

2011 年海城市城建投资有限公司

市政项目建设债券 2018 年跟踪 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【2018】跟踪第
【264】号 01

债券简称：11 海城债/PR
海城债
债券剩余规模：3.2 亿元
债券到期日期：2018 年
11 月 07 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次；债
券存续期第五年起分别
按照债券发行总额
30%、30%和 40%的比例
分期兑付

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@pyrating.cn

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

2011 年海城市城建投资有限公司市政项目建设债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 22 日	2017 年 07 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海城市城建投资有限公司（以下简称“海城城建”或“公司”）及其 2011 年 11 月 07 日发行的市政项目建设债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2017 年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司获得较大的外部支持，且资产负债率下降，有息负债减少，整体负债水平不高。同时鹏元也关注到了，公司基础设施建设业务一直未能回款且业务持续性存在较大不确定性，公司资产流动性较弱，经营业务亏损，盈利能力依旧较弱，面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年海城市实现 GDP523.5 亿元，同比增长 1.6%，实现公共财政收入 24.34 亿元，同比增长 9.69%，区域经济和财政表现良好，为公司发展提供了良好的环境。
- 公司获得较大的外部支持。2017 年海城市政府向企业下发了企业发展资金补助 1.08 亿元，较大程度的提升了公司的盈利水平。
- 公司资产负债率下降，有息负债减少，整体负债水平不高。截至 2017 年末，公司资产负债率为 32.83%，较上年下降 4.12 个百分点；有息负债余额 3.19 亿元，较上年下降 52.50%。

关注：

- **公司基础设施建设业务一直未能回款且业务持续性存在较大不确定性。**公司主要收入来源为基础设施建设收入，但截至 2017 年末，该业务收入尚未回款，2014-2016 年出售水库业务也未能回款；另外，公司没有在建拟建基础设施工程项目，未来业务持续性存在较大不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司应收款项规模较大，截至 2017 年末，公司应收账款和其他应收款合计 27.96 亿元，占总资产的比重为 48.08%，其中 8.52 亿元的应收账款及 3.54 亿元的其他应收款账龄在 3 年以上，对公司资金形成一定占用，整体资产流动性较弱。
- **公司经营业务亏损，盈利能力依旧较弱。**2017 年公司实现主营业务收入 1.73 亿元，较上年下降 35.50%，主营业务毛利率仅为 2.12%，营业利润亏损 0.67 亿元，公司业务盈利能力依旧较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 27.4 亿元，占 2017 年末净资产的比重为 70.16%，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	581,439.23	613,012.77	631,285.22
所有者权益（万元）	390,537.90	386,481.69	381,465.66
有息债务（万元）	31,929.11	66,797.09	98,728.44
资产负债率	32.83%	36.95%	39.57%
流动比率	3.01	3.34	4.87
主营业务收入（万元）	17,261.07	26,762.15	53,003.12
营业外收入（万元）	4.43	607.96	41.86
利润总额（万元）	4,094.59	5,016.39	4,061.89
主营业务毛利率	2.12%	9.05%	15.33%
EBITDA（万元）	11,432.75	14,270.05	13,282.89
EBITDA 利息保障倍数	2.45	2.19	1.81
经营活动现金流净额（万元）	25,689.53	41,263.60	13,294.81

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2011年11月07日发行7年期8亿元市政项目建设债券，募集资金用于市政配套工程、道路路网建设和桥梁工程项目等，截至2017年12月31日，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司名称、注册资本、控股股东均未发生变更，注册资本仍为1.05亿元，海城市国有资产监督管理委员会（以下简称“海城市国资委”）依然持有公司100%股权。2017年，公司合并范围没有发生变化。

截至2017年12月31日，公司资产总额为58.14亿元，所有者权益为39.05亿元，资产负债率为32.83%；2017年度，公司实现主营业务收入1.73亿元，利润总额0.41亿元，经营活动现金净流入2.56亿元。

