

信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪0337 号

本溪市城市建设投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

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

二零一六年六月二十八日

本溪市城市建设投资发展有限公司 2016 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~2016 年 6 月 25 日	A-1	A-1

概况数据

本溪城投（合并口径）	2013	2014	2015	2016.3
总资产（亿元）	281.72	323.04	394.31	425.16
所有者权益合计（亿元）	158.29	160.31	166.32	166.38
总负债（亿元）	123.43	162.73	228.00	258.78
总债务（亿元）	101.22	126.89	145.47	143.91
营业总收入（亿元）	20.41	24.79	23.76	5.78
净利润（亿元）	4.34	4.40	4.75	0.06
EBIT（亿元）	4.61	4.64	5.03	--
EBITDA（亿元）	5.09	5.14	5.54	--
经营活动净现金流（亿元）	3.52	1.04	-1.03	-11.07
营业毛利率(%)	8.37	7.32	12.15	9.11
总资产收益率(%)	1.64	1.53	1.40	--
资产负债率(%)	43.81	50.37	57.82	60.87
总资本化比率(%)	39.00	44.18	46.66	46.38
总债务/EBITDA(X)	19.89	24.68	26.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.76	0.79	0.49	--

注：1. 公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2016 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：刘建超 jeliu@ccxi.com.cn

项目组成员：李正田 zhtli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 28 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**。

2015 年，政府给予持续较大支持、公司获得地方政府一类债务置换额度、货币资金充足、房地产收入同比大幅上升、营业利润扭亏等因素对公司的发展起到了积极作用；同时中诚信国际也关注到本溪市区域经济下滑、财政收入同比下降、公司新增债务规模较大、其他应收款同比增幅较大等因素对公司未来发展和整体信用状况的影响。

优势

- 政府给予公司持续较大支持。作为本溪市城市基础设施的建设主体，以及供水、公交客运等公用事业的经营主体，公司持续得到本溪市政府的较大支持，2015 年公司获得政府补贴 4.32 亿元。
- 公司获得地方政府一类债务置换额度，货币资金充足。截至 2015 年末，公司共完成地方政府一类债务置换 31.52 亿元，2016 年尚有 35.40 亿元地方债额度用于债务置换。截至 2016 年 3 月末，公司账面货币资金达 49.08 亿元。
- 房地产收入同比大幅上升，营业利润扭亏。公司房地产业务具有土地成本优势，2015 年实现房地产收入 4.93 亿元，同比大增 61.64%，在一定程度上弥补了公司当年代建等收入的下降对营业总收入的影响。2015 年由于公司毛利率增幅较大，期间费用同比下降，营业利润实现扭亏。

关注

- 本溪市区域经济下滑，财政收入同比下降。在宏观经济整体下行和钢铁等产业不景气的影响下，本溪市经济增速下滑。2015 年本溪市实现地区生产总值 1,164.62 亿元，绝对数值同比下降；2015 年本溪市实现一般公共预算收入 53.50 亿元，同比下滑 58.80%。根据 2016 年财政预算（草案），本溪市财政收入计划在 2016 年能实现止降回升，中诚信国际将持续关注。
- 公司新增债务规模较大。据公司提供的资料，公司 2015 年新增约 28 亿元债务，存续期限为 2~7 年，该部分债务未纳入地方政府债务置换计划。中诚信国际将持续关注该部分债务的偿还情况。
- 其他应收款同比增幅较大。截至 2015 年末，公司其他应收款为 83.98 亿元，同比增长 71.58%，主要系 2014 年和 2015 年纳入国家计划的棚户区改造项目对项目实施单位转借款增幅较大。截至 2016 年 3 月末，公司其他应收款进一步增至 93.26 亿元。中诚信国际将持续关注其他应收款的回收状况。

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，充分履行了实地调查和诚信义务，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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、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，中诚信国际在债务融资工具存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

