



信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0308号

本溪市城市建设投资发展有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“10本溪债”、“11本溪债”、“15本溪债”和“15本溪城建CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“10本溪债”、“11本溪债”和“15本溪债”AA的债项信用等级，维持“15本溪城建CP001”A-1的债项信用等级。

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

二零一五年六月二十六日

本溪市城市建设投资发展有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 本溪市城市建设投资发展有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
10 本溪债	15	2010 年 12 月 7 日~2020 年 12 月 7 日	AA	AA
11 本溪债	20	2011 年 12 月 22 日~2021 年 12 月 22 日	AA	AA
15 本溪债	9	2015 年 1 月 22 日~2022 年 1 月 22 日	AA	AA
15 本溪城 建 CP001	5	2015 年 6 月 25 日~2026 年 6 月 25 日	A-1	A-1

概况数据

本溪城投	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	279.78	281.72	323.04	332.59
所有者权益(亿元)	153.48	158.29	160.31	160.44
总负债(亿元)	126.30	123.43	162.73	172.15
总债务(亿元)	96.18	101.22	126.89	137.46
营业总收入(亿元)	17.63	20.41	24.79	9.19
EBIT(亿元)	4.23	4.61	4.64	--
EBITDA(亿元)	4.67	5.09	5.14	--
经营活动净现金流(亿元)	3.06	3.52	1.04	4.45
营业毛利率(%)	8.88	8.37	7.32	9.15
EBITDA/营业总收入(%)	26.50	24.93	20.74	--
总资产收益率(%)	1.53	1.64	1.53	--
资产负债率(%)	45.14	43.81	50.37	51.76
总资本化比率(%)	38.53	39.00	44.18	46.14
总债务/EBITDA(X)	20.58	19.89	24.68	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.92	0.76	0.79	--

注：1. 公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2015 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：刘建超 jcliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持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；维持“10 本溪债”、“11 本溪债”和“15 本溪债”的信用等级为 AA；维持“15 本溪城建 CP001”的信用等级为 A-1。

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。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内对公司每年进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“10 本溪债”发行总额 15 亿元，期限 10 年，其中 10 亿元用于辽宁（本溪）生物医药产业基地生态新城基础设施建设项目，5 亿元用于本溪水洞旅游度假区基础设施建设项目。

由于项目实施过程中，出现规划调整原因，公司申请部分项目变更，已履行征求债券持有人意见，并已经报省发改委批准（辽发改财经【2013】1343 号）。公司申请将药业基地基础设施建设项目中的供暖管网工程变更为沈溪新城基础设施（一期）工程；将本溪水洞旅游度假区基础设施项目部分变更为本溪市水洞国家级风景区温泉寺景区及温泉小镇综合整治土地整理项目、沈环线兴安至北台段（钢铁大道）改扩建工程、沈溪新城基础设施配套工程、本溪钢铁园基础设施（一期）工程中那不供水工程、沈本一体化启动项目本溪市布局和产业结构调整项目中的东风湖工业加工区征地项目和沈本产业大道（响山至侯屯段）及配套支路工程。

截至 2015 年 3 月末，“10 本溪债”募集资金已全部投入使用。

“11 本溪债”发行总额 20 亿元，期限 10 年，其中 14.40 亿元用于保障性住房项目，4.23 亿元用于沈溪新城民生系列工程，1.37 亿元用于补充营运资金。

由于项目实施过程中，出现规划调整原因，公司申请部分项目变更，已履行征求债券持有人意见，并已经报省发改委批准（辽发改财经【2013】1343 号）。公司将沈溪新城全民健身中心工程、沈溪新城市民文化娱乐中心工程和本溪文化艺术博览中心工程变更为本溪·中国药都会展中心建设项目；将本溪市明山大峪沟保障房工程和本溪市明山区椽子沟保障房工程变更为和金大院区域改造工程和明华·悦澜湾保障房建设项目（药都保障房及征地项目）。

截至 2015 年 3 月末，“11 本溪债”中用于补充营运资金部分的募集资金已全部用完；用于项目建设部分的募集资金也已全部投入使用。

“15 本溪债”发行总额 9 亿元，期限 7 年，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。

沈阳经济区本溪市歪头山新市镇改造项目总投资 35 亿元，截至 2015 年 3 月末，该项目部分路段已经完工，部分路段正在进行基础工作建设，已完成投资 5.06 亿元，其中已投入募集资金 2.00 亿元。桓仁满族自治县廉租房工程总投资 4.53 亿元，截至 2015 年 3 月末，该项目土地动拆迁已结束，项目建设用地平整基本完成，部分住宅楼主体已经完工已完成投资 2.00 亿元，其中已投入募集资金 1.00 亿元。本溪满族自治县经济适用房工程总投资 4.10 亿元，截至 2015 年 3 月末，该项目拆迁工作还在进行中，已完成投资 0.40 亿元，已投入募集资金 1.00 亿元。

