



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】763 号

大公国际资信评估有限公司通过对松原市城市开发建设有限责任公司及“12 松原城开债/PR 松城开”、“14 松原城开债/14 松原债”的信用状况进行跟踪评级，确定松原市城市开发建设有限责任公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“12 松原城开债/PR 松城开”的信用等级维持 AA，“14 松原城开债/14 松原债”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年九月十一日



松原市城市开发建设有限责任公司主体与 相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】763 号

主体信用

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

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
12 松原城开债/PR 松城开	13	7	AA	AA
14 松原城开债/14 松原债	11	7	AA+	AA+

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2014	2013	2012
总资产	260.76	242.66	164.65
所有者权益	187.78	185.70	114.29
营业收入	8.16	4.29	5.40
利润总额	2.24	2.26	6.11
经营性净现金流	-1.29	2.93	4.93
资产负债率(%)	27.99	23.47	30.59
债务资本比率(%)	25.20	21.24	28.15
毛利率(%)	9.09	20.00	81.34
总资产报酬率(%)	0.86	0.93	3.71
净资产收益率(%)	1.11	1.14	4.45
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-0.30	1.40	2.34
经营性净现金流/总负债(%)	-1.98	5.46	12.14

评级小组负责人：李旭敏

评级小组成员：闫 铮

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

松原市城市开发建设有限责任公司（以下简称“松原城开”或“公司”）主要从事松原市城市开发建设的投融资及资金管理等工作。评级结果反映了松原市经济实力仍居吉林省前列，公司作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，得到松原市政府的有力支持等有利因素；同时也反映了石油开采业对松原市财政收入的影响仍然较大，公司有息债务规模继续增加，资产流动性易受土地变现能力的影响等不利因素。公司以其合法拥有的国有土地使用权对“14 松原城开债/14 松原债”提供抵押担保仍具有较强的增信作用。

综合分析，大公报对公司“12 松原城开债/PR 松城开”信用等级维持 AA，“14 松原城开债/14 松原债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 松原市地区经济继续保持增长，整体经济实力仍位居吉林省前列；
- 公司作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，在松原市城市开发建设中继续发挥重要作用；
- 公司继续得到松原市政府在财政补贴等方面的有力支持；
- 公司以其合法拥有的国有土地使用权对“14 松原城开债/14 松原债”提供抵押担保仍具有较强的增信作用。

不利因素

- 2014 年，松原市全市一般预算收入增速下降，市本级一般预算收入有所下降，石油开采业对松原市财政收入增长稳定性的影响仍然较大；
- 随着承建基础设施代建项目的投入增加，公司有息负债规模继续增加；
- 以土地存货为主的流动资产在总资产中的占比很高，公司资产流动性易受土地变现能力的影响；
- 本次跟踪期内，公司未按监管协议对作为“14 松原城开债/14 松原债”抵押资产的土地使用权价值进行评估，因此最新土地评估价值和相关比率无法进行准确判断。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的松原城开存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

松原城开成立于 2003 年 6 月，是经松原市人民政府（以下简称“松原市政府”或“市政府”）松政函【2003】56 号文批准，由市政府授权松原市国有资产管理委员会（以下简称“松原市国资委”）以松原市供热公司、松原市公共汽车公司和松原市炼油厂三家国有企业资产经营权的方式出资 1.00 亿元组建的国有独资企业。截至 2014 年末，公司注册资本为 9.60 亿元人民币，松原市国资委持有公司 100% 的股权，仍为公司实际控制人。

作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，2014 年公司继续负责松原市城市开发建设的投融资及资金管理等工作。截至 2014 年末，公司纳入合并范围的子公司共 1 家，即松原市利民投资股份有限公司（以下简称“利民投资”）。

大公承做的公司存续债券共计两期（详见表 1）。

表 1 目前大公承做的公司存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 松原城开债/PR 松城开	13 亿元	2012.08.29~2019.08.29	7 亿元用于松原市 2011~2013 年保障性安居工程建设项目；6 亿元用于松原市松花江流域城区段环境综合治理配套建设工程项目	已按募集资金要求使用
14 松原城开债/14 松原债	11 亿元	2014.12.04~2021.12.04	松原市老旧小区改造和中心城区内涝综合治理项目	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7% 和 7.4%，增速逐年放缓。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速持续收窄，2014



年公共财政预算收入增速仅为 8.6%，政府性基金收入仅为 3.5%。2015 年上半年，我国国民经济运行缓中趋稳，GDP 同比增速为 7.0%，较上年同期下降 0.4 个百分点，全国公共财政预算收入完成 7.96 万亿元，同比增长 6.6%；政府性基金预算收入完成 1.73 万亿元，同比下降 33.2%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力仍较大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响

