

2017 年第二期包头市保障性住房发展  
建设投资有限公司

# 公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2017】第 Z【371】  
号 01  
分析师

姓名：  
张亦禹 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangyy@pyrating.cn

评级日期：  
2017 年 07 月 24 日

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司城投公司  
主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 2017 年第二期包头市保障性住房发展建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：15 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：中证信用增进股份有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，存续期内第 3-7 个计息年度分别偿还发行总额的 20%

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对包头市保障性住房发展建设投资有限公司（以下简称“包头住建”或“公司”）本次拟发行总额 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到包头市经济财政实力持续增强，地方政府对公司的支持力度较大，公司委托代建业务持续性较好，中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效的提升了本期债券的信用水平，同时我们也关注到了本期债券募投项目规模较大，其收益尚不确定，公司委托代建业务尚未回款，主营业务盈利能力较弱，面临较大的偿债压力、资金压力及一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 包头市经济财政实力持续增强。2016 年包头市完成地区生产总值 3,867.6 亿元，2014-2016 年地区生产总值增速分别为 8.5%、8.1%及 7.6%；2016 年包头市地方综合财力为 471.76 亿元，2014-2016 年年复合增长率为 7.09%。
- 公司委托代建业务持续性较好。公司委托代建项目规模较大且均已与包头市政府签订了委托代建协议，业务持续性较好。
- 公司在财政拨款、政府补助方面得到政府的较大支持。2014-2016 年，公司共计获得包头市政府给予的财政专项资金拨款共计 11.30 亿元，获得包头市政府给予的政府补助收入分别为 2.54 亿元、3.64 亿元及 1.73 亿元。

- 中证信用提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。中证信用是由安信证券股份有限公司联合其他证券公司、投资管理公司等成立的定位于资本市场的基础设施和功能性公司。截至 2016 年末，中证信用的注册资本为 41 亿元。

### 关注：

- 本期债券募投项目规模较大，但其收益尚不确定。公司本期债券募投项目预计总投资 306.25 亿元，截至 2017 年 3 月末已完成投资额 258.39 亿元。公司本期债券募投项目规模较大，但其收益模式及其净收益规模尚不确定。
- 委托代建业务目前尚未回款，未来需关注相关业务回款时间。2014-2016 年，公司的委托代建业务确认的收入分别为 8.65 亿元、14.96 亿元及 12.98 亿元，但尚未实现回款。
- 公司营业利润规模不大，主营业务盈利能力较弱。2014-2016 年公司营业利润分别为 -15.87 万元、2,583.98 万元以及 -1,432.88 万元，规模不大，主业盈利能力较弱。
- 公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力。截至 2017 年 3 月末，公司本期债券募投项目尚需投资 47.86 亿元，另有委托代建项目尚需投资规模较大，未来公司面临较大的资金压力。
- 公司负债总额迅速攀升，有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力。截至 2016 年末，公司负债总额为 300.98 亿元，2014-2016 年年均复合增长率为 30.40%，其中有息负债规模为 220.84 亿元，在负债总额中占比 73.37%，规模较 2014 年末增长 54.88%，未来面临较大的偿债压力。
- 公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。截至 2016 年末，公司对外担保余额为 22.79 亿元，规模较大，未来面临一定的或有负债风险。

### 主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	4,015,224.53	3,150,567.54	2,612,513.57
所有者权益（万元）	1,005,383.58	995,365.54	842,406.32
有息负债（万元）	2,208,386.75	1,707,762.70	1,425,889.30
资产负债率	74.96%	68.41%	67.75%
流动比率	4.74	6.32	6.00
营业收入（万元）	131,919.11	151,617.28	113,656.32
政府补助（万元）	17,315.48	36,390.22	25,397.00
利润总额（万元）	14,702.61	38,494.88	25,382.39

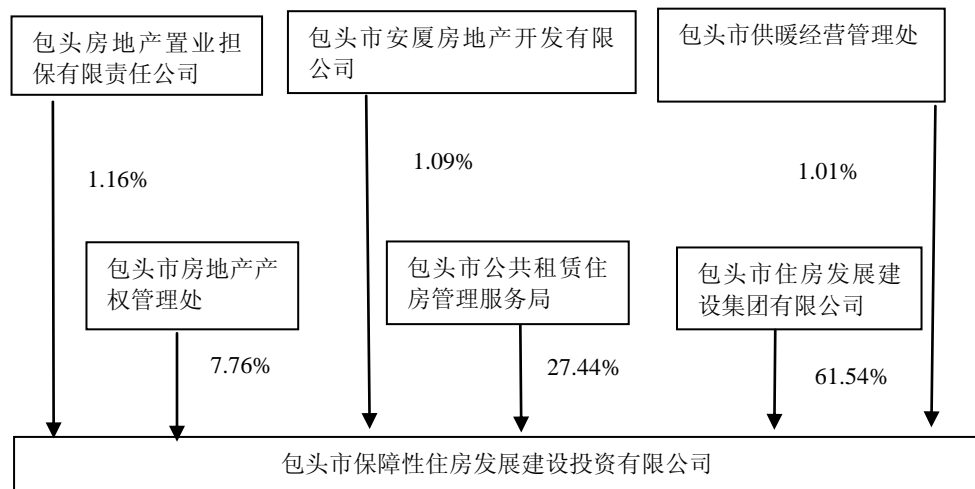
综合毛利率	13.08%	13.20%	13.41%
EBITDA（万元）	32,118.78	43,140.58	29,123.46
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.44	0.44
经营活动现金流净额（万元）	-360,924.65	-670,779.46	-1,031,619.28

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司系经包头市人民政府于2011年1月20日通过包府发【2011】6号文批复批准成立，初始注册资本为5,000万元，初始股东为包头房地产置业担保有限责任公司、包头市安厦房地产开发有限公司、包头市供暖经营管理处及包头市房地产产权管理处。后经多次增资及股权变更，截至2016年末，公司注册资本为13.81亿元，股东分别为包头房地产置业担保有限责任公司、包头市房地产产权管理处、包头市安厦房地产开发有限公司、包头市供暖经营管理处、包头市公共租赁住房管理服务局及包头市住房发展建设集团有限公司。公司实际控制人为包头市住房保障和房屋管理局，具体股权结构及持股比例情况如下：

