

信用等级公告

联合〔2019〕1406号

联合资信评估有限公司通过对鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日



鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁻

上次主体长期信用等级: AA⁻

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方 级别	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 鹤岗城投债 /17 鹤岗债	4.00 亿元	2024/12/18	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 6 月 18 日

财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	11.84	11.62	4.26
资产总额(亿元)	49.23	70.45	70.55
所有者权益(亿元)	22.32	24.13	24.91
短期债务(亿元)	0.20	1.57	1.33
长期债务(亿元)	1.64	5.21	4.52
全部债务(亿元)	1.84	6.78	5.84
营业收入(亿元)	4.62	4.54	4.47
利润总额(亿元)	1.85	1.48	1.15
EBITDA(亿元)	2.16	2.02	2.30
经营性净现金流(亿元)	8.37	-7.62	-4.75
应收类款项/资产总额(%)	4.97	19.34	22.24
营业利润率(%)	14.89	13.39	11.94
净资产收益率(%)	7.64	5.99	4.60
资产负债率(%)	53.92	65.75	64.69
全部债务资本化比率(%)	7.50	21.94	19.00
流动比率(%)	369.13	213.34	176.64
经营现金流负债比(%)	82.94	-27.95	-14.38
全部债务/EBITDA(倍)	0.85	3.36	2.54

分析师: 兰 迪 楚方媛

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

评级观点

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司(以下简称“公司”)是鹤岗市基础设施建设的重要主体。跟踪期内,公司在财政补贴和债券置换方面持续获得有力的外部支持,公司现金类资产较为充裕,短期偿付压力较小。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产质量一般、代建业务持续性存在不确定性、盈利能力弱且募投项目建设进度滞后等因素给公司信用水平带来的不利影响。公司在建、拟建项目建设资金主要来源于财政资金或通过财政补贴形式返还,公司整体发展稳定。

“17鹤岗城投债/17鹤岗债”设置了分期偿还本金安排,同时黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司(以下简称“鑫正担保”)为“17鹤岗城投债/17鹤岗债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,鑫正担保主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,担保实力很强,有效提升了“17鹤岗城投债/17鹤岗债”本息偿还的安全性。

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⁻,并维持“17鹤岗城投债/17鹤岗债”的信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,公司作为鹤岗市基础设施建设的重要主体,在财政补贴和债务置换方面持续获得有力的外部支持。
2. 公司短期债务规模较小,现金类资产较为充裕,短期偿付压力较小。
3. 鑫正担保为“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提高了“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司应收往来款规模大，资产流动性弱，资产质量一般。
2. 跟踪期内，企业未提供募集资金使用情况。
“17鹤岗城投债/17鹤岗债”募投项目未按计划开工，建设进度晚于预期，将对债券存续期内收入的可实现性产生不利影响。
3. 公司代建项目接近尾声，未来代建业务和自营性业务发展存在一定不确定。
4. 公司利润总额对财政补贴依赖程度高，盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司（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。

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。

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司跟踪评级报告

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”）关于鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）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，公司股东和实际控制人未发生变化，均为鹤岗市国有资产管理局（以下简称“鹤岗市国资局”）。截至 2018 年底，公司注册资本 9005.00 万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司 5 家。公司本部内设投资管理部、融资部等 5 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 70.55 亿元，所有者权益 24.91 亿元；2018 年，公司实现营业收入 4.47 亿元，利润总额 1.15 亿元。

企业住所：黑龙江省鹤岗市工农区电信路 19 号；跟踪期内，公司法定代表人变更为魏绪滨。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”尚未开始还本，尚需偿还债券本金 4.00 亿元。“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”募集资金中 1.60 亿元已用于补充公司流动资金，其余募集资金尚未使用，主要系鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目建设（以下简称“通达铁路项目”或“募投项目”）受关联线路调整影响，建设处于停滞状态。

募投项目原计划于 2017 年开工建设，2018 年完工运营。建设初衷是为了方便园区企业货

物运输，远期待鹤佳铁路扩能改造完成后接入，以减少企业运输成本及货损率。但在项目建设前期，与募投项目关联的鹤佳铁路项目建设出现调整，关联铁路变更为城际快速铁路（客运专线），从而使募投项目铁路专用线无法接入关联线路鹤佳铁路线路。根据鹤岗市经开区管理委员会决定，要求对募投项目建设方案进行调整，目前处于可研调整阶段，项目建设进度处于停滞状态，企业未提供募集资金使用情况。募投项目建设进度晚于预期，将对“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”存续期内可实现的项目收入产生不利影响。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 鹤岗城投债/17 鹤岗债	4.00	4.00	2017/12/18	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 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企业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2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