2011 年以来我国全社会固定资产投资保持较快增长，基础设施建设不断推进，未来随着城镇化战略的推进，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资平台在我国城市建设领域发挥重要作用，其开展投融资业务所形成的债务是地方政府性债务的重要组成部分，截至 2013 年 6 月末融资平台债务占地方政府三类债务合计的 39%。2014 年以来国务院、财政部等在地方政府债务管理、平台融资模式等方面进行多次政策调整，调整城市建设投融资模式，推进地方政府债务甄别，明确融资平台各类债务的偿债主体，长期来看投融资平台面临整体的转型压力，转型过程中面临一定的风险分化，但由于融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内仍将发挥一定的投融资职能，融资平台债务整体仍将维持较高的安全度。

2014 年松原市地区经济继续保持增长，整体经济实力仍位居吉林省前列，但部分主要经济指标增速有所下滑；松原市经济对石油和天然气开采业的依赖程度仍然较大

2014 年，松原市整体经济规模继续保持增长，整体经济实力仍居吉林省第三位，仅次于长春市和吉林市。但受宏观经济形势影响，松原市部分主要经济指标增速有所下滑。

表2 2014年吉林省部分下辖地级市主要经济指标（单位：亿元、%）

地 区	GDP	人均GDP	公共财政预算收入	规模以上工业增加值	固定资产投资	全社会消费品零售总额
长春市	5,342.4	70,891	397.3	2,415.7	3,924.5	2,217.5
吉林市	2,730.2	63,732	131.2	833.5	2,304.9	1,197.1
松原市	1,740.0	61,988	62.5	712.3	1,168.1	556.5
四平市	1,289.0	39,285	57.9	598.9	767.8	503.8
通化市	1,070.7	48,176	83.7	—	871.4	439.7
延边州	900.8	41,941	88.0	427.5	729.9	449.1

数据来源：各市2014年国民经济与社会发展统计公报

同时，松原市产业结构继续得到调整，三次产业结构由2013年的16.1:47.5:36.4调整为15.6:47.1:37.3，第二产业对全市经济增长仍贡献较大，同时第三产业占比继续保持增长。2014年，松原市规模以上工业增加值增速继续放缓，全市继续保持了以石油和天然气开采业、农副产品加工、非金属矿物制品业、木材加工业和化学制品制造业等为支柱产业的产业结构，五大支柱产业2014年累计实现规模以上增加值520.3亿元，增长2.8%，占全市规模以上工业增加值的73.05%。其中，石油和天然气开采业作为松原市的支柱产业，仍对松原市规模以上工业增加值贡献最大，但上游勘探开发投资受国际油价长期地位运行的影响，动力严重不足，2014年，松原市石油和天然气开采业实现规模以上工业增加值208.1亿元，同比下降6.2%。松原市经济对石油和天然气开采业的依赖程度仍然较大。

表3 2012~2014年松原市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2014年		2013年		2012年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1,740.0	6.2	1,650.5	8.2	1,605.4	12.1
人均地区生产总值（元）	61,988	8.3	57,635	4.1	55,177	18.1
规模以上工业增加值	712.3	4.5	690.1	7.1	679.6	10.7
全社会固定资产投资	1,168.1	15.0	1,015.8	—	1,040.0	30.5
全社会消费品零售总额	556.5	8.1	514.8	13.6	453.1	16.6
进出口总额（万美元）	11,918.0	32.3	9,010.0	-32.1	13,274.0	25.2
三次产业结构	15.6:47.1:37.3		16.1:47.5:36.4		15.9:48.6:35.5	

数据来源：2012~2014年松原市国民经济和社会发展统计公报

综合来看，2014年，松原市地区经济仍保持增长，整体经济对石油和天然气开采业的依赖程度仍然较大。

地方政府财政分析

财政收入分析

2014 年，松原市全市一般公共预算收入增速下降，市本级一般公共预算收入受税收收入增速放缓、非税收入减少影响而有所下降；石油开采业对松原市财政收入的稳定性影响仍然较大

随着地区经济的发展，2014 年松原市地方可用财力保持增长，全市财政本年收入同比增长 6.20%。全市财政本年收入仍以地方财政收入为主。

表 4 2012~2014 年松原市地方财政本年收入表（单位：亿元）

项目		全市			市本级		
		2014 年	2013 年	2012 年	2014 年	2013 年	2012 年
财政本年收入	本年收入合计	200.33	188.64	173.11	71.05	70.91	67.65
	地方财政收入	81.99	77.61	72.95	43.68	42.26	42.52
	一般预算	62.51	62.00	58.00	31.48	33.33	32.26
	其中：税收收入	40.31	38.87	40.75	19.48	19.34	21.76
	非税收入	22.19	23.13	17.26	12.00	13.99	10.49
	基金预算	19.08	14.76	13.44	12.14	8.54	9.24
	预算外	0.41	0.85	1.51	0.06	0.39	1.02
	转移性收入	118.34	111.03	100.16	27.37	28.65	25.13
	一般预算	110.22	97.45	94.73	25.22	22.68	24.01
	基金预算	8.11	13.57	5.42	2.15	5.97	1.12
	预算外	0.01	0.01	0.01	-	-	-
	转移性收入	118.34	111.03	100.16	27.37	28.65	25.13
财政本年支出	本年支出合计	203.23	192.85	169.00	73.68	70.83	66.39
	地方财政支出	198.08	187.23	163.71	72.59	69.54	65.35
	一般预算	171.86	160.11	142.59	58.81	56.88	54.53
	基金预算	25.81	26.24	19.29	13.73	12.24	9.50
	预算外	0.41	0.88	1.83	0.05	0.42	1.32
	转移性支出	5.15	5.62	5.29	1.08	1.29	1.04
	一般预算	5.12	5.62	5.29	1.07	1.27	1.04
收支净额	本年收支净额	-2.90	-4.21	4.11	-2.63	0.08	1.26
	地方财政收支净额	-116.08	-109.62	-90.76	-28.91	-27.28	-22.83
	转移性收支净额	113.18	105.41	94.87	26.28	27.36	24.09

