

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]244 号

通化市丰源投资开发有限公司：

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 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我对公司及“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”的信用状况跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评级有限公司  
二零一九年六月二十四日



# 信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]244 号

---

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对通化市丰源投资开发有限公司及其发行的“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”的信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持通化市丰源投资开发有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二零一九年六月二十四日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与通化市丰源投资开发有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与通化市丰源投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由通化市丰源投资开发有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受通化市丰源投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”信用等级至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年6月24日



# 通化市丰源投资开发有限公司

## 主体及相关债项 2019 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】244 号

### 主体信用

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

### 存续债项信用

债券简称	额度 (亿元)	期限	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果
“18 通化丰源债 01/18 通化 01”	4	7 年	AA	AA
“19 通化丰源债 01/19 通源 01”	4	7 年	AA	AA

### 评级时间

2019 年 6 月 24 日

### 上次评级时间

债券简称	上次评级时间
“18 通化丰源债 01/18 通化 01”	2018 年 7 月 3 日
“19 通化丰源债 01/19 通源 01”	2019 年 3 月 19 日

### 评级小组负责人

吕石

### 评级小组成员

佟晨菲

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

### 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，通化市经济保持增长，高技术制造业增长较快，第三产业对经济增长贡献不断提高，经济实力仍较强；通化市丰源投资开发有限公司（以下简称“公司”）主要从事通化市市区和集安市基础设施建设及自来水供应等业务，主营业务仍具有较强的区域专营性；作为通化市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴和债务置换等方面继续得到股东和相关各方的大力支持。

同时东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司资产负债中变现能力较弱的存货、其他应收款和长期应收款占比较大，资产流动性较差；公司经营性现金流对波动性较大的往来款、基础设施建设项目代建款及财政补贴依赖较大。

综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”的信用等级均为 AA。

### 主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	86.29	94.50	100.15
所有者权益（亿元）	68.12	69.45	70.60
全部债务（亿元）	9.93	9.95	5.40
营业收入（亿元）	4.83	3.74	3.43
利润总额（亿元）	1.70	1.65	1.29
EBITDA（亿元）	2.75	2.72	2.64
营业利润率（%）	23.02	23.40	10.29
净资产收益率（%）	1.99	1.93	1.63
资产负债率（%）	21.06	26.50	29.50
全部债务资本化比率（%）	12.72	12.53	7.11
流动比率（%）	943.71	519.90	336.11
全部有息债务/EBITDA（倍）	3.61	3.66	2.05
EBITDA 利息倍数（倍）	3.04	2.98	2.26

注：表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报表。

## 主体信用

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**

## 存续债项信用

债券简称	额度 (亿元)	期限	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果
“18 通化丰源债 01/18 通化 01”	4	7 年	AA	AA
“19 通化丰源债 01/19 通源 01”	4	7 年	AA	AA

## 评级时间

2019 年 6 月 24 日

## 上次评级时间

债券简称	上次评级时间
“18 通化丰源债 01/18 通化 01”	2018 年 7 月 3 日
“19 通化丰源债 01/19 通源 01”	2019 年 3 月 19 日

## 评级小组负责人

吕石

## 评级小组成员

佟晨菲

邮箱: dfjc-gy@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 优势

- 跟踪期内, 通化市经济保持增长, 高技术制造业增长较快, 第三产业对经济增长贡献不断提高, 经济实力仍较强;
- 公司主要从事通化市市区和集安市基础设施建设及自来水供应等业务, 主营业务仍具有较强的区域专营性;
- 作为通化市重要的基础设施建设主体, 公司在财政补贴和债务置换等方面继续得到股东和相关各方的大力支持。

## 关注

- 公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司资产负债中变现能力较弱的存货、其他应收款和长期应收款占比较大, 资产流动性较差;
- 公司经营性现金流对波动性较大的往来款、基础设施建设项目建设款及财政补贴依赖较大。

## 跟踪评级说明

2018年第一期通化市丰源投资开发有限公司公司债券和2019年第一期通化市丰源投资开发有限公司公司债券（以下分别简称为“18通化丰源债 01/18通化 01”和“19通化丰源债 01/19通源 01”）分别于2018年12月18日和2019年4月30日发行。根据相关监管要求及东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）对通化市丰源投资开发有限公司（以下简称“丰源投开”或“公司”）存续期内“18通化丰源债 01/18通化 01”和“19通化丰源债 01/19通源 01”的跟踪评级安排，东方金诚基于公司提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

