

信用等级公告

联合〔2020〕268号

联合资信评估有限公司通过对哈尔滨投资集团有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持哈尔滨投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 哈尔滨投 CP002”和“19 哈尔滨投 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月十五日

哈尔滨投资集团有限责任公司 短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
主体	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 哈尔滨投 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
19 哈尔滨投 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 哈尔滨投 CP002	5 亿元	5 亿元	2020/8/21
19 哈尔滨投 CP003	8 亿元	8 亿元	2020/11/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的短期融资券

跟踪评级时间：2020 年 2 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果			AA ⁺	
		评价内容	评价结果	风险因素		评价要素
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3	行业风险	3
				自身竞争力		基础素质
		企业管理	2			
		经营分析	2			
		财务风险	F3	现金流	资产质量	3
现金流量	2					
资本结构	2					
偿债能力	3					
调整因素和理由					调整子级	
政府支持					2	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）是哈尔滨市重要的国有资产经营管理主体，跟踪期内持续获得哈尔滨市政府在财政补贴等方面的大力支持。哈尔滨经济开发投资公司（以下简称“哈经开投”）的划入使得公司资产总额和所有者权益得到较大提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到惠州海格科技股份有限公司（以下简称“惠州海格”）等公司的划出使得公司未来营业总收入和经营性净现金流有下滑风险、公司股票质押业务违约风险较大，金融资产减值规模进一步增加等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司在哈尔滨市供热行业的竞争优势将得以持续，伴随公司对哈尔滨物业供热集团有限责任公司（以下简称“物业供热集团”）经营及管理的整合优化，公司收入规模有望继续保持，整体盈利能力将有望得以改善，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 哈尔滨投 CP002”及“19 哈尔滨投 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会下属的重要的国有资产运营企业，跟踪期内在财政补贴等方面得到了哈尔滨市政府的大力支持。
2. 公司供热业务在哈尔滨市具有较强的区域竞争优势。物业供热集团纳入合并范围后，公司的供热面积进一步扩大，供热面积和市场占有率居哈尔滨市首位。

分析师：黄琪融 迟腾飞
 邮箱：lianhe@lhratings.com
 电话：010-85679696
 传真：010-85679228
 地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
 号中国人保财险大厦 17 层
 (100022)
 网址：www.lhratings.com

3. 公司资产流动性好、变现能力较强。公司拥有一定规模的金融类资产，控股江海证券，同时参股多家金融机构，资产的变现能力较强。
4. 公司经营活动现金流入量对存续短期融资券的保障较好，现金类资产对存续短期融资券的覆盖倍数高。

关注

1. 物业供热集团债务负担较重且处于持续亏损状态，该公司的并入对公司的整体财务造成一定负面影响。
2. 江海证券股票质押业务出现违约及涉诉风险事件，计提资产减值损失规模较大，或存在进一步减值的可能。此外，公司资产减值损失及投资收益对利润有较大影响，整体盈利能力很弱。
3. 公司资产划转事项将对公司未来收入水平、经营性净现金流以及债务负担情况产生一定不利影响，联合资信将持续关注其余事项的进展情况。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	97.68	183.65	220.31	106.63
资产总额(亿元)	570.72	860.08	843.18	852.66
所有者权益(亿元)	274.16	292.18	324.14	332.81
短期债务(亿元)	82.86	254.76	201.26	226.69
长期债务(亿元)	85.45	141.14	152.23	131.03
全部债务(亿元)	168.31	395.90	353.49	357.72
营业总收入(亿元)	39.46	73.50	71.87	47.99
利润总额(亿元)	11.39	-0.05	-11.48	0.12
EBITDA(亿元)	17.81	15.59	4.43	--
经营性净现金流(亿元)	-88.01	-90.04	28.34	17.85
现金收入比(%)	70.74	83.76	85.01	69.43
营业利润率(%)	41.49	21.27	20.27	28.01
净资产收益率(%)	3.49	-0.50	-3.60	--
资产负债率(%)	51.96	66.03	61.56	60.97
全部债务资本化比率(%)	38.04	57.54	52.17	51.80
流动比率(%)	158.32	114.73	138.47	138.35
速动比率(%)	153.75	111.44	134.58	135.68
经营现金流动负债比(%)	-49.06	-24.11	8.91	--

现金短期债务比(倍)	1.18	0.72	1.09	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	2.19	0.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.45	25.39	79.86	--
公司本部(母公司)				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	257.98	259.16	303.82	323.34
所有者权益(亿元)	151.86	173.14	223.62	234.73
全部债务(亿元)	69.29	47.22	50.46	57.01
营业收入(亿元)	0.53	0.52	0.80	0.80
利润总额(亿元)	5.15	5.79	3.75	1.03
资产负债率(%)	41.13	33.19	26.40	27.40
全部债务资本化比率(%)	31.33	21.43	18.41	19.54
流动比率(%)	317.47	330.13	470.37	613.42
经营现金流动负债比(%)	8.23	3.04	-32.54	--

注: 1.其他流动负债中(起)短期融资券计入短期债务,长期应付款中有息部分计入长期债务; 2.2019 年三季度未经审计; 3.2017 年数据采用 2018 年年初数

公司评级历史:

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 哈尔滨投 CP001	A-1	AA+	稳定	2020.01.20	黄琪融 郝一哲 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 哈尔滨投 CP003	A-1	AA+	稳定	2019.11.20	黄琪融 郝一哲 迟腾飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 哈尔滨投 CP002	A-1	AA+	稳定	2019.07.31	黄琪融 郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 哈尔滨投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019.07.05	黄琪融 郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 哈尔滨投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019.03.27	黄琪融 郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

哈尔滨投资集团有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于哈尔滨投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）主体长期信用及“19 哈尔滨投 CP002”“19 哈尔滨投 CP003”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至2019年9月底，公司注册资本及实收资本均为50.00亿元，哈尔滨市国有资产监督管理委员会（以下简称“哈尔滨国资委”）为公司唯一股东及实际控制人。

截至2019年9月底，公司本部内设办公室、党委工作部、人力资源部、财务部、综合部、融资业务部、金融资产部等12个职能部门（见附件1）；公司拥有纳入合并范围的子公司共21家。

截至2018年底，公司资产总额843.18亿元，所有者权益324.14亿元（含少数股东权益92.49亿元）；2018年，公司实现营业总收入71.87亿元，利润总额-11.48亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额852.66亿元，所有者权益332.81亿元（含少数股东权益96.38亿元）；2019年1—9月，公司实现营业总收入47.99亿元，利润总额0.12亿元。

公司注册地址：哈尔滨市南岗区汉水路172号；法定代表人：赵洪波。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级并存续的短期融资券包括“19 哈尔滨投 CP002”和“19 哈尔滨投 CP003”，尚需偿还债券余额

合计13.00亿元，详见表1。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
19 哈尔滨投 CP002	5.00	2019/08/21	1	3.87
19 哈尔滨投 CP003	8.00	2019/11/28	1	3.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 哈尔滨投 CP002”和“19 哈尔滨投 CP003”募集资金用于偿还公司存量银行借款，截至本次跟踪评级报告日，募集资金已按计划使用完毕。上述存续短期融资券均为到期一次还本付息，目前均尚未至还本付息日。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表2 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP (万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回

落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品

与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公

司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发

（2018）101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资

	社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2019〕10号)	本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同,或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式,由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券,减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目,以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排,以直接投资方式为主;对确需支持的经营性项目,主要采取资本金注入方式,也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策,结合财政收支状况,统筹安排使用政府投资资金的项目,规范使用各类政府投资资金。

资料来源:联合资信综合整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来,经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险,出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化,相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善,城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底,中国城镇化率为59.58%,较2017年底提高1.06个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日,《2019政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署,将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

2. 供热行业

城市集中供热是在上个世纪八十年代初发展起来的城市基础性公用事业,是利用集中热源,通过供热管网等设施向热能用户供应生产或生活用热能的供热方式,集中供热的热源主要是热电厂和集中锅炉房。目前,全国集中供热主要存在国营供热企业、房产部门供热事业

单位、大型工业企业锅炉房连片供热和机关、学校、部队等自行管理锅炉房供热等多种供热经营管理方式。

热力的生产及供应

2011—2018年,全国城市热水供热总量大幅增加,已经由2011年的22.93亿吉焦增长至2018年的32.37亿吉焦;城市蒸汽供热总量呈上升趋势,从2011年的5.18亿吉焦上升至2018年的5.77亿吉焦。