数据来源：根据松原市财政局提供资料整理

2014 年，松原市地方财政收入仍主要由一般公共预算收入构成，一般公共预算收入在地方财政收入中的占比为 76.23%，比重略有下降。同期，全市实现一般公共预算收入 62.51 亿元，增长 0.82%，增速下降。税收收入仍是一般预算收入的主要来源，2014 年同比增长 3.71%。营业税、城



镇土地使用税和契税仍在松原市税收收入中占比较大，2014 年上述三项税收在税收收入中的占比合计为 39.96%；石油开采业仍是松原市的主要税源行业，对原油行业征收的主要税种为增值税和资源税，2014 年全市增值税和资源税分别在税收收入中占比 15.07%和 14.97%。因此，原油价格及产量波动等对松原市地方财政收入的影响较大，对地方财政收入的稳定性产生一定影响。

松原市政府性基金收入仍主要由国有土地使用权出让收入构成，2014 年政府性基金收入同比大幅增加 29.25%，在地方财政收入中的占比同比上升 4.25 个百分点至 23.27%，全市地方财政对基金收入的依赖程度有所上升。

转移性收入仍是全市财政本年收入的主要构成部分，2014 年，转移性收入在财政本年收入中的占比分别为 59.07%，规模及占比均略有上升。

2014 年，松原市市本级地方可用财力保持增长但增速较低，市本级财政本年收入同比增加 0.20%，且仍以市本级地方财政收入为主。受税收收入增速放缓、国有资源有偿使用收入减少导致非税收入下降的影响，2014 年，松原市市本级一般预算收入同比下降 5.57%。其中，税收收入规模低速增长，同比增速仅为 0.73%。

松原市市本级政府性基金收入仍主要由国有土地使用权出让收入构成，2014 年市本级政府性基金收入同比大幅增加 42.06%，对基金收入的依赖程度有所上升。同期，转移性收入在市本级财政本年收入中的占比分别为 38.52%，规模及占比均有所下降，仍是市本级财政本年收入的主要构成部分。

综合而言，2014 年松原市市本级可用财力增速较低，石油开采业对松原市财政收入的影响仍然较大，影响地方财政收入增长的稳定性。

财政支出及政府债务

松原市财政支出规模继续保持增长，市本级刚性支出规模有所上升

根据松原市 2014 年国民经济和社会发展统计公报，2014 年松原市一般预算支出 171.86 亿元，增长 7.30%。同期松原市市本级财政支出持续扩大，市本级财政本年支出同比增加 4.02%。市本级一般预算支出结构中，狭义刚性支出¹和广义刚性支出²规模分别为 24.68 亿元和 31.66 亿元，在一般预算支出中的占比分别为 41.97%和 53.83%，市本级刚性支出规模均有所增加。

公司未提供松原市 2014 年末全口径及市本级政府债务数据。根据公司提供的政府性债务来源表，2013 年末松原市政府债务余额为 89.67

¹ 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

² 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目



亿元，其中未披露纳入政府债务的融资平台债务规模。

经营与政府支持

2014 年，公司营业收入和利润全部来自于委托代建业务，收入规模大幅增加；公司营业收入受项目建设和核算进度的影响，未来增长存在一定的不确定性

2014 年，公司实现营业收入 8.16 亿元，同比大幅增加 90.41%，营业收入及利润全部来自于政府委托代建业务，由于公司承建的棚户区改造等业务尚未进行竣工决算，同时目前无在建及已完工土地整理项目，因此未实现相关业务收入。2014 年，公司确认的委托代建业务收入全部来自于公司前期投资建设的松原市第二松花江大桥项目的回购收入。公司各业务板块收入易受项目建设及核算进度的影响，收入规模及未来增长存在一定的不确定性。

同期，公司毛利率大幅下降。2011~2012 年，公司业务主要以项目监督管理为主，营业收入及成本主要来自于建设项目的管理费收入及管理成本，因此保持了较高的毛利率³。2013 年，公司确认收入的项目均为负责具体建设的项目，公司将业务涉及的实际建设及管理成本确认为营业成本，同时由松原市财政局按照 20.00%的比例向公司支付代建管理费并确认为营业收入，因此公司毛利率大幅下降。2014 年，由于松原市政府对公司投资建设的松原市第二松花江大桥项目按确认移交工作量加 10%代建管理费用进行回购，造成公司业务毛利率大幅下降。

