

鞍山旺通投资开发建设有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1276】号 03

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 28 日

本次评级采用中证鹏元
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

鞍山旺通投资开发建设有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 5 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：东北中小企业信用再担保股份有限公司

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

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对鞍山旺通投资开发建设有限公司（以下简称“旺通投资”或“公司”）本次拟发行总额不超过 5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司代建业务收入较有保障，并且获得较大的外部支持，保证担保能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，应收款项规模较大，经营活动现金持续净流出，面临较大资金压力，偿债压力不断增加等风险因素。

正面：

- 公司代建业务收入较有保障。代建业务收入是公司的主要收入来源。截至 2017 年末，公司尚待销售的项目投资为 17.41 亿元，规模较大，未来代建业务收入较有保障。
- 公司获得较大的外部支持。2015-2017 年，公司获得当地政府给予的货币资金、投资性房地产资产共计 45.34 亿元；共获得政府给予的政府补助合计 2.21 亿元。
- 保证担保能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元评定，东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“东北再担保”）主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注:

- **公司资产流动性较弱，应收款项规模较大，对资金形成一定占用。**截至 2017 年末，土地及房屋建筑物在公司资产总额中的占比为 54.60%，受限资产占总资产的比重为 12.37%，资产整体流动性较弱；公司应收款项在资产总额中占比 10.57%，规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用。
- **经营活动现金流持续净流出。**因预付棚改项目拆迁款等原因，公司经营活动现金流持续净流出，2015-2017 年公司经营活动现金分别净流出 5.66 亿元、1.46 亿元及 5.14 亿元。
- **公司在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**截至 2017 年末，公司在建项目总投资 40.29 亿元，已投资 30.88 亿元，未来尚需投资 9.41 亿元，尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模持续增长，偿债压力不断增加。**截至 2017 年末，公司有息债务为 21.97 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 75.07%，公司偿债压力不断加大。

公司主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	963,143.17	784,249.48	336,162.47
所有者权益（万元）	690,325.28	677,408.91	243,711.49
有息债务（万元）	219,731.77	80,180.87	71,693.94
资产负债率	28.33%	13.62%	27.50%
流动比率	3.11	3.16	5.96
营业收入（万元）	60,027.51	51,571.16	36,897.15
其他收益（万元）	2,934.00	-	-
营业外收入（万元）	0.08	10,241.51	8,911.00
利润总额（万元）	17,384.63	12,077.16	11,730.12
综合毛利率	39.86%	14.25%	20.01%
EBITDA（万元）	22,498.89	15,176.80	14,710.26
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.89	3.19
经营活动现金流净额（万元）	-51,438.99	-14,581.51	-56,632.02

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	481,810.61	476,186.46	455,426.05
所有者权益(万元)	321,153.11	331,028.45	335,323.99
在保责任余额(亿元)	250.84	299.73	263.32
净资产放大倍数	7.81	9.05	7.85
当期担保代偿率	0.63%	0.43%	0.21%

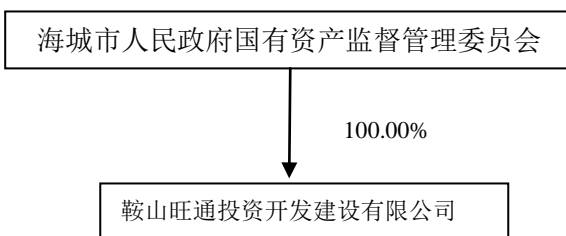
注: 2016年财务数据采用2017年审计报告期初数/上年数

资料来源: 东北再担保2015-2017年审计报告、东北再担保提供, 中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司为2012年8月6日依照鞍山市人民政府国有资产监督管理委员会《关于成立海城市西柳旺通市场开发建设有限公司的批复》（鞍国资产字[2012]59号文），由海城市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海城市国资委”）出资成立的国有独资有限责任公司，成立时注册资本为0.10亿元，初始名称为海城市西柳旺通市场开发建设有限公司。2016年8月，公司名称变更为现名。后经公司股东同意资本公积转增资本，截至2018年5月末，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，海城市国资委持股100.00%。公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年5月末公司产权及控制关系情况



资料来源：公司提供

基础设施建设和市场经营管理为公司的主要业务。截至2017年末，公司纳入合并报表的一级子公司为3家。

表1 截至2017年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
海城经济开发区开发有限公司	5,000.00	100%	引进项目咨询服务、信息咨询、城市基础设施建设、房地产综合开发、园林绿化、市政工程管理；城乡一体化建设（含新农村建设项目）的投资建设和水利工程项目投资；土地整理开发、公共服务设施及产业园区建设项目的建设、运营管理。
海城市西柳物流服务有限公司	4,500.00	100%	货物仓储服务（涉及许可证的凭许可证经营）；搬运、装卸；货运代理；市场摊床租赁；园区内物业管理；房屋、场地租赁。
海城市鼎恒建设投资有限公司	5,000.00	100%	城乡一体化建设（含新农村建设项目）的投资建设和水利工程项目投资；经营管理；土地整理开发；公共服务设施及产业园区配套建设项目的建设运营管理；城市基础设施建设、房地产综合开发与经营、园林绿化、市

政工程建设。

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为96.31亿元，所有者权益为69.03亿元，资产负债率为28.33%；2017年度，公司实现营业收入6.00亿元，利润总额1.74亿元，经营活动现金净流出5.14亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年鞍山旺通投资开发有限公司公司债券；

发行总额：不超过人民币5亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率，债券存续期内固定不变，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：每年付息一次，债券存续期内第3-7个计息年度分别偿还本期债券发行总额的20%；

增信方式：本期债券由东北中小企业信用再担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币5亿元，资金投向明细如下：

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
中国西柳国际物流园区建设项目	90,000.00	40,000.00	44.44%
海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目	13,000.00	8,000.00	61.54%
补充运营资金	-	2,000.00	-
合计	103,000.00	50,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）中国西柳国际物流园区建设项目

1、项目概况

该项目总建筑面积154,704.00平方米，具体包括卸货仓库31,218.00平方米，理货仓库21,827.00平方米，立体仓库28,832.00平方米，单元仓库12,928.00平方米，其他仓库1,354.00平方米，商铺及临时办公场所10,131.00平方米，辅助用房1,895.00平方米，卸货区1,111.00