中国供热产业热源总热量中,热电联产占62.90%、区域锅炉房占35.75%、其他占1.35%。随着节能减排淘汰落后产能政策在全国的推广,各级地方政府加快了拆除高耗能、高污染、低热效率的区域小锅炉的步伐,而热电联产机组及大吨位锅炉具有节约燃料和减少环境污染的特点,在未来将成为中国主要的集中供热主体。

表4 2011—2018年全国城市供热总量

(单位:万吉焦、公里)

年份	全国城市供热总量		全国城市供热管道长度
	热水	蒸汽	
2011	229251	51780	133965
2012	243818	51609	147390
2013	266462	53242	166000
2014	276546	55614	175000
2015	302110	49703	192721
2016	318044	41501	201390
2017	310300	57985	--

2018	323664	57731	--
------	--------	-------	----

资料来源：Wind 资讯

注：自公开资料未获取 2017 年和 2018 年全国城市供热管道长度数据

2011—2016年，全国城市供热管道长度大幅增加，由2011年的13.40万公里增长至2016年的20.14万公里。

供热消费市场

供热消费市场可划分为工业供热和居民供热两大类。目前工业领域是中国供热消费的主要领域，占全国供热消费总量的比重超过 70%，居民供热量占比较小但增速高于工业领域。在城镇化进程推进过程中，受基础设施建设投资力度加大，供热需求持续增长影响，集中供热行业取得了快速发展，全国的集中供热面积和供热量得到稳定增长。

2011—2018 年，受益于全国供热行业的发展，全国城市供热面积逐年增加，已经由 2011 年的 47.38 亿平方米增长至 2018 年的 87.80 亿平方米。

表 5 2011—2018 年全国城市供热面积
(单位：万平方米)

年份	全国城市供热面积
2011	473784
2012	518368
2013	571677
2014	611246
2015	672205
2016	738663
2017	830857
2018	878049

资料来源：Wind 资讯

从供热区域看，目前中国集中供热覆盖率仍处于较低水平，仅在北方各省的主要城镇建有集中供热系统。南方城镇和中国广大的农村地区则基本没有集中供暖设施，仅能依靠天然气炉、空调、电炉和蜂窝煤等独立供热方式取暖。

总体看，近年来中国供热总量持续增长，供热消费主要以工业领域为主，但居民消费快速增长。目前中国集中覆盖依然集中在北方地区且覆盖率仍处于较低水平，南方城市供热基本未有集中供热。

3. 区域经济环境

公司是哈尔滨市重要的国有资产运营企业，哈尔滨市的经济发展水平和财政实力对公司的经营业绩和信用水平有较大影响。跟踪期内，哈尔滨市经济保持发展，但增速持续减缓，2019年上半年一般公共预算收入略有下降，财政自给率较低，政府债务负担重。

根据 2018 年《哈尔滨市国民经济与社会发展统计公报》，2018 年，哈尔滨市实现地区生产总值 6300.5 亿元，增速为 5.1%。2018 年，第一产业实现增加值 525.5 亿元，下降 0.1%；第二产业实现增加值 1689.3 亿元，增长 2.7%；第三产业实现增加值 4085.7 亿元，增长 7.5%。三次产业结构由 2016 年的 11.3：31.1：57.6 调整为 8.3：26.8：64.9。常住人口人均地区生产总值 57837 元，同比增长 5.6%。

2018 年哈尔滨市完成固定资产投资同比下降 7.2%。按产业分，第一产业、第二产业和第三产业投资分别下降 59.1%、8.5% 和 6.4%。按经济类型分，2018 年，国有及国有控股固定资产投资下降 12.7%；民间固定资产投资下降 6.4%。全年城市基础设施固定资产投资下降 22.2%。其中，交通运输和邮政业投资下降 13.5%；信息传输业投资下降 76.3%；水利环境和公共设施管理业投资下降 32.0%；电力热力燃气及水的生产和供应业投资下降 15.0%。

截至 2018 年底，哈尔滨市新增集中供热能力 900 万平方米，全市集中供热面积达 30574.6 万平方米，集中供热普及率达到 95%；全市供气管道总长度 3400 余公里，天然气用户 178.8 万户，其中家庭用户 176.7 万户。

2018 年，哈尔滨市一般公共预算收入 384.4 亿元，同比增长 4.43%，同期，一般公共预算

收入中税收收入 324.4 亿元,较上年增长 9.9%。当期,公共预算支出分别为 681.0 亿元、958.5 亿元及 962.2 亿元,哈尔滨市财政自给率较低。

根据《关于哈尔滨市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》,2018 年,哈尔滨市政府性基金收入完成 201.3 亿元,同比下降 5.2%;国有资本经营预算收入完成 4.01 亿元,同比下降 2.4%。截至 2018 年底,哈尔滨市政府债务余额 1938.6 亿元;其中,一般债务 1257.8 亿元,专项债务 680.8 亿元。

根据哈尔滨市人民政府网站信息,2019 年 1—9 月,全市实现地区生产总值 4490.90 亿元,同比增长 4.50%,第一、二、三产业增加值分别增长 3.00%、1.50%和 6.00%,第三产业对经济增长贡献率达到 87.00%。

根据《关于哈尔滨市 2018 年决算草案和 2019 年上半年预算执行情况的报告》,2019 年 1—6 月,哈尔滨市全市一般公共预算收入完成 199.00 亿元,同比下降 1.90%,全市一般公共预算支出 546.90 亿元,同比增长 26.50%,全市政府性基金预算收入完成 84.90 亿元,同比增长 67.60%,政府债务方面,2019 年上半年,全市新举借政府债务 238.90 亿元,偿还到期债务本金 122.00 亿元,偿还利息 33.20 亿元。

六、基础素质分析

公司作为哈尔滨市重要的国有资产运营企业,跟踪期内,公司持续得到哈尔滨市政府的有力支持。哈经开投的划入使得公司资产总额和所有者权益有较大提升,同时惠州海格的划出使得公司未来营业总收入和经营性净现金流有下滑风险。

1. 外部支持

2018 年和 2019 年 1—9 月,公司分别获得政府补助 7.22 亿元和 2.96 亿元,体现在“递延收益”、“其他收益”以及“营业外收入”中。

2. 重大事项

公司于 2019 年 8 月 30 日发布《关于哈尔滨投资集团有限责任公司调整工作实施方案的公告》,哈尔滨国资委将公司所持有的惠州海格科技股份有限公司(以下简称“惠州海格”)45.9%的股权、哈尔滨广播器材公司(以下简称“哈广播器材”)71.1%股权和哈投信息产业投资公司(以下简称“哈投信息”)100%股权无偿划转给哈尔滨市工业投资集团有限公司,将物业供热集团所属公房管理中心、哈尔滨市先锋物业管理有限公司(以下简称“先锋物业”)和哈尔滨哈投物业有限责任公司(以下简称“哈投物业”)产权划转给哈尔滨物业集团有限责任公司;与此同时,哈尔滨国资委拟将调整哈大客专经营管理权,由公司履行股东责任,并将哈尔滨市财政局所属哈尔滨经济开发投资公司(以下简称“哈经开投”)产权无偿划转给公司。

根据公司于 2019 年 11 月 5 日出具的《哈尔滨投资集团有限责任公司关于调整工作实施方案后续进展的公告》,公司将其所持有的哈投物业、先锋物业股权无偿划转至哈尔滨物业集团有限责任公司;将公司所持有的惠州海格、哈广播器材和哈投信息股权无偿划转至哈尔滨工业投资集团有限公司。同时,哈尔滨市财政局将其持有的哈经开投股权无偿划转至公司。以 2018 年财务报告为基准,上述五家资产划出公司总资产合计 16.90 亿元,所有者权益合计 3.17 亿元,营业总收入合计 10.58 亿元,净利润合计 -0.50 亿元,经营性净现金流合计 4.04 亿元,分别占公司 2018 年度审计报告比例 2.00%、0.98%、14.72%、4.28%和 14.26%,划转出公司对公司营业总收入和经营性净现金流影响较大,未来公司营业总收入和经营性净现金流有下滑风险。资产划入的哈经开投资产总额 90.86 亿元,所有者权益 24.39 亿元,净利润 -0.01 亿元,经营性净现金流 0.36 亿元,分别占公司 2018 年度审计报告比例 10.78%、7.52%、0.09%和 1.27%,划入哈经开投对公司资产总额

和所有者权益提升较大，同时哈经开投 2018 年末资产负债率偏高（2018 年底为 73.16%），债务负担较重，对公司负债水平产生不利影响。截至公司公告日，除哈尔滨哈投物业有限责任公司及哈经开投完成工商、产权变更登记手续外，其他均未完成工商、产权变更登记手续。公司 2019 年三季度报合并范围影响方面，由于公司在 2019 年 9 月份已收到划出 5 家子公司的批复，因此公司 2019 年三季度报资产负债表并未将