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	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，并应在相

	有关问题的通知》财金〔2018〕23号	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会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	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：联合资信整理

3. 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企业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年下半年来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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

间。

4. 区域经济

公司是鹤岗市基础设施建设主体，主要承担城市基础设施及市政公用事业项目的建设与管理运营。鹤岗市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，鹤岗市经济小幅增长，但整体经济体量仍然较小，公司外部经营环境一般。

截至2019年5月底，鹤岗市政府网站尚未披露《2018年鹤岗市国民经济和社会发展统计公报》。根据鹤岗市统计局提供数据，鹤岗市2018年GDP为289.60亿元，同比小幅增长（2017年鹤岗GDP为282.9亿元）；三次产业比由2017年的32.8:31:36.2调整为30.00:32.57:37.43。鹤岗市整体经济体量仍然较小。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变

化，实际控制人仍为鹤岗市国资局。

2. 人员素质

为满足公职人员不得在企业任职的政策要求。跟踪期内，公司法定代表人、董事长兼总经理变更为魏绪滨。

魏绪滨，1966年生，大专学历，曾任职鹤岗市粮食建筑公司工程师、鹤岗市旭祥集团项目经理；2018年8月至今任公司董事长兼总经理。

截至2018年底，公司无政府公职人员任职情况。公司高管人员变动未对公司日常经营活动产生重大影响。

3. 外部支持

跟踪期内，鹤岗市财政收入有所增长，财政收入对上级转移支付依赖较大。公司在财政补贴和债务置换方面持续获得外部支持。

根据鹤岗市财政局提供的《鹤岗市2018年政府综合财力表》，2018年鹤岗市地方一般公共预算收入25.24亿元，同比增长9.1%，税收收入占比65.25%，收入质量尚可；政府性基金收入1.79亿元，其中，国有土地使用权出让收入1.0亿元，同比大幅下降；上级补助收入83.40亿元，规模较大。同期，鹤岗市一般公共预算支出115.66亿元，同比增长4%。财政自给率为21.82%，财政自给能力弱。截至2018年底，鹤岗市政府债务余额68.89亿元，较上年底增长39.85%，政府债务率为62.69%。

跟踪期内，公司作为鹤岗市城市基础设施建设主体的职能定位未发生变化，仍负责鹤岗市基础设施项目的建设。

财政补贴

跟踪期内，公司收到政府补贴规模同比保持稳定。2018年，根据关于财政补贴的通知（鹤财函〔2018〕51号）公司收到鹤岗市财政局拨付的补助1.68亿元，作为对公司实施保障性住房建设及市政基础设施建设的财政补贴，计入“其他收益”科目。

债务置换

跟踪期内，黑龙江省财政厅通过发行政府置换债务置换公司银行贷款0.71亿元，置换资金在“专项应付款”科目体现；本次置换为债权关系置换，无实际现金流入。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良债务履约情况；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1023040300064210S），截至2019年6月10日，公司存在3笔已结清的不良信贷记录和2笔已结清关注类贷款记录。根据中国银行股份有限公司鹤岗分行提供的《关于鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司“环路”项目贷款的情况说明》，主要系公司于2002年向中国银行借贷的3笔环路项目建设贷款于2005年末发生贷款期限重组，根据中国银行贷款五级分类的规定，期限重组期间贷款计入不良类，上述3笔贷款期限重组后合并成1笔，贷款到期日由2012年4月延长至2020年6月，同时中国银行将该笔贷款计入关注类，因此公司增加1笔未结清的关注类信贷记录，截至2019年5月底，公司该笔关注类贷款已结清。公司另有1笔关注类欠息记录，根据上述中国银行出具的说明，主要是由于公司资金划转手续的原因，导致公司应于2015年3月21日偿还的贷款利息延迟数日到账所致，整体看公司过往债务履约情况一般。