2017年公司监事会主席及监事发生变更，变更后的监事会主席为王泽航，监事徐连吉。根据公司提供资料，公司董事长李光彬同时为海城市财政局局长兼任海城市城市建设投融资管理办公室主任，总经理、财务总监、职工董事徐天光同时为海城市城市建设投融资管理办公室副主任，公司其他董事、监事及高级管理人员也在海城市财政局、审计局、监察局和海城市城市建设投融资管理办公室等部门任职，这些人员在公司均为兼职人员，均未在公司领取薪酬、奖金、津贴等报酬，未获得股权和其他额外利益，不存在其他公司兼职的情形，均未超过兼职的任职年龄界限。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有

所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何

形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专	财政部、交通	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债

	项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	运输部	券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年海城市经济总量略有增长，主要经济指标企稳

2017年海城市实现地区生产总值523.5亿元，按可比价格计算，较上年增长1.6%，结束了2015年以来的下滑趋势。截至2017年末，海城市户籍人口为107.38万人。按2017年户籍人口计算，2017年海城市人均生产总值为4.87万元，是当年全国人均生产总值的81.57%。

产业结构方面来看，2017年海城市第一产业增加值为38.2亿元，较上年增长3.7%；第二产业增加值为149.9亿元，较上年增长3.6%；第三产业增加值为335.4亿元，较上年增长0.5%。三次产业均结束了以往的下降趋势，保持在低速增长水平。2017年海城市三次产业结构比例为7.3:28.63:64.07，第三产业占主导地位。全年社会消费品零售总额307.9亿元，比上年增长5%。按消费类型统计，商品零售额292.6亿元，比上年增长6.5%；餐饮收入额15.3亿元，下降16.9%。

2017年海城市固定资产投资继续大幅下降，降速有所减缓，当年海城市固定资产投资完成额为108亿元，较上年下降36.9%，其中建设项目244个，投资60.5亿元。分产业看，全年第一产业投资4.9亿元，比上年下降10.7%；第二产业投资32.9亿元，下降67.3%；第三产业投资70.2亿元，增长7.6%。2017年海城市出口总额大幅增长，其中钢材、镁砂、滑石出口额大幅增长，贡献了主要的力量。贷款余额2017年增长较快，其中，各项短期贷款余额为186.5亿元，同比增长34.6%。

表 2 海城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	523.5	1.6%	500.1	-18.3%
第一产业增加值	38.2	3.7%	37.8	-2.5%
第二产业增加值	149.9	3.6%	130.9	-38.3%
第三产业增加值	335.4	0.5%	331.4	-6.9%
工业增加值	55.6	10.9%	46	-
固定资产投资	108	-36.9%	171.4	-73.5%
社会消费品零售总额	307.9	5.0%	293.2	5.0%
出口总额（亿美元）	4.25	18.3%	3.54	-
存款余额	772.1	10.4%	699.0	14.9%
贷款余额	354.6	25.6%	266.5	4.5%
人均 GDP（万元）	4.87		4.63	
人均 GDP/全国人均 GDP	81.57%		85.78%	

资料来源：2016 年数据由海城市统计局提供，2017 年数据取自 2017 年海城市国民经济和社会发展统计公报和 wind 资讯，鹏元整理

2017 年海城市地方综合财力和公共财政收入均有所上升，财政自给率略有上升，但财政自给能力依然一般

2017 年，海城市财政实力有所提升，当年地方综合财力为 69.14 亿元，较上年上升 7.48%。其中公共财政收入 24.34 亿元，较上年上升 9.69%；上级补助收入 32.37 亿元，较上年上升 11.24%；政府性基金收入 12.43 亿元，较上年下降 4.68%。