上述 5 家公司纳入资产负债表合并范围，而公司 2019 年三季度利润表和现金流量表仍将划出的 5 家公司纳入利润表和现金流量表的合并范围，哈经开投 2019 年三季度利润表、资产负债表和现金流量表均未纳入公司 2019 年三季度报合并范围。联合资信将持续关注公司调整工作实施方案的其余事项的进展情况及上述调整对公司经营发展的影响。

表6 公司及相关股权划转公司2018年主要财务指标（单位：亿元）

项目	公司	资产划出公司						资产划入公司
		哈投物业	先锋物业	惠州海格	哈广播器材	哈投信息	划出合计	哈经开投
期末总资产	843.18	0.11	1.57	13.22	0.20	1.80	16.90	90.86
期末所有者权益	324.14	0.10	-0.12	4.06	0.03	-0.90	3.17	24.39
营业总收入	71.87	0.25	0.80	9.37	0.08	0.08	10.58	0.00
净利润	-11.68	0.00	-0.43	0.08	-0.00	-0.15	-0.50	-0.01
经营性净现金流	28.34	0.00	0.34	3.71	0.02	-0.03	4.04	0.36

资料来源：Wind 资讯

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1023010300288990B），截至2019年12月27日，公司本部未结清信贷业务中关注类贷款余额为17236万元，笔数为10笔，根据国家开发银行黑龙江省分行（以下简称“国开行黑龙江分行”）出具的情况说明，此10笔关注类贷款系新建宾西至成高子地方铁路项目贷款，由于该项目运营阶段货运量不足，项目实际收益低于评审预测，因此国开行黑龙江分行将该项目资产质量列为关注类，该项目还本付息正常，未发生本息逾期。截至2019年12月27日，已结清的关注类贷款笔数共8笔，均已正常收回。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是哈尔滨市主要的国有资产运营主

体，目前主要收入来自供热和证券业务；跟踪期内，公司的营业收入大幅增长，但综合毛利率有所下降。

公司作为哈尔滨市重要的国有资产运营企业，业务范围涵盖城市基础设施建设、城市供热、证券业务、电子产品加工等多个领域。

公司营业总收入主要来自供热业务、证券业务及电子制造业务等，其他业务还包括水泥销售、房地产尾盘销售、房产经营以及物业服务等业务。2018年，公司实现营业总收入71.87亿元，同比下降2.21%；从收入构成来看，公司实现供热业务收入40.46亿元，同比增长1.71%，相对稳定；公司实现证券业务收入15.57亿元，同比增长14.07%，主要系证券利息收入和手续费佣金收入有所增长所致；电子制造业务实现收入8.68亿元，同比下降9.96%，主要系维沃通信科技有限公司的订单减少所致；其他业务收入7.15亿元，同比下降31.45%，主要系公司2017年确认了3.10亿元保障房“东升嘉园”项目房产开发收入，该项目于2017年已基本销售完毕，2018年仅确认0.17亿元尾盘销售收入所致。

表7 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块名称	2017年			2018年			2019年1-9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供热业务	39.78	54.12	0.38	40.46	56.30	-5.89	25.14	52.39	-6.48
证券业务	13.65	18.57	36.09	15.57	21.66	30.04	13.26	27.63	44.34
电子制造	9.64	13.12	27.43	8.68	12.08	16.28	6.28	13.09	17.83
其他业务	10.43	14.19	-1.19	7.15	9.95	9.79	3.31	6.89	35.05
合计	73.50	100.00	10.34	71.87	100.00	6.13	47.99	100.00	13.61

资料来源：公司提供

注：公司在编制2018年财务报表时对2017年比较数据进行了调整，将物业供热集团2017年资产负债和利润情况并入公司比较财务数据，由于公司2017年并未实际控制物业供热集团，此事项是根据企业会计准则对前期比较报表调整产生，而非公司实际控制经营产生

从毛利率来看，2018年，公司综合毛利率6.13%，同比下降4.21个百分点，主要系供热业务板块、证券业务板块和电子制造业务毛利率下降影响所致；其中，供热业务毛利率同比下降6.27个百分点，由正转负，主要系物业供热集团原材料及人工等经营成本持续增长，而供热价格没有相应提升所致；公司证券业务毛利率同比下降6.05个百分点，主要系江海证券加大收益稳定性金融工具投资规模所致；公司电子制造业务毛利率同比下降11.15个百分点，主要系当年收入有所下降而人工及生产成本上升所致；公司其他业务毛利率同比增加11.14个百分点，主要系公司2017年负毛利销售保障房“东升嘉园”项目所致。

2019年1—9月，公司实现营业总收入47.99亿元，同比增长65.65%，主要来自于供热业务和证券业务收入的增长；综合毛利率为13.61%，同比下降6.26个百分点，主要系供热业务毛利率大幅下降，由正转负所致。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司代表哈尔滨市政府参与投资铁路共5条，自主投资参与建设铁路1条，公司按照投资比例分享铁路投资收益，跟踪期内，上述铁路目前均已基本完成投资改造，公司后续投资不大。

公司参与了国家和地方多条铁路项目的投

资建设，一种形式为公司代表哈尔滨政府参与地方铁路的投资，并按照投资比例分享收益，主要由全资子公司哈尔滨哈投城乡建设投资有限公司（以下简称“哈投城乡”）负责，另一种形式为公司自主投资并参与地方铁路建设。截至2018年底，公司代哈尔滨市政府参与投资铁路共5条，自主投资参与建设铁路1条。

在第一种情况下，项目投资资金全部来源于地方财政拨款，哈投城乡作为投资主体以参股方式进行投资，并按照持股比例分享投资收益。跟踪期内，公司已完工项目包括哈大客运专线（哈尔滨—大连）、苇亚铁路（苇河—亚布力南）、哈齐客运专线（哈尔滨—齐齐哈尔），在建项目包括哈佳铁路（哈尔滨—佳木斯）、哈牡铁路（哈尔滨—牡丹江）等项目。截至2019年9月底，哈投城乡对参股铁路建设项目已投资55.18亿元，未来尚需投资4.60亿元。

公司自主投资并参与了宾西铁路，持股比例为40.20%。宾西铁路为货运区间线路，长约为28公里，自2009年通车运营，由于运力不足，一直处于亏损状态，但亏损逐年下降，宾西铁路升级改造项目自2015年开始实施，该项目公司计划投资2.57亿元，截至2019年9月底已基本完成改造，宾西铁路已与哈佳铁路货运线并轨，并轨后全程可通行近280公里，货运能力将由130万吨提升至3000万吨，宾西铁路盈利状况将有所改善。

表 8 截至 2019 年 9 月底公司投资参股铁路建设项目情况 (单位: 亿元)

项目	项目进度	已投资	尚需投资
哈大客运专线(哈尔滨-大连)	2012 年 12 月试运行	3.50	--
苇亚铁路(苇河-亚布力南)	2009 年试运行	0.91	--
哈齐客运专线(哈尔滨-齐齐哈尔)	2015 年 8 月试运行	16.15	--
哈佳铁路(哈尔滨-佳木斯)	2018 年 9 月试运行	24.54	1.42
哈牡铁路(哈尔滨-牡丹江)	2018 年 12 月试运行	10.08	3.18
合计	--	55.18	4.60

资料来源: 公司提供

(2) 供热业务

跟踪期内, 受供热价格下调、煤炭价格上涨影响, 供热业务利润水平有所下降。同时联合资信关注到, 物业供热集团经营成本很高, 且其管网、锅炉改造项目投资规模大, 未来存在资本支出压力。

截至 2019 年 9 月底, 公司控股的下属供热业务板块企业主要有 4 家, 分别为哈投股份、哈尔滨市太平供热有限责任公司(以下简称“太平供热”)、哈发热力及物业供热集团。2018 年底, 物业供热集团纳入合并范围后, 公司的供热面积及供热户数逐年增长, 供热面积和市场占有率居哈尔滨市首位, 区域优势显著提升。截至 2019 年 9 月底, 公司的供热面积 14202.41 万平方米, 供热管网总长度 2228.14 公里, 供热区域以哈尔滨市南岗区、道里区、道外区、香坊区、平房区、呼兰区以及阿城区为主。

