跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 883 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/PR大城投”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十六日

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/PR 大城投	15[1]亿元	2013/2/21~2020/2/21	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 16 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	0.58	0.56	2.92
资产总额(亿元)	151.63	152.69	152.36
所有者权益(亿元)	95.96	98.00	99.28
短期债务(亿元)	2.35	0.83	7.45
调整后短期债务（亿元）	7.64	5.96	8.17
长期债务(亿元)	29.79	28.65	18.77
全部债务(亿元)	32.14	29.48	26.22
调整后全部债务(亿元)	37.43	34.61	26.94
营业收入(亿元)	6.21	8.30	10.91
利润总额(亿元)	1.48	2.03	1.29
EBITDA(亿元)	3.21	3.81	3.18
经营性净现金流(亿元)	-12.22	2.25	3.10
营业利润率(%)	20.75	27.35	25.54
净资产收益率(%)	1.54	2.08	1.30
资产负债率(%)	36.71	35.82	34.84
全部债务资本化比率(%)	25.09	23.13	20.89
调整后全部债务资本化比率(%)	28.06	26.10	21.34
流动比率(%)	220.25	252.75	204.01
经营现金流动负债比(%)	-47.23	8.64	9.03
全部债务/EBITDA(倍)	10.02	7.73	8.24
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.67	9.08	8.47
EBITDA 利息倍数(亿元)	1.84	1.52	1.55

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分

评级观点

大石桥市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为大石桥市基础设施和土地开发业务的投资建设主体，跟踪期内，在财政补贴、税收优惠、资产减值补偿、债务置换等方面获得政府的支持。未来随着保障性住房项目回购资金的陆续到位，公司收入规模将有望持续增长。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、大石桥市经济下行和一般预算收入下降等因素对公司未来发展及信用水平带来的不利影响。

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/PR 大城投”本息偿付提供了保障。同时，“13 大石桥债/PR 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/PR 大城投”到期不能偿还的风险低。

综合评估，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/PR大城投”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，大石桥市政府在财政补贴、税收优惠、资产减值补偿、项目回购、债务偿还及置换等方面给予公司持续支持。2016 年受益于政府债务置换支持，公司债务负担进一步减轻。
2. 公司承接的保障房建设项目较多，随着未来回购资金的陆续到位，公司收入规模将有望持续增长。
3. 2016 年，公司经营活动现金流入量对“13 大石桥债/PR 大城投”分期偿付额度覆盖程度好。

关注

1. 跟踪期内，大石桥市地区生产总值下滑，一

[1]2016 年 2 月 21 日、2017 年 2 月 21 日，公司分别兑付本期债券本金 3 亿元，债券剩余需偿付本金 9 亿元。

分析师

李苏磊　张建飞

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

般预算收入略有下降。

2. 公司近两年未开展土地整理业务，土地转让收入不具有可持续性，资产主要由土地资产构成，整体变现能力弱，未来业务受宏观政策及市场环境影响大，存在一定的不确定性。
3. 公司基础设施建设项目建设周期长，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。
4. 公司以准公益性项目投资为主，盈利能力偏弱。
5. 公司在建大石桥市钢都保障房和营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房项目未与政府签署回购协议；拟建工程尚未与大石桥市政府签署相关业务协议，未来建设模式以及资金平衡方式尚未完全确定。

声 明

一、本报告引用的资料主要由大石桥市城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。

大石桥市城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/PR 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（以下简称“大石桥国资局”）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，公司成为大石桥国资局的独资公司。截至2016年底，公司注册资金为3.00亿元，大石桥国资局持有公司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2016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2016年底，公司合并资产总额152.36亿元，所有者权益合计99.28亿元。2016年公司实现营业收入10.91亿元，利润总额1.29亿元。

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、债券与募集资金使用情况

公司于2013年2月21日发行“13大石桥债/PR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。

三个募投项目已于2012开工，截至2016年底，钢都F区、钢都B区、管理区完工比例分别为96.05%、98.07%、78.23%，合计已完成投资额24.55亿元。根据公司就上述安置工程建设项目与营口市及大石桥市政府签订的回购协议，三个项目的回购总金额达32.11亿元（包括工程概算造价及20%的毛利率加成），回购款项分5年支付，其中钢都F区由营口市政府回购，付款日期为2014年至2018年的每年12月31日，钢都B区和管理区由大石桥市政府回购，付款日期为2016年至2020年的每年12月31日。2016年钢都F区、钢都B区、管理区三个项目分别确认收入3.29亿元、1.59亿元、1.14亿元。

“13大石桥债/PR大城投”设置本金提前偿还条款，在存续期内后五年每年分别偿还本期债券发行总额的20%。

“13 大石桥债/PR 大城投”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。

截至2016年底，“13大石桥债/PR大城投”募集资金已按照计划使用完毕。2016 年2 月21 日公司支付了2015 年2 月至2016 年2月的利息和20%的本金（3亿元），并于2017 年2 月21 日支付了2016 年2 月至2017 年2月的利息和20%的本金（3亿元），债券剩余需偿付本金9亿元。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政