2017 年，海城市公共财政收入为 24.34 亿元，其中税收收入 20.41 亿元，较上年上升 7.1%，在公共财政收入中占比为 83.85%，公共财政收入质量较好。2017 年，海城市实现上级补助收入 32.27 亿元，较上年有所增加。其中，返还性收入 3.56 亿元；一般性转移支付收入 17.92 亿元，较上年增长 22.66%；专项转移支付收入 10.90 亿元。受当地土地市场不景气等因素影响，2017 年，海城市实现政府基金收入 12.43 亿元，较上年下降 4.68%。

2017 年，海城市公共财政支出 46.24 亿元，较上年下降 5.51%。相比 2016 年，海城市财政自给率上升至 52.64%，财政自给率略有上升，但财政自给能力依然一般。

表 3 海城市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	69.14	64.33
（一）公共财政收入	24.34	22.19
其中：税收收入	20.41	17.03

非税收入	3.93	5.16
(二) 上级补助收入	32.37	29.10
其中：返还性收入	3.56	3.38
一般性转移支付收入	17.92	14.61
专项转移支付收入	10.90	11.11
(三) 政府性基金收入	12.43	13.04
其中：土地出让收入	-	13.04
财政支出	-	-
(一) 公共财政支出	46.24	43.06
(二) 政府性基金支出	12.34	-
财政自给率	52.64%	51.53%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：海城市财政局

四、经营与竞争

公司收入主要来源于基础设施建设，2017年受各项业务收入萎缩影响，收入规模与毛利率均大幅下滑。2017年，公司实现主营业务收入1.73亿元，较上年下降35.50%，主营业务毛利率仅为2.12%，同比下降6.93个百分点。具体情况如下表所示：

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设收入	11,416.26	13.97%	20,197.06	18.07%
自来水收入	3,311.25	-21.34%	3,473.72	-29.74%
市政工程收入	2,533.56	-20.60%	3,091.37	-6.22%
合计	17,261.07	2.12%	26,762.15	9.05%

注：2016年基础设施建设收入实际为出售水库收入

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

2017年基础设施建设收入是公司主要的收入来源，但目前该业务并未实际回款，需关注收入实际回款时间

2017年，公司将建成的南台箱包工程出售给海城市国资委，获得收入1.14亿元，并将南台箱包工程的成本从存货中结转，确认为当年的基础设施建设业务成本0.98亿元。值得注意的是，2014-2017年，公司出售王家坎、上英、山咀水库及南台箱包确认的收入并未回款，应收海城市国资委的账款在公司应收账款中核算，截至2017年末，公司应收海城市国资委的基础设施建设款为16.07亿元，后续仍应持续关注公司主营业务收入的回款情况。

目前，公司没有在建拟建基础设施工程项目，该业务持续性存在较大不确定性。

公司自来水业务依旧处于亏损状态，但亏损幅度有所收窄

子公司海城市自来水公司负责海城市城区范围内的自来水供应，2017年公司供水能力、供水量、服务人口以及售水量均略有上升，但受营改增影响，扣除税费后收入规模下降。2017年，公司确认自来水业务收入0.33亿元，较上年下降4.68%，毛利率为-21.34%，亏损幅度较上年减少，主要系当年修理成本减少所致。

表 5 2016-2017 年公司自来水业务情况

项目名称	2017 年	2016 年
服务人口（万人）	32.2	32.1
供水能力（万立方米/日）	10	8.5
供水量（万立方米/年）	2,810	2,800
售水量（万立方米/年）	1,190	1,170
水质管网综合合格率	100%	100%

资料来源：公司提供

公司市政工程建设业务收入继续下降且截至2017年末仅剩少量的在建工程，未来收入规模不确定

子公司海城市市政工程公司承担了海城市城市道路等市政工程建设。2017年，公司共结转确认工程收入0.25亿元。截至2017年末，在建工程项目仅剩余6项在建市政工程项目，未来收入规模存在较大的不确定性。