图1 截至2016年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

作为包头市棚户区改造和保障房建设工作的建设主体，公司的经营范围包括对房地产、中小企业、市政基础设施项目的投资，房地产开发等业务。委托代建业务收入、保障房销售业务收入及土地整理开发业务收入是公司的主要收入来源。截至2016年12月31日，公司共有2家子公司，具体情况如下：

表1 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
包头市东河区城市基础设施投资开发有限公司	35,000	100.00%	房地产开发。对城市、农村建设项目进行投资、开发；城市、农村市政基础设施的综合开发、建设；物资贸易
包头市北梁棚户区改造建设有限责任公司	5,000	100.00%	棚户区城市基础设施、保障性安居工程及市政公用项目的投资、房地产开发运营管理等

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为401.52亿元，所有者权益合计为100.54亿元，资产负债率为74.96%；2016年度，公司实现营业收入13.19亿元，利润总额1.47亿元，经营活动现金流净额-36.09亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2017年第二期包头市保障性住房发展建设投资有限公司公司债券；

**发行总额：**发行总额不超过30亿元，其中本次发行规模为15亿元；

**债券期限：**7年；

**还本付息方式：**每年付息一次，附提前偿还条款，自债券存续期第3个计息年度起分别按照20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金；

**增信方式：**中证信用为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券隶属于公司拟募集资金总额不超过30亿元公司债券中的第二期，拟募集资金15亿元，计划全部用于包头市东河区北梁棚户区改造项目。

**表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
包头市东河区北梁棚户区改造项目	3,062,500.00	150,000.00	4.90%

资料来源：公司提供

### 1、项目概况

包头市东河区北梁棚户区改造范围包括三大区域，分别是北梁棚户区、北梁安置新区北区和北梁安置新区南区。东河区北梁棚户区搬迁改造工程建设地点北至110国道、南至东西门大街沿线、西至二道沙河、东至环城路延伸段工业区东路。北梁安置新区北区新建工程建设地点位于利朗路、包二中、康复路、红星美凯龙周边区域。北梁安置新区南区新建工程位于京包铁路以南、工业区东路以西、南绕城公路以北、滨河西路以东区域。项目建设内容主要包括：1.新建安置房253.24万平方米（含配套商业24.05万平方米，车库23.9万平方米）、32,590套；2.回购安置房79.51万平方米、11,506套；3.公共配套设施及基础设施项目建设（公共配套设施36个，道路、绿化、硬化、亮化、供电、供水、排污及配套建设管网工程等基础设施项目45个）。

## 2、项目审批、核准或备案情况

该项目手续齐全，符合国家产业政策，已经获得相关主管部门的批复和意见，具体如下表：

**表 3 募投项目批文情况**

审批单位	文件名称	文号
包头市发展和改革委员会	包头市发展和改革委员会关于包头市北梁棚户区搬迁改造项目调整建设内容、投资的批复	包发改审批字（2015）132号
包头市规划局	关于包头市东河区北梁棚户区搬迁改造项目规划意见的函	包规划管字（2013）第0636号
包头市环境保护局	关于包头市东河区北梁棚户区改造项目区域环境影响报告书审查意见	包环管字（2014）48号
包头市国土资源局	包头市国土资源局关于北梁棚户区搬迁改造项目的用地意见	-
包头市公安局	包头市公安局关于审查北梁棚户区搬迁改造社会稳定风险评估报告的批复	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 3、项目建设进度

该项目已于2013年4月开工，已完成棚户区征拆。截至2017年3月末，该项目投资进度为87.42%，已完成投资额258.39亿元。该项目原定于2016年完工，但因实际拆迁工作和资金到位进度慢于预期，项目完工时间预计推迟至2017年8月。

## 四、区域经济

### 依托区位和资源优势，包头市近年经济发展较快，第二、三产业拉动作用明显

包头市位于内蒙古自治区中部偏西，东与呼和浩特市相邻，西与巴彦淖尔盟市连接，北与蒙古国接壤，南濒黄河与鄂尔多斯市隔河相望，地处环渤海经济圈和呼包鄂经济圈的腹地。包头市辖10个旗、县、区，其中：3个市区（昆都仑区、青山区、东河区）2个矿区（白云鄂博矿区、石拐区），4个农牧业旗县区（土默特右旗、达尔罕茂明安联合旗、固阳县、九原区），1个经济开发区。包头市总面积27,768平方公里，2016年末全市常住人口为285.8万人，居住着蒙、汉、回、满、达翰尔、鄂伦春等31个民族，是国务院首批确定的十三个较大城市之一，是华北地区重要的工业城市和内蒙古自治区最大的工业城市，也是国家重要的基础工业基地和全球轻稀土产业的中心，其主要支柱产业为稀土、钢铁、铝业、化工、建材、电力、重型汽车、工程机械、食品饮料等。

包头市矿产资源丰富，蕴藏有稀土、铁、煤炭、铝、金、铌等54种金属、非金属和能源化工原料，特别是稀土资源储量大，有“稀土之都”之称。包头市的白云鄂博矿山是罕



见的金属共生矿山，稀土资源已探明储量5,738万吨，占国内稀土已探明储量的87.00%，世界的62.00%；铁矿储量为9.50亿吨；铌矿储量为519万吨，占国内总储量的95.00%以上，居世界第二位。包头市的煤炭资源十分丰富，辖区内探明的煤炭储量93.80亿吨，保有储量92.50亿吨。

依托丰富的矿产资源，包头市的钢铁、铝业、装备制造、稀土、电力五大支柱产业具有较好的发展基础，带动包头市经济的较快发展。2016年，包头市地区生产总值为3,867.6亿元，2014-2016年同比增长率分别为8.5%、8.1%及7.6%。其中，2016年第一产业增加值为95.0亿元，增长3.6%；第二产业增加值为1,822.2亿元，增长8.1%；第三产业增加值为1,950.4亿元，增长7.5%。2016年包头市全部工业增加值为1,586.8亿元，比上年增长8.3%。截至2016年底，全市人均生产总值达到13.5万元。2016年包头市工业经济平稳运行，全市规模以上工业增加值同比增长8.9%，在规模以上工业中，钢铁、铝业、装备制造、稀土、电力五大产业工业增加值比上年增长8.6%，五大支柱产业对工业增长拉动作用明显，当地经济发展对工业资源依赖较大。