丰源投开是经通化市人民政府批准，由通化市城乡建设局于2004年10月13日出资成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为人民币0.10亿元。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为人民币4.38亿元；通化信通投资控股集团有限公司（以下简称“通化信通”）为公司唯一股东，通化市人民政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为通化市重要的基础设施建设主体，继续从事通化市市区及集安市基础设施建设、自来水供应等业务。

截至2018年末，公司拥有4家二级子公司和6家三级子公司（详见表1），较2017年末无变化。

表 1：截至 2018 年末公司纳入合并报表的子公司基本情况

单位：万元、%

公司名称	简称	注册资本	持股比例	级次	取得方式
通化市桃园水利有限责任公司	桃园水利	338.90	100.00	二级	划拨
通化市垃圾无害化处理有限责任公司	垃圾处理	50.00	100.00	二级	划拨
集安市日新投资有限公司	日新投资	13283.00	100.00	二级	划拨
通化市丰源保障性住房投资有限公司	丰源保障房	100.00	100.00	二级	划拨
通化长流水力发电有限公司	长流发电	100.00	100.00	三级	划拨
集安市日新矿业有限公司	日新矿业	200.00	100.00	三级	划拨
集安市日新旅游有限公司	日新旅游	200.00	100.00	三级	划拨
集安市日新农业产业投资有限公司	日新农业	200.00	100.00	三级	划拨
集安市日新水利水电投资有限公司	日新水利	600.00	100.00	三级	划拨
集安市日新文体产业投资有限公司	日新文化	200.00	100.00	三级	划拨

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

“18通化丰源债 01/18通化 01”于2018年12月18日发行，为4亿元7年期

的付息式固定利率企业债券，票面利率为 8.0%，起息日为 2018 年 12 月 18 日，到期日为 2025 年 12 月 18 日；“19 通化丰源债 01/19 通源 01”于 2019 年 4 月 30 日发行，为 4 亿元 7 年期的付息式固定利率企业债券，票面利率为 7.8%，起息日为 2019 年 4 月 30 日，到期日为 2026 年 4 月 30 日。

“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”债券设置本金提前偿还条款，在当期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行总额 20%的比例，即每年 0.80 亿元偿还本期债券本金。“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”均尚未到本息偿付日。

截至 2018 年末，“18 通化丰源债 01/18 通化 01”和“19 通化丰源债 01/19 通源 01”募投项目通化市通创万发产业园项目累计已完成投资 157.02 万元；截至本报告出具日，“18 通化丰源债 01/18 通化 01”募集资金已使用 3.50 亿元，全部用于募投项目；“19 通化丰源债 01/19 通源 01”募集资金尚未使用。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

**2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解**

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有

明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

### 政策环境

#### **M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓**

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多增。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

#### **减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力**

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二

季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；近年来的政府债务清理等政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20世纪90年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1996年以来我国城镇化率每年均保持1.0%~1.6%的增加速度，到2017年末已达到58.52%。1995年~2016年，城市市政公用设施建设固定资产投资完成额由807.60亿元增长至17459.97亿元，年均复合增长率为29.19%；城市建成区面积由19264.00平方公里增长至54331.47平方公里，年均复合增长率为9.02%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2017年末58.52%的城镇化率与发达国家80%的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002年至2016年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量从0.88辆增加至35.50辆，而人均城市道路面积仅从8.10平方米增加至15.80平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施行业一直受到国家层面的高度关注，政策环境良好。2014年3月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2017年12月的中央经济工作会议又强调了要继续扎实推进以人为核心的新型城镇化。

城投企业是地方政府进行基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发[2014]43号文、新《预算法》，到发改办财金[2018]194号文，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离平台公司的政府融资职能。这些政策措施有利于行业的长期稳定发展，但城投企业近期也普遍面临业务转型压力。未来城投企业除了公益性的基础设施建设业务，还将结合地方经济社会发展所需拓展各类经营性业务。