截至2019年5月29日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化；公司法定代表人、董事长兼总经理变更为魏绪滨；同时，公司董事会、监事会成员作出相应变动。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的鹤岗市城市保障房、廉租房等代建项目接近尾声；营业收入同比略有下降；垃圾处理业务收入小幅增加；受垃圾处理业务公益性强因素影响，公司毛利率有所下降。

2018年，公司实现营业收入4.47亿元，较上年（4.54亿元）略有下降，主要系工程代建收入下降所致。公司营业收入主要为工程代建

收入，占营业收入的97.13%。跟踪期内，垃圾处理收入规模小幅增加，但规模仍很小，2018年为0.13亿元。

毛利率方面，2018年，公司工程代建业务毛利率较2017年保持稳定，仍为13.04%。由于垃圾处理厂业务公益性强，随着垃圾处理业务的持续运营，亏损增加，公司垃圾处理业务毛利率大幅下降。2018年垃圾处理业务毛利率为-25.42%，受此影响，公司综合毛利率为11.86%，较上年小幅下降。

表3 2017~2018年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	4.44	97.81	13.04	4.34	97.13	13.04
垃圾处理收入	0.10	2.19	28.64	0.13	2.87	-25.42
合计	4.54	100.00	13.39	4.47	100.00	11.86

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司代建收入仍全部来源于保障性住房建设项目，代建业务模式与盈利水平未发生变化，在建棚改项目接近尾声，剩余基建投资主要由财政拨款建设，公司未来融资压力小。公司该板块无拟建项目，未来公司代建业务持续性存在不确定性。

公司本部受鹤岗市人民政府委托代建基础设施建设项目，主要是棚改项目和基础设施建设，市财政局每年按照经决算确定的实际投入成本加委托建设服务费（实际投入金额的15%）支付工程款，公司据此确认收入。

2018年，公司代建项目实现收入4.34亿元，主要系夕阳家园、崎峰小区项目确认收入；回款冲减专项应付款中财政之前年度拨款。跟踪期内，代建项目毛利率保持不变，仍为13.04%。

截至2018年底，公司主要代建棚改项目剩余投资1.30亿元，在建代建棚改项目接近尾声。受新出台的棚改专项债政策影响，未来该区域

棚改项目将统一通过棚改专项债资金建设，拟建棚改项目尚不确定。

表4 截至2018年底公司主要在建的保障房项目情况
（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	剩余投资
黄金小区	40899.23	40244.16	655.07
鹤岗市公职小区	31945.53	27462.98	4482.55
惠民小区	26189.58	22624.01	3565.57
利民小区	25166.3	23266.77	1899.53
北国明珠	24590.7	23507.07	1083.63
麓南新居	20241.76	19388.32	853.44
远达嘉苑	17459.72	16974.99	484.73
合计	186492.82	173468.30	13024.52

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建基础设施项目主要系宝泉机场工程，总投资11.01亿元，已投资0.09亿元，资金全部来源于财政专项资金。2018年，公司收到机场工程专项资金720万元，

在“收到其他与筹资活动有关的现金”科目反映，截至 2018 年底，该项目共收到财政专项资金 0.18 亿元，在“专项应付款”科目反映。

表5 公司在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工时间	预计完工时间
宝泉机场工程	11.01	0.09	2018 年	2021 年

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司垃圾处理厂持续运营，收入有所增长，垃圾处理厂公益性强，毛利率由正转负。

跟踪期内，公司垃圾处理业务仍由子公司鹤岗市城洁城市垃圾处理服务有限责任公司负责建设运营，具体负责鹤岗市城市生活垃圾经营性收集、垃圾无害化处理、垃圾处理费收缴。作为鹤岗市唯一的垃圾处理厂，公司业务专营性强。随着垃圾处理厂的持续投入运营，2018 年，垃圾处理收入小幅增长至 0.13 亿元，垃圾处理业务公益性强，跟踪期内公司垃圾处理业务毛利率由正转负。在政府补贴方面，公司在前期建设自持垃圾处理厂时收到财政专项资金补贴 1.20 亿元，计入“专项应付款”科目，公司在日常运营中尚未收入到补贴。

