

信用等级通知书

信评委函字[2014] 0826 号

本溪市城市建设投资发展有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2015年本溪市城市建设投资发展有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年五月二十八日

2015 年本溪市城市建设投资发展有限公司公司债券信用评级报告

发行主体	本溪市城市建设投资发展有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
发行规模	9 亿元
债券期限	7 年
票面利率	固定利率
还本付息	本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年起，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金，到期利息随本金一起支付

概况数据

本溪城投	2011	2012	2013	2014.3
总资产（亿元）	271.44	279.78	281.72	282.19
所有者权益（亿元）	148.80	153.48	158.29	158.36
总负债（亿元）	122.63	126.30	123.43	123.83
总债务（亿元）	93.45	96.18	101.22	100.97
营业总收入（亿元）	18.46	17.63	20.41	4.53
EBIT（亿元）	3.38	4.23	4.61	--
EBITDA（亿元）	3.79	4.67	5.09	--
经营活动净现金流（亿元）	1.63	3.06	3.52	0.86
营业毛利率(%)	9.58	8.88	8.37	14.03
EBITDA/营业总收入(%)	20.50	26.50	24.93	--
总资产收益率(%)	1.39	1.53	1.64	--
资产负债率(%)	45.18	45.14	43.81	43.88
总资本化比率(%)	38.57	38.53	39.00	38.94
总债务/EBITDA(X)	24.69	20.58	19.89	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.85	0.92	0.76	--

注：1. 公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2014 年一季报未经审计；2. 为准确反映公司实际债务情况，将计入长期应付款的融资租赁款调入长期借款。

分析师

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：陈思宇 syichen@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 5 月 28 日

基本观点

中诚信国际评定本溪市城市建设投资发展有限公司（以下简称“本溪城投”、“公司”或“发行人”）的主体信用等级为 AA；评定“2015 年本溪市城市建设投资发展有限公司公司债券”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

中诚信国际认为公司所属地区经济发展稳定，地区财政实力较强，未来经济与城市建设发展潜力为公司发展创造了良好环境。公司的基础设施建设、供水、公交客运业务具有较强的区域垄断性，得到了地方政府的大力支持。公司成为业务板块多元化的大型企业集团，在本溪市的重要地位进一步强化。同时，中诚信国际也关注公司未来几年的资本支出较大、土地出让存在不确定性等对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **快速发展的区域经济。**近年来本溪市总体经济实力和财政实力不断增强。未来几年本溪市将进一步发挥东北重点工业城市的优势，同时，沈本一体化进程的加快为公司业务发展、效益提高创造了良好环境。
- **政府支持力度很大。**作为本溪市城市基础设施建设的经营主体，以及供水、公交客运等公用事业的经营主体，公司得到本溪市政府的大力支持，为公司未来主营业务持续稳步发展提供了有力保障。
- **公司成为业务板块多元化的大型企业集团，在本溪市的重要地位进一步强化。**2010 年本溪市政府向公司划拨了多家国有企业股权，经过 2011 年的整合，公司已初步形成涵盖自来水、公交、污水处理、燃气、金融以及旅游等业务板块在内的大型企业集团，未来公司将进一步提高核心竞争力，巩固在本溪市经济发展中的重要地位。

关注

- **公司盈利状况及项目正常运转将受本溪市土地出让形势的影响。**沈本一体化项目的投资由公司承担还本付息，债务将主要通过土地出让收益偿还，项目运转及盈利状况将依赖于土地市场以及本溪市政府土地出让收入返还进度，受相关政策的影响较大。
- **资本支出压力较大。**近几年本溪市城市建设步伐加快，加上拆迁安置成本上升较快以及本溪医药生物基地、钢铁深加工产业园建设等因素，公司投资增长较快，资产负债率有上升压力，未来资金需求较大。

概 况

发行主体概况

本溪市城市建设投资发展有限公司是根据本溪市政府本政【2003】54号文件批准于2003年7月26日成立，出资人为本溪市国资委，是具有独立法人资格的经济实体，为国有独资公司。

2010年末，按照国家规定和辽宁省政府要求，公司进行了资产清理和改造工作，剥离了部分资产并划入了国有企业股权。截至2014年3月末，公司注册资本金5.10亿元，拥有全资子公司12家，控股子公司1家。

公司主要职能包括受政府委托，从事国有资产的产权管理和国有资本运营，实施对外招商与融资，签订借贷、合资合作、参股经营和城市基础设施有偿使用合同等。同时，作为本溪市基础设施建设的经营主体和业务板块多元化的大型企业集团，公司以基础设施工程代建业务为主，同时涉及供水、公交运营、房地产等业务经营。

截至2013年12月末，公司资产总额281.72亿元，负债总额123.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）158.29亿元。2013年，公司实现营业总收入20.41亿元，净利润4.34亿元，经营活动净现金流3.52亿元。

截至2014年3月末，公司资产总额282.19亿元，负债总额123.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）158.36亿元。2014年1~3月，公司实现营业总收入4.53亿元，净利润0.32亿元，经营活动净现金流0.86亿元。

本期债券概况

本期债券为本溪市城市建设投资发展有限公司发行的公司债券，发行总额为9亿元人民币。本期债券为7年期，采用固定利率形式，在债券存续期内固定不变。

本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起

不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券募集资金9亿元，其中7亿元用于沈阳经济区本溪市歪头山新市镇改造项目，1亿元用于桓仁满族自治县廉租房工程，1亿元用于本溪满族自治县经济适用房工程，具体情况如下：

表 1：募集资金用途一览表（万元）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	拟使用募集资金占权益投资比例
沈阳经济区本溪市歪头山新市镇改造项目	350,000	70,000	20.00%
本溪满族自治县经济适用房工程	41,000	10,000	24.39%
桓仁满族自治县廉租房工程	45,254	10,000	22.10%
合计	436,254	90,000	20.63%

资料来源：公司提供

沈阳经济区本溪市歪头山新市镇改造项目建设地址位于本溪市歪头山镇地块，主要建设内容包括：保障性住房建设以及道路工程，给水、排水工程，供热工程等相关配套设施。该项目的规划设计为综合性的保障性住宅小区，规划面积为23.21公顷，总建筑面积69.01万平方米。该项目估算总投资为350,000万元。该项目建设工期为3年，目前已经进入施工阶段。

本溪满族自治县经济适用房工程建设地址位于本溪满族自治县小市镇镇南地块，主要建设内容为经济适用房。该项目规划面积为5.5公顷，总建筑面积136,000平方米。该项目建设工期为2年，目前已经进入施工阶段。

桓仁满族自治县廉租房工程建设地址位于桓仁满族自治县泡子沿街地块，主要建设内容为廉租房。该项目规划面积为17.21公顷，总建筑面积198,089平方米，建设套数为4,032套，单套面积49.13平方米。该项目建设工期为3年，目前已经进入施工阶段。

宏观经济和政策环境

2014年第一季度我国GDP为128,213亿元，同比增长7.4%，增速比上季度回落0.3个百分点，

环比增速为 1.4%。从生产法来看，GDP 同比增速回落主要源自于第二产业和第三产业增加值增速的回落，第一产业增加值增速较上个季度有所上升。据中诚信国际测算，2014 年第一季度 GDP 很有可能为环比低点，自第二季度起环比增速回升是大概率事件，但同比增速低点可能出现在第二季度。

从需求端来看，第一季度消费增速回升，而投资增速有所回落，出口数据表现较弱。消费对经济增长的贡献度与投资进一步拉近，由投资主导型经济转向消费主导型经济的转型势头保持良好。值得注意的是第一季度固定资产投资增速表现不佳，在去年同比已放缓的基数下继续回落，投资数据表现低迷主要受房地产投资明显回落 2.7 个百分点的拖累。出口数据表现较弱主要受到去年贸易基数较高的影响，预计这种影响会持续到今年下半年。从生产端来看，一季度工业增加值同比增长仅为 8.7%，创金融危机以来的新低，这也表明我国经济去产能去杠杆进入到关键阶段。

图 1：中国 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

货币信贷方面，3 月末广义货币(M2)余额为 116.07 万亿元，同比增长 12.1%，低于年初定下的 M2 增速目标。狭义货币(M1)余额为 32.77 万亿元，同比增长 5.4%，分别比上月末和去年末低 1.5 个和 3.9 个百分点，这印证了实体经济的低迷。第一季度社会融资规模为 5.6 万亿元，同比去年少 5612 亿元，其中人民币信贷、委托贷款融资增速明显加快，而信托贷款、债券净融资规模增速明显放缓。

虽然第一季度经济增长形势不容乐观，但大规

模的全局性的经济政策刺激没有必要，也没有操作的空间，而结构性的局部放松仍将继续。今年要在债务不发生系统性风险的前提下完成经济增长底线目标，仍需要大量融资配合。此外，新型城镇化和改革红利也为未来经济增长增添动力，预今年第二季度经济增速有望会扭转减速趋势，底部企稳。