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。“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）。“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 2016 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 7 亿元，其中已投入募集资金 7 亿元。桓仁满族自治县廉租房工程总投资 4.53 亿元，截至 2016 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 1 亿元，其中已投入募集资金 1 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 2016 年 3 月末，该项目拆迁工作还在进行中，已完成投资 1 亿元，已投入募集资金 1 亿元。

基本分析

受宏观经济下行、钢铁等产业不景气、做实财政收入等多方面因素影响，2015 年本溪市区域经济下滑，财政收入同比下降

2015 年以来，在宏观经济整体下行和钢铁等产业不景气的影响下，本溪市经济增速下滑。2015 年本溪市全年实现地区生产总值 1,164.62 亿元，相比 2014 年的 1,171.16 亿元，绝对数值下降，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。2015 年，本溪市规模以上工业增加值比上年下降 3.0%。按主要行业看，冶金支柱业实现工业增加值下降 4.59%；钢铁深加工实现工业增加值增长 3.45%；装备制造业实现工业增加值增长 3.49%；建材产品制造业实现工业增加值下降 2.66%；医药制造业实现工业增加值下降 2.57%；农副产品加工业实现工业增加值增长 50.06%。2015 年，本溪市全年完成固定资产投资 885.2 亿元，同比下降 34.0%。

受区域经济持续下滑影响，2015 年本溪市财政收入同比下降。2015 年本溪市一般预算收入为 53.50 亿元，同比下滑 58.80%，其中税收收入为 38.77 亿元，同比下滑 59.40%；非税收入 14.73 亿元，同比下降 57.00%。2015 年，本溪市一般预算

支为 132.28 亿元，一般预算收入/一般预算支出为 40.17%，财政平衡率变差。基金预算收入方面，受房地产不景气影响，2015 年本溪市实现基金预算收入 10.83 亿元，同比大降 70.26%。

表 1：2014~2015 年本溪市地方财政收支主要指标（亿元）

	2014	2015
一般预算收入	129.83	53.50
其中：税收收入	95.54	38.77
转移性收入	79.07	79.55
政府性基金收入	36.41	10.83
一般预算支出	185.84	133.18

资料来源：公司提供

表 2：本溪市 2015 年一般预算收入下降主要影响因素分析

主要影响因素	影响百分点	具体原因
宏观经济下行	-36.9	钢材市场产能过剩，制造业税收预计下降 16%；铁粉价格持续低迷，采矿业预计下降 52%；房地产市场不景气，房地产业预计下降 37%，建筑业预计下降 30%。全市与经济直接相关的五项主体税收预计减收 7.7 亿元，城建税和教育附加等预计减收 0.6 亿元；新开工项目少，耕地占用税减收 20.8 亿元；资产交易规模大幅萎缩，国有资产收益比上年减少 18.8 亿元。
做实财政收入	-17.4	按照全省统一要求，做实财政收入，为财政收支提质增效打基础；通过真正反映地方财政实际困难，能够争取国家和省对我市更多的转移支付补助政策支持，减轻与收入规模直接挂钩的各项上解上级支出，为财政持续发展卸去包袱。
落实减税降费政策	-4.5	资源税减半征收是主要因素，全年预计减收 4.5 亿元；为减轻企业负担，落实省政府取消、缓征部分收费和基金政策，全市非税收入预计减收 1.3 亿元。
合计	-58.8	--

资料来源：《关于本溪市2015年预算执行情况和2016年预算（草案）的报告》（以下简称“预决算报告”）

根据预决算报告，本溪市 2015 年一般预算收入同比下降的主要受宏观经济下行、做实财政收入、落实减税降费政策等 3 个方面因素影响，分别导致一般预算收入同比下降 36.9 个百分点、17.4 个百分点和 4.5 个百分点。但根据本溪市 2016 年预算（草案），2016 年全市一般公共预算收入安排 56.18 亿元，同比增长 5%。其中，税收收入 41.29 亿元，增长 6.5%；非税收入 14.88 亿元，增长 1%。2016 年全市政府性基金收入安排 15.97 亿元，同比增长 47.5%。