表 6 截至 2017 年 12 月 31 日公司在建市政工程项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
打井工程	140.00	139.16
消防水和消火栓	40.00	40.00
大白桥	24.63	24.63
三江源改造	35.09	35.09
世行项目（海城给排水改扩建工程）	35.00	35.00
泵站工程	50.00	46.40
合计	324.72	320.28

资料来源：公司提供

2017年公司获得较大的外部支持

作为海城市主要的城市基础设施建设主体，公司承担了海城市的基础设施项目的投资建设任务。为保证海城市城市建设的顺利实施及公司的正常运行，2017年，根据《关于下达海城市城建投资公司营运资金专项补贴的通知》（海财发【2017】146号），海城市政

府向公司下发了运营资金补贴1.08亿元，较大程度提高了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告采用旧会计准则编制。2017年公司合并报表范围没有发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用，同时固定资产占比较高，资产流动性较弱

截至2017年末，公司资产总额为58.14亿元，较上年下降5.15%。公司资产仍以流动资产为主，2017年末流动资产占比为57.88%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8,100.88	1.39%	11,750.61	1.92%
应收账款	163,345.67	28.09%	151,275.57	24.68%
其他应收款	116,251.45	19.99%	180,775.37	29.49%
存货	12,754.26	2.19%	9,914.77	1.62%
其他流动资产	32,000.00	5.50%	0.00	0.00%
流动资产合计	336,531.02	57.88%	365,904.68	59.69%
固定资产合计	219,094.95	37.68%	221,049.40	36.06%
其他长期资产	24,990.00	4.30%	24,990.00	4.08%
非流动资产合计	244,908.21	42.12%	247,108.09	40.31%
资产总计	581,439.23	100.00%	613,012.77	100.00%

资料来源：公司 2017 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、其他应收款、存货及其他流动资产。截至2017年末，公司货币资金余额为0.81亿元，无冻结或受限情况。截至2017年末，公司应收账款余额为16.33亿元，较上年增长7.98%，其中应收海城市国资委16.07亿元，且有8.52亿元的应收海城市国资委账款账龄在3年以上，账龄较长，对公司资金形成一定占用。截至2017年末，公司其他应收款账面原值12.65亿元，主要是与海城市财政局、海城市金财

土地房屋投资有限公司与海城市土地储备中心等单位的往来款，其中对海城市财政局及海城市土地储备中心的应收款中账龄在3年以上的余额为3.54亿元，对公司资金形成占用。另外，公司对于与政府及政府职能部门之间的往来款项和与关联方之间发生的应收款项，未予计提坏账准备。截至2017年末，公司存货规模为1.28亿元，主要为工程施工成本，但并未签订回购协议。公司其他流动资产为海城1号定向资产管理计划。

公司非流动资产主要为固定资产和其他长期资产。公司固定资产主要为政府无偿划拨的土地资产，截至2017年末，公司土地资产账面价值为19.63亿元，尚未被抵押或质押。公司的其他长期资产系2009年公司向海城市国有资产管理委员会协议购入的林木资产。

总体来看，2017年公司资产规模有所下降，应收款项规模较大，截至2017年末公司应收账款和其他应收款合计27.96亿元，占总资产的比重为48.08%，其中账龄在3年以上的应收款项合计13.36亿元，同时，固定资产占总资产比重为37.68%，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司经营业务亏损，盈利能力依旧较弱

2017年，公司实现主营业务收入1.73亿元，较上年下降35.50%。2017年公司无库存水库，未获得出售水库收入，公司收入主要来自于基础设施建设收入，目前没有在建拟建基础设施工程项目，该业务持续性存在较大不确定性。2017年，公司主营业务毛利率仅为2.12%，毛利率大幅下降主要系基础设施建设收入占比及毛利率双双下降及市政工程业务毛利率大幅下滑所致。2017年公司经营业务亏损0.67亿元。