近期关注

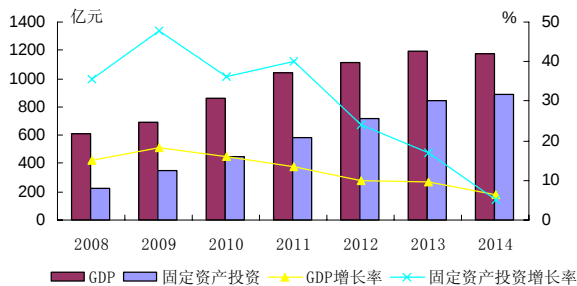
本溪市较强的经济和财政实力为公司发展创造有利环境

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。2014 年本溪市实现地区生产总值 1,171.16 亿元，按可比价格计算同比增长 6.3%，由于本溪市人口较少，人均生产总值达 67,854 万元，处于较高水平。本溪市是传统工业城市，2014 年三次产业结构为 5.4:54.8:39.8。2014 年，本溪市共完成工业增加值 565.49 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.6%，其中冶金支柱业比上年下降 0.36%，钢铁深加工业比上年增长 15.37%，医药制造业比上年增长 7.26%，装备制造业比上年增长 20.6%；建材产品制造业比上年增长 15.37%。在宏观经济增速放缓的经济环境下，本溪市产业结构步入调整，传统的冶金工业增速放缓，而钢铁深加工及装备、建材、医药等制造业仍保持较快增速。

近年来，本溪市固定资产投资一直保持较快增长，2014 年完成固定资产投资 885.2 亿元，同比增

长 5.0%。

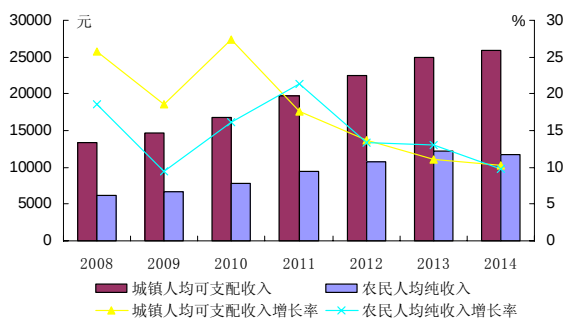
图 1：2008~2014 年本溪市 GDP 和固定资产投资



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。2014 年城市居民人均可支配收入 25,972 元，比上年增长 10.2%；农民人均纯收入 11,726 元，比上年增长 9.8%。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 2：2008~2014 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。

随着本溪市经济的快速发展，本溪市财政收入也快速提高。2012~2014 年，本溪市地方财政总收入分别为 203.15 亿元、244.29 亿元和 229.53 亿元。2014 年本溪市地方公共财政预算收入达到 129.83 亿元，与 2013 年基本持平。公共财政预算收入中，税收收入占比较高，2012~2014 年分别为 77.73%、74.97% 和 73.59%。2012~2014 年，本溪市公共财政预算支出分别为 175.60 亿元、182.40 亿元和 185.84 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 1：2012~2014 年本溪市地方财政收支主要指标（亿元）

	2012	2013	2014
地方财政总收入	203.15	244.29	229.53
公共财政预算收入	123.50	129.70	129.83
其中：税收收入	96.00	97.23	95.54
转移性收入	76.60	72.79	79.07
公共财政预算支出	175.60	182.40	185.84

资料来源：公司提供

从本溪市本级财政收入看，2012~2014 年，本溪市本级可支配财力分别为 166.61 亿元、177.20 亿元和 170.82 亿元。其中 2014 年可支配财力较上年有所减少，主要由于当年基金预算收入较少。

2012~2014 年，本溪市本级公共财政预算收入分别为 51.60 亿元、53.18 亿元和 51.79 亿元。受宏观经济环境影响，2014 年本溪市本级税收收入有所下降。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，2012~2014 年税收收入占比分别为 76.55%、74.54% 和 70.53%。