跟踪期内, 公司加强了管网建设投资力度, 供热能力逐年增强。截至 2019 年 9 月底, 哈投

股份共有 8 座锅炉房, 366 个换热站, 13 台热水锅炉, 15 台蒸汽锅炉。锅炉总吨位 3250 吨, 总供热能力 3000 万平方米; 拥有 9 套热电联产发电机组, 其中 1 套 1.5 兆瓦、6 套 1.2 兆瓦、2 套 0.6 兆瓦汽轮发电机组, 总计装机容量 99 兆瓦。热水锅炉设备中有 9 台 116 兆瓦循环流化床热水锅炉, 4 台 70 兆瓦热水锅炉。太平供热共有 2 座锅炉房, 88 个换热站, 4 台 64MW 热水锅炉, 2 台循环流化床热水锅炉。锅炉总吨位 680 吨, 目前供热面积 893 万平方米。哈发热力共有 27 个换热站, 均处于城市中心, 可满足 237 万平方米的供热需求。物业供热集团共有 12 座锅炉房, 861 个换热站, 66 台热水锅炉, 3 台蒸汽锅炉。锅炉总吨位 6137.64 吨, 总供热能力 7450.85 万平方米; 拥有 2 套 12MW 热电联产发电机组, 总装机容量 24 兆瓦。热水锅炉设备中, 10 台 116MW 循环流化床锅炉, 2 台 168MW 循环流化床锅炉, 4 台 140 兆瓦热水锅炉, 2 台 116 兆瓦热水锅炉, 以及 48 台 100 兆瓦以下锅炉。

表 9 截至 2019 年 9 月底公司控股子公司供热情况 (单位: 万平方米、公里)

公司名称	供热面积	管网长度	供热区域	供热方式
哈投股份	3222.02	434.50	南岗开发区、阿城区	集中供热
太平供热	893.00	117.00	道外区、太平区	集中供热
哈发热力	201.00	30.25	南岗区哈工大校区周边	集中供热
物业供热集团	9886.22	1646.39	道里区、道外区、南岗区、平房区、香坊区、呼兰区	集中供热
合计	14202.24	2228.14	--	--

资料来源: 公司提供

原材料采购方面, 公司的主要燃煤供应企业为黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司, 采用现金方式结算。公司燃煤采购合同一般为

年初签订, 一年内交易价格按照合同价格执行, 因此, 市场煤炭价格指数变化短期内对燃煤采购价格影响不大。哈发热力自身无热源, 采用

向中国华电集团哈尔滨发电有限公司购热的方式提供供暖服务，购热合同于每年供热期前订立，合同价格 34.13 元/百万千焦，按月支付购热款。

收费标准方面，根据哈尔滨市政府于 2015 年发布的《关于调整城市供热价格的通知》（哈政发〔2015〕9 号），哈尔滨市（双城区除外）凡以煤炭为燃料、采用锅炉供热和热网供热的用户，其供热价格按使用面积计算；居民供热价格由 40.35 元/平方米下调至 38.32 元/平方米；非居民供热价格由 47.49 元/平方米下调至 43.30 元/平方米。公司于每年 9 月开始收取当年供热期的热费，至同年 12 月可完成约 90% 的热费收取，收取热费计入预收款项，按供热期天数分摊结转收入。

2019 年 1—9 月，受益于公司的供热面积及供热户数增长，公司确认供热业务收入 25.14 亿元，同比增长 152.16%。

（3）证券业务

受二级市场行情波动影响，江海证券所开展的证券经纪、自营投资等多项业务收入有所下降，信用交易业务增长明显，但公司根据自营业务投资标的公允价值变动大量计提资产减值准备，股票质押业务出现违约及涉诉风险事件，未来不排除进一步减值的可能，对江海证券盈利水平造成一定的不利影响。

公司证券业务主要由哈投股份全资子公司江海证券负责，江海证券是黑龙江省内唯一一家国有控股券商，主要开展经纪业务、投资银行业务、自营投资业务和资产管理业务。2018 年江海证券自营投资业务收入大幅下降，但信用交易业务收入的上涨支撑了证券业务收入的持续增长，江海证券营业收入同比增长 14.84% 至 15.55 亿元。

表 10 江海证券营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
经纪业务	3.99	29.48	3.83	24.63
投资银行业务	1.06	7.81	3.40	21.86
自营投资业务	4.03	29.75	0.32	2.06
资产管理业务	1.51	11.11	1.37	8.81
信用交易业务	2.78	20.48	6.47	41.61
其他业务	0.18	1.35	0.16	1.03
合计	13.54	100.00	15.55	100.00

资料来源：公司提供

经纪业务主要包括代理买卖证券及代销金融产品业务，收入来源于买卖证券手续费和其他收入、利息收入。随着市场竞争加剧以及互联网业态的发展，近年来江海证券综合佣金费率逐步下降至 5% 左右，同时，受到证券二级市场行情较大波动影响，2018 年经纪业务收入为 3.83 亿元，同比有所下降。目前，江海证券正在探索互联网创新服务渠道，推出网上交易平台、掌上营业厅、手机开户等服务，以求实现转型升级。

自营业务主要投向权益类及固定收益类产品，交易品种涵盖股票、债券、信托、理财

等，2018 年江海证券自营业务收入为 0.32 亿元，同比大幅下降 92.06%，主要系 2018 年江海证券为降低投资风险，缩减了自营投资规模，当年自营业务收入规模大幅下降。受股票市场行情震荡影响，2017—2018 年江海证券对可供出售金融资产分别计提资产减值损失为 1.09 亿元和 6.83 亿元。

资产管理业务方面，2018 年江海证券资产管理业务总规模为 2528.76 亿元。截至 2018 年底，存续产品数量 328 支，其中定向资产管理计划 314 支，集合资产管理计划 8 支，专项资产管理计划 6 支，涵盖主动及被动管理、权益

及固定收益等类型产品。

投资银行业务涉及证券保荐、承销、财务顾问等服务。2018年，江海证券在中国证券业协会公布的并购重组财务顾问主办人分类评价中由C类上升至A类；同期，江海证券辅导9家挂牌公司完成9次定向发行，辅导4家挂牌公司完成4次并购重组。2018年，江海证券各类债券承销共14支，承销金额164.7亿元；完成债券销售服务项目10支，销售金额44.72亿元。2018年，江海证券投资银行业务收入实现3.40亿元，同比增加2.34亿元，主要是得益于债券销售服务业务的带动。

信用交易业务包括融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购等，为证券业务收入结构改善起到积极作用。2018年，江海证券新增两融有效户871个，新增两融有效户负债规模10.38亿元，两融业务市场占有率为0.37%，为江海证券开展两融业务以来最高值，信用交易业务收入规模大幅提升至6.47亿元。近两年，江海证券股票质押业务陆续发生风险事件，主要是质押股票股价下跌、标的公司股份冻结等因素触发的违约及涉诉等，江海证券共计提10020.00万元的资产减值准备，主要体现在“买入返售金融资产”。

2018年江海证券买入返售金融资产股票质押回购业务出现的风险事件主要包括：①亿阳集团股份有限公司以其持有的1637万股亿阳信通（代码：600289.SH）股权为质押在江海证券融资1.23亿元，截至2018年底仍有1.20亿元尚未偿还，截至2019年9月底，公司对该笔业务单项计提重大资产减值准备6761.97万元；②2017年邱茂国将其持有的股票（天广中茂（002509.SZ））作为股票质押式回购交易的标的证券，向江海证券共融资3.80亿元。2018年6月30日，被质押股票天广中茂（002509.SZ）已低于成本，经测算2018年1-6月，公司计提资产减值准备4532.80万元，2018年7-9月公司补提资产减值准备3353.70万元，截至2019年9月底，该笔业务共计提资产减值准备

9978.08万元；③江海证券以自有资金对“江海浩瀚3号集合资产管理（四期）”和“江海浩瀚3号集合资产管理（五期）”投资合计2.53亿元，投向为股票质押回购业务，均为奥瑞德（600666.SH）的股权，资管产品到期未还款、未付息。截至2019年9月底，公司对该资管产品计提减值准备13487.88万元。2019年9月30日，公司买入返售金融资产余额共计565620.01万元，较2018年底下降19.27%，合计计提减值准备30227.93万元。

2020年1月11日，公司子公司哈投股份发布《关于全资子公司江海证券有限公司计提资产减值准备的公告》，哈投股份全资子公司江海证券对2019年12月31日存在减值迹象的资产（范围包括应收款项、融出资金、买入返售金融资产、商誉等）进行全面清查和资产减值测试后，2019年10-12月拟计提各项资产减值准备共计人民币31708.45万元，预计减少江海证券2019年10-12月合并报表归属母公司股东净利润人民币23781.34万元。以上资产减值数据未经审计，具有不确定性，联合资信将持续关注江海证券资产减值风险对公司盈利能力造成的不利影响。