总体看，受宏观经济下行、钢铁等产业不景气、做实财政收入等多方面因素影响，2015 年本溪市区域经济下滑，财政收入同比下降。但根据本溪市 2016 年预算（草案），本溪市财政收入计划在 2016 年能实现止降回升。而国内宏观经济下行趋势未见明显改善，钢铁、房地产等产业仍处于调整中，本溪市减税降费政策或将持续，2016 年本溪市财政收入达成预算实现恢复存在一定的不确定性，中诚信国际将持续关注。

2015 年公司新增代建项目较少，代建收入有

所下降，未来仍有一定的投资压力；供水、交通运营等公用事业运营相对平稳

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。2015 年公司新增代建项目较少，主要针对续建项目有所投入，全年实现代建收入 12.77 亿元，同比有所下降，公司目前投入在棚户区改造项目，未来新增项目将采用政府购买服务或 PPP 模式，中诚信国际将持续关注。截至 2016 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 130.32 亿元，已投资 69.35 亿元，尚需投资 60.97 亿元，未来仍有一定的投资压力。

表 3：截至 2016 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
沈本一体化	2 年	117,688	90,000
桓仁东边道	3 年	29,700	20,000
道路和桥梁	3 年	80,328	60,000
沈溪新城	2 年	102,402	80,000
本溪市沈丹客运专线	5 年	200,000	100,000
钢铁园项目	2 年	102,858	17,500
国有工矿棚户区改造工程	2 年	126,203	50,400

二期棚户区改造	2 年	169,900	35,000
药业项目	2 年	240,108	157,700
14 年棚改	3 年	134,000	82,926
合计		1,303,187	693,526

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月末，本溪市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）供水能力为 43 万吨/日，同比无变化。本溪市 2015 年供水价格同比无变化。2015 年自来水公司年售水量为 5,069 万吨，水费收入为 1.32 亿元，同比略有增长。2016 年 1~3 月，自来水公司年售水量为 1,404 万吨，水费收入为 0.40 亿元。

表 4：2014~2016 年 3 月自来水公司经营情况

	2014	2015	2016.3
供水能力（万吨/日）	43.00	43.00	43.00
售水量(万吨/年)	4,986	5,069	1,404
供水成本(元/吨)	2.67	2.61	2.82
供水管线长度（公里）	840	961	961

注：2016 年 1~3 月供水能力经年化处理。

资料来源：公司提供

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。

截至 2016 年 3 月底本溪客运集团有限公司（以下简称“客运公司”）有运营线路 95 条，运营车辆 792 台。2015 年及 2016 年 1~3 月，客运公司分别实现运营班次 435 万次和 104 万次，运送旅客量分别为 23,969 万人次和 5,765 万人次，分别实现交通运输收入 2.28 亿元和 0.52 亿元。

表 5：2013 年~2016 年 3 月客运公司经营情况

	2013	2014	2015	2016.3
运营车辆保有量（辆）	850	800	806	792
运营线路（条）	93	94	97	95
运营班次（万次）	472	441	435	104
运送旅客量（万人次）	28,550	25,915	23,969	5,765

资料来源：公司提供

总体来看，公司的供水、交通运营等公用事业业务在本溪市具有一定的垄断地位，运营相对稳定，能为公司带来比较稳定的现金流。公司新增代建项目较少，代建收入同比有所下降，中诚信国际对公司未来新增基础设施建设项目业务模式表示

关注。

2015 年公司房地产收入同比增幅较大，在一定程度上弥补了公司当年代建等收入的下降对营业总收入的影响

公司目前已完工在售的房地产项目主要为建工富祥家园，该住宅项目 2015 年售出面积达 7.5 万平方米，实现销售收入 2.80 亿元，剩余可出售面积为 11 万平方米。目前公司在建房地产项目主要是建工玉龙湖，该住宅项目总投资 4.70 亿元，截至 2016 年 3 月末已投资 3 亿元，2015 年售出面积达 2.66 万平方米，实现销售收入 1.25 亿元，剩余可出售面积为 6.09 万平方米。2015 年公司实现房地产销售收入 4.93 亿元，同比大增 61.64%。2016 年 1~3 月，公司实现房地产销售收入 1.20 亿元。公司房地产项目所用土地多为早期取得，初始成本较低，相对于本溪市其他房地产开发商具有成本优势。近期公司房地产项目平均售价大约为 3,900 元/平方米，相对于周边其他楼盘价格优势明显，故在房地产业整体下行的背景下，公司的房地产收入仍能保持持续较快增长。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。