基金预算收入方面，2012~2014 年本溪市本级基金预算收入合计分别为 20.30 亿元、24.63 亿元和 19.85 亿元，以土地出让收入为主。2014 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 15.97 亿元。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 2：2012~2014 年本溪市本级财政收入主要指标（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算收入(1)	51.60	53.18	51.79
其中：税收收入	39.50	39.64	36.53
转移性收入(2)	76.60	72.79	79.07
基金预算收入合计(3)	20.30	24.63	19.85
其中：土地出让收入	15.40	19.35	15.97
预算外收入(4)	0.86	0.79	0.72
财政结余(5)	12.40	8.88	8.83
下级上解(6)	10.50	11.30	10.08
调入收入(7)	5.10	2.65	0.48
可支配财力合计（8）	177.36	174.22	170.82

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。2014 年，本溪市本级公共财政预算支出增加至 85.75 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。2012~2014 年市本级公共财政预算收入/公共财政预算支出分别为 62.15%、63.14%和 60.40%。2014 年，本溪市本级公共财政预算收支缺口为 33.96 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，2012~2014 年结余分别为 26.33 亿元、7.86 亿元和 14.87 亿元，财政平衡程度较好。

表 3：2012~2014 年本溪市本级财政支出情况（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算支出	83.03	84.22	85.75
转移性支出	51.60	54.85	51.67
其中：补助下级支出	32.10	32.51	31.66
上解上级支出	19.50	22.34	20.01
基金预算支出合计	15.70	26.76	17.83
预算外支出	0.72	0.53	0.7
市本级支出合计	151.03	166.36	155.95

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。

公司代建项目投资压力较大，代建项目资金主要来自于政府拨款和贷款融资，融资资金主要由本溪市政府统筹安排偿还

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。截至 2015 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 116.92 亿元，已投资 61.06 亿元，未来仍存在一定投资压力。

表 4：截至 2015 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	117,688	90,000	98%
桓仁东边道	3 年	29,700	20,000	100%
道路和桥梁	3 年	80,328	60,000	97%
沈溪新城	2 年	102,402	80,000	90%
本溪市沈丹客运专线	5 年	200,000	100,000	98%
钢铁园项目	2 年	102,858	17,500	85%
国有工矿棚户区改造工程	2 年	126,203	50,400	58%
二期棚户区改造	2 年	169,900	35,000	100%

药业项目	2 年	240108	157700	100%
合计		1,169,187	610,600	

资料来源：公司提供

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。

公司公用事业具有垄断性，经营较为稳定，房地产业务为公司收入提供一定补充

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，主要为本溪市区、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 2015 年 3 月末，自来水公司供水能力为 43 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。2014 年和 2015 年 1~3 月，自来水公司年售水量分别为 4,986 万吨和 1,319 万吨，水费收入分别为 1.31 亿元和 0.11 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 5：2012~2015 年 3 月自来水公司经营情况

	2012	2013	2014	2015.3
供水能力（万吨/日）	43.00	44.00	43.00	43.00
售水量（万吨/年）	4,745	4,979	4,986	1,319
供水成本（元/吨）	2.69	2.43	2.67	2.65
供水管线长度（公里）	776	840	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 2015 年 3 月底客运公司有运营线路 98 条，运营车辆 799 台。2014 年及 2015 年 1~3 月，客运公司分别实现运营班次 441 万次和 107 万次，运送旅客量分别达到 25,915 万人次和 6,241 万人次，分别实现交通运营收入 2.50 亿元和 0.57 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 6：2012 年~2015 年 3 月客运公司经营情况

	2012	2013	2014	2015.3
运营车辆保有量（辆）	955	850	800	799
运营线路（条）	91	93	94	98
运营班次（万次）	238	472	441	107
运送旅客量（万人次）	27,974	28,550	25,915	6,241

资料来源：公司提供

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 2015 年 3 月末已销售 4.71 万平方米，共实现销售收入 2.13 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 2015 年 3 月末已投资 8.65 亿元，预计 2016 年 10 月可完工。截至 2015 年 3 月末，该项目共实现销售收入 5.70 亿元。2014 年及 2015 年 1~3 月，公司分别实现房地产销售收入 3.05 亿元和 0.03 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。

总体来看，公司公用事业具有垄断经营优势，随着本溪市城镇化的推进，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。公司房地

产业业务丰富了公司的收入来源，为公司收入提供一定补充。

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 2012~2014 年度审计报告报告及未经审计的 2015 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 2015 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 7：2012~2014 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			
恒仁满族自治县城市发展投资建设有限公司	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
2014 年			
合并范围无变化			