平方米，商铺9,008.00平方米，综合楼33,893.00平方米，立体车库1,273.00平方米，地下建筑1,086.00平方米（用于设备用房和消防水池），出入口门房78.00平方米，公厕70.00平方米等；配套新上货架、叉车、牵引车、分拣设备、物流业务管理系统、物流监管场所设施等专用设备，同时项目配套建设相关道路硬化、停车位、绿化、给排水、供电、消防等工程。该项目总投资9.00亿元。

2、项目审批情况

截至2017年末该项目已获批复情况如下：

表3 中国西柳国际物流园区建设项目批复文件情况

文件名称	批复文号	批复单位
关于中国西柳国际物流园区建设项目可行性研究报告的批复	海经开经发字（2016）10号	海城经济开发区管理委员会经济发展局
关于中国西柳国际物流园区建设项目环境影响报告表的批复	海环保函发[2016]40号	海城市环境保护局
关于中国西柳国际物流园区建设项目社会稳定风险分析评估的审查意见	海联办发（2016）36号	海城市信访工作联席会议办公室
关于《中国西柳国际物流园区建设项目节能评估报告》的审查意见	海经开经发字（2016）7号	海城经济开发区管理委员会经济发展局

资料来源：公司提供

3、项目进度

该项目建设期拟定为24个月，已于2016年11月开工。截至2018年6月末，已完成投资约4.19亿元，约占总投资额的46.56%。

4、经济效益

项目建成后计划由公司负责运营。根据黑龙江融建投资咨询有限公司出具的该项目可行性研究报告，运营期为10年，在项目运营第三年达到满负荷运营。项目收入主要包括租赁收入、平台交易佣金收入、装卸货及理货等收入。根据项目可研报告，该项目在本期债券存续期内可实现收入总额为18.70亿元，净利润9.04亿元；运营期内可实现收入总额为31.17亿元。

（二）海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目

1、项目概况

该项目占地面积27,468平方米，拟建11栋6层住宅楼，并配套停车位、变电所、水泵房、社区用房、物业用房及其他配套设施。项目以住宅建筑为主，户型设计主要为一室一厅一卫和二室一厅一卫，面积在38.4-125.81平方米之间。项目总投资约1.30亿元。

2、项目审批情况

截至2017年末该项目已获批复情况如下：

表4 海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目批复文件情况

文件名称	批复文号	批复单位
关于海城市海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造建设项目可行性研究报告的批复	海经开经发字（2016）6号	海城经济开发区管理委员会经济发展局
关于海城市海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造建设项目环境影响报告表的批复	海环保函发（2015）95号	海城市环境保护局
关于《海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目节能评估报告》的审查意见	海经开经发字（2016）8号	海城经济开发区管理委员会经济发展局
关于海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目社会稳定风险分析评估审查意见	海联办发（2016）35号	海城市信访工作联席会议办公室
关于2015年度棚户区改造项目入库备案的函	辽保居办发（2016）137号	辽宁省保障性安居工程领导小组

资料来源：公司提供

3、项目进度

该项目自2016年11月开始前期准备工作，预计项目建设期为24个月。截至2018年6月末，该项目已完成投资0.50亿元，占总投资额的38.46%。

4、经济效益

项目建成后计划由公司负责运营。根据由辽宁瑞尔工程咨询有限公司出具的项目可研报告，该项目收入主要来自于住宅及配套设施的销售收入。该项目预计在建设期第二年开始实现销售收入，销售住宅面积共计44,412.00平方米，每平米售价3,300元，销售收入金额为1.47亿元；其他配套设施面积共计4,422平方米，每平米售价5,000元，收入金额为0.22亿元。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但2018年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，

金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，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。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在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。

2018年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融

资需求,加大基础设施建设投资力度;稳健的货币政策松紧适度,社会融资规模保持适度,结构性降准为实体经济融资提供便利。但是,我国经济外部环境不确定因素增加,中美贸易摩擦不断升级,美元强周期下人民币存在贬值压力,抢出口导致出口数据大增,但未来出口下行压力较大,补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,基建投资仍是稳定经济增长的主要手段,未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来,国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度,推动城投公司深化改革。2017 年以来,城投行业监管政策密集发布,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

2014 年 10 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,以下简称“43 号文”),明确提出规范地方政府性债务,规定地方政府不得借助企事业单位进行融资,拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来,城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神,在此总框架下,对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月,发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》,提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离,不能新增政府债务,对城投公司发债进行严格管理。此后,随着经济下行压力的增大,政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月,发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资,并不受发债企业数量指标的限制,同时打通县域企业发债通道。

2016 年,国家出台多项政策,推动城投公司深化改革,引导城投行业加快转型,逐步规范城投行业发展。2 月,财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4 号),严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月,中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18 号),限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资。

2017 年,城投行业监管政策密集出台,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,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，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。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 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。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 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表5 近年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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险

2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
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项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债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）	发展改革委、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，严禁党政机关工作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
2018年3月	《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号文）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

海城市固定资产投资逐年下滑，工业及建筑业低迷，区域经济总量整体大幅下降

海城市隶属于辽宁省鞍山市，位于辽东半岛腹地，北靠鞍山和省会沈阳，南邻港口城市营口、大连，东接本溪及丹东，西与盘锦隔河相望，总面积2,732平方公里，下辖腾鳌新城、海西新城、牛庄新市镇、析木新市镇以及两个省级开发区。海城市交通较为便利，沈大和丹锡两条高速、哈大和盘海两条高铁纵横交错，9个高速公路出口辐射全境，沈阳和大连一小时经济圈覆盖全城，境内腾鳌机场可直飞北京、上海、广州。截至2017年末，海城市户籍人口为107.38万人，其中城镇人口32.12万人，占比为29.91%。

2015-2017年，海城市分别实现地区生产总值816.2亿元、500.1亿元及523.5亿元，同比增长率分别为4.1%、-17.5%及1.6%，2017年经济有所企稳但较2015年仍然下滑幅度较大。受海城市经济总量大幅下降影响，海城市人均GDP与全国人均GDP的比率大幅下降，从