**表4 2014-2016年包头市经济发展主要指标（单位：亿元）**

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,867.6	7.6%	3,781.9	8.1%	3,636.3	8.5%
第一产业增加值	95.0	3.6%	101.1	3.2%	100.7	3.1%
第二产业增加值	1,822.2	8.1%	1,830.6	8.3%	1,792.3	9.9%
第三产业增加值	1,950.4	7.5%	1,850.2	8.2%	1,743.4	7.2%
全年固定资产投资	2,955.8	14.4%	2,582.9	15.3%	3,440.6	15.0%
社会消费品零售总额	1,400.2	9.7%	1,276.6	7.8%	1,184.7	10.0%
存款余额	3,236.0	19.4%	2,709.7	8.5%	2,493.6	7.2%
贷款余额	2,403.1	9.6%	2,192.5	19.3%	1,834.1	12.6%
人均GDP（万元）	13.5		13.4		13.1	
地区人均GDP/全国人均GDP	2.60		2.68		2.79	

资料来源：2014-2016年包头市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

从拉动经济的三大要素来看，2016年包头市全年500万元以上固定资产投资2,955.8亿元，同比增长14.4%；全年社会消费品零售总额1,400.2亿元，同比增长9.7%，增长较快；进出口总额为17.2亿美元，比上年增长10.9%；包头市近年来各项存款余额和贷款余额呈现不断增长趋势，包头市金融机构近年来基本保持良性运行，有助于推动地区经济活跃与城市化建设的提升。

## 五、财政实力

### 包头市财政实力持续增强，财政自给能力较好

近年包头市全市地方综合财力持续增强。2014-2016 年包头市全市地方综合财力分别为 411.39 亿元、417.77 亿元及 471.76 亿元，年均复合增长率为 7.09%。从地方综合财力结构来看，公共财政收入和上级补助收入是包头市全市地方综合财力的主要来源。2016 年，包头市全市公共财政收入和上级补助收入所占比重分别为 57.49% 及 34.25%。

公共财政收入方面，2014-2016 年包头市全市公共财政收入分别为 234.32 亿元、252.30 亿元及 271.21 亿元。其中 2016 年全市税收收入为 173.08 亿元，在公共财政收入中的比重为 63.82%，公共财政收入的质量和稳定性尚可。包头市全市非税收入主要是国有资源有偿使用收入、行政事业性收费以及国有资本经营收入。

上级补助收入方面，因包头市下属的固阳县是内蒙古自治区级贫困县，每年包头市获得的上级补助规模较大。2014-2016 年，包头市全市获得上级补助收入分别为 119.55 亿元、147.88 亿元及 161.58 亿元。其中 2016 年全市获得上级补助收入中，返还性收入为 14.17 亿元、一般性转移支付收入为 75.58 亿元，专项转移支付为 71.82 亿元，专项转移支付规模较大，上级补助收入的可支配性一般。

政府性基金收入方面，包头市全市政府性基金收入规模在财政收入中占比较小。2014-2016 年，包头市全市政府性基金收入分别为 57.52 亿元、17.59 亿元及 38.97 亿元。包头市政府性基金收入主要来源于国有土地出让收入，2015 年受包头市土地市场景气度下降影响，当年土地出让收入减少，导致当年全市政府基金收入较 2014 年下降 69.42%。未来受当地房地产市场景气度以及城市规划影响，包头市全市国有土地出让收入仍可能存在波动，从而影响政府基金收入的稳定性。

从财政支出角度看，2016 年包头市全市财政支出为 450.11 亿元，其中全市公共财政支出为 414.36 亿元，规模较大。2016 年包头市全市财政自给率为 65.45%，财政自给能力较强。

**表 5 2014-2016 年包头市全市及市本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力	471.76	206.72	417.77	111.22	411.39	195.7
（一）公共财政收入	271.21	94.32	252.3	39.1	234.32	33.87
其中：税收收入	173.08	45.75	173.34	17.86	149.96	13.11
非税收入	98.13	48.57	78.96	21.24	84.35	20.75
（二）上级补助收入	161.58	79.09	147.88	60.7	119.55	119.55
其中：返还性收入	14.17	6.93	7.67	4.9	7.8	7.8

一般性转移支付收入	75.58	46.67	68.79	43.2	64.4	64.4
专项转移支付收入	71.82	25.49	71.41	12.59	47.35	47.35
(三) 政府性基金收入	38.97	33.31	17.59	11.42	57.52	42.28
<b>财政支出</b>	<b>450.11</b>	<b>217.2</b>	<b>417.13</b>	<b>144.7</b>	<b>440.92</b>	<b>156.61</b>
公共财政支出	414.36	189.8	393.27	130.32	354.61	111.8
政府性基金支出	35.75	27.4	23.86	14.38	86.31	44.81
<b>财政自给率</b>	<b>65.45%</b>	<b>49.69%</b>	<b>64.15%</b>	<b>30.00%</b>	<b>66.08%</b>	<b>30.30%</b>

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府基金收入

财政支出=公共财政支出+政府基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：包头市财政局，鹏元整理

市本级财政方面，2014-2016年包头市市本级分别实现财政收入195.70亿元、111.22亿元及206.72亿元。其中2016年包头市市本级公共财政收入为94.32亿元、上级补助收入为79.09亿元、政府性基金收入为33.31亿元。受市本级公共财政支出增加影响，2016年包头市市本级财政支出增长。2016年包头市市本级财政自给率为49.69%，市本级财政自给率尚可。