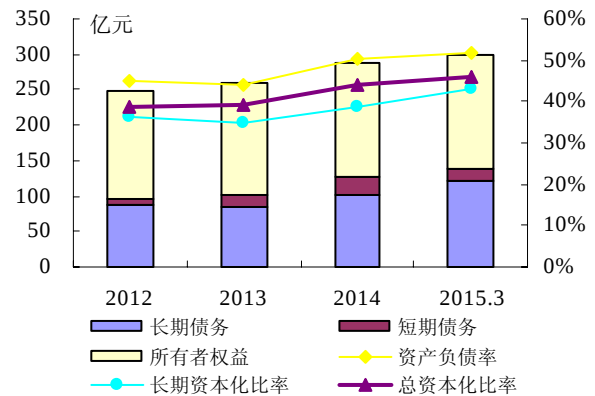
注：公司于 2013 年期间将本溪市药都建设投资开发有限公司、本溪市新城建设投资开发有限公司和本溪城投资产经营有限公司注销。

资料来源：公司财务报告

随着公司融资需求不断增长，债务规模随之增加，资产负债率也有所上升

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，2012~2014 年末，公司资产总额分别为 279.78 亿元、281.72 亿元和 323.04 亿元，年均复合增长率为 7.45%。截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 332.59 亿元。

图 3：2012~2015 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，2012 年~2015 年 3 月末，公司非流动资产占资产总额的比例一直保持在 60% 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 2014 年末为 122.07 亿元。截至 2014 年末，公司在建工程共计 54.72 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 11.41 亿元。截至 2014 年末，公司长期股权投资为 3.11 亿元，较 2013 年末减少 2.08 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（以下简称“本溪银行”）、本溪锅炉（集团）有限公司等。本溪银行于 2014 年增资后，公司持股比例下降为 12.08%，致使按权益法核算后公司持有的本溪银行长期股权投资下降。截至 2015 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、58.59 亿元和 3.12 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 8：截至 2014 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%	1,000	998.31	权益法
本溪市商业银行股份有限公司	12.08%	38,501	28,067.98	权益法
本溪（锅炉）集团有限公司	26.89%	1,573	1,998.69	权益法

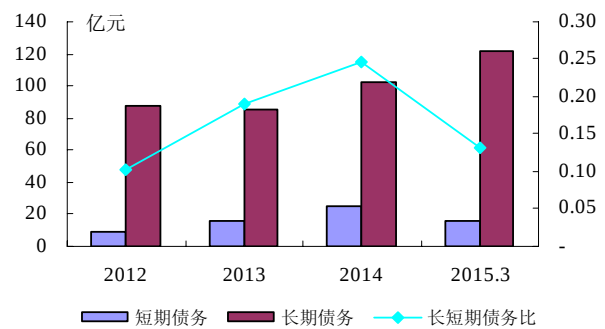
资料来源：公司财务报告

公司流动资产占资产总额的比例较低，截至 2015 年 3 月末流动资产占总资产比重分别为 37.35%。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 2014 年末，公司货币资金为 36.08 亿元，应收账款为 22.45 亿元，其他应收款为 48.94 亿元。其中，公司应收账款主要是由应收本溪市财政局的款项 19.20 亿元构成；其他应收款主要是由与本溪市财政局的往来款 21.41 亿元以及与本溪经济技术开发区财政局的往来款 14.94 亿元构成。截至 2015 年 3 月末，公司货币资金、应收账款和其他应收款分别为 42.27 亿元、18.59 亿元和 52.65 亿元。其中，应收账款减少主要因为公司收到本溪市财政局支付的基础设施项目代建工程回款。其他应收款有所增加，主要因为公司与本溪市财政局往来款增加。

2014 年以来，公司负债总额有所上升，截至 2015 年 3 月末为 172.15 亿元。公司负债主要由长期借款、应付债券和其他应付款组成，截至 2015 年 3 月末上述科目占负债总额的比重分别为 44.99%、25.50%和 17.14%。截至 2015 年 3 月末，公司其他应付款为 29.50 亿元，主要为尚未结清的往来款。公司于 2015 年 1 月发行 9 亿元“15 本溪债”，使得截至 2015 年 3 月末应付债券增至 43.89 亿元。

有息债务方面，随着近几年公司投资规模的不断扩大，公司债务总额持续增长。2012 年~2015 年 3 月末，公司债务总额分别为 96.18 亿元、101.22 亿元、126.89 亿元和 137.46 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 2015 年 3 月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.13 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 年以来公司短期债务明显增加，截至 2015 年 3 月末，公司短期债务余额为 16.12 亿元。