表 6：截至 2016 年 3 月末公司主要已完工在售房地产项目情况

项目名称	项目性质	2015 年售出面积（平方米）	2015 年实现销售收入（万元）	剩余可出售面积（平方米）
建工富祥家园	住宅	75,000	28,000	110,000

资料来源：公司提供

表 7：截至 2016 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况

项目名称	项目性质	2015 年售出面积（平方米）	2015 年实现销售收入（万元）	建成后剩余可出售面积（平方米）	总投资（万元）	已投资（万元）
建工玉龙湖	住宅	26,623	12,500	60,900	47,000	30,000

资料来源：公司提供

总体来看，2015 年公司房地产收入同比增幅较大，在一定程度上弥补了公司当年代建等收入的下降对营业总收入的影响。相比本溪市其他房地产开

发商，公司的房地产项目具有土地成本优势，但房地产市场和低成本土地的运作具有一定的不确定性，中诚信国际保持持续关注。

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 2013~2015 年度审计报告报告及公司提供的未经审计的 2016 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 2016 年 3 月底，共有 13 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 8：2013~2015 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
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			
2015 年			
本溪市泰和城建有限公司	500	100%	增加

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

盈利能力

2015 年，公司实现营业总收入 23.75 亿元，同比略降 4.20%，主要系代建收入下降影响。代建收入仍为营业总收入的最大构成部分，2015 年公司实现代建收入 12.77 亿元，同比下降 17.82%。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，最近平均售价大约为 3,900 元/平方米，在当地具有明显价格优势，主要系相关土地成本较低。2015 年公司实现房地产收入 4.93 亿元，同比大增 61.64%，在一定程度上弥补了公司当年代建等收入的下降对营业总收入的影响。2015 年公司供水、交通运营等公用事业收入规模相对稳定。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 5.78 亿元，同比下

降 37.11%。

表 9：2013~2016 年 3 月公司营业总收入构成（亿元）

	2013	2014	2015	2016.3
代建	10.07	15.54	12.77	3.19
交通运营	2.63	2.50	2.28	0.52
房地产	3.27	3.05	4.93	1.20
供水	1.47	1.31	1.32	0.40
管道安装	0.53	0.13	0.09	0.02
建筑工程	1.08	1.07	0.95	0.10
其他	1.28	1.19	1.41	0.35
合计	20.33	24.79	23.75	5.78

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，2015 年为 3.12%，同比有所下降。2015 年公司房地产业务实现毛利率 30.18%，同比大幅上升。2015 年公司营业毛利率为 12.15%，同比上升 4.84 个百分点。2016 年 1~3 月，公司营业毛利率为 9.11%。

表 10：2013~2016 年 3 月公司主营业务毛利率（%）

	2013	2014	2015	2016.3
代建	2.97	3.44	3.12	3.13
交通运营	15.63	18.16	11.74	10.25
房地产	11.51	13.55	30.18	20.11
供水收入	7.65	8.37	12.33	13.25
管道安装	14.48	43.72	36.74	38.26
建筑工程	8.39	10.28	10.83	11.02
其他	20.90	11.06	30.73	20.65
合计	8.04	7.31	12.15	9.11

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2015 年，公司三费合计为 1.84 亿元，同比有所下降，三费收入占比下降至 7.75%。2016 年 1~3 月，公司三费合计 0.43 亿元，三费收入占比为 7.38%。