## 六、经营与竞争

作为包头市棚户区改造的重要建设主体，公司主要负责包头市内的棚户区改造及保障房建设业务，委托代建收入是公司的主要收入来源。2014-2016年公司委托代建分别实现收入8.65亿元、14.96亿元及12.98亿元，在公司主营业务收入中的比重为76.17%、98.75%及98.43%。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
委托代建销售	129,763.12	13.04%	149,649.59	13.04%	86,542.96	13.04%
销售保障房	2,063.53	11.78%	1,895.79	23.56%	27,042.86	14.38%
土地开发整理	-	-	-	-	30.00	100.00%
<b>合计</b>	<b>131,826.65</b>	<b>13.02%</b>	<b>151,545.38</b>	<b>13.18%</b>	<b>113,615.81</b>	<b>13.38%</b>

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

公司委托代建项目规模较大，业务持续性较好；委托代建业务目前尚未回款，未来需关注相关业务实际回款时间；委托代建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力

作为包头市棚户区改造的重要建设主体，公司受包头市政府的委托，承担着包头市棚户区改造及房地产开发工作。公司的委托代建业务一般与包头市政府签订项目代建协议，通过自有资金、外部融资等方式筹集资金，进行项目建设。公司按照每年工程投资支出加代建方

投资收益确定代建收入。公司签订的代建协议一般约定代建方投资收益为经审核确认后的项目支出的 15%。包头市人民政府负责协调将代建款项纳入财政预算，并由包头市财政局负责资金的支付。2014-2016 年，公司的委托代建收入全部来源于 10 个项目，委托代建业务确认的收入分别为 8.65 亿元、14.96 亿元及 12.98 亿元。截至 2016 年末，公司委托代建收入尚未实现回款，未来需关注委托代建收入的实际回款时间。

**表 7 2014-2016 年公司委托代建业务情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	2016 年确认收入	2015 年确认收入	2014 年确认收入
育华园	46,587.00	49,325.67	8,265.24	11,341.81	6,504.26
和悦大厦	32,000.00	34,437.03	1,805.54	11,423.97	5,158.04
南一区	59,400.00	20,604.74	-	-	23,695.45
东出口	16,124.43	16,124.43	-	-	18,543.09
南三区	50,800.00	28,384.44	-	-	32,642.11
南四区	141,100.00	53,089.45	-	61,052.87	-
西一区	93,000.00	58,345.94	22,083.48	41,585.94	-
中慧新城	82,200.00	29,620.07	6,181.61	24,245.01	-
北八区	55,000.00	51,242.45	61,539.32	-	-
西三区	98,000.00	24,780.51	29,887.93	-	-
<b>合计</b>	<b>674,211.43</b>	<b>365,954.73</b>	<b>129,763.12</b>	<b>149,649.60</b>	<b>86,542.96</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2016 年末，公司 10 个委托代建项目计划总投资 67.42 亿元，已投资 36.60 亿元，未来尚需投资 30.82 亿元。公司委托代建项目规模较大，业务的持续性较好，但委托代建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金压力。

#### 公司保障房收入近年持续下降；本期债券募投项目规模较大，但其收益尚不确定

公司保障房销售业务全部由公司本部负责。2014-2016 年公司保障房销售收入全部来自于惠民一期和银海湾两个保障房项目，目前上述两个项目均已完工。公司银海湾项目位于包头生态工业园区，惠民一期位于北梁棚户区范围内，销售的主要对象为北梁棚户区安置户及包头市中低收入家庭。根据政府指导价格，惠民一期及银海湾保障房销售价格分别为 3,414.53 元/平方米及 3,184.30 元/平方米。2014-2016 年，公司实现保障房销售收入分别为 2.70 亿元、0.19 亿元及 0.21 亿元。

**表 8 2014-2016 年公司保障房销售收入主要构成情况（单位：平方米，万元）**

项目名称	可售面积	已售面积	2016 年确认收入	2015 年确认收入	2014 年确认收入
惠民一期	103,267.11	96,611.10	554.02	1,298.83	1,784.36
银海湾	129,958.8	68,710.42	1,509.51	596.95	25,258.50
<b>合计</b>	<b>233,225.91</b>	<b>165,321.52</b>	<b>2,063.53</b>	<b>1,895.78</b>	<b>27,042.86</b>

资料来源：公司提供

公司两个保障房项目已售面积为 23.32 万平方米，未来有 6.79 万平方米房屋尚待销售。根据惠民一期和银海湾销售价格测算，公司尚待销售保障房预计可实现收入 2.19 亿元，未来预计仍能给公司带来一部分保障房销售收入。此外，本期债券募投项目为棚户区改造项目，根据《包头市发展和改革委员会关于北梁棚户区搬迁改造项目调整建设内容、投资的批复》，该项目总投资从原来的 219.11 亿元变更为 306.25 亿元，但未重新出具可研报告，未来项目的收益模式及净收益规模尚不确定。

#### 受城市规划及当地房地产市场影响，公司土地开发整理收入存在较大波动

公司土地开发整理业务全部由子公司包头市东河区城市基础设施投资开发有限公司（以下简称“东河城投”）经营。东河城投受东河区政府委托，对东河区内的土地进行整理开发，但双方并未实际签订委托协议。东河城投土地开发整理业务的经营模式为：东河区政府与房地产开发商签订土地出让意向书后，由东河城投负责对约定地块进行土地整理，整理完毕后由东河区政府将约定的收益支付给东河城投。2013 年公司土地开发整理业务收入为 30.00 万元，是之前年度土地整理业务回款。2015-2016 年公司没有获得土地整理收入，主要系 2013 年东河区开始实施包头市东河区北梁棚户区改造项目，在其他地方的土地整理投入减少所致。

**表 9 2014-2016 年公司土地整理收入情况**

项目	2016年	2015年	2014年
当年出让土地面积（万平方米）	0.00	0.00	0.50
当年土地出让合同收入（万元）	0.00	0.00	30.00
平均单价（元/平方米）	0.00	0.00	60.00

注：表中 2015 年收入为以前年度回款。

资料来源：公司提供

#### 公司在财政拨款、政府补助方面得到政府的较大支持

作为包头市棚户区改造的主要建设主体，公司在财政拨款、政府补助方面得到了包头市政府的较大支持。

2014-2016年，公司共计获得包头市政府给予的财政专项资金拨款共计11.30亿元，计入公司资本公积科目。除财政专项资金拨款外，2014-2016年公司每年获得包头市政府给予的

政府补助收入分别为2.54亿元、3.64亿元及1.73亿元。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014-2016 年审计报告，报告采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化未发生变化。