图 4：2012~2015 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，2012 年~2015 年 3 月末公司所有者权益分别为 153.48 亿元、158.29 亿元、160.31 亿元和 160.44 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，以及公司自身经营积累使得未分配利润增加。随着债务规模的增加，公司资产负债率也有所上升，2012 年~2015 年 3 月末分别为 45.14%、43.81%、50.37%和 51.76%。

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，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。

交通运营和供水收入较为稳定，代建收入有所上升，带动公司营业总收入增长

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。2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 17.46 亿元、20.33 亿元和 24.79 亿元，年均复合增长率为 19.16%。2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 9.19 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，2012~2014 年占主营业务收入的比重分别为 57.67%、49.55%和 42.11%。2012 年，交通运营收入是公司第二大收入来源。2013 年以来公司房地产收入大幅增加，成为公司第二大收入来源，交通运营收入成为公司第三大收入来源。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 9：2012~2015 年 3 月公司主营业务收入构成（亿元）

	2012	2013	2014	2015.3
代建	10.07	10.07	15.54	3.87
交通运营	2.66	2.63	2.50	0.57
房地产	1.25	3.27	3.05	0.03
供水	1.33	1.47	1.31	0.31
管道安装	0.25	0.53	0.13	0.03
建筑工程	0.53	1.08	1.07	2.29
其他	1.38	1.28	1.19	2.10
合计	17.46	20.33	24.79	9.19

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，2012~2014 年分别为 2.98%、2.97%和 3.41%。交通运营业务毛利率相对较高，2012~2014 年分别为 23.09%、15.63%和 18.40%。公司主营业务毛利率呈下降趋势，2012~2014 年分别为 8.19%、8.04%和 7.31%。2015 年 1~3 月，公司主营业务综合毛利率为 9.14%。

表 10：2012~2015 年 3 月公司主营业务毛利率（%）

	2012	2013	2014	2015.3
代建	2.98	2.97	3.44	3.73
交通运营	23.09	15.63	18.16	18.98
房地产	11.50	11.51	13.55	14.29
供水收入	10.16	7.65	8.37	8.82
管道安装	-3.84	14.48	43.72	49.71
建筑工程	9.52	8.39	10.28	13.79
其他	14.31	20.90	11.06	11.96
合计	8.19	8.04	7.31	9.14

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2012~2014 年，公司三费合计分别为 1.66 亿元、1.63 亿元和 2.04 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。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 年公司期间费用有所上升，三费收入占比回升至 8.21%。2015 年 1~3 月，公司三费合计 0.53 亿元，三费收入占比为 5.79%。

表 11：2012~2015 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

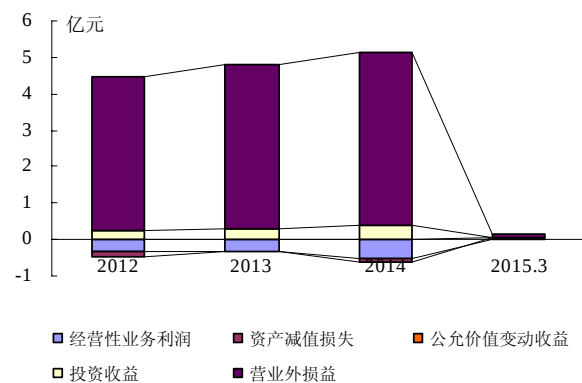
	2012	2013	2014	2015.3
销售费用	0.02	0.01	0.02	0.01
管理费用	1.58	1.50	1.95	0.50

财务费用	0.06	0.12	0.06	0.02
三费合计	1.66	1.63	2.04	0.53
营业总收入	17.63	20.41	24.79	9.19
三费收入占比	9.41%	7.98%	8.21%	5.79%

资料来源：公司财务报告

2012~2014 年，公司利润总额分别为 4.03 亿元、4.46 亿元和 4.50 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。2012~2014 年公司获得的政府补贴分别为 4.32 亿元、4.46 亿元和 4.99 亿元，政府对公司的支持力度不断增强。2012~2014 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。2012~2014 年公司获得的投资收益分别为 0.25 亿元、0.29 亿元和 0.39 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。2015 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.17 亿元，当期投资收益为 0.01 亿元。

图 5：2012~2015 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 亿元以上，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。