表 11：2013~2016 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

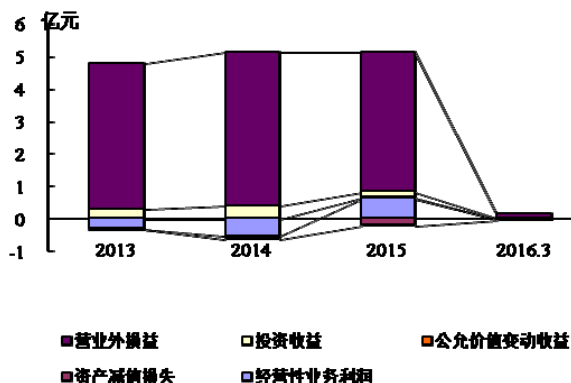
	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	0.01	0.02	0.03	0.01
管理费用	1.50	1.95	1.75	0.40
财务费用	0.12	0.06	0.06	0.02
三费合计	1.63	2.04	1.84	0.43
营业总收入	20.41	24.79	23.76	5.78
三费收入占比	7.98%	8.21%	7.75%	7.38%

资料来源：公司财务报告

2015 年，公司利润总额为 4.94 亿元，同比增

长 9.78%。从利润总额的构成来看，公司利润总额对补贴收入的依赖很大，2015 年公司获得政府补贴 4.32 亿元。2015 年公司获得投资收益 0.16 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 年由于公司毛利率增幅较大，期间费用同比下降，营业利润实现扭亏。2016 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.13 亿元，当期投资收益为 0.02 亿元。

图 1：2013~2016 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，2015 年公司交通运营、供水等业务收入相对稳定，代建收入受工程进度和政府政策影响，同比有所下滑，房地产收入大幅增长。公司营业利润实现扭亏，但利润总额对补贴收入的依赖仍很大。

偿债能力

2015 年公司收到的代建工程回款和项目建设支出规模同比变动不大，但同本溪市财政局等单位的往来款规模同比增幅较大，使得经营活动净现金流转负，为 -1.03 亿元。2015 年公司投资活动净现金流为 -21.71 亿元，主要系在建工程续建投入。2015 年公司加大筹资力度，主要通过发行债券融资，筹资活动现金净流入规模达 77.18 亿元。

2015 年公司加大筹资力度，公司债务总额增长较快，资产负债率和总资本化比率分别上升至 60.87% 和 46.38%。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 143.91 亿元，其中长期债务占总债务比重为 87.94%。公司的偿债来源除公用事业、房地产等经营性业务收入外，还有本溪市政府财政资金的大力支持，包括财政补贴、代建收入等。另外，公司 2015

年下半年开始进行地方政府一类债务置换，截至 2015 年末，公司共完成置换 31.52 亿元（计入“应付债券-地方政府置换债券”），降低了偿债压力。截至 2015 年末，公司其他应收款为 83.98 亿元，同比增长 71.58%，主要系 2014 年和 2015 年纳入国家计划的棚户区改造项目对项目实施单位转借款增幅较大。截至 2016 年 3 月末，公司其他应收款进一步增至 93.26 亿元。中诚信国际将持续关注其他应收款的回收状况。

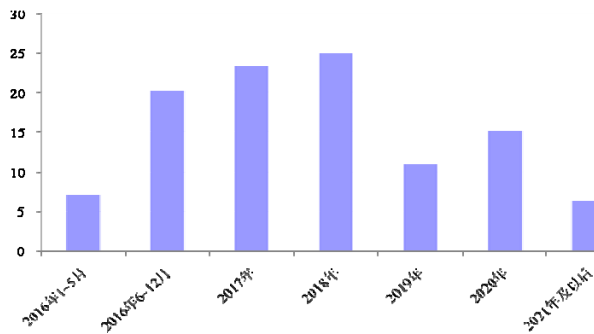
表 12：2013~2016 年 3 月公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.3
长期债务(亿元)	85.11	101.89	126.56	126.56
总债务(亿元)	101.22	126.89	145.47	143.91
经营活动净现金流(亿元)	3.52	1.04	-1.03	-11.07
EBITDA(亿元)	5.09	5.14	5.54	--
利息支出(亿元)	6.74	6.53	11.37	--
总债务/经营活动净现金流(X)	28.72	121.76	-140.78	--
总债务/EBITDA(X)	19.89	24.68	26.24	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.52	0.16	-0.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	0.79	0.49	--