综合来看，公司 2014 年营业收入和利润全部来自于委托代建业务，整体收入规模大幅增加，同时受新增委托代建项目预留代建管理收益较少的影响，公司主营业务整体盈利水平有所下降。

³ 2012 年以前，公司针对承建的棚户区改造、城乡社区管理和土地整理等项目与市政工程局及松原市财政局签订委托代建管理三方协议，受松原市市政工程项目局委托负责建设项目的初期（规划设计、人员等）、工程建设、工程竣工验收、资产交付等管理任务，同时按项目概算收取定额的代建管理费。公司收取的代建管理费由松原市财政局定期结算支付，项目建设费用由市政工程局直接支付予项目建设单位。由于公司将项目前期及建设移交过程中产生的管理成本确认为营业成本，将收取的代建管理费确认为收入，因此保持了较高的毛利率。

表 5 2012~2014 年公司营业收入和毛利润情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	81,593	100.00	42,851	100.00	53,989	100.00
棚户区改造	-	-	28,369	66.20	21,600	40.01
城乡社区管理	-	-	-	-	10,000	18.52
土地整理	-	-	11,355	26.50	22,388	41.47
代建	81,593	100.00	3,127	7.30	-	-
毛利润	7,418	100.00	8,570	100.00	43,914	100.00
棚户区改造	-	-	5,674	66.20	16,526	37.63
城乡社区管理	-	-	-	0.00	8,130	18.51
土地整理	-	-	2,271	26.50	19,258	43.85
代建	7,418	100.00	625	7.30	-	-
毛利率	9.09		20.00		81.34	
棚户区改造	-		20.00		76.51	
城乡社区管理	-		-		81.30	
土地整理	-		20.00		86.02	
代建	9.09		20.00		-	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，在松原市城市建设与发展中仍具有重要地位

公司作为松原市最重要的基础设施建设投融资主体，继续负责松花江流域环境治理和保障房建设项目，在松原市城市建设与发展中具有重要地位。2014 年，公司主要完工项目有松原市松花江流域城区段环境综合治理配套建设工程项目，项目总投资达 17.71 亿元。

截至 2014 年末，公司主要在建项目为松原市老旧小区改造和中心城区内涝综合治理项目和吉林省 2013~2017 年棚户区改造一期建设项目，投资概算额度共计 42.63 亿元，已完成投资 21.48 亿元；同期，公司主要拟建项目临江区棚改项目，项目计划总投资额为 4.40 亿元。

表 6 截至 2014 年末公司承担的在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间
松原市老旧小区改造和中心城区内涝综合治理项目	251,127	79,351	2013.01~2016.06
吉林省 2013~2017 年棚户区改造一期建设项目	175,221	135,443	2014.04~2017.11
合计	426,348	214,794	-

数据来源：根据公司提供资料整理

综合而言，2014 年公司所承担的投融资建设业务对松原市地方经济社会的发展继续发挥着至关重要的作用。



2014 年，公司继续得到松原市政府在国有资产划拨和财政补贴等方面的有力支持

2014 年，作为松原市政府直属的国有独资公司，公司继续得到了松原市政府在财政补贴等方面的有力支持。

在财政补贴方面，由于公司承担市政基础设施投融资相关职能工作，根据松财办【2014】1963 号文，公司共收到松原市财政局拨付的市政基础建设专项财政补贴资金 1.60 亿元。

项目回购方面，根据松政函【2015】58 号文件，松原市政府对公司前期建设完成的松原市第二松花江大桥项目进行回购，回购金额以金额以松原市财政局确认的移交工作量加计 10% 代建管理费计算；2014 年，公司共实现代建业务收入 8.16 亿元。

综上所述，公司在 2014 年继续得到了松原市政府在国有资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。

公司治理与管理

2014 年，公司注册资本未发生变化，松原市国资委作为公司唯一出资人，对公司仍具有实际控制权。公司管理及治理体制较为稳定。随着松原市继续加大对城市基础设施建设的投入，未来公司将承担更多的投融资建设业务，公司仍面临良好的外部发展环境。作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，公司仍具有较强的区域专营优势，在松原市的未来发展中具有重要的作用，整体抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014 年财务报表。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2014 年末，公司资产规模继续保持增长，以土地存货为主的流动资产在总资产中的占比很高，资产流动性易受土地变现能力的影响

2014 年末，公司资产规模同比增长 7.46%，资产构成仍以流动资产为主。

公司流动资产仍绝大部分为存货，2014 年末，存货在流动资产中的占比为 85.10%，占比略有下降。公司存货仍主要为拟开发土地，2014 年末拟开发土地在存货中的占比为 94.09%，占比很高，使得公司资产流动性易受土地变现能力的影响。公司流动资产还包括少量的货币资金和其他应收款。公司货币资金主要为银行存款，2014 年末，货币资金不存在抵押、冻结等限制变现的情况。其他应收款主要为与松原市财政局、宁江区政府、松原市自来水公司等单位的往来款，2014 年末，

