

2011 年兰州市城市发展投资有限公司

市政项目建设债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100365】

评级对象: 2011年兰州市城市发展投资有限公司市政项目建设债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2018年6月25日
前次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2017年6月26日
首次评级:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2011年5月20日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	75.38	39.01	23.67
刚性债务	315.02	427.10	574.39
所有者权益	264.05	280.00	281.17
经营性现金净流入量	-33.58	-132.93	-13.90
发行人合并数据及指标:			
总资产	754.21	994.32	1149.82
总负债	490.81	708.46	866.43
刚性债务	360.25	486.05	626.28
所有者权益	263.40	285.86	283.39
营业收入	28.11	29.79	36.63
净利润	2.07	4.20	1.82
经营性现金净流入量	3.76	-33.25	1.85
EBITDA	8.79	7.46	4.40
资产负债率[%]	65.08	71.25	75.35
长短期债务比[%]	168.39	139.48	191.96
权益资本与刚性债务比率[%]	73.12	58.81	45.25
流动比率[%]	157.77	149.25	217.09
现金比率[%]	60.96	28.62	27.05
利息保障倍数[倍]	0.38	0.19	0.02
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.42	0.15
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01

注:根据兰州城投经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

分析师

薛雨婷 xyt@shxsj.com
 武洪艺 wuh@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对兰州市城市发展投资有限公司(简称“兰州城投”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的11兰城投债的跟踪评级反映了2017年以来兰州城投在经营环境、业务地位、经营稳定性及资金回笼能力等方面保持优势,同时也反映了公司在盈利能力、偿债压力、管控压力、房地产业务运营及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部发展环境良好。**作为甘肃省省会城市,跟踪期内,兰州市经济稳步发展,为兰州城投经营发展提供了良好的外部环境。
- **业务地位突出。**跟踪期内,兰州城投仍是兰州市基础设施的主要投建主体,在兰州市城市基础设施建设中地位突出,能持续获得兰州市政府在专项资金拨付和财政补贴等方面较大力度的支持。
- **主业经营稳定性及资金回笼能力仍较强。**跟踪期内,兰州城投燃气、公交、供水及供热等主营业务仍在兰州市保持区域专营优势,经营稳定性和资金回笼能力仍较强。

主要风险:

- **刚性债务规模增加。**跟踪期内,兰州城投刚性债务规模持续增加,资产负债率继续攀升,已处于较高水平,债务偿付压力显著加大,未来随着在建及拟建项目资金投入需求的增加,公司刚性债务规模预计将进一步增加。
- **对子公司管控压力。**兰州城投子公司较多,燃气、公交、供水及供热等子公司经营独立性相对较强,公司对下属子公司存在管控压力。
- **主业盈利能力较弱。**兰州城投主营业务公益性较强,自身经营呈亏损状态,公司基础设施建



设等投资及运营方面资金需求对财政补助依赖度较高。

- 房地产业务风险。兰州城投保障房等房地产项目开发及资金回收周期相对较长，在建棚户区改造项目投资需求大。公司作为棚户区改造项目统贷主体，跟踪期内应收下属区县棚户区改造承做主体相关款项大幅增加，面临一定的资金回收风险。
- 或有负债风险。跟踪期内，兰州城投对外担保规模仍较大，面临一定的或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对兰州城投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA* 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA* 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2011年兰州市城市发展投资有限公司市政项目建设债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2011 年兰州市城市发展投资有限公司市政项目建设债券(简称“11 兰城投债”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据兰州城投提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据,对兰州城投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

该公司于 2011 年 12 月 15 日发行了 15.00 亿元 11 兰城投债,票面利率为 8.20%,期限为 7 年,存续期第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别偿付本金 2.00 亿元、3.00 亿元、4.00 亿元、6.00 亿元,募集资金用途为项目建设、偿还银行借款和补充营运资金,截至 2018 年 3 月末募集资金已全部按照约定用途使用完毕,债券待偿还余额为 6 亿元。