2017年公司获得政府补贴收入1.08亿元，为海城市财政局的运营资金补贴，是当年利润总额的264.04%，补贴收入对公司利润贡献较大。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
主营业务收入	17,261.07	26,762.15
营业利润	-6,723.98	4,370.87
补贴收入	10,811.25	20.00
利润总额	4,094.59	5,016.39
主营业务毛利率	2.12%	9.05%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司收现情况依然较差，每年偿还债务等支出的现金流规模较大，整体现金流依旧处

于净流出状态

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为经营业务实现的回款及以前年度形成的部分应收账款回款；收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款和收到的补贴收入。2017年公司主营业务收现比为0.69，较往年有所提升，但依然表现较差。2017年，受收到往来款规模增加及补贴规模增加影响，公司其他与经营活动有关的现金流入规模有所增长，经营活动现金流为净流入2.57亿元。

近年公司投资规模较小，投资活动现金流入、流出规模均不大。筹资活动方面，2017年公司没有筹资活动现金流入，而筹资活动现金流出规模较大，主要为偿还债务支付的现金及偿付利息支付的现金。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.69	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	11,871.94	11,705.44
收到的其他与经营活动有关的现金	88,950.08	51,924.01
经营活动现金流入小计	100,822.02	63,629.45
购买商品、接受劳务支付的现金	9,230.51	9,443.24
支付的其他与经营活动有关的现金	62,155.40	8,964.29
经营活动现金流出小计	75,132.50	22,365.84
经营活动产生的现金流量净额	25,689.53	41,263.60
投资活动产生的现金流量净额	-397.40	-86.34
筹资活动产生的现金流量净额	-28,941.85	-36,380.22
现金及现金等价物净增加额	-3,649.73	4,797.04

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率下降，有息债务减少，整体负债水平不高

截至2017年末，公司负债总额为19.09亿元，较上年下降15.73%；所有者权益为39.05亿元，较上年增长1.05%。截至2017年末，公司产权比率为48.88%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	190,901.32	226,531.08
所有者权益	390,537.90	386,481.69

产权比率	48.88%	58.61%
------	--------	--------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司的流动负债主要由应交税金、其他应付款及一年内到期的长期负债构成。截至 2017 年末，公司应交税金 2.11 亿元，主要为营业税、所得税和土地增值税、土地使用税。截至 2017 年末，公司其他应付款为 4.49 亿元，较上年略有下降，主要为与海城市益源矿业投资服务有限公司、海城恒焯供暖有限公司、南台财政所等单位的往来款。公司一年内到期的长期负债即本期债券。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税金	21,174.10	11.09%	20,747.71	9.16%
其他应付款	44,930.52	23.54%	50,529.07	22.31%
一年内到期的长期负债	31,929.11	16.73%	28,900.00	12.76%
流动负债合计	111,843.96	58.59%	109,576.64	48.37%
专项应付款	79,057.36	41.41%	79,057.36	34.90%
长期负债合计	79,057.36	41.41%	116,954.44	51.63%
负债合计	190,901.32	100.00%	226,531.08	100.00%
其中：有息债务	31,929.11	16.73%	66,797.09	29.49%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司长期负债主要为专项应付款。截至 2017 年末，公司专项应付款账面价值 7.91 亿元，主要为政府下拨的专门用于工程的款项。截至 2017 年末，公司有息负债余额为 3.19 亿元，在负债总额中占比 16.73%，规模较上年下降 52.20%，整体负债水平不高。

公司资产负债率较上年略有下降。截至 2017 年末，公司资产负债率为 32.83%，较上年下降 4.12 个百分点。2017 年公司流动负债有所增长，流动比率及速动比率有所下降，流动比率及速动比率分别为 3.01 和 2.89。鉴于公司流动资产以应收款项为主，集中变现难度较大，短期偿债能力一般。2017 年，受利润总额降低影响，公司 EBITDA 有所下降。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	32.83%	36.95%
流动比率	3.01	3.34
速动比率	2.89	3.25
EBITDA（万元）	11,432.75	14,270.05
EBITDA 利息保障倍数	2.45	2.19