总体来看，随着我国新型城镇化进程的持续推进，未来城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。近年来出台的政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展。

### 地区经济

跟踪期内，通化市经济低速增长，医药、食品和冶金三大支柱产业增速有所分化，但高技术制造业增长较快，第三产业对经济增长贡献不断提高，经济实力仍较强

2018年，通化市地区生产总值按可比价格计算，比上年增长3.4%。其中，第一产业增加值同比增长2.0%，第二产业增加值同比增长5.3%，第三产业增加值同比增长1.9%；同年，通化市人均地区生产总值同比增长4.3%。

从产业结构来看，通化市三次产业结构由2017年的8.9：42.5：48.6调整为2018年的8.5：38.7：52.8，产业结构进一步优化，第二产业和第三产业对通化市经济发展推动作用较为明显。

跟踪期内，通化市工业经济仍以医药、食品和冶金三大行业为支撑，工业经济增长较快。2018年，通化市工业增加值同比增长5.2%。其中，轻工业同比增长5.4%，重工业同比增长4.8%。分行业看，医药工业同比增长10.8%，食品工业同比下降2.4%，冶金工业同比增长10.4%。2018年全年规模以上工业中，医药、食品和冶金三大行业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为78.8%。其中，医药工业规模以上工业增加值同比增长10.8%，占通化市规模以上工业增加值的比重为44.4%；食品工业同比下降2.4%，占比为18.5%；冶金工业同比增长14.0%，占比为15.9%。

固定资产投资方面，2018年，通化市固定资产投资同比增长7.8%。其中工业投资较上年增长20.5%。分行业看，食品行业投资较上年增长14.7%，医药行业投资较上年增长1.5%，冶金行业投资较上年增长7.3%。

近年来，在长白山景区旅游产业发展的带动下，通化市第三产业在地区经济发展中的贡献逐年提高。2018年，通化市第三产业增加值同比增长1.9%，接待旅游人数1450.8万人次，同比增长19.6%，实现旅游综合收入251.1亿元，同比增长29.2%。

房地产业方面，2018年，通化市房地产开发投资比上年增长9.4%，其中，住宅投资同比增长10.1%，商品房销售面积同比增长18.0%，住宅销售面积同比增长16.8%，商品房空置面积较上年下降28.2%，商品房销售额同比增长39.8%。通化市房地产市场有所回暖。

## 财政状况

跟踪期内，通化市一般公共预算收入小幅增长，收入质量有所下降，财政自给程度仍较低

2018年，通化市一般公共预算收入为55.25亿元，同比增长3.1%，仍以税收收入为主。同年，通化市税收收入为37.54亿元，同比下降17.27%。2018年，通化市一般公共预算支出为248.60亿元，同比下降2.35%。同年，通化市的地方财政自给率<sup>1</sup>由上年的24.31%下降22.23%，财政自给程度仍较低。

2018年，通化市政府性基金收入为50.23亿元，同比增长45.44%，主要来自于国有土地使用权出让收入，土地出让易受房地产市场波动和土地收储政策等因素

<sup>1</sup> 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

影响，存在一定的不确定性。同年，通化市政府性基金支出为 49.52 亿元，同比增长 64.48%。

政府债务方面，截至 2018 年末，通化市政府债务余额 233.8 亿元。

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润均有所下降，仍主要来源于基础设施建设业务

跟踪期内，公司作为通化市重要的基础设施建设主体，继续从事通化市市区及集安市基础设施建设、自来水供应等业务。

2018 年，公司营业收入为 3.43 亿元，同比下降 8.45%，主要是公司基础设施建设业务收入下降所致。2018 年，公司基础设施建设收入占营业收入的比重为 96.90%，自来水供应及其他业务占比仍较小。