截至 2018 年 6 月 15 日,该公司尚在存续期内的债券待偿还本金余额为 118.00 亿元,债券还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2018 年 6 月 15 日公司存续期内债券概况

债项名称	待偿金额(亿元)	发行利率	起息日	到期日
11 兰城投债	6.00	8.20%	2011-12-15	2018-12-15
15 兰州城投 PPN002	5.00	5.02%	2015-10-26	2018-10-26
15 兰州城投 PPN003	5.00	4.74%	2015-11-03	2018-11-03
16 兰州城投 PPN001	10.00	4.50%	2016-06-14	2021-06-14
16 兰州城投 PPN002	10.00	4.90%	2016-06-23	2021-06-23
16 兰州城投 PPN003	8.00	4.10%	2016-10-10	2021-10-10
17 兰州城投 PPN001	5.00	5.47%	2017-07-27	2020-07-27
17 兰州城投 PPN002	10.00	6.20%	2017-08-18	2022-08-18
17 兰州城投 PPN003	5.00	5.68%	2017-09-15	2020-09-15
17 兰州城投 PPN004	8.00	6.17%	2017-10-30	2022-10-30
18 兰州城投 SCP001	10.00	5.40%	2018-01-31	2018-10-28
18 兰州城投 SCP002	10.00	5.09%	2018-03-30	2018-12-25
18 兰州城投 SCP003	10.00	5.00%	2018-04-27	2019-01-22
18 兰州城投 MTN001	8.00	5.80%	2018-03-27	2023-03-27
18 兰州城投 MTN002	8.00	5.65%	2018-04-27	2023-04-27
合计	118.00	--	--	--

资料来源:兰州城投

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重

不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调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其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5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），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

2017年，兰州市地区生产总值保持增长，但固定资产投资显著下滑，经济增速有所回落。兰州市经济发展仍对石油、化工等重工业依赖度高，经济结构转型仍面临压力。

2017年，兰州市经济保持发展，但经济增速有所回落，当年全市实现地区生产总值2523.54亿元，同比增长5.7%，增速较2016年下降2.6个百分点。其中，第一、第二和第三产业增加值分别为61.47亿元、881.74亿元和1580.34亿元，同比分别增长5.9%、3.1%和7.2%。兰州市是西北地区传统工业基地，产业结构中以石油加工业、有色冶金、化学原料和化学制品制造业等为主的重工业占比较大，经济发展对资源型产业依赖性较强，近年来产业结构虽逐渐优化调整，但仍面临一定的产业转型升级压力，2017年三次产业结构由上年的2.67:34.89:62.44调整为2.44:34.94:62.62。当年，兰州市实现规模以上工业增加值583.69亿元，同比增长4.8%。其中，轻工业完成增加值151.60亿元，同比增长2.8%；重工业完成增加值432.10亿元，同比增长5.6%。2018年第一季度，兰州市实现地区生产总值533.75亿元，同比增长7.4%。

作为拉动兰州市经济发展的主要动力，全市固定资产投资2017年同比显著下滑33.93%至1315.35亿元，对经济增长形成一定的负面影响。具体来看，三次产业投资较2016年均有所回落，第二产业投资162.50亿元，同比下降63.58%，其中工业投资157.41亿元，同比下降61.19%；第三产业投资1132.96亿元，同比下降24.87%。2018年第一季度，兰州市固定资产投资同比增长17.99%，其中，第三产业投资同比增长25.12%。

