见上文）。

截至2016年6月底，“13大石桥债/13大城投”募集资金已按照计划使用完毕。截至目前，上述项目合计完工比例达85.59%，均已进入验收阶段。

九、财务分析

公司提供了 2011～2013 年度连审、2014 年度及 2015 年度审计报告，报告已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并由其出具了标准无保留意见。

截至2015年底，公司合并资产总额152.06亿元，所有者权益合计98.00亿元。2015年公司实现营业收入8.30亿元，利润总额2.03亿元。

1. 盈利能力

2015年底，公司实现营业收入8.30亿元，较2014年底上升1.93%。其中建设业务收入5.80亿元，同比减少0.38亿元。

2015年，公司管理费用1.74亿元，同比增长5.78%；当年公司项目建设投入较少，公司财务费用同比大幅下降47.23%，为0.07亿元。综合上述因素，2015年，公司期间费用1.81亿元，同比增长1.64%，相应期间费用率由上年的28.75%下降至21.86%。跟踪期内，公司期间费用控制有所增强。

2015年公司补贴收入为1.63亿元，主要为公司及其子公司收到的财政部门拨付的专项补贴资金。同期公司实现利润总额2.03亿元，同比增长37.30%。公司利润对补贴收入依赖程度高。

从盈利指标来看，公司2015年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为27.35%、1.60%和2.08%，三项指标均较上年

有所上升，公司整体盈利能力有所提升。

整体看，跟踪期内，受政策及公司营业结构调整影响，公司未开展土地业务，建设业务收入有所下降，但由于子公司转让土地产生土地业务收入，公司整体收入规模有所增长；公司期间费用控制有所强化；利润总额对补贴收入依赖程度大，但公司整体盈利能力有所提升。

2. 现金流及保障

2015年公司经营活动现金流入为14.33亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.30亿元，为保障房项目回购款及土地业务收入款；收到其他与经营活动有关的现金6.03亿元，主要为利息收入、往来款和政府补贴。同期，公司经营活动现金流出为12.07亿元，其中主要为支付其他与经营活动有关的现金8.38亿元，大部分为支付的往来款项。经营活动现金流量净额为2.25亿元。同期，公司现金收入比为100%，公司经营活动获现能力较去年增强。

2015年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，为0.09亿元。

2015年，公司筹资活动现金流入量为0.98亿元，全部为借款所收到的现金。筹资活动现金流量净额为-2.18亿元。筹资活动现金流入对投资流出的覆盖能力较弱。2015年，公司筹资活动现金流出中，偿还债务支付的现金为0.66亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为2.50亿元，主要为基础设施建设项目外部融资等支付的资本化利息。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力较去年同期有所上升；受公司经营结构调整的影响，经营性及投资性现金流出规模下降；公司建设主要依赖外部融资，受吸收投资收到的现金减少的影响，公司融资金额同比下降较多。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为152.06亿元，同比微幅增长0.29%，主要是由于公司在建工程转入存货，本年在建工程、无形资产减少，存货增加，资产总额变动不大。

截至2015年底，公司流动资产为65.19亿元，同比增长14.41%，主要为存货的增长所致。

截至2015年底，公司货币资金5.61亿元，同比微幅下降3.69%，货币资金中无受限资金。

截至2015年底，公司其他应收款为3.53亿元，同比增长33.79%。主要是对大石桥市经济开发区有色金属（化工）园管理委员会、营口大石桥经济开发区管理委员会、大石桥市市政建设工程有限公司、大石桥市人民政府房屋征收办公室以及大石桥市城市发展投资有限公司的应收款，合计占比89.43%，全部为往来款。

表4 截至2015年底其他应付款前5名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
大石桥市经济开发区有色金属（化工）园管理委员会	1.09	30.36	往来款
营口大石桥经济开发区管理委员会	0.75	20.82	往来款
大石桥市市政建设工程有限公司	0.70	19.63	往来款
大石桥市人民政府房屋征收办公室	0.37	10.25	往来款
大石桥市城市发展投资有限公司	0.30	8.37	往来款
合计	**3.20**	**89.43**	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货净额61.10亿元，同比增长13.66%，增加主要系政府回购项目部分完工后由在建工程结转至存货-开发成本以及保障房项目借款费用资本化金额增加所致。

截至2015年底，公司非流动资产合计86.86亿元，主要由房屋建筑物及城市基础设施构成，较2014年底下降8.22%，主要系固定

资产和无形资产均较去年同期下降所致。

截至2015年底，公司固定资产合计6.23亿元，同比下降0.23%。公司在建工程1.49亿元，同比大幅下降71.75%，主要系公司已完工项目结转至存货-开发成本所致。

截至2015年底，公司无形资产78.81亿元，同比下降4.78%，主要为公司子公司证通公司将持有的账面价值为2.27亿元的土地使用权以2.50亿元的价格转让给大石桥基镁园建设投资有限公司，致使公司无形资产减少。