表 2：2016 年~2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	48250.89	100.00	37436.97	100.00	34275.21	100.00
基础设施建设	47454.81	98.35	36449.13	97.36	33211.54	96.90
自来水供应	741.74	1.54	920.02	2.46	994.73	2.90
其他业务	54.35	0.11	67.81	0.18	68.93	0.20
毛利润	11482.65	100.00	9061.38	100.00	3752.31	180.39
基础设施建设	10951.11	95.37	8411.34	92.83	3019.23	80.46
自来水供应	477.19	4.16	655.47	7.23	730.19	19.46
其他业务	54.35	0.47	-5.43	-0.06	2.90	0.08
综合毛利率	23.80		24.20		10.95	
基础设施建设	23.08		23.08		9.09	
自来水供应	64.33		71.25		73.41	
其他业务	0.11		-0.01		0.01	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司毛利润为 0.38 亿元，同比下降 58.59%；综合毛利率为 10.95%，同比减少 13.25 个百分点。公司毛利润及综合毛利率下降较大，主要系当年确认收入的基础设施建设业务项目不同导致毛利率下降所致。

### 基础设施建设

公司作为通化市重要的基础设施建设主体，主要从事通化市市区和集安市的基础设施项目建设，业务仍具有较强的区域专营性

作为通化市重要的基础设施建设主体，公司继续从事通化市市区及集安市内的

基础设施建设和棚户区改造，业务仍具有较强的区域专营性。

2018年，公司建设完工的滨东佳园安置房由通化市人民政府进行回购并于2019年~2026年分期支付代建工程款，每期工程款将于当期年末前支付，并参照人民银行规定的5年期以上贷款基准利率和一定的投资回报率支付给公司代建资金。2018年，公司确认基础设施建设收入3.32亿元，毛利润为0.30亿元，毛利率为9.09%，同比下降13.99%，系与往年确认收入的项目性质不一样，导致的约定的毛利率不同所致。

公益性项目方面，子公司日新投资承接了集安市内主要的道路、管网等基础设施建设项目，项目建设资金主要来自于财政拨款，财政拨款基本能覆盖项目建设支出，公司对此类项目建设不确认收入。

### 公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

截至2018年末，公司在建基础设施建设项目包括通化市区道路、通化市通创万发产业园项目及生活垃圾收集中转等项目。上述项目计划总投资合计14.57亿元，已完成投资1.50亿元，尚需投资13.07亿元。

截至2018年末，公司拟建项目为通化高铁综合客运枢纽建设项目，计划总投资12.00亿元。公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

表3：截至2018年末公司在建项目情况

单位：万元

项目名称	计划总投资	累计投资金额 <sup>2</sup>
集安市2013年农村公路建设项目	315.00	392.77
集安市太王镇阳岔至双安道路改造项目	397.00	425.67
集安市大路镇镇区道路及配套设施项目	398.00	342.78
集安市清河镇集中供热管网建设项目	495.00	348.56
集安市头道镇给水管网建设项目	499.00	258.01
集安市凉水乡永泉新村基础设施建设项目	399.00	281.97
集安市榆林镇河堤及堤顶路建设项目	399.00	292.17
集安市青石镇农田基础设施建设项目	399.00	299.97
集安市凉水乡拦河坝、水渠建设项目	397.00	299.21
2014~2016年兴边富民项目	4993.00	5869.81
生活垃圾收集中转项目	5914.20	537.92
垃圾场大坝加固项目	300.00	155.38
通化市通创万发产业园项目*	126175.26	157.02
垃圾场	4585.45	5336.07
<b>合计</b>	<b>145665.91</b>	<b>14997.31</b>

注：带“\*”号项目为“18通化丰源债01/18通化01”和“19通化丰源债01/19通源01”募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 自来水供应

<sup>2</sup> 表格中在建项目累计投资额为在建项目存货账面价值。

公司作为通化市市区唯一的供水公司，自来水供应业务仍具有很强的区域专营性

公司自来水供应业务仍由子公司桃园水利负责。公司自来水供应业务的原水来自于鸭绿江。截至 2018 年末，公司拥有 1 座供水厂，日供水能力可达到 10.37 万吨，服务人口 33 余万人，服务面积 30 平方公里。2018 年，公司全年供水量为 3785 万吨，同比增长 6.77%。

表 4：2016 年~2018 年公司自来水供应业务情况

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
全年供水量（万吨）	3827.00	3722.00	3785.00
日供水量（万吨）	10.48	10.20	10.37
供水管网（公里）	479.00	481.00	481.00
全年售水量（万吨）	1789.00	1442.00	1511.00
供水收入（万元）	741.74	920.02	994.73