其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 63.88%，4~5 年占比 20.89%，5 年以上的占比 11.43%，部分其他应收款账龄较长；公司其他应收款未计提坏账准备。

表 7 2012~2014 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.23	5.07	8.70	3.59	9.08	5.52
存货	177.38	68.02	183.03	75.43	92.02	55.89
其他应收款	15.10	5.79	6.21	2.56	11.08	6.73
流动资产合计	208.44	79.94	197.94	81.57	112.19	68.14
固定资产	3.11	1.19	3.12	1.28	3.12	1.89
在建工程	49.16	18.85	41.56	17.13	49.30	29.94
非流动资产合计	52.32	20.06	44.72	18.43	52.46	31.86
总资产	260.76	100.00	242.66	100.00	164.65	100.00

公司非流动资产绝大部分为在建工程，2014 年末在建工程在非流动资产中的占比为 93.97%；公司在建工程主要是对松原市道路桥梁等基础设施建设支出，2014 年末受建设支出投入增加的影响，在建工程同比增加 18.30%。公司固定资产主要由市政设施、运输及办公设备构成，在总资产中的占比较小，2014 年末整体规模变化不大。

受限资产方面，公司的抵押资产主要为公司本部及子公司松原市利民投资股份有限公司依法享有的土地使用权，2014 年末，已抵押土地账面价值为 60.75 亿元，占公司存货的 34.25%。公司用于质押资产主要为松原市政府补贴的市政设施配套费、排污费、垃圾处理费收费权及土地收益权，同时包括公司与松原市政府签订的回购协议及委托代建协议项下享有的全部权益和收益。

综合而言，以土地存货为主的流动资产在公司总资产中的仍占比很高，资产流动性易受土地变现能力的影响。

资本结构

随着所承担城市基础设施代建项目的增加，2014 年公司负债规模继续扩大；有息债务规模继续增加，仍以长期有息债务为主

随着公司加大对市政项目建设投资力度，建设规模不断扩大，公司负债规模不断增加，2014 年末公司负债总额同比增加 28.14%。公司负债仍以非流动负债为主。

表 8 2012~2014 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	13.21	18.10	14.37	25.22	8.24	16.36
非流动负债合计	59.78	81.90	42.59	74.78	42.12	83.64
负债总额	72.99	100.00	56.96	100.00	50.36	100.00
总有息债务	63.26	86.67	50.08	87.93	44.77	88.91
一年内到期的非流动负债	3.48	4.77	7.49	13.15	2.65	5.26
长期借款	35.40	48.50	29.26	51.37	28.79	57.17
应付债券	24.38	33.40	13.33	23.40	13.33	26.47

公司流动负债规模及其在负债总额中的占比均较小。流动负债仍主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债。2014 年末，公司其他应付款为 7.43 亿元，同比增加 16.01%，主要为应付中国建筑第六工程局松原天河大桥项目部、松原市财政局和松原市土储中心的借款，应付中信鸿泰置业的土地款以及应付松原市市政发展有限责任公司的往来款；其中账龄主要集中在 1 年以内，占比为 36.39%。同期，一年内到期的非流动负债 3.48 亿元，其中质押借款 0.91 亿元、抵押借款 2.18 亿元、信用借款 0.39 亿元。

公司非流动负债仍全部为长期借款和应付债券，2014 年末，受融资规模增加的影响，长期借款同比增加 20.98%，主要新增用于松原市滨江新区综合开发项目的抵押借款及子公司利民投资获得的质押借款。2014 年末，公司应付债券为 2012 年 8 月发行的 13 亿元“12 松原城开债/PR 松城开”及 2014 年 12 月新发行成功的 11 亿元“14 松原城开债/14 松原债”。

2014 年末，公司有息债务规模继续增加，且在负债总额中仍保持较大占比。公司有息债务仍以长期有息债务为主，2014 年末，长期有息债务在总有息债务中的占比为 94.50%。由于公司承建了较多的长周期工程项目，对长期资金的需求较大。同期，公司资产负债率为 27.99%，同比增加 4.52 个百分点，但仍保持在较低水平。

2014 年末，公司流动比率为 15.78 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度仍然较高；同时，由于存货在公司流动资产中占比很高，流动资产变现能力较差，导致公司速动比率较低，2014 年末为 2.35 倍。同期，公司的长期资产适合率为 473.17%，长期资本对长期资产的覆盖程度仍较好。

2014 年末，公司所有者权益为 187.78 亿元，其中资本公积 155.86 亿元，规模基本保持稳定。

截至 2014 年末，公司对外担保余额为 10.14 亿元，担保比率为 5.40%。2014 年，公司新增对松原市供热公司、松原市哈达山发电有限公司和松原市天和投资股份有限公司的对外担保；其中松原市天和投资股份有限公司业务范围主要涉及房地产开发、市政工程项目、