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，整体资产质量较差。

负债及所有者权益

2015年，公司所有者权益98.00亿元，同比增长2.12%，主要源于盈余公积和未分配利润的增长。截至2014年底，公司资本公积82.47亿元，维持不变。2015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3.06%、84.16%、1.53%和11.25%，公司所有者权益稳定性好。

截至2015年底，公司负债总额同比下降1.75%，主要是系公司应付账款及长期借款的下降所致。2015年底，公司负债总额54.69亿元，其中流动负债占47.62%，非流动负债占52.38%，负债结构以非流动负债为主。截至2015年底，公司应付账款为1.32亿元，同比减少0.88亿元，主要系公司应付账款于2015年结算所致，其中1年以内的应付账款为0.27亿元，1至2年应付账款为0.01亿元，2年以上应付账款为1.05亿元。截至2015年底，公司其他应付款为22.43亿元，较上年增长12.52%，主要为公司支付与政府的往来款增长所致。截至2015年底，公司应付债券24.83亿元，为公司于2013年2月21日发行5年期15亿元“13大石桥债/13大城投”和2014年6月23日发行的7年期10亿元“14大石桥债”。

截至 2015 年底，公司全部债务为 32.14 亿元，同比大幅增长 46.83%；其中短期债务 0.83 亿元，长期债务 28.65 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，2015 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年微幅下降，分别为 35.97%、23.13%和 22.62%，公司债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015年，公司流动比率明显上升，速动比率微幅下降，分别为250.35%和15.71%。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。同期，公司经营活动现金流动负债比为8.64%。总体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司债务规模缩小，EBITDA小幅增长，全部债务/EBITDA指标波动下降，2015年为7.89倍。总体看，公司长期偿债能力有所减弱，但考虑到政府支持力度较大及公司土地资源较丰富，公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，根据审计报告，截至 2015 年底，公司对外担保余额为 23.50 亿元，担保比率为 23.98%，担保比率控制在合理范围，被担保企业经营情况正常，公司或有负债风险较低。

表 5 截至 2015 年底公司对外担保情况

被担保单位名称	金额（万元）	担保截止日期	担保方式
大石桥市大辽河商贸有限公司	5000	2016/9/2	土地抵押
大石桥市市政建设工程有限公司	18200	2020/2/1	土地抵押
大石桥市昌泰路桥建设工程处	3950	2016/8/25	土地抵押
营口市城市建设投资发展有限公司	155400	2023/6/26	土地抵押
大石桥市卫生局	10000	2022/6/15	土地抵押
辽宁丰华发展集团道桥道路有限公司	20000	2018/6/16	土地抵押
辽宁宇昌建设工程有限公司	8000	2017/1/15	土地抵押
大石桥市陆合医院	14400	2017/12/3	土地抵押
合计	**234950**	--	--

资料来源：公司审计报告

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1021088200005900Z），截至 2016 年 8 月 9 日，公司不存在“未结清”不良信贷信息，正常类贷款合计 2.43 亿元；已结清贷款中存在 1 笔不良贷款，为其他公司借用公司名义贷款，超出期限偿还所致，截至目前，该笔款项已还清；已结清贷款中存在 17 笔关注类贷款及 1 笔可疑贷款， 17 笔关注类贷款中有 14 笔为国家开发银行固定资产类贷款，3 笔为营口银行大石桥建设支行流动资金贷款，均依据银行企业贷款资产质量分类管理办法被列入关注类贷款；1 笔可疑贷款为三禾木业以公司名义借款（250 万元）逾期导致，营口银行大石桥建设支行对此出具了说明文件，该笔款项已于 2009 年 4 月 30 日还清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，并考虑到大石桥市政府对于公司在资产划拨、补贴拨付等方面的各项支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿还能力

1. “13 大石桥债/13 大城投”偿债能力分析

“13 大石桥债/13 大城投”设置本金提前偿还条款，在存续期内后五年分期偿还本金：即在第三年末至第七年末每年分别偿还“13 大石桥债/13 大城投”发行总额的 20%（3 亿元）。2016 年 2 月 21 日，公司兑付本金 3 亿元，支付利息 0.99 亿元，债券剩余需偿付本金 12 亿元。

截至 2015 年底，公司现金类资产、EBITDA、经营活动的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为 0.56 亿元、3.74 亿元、14.33 亿元和 2.25 亿元，分别为“13 大石桥债/13 大城投”分期偿付额度的 0.19 倍、1.25 倍、4.78 倍和 0.75 倍，为“13 大石桥债/13 大城投”待偿付本金（12 亿元）的 0.05 倍、0.31 倍、1.19 倍和 0.19 倍。总体看，公司经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度较好，现金类资产、EBITDA 及经营活动现金流量净额对分期偿付额度的保障能力一般。“13 大石桥债/13 大城投”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。

2. “13大石桥债/13大城投”保障措施

“13大石桥债/13大城投”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产生收益，政府回购资金为“13大石桥债/13大城投”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，营口市政府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；其中2014年、2015年营口市政府回购款已分别于跟踪期内到位。