资料来源：公司提供，东方金诚整理

供水价格方面，2018 年，通化市居民生活用水为 4.75 元/立方米；非居民生活用水为 7.10 元/立方米。受供水价格上涨影响，2018 年，公司自来水供应业务收入为 994.73 万元，同比增长 8.12%。

表 5：2016 年~2018 年公司自来水价格情况

单位：元/立方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
居民生活用水	4.20	4.75	4.75
非居民生活用水	6.50	7.10	7.10
其中：工业用水	16.00	7.10	7.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司自来水供应业务收入为 994.73 万元，毛利润为 730.19 万元，毛利率为 73.41%。随着供水价格的增长，未来自来水供应业务收入较有保障。

### 外部支持

跟踪期内，作为通化市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴和债务置换等方面继续得到了股东和相关各方的大力支持

财政补贴方面，2018 年，公司获得财政补贴收入 0.82 亿元，主要为对公司代建的基础设施项目的补贴。

债务置换方面，“11 通化债/PR 通化债”中的 9.5 亿元纳入地方政府债务并已于 2018 年 2 月 28 日提前兑付“11 通化债/PR 通化债”本息<sup>3</sup>。

考虑到未来公司将继续在通化市基础设施建设领域中发挥重要作用，预计实际控制人及相关各方未来仍将对公司提供有力的支持。

<sup>3</sup> 根据吉林省财政厅文件吉财债[2017]62 号《关于进一步做好非地方政府债券形式存量政府债务置换工作的通知》以及通市财债[2017]51 号《关于进一步做好非地方政府债券形式存量政府债务置换工作的通知的要求》，“11 通化债/PR 通化债”纳入政府债务并已提前兑付。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 4.38 亿元；通化信通为公司唯一股东，通化市人民政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2018 年度合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2018 年末，公司拥有 4 家二级子公司和 6 家三级子公司（详见表 1），较 2017 年末无变化。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货、其他应收款占比较大，资产流动性依然较差**

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。2018 年末，公司资产总额为 100.15 亿元，同比增长 5.97%，其中流动资产占资产总额的比例为 75.60%。

2018 年末，公司流动资产为 75.71 亿元，同比增长 7.28%。2018 年末，公司流动资产主要由存货和其他应收款构成，两项合计占流动资产的比重为 95.20%。

公司存货主要由变现能力较弱的基础设施建设项目成本及土地使用权构成，资产流动性较差。2018 年末，公司存货为 52.41 亿元，同比增长 4.38%。其中，土地使用权为 50.19 亿元，出让性质土地使用权账面价值为 31.43 亿元，出让性质的土地已办理土地使用权证，用途为商服用地，划拨性质土地使用权账面价值为 18.76 亿元；在建基础设施建设项目成本 2.21 亿元。

2018 年末，公司其他应收款为 19.67 亿元，同比增长 2.25%。2018 年末，公司其他应收款主要为公司应收通化市人民政府有关部门或政府投资单位的往来款和转贷款，主要对象及金额分别为集安市住房和城乡建设局的 3.08 亿元、通化圣东投资有限公司 2.15 亿元、通化市土地收购储备管理中心 2.00 亿元、通化市财政局的 1.42 亿元和通化市棚户区改造领导小组办公室的 1.15 亿元，合计占其他应收款的比例为 49.90%。公司其他应收款未计提坏账准备。

2018 年末，公司非流动资产为 24.44 亿元，同比增长 2.11%，主要由长期应收款、固定资产、可供出售金融资产和在建工程构成。

2018 年末，公司长期应收款为 16.26 亿元，同比增长 2.93%，公司长期应收款主要是应收代建的政府基础设施建设工程项目的工程结算款<sup>4</sup>；固定资产为 3.52 亿元，

<sup>4</sup> 根据公司与通化市财政局签订的《委托代建协议》，政府分期支付项目代建款，付款期限为 5-10 年，故公司将基础设施建设项目未收到的结算款计入长期应收款。

同比下降 3.99%，主要为公司的房屋建筑物，减少主要是由于计提折旧所致；可供出售金融资产为 1.88 亿元，较上年末无变化，仍为对东方红（通化）生物医药股份有限公司的投资；在建工程为 1.62 亿元，同比增长 15.12%，主要为子公司的基础设施项目建设成本。

