信用等级公告

联合[2018] 1124 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“13 大石桥债/PR 大城投”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十一日

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

大石桥市城市建设投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 大石桥债/PR 大城投	6 亿元	2020/2/21	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	0.56	2.92	4.14
资产总额(亿元)	152.69	152.36	150.67
所有者权益(亿元)	98.00	99.28	100.60
短期债务（亿元）	5.96	8.17	10.47
长期债务(亿元)	28.65	18.77	24.43
全部债务(亿元)	34.61	26.94	34.90
营业收入(亿元)	8.30	10.91	10.21
利润总额(亿元)	2.03	1.29	1.31
EBITDA(亿元)	3.81	3.18	3.21
经营性净现金流(亿元)	2.25	3.10	-4.82
营业利润率(%)	27.35	25.54	22.71
净资产收益率(%)	2.08	1.30	1.31
资产负债率(%)	35.82	34.84	33.23
全部债务资本化比率(%)	26.10	21.34	25.76
流动比率(%)	252.75	204.01	286.34
经营现金流动负债比(%)	8.64	9.03	-18.80
全部债务/EBITDA(倍)	9.08	8.47	10.88
EBITDA 利息倍数(亿元)	1.52	1.55	1.78

注：其他应付款中有息部分计入全部债务

分析师

张建飞　许狄龙

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

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，业务垄断优势较强。跟踪期内，营口市和大石桥市经济保持增长，公司在财政补贴、税收优惠、资产减值补偿及债务偿还等方面获得大石桥市政府持续支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来项目投资规模大、资产流动性弱以及利润对政府补助依赖大等因素对公司未来发展及信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，大石桥市经济保持增长；随着保障性住房项目回购资金的陆续到位以及基础设施建设项目持续推进，公司未来收入规模有望持续。政府对公司的支持也有助于其偿债能力的增强，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，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。

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

优势

1. 跟踪期内，营口市及大石桥市经济保持增长；政府在财政补贴、税收优惠、资产减值补偿及债务偿还等方面给予公司持续支持。
2. 公司承接的基础设施建设及安置工程项目较多，随着项目持续推进以及回购资金的陆续到位，公司未来收入规模将有望持续。
3. 2017 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. 跟踪期内公司未开展土地整理业务，土地转让及存量土地用途受政府规划影响大。
2. 跟踪期内，公司资产主要由土地资产及在建项目构成，流动性较弱。
3. 公司基础设施建设项目建设周期长，在建及拟建项目未来投资规模仍较大，公司将面临一定资本支出压力；且部分项目资金平衡方式不确定。
4. 公司以准公益性项目投资为主，盈利能力偏弱，利润总额对政府补助依赖大。
5. 公司银行授信尚未使用额度小，间接融资渠道亟待拓宽。

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债“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

跟踪期内，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”）股东及实际控制人未发生变更，仍为大石桥国资局。截至2017年底，公司注册及实收资本均为3.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位及经营范围未发生变动。截至2017年底，公司本部内设综合管理部、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2017年底，公司合并资产总额150.67亿元，所有者权益合计100.60亿元。2017年公司实现营业收入10.21亿元，利润总额1.31亿元。

公司注册地址：大石桥市石桥管理区二高街二号（财政局）；法定代表人：胡耀锐。

三、存续债券概况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，期限7年，按年付息，分期还本；在存续期内后五年每年分别偿还本金的20%。跟踪期内，公司按时偿还本金和利息；截至目前，“13大石桥债/PR大城投”本债券余额6亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券名称	债券余额	到期兑付日	票面利率
13 大石桥债/PR 大城投	6.00	2020/2/21	6.58

资料来源：WIND 资讯

“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。三个募投项目计划总投资26.76亿元，截至2017年底，已完成投资25.24亿元，募集资金已全部使用完毕。项目工程进度方面，上述募投项目2017年底完工比例分别为96.28%、99.01%、78.67%。

根据公司就上述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。2017年钢都F区、钢都B区、金桥管理区三个项目分别确认收入3.12亿元、1.46亿元、1.19亿元，金额略小于协议安排金额，但足以覆盖当年还本付息支出。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采

购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅

提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加

强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业展望

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司是大石桥市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；公司项目主要与大石桥市签署回购协议，部分项目与营口市签署回购协议，未来收入及回款受营口市及大石桥市区域经济发展情况影响较大。