资料来源：公司财务报告

从截至 2015 年末公司未来债务到期分布来看，2016~2018 年为公司偿债高峰，每年平均需偿还 25 亿元左右，其中 2016 年债务到期额为 27.30 亿元。据公司提供的资料，除 2015 年新增的约 28 亿元债务（存续期限为 2~7 年）尚未纳入地方政府债务外，公司其余债务已全部纳入地方政府一类债务，并将在以后年度由辽宁省发债置换，其中，公司 2016 年尚有 35.40 亿元地方债额度用于债务置换。截至 2016 年 3 月末，公司账面货币资金达 49.08 亿元，为公司的短期债务偿还提供了保障。中诚信国际将持续关注公司后续地方政府一类债务置换的落实进度。

图 2: 公司未来债务到期分布情况



注：已剔除地方政府一类债务已置换的部分。

资料来源：公司提供

公司与银行的合作关系良好。截至 2016 年 3 月末，公司银行授信额度 79.51 亿元，尚未使用额度 11.00 亿元。

受限资产方面，截至 2016 年 3 月末，公司通过抵押质押账面价值共计 61.96 亿元的土地所有权、长期股权投资、房产等资产共获得借款 53.36 亿元。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保金额为 30.41 亿元，占净资产比重为 18.28%，被担保方多为本溪市国有企业和事业单位，代偿风险相对较小。

表 13: 截至 2015 年末公司对外担保情况

被担保方	担保金额 (亿元)
辽宁药都发展有限公司	18.00
本溪市科态污水处理有限责任公司	3.31
本溪市中医院	0.48
本溪市中心医院	4.13
本溪市卫生局	1.49
本溪市第一中学	0.48
本溪市高级中学	0.48
本溪九鼎云旅游有限公司	0.24
本溪满族自治县民泰服务有限公司	1.80
合计	30.41