新一届中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。根据经济运行状况，管理层或许会继续实施局部温和的财政刺激，保持中性货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，随着管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会降低，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。

区域经济

本溪市位于辽宁省东南部、辽东半岛腹地，全境总面积 8,411 平方公里，呈哑铃形分布，北距省会沈阳 60 公里、抚顺 79 公里，南距丹东 198 公里，西距辽阳 46 公里，东距通化 150 公里，是辽宁中部城市群的重要城市，是辽宁省第五大城市。沈丹、辽本、溪田三条铁路在本溪市区域内交汇，沈本、沈丹高速公路贯穿，沈本城际连接带的建设规划使本溪市逐步融入“沈阳一小时经济圈”，具有较强的区位优势。本溪市是国务院批准的具有地方立法权的较大市，下辖四区两县和一个国家级经济技术开发区。2013 年末，本溪市户籍人口为 152.31 万人。

本溪市自然资源储备丰富，已探知矿产资源达 100 多种，包括煤、铁、铜、铅、锌、石灰石、滑石、石膏、石墨等八大类 45 个品种，其中铁矿石和炼焦煤闻名全国，是全国重要的原材料工业基地，被称为“煤铁之城”。2009 年 6 月于本溪市桥头镇发现的大台沟铁矿已探明储量 30 亿吨，为亚洲目前最大的铁矿，远景储量超过 100 亿吨，位居世界首位，目前大台沟铁矿前期工作已全面启动。本溪市是国家著名的重工业基地和原材料加工基地，

现已形成钢铁、机械、化工、电子、纺织、轻工等门类齐全的工业互联体系，本溪市拥有本溪钢铁集团和北台钢铁集团等全国知名的冶金企业。2010 年上述两大钢铁集团联合重组成为新的本钢集团有限公司（以下简称“本钢集团”），目前其年销售收入超过 1,000 亿元，是具有国际影响力的特大型钢铁企业。

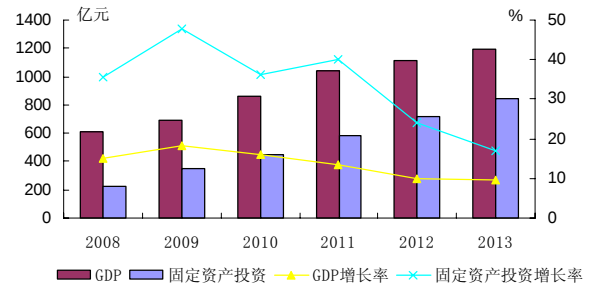
本溪市地处长白山脉，境内地表和地下水丰富，水资源年储量为 34.52 亿立方米，森林覆盖率达到 73.5%。2000 年本溪市被国家旅游局评为“中国优秀旅游城市”，现有旅游景点 208 处，国家、省级风景名胜区 26 处。其中，本溪水洞温泉旅游度假区获批建设“辽宁山水旅游休闲基地”，其下属 7 个功能区招商地块已全部签约。本溪市也是满族、朝鲜族集聚区，为旅游产业发展提供了优越条件。同时，独特的自然环境孕育了丰富的野生中药资源和优质的中药种质基因库，使本溪成为中国中药材的主产区之一，药材品种和质量均居辽宁省首位。本溪经济技术开发区（以下简称“本溪经开区”）正在建设辽宁（本溪）生物医药产业基地（以下简称“医药基地”），并于 2012 年被批准为国家级高新区。医药基地将被打造成为国内一流的千亿级生物与医药产业基地，目前招商引资进展顺利。2013 年医药基地实现销售收入 200 亿元，发展前景十分广阔。

近年来，在国内宏观经济整体走弱的影响下，本溪市经济增速有所放缓。2013 年本溪市实现地区生产总值 1,193.66 亿元，同比增长 9.5%，由于本溪市人口较少，人均生产总值达 69,123 万元，处于较高水平。本溪市是传统工业城市，2013 年三次产业结构为 5.3:59.7:35.0。2013 年，本溪市共完成工业增加值 641.46 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.2%，其中冶金支柱业完成增加值 401.26 亿元，比上年增长 6.6%；钢铁深加工业完成增加值 34.06 亿元，比上年增长 43.5%；装备制造业完成增加值 34.97 亿元，比上年增长 41.2%；建材产品制造业完成工业增加值 28.63 亿元，比上年增长 11.9%；医药制造业完成增加值 51.8 亿元，比上年增长 36.3%。

近年来，本溪市固定资产投资一直保持较快增

长，2013 年完成固定资产投资 843.0 亿元，同比增长 17.0%。

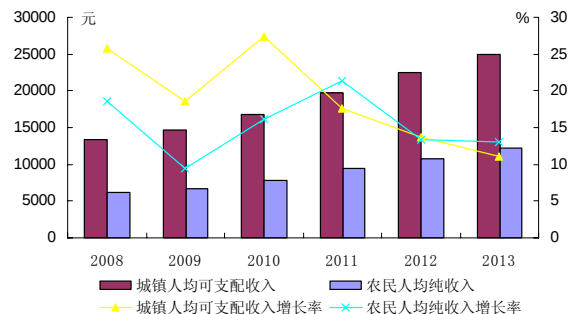
图 2：2008~2013 年本溪市 GDP 和固定资产投资



资料来源：本溪市国民经济和社会发展统计公报

随着经济持续增长，本溪市人民生活水平不断提高。2013 年城市居民人均可支配收入 24,960 元，比上年增长 11.1%；农民人均纯收入 12,204 元，比上年增长 13.0%。本溪市人民收入水平的快速增加，提升了城市居民对生活环境和品质的要求，为公司基础设施建设和公用事业的发展提供了良好的发展空间。

图 3：2008~2013 年本溪市人均收入情况



资料来源：本溪市国民经济和社会发展统计公报

2010 年国家发改委批准沈阳经济区为国家新型工业化综合配套改革试验区，沈本一体化、沈本同城化进程将加快推进。未来本溪市将大力发展生物医药、钢铁深加工和旅游三大主导产业，全面实施“三都五城”建设，即“中国钢都、中国药都和中国枫叶之都”以及“中国优秀旅游城市、国家森林城市、国家园林城市、国家环保模范城市和国家卫生城市”，本溪市未来发展潜力较大。

本溪市是传统的工业城市，丰富的煤、铁矿产资源孕育出本钢集团等对地区经济贡献较大的企业，近年来装备制造、生物医药和旅游等产业的发展使得本溪市经济对钢铁产业的依存度有所下降。

随着沈阳经济区成为国家新型工业化综合配套改革试验区，沈本一体化的进程将加速推进，本溪市经济发展和城市建设将进入新的发展时期。

财政实力

随着本溪市经济的快速发展，本溪市财政收入也快速提高。2011~2013 年，本溪市地方财政总收入分别为 162.90 亿元、203.15 亿元和 244.29 亿元，呈快速增长态势。2013 年本溪市地方公共财政预算收入达到 129.70 亿元，按可比口径较 2012 年增长 15%。公共财政预算收入中，税收收入占比较高，2011~2013 年分别为 73.73%、77.73%和 74.97%。近年来随着钢铁行业整体调整和本溪市其他行业快速发展，本溪市税收收入来源更加丰富，对单一纳税主体的依赖性下降，本钢集团在本溪市税收收入 2013 年仅为 12.34%。2011~2013 年，本溪市地方财政总支出分别为 157.20 亿元、198.39 亿元和 224.32 亿元。本溪市政府实施了稳健的财政政策，确保收支平衡的基础上，略有节余。

表 2：2011~2013 年本溪市地方财政收支主要指标（亿元）

	2011	2012	2013
地方财政总收入	162.90	203.15	244.29
公共财政预算收入	102.40	123.50	129.70
其中：税收收入	75.50	96.00	97.23
转移性收入	58.10	76.60	72.79
地方财政总支出	157.20	198.39	224.32
公共财政预算支出	139.60	175.60	182.40

资料来源：公司提供

从本溪市本级财政收入看，2011~2013 年，本溪市本级可支配财力分别为 166.61 亿元、177.20 亿元和 174.22 亿元。其中 2013 年可支配财力较上年有所减少，主要由于当年财政结余较少。

2011~2013 年，本溪市本级公共财政预算收入由 46.00 亿元增至 53.18 亿元，年均复合增长率为 7.52%。财政收入的较快增长提高了地方政府的财政实力，为公司未来的债务偿还提供了重要保证。从收入来源看，税收收入在公共财政预算收入中占有较高的比重，2011~2013 年税收收入占比分别为 70.11%、76.55%和 74.54%，税收收入保持增长态势。未来随着本溪市经济的持续发展，公共财政预算收入将保持稳步增长的势头。