2015年的145.38%下降至2017年的81.48%。

产业结构方面，海城市三次产业结构由2015年的5.7：46.4：47.8调整为2017年的7.3：28.6：64.1，由于近年来第二产业增加值降幅较大，第二产业占比显著下滑，第三产业占据主导地位。

海城市2017年社会消费品零售总额为307.9亿元，2015-2017年增速分别为7.8%、5.0%及5.0%，消费保持增长但增速有所下降；2017年固定资产投资完成额为108.0亿元，2015-2017年增速分别为-18.1%、-73.5%及-36.9%，固定资产投资持续大幅萎缩，主要是第二产业投资降幅较大。海城市房地产市场波动较大，2015-2017年房地产开发投资分别为53.2亿元、33.9亿元及47.5亿元；商品房销售面积分别为109.2万平方米、121.2万平方米及65.7万平方米；商品房销售额分别为40亿元、41.6亿元及24.9亿元。对外贸易方面，海城市主要出口商品主要包括镁砂、滑石、钢材、纺织品等，2017年出口总额为4.3亿美元，近年基本维持波动增长的态势。

海城矿产资源丰富，境内探明的金属和非金属矿产达40余种，是世界菱镁、滑石探明储量最大的地区之一，其中菱镁矿储量达26亿吨，占世界的1/4；滑石探明储量为5,700万吨，品质为世界之最，拥有“世界镁都、滑石之乡”的美誉。受益于丰富的矿产资源，钢铁及深加工业、装备制造业、菱镁新材料产业、农产品深加工业、纺织服装业、滑石加工业及化工新材料产业为海城市的主要产业。但近年受东北地区经济下行压力加大，海城市工业景气度持续下滑，2015-2017年，海城市规模以上工业增加值分别为205亿元、46.0亿元及55.6亿元。海城市工业以传统周期性行业为主，2015-2017年，海城市重点行业工业增加值均出现了大幅波动，钢铁及深加工产业增加值分别为15亿元、8亿元及11亿元；装备制造产业增加值分别为28亿元、5亿元及4.5亿元；菱镁新材料产业增加值分别为78亿元、19亿元及20亿元；农产品深加工产业增加值分别为18亿元、4亿元、5.7亿元；纺织服装产业分别为15亿元、3亿元及1.7亿元；滑石加工产业分别为19亿元、3亿元及3亿元；化工新材料产业增加值分别为14亿元、3亿元及4.2亿元。

海城市建筑业生产持续低迷。截至2017年末海城市具有资质等级以上的总承包和专业承包建筑企业为55家，家数近年来持续下降。2017年共签订工程合同38.1亿元，同比下降58.1%。2015-2017年，海城市房屋建筑施工面积分别为751.6万平方米、334.5万平方米及112.8万平方米；竣工面积383.9万平方米、129.4万平方米及62.3万平方米，施工及竣工面积持续下滑，海城市建筑业的不景气拖累了当地经济的发展。

2017年海城市实现公共财政收入24.34亿元，同比增长9.69%，其中税收收入20.41亿元，占公共财政收入比重为83.85%；实现政府性基金收入12.34亿元，同比下降4.68%；同期海

城市公共财政支出为46.24亿元，同比增长7.39%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为52.64%。

表6 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		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	523.5	1.6%	500.1	-17.5%	816.2	4.1%
第一产业增加值	38.2	3.7%	37.8	-2.5%	46.7	3.6%
第二产业增加值	149.9	3.6%	130.9	-38.3%	379.1	3.9%
第三产业增加值	335.4	0.5%	331.4	-6.9%	390.4	4.5%
规模以上工业增加值	55.6	10.9%	46.0	-	205.0	-1.4%
固定资产投资	108.0	-36.9%	171.3	-73.5%	647.1	-18.1%
社会消费品零售总额	307.9	5.0%	293.2	5.0%	279.2	7.8%
出口总额（亿美元）	4.3	18.3%	3.5	-	3.8	-
存款余额	772.1	10.4%	699.1	14.9%	608.1	11.9%
贷款余额	354.6	25.6%	282.3	4.5%	255.1	15.0%
人均 GDP（万元）	4.86		4.63		7.56	
人均 GDP/全国人均 GDP	81.48%		85.74%		145.38%	

资料来源：2015-2017年海城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》及《公司章程》进行运作，不设股东会，海城市国有资产监督管理委员会为公司唯一出资人。出资人享有的权利包括决定公司的经营方针和投资计划，委派非由职工代表担任的董事、监事，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定等。

公司设董事会，董事会成员为5人，其中职工代表2人，非职工代表董事由海城市国有资产监督管理机构委派，董事任期每届3年，任期届满，可以连任。

公司设立监事会，监事会成员3人，其中职工代表监事1人，非职工代表监事由海城市国有资产监督管理机构委派，监事任期每届3年，任期届满，可连任。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘。经理对董事会负责。

公司在组织结构设置方面，以根据公司业务特点及业务需要设置了市场管理部、综合办公室、财务部和工程管理部4个职能部门。

截至2018年5月末，除公司董事长兼总经理陈彪未在西柳市场建设管理委员会担任职务外，公司其他董事、监事及高管均在西柳市场建设管理委员会任职，在公司的任职均经过了政府的批准，且未在公司领薪。

六、经营与竞争

作为海城市重要的基础设施建设主体，公司收入主要来源于受托代建项目销售形成的代建收入以及出租摊位、收取水电费、物业费等获得的市场经营管理收入。2015-2017年，公司营业收入逐年增长，综合毛利率分别为20.01%、14.25%及39.86%，2017年大幅上升主要系收入结构变动及市场经营管理业务毛利率提高所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
受托代建项目	39,201.21 ¹	13.04%	39,220.94	10.43%	30,096.34	9.09%
市场经营管理	20,826.29	90.35%	12,350.22	26.36%	6,800.81	68.31%
合计	60,027.51	39.86%	51,571.16	14.25%	36,897.15	20.01%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

¹ 含代建项目收入14,235.91万元和土地整理收入24,965.30万元，均采用委托代建模式。

公司代建业务规模不断扩大，尚待销售的代建项目规模较大，业务收入较有保障；公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力