资料来源：公司财务报告

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。

评级展望

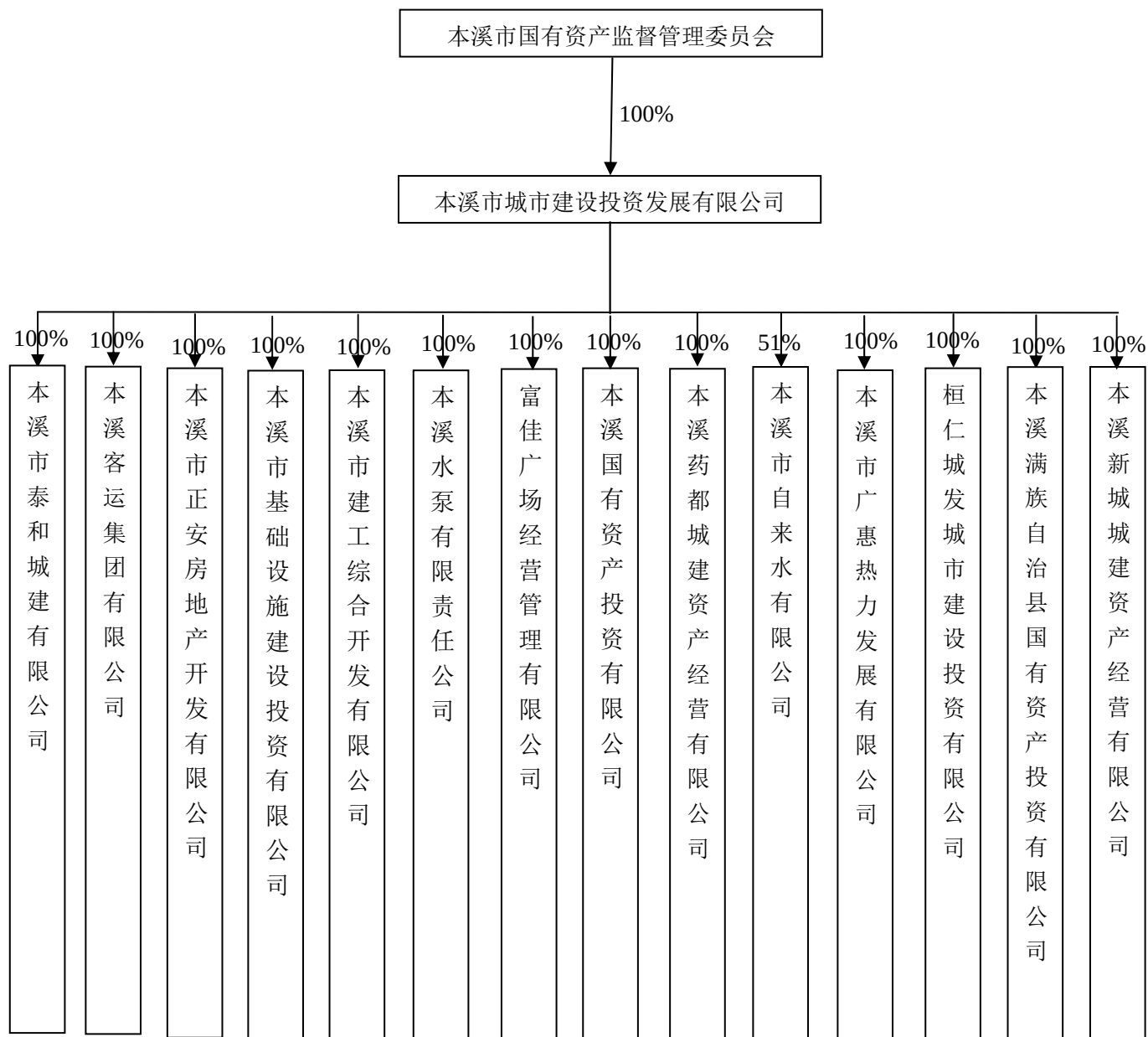
2015 年，政府给予持续较大支持、公司获得地方政府一类债务置换额度、货币资金充足、房地产收入同比大幅上升、营业利润扭亏等因素对公司的发展起到了积极作用；同时中诚信国际也关注到本溪市区经济下滑、财政收入同比下降、公司新增债务规模较大、其他应收款同比增幅较大等因素对公司未来发展和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司信用水平在未来一段时期内将保持稳定。

结论

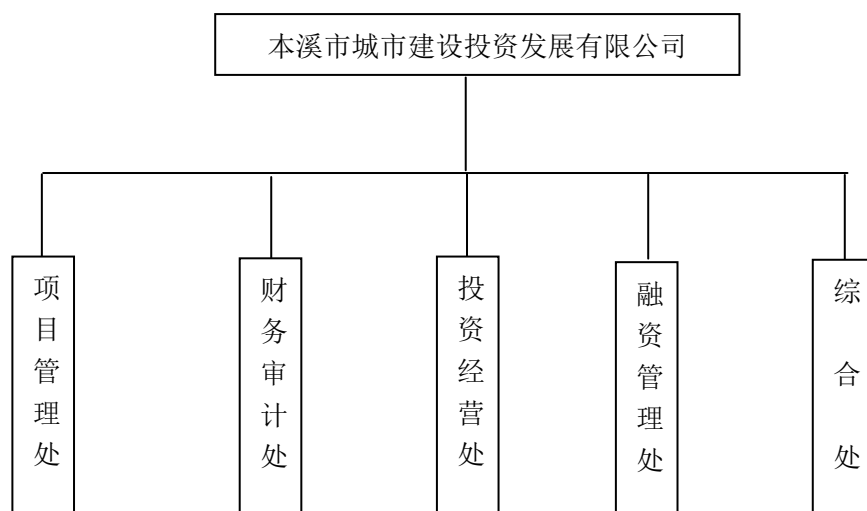
综上，中诚信国际维持本溪市城市建设投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“10 本溪债”、“11 本溪债”和“15 本溪债”的信用等级为 **AA**；维持“15 本溪城建 CP001”的信用等级为 **A-1**。