基金预算收入方面，2011~2013 年本溪市本级基金预算收入合计分别为 45.93 亿元、20.30 亿元和 24.63 亿元，土地出让收入在其中的占比分别为 87.74%、76.55%和 74.54%。2011 年本溪市土地出让收入高达 40.30 亿元。2012 年由于本溪市土地市场有所降温，土地出让面积减少，土地出让收入降至 15.40 亿元。2013 年本溪市土地出让收入有所回升。目前，本溪市各区域的基础设施建设正快速推进，未来土地出让收入仍将对本溪市财政做出一定贡献。但在国家地产调控政策的宏观环境下，土地市场的发展变化将给政府性基金预算收入带来一定不确定性。

表 3：2011~2013 年本溪市本级财政收入主要指标（亿元）

	2011	2012	2013
公共财政预算收入(1)	46.00	51.60	53.18
其中：税收收入	32.25	39.50	39.64
转移性收入(2)	57.64	76.60	72.79
基金预算收入合计(3)	45.93	20.30	24.63
其中：土地出让收入	40.30	15.40	19.35
预算外收入(4)	0.89	0.86	0.79
财政结余(5)	6.10	12.40	8.88
下级上解(6)	9.75	10.50	11.30
调入收入(7)	0.30	5.10	2.65
可支配财力合计 ((8)	166.61	177.36	174.22

注：(8) = (1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)+(7)

资料来源：公司提供

随着经济的快速发展，本溪市财政支出规模也不断扩大。2013 年，本溪市本级公共财政预算支出由 2011 年的 69.93 亿元增加至 84.22 亿元。本溪市本级公共财政预算收入能覆盖大部分公共财政预算支出。2011~2013 年市本级公共财政预算收入/公共财政预算支出分别为 65.78%、62.15%和 63.14%。2013 年，本溪市本级公共财政预算收支缺口为 31.04 亿元，但转移性收入和土地出让收入可以完全弥补。从本溪市本级总体收支状况来看，市本级可支配财力基本可以覆盖市本级支出并有部分结余，2011~2013 年结余分别为 15.30 亿元、26.33 亿元和 7.86 亿元，财政平衡程度较好。

表 4：2011~2013 年本溪市本级财政支出情况（亿元）

	2011	2012	2013
公共财政预算支出	69.93	83.03	84.22
转移性支出	41.59	51.60	54.85
其中：补助下级支出	24.66	32.10	32.51
上解上级支出	16.93	19.50	22.34

基金预算支出合计	39.10	15.70	26.76
预算外支出	0.69	0.72	0.53
市本级支出合计	151.31	151.03	166.36

资料来源：公司提供

总体看，本溪市经济将会保持较好的增长态势，不断增强的经济实力和居民收入为市政建设和企业发展提供良好的环境。本溪市钢铁、机械制造和建材等传统工业产业将继续发挥主导作用，药业、旅游业将成为新的经济增长点。同时本溪市财政实力也在快速增强，市本级的财政平衡程度较好，未来几年财政收入将保持稳定的增长水平，为改善城市基础设施建设和发展生物医药基地奠定了坚实的基础。

竞争与抗风险能力

随着辽宁中部城市群建设的发展，沈阳作为区域性中心城市对周边地区和城市的带动和辐射作用日益显现。本溪市是辽宁中部城市群中距中心城市沈阳最近的城市之一，与沈阳区位一体、产业相依、资源互补，未来随着生物医药产业基地、钢铁深加工产业园和本溪水洞温泉旅游度假区项目的完成，本溪市将迎来新的发展机遇。而公司作为本溪市城市基础设施经营主体和城市开发、建设运营商，在整个本溪市主城区和开发区基础设施建设中发挥较大的作用，得到政府在资金、政策等多方面的大力支持。

本溪市政府每年均给予公司一定的财政补贴资金，为公司的运营提供了资金支持。公司参与建设的基础设施项目也由本溪市政府给予一定代建收入。此外，本溪市政府将本溪市土地一级开发交由公司进行运作，财政部门将把经审核的土地溢价按照程序返还公司，作为公司承担基础设施和公共建设配套项目投资的重要资金来源，预计土地出让还将为公司带来可观的现金流。

总体看，公司在发展过程中得到了辽宁省和本溪市各级政府的重点支持，公司正在逐渐改造成为具有较大资产规模和经营业绩的真正市场经济实体。辽宁（本溪）生物医药产业基地、钢铁深加工产业园、本溪水洞温泉旅游度假区项目以及“沈本一体化”项目也给公司发展带来了很大的发展机

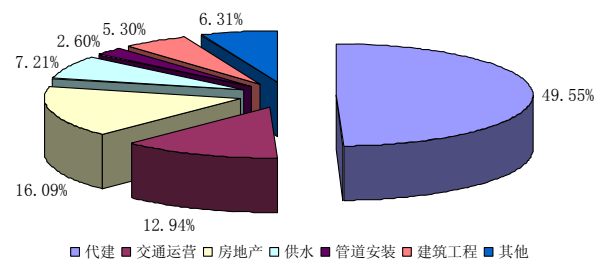
会。在本溪市政府的大力支持下，公司具有一定抗风险能力。

业务运营

公司作为本溪市城市基础设施建设和国有资产经营主体，主要从事城市基础设施建设、水务、客运交通业务，通过直接控股下属子公司，参与具体的经营活动，获得收益。

2013 年，公司实现主营业务收入 20.33 亿元，公司收入主要来源于基础设施代建收入、房地产收入、交通运营收入和供水收入，占主营业务收入比重分别为 49.55%、16.09%、12.94%和 7.21%。

图 4： 2013 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报告

基础设施建设业务

自 2003 年 8 月公司组建以来，本溪市主城区和开发区所有的基础设施工程，包括市政道路、桥梁、污水管网、绿化以及辽宁（本溪）生物医药产业基地、钢铁深加工产业园、本溪水洞温泉旅游度假区等公共基础设施建设项目都交由公司代建，而公司主要通过财政统借统还资金管理模式下的财政拨款和财政监管银行贷款来筹集建设资金，财政局根据项目进展支付代建费。代建项目一般由公司作为发包人与承包人签订施工合同，项目建设资金主要由公司向银行进行贷款融资，部分项目资金来源也包含本溪市财政局的直接拨款。贷款资金进入专项账户，由财政局按照工程进度支付建设款给公司，再由公司支付给施工方，专款专用。本溪市政府代建项目还款资金主要来源于土地使用权经营收益、建设项目的投资收益、市财政每年安排用于城市建设的归口资金、市财政安排的专项偿债资金、其他可由市财政支配的资金等。公司承建的“沈

本一体化”项目的建设资金将全部由公司承担，给公司带来一定的偿债压力，项目产生的债务将主要通过地工路土地出让收益来偿还。

目前，公司在建项目主要是代建的辽宁（本溪）生物医药产业基地、钢铁深加工产业园和本溪水洞温泉旅游度假区基础设施建设，自营的“沈本一体化”老城区搬迁改造及加工区和安置房建设。

表 5：截至 2014 年 3 月末公司主要在建基础设施项目投资情况（万元）

项目名称	建设期	总投资	已投资	建设进度
沈本一体化	2 年	119,000	118,612	100%
桓仁东边道	3 年	29,700	29,700	100%
道路和桥梁	3 年	80,238	81,575	97%
沈溪新城	2 年	102,402	78,200	90%
本溪市沈丹客运专线	5 年	120,000	100,000	98%
钢铁园项目	2 年	95,427	28,592	70%
国有工矿棚户区改造工程	2 年	101,707	100,437	70%
教育局资产置换改造项目	3 年	1,000	2,000	100%
医药产业园公租房项目	2 年	7,200	4,335	90%
本溪市合金大院改造工程	4 年	150,000	79,500	50%
合计		806,674	622,951	

资料来源：公司提供

辽宁（本溪）生物医药产业基地

本溪市地处长白山脉，独特的自然环境孕育着丰富的野生中药资源和优质的中药种质基因库，使之成为中国中药材的主产区之一，药材品种和质量均居辽宁首位。本溪市充分依托自身的医药产业基础和重要资源，积极承接国外医药产业转移，全力打造创新型产业链（创新药物产业链、生命健康产业链、标准辽药产业链），力争形成以中药为龙头，化学药品与生物医药为支撑，医药流通、医疗服务与健康管理、保健品行业三个行业为辅助的产业格局，全力打造国内一流的千亿级生物与医药产业基地。药业基地被科技部批准为国家级生物医药科技产业基地，被辽宁省批准为省级高新技术产业开发

区。药业基地项目总规划面积 20 平方公里。项目按照国家开发银行“一次承诺、分期实施、滚动开发”的融资方式要求，项目资本金通过土地滚动开发运作方式投入，以地养地，不增加政府财政负担。医药基地经过 3 年多的开发建设，投资环境日臻完