图表 2. 2015-2017年兰州市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2095.99	9.1	2264.23	8.3	2523.54	5.7
第一产业增加值	56.22	5.9	60.36	6.0	61.47	5.9
第二产业增加值	782.65	6.8	790.09	4.3	881.74	3.1
第三产业增加值	1257.11	11.2	1413.78	10.9	1580.34	7.2
三次产业结构	2.68:37.34:59.98		2.67:34.89:62.44		2.44:34.94:62.62	
规模以上工业增加值	515.00	5.5	502.00	2.6	583.69	4.8
固定资产投资额	1803.75	12.0	1990.95	10.4	1315.35	-33.93
社会消费品零售总额	1152.15	9.0	1263.35	9.7	1358.72	7.6
城镇居民人均可支配收入（元）	27088	10.5	29661	9.5	32331	9.0
农村居民人均纯收入（元）	9621	12.3	10391	8.0	11305	8.8

资料来源：兰州市国民经济和社会发展统计公报和兰州市统计局

“十三五”期间，兰州市将坚持以创新推动转型升级、加快传统产业提质增效。在产业转型升级方面，兰州市将以“互联网+”为契机，推进信息基础设施建设和发展跨境电子商务；同时，推进金融服务体系，进一步引进各类金融机构，建设兰州区域性金融中心。在优化提升传统产业方面，兰州市将打造多方式、立体化、大容量的综合交通

枢纽，对接中东部地区、丝绸之路经济带国家和城市的交通网络；拓展与丝绸之路沿线国家的国家贸易、国际物流、国际能源、国际劳务与工程合作。此外，兰州市将进一步整合兰州新区、兰州高新区、兰州经开区相关政策和资源，鼓励引导国内外园区、企业和研究机构以独资、合资、合作等方式在试验区内设立研发和研究机构或产业技术战略联盟，大力发展众创、众包、众扶众筹等新业态新模式，建立“平台+服务+资本”的创业模式。经济增长方式的转变和产业结构调整及升级有助于促进兰州经济持续快速发展。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主营业务经营基本保持稳定，仍为兰州市重要的基础设施投建主体及燃气、公交、供热、供水等公用事业经营主体。公司基础设施建设、房地产及重离子项目后续资金投入需求仍较大，面临较大的投融资压力和集中投入风险。

跟踪期内，该公司主营业务经营基本保持稳定，仍为兰州市重要的基础设施投建主体及燃气、公交、供热、供水等公用事业经营主体。2017年，受益于房地产等实现并结转业务收入较多，公司营业收入同比增长 22.97% 至 36.63 亿元，收入仍主要来源于燃气、公交、房地产、供水及供热业务，占营业收入的比重分别为 32.56%、17.99%、16.86%、11.63% 和 7.34%。同期，公司综合毛利率为-0.04%，主要系公交业务亏与房地产业务均呈现亏损所致。

作为兰州市重要的基础设施建设投融资主体，该公司基础设施建设资金压力仍较大。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建西行线及西出口改建工程、T605#路（S610 号-东岗立交桥）、焦家湾粮库西出口道路、北滨河路西延线项目、东南出口（S417 号）、南山路 DN700 燃气管线改迁、黄河兰州段湿地修复和东段生态治理二期、B423 号路、S686 号道路等基础设施项目，概算总投资 126.36 亿元，累计已投资 62.78 亿元。公司基础设施项目前期仍主要由公司通过自有资金、银行借款和发行债券等方式筹集项目建设资金，后期主要通过政府财政补贴及配套部分自营项目等方式平衡资金投入。

房地产业务方面，2017 年该公司房地产开发业务实现收入 6.18 亿元，同比增长 180.76%，主要系当年确认了较大规模的孙家台经适房和砂坪村经适房销售收入所致；业务毛利率为-3.60%，主要系经适房项目利润率存在政策限制所致¹。

该公司在建保障房项目主要包括五一新村经济适用房项目（含廉租房）、红山绿茵住宅小区及红山根四村廉租住房项目、晏家坪廉租住房项目和南山路西北民大拆迁安置楼项目等 5 个项目，规划建筑面积 102.99 万平方米，概算总投资 41.02 亿元，截至 2018 年 3 月末累计已投资 38.02 亿元。目前公司在售楼盘主要包括孙家台经济适用房、砂坪村经适房、南出口综合整治、五一新村一期和和平镇东出口安置房等 5 个保障房项目，投资总额为 43.34 亿元，建筑面积 122.20 万平方米，截至 2018 年 3 月末累计实现销售收入 19.57 亿元。商品房及商业地产项目方面，公司在建项目主要包括城投·格林庭院、兰州新区中科城项目和广武门后街综合改造项目等 3 个项目，规划建筑面积 55.28 万平方米，计划总投资 38.74 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资额为 28.57 亿元。