公司受限资产主要为存货中抵押的土地使用权和固定资产中抵押的房产。截至 2018 年末，公司受限资产总计 5.05 亿元，其中用于抵押的土地使用权账面价值为 0.25 亿元；用于抵押的固定资产为 4.80 亿元，上述合计在资产总额中占比 5.04%。

### 资本结构

#### 跟踪期内，公司所有者权益有所增长，仍以资本公积和未分配利润为主

2018 年末，公司所有者权益为 70.60 亿元，同比增长 1.66%，主要由实收资本和资本公积构成。

2018 年末，公司实收资本仍为 4.38 亿元，较上年末无变化；资本公积为 49.90 亿元，较上年末变化较小；未分配利润为 14.60 亿元，仍为公司经营利润累计。

#### 跟踪期内，公司负债总额有所增长，仍以流动负债为主；公司有息债务规模较小，债务负担较轻

近年来，公司负债总额有所增长，仍以流动负债为主。2018 年末，公司负债总额为 29.54 亿元，同比增长 17.95%，其中流动负债占负债总额的比重为 76.25%。

2018 年末，公司流动负债为 22.53 亿元，同比增长 65.95%，主要由其他应付款构成。

2018 年末，公司其他应付款为 19.75 亿元，同比增长 80.00%，主要为公司与股东通化信通的往来款。2018 年末，公司其他应付款应付对象及金额为通化信通投资控股集团有限公司的 11.67 亿元、通化市财政局的 5.21 亿元、通化财源投资有限责任公司的 1.08 亿元、集安市正浩房地产开发有限公司的 0.20 亿元和通化市丰泽房地产开发有限公司的 0.15 亿元。从账龄来看，公司其他应收款账龄一年以内的占比为 91.12%。1 年以上的占比为 8.88%。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和专项应付款构成。2018 年末，公司非流动负债为 7.02 亿元，同比下降 38.84%。

2018 年末，公司应付债券为 3.96 亿元，同比下降 50.12%，系公司到期兑付“11 通化债”全部本金及于 2018 年 12 月发行 4 亿元 7 年期的“18 通化丰源债 01/18 通化 01”综合所致。同期末，公司长期借款为 1.44 亿元，同比下降 28.22%，全部为担保借款；专项应付款为 1.27 亿元，同比增长 9.93%，主要是政府拨入公司的在建的目兴边富民项目和水毁工程专款。

2018 年末，公司全部债务为 5.40 亿元，同比减少 9.95 亿元，占公司负债总额的比重为 18.29%，全部为长期有息债务。同期末，公司资产负债率为 29.50%，全部债务资本化比率为 7.11%。未来随着通化市基础设施建设的推进，预计公司债务规模或将进一步增加，债务压力将相应上升。

### 3. 对外担保

截至 2018 年末，公司对外担保金额为 11.55 亿元，担保比率为 16.35%。公司

对外担保对象为地方国企和政府部门，代偿风险较小。

表 6：截至 2018 年末公司对外担保情况

单位：亿元

被担保企事业单位名称	企业性质	担保金额
通化市燃气总公司	地方国有企业	1.90
通化信通	地方国有企业	0.60
通化高新投资控股有限公司	地方国有企业	2.00
通化信通	地方国有企业	2.00
集安市市区棚户区改造领导小组办公室	政府部门	0.21
集安市市区棚户区改造领导小组办公室	政府部门	0.04
集安市城市建设投资开发有限公司	地方国有企业	4.50
集安市旅游产品研发有限公司	地方国有企业	0.30
合计	-	11.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 盈利能力

公司营业收入出现下降，利润对政府财政补贴依然具有一定依赖，盈利能力仍较差

2018 年，公司营业收入为 3.43 亿元，同比下降 8.45%，仍主要来自于基础设施建设业务收入。同期，公司营业利润率为 10.29%。

2018 年，公司期间费用为-0.10 亿元，占营业收入的比例为-2.95%，主要为管理费用的支出。同期，公司利润总额为 1.29 亿元，同比下降 21.63%，其中，通化市财政局拨付的财政补贴收入为 0.82 亿元，占当年利润总额的比重分别为 63.61%，公司利润对政府财政补贴依然具有一定依赖。2018 年，公司总资本收益率为 3.05%，净资产收益率为 1.63%，公司盈利能力仍较差。