善，入驻企业逐年增加，优势产业集群凸显，经济发展和综合实力进一步提升。

2013 年，医药基地各项重点经济指标总量和增速均保持了较好水平。其中，固定资产投资完成 198 亿元，公共财政预算收入完成 18.7 亿元。医药基地全年完成地区生产总值 100 亿元，完成规模以上工业增加值 63 亿元，实现销售收入 200 亿元，主要经济指标较 2012 年均有所增长。

招商引资方面，2013 年，医药基地全年新开工产业项目 8 个，新投产药业企业 53 户，引进产业项目 44 个，储备产业项目 55 个。入驻企业包括四环药业、天津天士力、吉林修正等 12 家医药百强和上市企业。

截至 2014 年 3 月末，公司已经向医药基地累计投资 40.50 亿元，主要用于道路、给排水、电力、电信、征地动迁、绿化及河道等项目。

随着生物医药产业基地逐渐形成规模，基地经济规模也将随之不断提升，医药基地将会得到长期、稳定、持续的经济效益。投资项目不断增多和产业规模不断扩大，可迅速壮大本溪市的经济规模，并带动相关产业链的发展。

钢铁深加工产业园

本溪市作为我国重要的资源型重工业城市，以“煤钢之都”享誉中外。根据自身比较优势和我国钢铁产业的发展前景，本溪市开始打造以深加工为主的辽宁（本溪）钢铁深加工产业园。该产业园获批建设省级园区，分为桥北产业园和东风湖产业园两部分，计划到“十二五”末建成 20 平方公里，建成后将大大提升钢铁产品的附加值。

近年来，产业园入驻企业不断增加，产业规模不断扩大。截至 2013 年末，产业园入驻规模以上企业 58 个，达标投产企业 50 户。2013 年，产业园完成固定资产投资 82.3 亿元，实现销售收入 107 亿元。目前产业园已经签约引进总投资超过 600 亿元的北京建龙、深圳亿众鑫、中国五矿、台湾永冠、江苏一汽、俄罗斯卡玛斯汽车以及本钢三冷轧、四冷轧等一批有带动力的项目。预计到 2015 年，钢铁深加工企业将达到 300 户，产业园将实现产值

1,000 亿元。

公司负责进行园区的基础设施建设。2013 年，产业园核心区的基础设施建设稳步推进，桥北新城一期“铁欣佳苑”工程已完工并具备入住条件；桥北新城二期、钢都大道、金桥路建设工程已全面启动；开城大街、银龙路、钢都街工程投入使用。未来随着产业园规模的扩大，公司的基础设施建设任务也将随之增加。

本溪水洞温泉旅游度假区

本溪是中国优秀的旅游城市和国家森林城市。本溪市旅游资源极其丰富，其中本溪水洞是世界已发现的最长地下岩溶暗河，是国家级 AAAAA 级风景名胜；五女山高丽王城被评为世界文化遗产。2010 年初，本溪水洞温泉旅游度假区获辽宁省政府批准建设“本溪山水旅游休闲基地”。公司负责旅游度假区内的基础设施建设。水洞温泉旅游度假区总体规划和温泉城控制性详规已经通过辽宁省建设厅审批，水系景观、道路管网等基础设施已经开工建设。目前水洞温泉旅游度假区已经签约引进了深圳朗钜集团、金沙集团等大型旅游产业集团开发投资。本溪旅游度假产业品牌效应已经开始显现，2013 年全年接待国内外游客 3,216.10 万人次，同比增长 11.70%。预计未来几年该旅游度假区将快速发展，并将带动本溪旅游业壮大规模。

“沈本一体化”项目

“沈本一体化”项目主要是通过对地工路地区的各类工业企业搬迁改造和销户及部分民居腾地置换，实施“退二进三”。地工路地区北起峪明路，南至平山路，东临唐家路，该地区 9 户企业搬迁和 33 户企业销户及部分民居动迁后，可腾退土地 70 万平米。西部的工业区分为东风湖和桥北两个加工区，总规划面积 24.79 万平米。项目的实施将对本溪调整产业结构、实施经济转型、增强可持续发展能力起到积极促进作用。

公司按照“以两头带中间，先易后难”的原则分步实施滚动发展，两端地理位置比较好的企业土地先期列入拆迁工程计划，通过对这些土地的拆迁

开发提升整个地工路地区区域的房地产价值，带来土地的不断增值，最终实现土地的滚动式开发。根据《本溪市政府关于地工路企业搬迁补偿有关问题的办公会议纪要》，整个地工路土地出让金上缴市财政部分按照程序返给公司，主要用于搬迁补偿、新厂建设、销号企业补偿资金缺口和偿还贷款。而市政府根据“土地开发与企业搬迁政府不从中追求短期收益，注重长远效益”的原则，制定了一系列的配套扶持政策，预计将为公司带来可观的土地转让收益。

“沈本一体化”项目总投资为 11.90 亿元，包括老城区搬迁改造 7.11 亿元，工业加工区投资 4.07 亿元，建设期利息 0.81 亿元。截至 2014 年 3 月底该工程已投入 15 亿元，超过预计的项目总投资规模，其中老城区搬迁改造完成投资 12 亿元，工业加工区完成投资 3 亿元。该项目投资中有部分为当地财政投入，截至 2014 年 3 月末，公司已投入 11.86 亿元。

“沈本一体化”项目资金主要来源于国家开发银行 9 亿元贷款，未来主要通过土地转让收益来实现资金的平衡。该项目将完成 70 万平方米的土地整理，其中可转让面积 65 万平方米，根据“沈本一体化”启动项目可行性研究报告，结合本溪市目前的房地产市场状况，预计能够为公司产生超过 5 亿元的收益。

公司下属公司的本溪市正安房地产开发有限公司（以下简称“正安公司”）负责地工路安置房及经济适用房的代建。地工路地区的开发建设进展迅速，已有的拆迁户数远大于已建成的安置房套数，因此未来几年公司的安置房业务量将保持较快增长。

“沈本一体化”项目已于 2012 年全部拆迁完毕。目前，老城区地工路开发用地已经以净地期的方式全部出让，总价款为 201,500 万元，已有 181,500 万元上缴本溪市财政，待完成结尾工程后，余款即可上缴到本溪市财政。本溪市政府将根据工程收尾和公司投资情况，陆续将土地出让收入划转给公司，截至 2014 年 3 月末，本溪市财政已拨付公司 16 亿元。

地工路项目大部分投资已经完成，后续资金需求很少。但该项目的投资由公司承担还本付息，债务将主要通过土地出让收益偿还，目前部分土地出让收入已上缴本溪市财政，中诚信国际将继续关注土地出让收入余款的实现以及本溪市财政向公司返还土地出让收入的情况。

总体看，本溪城投所从事的地工路搬迁改造与生物医药基地、钢铁深加工产业园以及水洞温泉旅游度假区建设均为本溪市城市改造的重大项目。但这些项目在较长时期内需要较大的投资，存在一定的融资压力，项目资金最终来源于政府财政资金安排和土地出让收益，财政资金安排进度和土地出让进程值得关注。

自来水业务

公司下属的本溪市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）是公司自来水业务的投资和运营主体。

自来水公司现有水厂 7 个，供水管网总长度 840 公里，服务人口 92 万人，主要为本市区、牛心台、卧龙、南芬等地区居民和企事业单位提供供水、净水和污水处理服务。

截至 2014 年 3 月末，自来水公司供水能力为 44 万吨/日。随着公司水厂建设改造和管网铺设，自来水公司供水能力将会不断提高。2013 年和 2014 年 1~3 月，自来水公司年售水量分别为 4,979 万吨和 1,244 万吨，水费收入分别为 1.47 亿元和 0.30 亿元。

目前，本溪市居民用水价格为 2.30 元/吨，工业、行政和商业用水价格为 4.02 元/吨，特种用水价格为 11.20/吨，基建用水价格为 5.90 元/吨。预计随着水价的不断提升，自来水公司盈利能力将会显著提高。作为本溪市城区唯一的自来水生产企业，随着工业化和城市化进程的加快，公司的自来水业务将长期保持稳定增长。

表 6：2011~2014 年 3 月自来水公司经营情况

	2011	2012	2013	2014.3
供水能力（万吨/日）	32.00	43.00	44.00	44.00
售水量（万吨/年）	4,391	4,745	4,979	1,244
供水成本（元/吨）	2.44	2.69	2.43	2.43