公司是海城市重要的基础设施建设和国有资产运营的主体，承担了海城市基础设施建设和市场经营管理的职能。2015-2016年，公司子公司海城经济开发区开发有限公司（以下简称“开发区公司”）与海城市第三建筑工程有限公司²、海城市南台房屋开发有限责任公司签订《海城经济开发区公共基础设施建设委托代建协议》、《海城经济开发区土地开发整理委托代建协议书》、《海城经济开发区还建安置建设委托代建协议书》；2017年开发区公司与西柳市场开发建设公司签订《海城经济开发区还建安置建设委托代建协议书》、《海城经济开发区机构机关建设委托代建协议书》、《海城经济开发区市政道路建设委托代建协议书》、《海城经济开发区土地开发整理委托代建协议书》。海城市第三建筑工程有限公司、海城市南台房屋开发有限责任公司及西柳市场开发建设公司等委托方委托开发区公司完成公共基础设施建设工程建设、还建安置建设、土地开发整理等管理代理工作。

海城市第三建筑工程有限公司等委托方每年验收工程项目、按年度确认工程量及相应代建管理费用金额，待工程项目验收合格后，一次性回收该代建工程项目。海城市第三建筑工程有限公司等委托方根据工程期限或完工比例，一般约定2-3年后或整体完工后，开始支付工程款及代建管理费。在实际操作中，开发区公司于每年年末与海城市第三建筑工程有限公司等委托方签订当年的工程资产移交协议与移交清单，移交的项目一般为当年已经完工的部分工程，开发区公司根据委托代建协议以及工程资产移交清单确认相应的收入与成本。

2015-2017年，公司确认代建业务收入3.01亿元、3.92亿元及3.92亿元，毛利率分别为9.09%、10.43%及13.04%。2015-2016年公司代建业务回款率较低，但代建业务应收账款均在2017年内实现回款。截至2017年末，公司存货中尚有价值17.41亿元的投资成本尚待销售，未来公司该业务收入较有保障。

表8 近年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	2017年	2016年	2015年
回迁安置工程	5,846.96	4,674.88	8,679.22
验军区土地整理项目	24,965.30	13,191.32	7,532.54
验军区基础设施项目	1,440.97	9,943.64	8,555.26

²海城市第三建筑工程有限公司与海城市南台房屋开发有限责任公司为个人股东代政府持股企业，其实际控制人为海城经济开发区管委会。

其他零星工程	-	4,914.64	4,404.65
西柳镇基础设施工程项目	6,947.98	6,496.45	924.68
合计	39,201.21	39,220.94	30,094.36

资料来源：公司提供

公司目前主要在建项目为验军区土地整理项目、本期债券募投项目中国西柳国际物流园区建设项目及海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目等。截至 2017 年末，公司主要在建项目预计总投资 40.29 亿元，已投资 30.88 亿元，未来尚需投资 9.41 亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力。

表9 截至 2017 年 12 月 31 日公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资金额
验军区土地整理项目	12.36	11.04	1.32
中国西柳国际物流园区建设项目	9.00	3.40	5.60
验军区基础设施项目	5.84	5.35	0.48
回迁安置工程	5.82	4.95	0.87
其他零星工程	4.64	4.46	0.18
西柳镇基础设施工程	1.35	1.27	0.07
海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目	1.30	0.41	0.89
合计	40.29	30.88	9.41

资料来源：公司提供

市场经营管理收入规模增长较快，对公司营业收入及利润形成较好补充

公司市场经营管理业务主要为海城西柳服装市场管理收入、海城市西柳物流服务有限公司实现的物流运营收入及西柳商贸城物业管理公司实现的经营管理收入。

表10 公司市场经营管理收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
海城西柳服装市场管理收入	1.75	0.18	0.26
物流运营收入	0.33	0.32	0.42
西柳中国商贸城经营管理收入	-	0.74	-
合计	2.08	1.24	0.68

资料来源：公司提供

海城西柳服装市场主要经营服装、布匹、辅料、鞋帽、小百、针织、家纺、玩具、配饰等 24 大类 2 万多种商品。市场业态以现金、现场、现货和批发走量为主。海城西柳服装市场的招商及租赁管理原由西柳市场建设管理委员会负责。2016 年，海城经济开发区管委会将西柳服装市场 12 个区房产划拨至公司。2017 年 1 月 16 日，公司与西柳市场建设管理

委员会、海城市西柳镇市场物业维修服务中心签署《西柳市场商铺（摊床）租赁管理协议》，约定自协议签署日起，由公司全权负责西柳服装市场一区至十二区共计 21.23 万平方米、共计 8,869 个商铺（摊床）的招商、租赁及运营管理工作。海城西柳服装市场的管理收入主要来自租金收入、电费、看管费、市场卫生费等。2015-2017 年海城西柳服装市场管理收入分别为 0.26 亿元、0.18 亿元及 1.75 亿元。

物流运营收入主要包括物流园区维护费、装卸与过秤劳务、服务费（保险代理）及仓库与店面出租等。2015-2017 年公司物流运营收入分别为 0.42 亿元、0.32 亿元及 0.33 亿元。

2016 年，根据海国资委发【2016】71 号文件，海城市国资委将西柳市场管委会所属的西柳商贸城物业管理公司享有的收入、成本归入公司，2016 年确认该项业务收入为 0.74 亿元³。

2015-2017 年，公司市场经营管理业务分别实现收入 0.68 亿元、1.24 亿元及 2.08 亿元，收入持续增加，2016 年收入增加主要系西柳商贸城物业管理公司收入划入公司，2017 年收入增加主要系新增西柳服装市场租金收入。市场经营管理业务毛利率存在一定波动，分别为 68.31%、26.36%及 90.35%。2016 年公司市场经营管理业务毛利率较低主要系划入西柳商贸城物业管理公司收入及成本所致，2017 年公司市场经营管理业务毛利率大幅提高，主要系毛利率较高的公司租金收入大幅增加。

综合来看，公司市场经营管理收入规模增长较快，对公司营业收入及利润形成较好补充。

公司在资产注入、财政补贴等方面获得当地政府的大力支持

作为海城市重要的基础设施建设主体，公司在政府注资、股权划转、政府补助方面获得当地政府的大力支持。

2015 年，根据海经开财字[2015]5 号文及海经开财字[2015]1 号文，海城经济开发区财政局以货币资金的方式向公司及子公司开发区公司注资共计 2.78 亿元，公司相应的增加资本公积 2.78 亿元。2016 年，政府以货币资金 1.28 亿元、投资性房地产 41.29 亿元向公司注资，公司相应的增加资本公积。除此之外，2016 年海城市国资委及海城经济开发区管委会将海城市西柳物流服务有限公司、海城市鼎恒建设投资有限公司、海城创新菱镁工业工程开发有限公司和海城经济开发区开发总公司股权无偿划入公司。