府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

营口市

根据《2016 年营口市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，初步核算，2016 年全年营口市实现地区生产总值 1189.3 亿元，按可比价格计算，比上年下降 7.5%。分产业看，第一产业增加值 110.9 亿元，增长 0.8%，第二产业增加值 507.5 亿元，下降 18.0%，第三产业增加值 570.9 亿元，增长 3.1%。三次产业增加值占地区生产总值的比重为 9.3:42.7:48.0，第一产业、第三产业增加值比重分别提高 2.0 个百分点和 3.4 个百分点，第三产业增加值比重超过第二产业。人均地区生产总值 48713 元，按年均汇率折算为 7334 美元。

2016 年，营口市规模以上工业增加值比上年下降 23.0%，六大产业集群工业增加值为 226.3 亿元，比上年下降 31.0%。装备制造产业集群占全市规模以上工业增加值的 20.6%，冶金产业集群占 20.2%。全年固定资产投资（不含农户）410.2 亿元，比上年下降 54.7%，其中，建设项目投资 314.6 亿元，房地产开发投资 95.6 亿元。在建设项目中，新建项目投资 295.2 亿元。全年建筑安装工程投资 287.0 亿元，设备工器具购置投资 83.0 亿元。全年基础设施投资 66.3 亿元，占固定资产投资的比重为 16.2%。国有及国有控股企业完成投资 70.3 亿元，占固定资产投资的 17.1%；民间投资 328.2 亿元，占 80.0%。全年施工项目（不含房地产）416 个。其中，计划总投资超 10 亿元的 18 个，完成投资 88.0 亿元；计划总投资超亿元的 143 个，完成投资 233.9 亿元。全年新开工项目 284 个，完成投资 151.2 亿元。全年商品房销售面积 178.2 万平方米，其中，住宅销售面积 154.3 万平方米。商品房销售额 73.5 亿元，其中，住宅销售额 61.3 亿元。商品房待售面积 321.2 万平方米。

财政收入方面，2016 年营口市一般公共预算收入 105.2 亿元，比上年增长 1.1%。其中，税收收入 82.7 亿元，下降 1.1%。一般公共预算支出 196.4 亿元，增长 14.2%。

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。

根据《大石桥市统计月报》数据显示，2016 年，大石桥市全年 G D P 完成 262. 1 亿元，完成年计划的 63.9%，同比下降 9.7%。其中，第一产业预计完成 40. 1 亿元，同比增长 0.8%，第二产业预计完成 124 亿元，同比下降 20. 3%，第三产业完成 9 8 亿元，同比增长 4.8% 。三次产业结构比为：15.3:47.3:37.4，经济结构调整逐步推进。

全市规模工业总产值实现 200.6 亿元，同比下降 59.9%。规模工业增加值实现 47.7 亿元，同比下降 39.5%。全市固定资产投资完成 56.8 亿元，完成年计划的 38.5%，同比下降 59.4%，其中建设项目完成 37.6 亿元，同比下降 67%，房地产投资完成 19. 3 亿元，同比下降 26%。全社会商品零售额实现 135.3 亿元，完成年计划的 97. 5 %，同比增长 6.3%。

政府财力及债务方面，2016 年大石桥市全口径一般预算收入 20.67 亿元，较上年下降 11.44%，其中税收收入为 17.82 亿元，占比为 86.21%；政府基金收入 2.99 亿元，同比上升 19.60%；转移支付和税收返还收入 23.06 亿元，同比上升 23.45%，其中返还性收入 14.24 亿元，占比 61.75%；预算外财政专户收入 0.12

亿元；债务转贷收入 31.20 亿元，同比增长 33.62%。2016 年大石桥市地方可控财力 78.04 亿元，同比增长 14.98%，转移支付及债务转贷收入对可控财力影响大。

表1　2014~2016年大石桥市全口径财政情况（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
地方可控财力	80.21	67.87	78.04
一般预算收入	39.50	23.34	20.67
税收收入	30.89	17.61	17.82
非税收入	8.61	5.72	2.85
政府性基金收入	18.34	2.50	2.99
转移支付和税收返还收入	22.09	18.68	23.06
返还性收入	2.02	1.98	14.24
一般性转移支付	13.92	10.49	6.91
专项转移支付	6.15	6.21	1.91
预算外财政专户收入	0.28	0.00	0.12
债务转贷收入	0.00	23.35	31.20