城镇基础工程、污水处理等业务，松原市松港建设开发有限责任公司⁴和吉林金源投资集团有限公司⁵分别持有其 66.67%和 33.33%的股权。公司新增对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

表 9 截至 2014 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
松原市供热公司	10,000	2014.2.26~2024.2.25
松原市中西医结合医院	3,400	2012.3.30~2020.3.29
松原市哈达山发电有限公司	8,000	2014.3.25~2024.3.25
松原市天和投资股份有限公司	80,000	2014.3.25~2024.3.24
合计	101,400	-

预计未来 1~2 年，随着公司承担基础设施投资建设项目的增加，公司债务规模将持续扩大，有息债务公司总债务中占比较大。

盈利能力

受新增委托代建项目与政府约定的管理费有所降低的影响，公司业务毛利率水平大幅下降；政府补助仍是公司利润的主要来源

2014 年，公司营业收入全部来自于委托代建业务，受新增委托代建项目政府与公司约定的代建管理费有所降低的影响，公司主营业务整理盈利水平有所下降。

表 10 2012~2014 年公司收入及盈利情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	8.16	4.29	5.40
毛利率（%）	9.09	20.00	81.34
管理费用	0.02	0.02	0.02
财务费用	-0.01	-0.01	-0.01
营业利润	0.64	0.60	4.08
营业外收入	1.60	1.66	2.03
利润总额	2.24	2.26	6.11
净利润	2.08	2.11	5.09
总资产报酬率（%）	0.86	0.93	3.71
净资产收益率（%）	1.11	1.14	4.45

公司期间费用规模仍然较小，2014 年，公司期间费用为 115 万元，在营业收入中的占比仅为 0.14%。公司期间费用仍以管理费用为主，同时由于公司借款均用于项目建设，因此公司借款利息扣除相关利息收入全额资本化，未在计入财务费用的利息支出中体现，2014 年公司资本化利息支出为 4.30 亿元。同期，公司营业外收入全部来自于政府补

⁴ 松原市松港建设开发有限责任公司为松原市宁江区政府直接管理的国有独资企业，主要负责港口配套设施建设。

⁵ 吉林金源投资集团有限公司原名吉林市元宝经贸有限公司，自然人独资。



助，2014 年公司获得的政府补助占利润总额的 71.51%，仍是公司利润的主要来源。

预计未来 1~2 年，公司营业收入受项目建设和核算进度的影响，未来增长具有一定的不确定性，政府补贴仍是公司利润的主要来源。

现金流

2014 年，公司经营性净现金流转为净流出，对债务缺乏保障能力，公司经营性净现金流易受项目建设及财政资金到位情况影响

公司经营性净现金流易受项目建设进度及财政资金到位情况影响。2014 年，由于公司支付项目往来款等规模大幅增，公司经营性净现金流转为净流出；经营性净现金流/总负债和经营性净现金流/流动负债分别为-1.98%和-9.35%，对债务缺乏保障能力。

表 11 2012~2014 年公司现金流及部分偿债指标概况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	-1.29	2.93	4.93
投资性净现金流	-3.79	-6.08	-11.81
筹资性净现金流	9.60	2.77	14.55
经营性净现金流/流动负债	-9.35	25.92	55.26
经营性净现金流/总负债	-1.98	5.46	12.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.30	1.40	2.34

由于投资建设项目较多，2014 年，公司投资性净现金流仍为净流出。由于公司投资规模较大，公司投资需求仍主要依靠筹资性现金流予以保障。同期，公司筹资性净现金流为 9.60 亿元。

综合来看，2014 年公司经营性净现金流对债务缺乏保障能力；随着投资项目的增加，投资性现金流仍将保持较大规模的净流出。

偿债能力

2014 年，随着公司承担的城市基础设施代建项目的增加，公司资产和负债规模均继续保持增长，但土地存货在总资产中的占比较高，资产流动性易受土地变现能力的影响。2014 年公司营业收入全部来自于委托代建项目，整体收入规模有大幅提升，同时受新增委托代建项目与政府约定的管理费有所降低的影响，公司业务毛利率水平大幅下降；同期，经营性净现金流转为净流出，对债务缺乏保障能力。作为松原市最重要的城市基础设施建设投融资主体，公司继续得到地方政府在财政补贴等方面的有力支持，有助于公司偿债能力的提升，整体来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2015 年 1 月 5



日，公司本部未发生信贷违约情况。截至本报告出具日，公司于 2012 年 8 月在债券市场发行的 13 亿元 7 年期“12 松原城开债/PR 松城开”已兑付本金 2.6 亿元，已到期利息均按时支付；于 2014 年 12 月发行的 11 亿元 7 年期“14 松原城开债/14 松原债”尚未到本息支付日。