¹ 该公司经适房、双限房房地产项目主要依靠配套底层商铺销售或出租弥补利润亏损。

此外，该公司棚户区改造项目有序推进，棚户区改造一期项目概算总投资 250.00 亿元，已获得国家开发银行针对此项目的 212.00 亿元的贷款授信批复，截至 2018 年 3 月末累计已使用国开行项目借款 179.06 亿元。棚户区改造项目二期概算总投资 325.31 亿元，该项目已从国家开发银行取得贷款授信规模 260.00 亿元，截至 2018 年 3 月末累计已使用国开行项目借款 73.65 亿元。2017 年，公司新增棚户区改造三期项目，概算总投资为 177.72 亿元，该项目已从国家开发银行取得贷款授信规模 141.60 亿元，截至 2018 年 3 月末累计已使用国开行项目借款 69.66 亿元。在棚户区改造项目中，公司作为兰州市人民政府指定承接主体，统筹棚户区改造项目的融资事宜，与国开行签订贷款协议，而贷款资金的实际使用与偿还由各所涉下属区县负责。棚户区改造项目拟通过土地整理出让、配套商铺及停车位销售实现收益。整体来看，公司房地产相关业务后续投资需求很大，且项目资金回收期相对较长，公司面临的资金压力大。

燃气业务方面，该公司下属甘肃中石油昆仑燃气有限公司（简称“昆仑燃气”）供气主要覆盖兰州市城关区、七里河区、西固区和安宁区四区及周边县，仍在区域内具有专营地位。2017 年，公司实现燃气业务收入 11.94 亿元，同比增长 0.90%，占营业收入的比重为 32.56%，仍为公司营业收入的主要来源之一，业务毛利率为 14.43%，较 2016 年提升个 4.54 个百分点。

公交业务方面，该公司下属兰州市公交集团有限公司（简称“兰州公交”）仍是兰州市公交的主要运营公司，截至 2018 年 3 月末拥有公交线路 132 条，营运车辆 2962 辆。2017 年，公司公交业务实现收入 6.59 亿元，同比增长 13.55%。公交业务公益性属性较强，受各项运营成本上升、车辆使用时间缩短致使折旧大规模扩大、公交票价较低等因素影响，公交业务呈持续亏损，当年业务毛利为-4.41 亿元，但公司公交业务能持续得到政府较大规模的补贴支持，2017 年公司公交业务收到的政府相关补贴 4.37 亿元。

供水业务方面，该公司下属兰州城市供水（集团）有限公司（简称“兰州供水”）供水范围覆盖主城区，具有区域专营优势。截至 2018 年 3 月末，公司日供水能力为 138.00 万吨/日，2017 年公司供水总量为 4.65 亿吨，售水总量为 3.55 亿吨，漏损率为 11.51%。2017 年，供水业务实现收入 4.26 亿元，业务毛利率为 14.44%。

供热业务方面，该公司下属兰州市热力总公司（简称“兰州热力”）供热区域覆盖兰州市城关区、七里河区和西固区中心区域以及安宁县、榆中县、皋兰县和兰州新城部分区域。2017 年，公司实现供热业务收入 2.69 亿元，同比增长 1.89%；业务毛利率为 11.53%。