营口市

根据《2017 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，2017 年营口市地区生产总值 1288.3 亿元，比上年增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值 113.2 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 556.6 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 618.5 亿元，增长 5.9%。人均地区生产总值 52821 元，比上年增长 5.1%。

全年规模以上工业增加值比上年增长 6.6%。分产业看，全年规模以上冶金产业增加值比上年增长 29.7%，占规模以上工业增加值的比重为 37.4%；石化产业增加值增长 20.8%，占 13.9%；装备制造业增加值下降 13.1%，占 10.1%；镁质材料产业增加值增长 1.2%，占 10.9%；纺织服装产业增加值下降 14.3%，占 1.5%；新型建材产业增加值增长 12.5%，占 3.6%。规模以上六大高耗能行业增加值比上年增长 19.5%，占规模以上工业增加值的比重为 64.7%。全年规模以上工业企业实现主营业务收入 1587.7 亿元，比上年增长 35.6%。实现利税 121.1 亿元，增长 109.1%，其中实现利润 55.6 亿元，增长 442.5%。

全年固定资产投资（不含农户）459.9 亿元，比上年增长 12.1%。分投资渠道看，建设项目投资 335.7 亿元，增长 6.7%，房地产开发投资 124.3 亿元，增长 30.0%。全年基础设施投资 55.0 亿元，比上年下降 17.0%，占固定资产投资的比重为 12.0%。全年施工项目（不含房地产）460 个。其中，计划总投资超 10 亿元的 22 个，完成投资 100.2 亿元；计划总投资超亿元的 138 个，完成投资 270.0 亿元。全年新开工项目 285 个，完成投资 160.9 亿元。

财政收支方面，2017 年营口市一般公共预算收入 113.7 亿元，比上年增长 8.1%。其中，税收收入 92.4 亿元，增长 11.8%。全年一般公共预算支出 207.8 亿元，比上年增长 5.0%。

大石桥市

根据《二〇一七年大石桥市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017 年，大石桥市全年 GDP 完成 292.5 亿元，按可比价计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值完成 45.3 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值完成 146.2 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值完成 101 亿元，增长 3.4%。

规模工业总产值实现 266.6 亿元，同比增长 37.8%。规模工业增加值实现 58.4 亿元，同比增长 16%。全市固定资产投资完成 56.2 亿元，比上年下降 1.1%，其中，建设项目投资 28.8 亿元，房地产开发投资 27.4 亿元。全年基础设施投资 9.1 亿元，占固定资产投资的比重为 16.2%。全年施工项目（不含房地产）109 个。其中，计划总投资超亿元的 9 个，完成投资 13.5 亿元。全年新开工项目 101 个，完成投资 24 亿元。全年商品房销售面积 30.9 万平方米，其中，住宅销售面积 29.8 万平方米。商品房销售额 11.3 亿元，其中，住宅销售额 10.6 亿元。

政府财力及债务方面，根据公司所提供的数据，2017 年大石桥市全口径一般预算收入 23.21 亿元，较上年上升 12.29%，其中税收收入为 20.13 亿元，同比增长 12.6%，在一般预算收入中占比为 86.73%；政府基金收入 3.97 亿元，同比增长 32.78%；转移支付和税收返还收入 27.29 亿元，同比增长 18.34%；债务转贷收入 9.84 亿元，较 2016 年减少 21.36 亿元。以上述数据计算，2017 年大石桥市地方可控财力 64.31 亿元，同比下降 17.59%，转移支付及债务转贷收入对可控财力影响大。

表3　2016~2017年大石桥市全口径财政情况

（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
地方可控财力	78.04	64.31
一般预算收入	20.67	23.21
税收收入	17.82	20.13
非税收入	2.85	3.08
政府性基金收入	2.99	3.97
转移支付和税收返还收入	23.06	27.29
返还性收入	14.24	2.05
一般性转移支付	6.91	17.91
专项转移支付	1.91	7.33
预算外财政专户收入	0.12	--
债务转贷收入	31.20	9.84

资料来源：大石桥市财政局及公司提供，联合资信整理

根据公司所提供数据，2017 年大石桥市政府债务余额 60.21 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 88.36%。2017 年大石桥市政府债务率为 93.62%，政府债务负担较重。