公司经营活动现金流保持净流入，2014 年加大了筹资力度

2012~2014 年公司经营活动净现金流分别为 3.06 亿元、3.52 亿元和 1.04 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 年公司收到的代建工程回款较多，经营活动现金流入规模上升，但同时支出的经营往来款项规模较大，使得经营活动净现金流降至 1.04 亿元。2015 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 0.45 亿元。未来随着代建结算款的增加，公司经营活动净现金流将保持净流入的良好态势。

投资活动净现金流方面，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为-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 年公司投资活动净现金流分别为-2.40 和-1.32 亿元。2015 年 1~3 月，公司投资活动净现金流为-0.31 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动净现金流分别为-4.09 亿元、-1.82 亿元和 26.24 亿元。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 年公司加大筹资力度，筹资活动现金净流入规模较大。2015 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流为 6.06 亿元，继续保持净流入状态，其中公司于 2015 年 1 月发行“15 本溪债”收到现金 9.00 亿元。

表 12: 2012~2015 年 3 月公司现金流结构分析 (亿元)

单位: 亿元	2012	2013	2014	2015.3
经营活动现金流入	33.39	20.66	26.76	7.64
经营活动现金流出	30.33	17.13	25.72	7.20
经营活动净现金流	3.06	3.52	1.04	0.45
投资活动现金流入	0.04	0.02	0.02	-
投资活动现金流出	17.27	2.42	1.33	0.31
投资活动净现金流	-17.22	-2.40	-1.32	-0.31
筹资活动现金流入	11.81	12.91	51.38	16.29
其中: 吸收投资	-	-	-	-
借款	11.81	9.71	35.97	4.82
发行债券	-	-	-	9.00
筹资活动现金流出	15.89	14.73	25.14	10.23
其中: 偿还债务	9.27	7.36	15.67	5.81
筹资活动净现金流	-4.09	-1.82	26.24	6.06

现金净增加额	-18.25	-0.70	25.96	6.19
--------	--------	-------	-------	------

资料来源: 公司财务报告

总体来看，随着代建结算款的增加，公司经营活动净现金流将保持净流入状态。根据公司规划，短期内公司仍将保持一定的投资规模，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。

本溪市较强的财政实力为公司的债务偿还提供了可靠保障

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 2015 年 3 月末，公司总债务为 137.46 亿元，其中长期债务占总债务比重为 88.27%，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，2012~2014 年公司分别收到政府补贴资金 4.32 亿元、4.46 亿元和 4.99 亿元。代建收入方面，2012~2014 年公司分别获得代建收入 10.07 亿元、10.07 亿元和 15.54 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 13: 2012~2015 年 3 月公司偿债能力分析

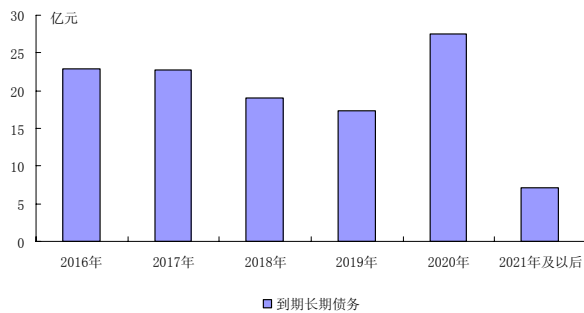
	2012	2013	2014	2015.3
长期债务(亿元)	87.29	85.11	101.89	121.34
总债务(亿元)	96.18	101.22	126.89	137.46
经营活动净现金流(亿元)	3.06	3.52	1.04	4.45
EBITDA(亿元)	4.67	5.09	5.14	--
利息支出(亿元)	5.06	6.74	6.53	--
总债务/经营活动净现金流(X)	31.45	28.72	121.76	--
总债务/EBITDA(X)	20.58	19.89	24.68	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.60	0.52	0.16	--

EBITDA 利息保障倍数(X)	0.92	0.72	0.79	--
------------------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报告

从截至 2015 年 3 月末公司未来长期债务到期分布来看，2020 年以前公司各年偿还债务规模较为平均，每年均为 20 亿元左右；2020 年公司偿债规模相对较大，当年到期长期债务达 27.50 亿元。

图 6:公司未来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 2015 年 3 月末，公司银行授信额度 74.57 亿元，尚未使用额度 12.00 亿元。