资料来源：大石桥市财政局提供

表 2　大石桥市债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	602473.25	（一）地方一般预算收入	206713.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	178165.00
2、国际金融组织贷款	8973.13	2、非税收入	28548.00
3、国债转贷资金	455.91	（二）转移支付和税收返还收入	230575.00
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	142416.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	69056.00
6、国内金融机构借款	24700.00	3、税收返还收入	19103.00
7、债券融资	532000.00	（三）政府性基金收入	29871.00
（1）中央代发地方政府债券	312000.00	1、国有土地使用权出让收入	18854.00
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	220000.00	2、城市公用事业附加收入	7000.00
8、粮食企业亏损挂账		3、城市基础设施配套收入	3169.00
9、向单位、个人借款	216.60	4、其他政府性基金收入	848.00
10、拖欠工资和工程款	19905.82	（四）预算外财政专户收入	1239.00
11、其他	16221.79	（五）债务转贷收入	312000.00
（二）担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	602473.25	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**780398.00**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**77.20%**	

资料来源：大石桥市财政局提供

2016 年，大石桥市政府债务余额 60.25 亿元，全部为直接债务，其中债券融资 53.20 亿元（中央代发地方政府债券 31.20 亿元，由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资 22.00 亿元），占比 88.30%。2016 年大石桥市政府债务率为 77.20%，政府债务负担较重。

总体来看，跟踪期内，受经济形势影响，地区生产总值下滑，一般预算收入略有下降，对公司业务的持续发展带来一定的压力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册资金为 3.00 亿元，大石桥国资局持有公司 100%的股权，为公司的最终实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是大石桥市国资局的国有独资企业，是大石桥市最早成立、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，主要负责大石桥市城市基础设施建设、土地开发整理以及保障房建设业务等，先后承建了教育城项目、“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、胜利河整治等多项城市基础设施工程以及多个保障房建设项目，业务开展得到了大石桥市政府的大力支持，具有一定垄断性。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高级管理团队未发生变更。截至 2016 年底，公司董事会 5 人，其中董事长 1 人；监事会 5 人，其中监事会主席 1 人；高级管理人员 4 人，其中总经理 1 人，副总经理 2 人，财务负责人 1 人。公司高级管理人员全部为本科学历，且均有大石桥市财政局任职经历。

胡耀锐先生，48 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。

截至 2016 年底，公司拥有在职员工 10 人，全部为本科及以上学历，年龄均集中于 30 至 50 岁。

综合看，公司高级管理人员管理经验丰富；公司员工素质能够满足公司经营需求.

4. 政府支持

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。

财政补贴

2016年，根据大石桥市财政局大财发【2017】14号，公司共收到财政补贴资金0.51亿元，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。

税收优惠

2016年，根据大石桥市人民政府大政【2016】361号、362号文件，大石桥市人民政府同意公司按小规模纳税人计缴增值税，对公司取得的城市基础设施建设项目回购收入以及土地整理业务收入，同意公司按照建筑业税目，以取得的全部价款和价外费用扣除支付的分包款、土地价款及拆迁补偿等费用后的余额为销售额，计缴增值税。

2016年，根据大石桥市人民政府大政【2016】363号、364号文件，大石桥市人民政府同意公司子公司大石桥市正通置业有限公司取得的城市基础设施建设项目回购收入以及土地整理业务收入按照建筑业税目，以取得的全部价款和价外费用扣除支付的分包款、土地价款及拆迁补偿等费用后的余额为销售额，计缴增值税。

资产减值补偿

2016年，根据大石桥市人民政府《关于大石桥市城市建设投资有限公司土地使用权等资产有关事宜的决定》（大政【2016】365号）文件，对于公司截至2016年底拥有的价值94.68亿元土地使用权以及价值43.42亿元的开发项目资产，在公司持有期间发生的任何形式的资产减值，减值部分由大石桥市政府承担并以资金或等额有效资产方式给予公司相应补偿。

债务偿还及置换

2016年，通过发行政府置换债券方式，辽宁省财政厅置换公司政府负有偿还责任的长期借款3.39亿元，债务偿付责任由公司转移至大石桥市财政局。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、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。

2016年，公司实现主营业务收入10.87亿元，同比增长30.96%，主要来自建设业务收入增加。其中建设业务收入8.32亿元，同比增长43.45%，在主营业务收入中的比重由69.88%升至 76.54%，主要系按照“13 大石桥债/PR 大城投”募投项目政府回购资金安排（见表8），2016 年公司开始确认“13 大石桥债/13 大城投”保障房募投项目中钢都 B 区、管理区项目的回购收入所致。2016 年，公司未开展土地业务，取得房地产业务收入 2.55 亿元，主要系子公司大石桥市正通置业有限公司将持有的账面价值为 2.47 亿元的土地使用权以 2.55 亿元的价格转让给大石桥基镁园建设投资有限公司（以下简称“基镁建设”）所致。

毛利率方面，2016年，公司建设业务毛利率分别为34.08%，同比下降3.60个百分点，主要系随着2016年公司确认建设业务收入增长，结转的业务成本增长，且增幅较大所致。房地产业务毛利率3.11%，同比下降5.95个百分点，业务成本主要为取得地块时的成本。公司主营业务毛利率由去年的29.06%降至26.81%，同比下降2.25个百分点。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设业务	5.80	69.88	37.68	8.32	76.54	34.08
房地产业务	2.50	30.12	9.06	2.55	23.46	3.11
合计	**8.30**	**100.00**	**29.06**	**10.87**	**100.00**	**26.81**