### 资产结构与质量

**公司资产持续增长，但资产主要以应收款项及存货为主，资产流动性一般**

公司资产规模持续增长。截至 2016 年末，公司资产规模为 401.52 亿元，其中 2014-2016 年年均复合增长率为 23.97%。公司资产以应收款项及存货为主，截至 2016 年末，公司应收款项及存货占比合计为 83.93%，资产流动性一般。

**表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	395,744.11	9.86%	271,828.21	8.63%	508,237.66	19.45%
应收账款	468,135.86	11.66%	336,835.51	10.69%	187,870.81	7.19%
预付款项	88,770.56	2.21%	55,883.64	1.77%	1,500.05	0.06%
其他应收款	501,767.59	12.50%	374,395.71	11.88%	306,603.07	11.74%
存货	2,399,816.57	59.77%	2,047,583.67	64.99%	1,528,664.73	58.51%
<b>流动资产合计</b>	<b>3,855,855.23</b>	<b>96.03%</b>	<b>3,086,536.21</b>	<b>97.97%</b>	<b>2,532,921.70</b>	<b>96.95%</b>
长期股权投资	95,360.00	2.37%	-	-	-	-
固定资产	43,769.60	1.09%	45,593.71	1.45%	46,110.70	1.76%
无形资产	15,720.00	0.39%	16,317.99	0.52%	16,894.18	0.65%
<b>非流动资产合计</b>	<b>159,369.30</b>	<b>3.97%</b>	<b>64,031.33</b>	<b>2.03%</b>	<b>79,591.88</b>	<b>3.05%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,015,224.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,150,567.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,612,513.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款及存货。截至 2016 年末，公司货币资金余额为 39.57 亿元，其中按揭贷款保证金 0.41 亿元，其使用受到一定限制。公司应收账款主要是应收包头市财政局、包头市东河区财政局等单位的委托代建款。截至 2016 年末，公司应收账款余额为 46.81 亿元，规模较大，未来需注意实际回款时间。另外，

公司对非政府部门的应收账款按照账龄分析法计提了 0.28 亿元的坏账准备，另有账面价值为 40.38 亿元的应收账款已被质押。公司预付账款主要是预付的工程款。截至 2016 年末，公司预付账款规模较大主要系因工程未结算，导致预付包头市城乡建设发展集团有限公司 3.00 亿元及预付包头市九原区棚户区（城中村）搬迁改造现场指挥部 3.00 亿元未及时结转。公司其他应收款主要为与包头市行政事业单位的往来款，公司已计提了坏账准备 1.42 亿元。公司其他应收款规模较大，部分账款账龄较长，未来需注意实际回款时间。

**表 11 按欠款方归集的截至 2016 年末余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	金额	年限	占其他应收款总额的比例	性质或内容
包头市昆都仑保障性住房建设发展有限公司	31,241.04	1 年以内	6.05%	往来款
包头市城乡建设发展集团有限公司	30,000.00	1 年以内	5.81%	往来款
东河区财政局	27,766.74	3 年以内	5.38%	往来款
包头新都市建设投资运营管理有限公司	27,565.63	1 年以内	5.34%	往来款
包头市白云鄂博矿区保障性住房和城市基础设施投资建设有限公司	25,373.59	1 年以内	4.92%	往来款
<b>合计</b>	<b>141,947.00</b>	<b>-</b>	<b>27.50%</b>	

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司存货主要为开发产品和开发成本。其中开发成本公司承接的部分已完工的道路、廉租房、广场、公园及未完工的北梁棚户区改造等工程。截至 2016 年底，公司开发成本余额为 221.75 亿元，主要系公司对在建工程持续投资所致。开发产品主要是惠民一期、银海湾等尚未完全销售的保障房项目及公司外购但尚未分配给棚改安置户的经适房、安置房和公租房等房源。截至 2016 年末，公司开发产品余额为 18.14 亿元。

**表 12 公司存货科目具体明细情况（单位：万元）**

项目	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
开发成本	2,217,495.55	1,870,000.16	1,416,751.98
开发产品	181,418.85	176,683.60	111,007.65
低值易耗品	902.17	899.92	905.11
<b>合计</b>	<b>2,399,816.57</b>	<b>2,047,583.67</b>	<b>1,528,664.73</b>

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司的非流动资产主要为长期股权投资、固定资产和无形资产。截至 2016 年末，公司长期股权投资余额为 9.54 亿元，主要是对光大兴陇信托有限责任公司的投资 6.00 亿元及对包头市金浦城市发展投资基金合伙企业投资 3.54 亿元。

截至 2016 年末，公司固定资产余额为 4.38 亿元，其中有账面价值为 0.10 亿元的房屋建

筑物的产权正在办理中。公司无形资产主要为土地使用权，截至 2016 年末公司土地使用权原值 1.87 亿元，净值为 1.56 亿元，目前尚未抵押。

总体来看，公司资产持续增长，但资产以应收款项及存货为主，集中变现难度较大，公司资产流动性一般。

## 盈利能力

公司营业收入持续性较好，但营业利润规模不大，主营业务盈利能力较弱，盈利对政府补助依赖较大

近年公司营业收入主要来源于委托代建业务、保障房销售业务及土地整理业务。其中委托代建业务在建规模较大，未来公司业务收入较有保障。2014-2016 年，公司实现分别实现营业收入 11.37 亿元、15.16 亿元及 13.19 亿元，有所波动但总体呈增长趋势。2014-2016 年公司综合毛利率分别为 13.41%、13.20%及 13.08%，毛利率较为稳定。公司资产减值损失主要系计提的应收款项的坏账准备，2016 年公司资产减值损失为 0.97 亿元。较大规模的资产减值损失计提削弱了公司的盈利能力。2014-2016 年，公司期间费用率分别为 3.97%、3.65%及 2.33%，总体呈较低水平。2014-2016 年公司营业利润分别为-15.87 万元、2,583.98 万元以及-1,432.88 万元，规模不大，主业盈利能力较弱。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	131,919.11	151,617.28	113,656.32
资产减值损失	9,712.27	3,417.17	3,812.77
营业利润	-1,432.88	2,583.98	-15.87
政府补助	17,315.48	36,390.22	25,397.00
利润总额	14,702.61	38,494.88	25,382.39
综合毛利率	13.08%	13.20%	13.41%
期间费用率	2.33%	3.65%	3.97%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