供水管线长度（公里）	752	776	840	840
------------	-----	-----	-----	-----

注：2014 年 1~3 月供水能力经年化处理。

资料来源：公司提供

公交运营业务

公司下属的本溪客运集团有限公司（以下简称“客运公司”）主要经营城市公交和长途旅客运输。截至 2014 年 3 月底客运公司有运输线路 93 条，运营车辆 903 台。2013 年及 2014 年 1~3 月，客运公司分别实现运营班次 472 万次和 125 万次，运送旅客量分别达到 28,550 万人次和 7,250 万人次，分别实现交通运营收入 2.63 亿元和 0.47 亿元。随着本溪市经济的增长，未来客运公司业务量和收入也将进一步增加。

未来客运公司计划整合城市公交与近郊短途线路客运市场资源，合理分配运力。同时，为配合本溪市旅游业发展，客运公司开辟至水洞、关门山等旅游景点的公交旅游线路以及新的长途客运线路，运营线路扩展至客流量比较集中的省内、省外农村、城市。

表 7：2011 年~2014 年 3 月客运公司经营情况

	2011	2012	2013	2014.3
运营车辆保有量（辆）	950	955	850	903
运营线路（条）	130	91	93	93
运营班次（万次）	543	238	472	125
运送旅客量（万人次）	28,754	27,974	28,550	7,250

资料来源：公司提供

公司公交客运业务具有垄断优势，随着本溪市旅游业的发展和客运线路的扩展，预计未来几年收入将持续增加，为公司盈利能力提供有力保障。

房地产业务

公司房地产业务主要由本溪市正安房地产开发有限公司和本溪市建工综合开发公司负责经营。公司目前已完工待销售的房地产项目主要是地工路 A2-2 地块工程，该项目建筑面积 6.88 万平方米，截至 2014 年 3 月末已销售 4.70 万平方米，共实现销售收入 2.10 亿元。目前公司在建房地产项目主要是本溪市合金大院区域改造工程，该项目总建筑面

积 19.40 万平方米，总投资 15.00 亿元，截至 2014 年 3 月末已投资 7.95 亿元，预计 2016 年 10 月可完工。截至 2014 年 3 月末，该项目已全部销售完毕，共实现销售收入 4.70 亿元。2013 年及 2014 年 1~3 月，公司分别实现房地产销售收入 3.27 亿元和 0.13 亿元。未来公司将充分利用丰富的土地资源进一步开展房地产开发业务。

其他业务

公司其他业务涉及水泵销售、物业租赁、供热等。

其中本溪水泵有限责任公司（以下简称“水泵公司”）成立于 2009 年 6 月，公司控股 100%，注册资本 500 万元。截至 2014 年 3 月底，水泵公司总资产 26,798 万元，净资产 8,056 万元。2013 年，水泵公司实现水泵销售收入 5,666.73 万元。

富佳广场经营管理有限公司（以下简称“富佳广场”）为本溪城投的全资子公司，注册资本 100 万元，经营范围为农副土特产、家具、日用百货、五金交电等。截至 2014 年 3 月底，富佳广场总资产 1,942 万元。2013 年，富佳广场实现租赁收入 484.87 万元。

本溪市广惠热力发展有限公司（以下简称“广惠热力”）成立于 2011 年 9 月，公司控股 100%，注册资本 150 万元，主要经营供暖服务、供热工程等。截至 2014 年 3 月底，广惠热力总资产 47,368 万元。2013 年，广惠热力实现采暖费收入 6,087.02 万元。

管理

产权结构

公司是本溪市国资委全资控股的国有独资公司。截至 2014 年 3 月末，公司拥有全资及控股子公司 13 家。

法人治理结构

在公司治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和其他相关法律规定，制定了《本溪市城市建设投资发展有限公司章程》，建立了现代企业制度，实行经理负责制，并设有董事会和监事会来

监督公司经营活动。

管理水平

公司下设综合处、财务审计处、融资管理处、项目管理处和投资经营处。其中，财务审计处履行财务审计职责，负责财务计划决算、财务管理和内部审计；受理项目管理部门相关支付资料，对符合支付条件的报卷履行市长支付令程序。融资管理处负责工程项目储备、立项、可行性研究、评估与策划投资分析、投资预算等前期工作；负责与融资机构的对接，签订借款合同；了解国家城建投资政策与法规，制定公司投融资中长期发展战略规划。项目管理处对投资项目建设程序、进度、质量等全过程进行监督管理；组织和参与项目预决算、审核投资项目的验收、评估和评价；负责政府类投融资项目委托代建工作，对政府投融资项目征地拆迁、工程建设程序跟踪管理；负责对公司投资项目（包括子公司）的经营管理、成本监控、收益分配及业绩考核。投资经营处负责城区经营性土地收购和经营，会同国土规划部门，编制年度土地经营计划，并制定具体方案，报政府审批后实施；负责收集投资收益相关信息，按期编制投资分析报告，为公司决策提供相关方案。

在制度建设方面，公司制定了一系列较为完善的内部管理制度，其中《本溪市城市建设融投资资金管理办法》为加强公司融投资资金的管理，保证对外融资活动的规范性、合法性和效益性提供了具体指引，为加强公司工程项目资金的监管，保证公司建设项目正常实施起到了积极作用。

在财务管理方面，公司建立了健全的财务管理制度，本溪市财政局和审计局分别派驻董事会成员和监事会成员，对公司财务进行监督检查。《财务管理制度》规范了公司财务行为，保证做好各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作，为公司依法合理筹集资金提供了保障。在经营管理方面，公司负责运营的城建项目均与委托项目实施管理单位签订《委托代建合同》，公司负责审核、拨付融资建设项目工程款，对项目实施管理单位的资金使用情况实行全面监管，参与招标、监理、设计变更认证和工程预（决）算的审核工作。

总体来看，公司内部管理相对规范，对投资和项目实施风险的控制较为严谨。随着投资规模的逐渐扩大，公司集约化经营以及对下属公司的控制力度还须进一步加强。

发展战略

经过 2010 年的资产剥离和公司改造后，未来几年，公司将成为涵盖自来水、公交、土地、道路、管网、广场、污水处理、燃气供应等城市公共资产经营、房地产开发、金融以及旅游在内的具有核心竞争力和市场竞争力综合性城市运营商，逐步实现从以土地资产运作为主经营模式向综合运用城市资产经营模式的转变。

公司中长期主业将以基础设施代建为主，逐渐增加经营性业务的比重。公司将利用其拥有的城市资源经营优势，逐步对新划入的企业增加投资，进行改造，改善经营环境和盈利能力，增加公司的投资回报。公司未来将围绕四个经营板块展开业务：一是融资及金融板块，主要是利用公司的融资优势和控股本溪市商业银行来开展业务；二是置业板块，主要是利用公司土地储备职能，并对一级土地开发市场予以垄断；三是生产经营板块，主要是以国有资产投资经营为主体来开展生产经营和资本运营；四是城市基础设施建设板块，通过 BT 和 BOT 进行基础设施建设项目融资和投资。

伴随着“沈阳经济区战略”上升为国家战略，药业基地规划和规模也在新形势下不断进行调整，公司也将根据药业基地规划调整情况而调整经营方向。在未来的 3~5 年，公司将把药业基地中央文化区开发建设作为投资经营重点，通过 6.5 平方公里的土地一级开发来扩大公司的经营规模。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年度审计报告报告及未经审计的 2014 年一季度财务报表。公司所有财务报表均按新会计准则编制。

近年来，随着国有股权的不断划入以及新子公司的成立，公司财务报表的合并范围变化较大。截

至 2014 年 3 月底，共有 12 家全资子公司和 1 家控股子公司纳入公司财务报表合并范围内。

表 8：2010~2013 年公司合并范围变化情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	增加/减少
2011 年			
本溪市自来水有限公司	5,400	51%	增加
本溪市广惠热力发展有限公司	150	100%	增加
2012 年			
恒仁满族自治县城发城市建设投资有限公司	20,000	100%	增加
本溪满族自治县国有资产投资有限公司	10,000	100%	增加
2013 年			
本溪市药都建设投资开发有限公司	500	100%	减少
本溪市新城建设投资开发有限公司	500	100%	减少
本溪城投资产经营有限公司	500	100%	减少

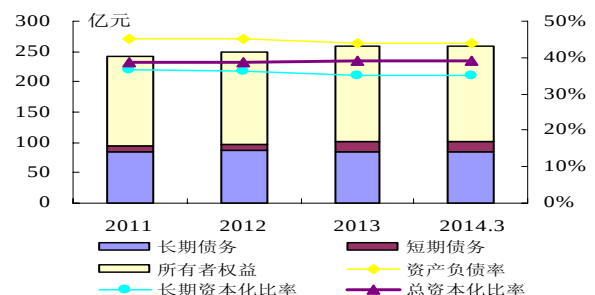
注：公司于 2013 年期间将本溪市药都建设投资开发有限公司、本溪市新城建设投资开发有限公司和本溪城投资产经营有限公司注销。