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为各类路网、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/PR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、设施竣工后结转收入。营口及大石桥市政府将根据财政收支情况向公司拨付工程款。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，合计计划总投资金额38.48亿元。截至2016年底，基础设施建设工程累计投资16.28亿元，反映在“存货—开发成本”科目。

2015 年 12 月，根据《关于大石桥市城市建设投资有限公司大石桥市大路网金牛山公路新建工程等项目有关事宜的决定》（大政【2015】410 号）文件，公司所承担的基础设施建设项目，在项目建成后，由大石桥市政府授权市财政局统一回购并拨付项目回购资金，由于目前公司所承担的基础设施项目尚未完全建成，故 2015 年、2016 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

公司基础设施建设项目还包括保障性住房工程建设。2016年，公司主要承担的在建保障性住房工程为钢都F区、B区和金桥管理区保障房等项目。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2016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19480套，计划总投资为54.03亿元，截至2016年底，已完成投资45.30亿元（见表4）。

其中，“13大石桥债/PR大城投”保障房募投项目（钢都F区、钢都B区、管理区项目）已于2012开工，截至2016年底，钢都F区、钢都B区、管理区完工比例分别为96.05%、98.07%、78.23%，合计已完成投资额24.55亿元，计入“存货—开发成本”科目。公司就上述安置工程建设项目已与营口市及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（包括工程概算造价及20%的毛利率加成），回购款项分5年支付，其中钢都F区由营口市政府回购，付款日期为2014年至2018年的每年12月31日，钢都B区和管理区由大石桥市政府回购，付款日期为2016年至2020年的每年12月31日。2016年钢都F区、钢都B区、管理区三个项目分别确认收入3.29亿元、1.59亿元、1.14亿元，金额大于协议安排金额（见表8），主要系包含营业税部分。

表4　截至2016年底公司在建保障房项目情况表（单位：万平方米、万元）

项目	建筑面积	建设内容	工程总造价	截至 2016 年底已投资	截至 2016 年底完工比例	预计完工时间
钢都 F 区保障房	41.60	4832 套安置房，740 套经济适用房	134470.00	158035.34	96.05%	2017.10
钢都 B 区保障房	22.17	2585 套安置房，425 套经济适用房	75426.00	54681.85	98.07%	2017.10
金桥管理区保障房	21.89	545 套安置房，2420 套经济适用房	57657.00	32798.37	78.23%	2018.10
大石桥市金桥政府北二期保障房	21.38	1850 套住房	55220.00	62191.96	93.10%	2018.06
大石桥市保障房钢都 M 区	22.20	1792 套住房	55135.00	38394.07	98.09%	2017.10
大石桥市迷镇山保障房	23.42	2280 套住房	56780.00	61231.62	98.12%	2017.10
大石桥市钢都保障房	13.84	1399 套住房	30562.00	22319.32	70.36%	2018.10
营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房	5.10	612 套住房	75000.00	23329.12	98.11%	2017.10
合计			**540250.00**	**452981.65**	--	--

资料来源：公司提供

注：受实际施工情况影响，公司部分在建保障房项目截至2016年底累计投资金额已超出工程造价概算，对超出概算部分，需报市政府确定是否按实际投资额进行回购。

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16.18亿元，计入“存货—开发成本”科目。其中迷山镇项目已完工98.12%，金桥镇政府北已完工93.10%，钢都M区已完工98.09%。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%的毛利率加成）。根据回购协议，上述项目回购款将自2015年至2020年分期支付，2016年上述三个项目分

别确认收入7942.55万元、7785.10万元、7264.53万元，金额大于协议安排金额（见表5），主要系包含营业税部分。

表5 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

大石桥市钢都保障房和营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房项目，总投资规模合计为10.56亿元，截至2016年底已合计投资4.56亿元，完工程度分别为70.36%、98.11%。该两项目公司并未与政府签署回购协议，目前政府也并未做出相关回购安排，未来公司拟通过争取政府回购或者自营方式实现项目收入，但尚未做出具体计划，项目后续资金平衡方式存在一定不确定性。

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2016年底，公司并未收到相关成本返还及管理服务费。

截至2016年底，公司保障房项目陆续进入回购期，2016年相应确认收入8.32亿元，实际到账金额6.15亿元，计入“营业收入”科目，并同时反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，欠付部分（2.17亿元）直接抵偿2016年大石桥市财政局代公司偿付的部分长期借款本息，并未计入“应收账款”科目，故2016年公司“应收账款”科目无余额。

2016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接近完工，2016 年无新承接的保障性住房项目，基础设施建设项目未来投资额仍较大，随着公司各项 BT 项目建成，公司收入规模将有望持续增长。但大石桥市钢都保障房和营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房项目未与政府签署回购协议，联合资信将对此持续关注。