该公司在建兰州重离子医用加速器产业化及应用示范基地项目，预计总投资 60.80 亿元，项目分两期建设，主要建设重离子医用加速器应用示范区（重离子科技研发中心、重离子肿瘤治疗医院、兰州肿瘤医院、肿瘤康复中心等），重离子医用加速器研发制造区（兰州重离子科技研发中心、重离子医用加速器装备制造区中心），重离子医用加速器公共服务区（重离子公共服务中心、重离子科技培训中心、个性化肿瘤健康管理中心）。截至 2017 年 9 月末，项目一期²累计已投资 20.00 亿元，预计 2018 年内投入运营；项目二期累计已投资 3.71 亿元。

² 项目一期包括重离子医用加速器应用示范区和重离子医用加速器研发制造区。

管理

跟踪期内，该公司引入国开基金，但公司实际控制人仍为兰州市国资委。

2018年3月，国开发展基金有限公司（简称“国开基金”）对该公司增资8.42亿元，其中，0.66亿元计入注册资本，截至2018年3月末公司注册资本和实收资本均变更为22.66亿元，兰州建设投资（控股）集团有限公司（简称“兰州建投”）和国开基金分别持有公司97.10%和2.90%股权，公司实际控制人仍为兰州市国资委。

股权变更后，该公司对《公司章程》进行了修订，根据最新《公司章程》，国开基金不向公司委派董事、监事及高级管理人员，不参与公司日常经营活动。公司董事会和监事会人员构成未发生变更。

此外，跟踪期内该公司下属昆仑燃气、兰州公交、兰州供水及兰州热力等子公司业务经营独立性仍较强，公司对其的管控力度仍相对较弱。

根据该公司本部2018年6月12日提供的《企业信用报告》和公司2017年审计报告披露信息，公司本部无重大信贷违约记录，偿债记录良好。截至2018年6月15日，公司尚在存续期内的债券待偿还本金余额为118.00亿元，债券还本付息情况正常。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，截至2018年5月末，未发现公司未存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司营业收入稳步增长，主营业务综合盈利能力仍偏弱，公司利润水平对财政补贴依赖度较大。随着棚户区改造等项目的不断投入，公司刚性债务大幅增加，资产负债率攀升，负债经营程度偏高，而公司在建基础设施等项目后续仍存在较大规模资金投入需求，公司面临较大的刚性债务偿付压力和资金压力。但公司主营业务资金回笼能力仍较强，能为公司即期债务本息偿付提供一定保障。

1. 公司财务质量

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2017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，公司执行企业会计制度。

2017年末，该公司新纳入合并范围内的子公司为兰州中科房地产开发有限公司（简称“中科地产”），截至2017年末中科地产净资产为0.78亿元，2017年实现净利润-37.92万元。2017年末，公司不再纳入合并范围内的子公司为兰州建投实业有限公司（简称“建投实业”）和兰州建投资产经营有限公司（简称“建投资产经营公司”），截至2017年末上述两家子公司净资产分别为0.50亿元和0.13亿元，2017年分别实现净利润-2.19万元和279.89万元。上述合并范围的变动对公司经营整体影响不大。

前期差错更正方面，该公司将以前年度多计的税金冲回，调减期初应交税金、其他未交款及调增期初未分配利润，具体为调减应交税金 3089.33 万元、调减其他未交款 144.49 万元、调整未分配利润 3233.81 万元。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

随着棚户区改造等项目资金投入的不断增加，该公司负债规模持续较大幅增加。2017 年末，公司负债总额为 866.43 亿元，较 2016 年末增长 22.30%；资产负债率为 75.35%，较 2016 年末上升 4.10 个百分点，公司负债经营程度攀升至较高水平。