### 现金流

公司经营性现金流对波动性较大的往来款、基础设施建设项目代建款及财政补贴依赖较大

2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 24.77 亿元，同比增加 3.44 亿元，主要是政府支付的基础设施建设项目结算款、供水收入、财政补贴及往来款形成的现金流入；现金收入比为 125.85%，同比增加 58.18 个百分点；经营活动产生的现金流出为 16.46 亿元，同比减少 3.55 亿元，主要为与其他单位的往来款形成的现金流出；经营活动产生的现金流量净额为 8.31 亿元，同比增加 6.99 亿元。公司经营活动现金流对波动性较大的往来款、基础设施建设项目代建款以及财政补贴依赖较大。

2018 年，公司投资性现金流规模较小。2018 年，公司筹资活动现金流入为 3.96 亿元，同比增加 1.86 亿元，为公司借款所收到的现金；公司筹资活动现金流出为 9.74 亿元，同比增加 6.73 亿元，主要为偿还债务本息所支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为-5.78 亿元。

2018年，公司现金及现金等价物净增加额为2.49亿元，同比增加4.22亿元。

### 偿债能力

公司作为通化市重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持，综合偿债能力很强

2018年末，公司流动比率为336.11%，速动比率为103.44%，同比分别减少183.79个百分点和46.52个百分点；现金比率为15.66%，同比增加8.02个百分点。公司流动资产中变现能力较弱的存货、其他应收款占比很大，且现金类资产规模较小，对流动负债的保障能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018年末，公司长期债务资本化比率为7.11%；全部有息债务/EBITDA为2.05倍，EBITDA对全部债务保障程度尚可。

总体来看，公司作为通化市重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，继续得到股东及相关部门的有力支持，东方金诚认为公司综合偿债能力依然很强。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2019年2月14日，公司本部已结清借款无欠息记录。截至本报告出具日，公司已提前偿还“11通化债/PR通化债”本息。

### 抗风险能力

基于对通化市地区经济、实际控制人及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

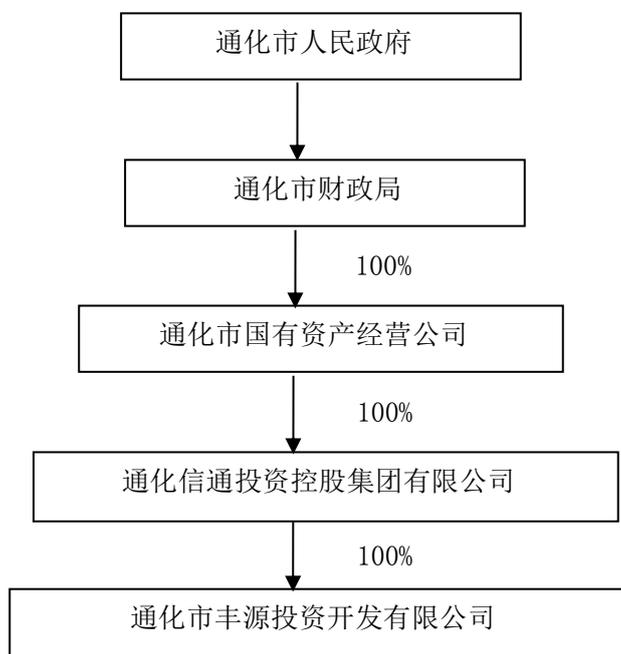
### 结论

东方金诚认为，跟踪期内，通化市经济保持增长，高技术制造业增长较快，第三产业对经济增长贡献不断提高，经济实力仍较强；公司主要从事通化市市区和集安市基础设施建设及自来水供应等业务，主营业务仍具有较强的区域专营性；作为通化市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴和债务置换等方面继续得到股东和相关各方的大力支持。