（3）土地开发整理

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。

近年来，受宏观经济下行、房地产市场去库存以及大石桥市政府土地出让规划等因素影响，公司暂未开展土地开发业务， 2015 年、2016 年公司分别取得房地产业务收入 2.50 亿元、2.55 亿元，当年到账（计入“销

售商品、提供劳务收到的现金”），为公司子公司大石桥市正通置业有限公司按照大石桥市政府要求向基镁建设转让所拥有部分土地取得土地转让收入。基镁建设为大石桥基础镁质材料产业园区（以下简称“基镁产业园”）开发主体，控股股东为大石桥基础镁质材料产业园开发办公室，2015 年、2016 年，为满足基础镁质材料产业园区开发的土地需求，公司应大石桥市政府要求，向基镁建设以较低价格转让了所拥有的部分地块，随着基镁产业园的开发完成，该业务不具有可持续性。

截至 2016 年底，公司总计拥有 108 宗，合计 13705.37 亩出让土地（其中 1 宗面积 88.45 亩，账面价值 986.54 万元的土地权证尚未办理完毕），账面价值总计约 94.69 亿元（其中 19.98 亿元计入存货—开发成本，74.71 亿元计入无形资产），其中，抵押土地账面价值约为 7.06 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，受经济形势、政府规划及公司经营结构调整的影响，近年来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）、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）、大石桥市危旧房改造工程（总投资11亿元）。目前，公司就所拟建工程尚未与大石桥市政府签署相关业务协议，未来建设模式以及资金平衡方式尚未完全确定。

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，公司重点发展城市道路、绿化以及污水垃圾处理等基础设施建设。城市道路重点实施完成双青线、金牛山路等建设和改造。城市绿化重点实施主街主路行道树栽植及蟠龙山、迷镇山和金牛山路、青龙山大街、三山路、双青线道路绿化工作。完善污水收集、处理、利用系统建设，完成永安污水处理厂和南楼污水处理厂的建设。通过垃圾焚烧发电项目的建设，加速垃圾无害化处理。

在水利建设方面，公司将继续完成淤泥河改造、大旱河污染整治、胜利河整治工程、东大清河治理等水利建设项目。在棚户区改造方面，建设大石桥市危旧房改造工程项目。

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，近年来公司未开展土地整理业务，土地转让收入不具有可持续性，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。公司保障房项目大部分已接近完工，2016年无新增保障房项目，基础设施建设项目多采用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。

九、财务分析

公司提供了 2014 年、2015 年、2016 年度审计报告，报告均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2016年底，公司合并资产总额152.36亿元，所有者权益合计99.28亿元。2016年公司实现营业收入10.91亿元，利润总额1.29亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 152.36 亿元，同比变动不大。构成上，流动资产占比 45.94%，非流动资产占比 54.06%，流动资产比重同比有所上升，公司资产仍以非流动

资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产为 69.99 亿元，同比增长 6.34%，主要为存货及货币资金的增长所致。构成上，货币资金占比 4.17%，其他应收款占比 4.87%，存货占比 90.58%，其余为其他非流动资产。

截至 2016 年底，公司货币资金 2.92 亿元，同比增长 420.30%，主要系收到的往来款增加以及财政拨款所致，货币资金中无受限资金。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 3.41 亿元，同比下降 3.40%，主要为往来款。集中度方面，其他应收款前 5 名合计金额 3.32 亿元，合计占比 95.46%，账龄多在两年及以上，整体账龄偏长。

表 6　截至 2016 年底其他应收款前 5 名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	账龄	性质
大石桥市城市发展投资有限公司	1.17	33.65	一年以内	往来款
大大石桥市经济开发区有色金属(化工)园管理委员会	0.89	25.72	三年以上	往来款
营口大石桥经济开发区管理委员会	0.75	21.46	三年以上	往来款
大石桥市人民政府房屋征收办公室	0.37	10.56	二至三年	往来款
营口市土地储备交易中心	0.14	8.37	二至三年	往来款
合计	**3.32**	**95.46**	--	**往来款**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货净额 63.40 亿元，同比增长 3.76%，全部为开发成本，其中土地使用权 19.98 亿元，均为出让用地，占比 31.51%，其余为工程项目 43.42 亿元，占比 68.49%。使用受限方面，公司土地使用权中，子公司正通公司所属账面价值 1.24 亿元的土地使用权用于其他公司银行贷款抵押担保，抵押比率为 6.21%。

截至2016年底，公司非流动资产合计82.37亿元，同比下降5.17%，主要系无形资产减少所致。构成方面，可供出售的金融资产占比0.06%，固定资产占比9.24%，无形资产占比90.70%。

截至2016年底，公司固定资产合计7.61亿元，同比增长22.15%，主要系公司镁合金产业园工程2016年完工转入所致。构成方面，城市基础设施占比74.51%，房屋建筑物占比25.36%，其余为运输工具及电子设备等。使用受限方面，公司子公司开发区投资公司所属账面价值1.50亿元的房屋建筑物用于其他公司银行贷款抵押担保，截至2016年底，处于使用受限状态。