附一：本溪市城市建设投资发展有限公司股权结构图（截至 2016 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 2016 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	101,161.75	360,797.51	361,133.75	490,846.38
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	132,318.22	224,508.46	279,161.15	278,108.95
其他应收款	404,853.47	489,422.92	839,774.66	932,558.65
存货净额	26,514.07	34,309.22	115,219.11	114,360.24
可供出售金融资产	0.00	2,753.95	2,753.95	2,753.95
长期股权投资	51,845.12	31,064.98	32,463.16	32,463.16
固定资产	79,370.24	76,174.14	142,031.73	156,998.48
在建工程	579,822.32	547,238.03	733,343.68	808,267.01
无形资产	1,220,681.65	1,220,684.82	1,256,649.73	1,256,649.36
总资产	2,817,199.30	3,230,352.80	3,943,123.89	4,251,552.45
其他应付款	170,054.28	304,712.94	641,459.34	976,003.80
短期债务	161,086.35	249,984.68	189,149.19	173,509.19
长期债务	851,097.65	1,018,920.48	1,265,589.00	1,265,589.00
总债务	1,012,184.00	1,268,905.17	1,454,738.19	1,439,098.19
净债务	911,022.25	908,107.66	1,093,604.44	948,251.81
总负债	1,234,348.25	1,627,289.66	2,279,971.68	2,587,787.46
财务性利息支出	1,582.97	1,357.48	951.55	--
资本化利息支出	65,788.76	63,948.85	112,732.44	--
实收资本	51,000.00	51,000.00	51,000.00	51,000.00
少数股东权益	5,257.98	5,491.04	5,451.24	5,429.01
所有者权益合计	1,582,851.05	1,603,063.14	1,663,152.21	1,663,764.99
营业总收入	204,125.68	247,947.98	237,623.45	57,750.73
三费前利润	13,233.60	15,080.40	24,736.35	4,235.16
营业利润	-386.59	-2,266.86	6,267.41	-36.24
投资收益	2,881.94	3,899.95	1,647.36	222.98
营业外收入	45,284.85	51,048.33	43,442.88	1,388.90
净利润	43,405.54	44,032.43	47,522.98	612.79
EBIT	46,135.61	46,394.97	50,325.38	--
EBITDA	50,891.75	51,423.31	55,441.59	--
销售商品、提供劳务收到的现金	135,552.48	177,192.21	166,702.22	41,910.84
收到其他与经营活动有关的现金	71,010.27	90,441.72	181,033.92	20,236.60
购买商品、接受劳务支付的现金	119,357.61	112,315.59	112,823.44	47,836.10
支付其他与经营活动有关的现金	20,692.07	100,278.77	209,390.35	115,805.83
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	19,412.86	12,342.33	217,333.76	39,890.07
经营活动产生现金净流量	35,246.50	10,421.73	-10,333.23	-110,728.12
投资活动产生现金净流量	-23,984.98	-13,190.23	-217,074.65	-39,890.07
筹资活动产生现金净流量	-18,242.41	262,404.25	209,274.11	280,330.83
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	8.37	7.32	12.15	9.11
三费收入比(%)	7.98	8.21	7.75	7.38
总资产收益率(%)	1.64	1.53	1.40	--
流动比率(X)	2.01	2.03	1.72	1.47
速动比率(X)	1.94	1.98	1.60	1.38
资产负债率(%)	43.81	50.37	57.82	60.87
总资本化比率(%)	39.00	44.18	46.66	46.38
长短期债务比(X)	0.19	0.25	0.15	0.14
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.01	-0.01	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	0.04	-0.05	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.52	0.16	-0.09	--
总债务/EBITDA(X)	19.89	24.68	26.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.21	0.29	--
货币资金/短期债务	0.63	1.44	1.91	2.83
EBITDA 利息倍数(X)	0.76	0.79	0.49	--

注：1.公司所有财务报表均依据新会计准则编制，2016 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=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=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=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=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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（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=营业成本/存货平均净额

应收账款周转率=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））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

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：债项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。

附七：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。