2014-2016 年公司利润总额分别为 2.54 亿元、3.85 亿元及 1.47 亿元，其中补贴收入所占比重分别 100.06%、94.53%及 117.77%，占比较大。公司利润水平对补贴收入较为依赖。

总体来看，公司营业收入持续性较好，但主营业务盈利能力较弱，公司盈利对政府补助较为依赖。



## 现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的筹资压力。委托代建收入是公司收入的主要来源。因公司委托代建业务没有实现回款，公司收现比一直维持在较低水平。2014-2016 年公司收现比分别为 0.70、0.01 及 0.06，营业收入回款情况较差。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为营业收入实现的回款、以前年度的保障房销售回款以及预收的保障房销售款；收到的其他与经营活动有关的现金主要为与包头市行政事业单位的往来款。2014-2016 年，公司经营活动现金净流出 103.16 亿元、67.08 亿元及 36.09 亿元。公司经营活动现金净流出规模较大，经营活动现金流表现较差。

公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金。2016 年，公司投资活动现金流出 9.54 亿元，主要系对光大兴陇信托有限责任公司的投资 6.00 亿元及对包头市金浦城市发展投资基金合伙企业投资 3.54 亿元。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金。鉴于公司经营活动现金净流出规模较大，且截至 2017 年 3 月末，公司本期债券募投项目尚需投资 41.24 亿元，另有委托代建项目尚需投资规模较大，未来公司面临较大的资金压力。

**表 14 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
收现比	0.06	0.01	0.70
销售商品、提供劳务收到的现金	7,968.89	1,382.44	79,757.97
收到的其他与经营活动有关的现金	472,691.01	331,363.18	671,003.75
经营活动现金流入小计	480,659.90	332,745.62	750,761.72
购买商品、接受劳务支付的现金	293,163.90	627,933.09	540,445.06
支付的其他与经营活动有关的现金	547,415.53	367,723.81	1,241,003.88
经营活动现金流出小计	841,584.55	1,003,525.08	1,782,381.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-360,924.65</b>	<b>-670,779.46</b>	<b>-1,031,619.28</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-95,525.69</b>	<b>-248.86</b>	<b>-3,464.02</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>576,857.70</b>	<b>433,992.32</b>	<b>1,173,343.81</b>
现金及现金等价物净增加额	120,407.37	-237,035.99	138,260.52

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司负债规模迅速攀升，有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力

公司负债总额迅速增加但所有者权益有所波动。截至 2016 年末，公司负债总额为 300.98 亿元，其中 2014-2016 年年均复合增长率为 30.40%；所有者权益为 100.54 亿元，2014-2016

年年复合增长率为 9.25%，其中，2014 年公司所有者权益增加主要为政府拨入的资本金，公司其他资本公积同步增加 21.62 亿元；2015 年公司所有者权益增加主要为政府拨入的资本金 17.03 亿元，同时无偿划拨走了公司的可供出售金融资产 1.43 亿元，并向包头市棚改领导小组拨付资本金 4.00 亿元，公司净增加其他资本公积 11.60 亿元；2016 年末，公司所有者权益上升主要系根据包头市东河区人民政府区长办公会议纪要，将应付包头市国有资产运营有限公司的借款 4.30 亿元转为公司的资本公积。截至 2016 年末，公司负债与所有者权益比率为 299.37%，公司所有者权益对负债的保障程度较差。

**表 15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	3,009,840.95	2,155,202.00	1,770,107.25
所有者权益	1,005,383.58	995,365.54	842,406.32
负债与所有者权益比率	299.37%	216.52%	210.13%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括应交税费和其他应付款。公司其他应付款主要为与包头市东河区河东镇人民政府、包头市复兴实业有限公司及包头市国有资产运营有限公司等单位的往来款。

**表 16 公司主要其他应付款情况（单位：万元）**

单位名称	金额	性质或内容	账龄
包头市财政局	175,370.00	往来款	1 年以内、1-2 年
东河区财政局	127,025.21	往来款	1 年以内
包头市住房发展建设集团项目开发有限公司	82,619.96	往来款	1 年以内
包头市东河区河东镇人民政府	63,006.21	往来款	1 年以内、1-2 年、2-3 年、4 年以内
包头市复兴实业有限公司	62,276.69	往来款	1 年以内
<b>合计</b>	<b>510,298.07</b>	-	-

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

**表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	44,100.00	2.05%	69,300.00	3.92%
应交税费	34,897.54	1.16%	23,279.57	1.08%	12,542.58	0.71%
其他应付款	747,440.53	24.83%	405,656.42	18.82%	308,705.46	17.44%
<b>流动负债合计</b>	<b>812,812.33</b>	<b>27.01%</b>	<b>488,236.40</b>	<b>22.65%</b>	<b>422,006.05</b>	<b>23.84%</b>
长期借款	1,880,300.00	62.47%	1,624,225.70	75.36%	1,338,798.30	75.63%

长期应付款	248,538.72	8.26%	-	0.00%	-	0.00%
其他非流动负债	58,887.00	1.96%	33,437.00	1.55%	-	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,197,028.62</b>	<b>72.99%</b>	<b>1,666,965.60</b>	<b>77.35%</b>	<b>1,348,101.20</b>	<b>76.16%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,009,840.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,155,202.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,770,107.25</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	2,208,386.75	73.37%	1,707,762.70	79.24%	1,425,889.30	80.55%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、长期应付款及其他非流动负债。截至 2016 年末，公司长期借款余额为 188.03 亿元，其中抵押借款 13.27 亿元；质押借款 174.40 亿元；保证借款 0.73 亿元。公司长期应付款主要为对招银金融租赁有限公司的融资租赁款。该笔借款为 10 年期等额本息偿还，票面利率为基准利率上浮 10%，另收取 7% 的管理费。公司其他非流动负债主要为国开行发展基金投资 4.81 亿元及中国农业重点建设基金有限公司投资 1.08 亿元。截至 2016 年末，公司有息负债规模为 220.84 亿元，在负债总额中占比 73.37%，规模较大，未来面临较大的偿债压力。