2019年1-9月，受益于江海证券手续费佣金收入和证券利息收入的增长，公司确认证券业务收入13.26亿元，同比增长20.66%。

（4）电子制造业务

公司电子制造业务收入主要来自子公司惠州海格，惠州海格已于2019年划转出公司，未来不再纳入合并范围。

惠州海格于2008年5月全面投产，设立至今已拥有32条国际先进水平的SMT生产线。目前，惠州海格主要为惠州三星电子有限公司、龙旗电子（惠州）有限公司、东莞市欧珀精密电子有限公司等知名企业提供手机、手机周边配件等电子产品加工服务。2018年，惠州海格加强与小米通讯技术有限公司的合作，有望刺激惠州海格收入及利润的增长。

加工产品方面，惠州海格主要生产手机和

各类 PCBA 产品，拥有制造水平较为先进的进口 SMT 生产线，贴片产能超过 12 亿点/月，手机产能 516 万台/月，同时拥有 AI/DIP/波峰焊/组装等电子产品加工的工艺，具有贴片、插件、组装及综合配套的规模生产能力。2018 年，惠

州海格主要生产产品为手机、电子琴主板（雅马哈）、手机射频模块（威讯）、电视协调器（搜路研）及手机摄像头（高新），相关数据详见下表。

表 11 2018 年惠州海格主要产品产能及产量（单位：万台、%）

2018 年			
产品名称	设计产能	实际产量	产能利用率
手机	6533	4511	69.05
电子琴主板（雅马哈）	90	61	67.78
手机射频模块（威讯）	96424	72318	75.00
电视协调器（搜路研）	7425	5940	80.00
手机摄像头（高新）	3500	2615	74.71

资料来源：公司提供

盈利模式方面，惠州海格主要通过承接电子产品加工订单，利用专业生产线的 SMT 技术将各种电子零件按照订购方要求进行加工、测试、组装，并经过订购方驻厂的品检人员检测通过后，将成品交付给电子产品订购方赚取加工费。

上游采购方面，惠州海格加工使用的主要原材料由订购方提供，自主采购部分主要是向各类消费电子零件企业及印制电路板企业采购加工各类电子零件的辅助材料。2017—2018 年，公司前五大辅材供应商的采购金额分别为 2570.30 万元和 3130.08 万元；在总采购金额中占比分别为 40.81% 和 49.57%，集中度有所上升。

2017—2018 年，惠州海格前五大订购方的销售金额分别为 8.85 亿元和 7.93 亿元，在总销售额中的占比分别为 87.47% 和 86.39%，客户集中度较高。

惠州海格作为电子产品贴牌生产企业，属

于劳动密集型企业，人工工资是惠州海格生产成本主要构成。在上游采购方面，由于加工产品的主要原材料均由订购方提供，惠州海格只需自行采购标准化、可替换性较高的辅料，惠州海格对辅料供应商的依赖性较小，议价能力较强；在下游订购方面，惠州海格提供手机、手机周边配件等电子产品加工服务，销售市场目前主要为国内。惠州海格与上游供应商和下游订购方之间的结算主要以银行转账和银行承兑汇票为主。

2019 年 1—9 月，公司确认电子制造收入 6.28 亿元，同比下降 10.03%，主要系行业竞争加剧所致。

3. 在建项目

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目有 6 个，主要体现在“在建工程”，总投资额为 101.36 亿元，已投资 97.09 亿元，未来投资压力不大。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	建设期
1	江湾分区道路及附属设施配套二期工程	36.75	37.11	2006-2015
2	东北亚经贸科技合作区起步区道路及附属设施配套工程	16.12	16.31	2006-2015
3	滨西铁路升级改造工程	2.57	2.41	2015-2018
4	哈尔滨市中东城区集中供热整合工程	6.70	6.70	2017.04-2017.10

序号	项目名称	总投资	已投资	建设期
5	哈佳铁路沿线征地拆迁	25.96	26.45	2014.07-2018.06
6	哈牡铁路沿线征地拆迁	13.26	17.90	2014.12-2018.12
合计		101.36	106.88	--

资料来源：公司提供

注：以上项目的总投资额为概算总投资额，与实际投资额有偏差；此外，公司部分项目已完工但尚未竣工决算，因此列入上表；部分项目已投资额高于总投资额，主要是由于已投资额按照财务口径核算，含有利息资本化金额

4. 未来发展

目前，公司形成了以供热、证券等业务为主的多元化发展经营格局。未来公司将坚持“资产经营为基础，资本运作为盈利扩张手段”的经营模式，不断深化企业改革，完善法人功能，完成国有资产有效增值的目标。

供热业务方面，公司将继续坚持做大做强供热业务的战略目标，在现有的供热区域内，稳步扩大供热面积；同时在邻近及周边地区争取扩展供热区域范围，扩大供热规模；借助哈投股份上市公司平台的融资优势为扩大公司供热能力提供资金支持；供热能源结构不断优化，技术创新能力全面增强，资产运行质量和效益稳步提高，公司在哈尔滨供热市场的优势地位将继续得到保持和巩固。

证券业务方面，首先，公司将以市场化的经营理念和激励机制促进公司证券业务的发展，实施“通过人才引进推动公司业务发展，通过业务发展留住优秀人才”的人才战略，通过外部引进和内部培养，尽快解决人才问题，为公司各项业务的发展提供人力保障。此外，公司将继续以创新发展为核心，全面推进在投行、资管、自营、场外市场、经纪业务各业务条线的业务创新工作；坚持大投行、大资管、经纪业务向财富管理转型战略，积极拓展个股期权、沪港通、金融衍生品、做市商、柜台市场、量化投资等各创新业务领域的发展机会，不断创新业务模式，使得各项业务得以持续稳步增长。

总体看，公司将坚持以供热、证券为主业的发展策略，未来发展战略清晰，有利于促进公司的持续稳健发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年三季度财务报表未经审计。

截至2019年9月底，公司拥有纳入合并范围内的一级子公司21家。2018年，公司有2家子公司不再纳入合并范围，新纳入合并范围子公司1家，为物业供热集团。物业供热集团规模较大，对公司财务数据影响较大，本报告采用的2017年数据为2018年期初数。2019年1—9月，公司合并范围新增1家一级子公司，无偿划转出4家一级子公司，纳入合并范围一级子公司共计21家。

截至2018年底，公司资产总额843.18亿元，所有者权益324.14亿元（含少数股东权益92.49亿元）；2018年，公司实现营业总收入71.87亿元，利润总额-11.48亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额852.66亿元，所有者权益332.81亿元（含少数股东权益96.38亿元）；2019年1—9月，公司实现营业总收入47.99亿元，利润总额0.12亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所上升，资产

中货币资金、金融资产、固定资产、在建工程和长期股权投资占比较高。公司资产流动性较强，但公司金融类资产受证券市场行情影响较大。

2018年底，公司资产总额为843.18亿元，较2017年底下降1.97%，其中流动资产占52.23%，非流动资产占47.77%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	428.55	49.83	440.37	52.23	477.72	56.03
货币资金	90.65	10.54	122.06	14.48	106.17	12.45
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	92.73	10.78	97.93	11.61	0.08	0.01
融出资金	28.33	3.29	28.79	3.41	47.52	5.57
其他应收款	57.82	6.72	59.06	7.00	55.86	6.55
买入返售金融资产	104.72	12.18	70.06	8.31	56.56	6.63
存货	12.28	1.43	12.38	1.47	9.23	1.08
交易性金融资产	0.00	--	0.00	--	144.58	16.96
非流动资产	431.53	50.17	402.81	47.77	374.94	43.97
可供出售金融资产	125.16	14.55	89.14	10.57	6.72	0.79
固定资产	140.39	16.32	142.09	16.85	129.54	15.19
在建工程	98.20	11.42	103.00	12.22	137.65	16.14
长期股权投资	45.06	5.24	47.91	5.68	49.44	5.80
资产总额	860.08	100.00	843.18	100.00	852.66	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表，联合资信整理

流动资产

2018年底，公司流动资产为440.37亿元，较2017年底增长2.76%；公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、融出资金、其他应收款和买入返售金融资产构成。

2018年底，公司货币资金122.06亿元，较2017年底增长34.65%，主要系公司收到财政拨款入国际航空枢纽项目资金所致。公司货币资金主要由银行存款（占95.13%）构成；受限货币资金4.89亿元，受限比例为4.01%，主要为银行承兑汇票保证金（4.48亿元）。截至2018年底，公司自有货币资金（货币资金-客户存款）余额为90.31亿元，较2017年底增长77.57%。

2018年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产97.93亿元，较2017年底增长5.60%，主要由债务工具投资（占91.66%）和权益工具投资（占7.86%）构成。