受限资产方面，截至 2015 年 3 月末，公司通过抵押质押账面价值共计 98.55 亿元的土地所有权、长期股权投资、房产等资产共获得借款 44.79 亿元。

或有负债方面，截至 2015 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。

过往债务履约情况

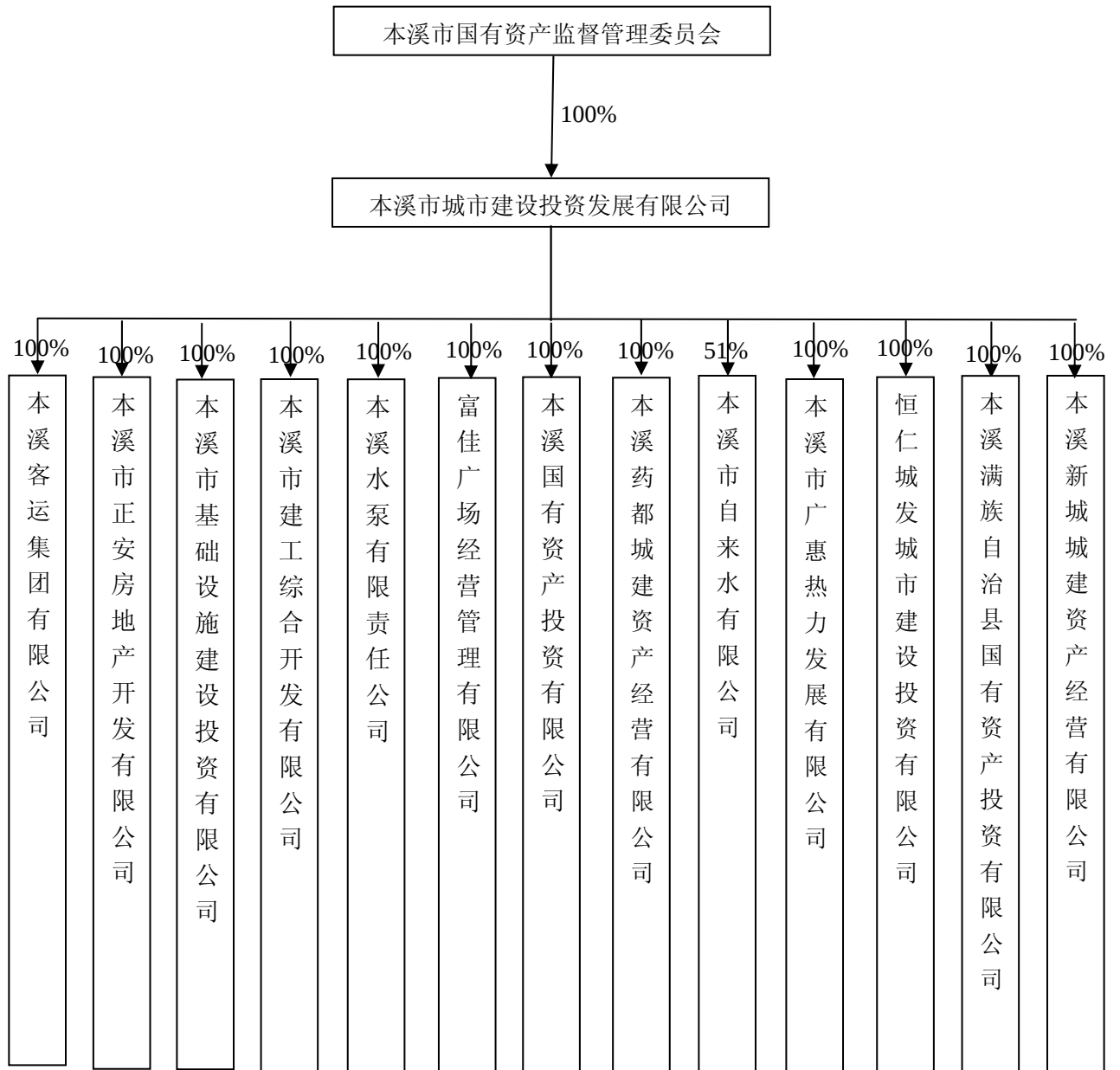
根据中国人民银行“银行信贷登记咨询系统”相关记录，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。

债务融资工具方面，公司于 2010 年 12 月 7 日发行了 15 亿元企业债券，期限为 10 年；公司于 2011 年 12 月 22 日发行了 20 亿元企业债，期限为 10 年。截至目前公司已及时兑付上述债券各期利息；公司于 2015 年 1 月 22 日发行了 9 亿元企业债券，期限为 7 年，尚未到付息期。