³ 公司确认的 2016 年西柳商贸城物业管理公司收入为其 2014-2016 年合计收入。

表11 近年政府对公司资产注入情况（单位：万元）

年份	资产类型	账面价值	文号
2016 年	货币资金	12,770.00	海经开委发[2016]46 号文
	投资性房地产	412,914.73	海经开委发[2016]34 号文等
2015 年	货币资金	27,756.76	海经开财字[2015]5 号文、海经开财字[2015]1 号文

资料来源：公司提供

另外，2015-2017 年，公司分别得补贴收入 0.89 亿元、1.02 亿元及 0.29 亿元。当地政府对公司资本注入及给予公司政府补助增强了公司的资本实力，增厚了公司的利润水平。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016 年，海城市国资委及海城经济开发区管委会将海城经济开发区开发有限公司、海城市西柳物流服务有限公司及海城市鼎恒建设投资有限公司股权划拨至公司，公司合并报表进行追溯调整。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，但资产以土地资产、项目投资成本及房屋建筑物为主，资产流动性较弱；公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用

近年公司资产总额持续增长，截至 2017 年末，公司资产总额为 96.31 亿元，2015-2017 年复合增长率为 69.27%。受政府注入投资性房地产规模较大影响，公司非流动资产比率迅速上升。截至 2017 年末，公司非流动资产占比为 49.93%。

公司流动资产主要包括货币资金、预付账款、其他应收款及存货。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 5.77 亿元，其中受限部分包括用于质押的定期存款 3.60 亿元，保证金质押 108 万元。公司预付款项主要为预付政府部门的棚户区改造专项资金，账龄全部为 1 年以内但规模较大。公司其他应收款主要是与海城市西柳房屋拆迁服务中心等单位的往来款，规模较大且部分其他应收款账龄达 2 年以上，对公司资金形成一定占用。公司存货主要为土地资产及受托代建项目成本。截至 2017 年末，公司存货中的土地资产余额为 5.57 亿元，土地性质均为出让地，其中账面价值为 1.94 亿元的土地尚未办妥产权证；受托代建项目成

本 17.41 亿元，主要为公司承建的基础设施建设项目投资。

公司非流动资产主要为投资性房地产及无形资产。截至 2017 年末，公司投资性房地产余额为 41.35 亿元，较 2015 年增幅较大，主要系海城经济开发区政府将西柳服装市场一区至十二区共计 21.23 万平方米的房屋建筑物的所有权和所占用的共计 27.64 万平方米的土地使用权划拨至公司所致，根据开元资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（开元评报字[2018]149 号），上述资产评估价值为 41.35 亿元。公司在建工程主要为中国西柳国际物流园项目及海城市西柳物流服务有限公司用电工程，2017 年末账面价值为 0.56 亿元。公司固定资产主要为持有的房屋建筑物等。公司的无形资产全部为土地使用权，土地性质均为出让，截至 2017 年末，公司无形资产余额为 4.09 亿元，其中包括 3 块 2017 年公司通过招拍挂方式取得的西柳国际物流园土地。

截至 2017 年末，公司有价值 3.61 亿元的银行存款、价值 2.48 亿元的其他应收款、在存货科目核算的价值 1.32 亿元的土地资产、在固定资产科目核算的 0.42 亿元房屋建筑物以及在无形资产科目核算的 4.09 亿元土地资产已被抵押为受限资产，受限资产账面价值合计 11.92 亿元，占总资产的 12.37%。

总体来看，近年公司资产规模持续增加，但资产以土地资产、项目投资成本及房屋建筑物为主，部分资产为受限资产，资产流动性较弱；公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57,749.77	6.00%	1,006.36	0.13%	2,283.98	0.68%
预付款项	92,493.60	9.60%	129.66	0.02%	94.91	0.03%
其他应收款	87,493.28	9.08%	84,063.43	10.72%	61,995.93	18.44%
存货	229,865.14	23.87%	175,138.70	22.33%	192,370.87	57.23%
流动资产合计	482,218.89	50.07%	329,029.18	41.95%	293,411.23	87.28%
投资性房地产	413,498.00	42.93%	412,914.73	52.65%	2,797.81	0.83%
在建工程	5,588.75	0.58%	-	-	9,297.34	2.77%
无形资产	40,909.75	4.25%	12,316.33	1.57%	12,723.67	3.78%
非流动资产合计	480,924.29	49.93%	455,220.30	58.05%	42,751.25	12.72%
资产总计	963,143.17	100.00%	784,249.48	100.00%	336,162.47	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司代建收入较有保障，主业盈利能力有所提升

受益于代建业务及市场经营管理业务规模的扩大，公司营业收入持续增长。截至 2017 年末，公司尚有 17.41 亿元的开发成本尚待销售，大部分为代建业务投资成本，代建业务收入较有保障。公司代建业务主要与西柳市场开发建设公司等委托方签订框架性代建协议，2015-2017 年公司代建业务毛利率持续提升，市场经营管理业务收入逐年增长且 2017 年该项业务毛利率较高。2015-2017 年公司综合毛利率分别为 20.01%、14.25% 及 39.86%，公司主营业务毛利率提升，盈利能力增强。

2015-2017 年公司分别获得补贴收入 0.89 亿元、1.02 亿元及 0.29 亿元，补贴收入在利润总额中占比分别为 75.97%、84.80% 及 16.88%，对公司利润提升作用较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	60,027.51	51,571.16	36,897.15
其他收益	2,934.00	-	-
营业利润	17,557.08	1,908.44	2,833.21
营业外收入	0.08	10,241.51	8,911.00
利润总额	17,384.63	12,077.16	11,730.12
综合毛利率	39.86%	14.25%	20.01%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现比有所提升，但经营活动现金流持续净流出，在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力