总体来看，跟踪期内，营口市及大石桥市经济稳步发展；一般预算收入保持增长，但大石桥市政府债务负担较重。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变动，仍为大石桥市国资局。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司作为大石桥市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的平台地位未发生变动，仍然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，业务垄断优势较强，业务开展得到了大石桥市政府的持续支持。

3. 外部支持

跟踪期内，公司作为大石桥市最主要的投资建设主体，获得大石桥市政府在财政补贴、税收优惠以及资产减值补偿等方面的持续支持。

财政补贴

2017年，根据《关于拨付大石桥市城市建设投资有限公司专项用途财政性资金的函》（大财发【2018】13号），公司收到财政补贴资金0.94亿元，计入“其他收益”科目，并相应在“收到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~364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，并对公司及子公司正通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。

跟踪期内，上述税收优惠文件依然有效。

资产减值补偿

2017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【2017】374号）文件，对于公司截至2017年底拥有的价值89.90亿元土地使用权以及价值44.80亿元的开发项目资产，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

2017年，大石桥市政府通过拨付资金的方式偿还公司政府负有偿还责任的债务5.00亿元；债务置换后抵偿政府应付给公司的部分工程回购收入。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G10210882000005900Z），截至2018年6月14日，公司不存在未结清不良信贷信息；已结清贷款中存在17笔关注类贷款、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。

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

2017年，公司实现主营业务收入10.21亿元，同比下降6.07%。其中建设业务收入受政府实际确认情况影响，同比下降2.52%；房地产业务收入为公司自有土地转让取得收入，同比下降17.65%，收入规模波动具有偶发性。毛利率方面，公司建设业务毛利率同比下降2.28个百分点；房地产业务毛利率取决于所转让地块的拿地成本及转让价格，不具可比性；2017公司主营业务毛利率同比下降3.05个百分点。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设业务	8.32	76.54	34.08	8.11	79.43	31.80
房地产业务	2.55	23.46	3.11	2.10	20.57	-7.30
合计	**10.87**	**100.00**	**26.81**	**10.21**	**100.00**	**23.76**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）基础设施及安置工程建设业务

公司基础设施及安置工程建设与政府签订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统一回购并拨付项目回购资金。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。

基础设施建设

截至2017年底，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2017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。其中三路一河、

教育城项目，公司与大石桥市政府签署了回购协议，其他项目未签署相关回购协议。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。

截至2017年底，三路一河和教育城项目已完工，其余项目尚未完全建成；跟踪期内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；根据公司与政府协商的意见，政府将在公司安置性工程回购完成后，对该部分工程投入进行回购；公司未来可能产生一定回购收入，但易受政府实际回购情况影响；在建基础设施项目多数已基本接近完工，但从2018~2019年投资安排来看，尚在施工项目推进进度较慢。

表 5　截至 2017 年底公司主要承建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	是否与政府签署协议	进度	概算总投资	截至 2017 年底已投资	未来投资计划	
					2018 年	2019 年
三路一河	是	已经完工	136238.00	90813.51	--	--
教育城项目	是	已经完工	24711.10	24711.10	--	--
金牛山公路新建工程	否	接近竣工	79559.00	13065.61	1000.00	500.00
大金线公路改造工程	否	接近竣工	25003.00	9567.87	--	
黑大线改扩建工程	否	接近竣工	31150.00	13471.51	--	--
蟠龙山市政工程	否	接近竣工	16000.00	11140.22	--	--
胜利河整治工程	否	正在建设	72106.96	31.50	2000.00	1500.00
合计	--	--	**384768.06**	**162801.32**	**3000.00**	**2000.00**

资料来源：公司提供

注：部分工程受实际建设影响，已投资额与概算投资额差别较大。

安置工程建设

2017年，公司主要在建的安置工程主要为钢都F区、B区和金桥管理区等保障房项目，仍由全资子公司大石桥市正通置业有限公司（以下简称“正通公司”）来承担。

2017年公司新增大石桥市危旧房改造项目；截至2017年底，公司在建的安置工程项目共有9个，计划总投资为65.03亿元，截至2017年底，已完成投资50.55亿元；从2017年新增投入以及工程进度看，工程推进速度较慢。（见表6）。