有息债务/EBITDA	2.79	4.68
-------------	------	------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额总计27.4亿元，占当期净资产的70.16%。被担保方为海城市金财土地房屋投资有限公司（以下简称“海城金财”），海城金财为国有控股公司，控股股东及实际控制人为海城市国资委。公司对海城金财的四项对外担保分别为公司为海城金财发行的13海城金财债01/PR海财01，13海城金财债02/PR海财02，16海城债及16海财债四项债券提供的担保。根据公司提供的2018年5月15日的企业信用报告，公司对外担保均被列入正常级别，上述四项债券目前还本付息情况正常。公司对外担保规模较大，且均没有反担保措施，若被担保企业出现一定的财务困难，公司面临一定的或有负债风险。

表 13 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
海城市金财土地房屋投资有限公司	18,000.00	2020/12/19	否
海城市金财土地房屋投资有限公司	56,000.00	2021/4/16	否
海城市金财土地房屋投资有限公司	100,000.00	2023/8/10	否
海城市金财土地房屋投资有限公司	100,000.00	2019/7/14	否
合计	274,000.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司获得较大的外部支持，且资产负债率下降，有息负债减少，整体负债水平不高。同时鹏元也关注到了，公司基础设施建设业务一直未能回款且业务持续性存在较大不确定性，公司资产流动性较弱，经营业务亏损，盈利能力依旧较弱，面临一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元将本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	8,100.88	11,750.61	6,953.56
应收票据	0.00	0.00	0.00
应收账款	163,345.67	151,275.57	147,906.32
预付账款	175.78	8,285.39	83,005.55
其他应收款	116,251.45	180,775.37	115,787.02
应收补贴款	3,902.97	3,902.97	3,902.97
存货	12,754.26	9,914.77	23,933.40
其他流动资产	32,000.00	0.00	0.00
流动资产合计	336,531.02	365,904.68	381,488.83
长期股权投资	800.00	800.00	800.00
固定资产	218,754.66	220,791.29	223,055.34
在建工程	340.28	258.12	460.64
长期待摊费用	23.26	268.69	490.41
其他长期资产	24,990.00	24,990.00	24,990.00
无形资产及其他资产合计	25,013.26	25,258.69	25,480.41
资产总计	581,439.23	613,012.77	631,285.22
短期借款	0.00	0.00	2,089.00
应付账款	3,133.11	5,317.21	6,088.06
预收账款	9,489.32	2,639.03	141.02
应付工资	153.41	150.59	155.82
应付利息	411.91	695.11	89.08
应交税金	21,174.10	20,747.71	19,594.00
其他应交款	622.48	597.91	545.83
其他应付款	44,930.52	50,529.07	45,948.34
一年内到期的长期负债	31,929.11	28,900.00	3,750.00
流动负债合计	111,843.96	109,576.64	78,401.15
长期借款	0.00	6,100.00	11,864.00
应付债券	0.00	31,797.09	81,025.44
专项应付款	79,057.36	79,057.36	78,528.96
长期负债合计	79,057.36	116,954.44	171,418.40
负债合计	190,901.32	226,531.08	249,819.56
实收资本	10,516.26	10,516.26	10,516.26
资本公积	318,130.59	318,130.59	318,130.59
盈余公积	5,707.02	5,707.02	5,707.02