**表 18 截至 2016 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
有息债务	55,800.00	93,300.00	110,500.00

资料来源：公司提供

偿债能力方面，公司资产负债率不断攀升，虽然流动比率及速动比率较高，但鉴于变现较差的存货及应收款项规模较大，公司短期偿债能力一般。公司 EBITDA 及利息保障倍数偏低，长期偿债能力不强。

**表 19 公司偿债能力指标**

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	74.96%	68.41%	67.75%
流动比率	4.74	6.32	6.00
速动比率	1.79	2.13	2.38
EBITDA（万元）	32,118.78	43,140.58	29,123.46
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.44	0.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司代建收入是本期债券还本付息的重要来源。2014-2016 年公司代建业务收入分别为 8.65 亿元、14.96 亿元及 12.98 亿元。公司委托代建项目规模较大，未来相关业务收入较有保

障。

地方政府对公司的资本注入和补贴支持是本期债券还本付息资金的重要补充。2014-2016年包头市全市地方综合财力分别为411.39亿元、417.77亿元及471.76亿元，其中全市公共财政收入分别为234.32亿元、252.30亿元及271.21亿元。公司是包头市重要的基础设施建设主体，每年获得当地政府支持力度较大，2014-2016年，公司共计获得包头市政府给予的财政专项资金拨款共计11.30亿元，除财政专项资金拨款外，2014-2016年公司每年获得包头市政府给予的政府补助收入分别为2.54亿元、3.85亿元及1.47亿元。

同时，我们也关注到：公司募投项目经营模式和净收益规模尚不确定；公司委托代建规模较大，但近三年代建业务未收到实质回款，何时可以顺利回款存在一定不确定性；另外，受土地市场行情波动及当地城市规划影响，包头市政府性基金收入有所波动，其未来规模也存在不确定性，从而影响包头市财政收入的稳定性，包头市财政状况变化将在一定程度上影响其对公司的支持力度。

## （二）本期债券保障措施分析

### 中证信用为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

中证信用作为担保方为本期债券向债券持有人出具了担保函。担保方在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券到期时，如公司不能全部兑付本金及利息，担保方应承担担保责任，将兑付资金及时、足额划入债券受托管理人指定的银行账户。担保方保证的范围包括：本期债券到期兑付的本金及利息，以及应支付的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保方承担保证责任的期间为：债券存续期及债券到期之日起二年，债券购买人在此期间内未要求担保方承担保证责任的，担保方免除保证责任。

担保方由中国证监会批准设立，定位于资本市场的基础设施和功能性公司，纳入证监会统一监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。担保方由安信证券股份有限公司联合11家证券公司、中国人保资产管理股份有限公司、深圳市前海金融控股有限公司及其他6家公司共同发起设立，成立于2015年5月27日，注册资本为330,000万元，注册资本全部于2015年5月到位（安永华明（2015）验字第60884100\_H05号）。担保方成立后向中国人民保险集团股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司等5家公司增资扩股8亿元，2015年7月10日，担保方新增注册资本8亿元到位（安永华明（2015）验字第60884100\_H10号）。截至2016年末，担保方股权结构如下表所示：

**表 20 截至 2016 年末担保方股权结构**

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
安信证券股份有限公司	2	4.88%
东方证券股份有限公司	2	4.88%
东吴证券股份有限公司	2	4.88%
光大证券股份有限公司	2	4.88%
广发证券股份有限公司	2	4.88%
国泰君安证券股份有限公司	2	4.88%
国元证券股份有限公司	2	4.88%
齐鲁证券有限公司	2	4.88%
中国人保资产管理股份有限公司	2	4.88%
中国人民保险集团股份有限公司	2	4.88%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2	4.88%
深圳市涇禾资本投资企业（有限合伙）	2	4.88%
深圳市前海金融控股有限公司	2	4.88%
佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2	4.88%
宏达控股集团有限公司	2	4.88%
深圳市天图创业投资有限公司	2	4.88%
珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业（有限合伙）	2	4.88%
深圳市新涇资本投资企业（有限合伙）	2	4.88%
兴业证券股份有限公司	1	2.44%
恒生电子股份有限公司	1	2.44%
鸿博股份有限公司	1	2.44%
国信证券股份有限公司	0.5	1.22%
海通证券股份有限公司	0.5	1.22%
第一创业投资管理有限公司	0.5	1.22%
东方财富信息股份有限公司	0.5	1.22%
<b>合计</b>	<b>41</b>	<b>100%</b>

资料来源：公开资料，鹏元整理

担保方经营范围：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设和交易；增信基金设立与运行管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进和投资相关的私募业务。目前担保方以投资业务和信用增进业

务为主。

截至2016年12月31日，担保方资产总额为60.91亿元，股东权益合计44.36亿元，资产负债率为27.18%；2016年，担保方实现营业收入4.77亿元，利润总额2.70亿元，经营活动现金净流入1.78亿元。

**表 21 担保方主要财务指标**

项目	2016年
资产总计	609,124.15
所有者权益合计	443,551.42
资产负债率	27.18%
流动比率	3.64
速度比率	3.64
营业收入	47,679.50
利润总额	27,014.11
经营活动产生的现金流量净额	17,785.17

资料来源：公开资料，鹏元整理

## 九、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保余额为22.79亿元，规模较大，未来面临一定的或有负债风险。

**表 22 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保期限
包头市城乡建设发展集团有限公司	40,000.00	2015.12.15-2020.12.15
包头市城乡建设发展集团有限公司	30,000.00	2016.1.6-2020.12.30
包头市交通投资集团有限公司	84,995.60	2016.2.2-2034.2.1
包头市新都市区建设协调指挥部办公室	13,000.00	2016.4.15-2017.4.15
包头市新都市投资运营管理有限公司	50,000.00	2015.12.30-2020.12.30
包头市城区改房地产开发总公司	2,900.00	2016.9-2018.9
包头市新都市投资运营管理有限公司	7,000.00	2017.1.6-2018.12.8
<b>合计</b>	<b>227,895.60</b>	-