表6　截至2017年底公司在建保障房项目情况表（单位：万元）

项目	是否签署协议	工程总造价	截至 2016 年底已投资	2016 年底完工比例	2017 年底已投资	2017 年底完工比例	预计完工时间	2017 年确认收入	实际到账
钢都 F 区保障房	是	134470.00	158035.34	96.05%	159863.73	96.28%	2018.12	31230.00	31230.00
钢都 B 区保障房	是	75426.00	54681.85	98.07%	58204.82	99.01%	2018.10	14570.00	14570.00
金桥管理区保障房	是	57657.00	32798.37	78.23%	34257.50	78.67%	2018.12	11893.42	11893.42
大石桥市金桥政府北二期保障房	是	55220.00	62191.96	93.10%	69398.25	99.10%	2018.07	8000.52	8000.52
大石桥市保障房钢都 M 区	是	55135.00	38394.07	98.09%	44456.30	98.37%	2018.03	6823.10	6823.10

大石桥市迷镇山保障房	是	56780.00	61231.62	98.12%	62670.15	98.27%	2018.03	8625.64	8625.64
大石桥市钢都保障房	否	30562.00	22319.32	70.36%	23778.45	71.08%	2018.10	--	--
营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房	否	75000.00	23329.12	98.11%	23717.00	98.22%	2018.10	--	--
大石桥市危旧房改造项目	否	110067.13	--	--	29123.15	28.00%	2019.12	--	--
合计	**--**	**650317.13**	**452981.65**	**--**	**505469.35**	**--**	**--**	**81142.69**	**81142.69**

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。

对于“13大石桥债/PR大城投”保障房募投项目（钢都F区、钢都B区、金桥管理区项目），公司与营口市及大石桥市政府签订了回购协议，并作出了回购安排（见表13）；2017年钢都F区、钢都B区、金桥管理区三个项目分别确认收入3.12亿元、1.46亿元、1.19亿元，金额略小于协议安排金额。

对于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，公司与大石桥市政府分别签署了回购协议，并作出了回购安排（见表7）；2017年上述三个项目分别确认收入8000.52万元、6823.10万元、8625.64万元，合计金额略大于协议安排金额。

表7　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：公司提供

大石桥市钢都保障房、营口大石桥沿海新兴产业区虎庄保障房项目以及大石桥市危旧房改造项目，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。

截至2017年底，公司保障房项目陆续进入回购期，2017年相应确认收入8.11亿元，实际到账7.33亿元。

总体看，跟踪期内，公司基础设施及安置工程项目进度推进较慢，尚需投资额仍较大；安置工程项目已进入回购期，实际回款情况较好；随着未来BT项目进行回购，公司收入规模有望持续，但实际回购情况易受政府实际回购情况影响；此外，部分安置工程项目未与政府签署回购协议，未来收益取得存在较大不确定性。

（2）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；2017年公司取得房地产业务收入2.10亿元，为公司子公司正通公司应政府规划要求，将持有的账面价值为2.25亿元的土地使用权转让给大石桥市利民实业有限公司所取得；转让价格低于账面价值主要系地块性质变更所致，未来政府将以补贴的形式给予补偿。该业务是否持续取决于政府规划及要求，具有较大不确定性。

截至2017年底，公司总计拥有105宗，账面价值总计约89.90亿元的土地资产（计入存货—开发成本及无形资产）；其中，账面价值0.10亿元的土地使用权尚未取得权证，账面价值约为6.35亿元的土地使用权用于对外抵押；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。

总体看，受经济形势、政府规划的影响，跟踪期内公司未开展土地整理业务，未来该业务是否持续存在较大不确定性；公司存量土地未来的用途受政府规划影响大，存在一定不确定性。

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）。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有望持续。同时，联合资信关注到，近年来公司未开展土地整理业务，土地转让及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。公司基础设施及安置工程项目周期长，建设进度较慢，未来投资规模仍较大，公司将面临一定对外筹资压力；且部分基础设施及安置工程建设项目未签署相关协议，项目未来收益存在一定不确定性。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底公司合并范围子公司3家。跟踪期内，公司合并范围未发生变更，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额150.67亿元，所有者权益100.60亿元。2017年公司实现营业收入10.21亿元，利润总额1.31亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额150.67亿元，同比变动不大。流动资产占比略有提升，与非流动资产占比大致相当。