*未确认的投资损失（以“-”号填列）	-1,023.49	-572.62	-433.82
未分配利润/（或未弥补亏损）	57,207.52	52,700.43	47,545.61
所有者权益合计	390,537.90	386,481.69	381,465.66
负债和所有者权益(或股东权益)总计	581,439.23	613,012.77	631,285.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、主营业务收入	17,261.07	26,762.15	53,003.12
减：主营业务成本	16,894.72	24,338.88	44,875.59
主营业务税金及附加	94.75	1,169.45	2,736.52
二、主营业务利润	271.60	1,253.82	5,391.01
加：其他业务利润	1,576.37	1,959.84	1,646.99
管理费用	4,515.26	-7,650.68	12,359.37
财务费用	4,056.69	6,493.48	7,318.65
其中：利息支出	4,658.66	0.00	7,331.73
利息收入	603.13	0.00	13.90
三、营业利润	-6,723.98	4,370.87	-12,640.02
加：投资收益	26.29	56.76	81.23
补贴收入	10,811.25	20.00	16,592.85
营业外收入	4.43	607.96	41.86
减：营业外支出	23.39	39.21	14.04
四、利润总额	4,094.59	5,016.39	4,061.89
减：所得税	38.38	0.35	9.08
加：*未确认的投资损失	450.87	138.80	141.86
五、净利润	4,507.08	5,154.83	4,194.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	11,871.94	11,705.44	10,711.65
收到其他与经营活动有关的现金	88,950.08	51,924.01	21,763.22
经营活动现金流入小计	100,822.02	63,629.45	32,474.86
购买商品、接受劳务支付的现金	9,230.51	9,443.24	7,766.43
支付给职工以及为职工支付的现金	2,891.51	2,197.03	1,867.86
支付的各项税费	855.08	1,761.29	1,194.44
支付其他与经营活动有关的现金	62,155.40	8,964.29	8,351.34
经营活动现金流出小计	75,132.50	22,365.84	19,180.06
经营活动产生的现金流量净额	25,689.53	41,263.60	13,294.81
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	26.29	56.76	81.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	8.59	0.00	23.63
投资活动现金流入小计	34.88	56.76	104.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	432.28	143.10	33.58
投资活动现金流出小计	432.28	143.10	33.58
投资活动产生的现金流量净额	-397.40	-86.34	71.27
三、筹资活动产生的现金流量：			
偿还债务支付的现金	24,000.00	29,875.00	7,075.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,941.85	6,505.22	7,323.51
筹资活动现金流出小计	28,941.85	36,380.22	14,398.51
筹资活动产生的现金流量净额	-28,941.85	-36,380.22	-14,398.51
五、现金及现金等价物净增加额	-3,649.73	4,797.04	-1,032.43
加：年初现金及现金等价物余额	11,750.61	6,953.56	7,986.00
六、期末现金及现金等价物余额	8,100.88	11,750.61	6,953.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	4,504.97	5,154.83	4,194.67
加：资产减值准备	535.64	-11,457.10	8,099.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,434.08	2,495.02	1,885.89
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用摊销	245.42	245.20	3.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-8.88	-22.32	-21.86
财务费用（收益以“-”号填列）	4,560.31	6,513.44	7,331.73
投资损失（收益以“-”号填列）	-26.29	-56.76	-81.23
存货的减少（增加以“-”号填列）	-2,839.49	14,018.63	29,436.38
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	42,222.79	6,362.56	-36,526.23
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-25,941.13	18,010.11	-1,027.48
经营活动产生的现金流量净额	25,689.53	41,263.60	13,294.81

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	32.83%	36.95%	39.57%
流动比率	3.01	3.34	4.87
速动比率	2.89	3.25	4.56
EBITDA（万元）	11,432.75	14,270.05	13,282.89
EBITDA 利息保障倍数	2.45	2.19	1.81
产权比率	48.88%	58.61%	65.49%
收现比	0.69	0.44	0.20
主营业务毛利率	2.12%	9.05%	15.33%
有息债务（万元）	31,929.11	66,797.09	98,728.44

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
海城市市政工程公司	440.00	100%	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍的下列市政公用工程的施工：城市道路工程；单跨跨度 40 米以内的桥梁工程；断面 20 平方米及以下隧道工程等
海城市自来水公司	591.00	100%	生活饮用水；兼营：修理安装

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录七 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。