2018年底，公司融出资金28.79亿元，主

要为江海证券融资融券业务资金，较2017年底增长1.61%，公司融出资金计提减值准备0.06亿元，融出资金对手方主要为个人（占87.66%）和机构（占12.34%）。

2018年底，公司其他应收款59.06亿元，较2017年底增长2.14%。公司其他应收款账龄1年以内的占18.53%，1-2年的占4.23%，2-3年的占14.04%，3年以上的占63.20%，账龄整体较长，累计计提坏账准备3.10亿元，计提比例为5.31%。公司其他应收款主要包括项目款、往来借款及资金拆借，前五大欠款单位合计占其他应收款总额的68.96%，集中度较高。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

2018年底，公司买入返售金融资产70.06亿元，较2017年底下降33.09%，主要系江海证券股票质押式回购业务减少所致。

非流动资产

2018年底，公司非流动资产402.81亿元，

较2017年底下降6.66%，主要系可供出售金融资产规模下降所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

2018年底，公司可供出售金融资产89.14亿元，较2017年底下降28.78%，主要系江海证券可供出售权益工具规模下降所致。公司可供出售权益工具中按公允价值计量的占89.67%，按成本计量的占10.33%；计提减值准备7.99亿元，计提比例为8.23%。

2018年底，公司长期应收款2.75亿元，较2017年底下降67.09%，主要原因系归还国开行转贷款所致。公司长期应收款主要为承接的国家开发银行政府信用转贷款。

2019年9月底，公司资产总额852.66亿元，较上年底增长1.12%；公司流动资产为477.72亿元，较上年底增长8.48%；其中货币资金106.17亿元，较上年底减少13.02%，主要系本期支付航空枢纽项目资金所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为0.08亿元，较上年底下降99.92%，主要系因江海证券执行新金融工具准则调整至交易性金融资产所致；应收账款6.23亿元，较上年底减少3.39%，主要系江海证券应收证券清算款减少所致；融出资金47.52亿元，较上年底增长65.07%，主要系江海证券融资融券业务量增加所致；买入返售金融资产56.56亿元，较上年底下降19.27%，主要系江海证券股票质押式回购业务及债券回购业务融出的资金减少所致；存货9.23亿元，较上年底下降25.44%，主要系供暖期即将结束，公司原材料中煤炭储备量减少所致；其他流动资产7.29亿元，较上年底增长35.48%，主要系购买银行理财产品增加所致。公司非流动资产374.94亿元，较上年底下降6.92%；其中可供出售金融资产6.72亿元，较上年底下降92.46%，主要系江海证券执行新金融工具准则，相关资产调整至交易性金融资产、其他债权投资和其他权益工具投资科目所致；固定资产129.54亿元，较上年底下降8.83%，系正常折旧以及处置

子公司所致；在建工程137.65亿元，较上年底增长33.64%，主要系国际航空枢纽项目投入增加所致。

截至2019年9月底，公司受限资产合计3.50亿元，占总资产的0.41%，受限比例较低。受限资产主要为货币资金、机器设备、房屋及建筑物、房产及土地和锅炉及供热管网。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要由实收资本和资本公积构成。公司负债以流动负债为主，跟踪期内，公司有息债务总规模有所上升，短期偿债压力加大，2020年面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

2018年底，公司所有者权益324.14亿元，较2017年底增长10.94%，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益构成主要以实收资本（占15.43%）、资本公积（65.04%）和少数股东权益（占28.53%）为主。

2018年底，公司资本公积210.81亿元，较2017年底增长25.64%，主要系航空枢纽项目拨款所致。资本公积主要由哈尔滨市财政局拨付的铁路建设资金包括哈牡客运专线、哈佳客运专线等项目的资金转入形成。

2018年底，公司未分配利润-37.49亿元，亏损较2017年底增长40.46%，主要系物业供热集团持续亏损所致。跟踪期内，公司少数股东权益变化较小，2018年底为92.49亿元。

2019年9月底，公司所有者权益为332.81亿元，较上年底增长2.68%，变动不大；所有者权益构成主要以实收资本（占15.02%）、资本公积（65.96%）和少数股东权益（占28.96%）为主。

负债

2018年底，公司负债总额519.04亿元，较2017年底下降8.60%，主要系卖出回购金融资产款和一年内到期的非流动负债减少所致。从负债结构看，2018年底，公司流动负债和非流动

负债分别占比61.27%和38.73%，负债结构以流动负债为主。

2018年底，公司流动负债318.02亿元，较2017年底下降14.86%，主要系卖出回购金融资产款、代理买卖证券款及一年内到期的非流动负债大幅下降所致；2018年底，公司流动负债构成主要以短期借款（16.68%）、应付票据及应付账款（11.24%）、卖出回购金融资产款（占25.01%）、代理买卖证券（占14.29%）、一年内到期的非流动负债（8.47%）和其他流动负债（占8.34%）为主。

2018年底，公司短期借款53.05亿元，较2017年底增长25.09%，主要系保证借款增加所致；公司短期借款主要为保证借款（占52.80%）和信用借款（占34.85%）。

2018年底，公司应付票据及应付账款35.75亿元，较2017年底增长31.81%，主要系物业供热集团及惠州海格票据结算增加所致。

2018年底，公司卖出回购金融资产款79.54亿元，较2017年底下降36.55%，主要系江海证券债券标的业务减少和两融收益权转让业务减少所致。

代理买卖证券款来自江海证券的代理客户证券交易，其在收到代理客户买卖证券款的同时确认为负债，并在交易过程中进行清算。2018年底，公司代理买卖证券款45.45亿元，较2017年底下降12.28%，主要系2018年二级市场行

不佳，导致代理买卖证券款减少所致。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债26.96亿元，较2017年底下降53.76%，主要系应付债券到期归还所致。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期应付款（11.50亿元）、一年内到期的应付债券（8.12亿元）和一年内到期的长期借款（4.35亿元）构成。

2018年底，公司其他流动负债26.53亿元，较2017年底增长10.17%，主要系公司应付短期融资款（收益凭证）增加所致。

2018年底，公司非流动负债201.02亿元，较2017年底增长3.42%，主要系长期借款增长所致。2018年底，公司非流动负债主要由长期借款（占14.78%）、应付债券（占27.76%）、长期应付款（占47.04%）和递延收益（占8.67%）构成。

2018年底，公司长期借款29.72亿元，较2017年底增长31.91%，主要系公司扩大融资规模所致。

2018年底，公司应付债券55.80亿元，较2017年底增长19.92%，主要系江海证券发行“18江海债”所致。应付债券集中于2020年到期（55亿元），存在一定集中偿付压力。

表 14 截至 2019 年 11 月底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	面值	发行年月	期限	到期年月	本金余额
15 哈投 02	8.00	2015.12	5 年	2020.12	8.00
17 江海 G1	10.00	2017.09	3 年	2020.09	10.00
17 江海 G2	20.00	2017.10	3 年	2020.10	20.00
18 江海债	10.00	2018.05	3 年	2021.05	10.00
18 哈尔滨投 MTN001	7.00	2018.12	3 年	2021.12	7.00
19 哈尔滨投 CP001	4.00	2019.03	1 年	2020.03	4.00
19 哈尔滨投 MTN001	7.00	2019.04	3 年	2022.04	7.00
19 哈尔滨投 MTN002	5.00	2019.07	3 年	2022.07	5.00
19 哈尔滨投 CP002	5.00	2019.08	1 年	2020.08	5.00
19 哈尔滨投 CP003	8.00	2019.11	1 年	2020.11	8.00
合计	84.00	--	--	--	84.00

资料来源：公司审计报告，Wind

2018年底，公司长期应付款94.56亿元，较2017年底下降13.82%，主要系公司偿还黑龙江龙兴国际资源开发集团有限公司9.13亿元所致，本报告已将该科目中有息部分计入长期债务核算。

2018年底，公司递延收益17.42亿元，较2017年底增长65.01%，主要系将2017年收到的中东部地区小锅炉改造补贴资金转入递延收益和收到小锅炉并网补贴增加所致。

有息债务方面，2018年底，公司全部债务353.49亿元，较2017年底下降10.71%，主要由于部分债务到期偿还及江海证券债券标的业务减少、两融收益权转让业务减少所致。2018年底，公司短期债务占56.94%，长期债务占43.06%，债务结构有待改善。

表15 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年9月
短期债务	254.76	201.26	226.69
长期债务	141.14	152.23	131.03
全部债务	395.90	353.49	357.72
长期债务资本化比率	32.57	31.96	28.25
全部债务资本化比率	57.54	52.17	51.80
资产负债率	66.03	61.56	60.97