截至2016年底，公司无形资产74.71亿元，为土地使用权，同比下降5.20%，主要为公司子公司证通公司将持有的账面价值为2.47亿元的土地使用权以2.55亿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所致，相应的收入计入公司“营业收入-房地产业务收入”科目。使用受限方面，公司子公司正通公司及开发区投资公司所属账面价值5.82亿元的土地使用权用于其他公司银行贷款抵押担保，抵押比率为7.79%。

截至2016年底，公司可供出售金融资产574.00万元，同比下降79.50%，全部为对营口股权（创业）投资引导基金管理有限公司的投资，2016年公司取得处置可供出售金融资产投资收益-0.63万元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持基本稳定，资产结构仍以非流动资产为主，存货和无形资产占总资产比重大，主要为土地使用权，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益99.28亿元，同比增长1.31%，主要来自未分配利润的增长。2016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3.02%、83.07%、1.51%和12.40%，除未分配利润有所增长外，其余科目均保持不变，

仍以资本公积为主，公司所有者权益稳定性好。

截至2016年底，公司负债总额同比下降2.49%，主要是系公司应付债券规模下降带动非流动负债规模减少所致。2016年底，公司负债总额53.08亿元，其中流动负债占比64.64%，非流动负债占比35.36%，公司负债结构以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债34.31亿元，同比增长31.76%，主要系一年内到期非流动负债及短期借款规模增长所致。构成方面，短期借款占比6.91%，应付账款占比6.88%，其他应付款占比67.53%，一年内到期非流动负债占比14.81%，应付利息占比3.12%，其余为应交税费和预收款项。2016年，公司新增短期借款2.37亿元，全部为保证借款。2016年底，公司应付账款为2.36亿元，同比增长78.79%，主要系应付建设工程款增加所致，账龄主要集中于1年以内（占比70.34%）。截至2016年底，公司其他应付款为23.17亿元，同比增长3.30%，主要为往来款（其中有息部分0.73亿元已调整至短期债务计算）。其中账龄1年以内占比58.01%，1至3年占比19.72%，3年以上占比22.27%，综合账龄偏短。截至2016年底，公司一年内到期非流动负债5.08亿元，同比增长510.89%，主要为一年内到期的应付债券5亿元，其中一年内到期的“13大石桥债”本金3亿元，“14大石桥债”本金2亿元。

截至2016年底，公司非流动负债18.77亿元，同比下降34.49%，主要系应付债券规模下降所致。构成方面，长期借款占比10.12%，应付债券占比89.88%。截至2016年底，公司应付债券16.87亿元，主要为“13大石桥债/13大城投”及“14大石桥债”债券余额，同比下降32.06%，主要系2016年2月公司偿还“13大石桥债/13大城投”本金3亿元，同时公司结转2017年应付的两期债券本金5亿元进入“一年内到期的非流动负债”科目所致。截至2016年底，公司长期借款1.90亿元，同比下降50.13%，主要为通过发行政府债券方式，辽宁省财政厅置换公司部分长期借款，债务偿还责任由公司转移至大石桥市财政局所致，长期借款余额均为抵押借款。

截至2016年底，公司调整后全部债务为26.94亿元，同比下降22.16%，主要系长期债务规模减少所致；其中，调整后短期债务8.17亿元，占比30.33%，同比增长37.08%，主要系新增短期借款以及应付债券结转至“一年内到期流动负债”所致。长期债务18.77亿元，占比69.67%，同比下降34.49%，主要系长期借款偿还、应付债券结转和偿还所致。公司短期债务占比有所提高，但债务构成仍以长期为主，债务结构相对合理。债务负担方面，受益于政府债务置换支持，公司2016年底公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年有所下降，分别为34.84%、21.34%和15.90%，公司整体债务负担较轻。

2. 盈利能力

2016年，受建设业务收入增长影响，公司营业收入同比增长31.45%至10.91亿元。同期，随着营业收入增长，公司营业成本相应增长，2016年公司营业成本7.99亿元，同比增长35.65%，大于营业收入增幅。受此影响，2016年公司营业利润率下降1.81个百分点至25.54%。

2016年，公司期间费用有所增长，其中管理费用1.85亿元，同比增长6.32%，变动不大；财务费用0.15亿元，同比增长103.94%，主要系公司向世界银行贷款本金产生的汇兑损失增加所致。2016年公司期间费用率由上年的21.86%下降至18.29%，仍对公司利润有所侵蚀。

非经营性损益方面，2016年公司营业外收入0.51亿元，同比减少68.71%，主要系公司收到的财政部门拨付的补贴资金减少所致。

受此影响，2016年公司实现利润总额1.29亿元，同比下降36.45%。

从盈利指标来看，公司2016年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为25.54%、1.10%和1.30%，分别较上年下降1.81、0.49、0.78个百分点，公司盈利能力有所下降。