资料来源：公司财务报告

资本结构

近年来，随着国有股权和土地的不断划入，公司资产规模保持平稳增长，2011~2013 年末，公司资产总额分别为 271.44 亿元、279.78 亿元和 281.72 亿元，年均复合增长率为 1.88%。截至 2014 年 3 月末，公司资产总额 282.19 亿元，与 2013 年末基本持平。

图 5：2011~2014 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从资产结构看，公司的业务性质决定了公司资产以非流动资产为主，2011 年~2014 年 3 月末，公司非流动资产占资产总额的比例一直保持在 70% 以上。无形资产、在建工程和长期股权投资是公司非流动资产的重要组成部分。无形资产主要是本溪市政府划拨给公司的土地使用权，截至 2013 年末

为 122.07 亿元。截至 2013 年末，公司在建工程共计 57.98 亿元，主要由药业基地项目、本溪市沈丹客运专线、沈本一体化、二期棚户区改造等项目构成，其中药业基地项目为最大的在建项目，账面余额为 14.85 亿元。截至 2013 年末，公司长期股权投资为 5.18 亿元。公司持有的长期股权投资主要包括本溪市商业银行股份有限公司、本溪锅炉（集团）有限公司等。截至 2014 年 3 月末，公司无形资产、在建工程和长期股权投资分别为 122.07 亿元、61.81 亿元和 6.09 亿元，与 2013 年末相比非流动资产规模有所增加，结构变化不大。

表 9：截至 2013 年末公司长期股权投资情况（万元）

被投资单位	持股比例	投资成本	期末账面余额	核算方法
本溪满族自治县财兴担保有限公司	50.00%	1,000	992	权益法
本溪市商业银行股份有限公司	43.26%	38,501	46,133	权益法
本溪（锅炉）集团有限公司	26.89%	1,573	1,967	权益法
本溪安泰汽车检测有限公司	50.00%	25	25	成本法
辽宁虎跃快速汽车客运服务有限公司	4.42%	593	593	成本法
京沈铁路客运专线辽宁有限责任公司	1.36%	214	214	成本法

资料来源：公司财务报告

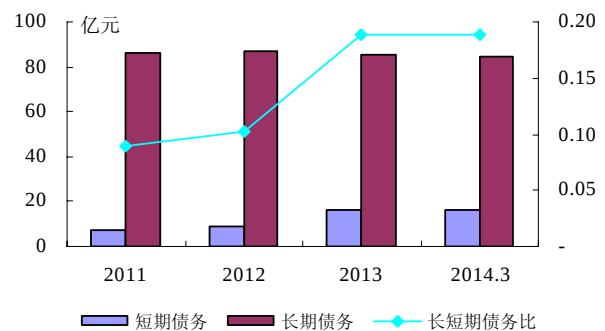
公司流动资产占资产总额的比例较低，截至 2014 年 3 月末流动资产占总资产比重分别为 24.26%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。截至 2013 年末，公司货币资金为 10.12 亿元，应收账款为 13.23 亿元，其他应收款为 40.49 亿元。其中，公司应收账款主要是由应收本溪市人民政府的款项 10.09 亿元构成；其他应收款主要是由与本溪市财政局的往来款 14.21 亿元以及与本溪经济技术开发区财政局的往来款 14.89 亿元构成。截至 2014 年 3 月末，公司货币资金、应收账款和其他应收款分别为 7.88 亿元、17.76 亿元和 34.90 亿元。其中，应收账款增加主要因为基础设施项目代建工程的推进导致应收本溪市财政的代建收入增加。其他应收款有所减少，主要因为公司回收了部分与本溪市财政的往来款。

近年来，公司负债总额较为平稳，保持在 125 亿元左右，截至 2014 年 3 月末为 123.83 亿元。公

司负债主要由长期借款、应付债券、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成，截至 2014 年 3 月末上述科目占负债总额的比重分别为 40.31%、28.27%、13.83%和 9.27%。截至 2014 年 3 月末，公司其他应付款为 17.13 亿元，主要为尚未结清的往来款。近年来公司即将到期的长期借款金额不断增加，截至 2014 年 3 月末，一年内到期的非流动负债为 11.50 亿元。

有息债务方面，随着近几年公司投资规模的不断扩大，公司债务总额平稳增长。2011 年~2014 年 3 月末，公司债务总额分别为 93.45 亿元、96.18 亿元、101.22 亿元和 100.97 亿元。从债务结构上来看，公司债务结构一直以长期债务融资为主，截至 2014 年 3 月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.19 倍。公司基础设施建设等项目的投入较大，资金回笼比较缓慢，采用长期债务为主的债务结构有助于保障公司对建设项目的前期投入。但 2013 年公司短期债务明显增加，截至 2014 年 3 月末，公司短期借款余额为 4.57 亿元。

图 6：2011~2014 年 3 月末公司债务结构



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2011 年~2014 年 3 月末公司所有者权益分别为 148.80 亿元、153.48 亿元、158.29 亿元和 158.36 亿元，呈平稳增长态势，主要因为近年来本溪市政府向公司划入的国有企业股权及财政拨款，使公司资本公积增加。在本溪市政府支持下，近年来公司负债上升的同时，资产负债率保持稳定，2011 年~2014 年 3 月末分别为 45.18%、45.14%、43.81%和 43.88%。

总体来看，在本溪市政府划入国有企业股权和

财政拨款等支持措施下，公司资产平稳增长，资产负债率保持稳定，但同时随着公司项目建设任务的加重，公司融资需求不断增长，债务也随之增加，偿债压力有所上升。

盈利能力

随着公司经营范围的不断扩大，公司主营业务收入呈快速增长的态势。2011~2013 年，公司主营业务收入分别为 18.15 亿元、17.46 亿元和 20.33 亿元，年均复合增长率为 5.14%。2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 4.53 亿元。代建收入是公司近几年主营业务收入的最大构成部分，2011~2013 年占主营业务收入的比重分别为 56.52%、57.67%和 49.55%。2011 年和 2012 年，交通运营收入是公司第二大收入来源。2013 年公司房地产收入大幅增加，成为公司第二大收入来源，占主营业务收入比重为 16.09%，交通运营收入为公司第三大收入来源，占主营业务收入比重为 12.94%。公司未来还有大量政府代建工程进入结算期，主营业务收入有望保持稳定增长。

表 10：2011~2014 年 3 月公司主营业务收入构成（亿元）

	2011	2012	2013	2014.3
代建	10.26	10.07	10.07	2.49
交通运营	2.68	2.66	2.63	0.47
房地产	1.72	1.25	3.27	0.13
供水	1.18	1.33	1.47	0.30
管道安装	0.73	0.25	0.53	0.09
建筑工程	0.66	0.53	1.08	0.19
其他	0.91	1.38	1.28	0.86
合计	18.15	17.46	20.33	4.53

资料来源：公司财务报告

从毛利率来看，公司收入占比最大的代建业务毛利率较低，2011~2013 年分别为 3.58%、2.98%和 2.97%。交通运营业务毛利率相对较高，2011~2013 年分别为 23.90%、23.09%和 15.63%。由于收入占比最大的代建业务近年来毛利率逐年下降，公司主营业务毛利率整体也呈下降趋势，2011~2013 年分别为 8.99%、8.19%和 8.04%。公司多项业务的收入和成本计量存在季节性因素，使得 2014 年 1~3 月各业务板块毛利率均呈现一定异常，主营业务综合毛利率为 14.03%。

表 11：2011~2014 年 3 月公司主营业务毛利率（%）

	2011	2012	2013	2014.3
代建	3.58	2.98	2.97	20.14
交通运营	23.90	23.09	15.63	-30.83
房地产	12.00	11.50	11.51	52.04
供水收入	7.34	10.16	7.65	-10.58
管道安装	7.90	-3.84	14.48	33.01
建筑工程	5.39	9.52	8.39	28.33
其他	25.84	14.31	20.90	18.69
合计	8.99	8.19	8.04	14.03

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2011~2013 年，公司三费合计分别为 1.37 亿元、1.66 亿元和 1.63 亿元。由于大部分利息已资本化，公司财务费用较小，管理费用为公司三费的主要构成部分。2011 年公司营业总收入增长较快，三费收入占比下降至 7.39%。2012 年公司营业总收入有所下降，同时期间费用有所上升，三费收入占比升至 9.41%。2013 年公司营业收入有所增加，三费收入占比降至 7.98%。2014 年 1~3 月，公司三费合计 0.36 亿元，三费收入占比为 8.01%。