表 8　2016~2017 年底公司主要资产构成

（单位：亿元、%）

科目	2016 年底		2017 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**69.99**	**45.94**	**73.42**	**48.73**
存货	63.40	41.61	64.96	43.11
非流动资产	**82.37**	**54.06**	**77.25**	**51.27**
固定资产	7.61	4.99	7.45	4.94
无形资产	74.71	49.04	69.74	46.29
资产合计	**152.36**	**100.00**	**150.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理。

2017 年底，公司流动资产同比增长 4.90%。公司货币资金 4.14 亿元，同比增长 41.92%；主要为银行存款，无使用受限情况。2017 年公司新增应收账款 0.78 亿元，为应收大石桥市财政局工程回购款，账龄一年以内。公司其他应收款 3.36 亿元，同比下降 1.65%；仍主要为关联企业及政府机构往来款，其中其他应收款前 5 名合计金额合计占比 92.44%，账龄多在三年及以上，整体账龄偏长，形成一定资金占用。公司存货 64.96 亿元，同比增长 2.46%，全部为开发成本；其中土地使用权 20.16 亿元，均为出让用地，其余为保障性住房等工程建设成本；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 1.29 亿元的土地使用权用于其他公司银行贷款抵押担保。

2017年底，公司非流动资产同比下降6.22%。其中固定资产同比下降2.06%，余额主要为城市基础设施（占比74.63%）和房屋建筑物（占比25.23%）；使用受限方面，公司子公司开发区投资公司所属账面价值1.46亿元的房屋建筑物用于其他公司银行贷款抵押担保。公司无形资产全部为土地使用权，同比下降6.65%，主要系公司子公司正通公司将持有的账面价值为2.25亿元的土地使用权以2.10亿元的价格转让给大石桥市利民实业有限公司所致。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5.06亿元的土地使用权用于其他公司银行贷款抵押担保。

总体看，跟踪期内，公司资产规模及结构保持基本稳定；资产仍以存货和无形资产为主，流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2017年底，公司所有者权益100.60亿元，同比增长1.32%，主要来自未分配利润增长，实收资本及资本公积均保持稳定。

2017年底，公司负债总额50.07亿元，同比下降5.66%；其中流动负债占比下降13.42个百分点至51.21%，与非流动负债占比相当。

2017年底，公司流动负债25.64亿元，同比下降25.26%，主要系其他应付款减少所致。其中短期借款4.37亿元，同比增长84.39%，全部为保证借款。应付账款1.75亿元，同比下降25.78%，主要为应付保障性住房项目工程款。其他应付款12.13亿元，主要为与财政局等部门的往来款，同比下降47.63%；其中有息部分0.80亿元，计入全部债务核算。一年内到期非流动负债5.30亿元，同比增长4.43%，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/PR大城投”本金3亿元，“14大石桥债”本金2亿元。

2017年底，公司非流动负债24.43亿元，同比增长30.15%。其中长期借款1.60亿元，同比下降15.79%，余额全部为抵押借款。应付债券22.83亿元，同比增长35.32%，主要系新发“17大石桥债01”（5亿元）和“大石桥债02”（6亿元）所致。

表 9　2016~2017 年公司债务负担

（单位：亿元、%）

科目	2016 年底	2017 年底
短期债务	8.17	10.47
长期债务	18.77	24.43
全部债务	26.94	34.90
长期债务资本化比率	15.90	19.54
全部债务资本化比率	21.34	25.76
资产负债率	34.84	33.23

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2017年底，公司全部债务同比增长29.55%，受新发债券影响，公司债务规模有所上升。2017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33.23%、25.76%和19.54%，债务指标有所上升，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2017年，公司营业收入10.21亿元，同比下降6.42%。同期，公司营业成本7.79亿元，同比下降2.59%，降幅小于营业收入降幅。受此影响，2017年公司营业利润率下降2.83个百分点至22.71%。

2017年，公司期间费用1.95亿元，同比略有下降，仍以管理费用为主；2017年公司期间费用率受营业收入下降影响，同比上升0.79个百分点至19.08%。

非经营性损益方面，2017年公司获得政府补助0.94亿元，计入“其他收益”，同比增长84.31%。受此影响，2017年公司实现利润总额1.31亿元，同比增长2.10%，利润实现对政府补助依赖大。