公司销售商品提供劳务收到的现金主要是市场经营业务及代建业务收入实现的回款。2015-2016 年受代建业务回款比率较低影响，公司收现比较低，2017 年代建业务回款较多，公司收现比有所提升。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是与万家建设（辽宁）有限公司等公司的往来款以及收到的政府补助等。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要是代建业务的持续投资以及维持市场正常经营管理所支出的现金。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是与海城市西柳房屋拆迁服务中心等单位的往来款。2015-2017 年，公司经营活动现金净流出分别为 5.66 亿元、1.46 亿元及 5.14 亿元，呈持续净流出状态。

2015-2017 年，公司投资活动现金净流出分别为 0.08 亿元、0.18 亿元及 2.63 亿元，随

随着业务规模扩张，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加。公司筹资活动现金流入主要是公司借款增加导致取得借款收到的现金增加；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金等。近年公司有息债务持续增加，每年到期偿还负债规模较大，且经营活动现金流和投资活动现金流均表现为净流出，截至 2017 年末，公司主要在建项目预计总投资 40.29 亿元，已投资 30.88 亿元，未来尚需投资 9.41 亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，未来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	2017年	2016年	2015年
收现比	1.92	0.41	0.36
销售商品、提供劳务收到的现金	115,212.86	20,999.53	13,398.21
收到的其他与经营活动有关的现金	118,466.61	27,278.31	28,087.64
经营活动现金流入小计	233,679.47	48,277.85	41,485.84
购买商品、接受劳务支付的现金	182,991.53	27,120.66	65,687.58
支付的其他与经营活动有关的现金	100,266.63	33,749.65	30,336.75
经营活动现金流出小计	285,118.46	62,859.36	98,117.86
经营活动产生的现金流量净额	-51,438.99	-14,581.51	-56,632.02
投资活动产生的现金流量净额	-26,326.23	-1,808.16	-793.92
筹资活动产生的现金流量净额	98,400.63	17,112.06	55,537.72
现金及现金等价物净增加额	20,635.41	722.38	-1,888.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续增长，偿债压力不断增加

近年公司负债总额及所有者权益持续增长。截至 2017 年末，公司负债总额为 27.28 亿元，2015-2017 年复合增长率为 71.78%；所有者权益为 69.03 亿元，2015-2017 年复合增长率为 68.30%，主要系当地政府向公司及子公司进行注资所致。截至 2017 年末，公司负债与所有者权益比率为 39.52%，权益对负债保障程度较好。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	272,817.89	106,840.57	92,450.99
所有者权益	690,325.28	677,408.91	243,711.49
产权比率	39.52%	15.77%	37.93%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应交税费、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司短期借款余额为 9.05 亿元，其中质押借款 3.60 亿元，质押物为定期存款单；抵押借款 1.65 亿元，抵押物为公司持有的房产和土地；保证借款 3.80 亿元。公司应交税费主要为应交企业所得税及增值税等。公司其他应付款主要为与万家建设（辽宁）有限公司、中国三冶集团有限公司等单位的往来款。一年内到期的非流动负债主要为 1 年内到期的长期应付款 1.36 亿元及 1 年内到期的长期借款 0.22 亿元。

公司非流动负债主要为长期借款及长期应付款。截至 2017 年末，公司长期借款为 9.48 亿元，其中质押借款 7.70 亿元，质押物为棚改项目应收账款；抵押质押借款 2.00 亿元，抵押物为公司持有的土地房产和应收海城市西柳房屋拆迁服务中心的债权。长期应付款主要为应付西藏金融租赁有限公司及哈尔滨鑫瑞融资租赁有限公司的融资租赁款。截至 2017 年末，公司有息负债余额为 21.97 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 75.07%，偿债压力不断加大，短期有息债务 10.63 亿元，公司面临一定短期偿债压力。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	90,500.00	33.17%	35,700.00	33.41%	28,500.00	30.83%
应交税费	9,828.08	3.60%	5,404.68	5.06%	2,800.31	3.03%
其他应付款	37,447.84	13.73%	18,564.02	17.38%	14,506.20	15.69%
一年内到期的非流动负债	15,776.24	5.78%	41,608.23	38.94%	0.00	0.00%
流动负债合计	154,922.42	56.79%	103,967.93	97.31%	49,257.04	53.28%
长期借款	94,800.00	34.75%	0.00	0.00%	23,700.00	25.64%
长期应付款	18,655.53	6.84%	2,872.64	2.69%	0.00	0.00%
非流动负债合计	117,895.47	43.21%	2,872.64	2.69%	43,193.94	46.72%
负债合计	272,817.89	100.00%	106,840.57	100.00%	92,450.99	100.00%
有息债务	219,731.77	80.54%	80,180.87	75.05%	71,693.94	77.55%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产负债率目前处于较低水平。因公司资产以存货为主，导致流动比率较高但速动比率相对较低。公司资产中项目投资、土地资产及房屋建筑物占比较高，集中变现难度较大，偿债能力一般。近年公司利润总额持续增长，EBITDA 持续增加，但随着有息债务规模的扩大，利息支出不断增加，EBITDA 利息保障倍数略有下降。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	28.33%	13.62%	27.50%
流动比率	3.11	3.16	5.96
速动比率	1.63	1.48	2.05
EBITDA（万元）	22,498.89	15,176.80	14,710.26
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.89	3.19
有息债务/EBITDA	9.77	5.28	4.87

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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

本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的重要来源。根据中国西柳国际物流园区建设项目和海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目的可研报告，中国西柳国际物流园区建设项目收入主要包括租赁收入、平台交易佣金收入、装卸货及理货等收入，在本期债券存续期内预计实现收入总额为 18.70 亿元；海城经济开发区南台后驼龙村棚户区改造项目预计可实现收入 1.69 亿元。但值得注意的是，受当地经济发展情况影响以及项目进度安排等因素影响，项目能否顺利完成并获得预期收益存在一定不确定性。

公司日常经营所得是公司偿债资金来源的重要补充。2015-2017 年，公司实现营业收入分别为 3.69 亿元、5.16 亿元和 6.00 亿元，利润总额分别为 1.17 亿元、1.21 亿元和 1.74 亿元，收现比分别为 0.36、0.41 和 1.92，收入和利润水平逐年增加。但我们也注意到，公司收益主要来源于代建业务，收入回款易受财政资金结算进度影响。