该公司负债仍以非流动负债为主，与公司基础设施和房地产等项目建设开发周期相对较长的业务特点匹配度较高，2017 年末，公司长短期债务比为 191.96%。债务构成方面，公司负债仍主要集中于银行借款、应付债券和长期应付款等刚性债务、其他应付款以及专项应付款。其中，2017 年末公司刚性债务较 2016 年末增长 28.85%至 626.28 亿元，占负债总额的比重为 72.28%，其中，短期刚性债务为 76.99 亿元，面临债务集中偿付压力；其他应付款主要包括收到财政拨款的地方政府债务置换资金以及往来暂借款等，2017 年末公司其他应付款为 192.08 亿元，较 2016 年末增长 6.74%，其中应付甘肃省扶贫开发和棚户区改造投资有限责任公司、政府债务置换资金和兰州市财政局款项分别为 29.00 亿元、21.54 亿元和 5.24 亿元；专项应付款主要系收到的基础设施及安置房等专项建设资金，2017 年末为 19.27 亿元，较 2016 年末增长 10.71%。

截至 2018 年 3 月末，该公司对合并范围外企业提供担保余额为 43.12 亿元，担保比率为 14.81%，担保对象主要为兰州市土地储备投资中心、兰州建投、兰州国投、兰州国际高原夏菜副食品采购中心有限公司、甘肃柴家峡水电有限公司和兰州科天投资控股股份有限公司，存在一定的或有负债风险。

(2) 现金流分析

该公司燃气、公交、供热和供水等主营业务具有一定的区域专营性，资金回笼能力仍较强，2017 年公司营业收入现金率为 92.99%。公司经营性现金流主要反映公司主业现金收支、往来款及棚户区改造项目融资³与划转，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.85 亿元。同期，公司基础设施建设等项目投入力度有所放缓，投资性现金支出规模较大幅缩减，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-8.97 亿元。公司主要通过金融机构借款、发行债券等方式弥补资金缺口，同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.74 亿元。

(3) 资产质量分析

主要受下属子公司兰州公交亏损以及建投实业和建投资产经营公司不再纳入合并范围影响，2017 年末该公司所有者权益较 2016 年末下降 0.86%至 283.39 亿元，其中资本公积较 2016 年末下降 0.46%至 216.00 亿元，主要系上述两家子公司不再纳入合并范

³ 该公司统筹棚户区改造项目的融资事宜，而贷款资金的实际使用与偿还由各所涉下属区县负责，2017 年公司将棚户区改造融资现金流由“取得借款收到的现金”调整至“收到其他与经营活有关的现金”科目。

围所致。2017 年末，实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 83.98%，公司资本结构较为稳定。

2017 年末，该公司资产总额为 1149.82 亿元，较 2016 年末增长 15.64%。公司资产以流动资产为主，2017 年末公司流动资产为 644.25 亿元，较 2016 年末增长 45.91%，占资产总额的比重为 56.03%。公司流动资产以其他应收款、存货和货币资金为主，2017 年末分别占流动资产的 67.96%、17.83%和 12.46%。其中，2017 年末其他应收款为 437.85 亿元，较 2016 年末增长 79.32%，主要系公司将国开行棚户区改造项目贷款拨付县区实施主体而形成的往来暂借款增加所致，年末公司应收兰州市西固区城乡发展投资有限公司、兰州市安宁城市建设投资有限公司、榆中盛世建投房地产开发有限公司、兰州市红古区城乡发展投资有限公司和兰州新区投资控股有限公司款项分别为 58.03 亿元、32.74 亿元、30.00 亿元、29.06 亿元和 29.00 亿元；存货余额为 114.84 亿元，主要是保障性住房和商品房等项目开发成本；货币资金余额为 80.27 亿元，全部为可动用货币资金，能为即期债务本息的偿付提供一定保障。

2017 年末，该公司非流动资产为 505.57 亿元，较 2016 年末下降 8.54%，其中在建工程和固定资产分别占非流动资产的 48.41%和 47.35%。其中，在建工程为 244.73 亿元，主要为在建的基础设施项目及重离子加速器工程等，较 2016 年末下降 16.90%，主要系部分基础设施项目的贷款已通过政府债务资金进行置换，公司收到债务置换资金同时冲减项目成本所致；固定资产为 239.39 亿元，主要为政府拨入和建成的道路桥梁、土地资产等。