从盈利指标来看，公司2017年总资本收益率和净资产收益率分别为1.08%和1.31%，同比变动不大。

表 10　2016~2017 年公司收入、盈利情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	10.91	10.21
其他收益	0.00	0.94
营业外收入	0.51	0.00
利润总额	1.29	1.31
营业利润率	25.54	22.71
总资本收益率	1.10	1.08
净资产收益率	1.30	1.31

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

整体看，跟踪期内，公司业务收入规模有所下降；受财政补助增加影响，利润总额有所上升；利润对政府补助依赖大，受项目的准公益性性质及业务模式影响，整体盈利能力偏弱。

5. 现金流分析

2017年，公司经营活动现金流入11.54亿元，同比下降25.98%；其中以业务收入回款为主的销售商品、提供劳务收到的现金9.99亿元，同比增长14.87%；以往来款及政府补助为主的收到其他与经营活动有关的现金1.55亿元，同比下降77.53%。同期，公司经营活动现金流出16.36亿元，同比增长30.97%；其中以工程项目支出为主的购买商品、接受劳务支付的现金4.60亿元，同比保持稳定；以往来款支出为主的支付其他与经营活动有关的现金11.70亿元，同比增长48.62%。受往来款流入减少、流出增加影响，2017年，公司经营活动现金流量净额为-4.82亿元。2017年公司现金收入比同比上升18.13个百分点至97.80%，公司收入实现质量一般。

2017年，公司投资活动现金流仅为取得投资收益收到的现金0.73万元。

2017年，公司筹资活动现金流入量18.72亿元，较去年增加11.35亿元，主要来自新发债券收到现金10.92亿元；此外，借款所收到的现金7.80亿元，同比增长5.83%。筹资活动现金流出12.67亿元，同比增长57.03%，主要为偿还债务支付的现金10.88亿元。2017年公司筹资活动现金流量净额为6.04亿元。

表 11　2016~2017 年公司现金流情况

（单位：万元、%）

科目	2016年	2017年
经营活动现金流入小计	155860.87	115374.97
经营活动现金流出小计	124896.76	163582.64
经营活动现金流量净额	30964.12	-48207.67
投资活动现金流量净额	-377.17	0.73
筹资活动现金流量净额	-7003.34	60444.61
现金收入比	79.67	97.80

资料来源：审计报告，联合资信整理。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金

流受往来款支出增加影响，呈净流出状态；投资性现金流出规模小；借款及发行债券等筹资性现金流入增加；公司基础设施项目建设周期长，投资规模仍较大，未来公司仍将面临一定对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017年底，公司流动比率、速动比率分别为286.34%和32.99%，同比均有所上升；同期，公司经营现金流动负债比为-18.80%；2016~2017年底，公司现金类资产分别为2.92亿元和4.14亿元，对当期短期债务的覆盖倍数分别为0.39倍和0.40倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所上升，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，2017年，公司EBITDA为3.21亿元，同比增长0.87%，全部债务/EBITDA指标由上年的8.47倍上升至10.88倍；受资本化利息支出规模减少影响，EBITDA利息倍数由去年的1.55倍上升至1.78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；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2017年底，公司获得银行授信额度8.37亿元，已使用额度7.87亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为13.54 亿元，担保比率 13.46%，被担保企业主要为国有企业以及事业单位等，担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 12　截至 2017 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保企业	余额	企业性质	担保形式
大石桥市卫生局	10000.00	事业单位	抵押
大石桥陆合医院	14400.00	非盈利单位	抵押
大石桥市大辽河商贸有限公司	2000.00	私营企业	抵押
辽宁丰华发展集团道桥道路有限公司	5000.00	私营企业	抵押
大石桥市惠桥实业有限公司	60000.00	国有企业	抵押
大石桥市兴民实业有限公司	24000.00	国有企业	保证
大石桥市富桥实业有限公司	20000.00	国有企业	保证
合计	**135400.00**	--	--

资料来源：公司审计报告

十、存续债券偿还能力

“13 大石桥债/PR 大城投”设置本金分期偿还条款，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偿还发行总额的 20%（3 亿元）。2016 年 2 月 21 日~2018 年 2 月 21 日，公司合计兑付本金 9 亿元；截至本报告出具日，债券剩余需偿付本金 6 亿元。