表 11：2011~2014 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

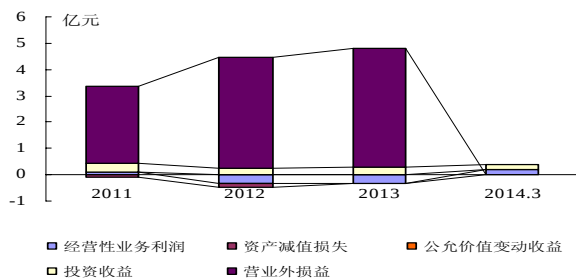
	2011	2012	2013	2014.3
销售费用	0.02	0.02	0.01	0.00
管理费用	1.44	1.58	1.50	0.35
财务费用	-0.10	0.06	0.12	0.01
三费合计	1.37	1.66	1.63	0.36
营业总收入	18.46	17.63	20.41	4.53
三费收入占比	7.39%	9.41%	7.98%	8.01%

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年，公司利润总额分别为 3.30 亿元、4.03 亿元和 4.46 亿元，呈逐年增长态势。从利润总额的构成来看，公司利润总额主要来自于政府补贴。本溪市政府每年会给予公司城市基础设施和社会公用事业建设项目补贴和车辆补贴款。2011~2013 年公司获得的政府补贴分别为 2.95 亿元、4.32 亿元和 4.46 亿元，政府对公司的支持力度不断增强。2011~2013 年公司补贴收入占利润总额的比例均保持在 90%以上，公司利润总额对补贴收入的依赖很大。2011~2013 年公司获得的投资收益分别为 0.32 亿元、0.22 亿元和 0.27 亿元，主要来

自公司参股的本溪锅炉（集团）有限公司和本溪市商业银行股份有限公司。2014 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.37 亿元，当期投资收益为 0.19 亿元。

图 7：2011~2014 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，近几年交通运营、供水等业务为公司提供了稳定的收入来源，2010 年以来公司工程项目进入结算期，代建收入也保持在每年 10 亿元左右，此外政府补贴收入对公司利润总额贡献较大。未来，公司还有大量政府代建工程进入结算期，公司收入规模有望保持增长。

现金流

2011~2013 年公司经营活动净现金流分别为 1.63 亿元、3.06 亿元和 3.52 亿元。2011 年，公司收到本溪市政府代建项目结算款，经营活动现金流入大幅增加，但由于同期公司为国有工矿棚户区改造以及为生物医药基地等代建工程支付的款项有所增加，公司经营活动净现金流略增至 1.63 亿元。2012 年公司收到的本溪市政府代建项目结算款进一步增加，经营活动净现金流明显改善，达 3.06 亿元。2013 年公司经营活动现金流入和流出规模均有所下降，经营活动净现金流继续增至 3.52 亿元。2014 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 0.86 亿元。未来随着代建结算款的增加，公司经营活动现金流将保持净流入的良好态势。

投资活动净现金流方面，2011 年和 2012 年公司保持了较大的投资规模，投资活动现金净流出规模较大，公司投资活动净现金流分别为-17.40 亿元和-17.22 亿元。2013 年以来，公司投资活动现金流出规模下降，2013 年及 2014 年 1~3 月，公司投资活动净现金流分别-2.40 亿元和-1.13 亿元。

近年来公司工程建设投资力度不断加大，公司主要通过筹资活动来弥补投资资金缺口。2011~2013 年，公司筹资活动净现金流分别为 19.85 亿元、-4.09 亿元和-1.82 亿元。2011 年公司发行企业债券 20 亿元，对银行借款的依赖性有所下降。2012 年和 2013 年，公司筹资活动仍以银行借款为主，筹资活动现金流入明显下降，同时由于公司偿还债务和支付利息力度较大，筹资活动现金流呈净流出状态。2014 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流为-1.96 亿元。

表 13：2011~2014 年 3 月公司现金流结构分析（亿元）

单位：亿元	2011	2012	2013	2014.3
经营活动现金流入	27.63	33.39	20.66	5.16
经营活动现金流出	26.00	30.33	17.13	4.31
经营活动净现金流	1.63	3.06	3.52	0.86
投资活动现金流入	0.03	0.04	0.02	-
投资活动现金流出	17.43	17.27	2.42	1.13
投资活动净现金流	-17.40	-17.22	-2.40	-1.13
筹资活动现金流入	30.11	11.81	12.91	1.00
其中：吸收投资	2.82	-	-	-
借款	7.29	11.81	9.71	1.00
发行债券	20.00	-	-	-
筹资活动现金流出	10.26	15.89	14.73	2.96
其中：偿还债务	5.23	9.27	7.36	1.25
筹资活动净现金流	19.85	-4.09	-1.82	-1.96
现金净增加额	4.08	-18.25	-0.70	-2.24

资料来源：公司财务报告

总体来看，随着代建结算款的增加，公司经营活动现金流将有所增加。根据公司规划，短期内公司仍将保持较大的投资规模，因此，对外筹资仍将是公司资金的主要来源。公司通过发行债券拓宽了融资渠道，对银行借款依赖性下降，但公司总体债务水平仍在上升。

偿债能力

近年来，由于公司承建了沈本一体化、药业基地、二期棚户区改造等项目，公司债务总额增长较快。截至 2014 年 3 月末，公司总债务为 100.97 亿元，其中长期债务占总债务比重为 84.09%，以长期债务为主的债务结构符合公司以基础设施建设投资为主的经营特点。公司的偿债来源除公用事业、

房地产等业务运营外，还有本溪市政府财政资金的大力支持，包括资本金注入、财政补贴、代建收入等。资本金注入方面，2011 年本溪市政府将公司注册资本 5.1 亿元中的非货币出资 2.82 亿元变更为货币出资，使得公司资本金全部为货币资本，增加了公司的货币资金。财政补贴方面，2011~2013 年公司分别收到政府补贴资金 2.95 亿元、4.32 亿元和 4.46 亿元。代建收入方面，2011~2013 年公司分别获得代建收入 10.26 亿元、10.07 亿元和 10.07 亿元。本溪市政府财政已经建立了较为完善的政府偿债安排机制，较强的财政实力为公司的债务偿还提供了可靠保障。中诚信国际将关注政府财政实力的变化对公司偿债能力带来的影响以及代建收入回款进程与公司债务偿还期限的匹配情况。

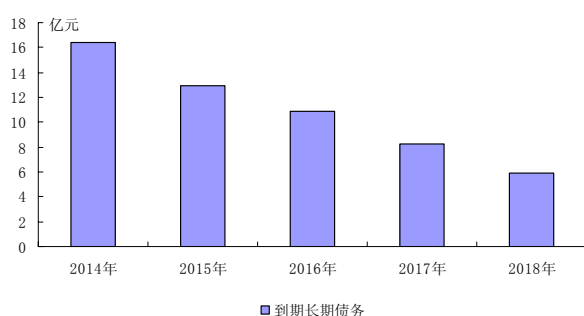
表 14: 2011~2014 年 3 月公司偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.3
长期债务(亿元)	85.80	87.29	85.11	84.91
总债务(亿元)	93.45	96.18	101.22	100.97
经营活动净现金流(亿元)	1.63	3.06	3.52	0.86
EBITDA(亿元)	3.79	4.67	5.09	--
利息支出(亿元)	4.46	5.06	6.74	--
总债务/经营活动净现金流(X)	57.22	31.45	28.72	--
总债务/EBITDA(X)	24.69	20.58	19.89	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.37	0.60	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.85	0.92	0.72	--

资料来源：公司财务报告

根据截至 2014 年 3 月末，公司未来 5 年长期债务到期分布来看，2014 年将是公司偿债高峰期，当年到期长期债务达 16.41 亿元，2014 年后公司到期长期债务规模逐年递减。

图 8: 公司未来 5 年长期债务到期分布情况



资料来源：公司提供

公司与银行的合作关系良好。截至 2014 年 3 月末，公司银行授信额度 68.77 亿元，尚未使用额度 4.40 亿元。

受限资产方面，截至 2014 年 3 月末，公司通过抵押质押账面价值共计 82.98 亿元的土地所有权、长期股权投资、房产等资产共获得借款 56.00 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年 3 月末，公司为辽宁药都发展有限公司发行的 18 亿元“12 辽宁药都债”本金及其应计利息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