(4) 流动性/短期因素

受限资产方面，截至 2017 年末该公司受限资产账面价值为 75.00 亿元，系用于国开行抵押借款的土地使用权。

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 217.09%和 175.11%，但由于公司流动资产中以应收区县棚户区改造资金以及开发成本为主的存货规模占比高，公司实际资产流动性偏弱。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司营业收入为 36.63 亿元，同比增长 22.97%，主要受益于房地产等实现并结转业务收入较多；综合毛利率为-0.04%，受公交业务和房地产业务均呈亏损状态影响，公司综合毛利率呈亏损状态。

2017 年，该公司期间费用为 5.69 亿元，同比下降 8.12%；期间费用率为 15.53%，较 2016 年下降 5.07 个百分点，但期间费用对利润的侵蚀仍较大。由于公司主营业务的公益性特点以及较高的期间费用率，公司营业利润仍亏损，2017 年为-5.93 亿元。同期，公司获得的政府补贴为 5.69 亿元，对公司利润提供较强支撑。此外，公司下属子公司

兰州公交和兰州市金城关风情文化区开发建设投资有限公司（简称“金城关公司”）⁴经营亏损额较大，均已超过公司对其投资额，2017 年公司未确认投资损失为 2.41 亿元，净利润为 3.27 亿元，公司实际盈利能力仍偏弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司燃气、公交、供水和供热等主营业务在兰州市具有区域专营优势，经营和收入稳定性及资金回笼能力均较强。

2. 外部支持因素

该公司是兰州市基础设施的主要投建主体，在兰州市城市基础设施建设中地位突出，能持续获得兰州市政府在政府债务置换、财政补贴等方面较大力度的支持。2017 年，公司获得政府债务置换资金 47.54 亿元⁵和财政补贴 5.69 亿元。

该公司具有良好的偿债信誉，与多家金融机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已获得国开行及商业银行授信总额为 842.63 亿元，其中尚未使用的授信余额为 397.98 亿元，能够为公司提供一定资金支持。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主营业务经营基本保持稳定，仍为兰州市重要的基础设施投建主体及燃气、公交、供热、供水等公用事业经营主体。公司基础设施建设、房地产及重离子项目后续资金投入需求仍较大，面临较大的投融资压力和集中投入风险。

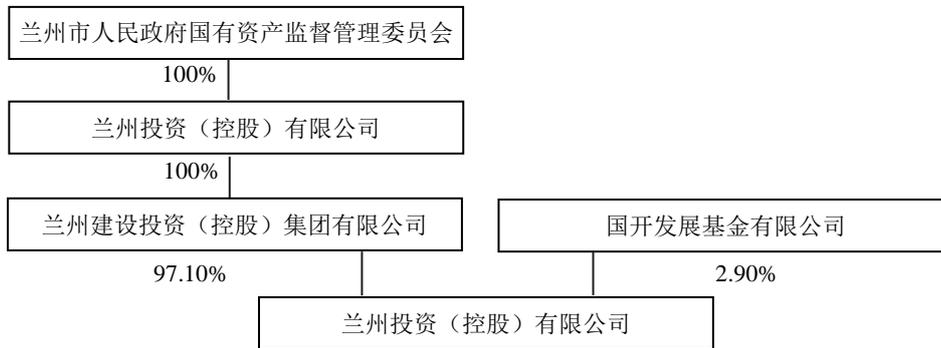
跟踪期内，该公司营业收入稳步增长，主营业务综合盈利能力仍偏弱，公司利润水平对财政补贴依赖度较大。随着棚户区改造等项目的不断投入，公司刚性债务大幅增加，资产负债率攀升，负债经营程度偏高，而公司在建基础设施等项目后续仍存在较大规模资金投入需求，公司面临较大的刚性债务偿付压力和资金压力。