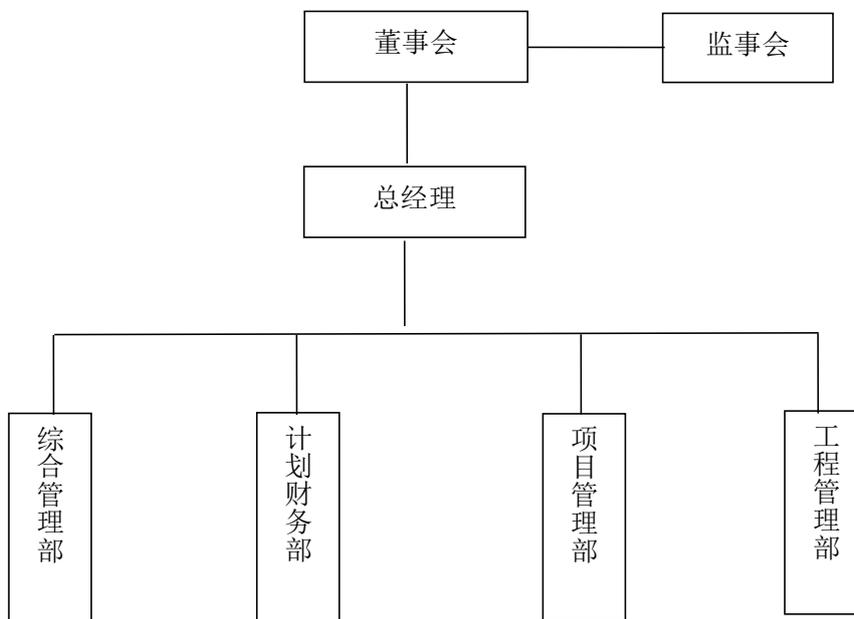
同时东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司资产负债中变现能力较弱的存货、其他应收款和长期应收款占比较大，资产流动性较差；公司经营性现金流对波动性较大的往来款、基础设施建设项目代建款及财政补贴依赖较大。

综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“18通化丰源债01/18通化01”和“19通化丰源债01/19通源01”的信用等级均为AA。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末公司组织架构图



附件三：公司相关财务数据（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年
货币资金	26642.67	10370.68	35264.35
其他应收款	99764.64	192336.81	196673.82
存货	524557.13	502144.64	524083.34
流动资产合计	651767.50	705689.19	757092.55
可供出售金融资产	0.00	18848.62	18848.62
长期应收款	149155.86	157920.62	162552.05
固定资产	35613.98	36628.90	35168.16
在建工程	14189.26	14050.11	16174.51
非流动资产合计	211155.25	239311.90	244369.57
资产总计	862922.75	945001.09	1001462.12
应付账款	16942.73	14784.96	14836.52
其他应付款	39242.95	109695.80	197451.42
流动负债合计	69064.27	135734.80	225252.45
长期借款	0.00	20100.00	14426.99
应付债券	99280.88	79403.89	39603.64
专项应付款	9737.11	11573.18	12722.18
非流动负债合计	112689.98	114722.57	70161.81
负债合计	181754.25	250457.37	295414.26
实收资本（股本）	43769.79	43769.79	43769.79
资本公积	499060.07	499060.07	499077.63
所有者权益合计	681168.50	694543.72	706047.87
负债和所有者权益总计	862922.75	945001.09	1001462.12
营业总收入	48250.89	37436.97	34275.21
营业利润	12844.31	11912.41	4642.82
利润总额	16963.35	16469.45	12906.81
经营活动产生的现金流净额	37121.84	13117.29	83057.32
投资活动产生的现金流量净额	-2083.14	-20345.56	-410.04
筹资活动产生的现金流量净额	-9232.33	-9043.72	-57753.61
营业利润率(%)	23.02	23.40	10.29
总资本收益率(%)	2.89	2.84	3.05
净资产收益率(%)	1.99	1.93	1.63
资产负债率(%)	21.06	26.50	29.50
长期有息债务资本化比率(%)	12.72	12.53	7.11
全部债务资本化比率(%)	12.72	12.53	7.11
流动比率(%)	943.71	519.90	336.11
速动比率(%)	184.19	149.96	103.44
经营现金流动负债比(%)	53.75	9.66	36.87
EBITDA 利息倍数(倍)	3.04	2.98	2.26
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	3.66	2.05

附件四：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率 = $(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n 年数据：增长率 = $[(\text{本期}/\text{前 n 年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件五：企业主体及长期债券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。