评级展望

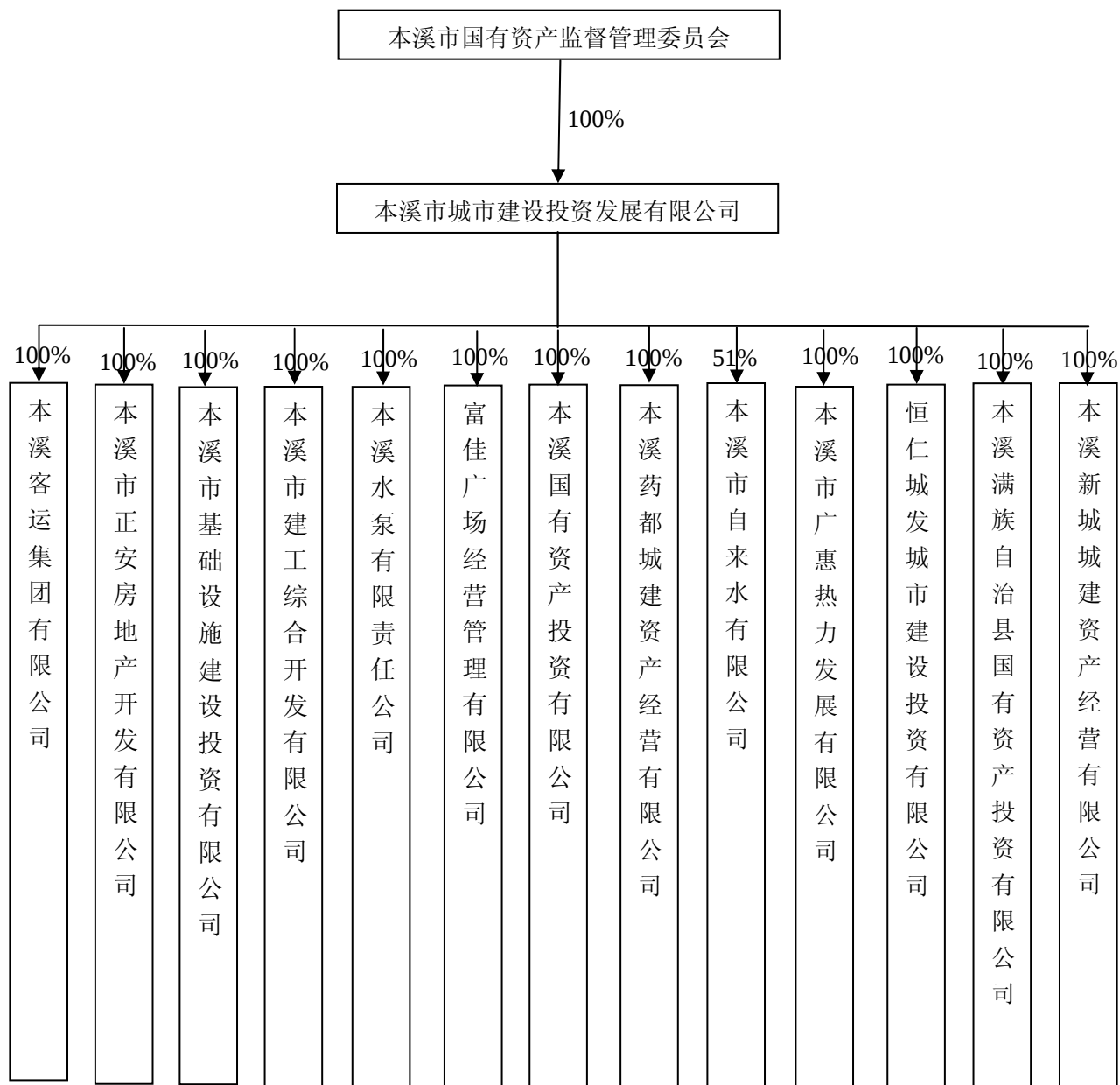
中诚信国际认为公司所属地区经济发展稳定，地区财政实力较强，未来经济与城市建设发展潜力为公司发展创造了良好环境。公司的基础设施建设、供水、公交客运业务具有较强的区域垄断性，得到了地方政府的大力支持。公司成为业务板块多元化的大型企业集团，在本溪市的重要地位进一步强化。同时，中诚信国际也关注公司未来几年的资本支出较大、土地出让存在不确定性等对公司未来整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内信用水平将保持稳定。

结论

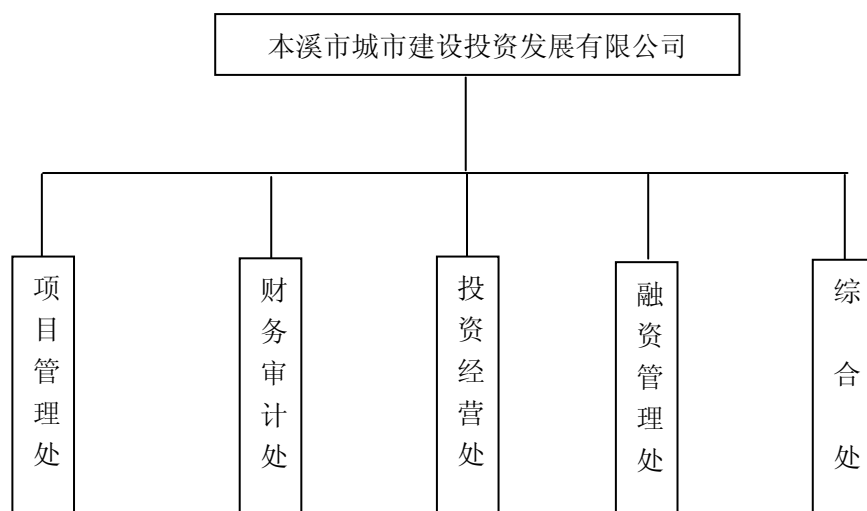
综上，中诚信国际评定本溪市城市建设投资发展有限公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“2015 年本溪市城市建设投资发展有限公司公司债券”的信用等级为 AA。

附一：本溪市城市建设投资发展有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附二：本溪市城市建设投资发展有限公司组织结构图（截至 2014 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：本溪市城市建设投资发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	282,197.60	110,142.65	101,161.75	78,780.59
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	78,259.30	72,438.17	132,318.22	177,572.77
存货净额	39,283.15	45,759.64	26,514.07	18,251.72
其他应收款	245,597.94	425,643.47	404,853.47	349,017.32
长期投资	40,103.06	44,350.02	51,845.12	60,915.43
固定资产	743,766.57	785,514.91	817,354.54	855,577.73
总资产	2,714,368.01	2,797,788.86	2,817,199.30	2,821,899.09
其他应付款	133,416.47	169,643.30	170,054.28	171,261.38
短期债务	76,459.00	88,956.00	161,086.35	160,636.35
长期债务	858,002.00	872,884.00	851,097.65	849,097.65
总债务	934,461.00	961,840.00	1,012,184.00	1,009,734.00
净债务	643,799.58	851,697.35	911,022.25	930,953.41
总负债	1,226,347.46	1,263,017.72	1,234,348.25	1,238,265.05
财务性利息支出	802.16	1,963.91	1,582.97	--
资本化利息支出	43,791.45	48,658.47	65,788.76	--
所有者权益	1,488,020.55	1,534,771.14	1,582,851.05	1,583,634.04
营业总收入	184,641.39	176,314.74	204,125.68	17,157.53
三费前利润	14,744.10	13,334.83	13,233.60	-1,450.79
投资收益	3,174.07	2,539.71	2,881.94	9,065.53
EBIT	33,806.17	42,260.46	46,135.61	--
EBITDA	37,850.62	46,730.21	50,891.75	--
经营活动产生现金净流量	16,331.65	30,580.51	35,246.50	8,575.80
投资活动产生现金净流量	-174,025.11	-172,243.06	-23,984.98	-11,320.41
筹资活动产生现金净流量	198,503.33	-40,866.22	-18,242.41	-19,636.56
现金及现金等价物净增加额	40,809.88	-182,528.77	-6,980.90	-22,381.17
资本支出	174,289.29	172,658.48	19,412.86	11,320.41
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	9.58	8.88	8.37	15.23
三费收入比(%)	7.39	9.41	7.98	21.17
EBITDA/营业总收入(%)	20.50	26.50	24.93	--
总资产收益率(%)	1.39	1.53	1.64	--
流动比率(X)	2.05	2.03	2.01	1.86
速动比率(X)	1.94	1.90	1.94	1.81
存货周转率(X)	5.27	3.78	5.18	--
应收账款周转率(X)	1.83	2.34	1.99	--
资产负债率(%)	45.18	45.14	43.81	43.88
总资本化比率(%)	38.57	38.53	39.00	38.94
短期债务/总债务(%)	8.18	9.25	15.91	15.91
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.03	0.03	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.21	0.34	0.22	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.37	0.60	0.52	--
总债务/EBITDA(X)	24.69	20.58	19.89	--
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.53	0.32	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.85	0.92	0.76	--

注：1. 公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2014 年一季报未经审计；

2. 为准确反映公司实际债务情况，将计入长期应付款的融资租赁款调入长期借款。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

附六：公司债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

中诚信国际关于本溪市城市建设投资发展有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求,我公司将在本溪市城市建设投资发展有限公司 2015 年 9 亿元公司债券的存续期内对本期公司债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期公司债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件,应及时通知我公司,并提供相关资料,我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈,及时对该事项进行分析,确定是否要对信用等级进行调整,并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2014 年 5 月 28 日