⁴ 截至 2017 年末，兰州公交经审计的合并口径资产总额为 16.53 亿元，所有者权益为-4.44 亿元；2017 年实现营业收入 7.02 亿元，净利润-2.48 亿元，经营活动产生的现金净流量为 0.31 亿元。截至 2017 年末，金城关公司经审计的合并口径资产总额为 3.89 亿元，所有者权益为-0.39 亿元；2017 年未实现营业收入，净利润为-0.09 亿元，经营活动产生的现金净流量为-0.01 亿元。

⁵ 该公司 2017 年获得 47.54 亿元政府债务置换资金，其中部分资金直接冲销基础设施项目建设成本。

附录一：

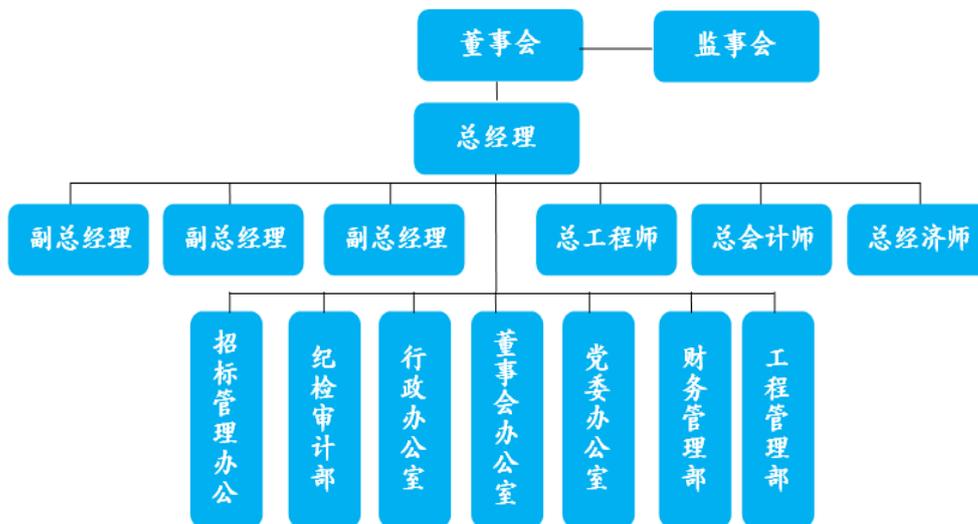
公司与实际控制人关系图



注：根据兰州城投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据兰州城投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额[亿元]	754.21	994.32	1149.82
货币资金[亿元]	110.95	84.66	80.27
刚性债务[亿元]	360.25	486.05	626.28
所有者权益 [亿元]	263.40	285.86	283.39
营业收入[亿元]	28.11	29.79	36.63
净利润 [亿元]	2.07	4.20	1.82
EBITDA[亿元]	8.79	7.46	4.40
经营性现金净流入量[亿元]	3.76	-33.25	1.85
投资性现金净流入量[亿元]	-73.75	-114.41	-8.97
资产负债率[%]	65.08	71.25	75.35
长短期债务比[%]	168.39	139.48	191.96
权益资本与刚性债务比率[%]	73.12	58.81	45.25
流动比率[%]	157.77	149.25	217.09
速动比率[%]	109.70	111.47	175.11
现金比率[%]	60.96	28.62	27.05
利息保障倍数[倍]	0.38	0.19	0.02
有形净值债务率[%]	187.63	252.62	312.77
担保比率[%]	22.10	26.83	15.21
毛利率[%]	3.85	4.12	-0.04
营业利润率[%]	-23.58	-17.46	-16.18
总资产报酬率[%]	0.84	0.40	0.06
净资产收益率[%]	0.79	1.53	0.64
净资产收益率*[%]	0.92	1.68	0.78
营业收入现金率[%]	94.92	175.65	92.99
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.28	-13.89	0.62
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.87	-5.55	0.23
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-42.35	-61.69	-2.40
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.23	-24.63	-0.90
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.42	0.15
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.01

注：表中数据依据兰州城投经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。