整体看，跟踪期内，受建设业务收入增长影响，公司整体收入规模有所增长；但受财政补贴减少影响，利润总额减少，公司整体盈利能力偏弱。

3. 现金流及保障

2016年，公司经营活动现金流入同比增长8.79%至15.59亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.70亿元，同比上升4.70%，主要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6.89亿元，同比增长14.26%，主要为往来款、政府补贴和利息收入。同期，公司经营活动现金流出为12.49亿元，同比增长3.39%，其中主要为支付其他与经营活动有关的现金7.87亿元，同比下降6.09%，主要为支付的往来款项；购买商品、接受劳务支付的现金4.60亿元，同比增长53.85%，主要为支付的项目工程款。受上述因素综合影响，2016年，公司经营活动现金流量净额为3.10亿元，同比增长37.78%。公司现金收入比同比下降20.33个百分点至79.67%[2]，公司收入实现质量较去年有所下降。

2016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0.04亿元。

2016年，公司筹资活动现金流入量为7.37亿元，较去年增加6.39亿元，全部为借款所收到的现金。筹资活动现金流出8.07亿元，同比增长155.38%。其中偿还债务支付的现金6.03亿元，较上年增加5.37亿元，主要为偿还银行借款；分配股利、利润或偿付利息支付的现金2.05亿元，同比下降18.00%。受上述因素综合影响，2016年公司筹资活动现金流量净额为-0.70亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流呈净流入状态，净额规模有所增加；投资性现金流出规模较小，筹资性现金流出规模增幅较大。公司础设施建设项目建设周期长，基础设施建设在建及拟建项目未来投资规模仍较大，未来公司仍将面临一定对外筹资压力。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016年底，公司流动比率较上年有所下降，速动比率微幅上升，分别为204.01%和19.20%；同期，公司经营现金流动负债比为9.03%，同比上升0.39个百分点；2015~2016年底，公司现金类资产分别为0.56亿元和2.92亿元，对当期短期债务的覆盖倍数分别为0.67倍和0.39倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所下降，覆盖程度较低。总体看，跟踪期内，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA为3.18亿元，同比下降16.54%，调整后全部债务/EBITDA指标由上年的9.08倍下降至8.47倍，受资本化利息支出规模减少影响，EBITDA利息倍数由去年的1.52倍上升至1.55倍。EBITDA对公司全部债务的保障能力较弱，对利息支出的保障能力一般，但考虑到公司整体债务负担较轻，政府支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年底，公司获得银行授信额度22.41亿元，已使用额度12.17亿元，尚未使用的额度为10.24亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年底，公司对外担保余额为7.34亿元，担保比率7.39%，被担保企业经营

[2] 公司现金收入比较低，但应收账款科目无余额，主要系公司2016年营业收入中未到账部分（2.17亿元）直接抵偿2016年大石桥市财政局代公司偿付的部分长期借款本息，并未计入“应收账款”和“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，故2016年公司“应收账款”科目无余额。

情况正常，公司或有负债风险较低。

表 7　截至 2016 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保企业	金额	企业性质	担保形式
大石桥市卫生局	10000.00	事业单位	土地抵押
辽宁红伟建筑工程有限公司	5000.00	企业	土地抵押
大石桥陆合医院	14400.00	事业单位	土地抵押
大石桥市大辽河商贸有限公司	2000.00	企业	土地抵押
大石桥市惠桥实业有限公司	18000.00	企业	土地抵押
大石桥市兴民实业有限公司	24000.00	企业	保证担保
合计	**73400.00**	--	--

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 2017 年 4 月 28 日，公司不存在未结清不良信贷信息，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、1 笔可疑贷款及 2 笔欠息记录， 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；2 笔欠息记录中，1 笔（240.01 万元）发生于 2005 年 10 月 31 日，已于 2009 年 5 月 6 日结清，1 笔（0.10 元）发生于 2010 年 7 月 22 日，已于 2010 年 8 月 23 日结清。

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税收优惠、资产补偿、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/PR 大城投”偿债能力分析

“13 大石桥债/PR 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/PR 大城投”发行总额的 20%（3 亿元）。2016 年 2 月 21 日和 2017 年 2 月 21 日，公司分别兑付本金 3 亿元，债券剩余需偿付本金 9 亿元。

2016 年，公司 EBITDA、经营活动的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为 3.18 亿元、15.59 亿元和 3.10 亿元，分别为“13 大石桥债/PR 大城投”分期偿付额度的 1.06 倍、5.20 倍和 1.03 倍，为“13 大石桥债/PR 大城投”待偿付本金（9 亿元）的 0.35 倍、1.73 倍和 0.34 倍。总体看，公司经营活动的现金流入量对分期偿付额度及待偿付本金的覆盖程度较好，EBITDA 及经营活动现金流量净额对分期偿付额度的保障能力尚可。“13 大石桥债/PR 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/PR大城投”保障措施