2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 3.21 亿元、11.54 亿元，分别为“13 大石桥债/PR 大城投”分期偿付金额的 1.07 倍、3.87 倍，为“13 大石桥债/PR 大城投”待偿付本金（6 亿元）的 0.54 倍、1.92 倍。总体看，公司经营活动的现金流入量对分期偿付金额及待偿付本金的覆盖程度较好。“13 大石桥债/PR 大城投”本金分期偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。

“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，其中对于钢都F区项目，营口市政府向公司支付回购款项总额16.14亿元；对于钢都B区项目和金桥管理区项目，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13），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；2017年营口市及大石桥市政府确认上述三项目回购收入合计5.78亿元（实际到账5.00亿元），虽未达到约定金额，但能够覆盖当年还本付息支出；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 13 “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	**150000.00**							
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**

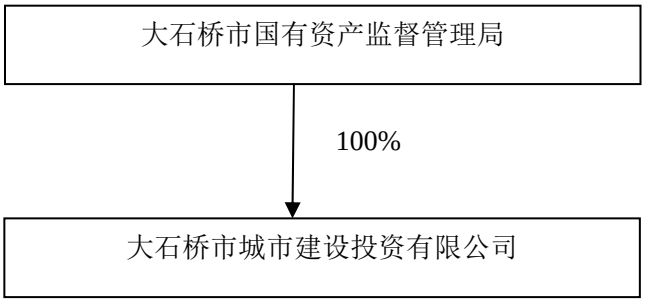
资料来源：公司提供，联合资信整理。

注：债务还款本息金额以6.58%的票面利率进行计算。

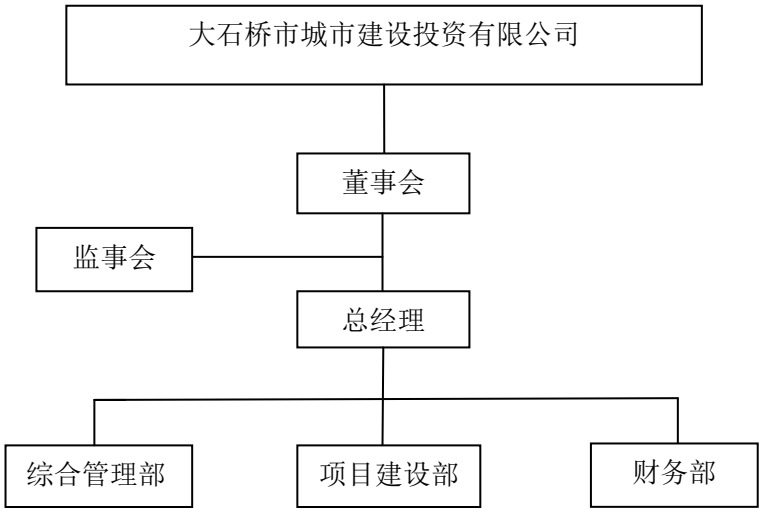
十一、结论

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的主体长期信用等级为AA，“13大石桥债/PR大城投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.56	2.92	4.14
资产总额(亿元)	152.69	152.36	150.67
所有者权益(亿元)	98.00	99.28	100.60
短期债务(亿元)	5.96	8.17	10.47
长期债务(亿元)	28.65	18.77	24.43
全部债务(亿元)	34.61	26.94	34.90
营业收入(亿元)	8.30	10.91	10.21
利润总额(亿元)	2.03	1.29	1.31
EBITDA(亿元)	3.81	3.18	3.21
经营性净现金流(亿元)	2.25	3.10	-4.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	26.19
存货周转次数(次)	0.10	0.13	0.12
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.07
现金收入比(%)	100.00	79.67	97.80
营业利润率(%)	27.35	25.54	22.71
总资本收益率(%)	1.66	1.10	1.08
净资产收益率(%)	2.08	1.30	1.31
长期债务资本化比率(%)	22.62	15.90	19.54
全部债务资本化比率(%)	26.10	21.34	25.76
资产负债率(%)	35.82	34.84	33.23
流动比率(%)	252.75	204.01	286.34
速动比率(%)	18.12	19.20	32.99
经营现金流动负债比(%)	8.64	9.03	-18.80
全部债务/EBITDA(倍)	9.08	8.47	10.88
EBITDA 利息倍数(亿元)	1.52	1.55	1.78

注：其他应付款中有息部分计入全部债务

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。