担保分析

公司以其合法拥有的国有土地使用权作为抵押资产，为“14 松原城开债/14 松原债”的还本付息提供抵押担保，仍具有较强的增信作用；本次跟踪期内，公司未按监管协议约定对作为“14 松原城开债/14 松原债”抵押资产的土地使用权价值进行评估，因此最新土地评估价值和相关比率无法进行准确判断

公司以其合法拥有的 76 宗国有土地使用权为“14 松原城开债/14 松原债”的还本付息提供抵押担保，抵押权人为“14 松原城开债/14 松原债”全体持有人。根据公司与国家开发银行股份有限公司吉林省分行签订的《抵押资产监管协议》（以下简称“监管协议”）约定，在“14 松原城开债/14 松原债”存续期间，公司应聘请经抵押地址监管人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估，年度评估报告的基准日期应为每年 12 月 31 日，年度评估报告的出具时间应为每年 4 月 30 日前。本次跟踪期内，公司未按监管协议约定对作为“14 松原城开债/14 松原债”抵押资产的土地使用权价值进行评估，因此最新土地评估价值、抵押资产价值与该期债券未偿还本息比率无法进行准确判断。

根据吉林省吉港房地产咨询评估有限公司出具的《土地估价报告》⁶（吉港土评【2013】估字第 015 号～第 090 号）公司用于“14 松原城开债/14 松原债”抵押的 76 宗土地评估总价值为 384,980.76 万元（估价基准日为 2013 年 10 月 26 日），抵押资产价值为“14 松原城开债/14 松原债”发行总额的 3.50 倍，对本期债券未偿还本息的覆盖比率为 3.31 倍。

综合来看，公司以其合法拥有的国有土地使用权为“14 松原城开债/14 松原债”的还本付息提供抵押担保，仍具有较强的增信作用。本次跟踪期内，公司未按监管协议对作为“14 松原城开债/14 松原债”抵押资产的土地使用权价值进行评估，因此最新土地评估价值和相关比率无法进行准确判断。

结论

2014 年，松原市整体经济实力位居吉林省前列。作为松原市最重

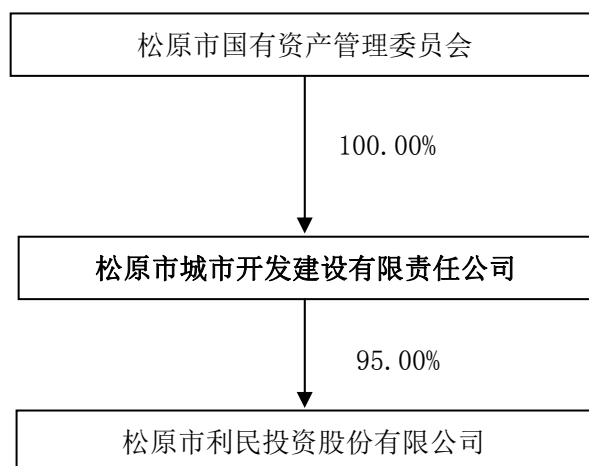
⁶ 本次抵押担保土地受托评估机构为吉林省吉港房地产咨询评估有限公司，合作估价机构为松原市天顺地产评估有限责任公司，所出具《土地估价报告》的合作估价机构估价报告编号为松天顺（2013）（估）字第 456 号～531 号。



要的城市基础设施建设投融资主体，公司承担了较多的城市开发建设的投融资任务，在松原市地区经济和社会的发展过程中发挥着重要作用，并得到了松原市政府在国有资产划拨和财政补贴等方面的有力支持。但同时，松原市经济以石油和天然气开采等产业为主，石油开采业对松原市财税收入的稳定性影响较大；以土地存货为主的流动资产在总资产中占比很高，使得公司资产流动性容易受到土地变现能力的影响；公司有息负债规模继续增加。公司以其合法拥有的国有土地使用权对“14 松原城开债/14 松原债”提供抵押担保仍具有较强的增信作用。本次跟踪期内，公司未按监管协议对作为“14 松原城开债/14 松原债”抵押资产的土地使用权价值进行评估，因此最新土地评估价值和相关比率无法进行准确判断。预计未来 1~2 年，公司在松原市城市开发建设中仍将发挥重要作用。