“13大石桥债/PR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/PR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（每年回购金额如表8），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；2014~2016年营口市及大石桥市政府回购款已分别于跟踪期内到位。

从“13大石桥债/PR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/PR大城投”的偿付提供了资金来源及保障。

表 8 “13 大石桥债/PR 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。

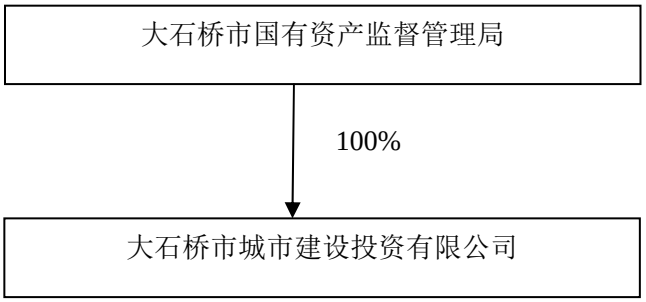
注：债务还款本息金额以6.58%的票面利率进行计算。

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/PR 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/PR 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/PR 大城投”到期不能偿还的风险低。

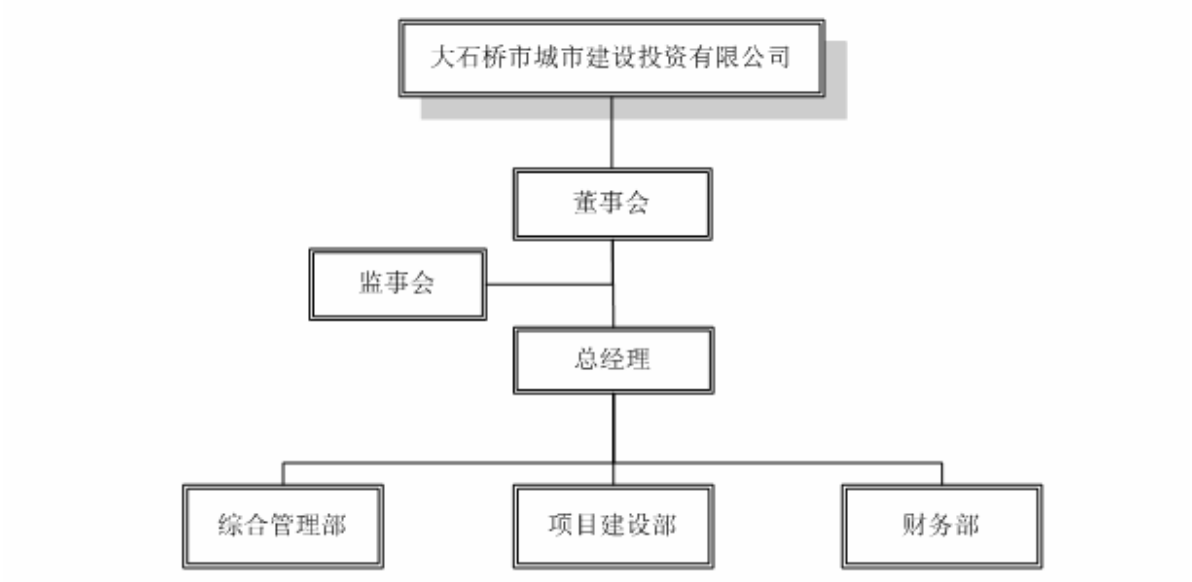
十一、结论

综合评估，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/PR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	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	0.58	0.56	2.92
资产总额(亿元)	151.63	152.69	152.36
所有者权益(亿元)	95.96	98.00	99.28
短期债务(亿元)	2.35	0.83	7.45
调整后短期债务(亿元)	7.64	5.96	8.17
长期债务(亿元)	29.79	28.65	18.77
全部债务(亿元)	32.14	29.48	26.22
调整后全部债务(亿元)	37.43	34.61	26.94
营业收入(亿元)	6.21	8.30	10.91
利润总额(亿元)	1.48	2.03	1.29
EBITDA(亿元)	3.21	3.81	3.18
经营性净现金流(亿元)	-12.22	2.25	3.10
存货周转次数(次)	0.10	0.10	0.13
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.07
现金收入比(%)	51.41	100.00	79.67
营业利润率(%)	20.75	27.35	25.54
总资本收益率(%)	1.24	1.66	1.10
净资产收益率(%)	1.54	2.08	1.30
长期债务资本化比率(%)	23.69	22.62	15.90
全部债务资本化比率(%)	25.09	23.13	20.89
调整后全部债务资本化比率(%)	28.06	26.10	21.34
资产负债率(%)	36.71	35.82	34.84
流动比率(%)	220.25	252.75	204.01
速动比率(%)	12.45	18.12	19.20
经营现金流动负债比(%)	-47.23	8.64	9.03
全部债务/EBITDA(倍)	10.02	7.73	8.24
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.67	9.08	8.47
EBITDA 利息倍数(亿元)	1.84	1.52	1.55

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分

附件 3　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%
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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。