必要时公司也可通过资产变现来还本付息。截至 2017 年末，公司资产总额为 96.31 亿元，净资产为 69.03 亿元，资产负债率为 28.33%。其中在投资性房地产科目中核算的房屋建筑物资产账面价值 41.35 亿元，尚未被抵押。公司可用于抵押的房屋建筑物资产规模较大，未来可通过资产变现来还本付息，但较大规模的房屋建筑物资产集中变现可能存在一定难度。

（二）本期债券保障措施分析

东北再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。本期债券由东北再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本

次保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

东北再担保系由吉林省投资集团有限公司、中国进出口银行等 5 家公司于 2007 年共同出资设立。截至 2017 年末，东北再担保注册资本和实收资本均为 30 亿元，吉林省投资集团有限公司出资 12.00 亿元（其中代国家财政部出资 9.00 亿元，代吉林省人民政府出资 3.00 亿元），持有东北再担保 40.00% 股权，股东构成情况如下表所示。

表18 截至 2017 年末东北再担保股东情况（单位：万元）

股东名称	认缴注册资本金额	出资比例
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	40.00%
中国进出口银行	90,000.00	30.00%
辽宁省中小企业信用担保中心	30,000.00	10.00%
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	30,000.00	10.00%
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	10.00%
合计	300,000.00	100.00%

资料来源：东北再担保提供

东北再担保作为全国首家政策性区域再担保试点机构，具有较强的股东背景和丰富的政府资源，业务主要覆盖东北三省与内蒙古地区，区域优势明显。经过多年的发展，东北再担保已经形成了担保、委托贷款以及投资等多种业务共同发展的业务格局。东北再担保担保业务主要由再担保业务和直接担保业务构成，目前仍以再担保业务为主。再担保业务分为技援再担保、增信再担保、共同担保再担保、合作再担保、分险再担保以及代出保函再担保。直接担保业务主要以流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、债券担保等融资性担保业务为主。东北再担保利息收入来自委托贷款利息收入、活期存款利息收入、定期存款利息收入和贷款利息收入，其中委托贷款利息收入仍是最主要的组成。2017 年末东北再担保银行存款、委托贷款和贷款账面价值分别为 22.74 亿元、7.76 亿元和 6.59 亿元，合计 37.09 亿元，未来利息收入仍有一定保障。2017 年度，东北再担保实现营业收入 4.23 亿元，仍主要来源于担保业务收入与利息收入，两者分别为 1.68 亿元和 2.10 亿元。

表19 2016-2017 年东北再担保营业收入主要构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	16,825.23	42.38%	22,011.26	48.34%
其中：担保费收入	16,751.41	42.20%	21,960.54	48.23%
投资收益	1,905.48	4.80%	589.79	1.30%
利息收入	20,954.97	52.79%	22,892.71	50.28%

其他收入	11.26	0.03%	38.16	0.08%
合计	39,696.94	100.00%	45,531.92	100.00%

资料来源：东北再担保 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

2017 年东北再担保新增 5 笔代偿，代偿额合计 20,503.14 万元，当期担保代偿率为 0.63%，代偿压力有所上升。2017 年末尚有 13 个担保项目，共计 35,759.95 万元代偿款尚未追回。截至 2017 年末，东北再担保计提的担保风险准备金为 147,939.75 万元，准备金计提较为充分。

截至 2017 年 12 月 31 日，东北再担保资产总额为 48.18 亿元，所有者权益合计 32.12 亿元，资产负债率为 33.34%。2017 年度，东北再担保实现营业收入 4.23 亿元，实现利润总额 0.28 亿元，经营活动产生的现金净流出 6.30 亿元。

表 20 2015-2017 年东北再担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	481,810.61	476,186.46	455,426.05
所有者权益合计（万元）	321,153.11	331,028.45	335,323.99
资产负债率	33.34%	30.48%	26.37%
营业收入（万元）	42,301.51	46,852.13	48,540.04
投资收益（万元）	1,905.48	589.79	-1,366.15
利息收入（万元）	20,954.97	22,892.71	24,702.59
利润总额（万元）	2,772.16	9,457.08	12,004.81
综合毛利率	6.49%	20.52%	24.44%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-62,955.10	10,634.22	52,588.47
当期担保发生额（亿元）	-	319.06	171.86
期末在保余额（亿元）	250.84	299.73	263.32
担保风险准备金（万元）	147,939.75	124,072.30	97,187.79
净资产放大倍数（倍）	7.81	9.05	7.85
当期担保代偿率	0.63%	0.43%	0.21%

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数

资料来源：东北再担保 2015-2017 年审计报告、东北再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，东北再担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

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	57,749.77	1,006.36	2,283.98
应收账款	14,303.05	68,680.09	36,665.54
预付款项	92,493.60	129.66	94.91
其他应收款	87,493.28	84,063.43	61,995.93
存货	229,865.14	175,138.70	192,370.87
其他流动资产	314.04	10.94	-
流动资产合计	482,218.89	329,029.18	293,411.23
可供出售金融资产	3,900.00	-	-
投资性房地产	413,498.00	412,914.73	2,797.81
固定资产	16,849.19	17,006.66	17,745.20
在建工程	5,588.75	-	9,297.34
无形资产	40,909.75	12,316.33	12,723.67
长期待摊费用	101.93	135.91	-
递延所得税资产	76.66	76.66	187.23
其他非流动资产	-	12,770.00	-
非流动资产合计	480,924.29	455,220.30	42,751.25
资产总计	963,143.17	784,249.48	336,162.47
短期借款	90,500.00	35,700.00	28,500.00
应付账款	31.29	263.55	1,200.00
预收款项	968.45	160.13	140.72
应交税费	9,828.08	5,404.68	2,800.31
应付利息	370.52	2,267.33	2,109.81
其他应付款	37,447.84	18,564.02	14,506.20
一年内到期的非流动负债	15,776.24	41,608.23	-
流动负债合计	154,922.42	103,967.93	49,257.04
长期借款	94,800.00	-	23,700.00
应付债券	-	-	19,493.94
长期应付款	18,655.53	2,872.64	-
递延收益	4,294.12	-	-
递延所得税负债	145.82	-	-
非流动负债合计	117,895.47	2,872.64	43,193.94
负债合计	272,817.89	106,840.57	92,450.99