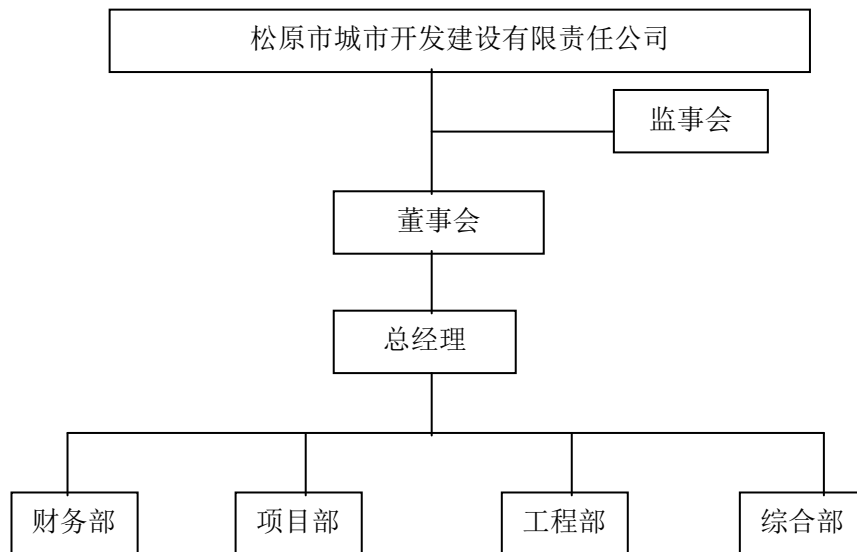
综合分析，大公对公司“12 松原城开债/PR 松城开”信用等级维持 AA，“14 松原城开债/14 松原债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 年末松原市城市开发建设有限责任公司股权结构图





附件2 截至2014年末松原市城市建设有限责任公司组织结构图



附件 3 松原市城市建设开发有限责任公司主要财务指标表

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	132,252	87,038	90,833
其他应收款	151,019	62,116	110,806
存货	1,773,775	1,830,253	920,237
流动资产合计	2,084,427	1,979,407	1,121,876
在建工程	491,647	415,603	493,016
非流动资产合计	523,183	447,154	524,588
总资产	2,607,610	2,426,561	1,646,465
占资产总额比%			
货币资金	5.07	3.59	5.52
其他应收款	5.79	2.56	6.73
存货	68.02	75.43	55.89
流动资产合计	79.94	81.57	68.14
在建工程	18.85	17.13	29.94
非流动资产合计	20.06	18.43	31.86
负债类			
其他应付款	74,326	64,070	39,366
一年内到期的非流动负债	34,810	74,910	26,510
流动负债合计	132,079	143,675	82,384
长期借款	354,003	292,610	287,920
应付债券	243,773	133,295	133,295
非流动负债合计	597,776	425,905	421,215
负债合计	729,854	569,580	503,599
占负债总额比 (%)			
其他应付款	10.18	11.25	7.82
一年内到期的非流动负债	4.77	13.15	5.26
流动负债合计	18.10	25.22	16.36
长期借款	48.50	51.37	57.17
应付债券	33.40	23.40	26.47
非流动负债合计	81.90	74.78	83.64
权益类			
少数股东权益	496	497	500
实收资本 (股本)	96,000	96,000	96,000
资本公积	1,558,596	1,558,596	865,575
盈余公积	22,270	20,190	18,079
未分配利润	200,393	181,698	162,712
归属于母公司的所有者权益	1,877,259	1,856,484	1,142,366
所有者权益合计	1,877,755	1,856,981	1,142,866

附件 3 松原市城市建设有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
损益类			
营业收入	81,593	42,851	53,989
营业成本	74,175	34,281	10,074
管理费用	198	216	200
财务费用	-83	-57	-142
营业利润	6,374	6,012	40,833
政府补助	16,000	16,590	20,312
营业外收支净额	16,000	16,590	20,280
利润总额	22,374	22,602	61,113
所得税	1,600	1,507	10,201
净利润	20,774	21,094	50,913
占营业收入比%			
营业成本	90.91	80.00	18.66
管理费用	0.24	0.50	0.37
财务费用	-0.10	-0.13	-0.26
营业利润	7.81	14.03	75.63
利润总额	27.42	52.74	113.20
净利润	25.46	49.23	94.30
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-12,887	29,301	49,315
投资活动产生的现金流量净额	-37,878	-60,842	-118,076
筹资活动产生的现金流量净额	95,979	27,745	145,503
财务指标			
EBIT	22,374	22,602	61,113
EBITDA	22,389	22,620	61,128
总有息债务	632,586	500,815	447,725
毛利率（%）	9.09	20.00	81.34
营业利润率（%）	7.81	14.03	75.63
总资产报酬率（%）	0.86	0.93	3.71
净资产收益率（%）	1.11	1.14	4.45
资产负债率（%）	27.99	23.47	30.59
债务资本比率（%）	25.20	21.24	28.15
长期资产适合率（%）	473.17	510.54	298.15

附件 3 松原市城市开发建设有限责任公司主要财务指标（续表 2）

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
流动比率（倍）	15.78	13.78	13.62
速动比率（倍）	2.35	1.04	2.45
保守速动比率（倍）	1.00	0.61	1.10
存货周转天数（天）	8,745.83	14,442.22	30,914.42
经营性净现金流/流动负债（%）	-9.35	25.92	55.26
经营性净现金流/总负债（%）	1.98	5.46	12.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.30	1.40	2.34
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.52	1.08	2.90
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.52	1.08	2.90
现金比率（%）	100.13	60.58	110.26
现金回笼率（%）	66.44	100.00	100.00
担保比率（%）	5.40	0.18	0.30

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。