从“13大石桥债/13大城投”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“13大石桥债/13大城投”的偿付提供了资金来源及保障。

表 6“13 大石桥债/13 大城投”偿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	**发行本期债券 15 亿元**							
债券还款本息金额		9870.00	9870.00	39870.00	37896.00	35922.00	33948.00	31974.00
营口市政府回购金额		32272.80	32272.80	32272.80	32272.80	32272.80		
大石桥市政府回购金额				26566.00	26566.00	26566.00	40000.80	40000.80
回购金额合计		**32272.80**	**32272.80**	**58838.80**	**58838.80**	**58838.80**	**40000.80**	**40000.80**

资料来源：公司提供，联合资信整理。

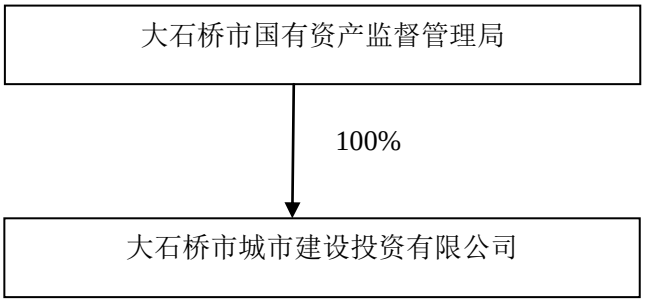
注：债务还款本息金额以6.58%的票面利率进行计算。

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“13 大石桥债/13 大城投”本息的安全偿付提供了保障。基于公司主体信用状况以及对“13 大石桥债/13 大城投”偿债能力和保障措施的分析，联合资信认为，“13 大石桥债/13 大城投”到期不能偿还的风险低。

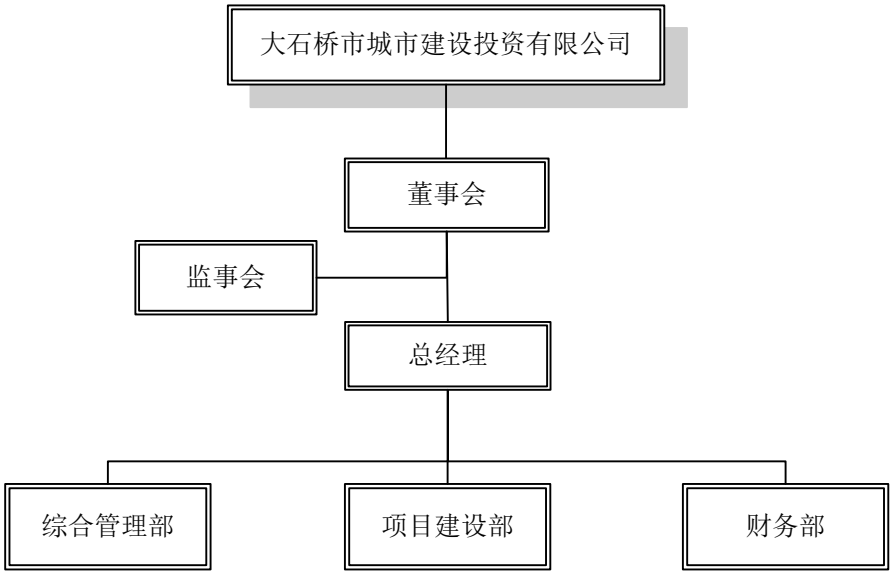
十一、结论

综合考量，联合资信确定维持大石桥市城市建设投资有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13大石桥债/13大城投”AA的信用等级。

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　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.59	0.58	0.56
资产总额(亿元)	148.04	151.63	152.06
所有者权益(亿元)	94.48	95.96	98.00
短期债务(亿元)	0.85	2.35	0.83
长期债务(亿元)	21.04	29.79	28.65
全部债务(亿元)	21.89	32.14	29.48
营业收入(亿元)	7.99	6.21	8.30
利润总额(亿元)	2.02	1.48	2.03
EBITDA(亿元)	3.27	3.21	3.74
经营性净现金流(亿元)	5.03	-12.22	2.25
财务指标			
存货周转次数(次)	0.29	0.10	0.10
总资产周转次数(次)	0.11	0.04	0.05
现金收入比(%)	100.00	51.41	100.00
营业利润率(%)	15.85	20.75	27.35
总资本收益率(%)	1.85	1.24	1.60
净资产收益率(%)	2.14	1.54	2.08
长期债务资本化比率(%)	18.21	23.69	22.62
全部债务资本化比率(%)	18.81	25.09	23.13
资产负债率(%)	36.18	36.71	35.97
流动比率(%)	157.19	220.25	250.35
速动比率(%)	17.75	12.45	15.71
经营现金流动负债比(%)	15.46	-47.23	8.64
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	10.02	7.89

附件 3 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	（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%
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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其含义同中长期债券信用等级。