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从债务指标看，2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.56%、52.17%和31.96%，较上年底分别下降4.47个、5.37个和0.61个百分点。

2019年9月底，公司负债规模519.85亿元，较上年底增长0.16%，变动不大，公司负债结构仍以流动负债为主。2019年9月底，公司流动负债345.30亿元，较上年底增长8.58%；其中预收款项3.87亿元，较上年底下降79.10%，主要系预收的取暖费结转收入所致；其他应付款23.12亿元，较上年底增长5.71%，主要系新增哈尔滨市工业信息化委员会应急煤借款2.6亿元所致；代理买卖证券66.61亿元，较上年底增长46.56%，主要系随着股票市场转暖，江海证券客户资金

增加所致。2019年9月底，公司非流动负债174.55亿元，较2018年底下降13.17%；其中应付债券68.23亿元，较2018年底增长22.27%；长期应付款52.68亿元，较2018年底下降44.29%，主要系公司次级债从2018年的长期应付科目重分类到2019年的一年内到期的非流动负债科目所致。

2019年9月底，公司全部债务357.72亿元，较上年底增长1.20%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.97%、51.80%和28.25%，较上年底分别下降0.59个、0.37个和3.71个百分点。

有息债务到期分布方面，公司将于2020年、2021年和2022年到期的债务规模分别为100.90亿元、39.35亿元和11.42亿元，2020年集中偿付压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增加，但供热板块持续亏损对公司利润带来较大负面影响，公司利润总额对公允价值变动和投资收益的依赖性较高；资产减值损失对利润总额有较大侵蚀，公司的期间费用控制能力有待提升，公司整体盈利能力很弱。

2018年，公司营业总收入71.87亿元，同比下降2.21%，公司营业成本56.57亿元，同比下降1.07%，公司营业利润率为20.27%同比下降1.00个百分点。

表16 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业总收入	73.50	71.87
其中：营业收入	59.88	56.32
营业成本	57.18	56.57
管理费用	14.56	15.39
投资收益	14.29	14.96
利润总额	-0.05	-11.48
营业利润率	21.27	20.27
总资产收益率	-0.21	-1.72
净资产收益率	-0.50	-3.60

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年，公司期间费用为22.04亿元，以管理费用和财务费用为主。2018年，公司管理费用15.39亿元，同比增长5.67%，主要系公司人力成本增加、薪酬福利提高所致；公司财务费用6.16亿元，同比增长6.80%，主要系公司利息收入下降所致。2018年，期间费用占营业收入的比重为30.67%，期间费用控制能力有待提升。

2018年公司资产减值损失为7.90亿元，同比增长221.47%，主要系江海证券可供出售金融资产减值损失增加所致。公司资产减值损失规模较大，对营业利润形成较大侵蚀。

2018年，公司获得投资收益14.96亿元，同比增加4.69%，投资收益主要来自中融信托权益法下确认的投资收益（4.45亿元）、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益（4.23亿元）和可供出售金融资产在持有期间的投资收益（4.82亿元）。投资收益对公司利润总额的贡献大，未来仍需关注相关金融资产投资收益的可持续性。

2018年，公司获得财政补贴收入7.22亿元，公司利润总额为-11.48亿元，财政补贴对公司利润影响较大。

从盈利指标看，2018年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为20.27%、-1.72%和-3.60%，同比分别下降1.00个、1.51个和3.10个百分点，主要系物业供热集团持续亏损，纳入合并范围后，公司各盈利指标不断恶化。

2019年1—9月，公司实现营业总收入47.99亿元，同比增长65.65%，主要系供热业务及证券业务收入增长所致；公司利润总额0.12亿元，扭转了2018年大幅亏损的态势，主要系2019年1—9月金融市场行情有所好转，江海证券自营业务投资标的价格上涨，公允价值变动收益由负转正，大幅增加至5.76亿元所致。2019年1—9月，公司营业利润率为28.01%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司的收入实现质量一般，江

海证券金融资产投资支出规模较大，投资活动现金流呈现持续净流出状态；公司经营及投资所需资金主要依赖外部融资。

经营活动方面，公司经营活动现金流入以经营业务收款和往来款流入为主。2018年，公司经营活动现金流入141.44亿元，同比增长1.05%，其中收到其他与经营活动有关的现金为55.40亿元，主要为往来款项；公司现金收入比为85.01%，同比增加1.25个百分点，收入实现质量一般。公司经营活动现金流出主要为工程项目投入、经营成本及往来款等；2018年，公司经营活动现金流出113.10亿元，同比下降50.83%，主要为2017年支付其他与经营活动有关的现金158.37亿元，规模较大，主要系江海证券金融资产投资成本较上年增长所致。2018年，公司经营活动现金净额为28.34亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年
经营活动现金流入量	139.97	141.44
经营活动现金流出量	230.02	113.10
经营活动净现金流	-90.04	28.34
投资活动净现金流	-31.25	-15.35
筹资活动净现金流	87.57	11.45
现金收入比	83.76	85.01

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入23.10亿元，同比增加171.03%，投资活动流入规模较大主要系哈投创投国债逆回购业务收到的现金规模大幅增长所致。2018年，公司投资活动现金流出为38.45亿元，同比下降3.34%，2017和2018年流出规模均较大，主要系2017年—2018年公司铁路建设等项目大多处于投入期，投资活动现金支出规模较大所致。2018年，公司投资活动现金净额为-15.35亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入212.63亿元，同比下降25.06%，主要为通过借款和发行债券筹集的资金。公司筹资活动现金流出201.17亿元，同比增长2.56%，主要系近年来偿还债务支付的现金规模较大所致。2018年，公司筹资活动现金流量净额为

11.45 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额 17.85 亿元；投资活动现金流量净额-37.38 亿元；筹资活动现金流量净额 8.02 亿元。

6. 偿债能力

公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力，长期偿债能力指标较弱；公司的直接和间接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为138.47%和134.58%，较2017年底分别上升23.74个和23.13个百分点。2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别为138.35%和135.68%，与2018年底基本持平。2018年，经营现金流动负债比为8.91%，经营性现金净流量对流动负债保障能力弱。截至2019年9月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为0.47倍，对短期债务的覆盖能力一般。公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA下降为4.43亿元；全部债务/EBITDA上升至79.86倍；EBITDA利息倍数下降为0.61倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年9月底，公司共获得金融机构授信482.47亿元，未使用额度345.06亿元，公司间接融资渠道畅通；另外公司子公司哈投股份为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2019年9月底，公司对关联方担保余额5.05亿元，担保比率为1.52%，被担保公司为黑龙江金信融资租赁有限公司，该公司主要从事融资租赁业务、租赁交易咨询与担保等业务。该公司生产经营正常，但受其业务性质影响，公司存在一定或有负债风险。

表 18 截至 2019 年 9 月底公司对关联方担保情况
(单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保期限
黑龙江金信融资租赁有限公司	50500.00	2017/12/22-2020/12/21

资料来源：公司提供

6. 母公司财务分析

公司的主要收入来自于子公司，母公司收入规模较小，盈利能力很弱，债务负担轻。

截至 2018 年底，母公司资产总额为 303.82 亿元，较 2017 年底增长 17.23%。其中，流动资产为 153.70 亿元，非流动资产为 150.12 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资和在建工程构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 223.62 亿元，较 2017 年底增长 29.16%。其中，实收资本占 22.36%，资本公积占 64.48%，未分配利润占 10.88%。所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，母公司负债总额 80.21 亿元，较 2017 年底下降 6.75%。其中，流动负债 32.68 亿元（占 40.74%），非流动负债 47.53 亿元（占 59.26%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司 2018 年资产负债率为 26.40%，较 2017 年底下降 6.79 个百分点。

2018 年，母公司营业收入为 0.80 亿元；母公司净利润为 3.75 亿元，同比下降 35.23%。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 323.34 亿元，所有者权益 234.73 亿元；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 0.80 亿元，利润总额 1.03 亿元。