结论

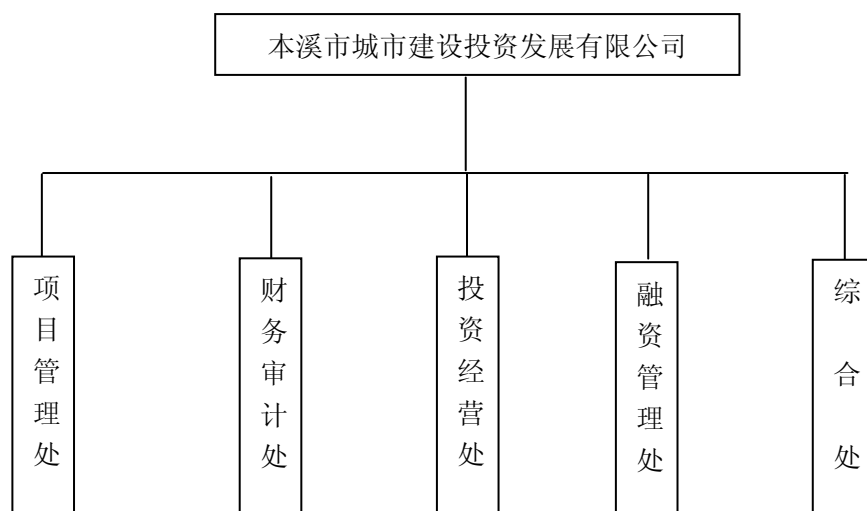
综上，中诚信国际维持本溪市城市建设投资发展有限公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“10 本溪债”、“11 本溪债”和“15 本溪债”的信用等级为 AA；维持“15 本溪城建 CP001”的信用等级为 A-1。

附一：本溪市城市建设投资发展有限公司股权结构图（截至 2015 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 2015 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财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	110,142.65	101,161.75	360,797.51	422,743.61
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	72,438.17	132,318.22	224,508.46	185,878.13
存货净额	45,759.64	26,514.07	34,309.22	29,558.14
其他应收款	425,643.47	404,853.47	489,422.92	526,506.28
长期投资	44,350.02	51,845.12	34,818.93	34,918.81
固定资产	785,514.91	817,354.54	781,574.14	827,892.39
总资产	2,797,788.86	2,817,199.30	3,230,352.80	3,325,882.10
其他应付款	169,643.30	170,054.28	304,712.94	294,993.69
短期债务	88,956.00	161,086.35	249,984.68	161,196.92
长期债务	872,884.00	851,097.65	1,018,920.48	1,213,362.38
总债务	961,840.00	1,012,184.00	1,268,905.17	1,374,559.30
净债务	851,697.35	911,022.25	908,107.66	951,815.69
总负债	1,263,017.72	1,234,348.25	1,627,289.66	1,721,523.42
财务性利息支出	1,963.91	1,582.97	1,357.48	--
资本化利息支出	48,658.47	65,788.76	63,948.85	--
所有者权益	1,534,771.14	1,582,851.05	1,603,063.14	1,604,358.67
营业总收入	176,314.74	204,125.68	247,947.98	91,898.40
三费前利润	13,334.83	13,233.60	15,080.40	5,601.10
投资收益	2,539.71	2,881.94	3,899.95	144.16
EBIT	42,260.46	46,135.61	46,394.97	--
EBITDA	46,730.21	50,891.75	51,423.31	--
经营活动产生现金净流量	30,580.51	35,246.50	10,421.73	4,452.92
投资活动产生现金净流量	-172,243.06	-23,984.98	-13,190.23	-3,085.58
筹资活动产生现金净流量	-40,866.22	-18,242.41	262,404.25	60,578.76
现金及现金等价物净增加额	-182,528.77	-6,980.90	259,635.76	61,946.10
资本支出	172,658.48	19,412.86	12,342.33	3,085.58
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	8.88	8.37	7.32	9.15
三费收入比(%)	9.41	7.98	8.21	5.79
EBITDA/营业总收入(%)	26.50	24.93	20.74	--
总资产收益率(%)	1.53	1.64	1.53	--
流动比率(X)	2.03	2.01	2.03	2.55
速动比率(X)	1.90	1.94	1.98	2.49
存货周转率(X)	3.78	5.18	7.56	--
应收账款周转率(X)	2.34	1.99	1.39	--
资产负债率(%)	45.14	43.81	50.37	51.76
总资本化比率(%)	38.53	39.00	44.18	46.14
短期债务/总债务(%)	9.25	15.91	19.70	11.73
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.03	0.01	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.34	0.22	0.04	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.60	0.52	0.16	--
总债务/EBITDA(X)	20.58	19.89	24.68	--
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.32	0.21	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.92	0.76	0.79	--

注：1. 公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2015 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：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。