资料来源：公司提供

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	395,744.11	271,828.21	508,237.66
应收账款	468,135.86	336,835.51	187,870.81
预付账款	88,770.56	55,883.64	1,500.05
其他应收款	501,767.59	374,395.71	306,603.07
存货	2,399,816.57	2,047,583.67	1,528,664.73
其他流动资产	1,620.54	9.48	45.38
流动资产合计	3,855,855.23	3,086,536.21	2,532,921.70
长期股权投资	95,360.00	-	15,305.00
固定资产	43,769.60	45,593.71	46,110.70
无形资产	15,720.00	16,317.99	16,894.18
长期待摊费用	8.87	36.86	47.78
递延所得税资产	4,510.83	2,082.76	1,234.21
非流动资产合计	159,369.30	64,031.33	79,591.88
资产总计	4,015,224.53	3,150,567.54	2,612,513.57
短期借款	-	44,100.00	69,300.00
应付账款	8,764.73	8,149.26	12,666.13
预收账款	990.00	1,000.03	990
应付职工薪酬	58.50	51.11	10.87
应交税费	34,897.54	23,279.57	12,542.58
其他应付款	747,440.53	405,656.42	308,705.46
一年内到期的非流动负债	20,661.03	6,000.00	17,791.00
流动负债合计	812,812.33	488,236.40	422,006.05
长期借款	1,880,300.00	1,624,225.70	1,338,798.30
长期应付款	248,538.72	-	-
专项应付款	9,302.90	9,302.90	9,302.90
其他非流动负债	58,887.00	33,437.00	-
非流动负债合计	2,197,028.62	1,666,965.60	1,348,101.20
负债合计	3,009,840.95	2,155,202.00	1,770,107.25
实收资本	138,114.50	138,114.50	138,114.50
资本公积	667,566.63	670,566.63	554,592.63
盈余公积	9,688.92	8,307.96	4,289.90
未分配利润	190,013.53	178,376.45	145,409.29
股东权益合计	1,005,383.58	995,365.54	842,406.32
负债和股东权益总计	4,015,224.53	3,150,567.54	2,612,513.57

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	131,919.11	151,617.28	113,656.32
减：营业成本	114,658.39	131,596.81	98,417.75
营业税金及附加	5,902.68	8,486.54	6,929.75
销售费用	87.99	90.08	77.33
管理费用	3,104.60	3,499.17	3,228.12
财务费用	-113.95	1,943.51	1,206.46
资产减值损失	9,712.27	3,417.17	3,812.77
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-1,432.88	2,583.98	-15.87
加：营业外收入	17,338.17	36,393.31	25,446.21
减：营业外支出	1,202.68	482.41	47.95
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	14,702.61	38,494.88	25,382.39
减：所得税费用	1,684.57	1,509.66	154.42
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,018.04	36,985.22	25,227.98
归属于母公司所有者的净利润	13,018.04	36,985.22	25,227.98

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告



### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：	-		
销售商品、提供劳务收到的现金	7,968.89	1,382.44	79,757.97
收到的其他与经营活动有关的现金	472,691.01	331,363.18	671,003.75
经营活动现金流入小计	480,659.90	332,745.62	750,761.72
购买商品、接受劳务支付的现金	293,163.90	627,933.09	540,445.06
支付给职工以及为职工支付的现金	484.74	1,032.93	450.74
支付各项税费	520.39	6,835.25	481.33
支付的其他与经营活动有关的现金	547,415.53	367,723.81	1,241,003.88
经营活动现金流出小计	841,584.55	1,003,525.08	1,782,381.00
经营活动产生的现金流量净额	-360,924.65	-670,779.46	-1,031,619.28
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付现金	165.69	248.86	3,464.02
投资所支付的现金	95,360.00	-	
投资活动现金流出小计	95,525.69	248.86	3,464.02
投资活动产生的现金流量净额	-95,525.69	-248.86	-3,464.02
三、筹资活动产生的现金流量	-	-	-
吸收投资所收到的现金	13,115.48	-	-
取得借款收到的现金	506,140.00	588,200.92	1,301,565.91
收到的其他与筹资活动有关的现金	279,000.00	170,279.00	-
筹资活动现金流入小计	798,255.48	758,479.92	1,301,565.91
偿还债务支付的现金	75,080.83	227,023.59	54,845.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	135,757.93	97,464.01	73,376.68
支付其他与筹资活动有关的现金	10,559.01	-	-
筹资活动现金流出小计	221,397.78	324,487.60	128,222.10
筹资活动产生的现金流量净额	576,857.70	433,992.32	1,173,343.81
五、现金及现金等价物净增加额	120,407.37	-237,035.99	<b>138,260.52</b>
加：期初现金及现金等价物余额	271,201.67	508,237.66	369,977.14
六、期末现金及现金等价物余额	391,609.03	271,201.67	508,237.66
销售商品、提供劳务收到的现金	7,968.89	1,382.44	79,757.97
收到的其他与经营活动有关的现金	472,691.01	331,363.18	671,003.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	13,018.04	36,985.22	25,227.98
加：资产减值准备	9,712.27	3,417.17	3,812.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,994.82	1,922.54	1,919.44
无形资产摊销	1,756.62	594.68	496.09
长期待摊费用摊销	27.98	37.54	28.67
财务费用（收益以“-”号填列）	13,636.75	2,090.94	1,296.86
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-2,428.07	-848.54	-958.94
存货的减少（增加以“-”号填列）	-352,232.90	-518,918.94	-908,937.94
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-281,021.55	-271,140.93	-243,958.57
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	234,611.38	75,080.86	89,454.36
经营活动产生的现金流量净额	-360,924.65	-670,779.46	-1,031,619.28

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	74.96%	68.41%	67.75%
流动比率	4.74	6.32	6.00
速动比率	1.79	2.13	2.38
EBITDA（万元）	32,118.78	43,140.58	29,123.46
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.44	0.44
负债与所有者权益比率	299.37%	216.52%	210.13%
收现比	0.06	0.01	0.70
综合毛利率	13.08%	13.20%	13.41%
期间费用率	2.33%	3.65%	3.97%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款+其他非流动负债

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。