实收资本	30,000.00	30,000.00	1,000.00
资本公积	611,778.29	611,778.29	217,891.38
盈余公积	3,816.37	3,005.73	3,005.73
未分配利润	44,730.62	32,624.88	21,814.38
归属于母公司所有者权益合计	690,325.28	677,408.91	243,711.49
所有者权益合计	690,325.28	677,408.91	243,711.49
负债和所有者权益总计	963,143.17	784,249.48	336,162.47

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	60,027.51	51,571.16	36,897.15
其中：营业收入	60,027.51	51,571.16	36,897.15
二、营业总成本	45,967.96	49,657.05	34,024.37
其中：营业成本	36,098.58	44,223.30	29,515.57
税金及附加	1,365.77	831.47	388.87
管理费用	4,484.23	2,201.99	2,367.84
财务费用	4,019.38	2,400.29	1,693.20
资产减值损失	-	-	58.88
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	583.27	-	-39.58
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-19.74	-5.67	-
其他收益	2,934.00	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	17,557.08	1,908.44	2,833.21
加：营业外收入	0.08	10,241.51	8,911.00
其中：非流动资产毁损报废利得	-	-	-
减：营业外支出	172.53	72.79	14.09
其中：非流动资产毁损报废损失	-	-	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	17,384.63	12,077.16	11,730.12
减：所得税费用	4,468.26	1,266.66	1,039.17
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	12,916.37	10,810.50	10,690.94
归属于母公司股东的净利润	12,916.37	10,810.50	10,690.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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	115,212.86	20,999.53	13,398.21
收到其他与经营活动有关的现金	118,466.61	27,278.31	28,087.64
经营活动现金流入小计	233,679.47	48,277.85	41,485.84
购买商品、接受劳务支付的现金	182,991.53	27,120.66	65,687.58
支付给职工以及为职工支付的现金	595.50	1,077.40	891.75
支付的各项税费	1,264.81	911.66	1,201.79
支付其他与经营活动有关的现金	100,266.63	33,749.65	30,336.75
经营活动现金流出小计	285,118.46	62,859.36	98,117.86
经营活动产生的现金流量净额	-51,438.99	-14,581.51	-56,632.02
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12,789.85	21.40	-
投资活动现金流入小计	12,789.85	21.40	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35,216.08	1,829.57	793.92
投资支付的现金	3,900.00	-	-
投资活动现金流出小计	39,116.08	1,829.57	793.92
投资活动产生的现金流量净额	-26,326.23	-1,808.16	-793.92
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	207,500.00	34,400.00	60,500.00
发行债券收到的现金	-	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	30,000.00	19,952.00	27,756.76
筹资活动现金流入小计	237,500.00	54,352.00	88,256.76
偿还债务支付的现金	75,641.43	30,900.00	27,980.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,042.27	5,089.84	4,739.04
支付其他与筹资活动有关的现金	58,415.67	1,250.10	-
筹资活动现金流出小计	139,099.37	37,239.94	32,719.04
筹资活动产生的现金流量净额	98,400.63	17,112.06	55,537.72
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	20,635.41	722.38	-1,888.22
加：期初现金及现金等价物余额	1,006.36	283.98	2,172.20
六、期末现金及现金等价物余额	21,641.77	1,006.36	283.98

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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	12,916.37	10,810.50	10,690.94
加：资产减值准备	-	-	58.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	764.20	760.99	772.01
无形资产摊销	948.82	407.33	407.33
长期待摊费用摊销	33.98	33.98	-
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）	-	5.67	-
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-	-	39.58
财务费用（收益以“-”号填列）	3,367.26	5,247.36	4,611.96
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-	110.57	-24.62
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	145.82	-	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-54,726.44	17,232.17	-36,958.12
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-43,203.45	-57,509.05	-30,918.14
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	28,897.72	8,318.96	-5,311.85
公允价值变动损益	-583.27	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-51,438.99	-14,581.51	-56,632.02

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	39.86%	14.25%	20.01%
收现比	1.92	0.41	0.36
有息债务（万元）	219,731.77	80,180.87	71,693.94
产权比率	39.52%	15.77%	37.93%
资产负债率	28.33%	13.62%	27.50%
流动比率	3.11	3.16	5.96
速动比率	1.63	1.48	2.05
EBITDA（万元）	22,498.89	15,176.80	14,710.26
EBITDA 利息保障倍数	2.76	2.89	3.19

资料来源：公司2015-2017年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

会计科目	产权证编号	类型	面积	入账方式	账面价值	是否抵押
存货	辽（2017）海城市不动产权第1000035号	出让	61,717	成本法	6,357.46	是
	海城国用（2016）第003号	出让	71,440	成本法	7,359.46	是
	海城国用（2014）第082号	出让	146,709	成本法	4,518.89	是
	辽（2017）海城市不动产权第1000085号	出让	41,873	成本法	4,313.91	否
	海城国用（2015）第028号	出让	23,141	成本法	2,167.36	否
	辽（2017）海城市不动产权第1000083号	出让	76,478	成本法	7,560.27	否
	辽（2017）海城市不动产权第1000082号	出让	7,684	成本法	559.79	否
	海城国用（2007）第130号	出让	7,000	成本法	194.63	是
	辽（2017）海城市不动产权第100042号	出让	27,468	成本法	3,297.00	否
	尚未办证	出让	17,076	成本法	526	否
	尚未办证	出让	19,024	成本法	1,903.00	否
	尚未办证	出让	50,485	成本法	5,049.00	否
	尚未办证	出让	45,875	成本法	4,588.00	否
	尚未办证	出让	73,408	成本法	7,341.00	否
无形资产	海城国用（2010）009号	出让	44,409	成本法	3,831.73	是
	海城国用（2009）124号	出让	10,351	评估法	1,073.21	是
	海城国用（2005）157号	出让	49,695	评估法	7,004.05	是
	辽（2017）海城市不动产权第1000094号	出让	112,572	成本法	13,785.93	是
	辽（2017）海城市不动产权第1000093号	出让	100,239	成本法	12,275.59	是
	辽（2017）海城市不动产权第1000112号	出让	23,899	成本法	2,939.24	是
合计		-	1,010,543	-	96,645.52	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益
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+应付债券+长期应付款

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。

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。