十、存续短期融资券偿还能力分析

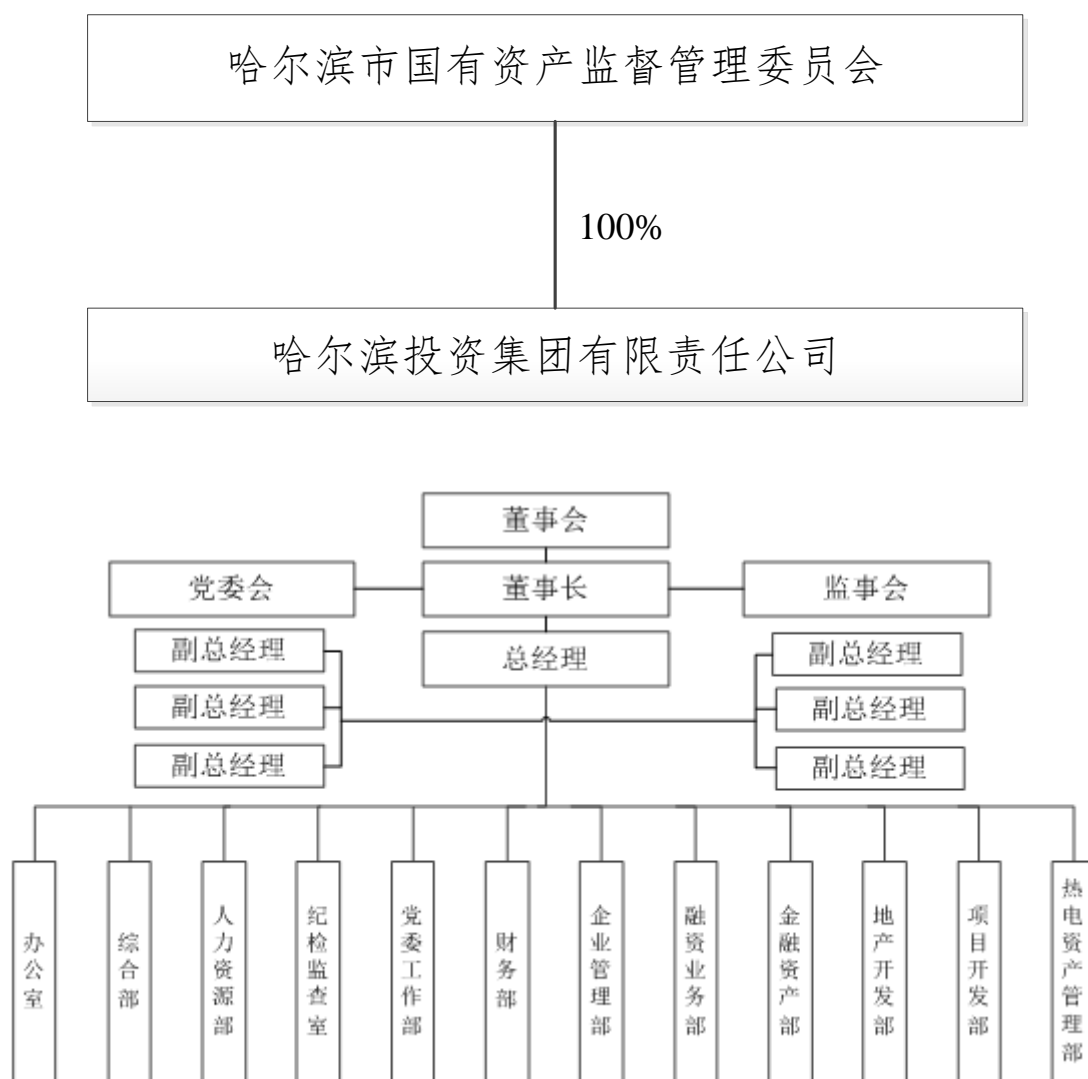
截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续短期融资券包括“19哈尔滨投CP002”和“19哈尔滨投CP003”，余额合计13.00亿元；2018年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿还的短期融资券余额合计的覆盖倍数分别为0.34倍、8.70倍和2.18倍，经营活动现金流入量对待偿还短期融资券的覆盖程度较好；2019年9月底，公司现金类资产对待偿还短期融资券余额合计的覆盖倍数为

8.20倍；考虑公司地位及哈尔滨市政府对公司的支持，上述存续短期融资券到期偿付本息的安全性很高。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，“19哈尔滨投CP002”和“19哈尔滨投CP003”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
		直接	间接	
哈尔滨哈投投资股份有限公司	供热	36.96		投资设立
哈尔滨能源投资有限责任公司	投资	60.00		投资设立
哈尔滨市哈发热力有限责任公司	供热	51.00		投资设立
哈尔滨哈投华鸿建设开发有限公司	基础设施建设	52.00		投资设立
哈尔滨投资集团民生投资有限公司	房地产开发	100.00		投资设立
哈尔滨滨西铁路有限公司	铁路	40.20		投资设立
哈尔滨哈投城乡建设投资有限公司	铁路	45.45		投资设立
哈尔滨哈投投资担保有限公司	金融	100.00		投资设立
哈尔滨市养禽场	养殖	100.00		投资设立
哈尔滨哈投房地产开发有限公司	房地产	100.00		投资设立
哈尔滨汽车交易市场有限公司	汽车	100.00		投资设立
哈尔滨哈投创业投资有限公司	创业投资	100.00		投资设立
哈尔滨市哈投小额贷款有限责任公司	金融	100.00		投资设立
哈尔滨华尔化工有限公司	化工	100.00		非同一控制下企业合并
哈尔滨哈投智慧城市投资有限公司	投资管理服务	100.00		投资设立
黑龙江省中能控制工程股份有限公司	通用设备制造业	37.88		非同一控制下企业合并
哈尔滨哈投现代农业科技开发有限公司	农业	80.00		投资设立
哈尔滨哈投城市热电有限公司	热电	54.42	45.58	投资设立
哈尔滨哈投供电有限公司	电力	46.00		投资设立
哈尔滨物业供热集团有限责任公司	供热、物业、房产经营	100.00		同一控制下企业合并
哈尔滨正业热电有限责任公司	电力	100.00		投资设立

资料来源：公司提供

附件3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
财务数据				
现金类资产(亿元)	97.68	183.65	220.31	106.63
资产总额(亿元)	570.72	860.08	843.18	852.66
所有者权益(亿元)	274.16	292.18	324.14	332.81
短期债务(亿元)	82.86	254.76	201.26	226.69
长期债务(亿元)	85.45	141.14	152.23	131.03
全部债务(亿元)	168.31	395.90	353.49	357.72
营业总收入(亿元)	39.46	73.50	71.87	47.99
利润总额(亿元)	11.39	-0.05	-11.48	0.12
EBITDA(亿元)	17.81	15.59	4.43	--
经营性净现金流(亿元)	-88.01	-90.04	28.34	17.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.28	6.29	5.99	--
存货周转次数(次)	2.67	5.59	4.59	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.10	0.08	--
现金收入比(%)	70.74	83.76	85.01	69.43
营业利润率(%)	41.49	21.27	20.27	28.01
总资本收益率(%)	2.16	-0.21	-1.72	--
净资产收益率(%)	3.49	-0.50	-3.60	--
长期债务资本化比率(%)	23.76	32.57	31.96	28.25
全部债务资本化比率(%)	38.04	57.54	52.17	51.80
资产负债率(%)	51.96	66.03	61.56	60.97
流动比率(%)	158.32	114.73	138.47	138.35
速动比率(%)	153.75	111.44	134.58	135.68
经营现金流动负债比(%)	-49.06	-24.11	8.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	2.19	0.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.45	25.39	79.86	--
现金短期债务比(倍)	1.18	0.72	1.09	0.47

注：1.其他流动负债中(超)短期融资券计入短期债务，长期应付款中有息部分计入长期债务；2.2019年三季度未经审计；3.2017年数据采用2018年期初数

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.21	6.36	8.49	3.87
资产总额(亿元)	257.98	259.16	303.82	323.34
所有者权益(亿元)	151.86	173.14	223.62	234.73
短期债务(亿元)	21.11	20.74	21.58	15.43
长期债务(亿元)	48.18	26.47	28.88	41.58
全部债务(亿元)	69.29	47.22	50.46	57.01
营业收入(亿元)	0.53	0.52	0.80	0.80
利润总额(亿元)	5.15	5.79	3.75	1.03
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.58	0.97	-10.63	-5.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.12	4.69	2.21	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	102.67	99.49	51.94	50.73
营业利润率(%)	83.70	83.59	87.62	92.66
总资本收益率(%)	2.33	2.63	1.37	--
净资产收益率(%)	3.39	3.34	1.68	--
长期债务资本化比率(%)	24.09	13.26	11.44	15.05
全部债务资本化比率(%)	31.33	21.43	18.41	19.54
资产负债率(%)	41.13	33.19	26.40	27.40
流动比率(%)	317.47	330.13	470.37	613.42
速动比率(%)	317.47	330.13	470.37	613.42
经营现金流动负债比(%)	8.23	3.04	-32.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1. 2017 年数据采用 2018 年期初数；2. 将其他流动负债中有息部分计入短期债务；3. 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 卖出回购金融资产款 + 应付短期融资款 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 6-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变