3. 未来发展

随着代建项目陆续接近尾声，未来公司基础设施代建业务存在不确定性；公司自营项目施工进度晚于预期；目前公司尝试市场化转型，未来发展存在不确定性。

截至 2018 年底，公司在建自营性项目主要为鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目，即本次跟踪债券募投项目，总投资 2.40 亿元，截至 2018 年底，仍处于前期征迁阶段，项目暂处于停滞状态，建设进度晚于预期，未来完工时间和收入回款存在不确定性。此外，公司计划建设自营性的停车场项目，由子公司鹤岗市新速汽车服务有限公司负责，项目总投资

2.00 亿元，均为公司自筹，目前尚处于前期规划阶段，未来公司面临一定的投资支出压力。

八、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。跟踪期内，合并范围子公司新增 1 家，鹤岗市新速汽车服务有限公司，系公司全资设立。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共 5 家，新纳入子公司规模小，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模和构成变化不大，存货和其他应收款规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 70.55 亿元，较上年底增长 0.14%。公司以流动资产为主，存货规模大。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.62	16.49	4.26	6.04
应收账款	1.47	2.09	1.47	2.08
其他应收款	12.16	17.26	14.22	20.16
存货	32.32	45.88	37.50	53.15
流动资产	58.17	82.57	58.35	82.71
固定资产	11.85	16.82	11.51	16.31
在建工程	0.21	0.30	0.35	0.50
非流动资产	12.28	17.43	12.20	17.29
资产总额	70.45	100.00	70.55	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 58.35 亿元，较上年底增长 0.31%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。跟踪期内，公司货币资金大幅下降；其他应收款和存货保持增长。截至

2018 年底，公司货币资金 4.26 亿元，较上年底下降 63.38%，主要系用于项目支出和偿债本息。公司货币资金由库存现金和银行存款构成，无受限货币资金。截至 2018 年底，公司应收账款 1.47 亿元，较上年底保持稳定，系应收鹤岗市财政局代建工程款，账龄在 3 年以上，公司未计提坏账准备；由于该笔款项账龄较长，联合资信将持续关注其回收情况。

截至 2018 年底，公司其他应收款 14.22 亿元，较上年底增长 16.95%，主要系关联方单位往来款增加所致。从构成看，公司其他应收款主要为往来款和保证金等。应收对象期末余额前五名金额占其他应收款期末余额的 96.79%，应收对象分布集中，主要系关联方鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司及国企单位往来款；此外，公司其他应收款中有一笔应收个人资金往来款 0.39 亿元，账龄在一年以内，联合资信将持续关注该笔款项的回收情况。截至 2018 年底，公司计提坏账准备 0.01 亿元。

截至 2018 年底，公司存货 37.50 亿元，较上年底增长 16.00%。主要系棚改项目新增投资所致。公司存货中项目开发成本 32.66 亿元，全部为代建保障房、棚改项目投入成本；跟踪期内，存货中开发成本增加主要系公司对黄金小区、廉租房等项目持续投资。存货中待开发土地账面价值 4.83 亿元，规模同比保持稳定，系鹤岗市人民政府划拨的土地使用权，以最初评估价入账。

截至 2018 年底，公司非流动资产 12.20 亿元，同比小幅下降。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产构成。截至 2018 年底，公司固定资产 11.51 亿元，同比小幅下降，公司固定资产累计计提折旧 1.71 亿元；公司固定资产主要为房屋及建筑物。截至 2018 年底，公司在建工程 0.35 亿元，较上年底增长 67.42%；在建工程规模较小，但增速较快；在建工程中主要系公司自营性的垃圾处理中转站项目及宝泉机场工程项目投入成本。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益结构保持稳定；未分配利润增长推动公司所有者权益规模小幅增长；总体来看，公司所有者权益稳定性较好，质量一般。

跟踪期内，公司所有者权益结构保持稳定，规模同比小幅增长。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 24.91 亿元，较上年底增长 3.26%，系未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司实收资本 0.90 亿元，资本公积 15.65 亿元，规模较上一年均保持稳定；公司资本公积主要系鹤岗市人民政府划拨土地使用权、房产及部分财政拨款。同期，公司未分配利润 7.51 亿元，较上年底增长 15.45%，推动公司所有者权益规模同比小幅增长。所有者权益整体质量一般。

表7 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.90	3.73	0.90	3.61
资本公积	15.65	64.86	15.65	62.83
未分配利润	6.50	26.94	7.51	30.15
所有者权益合计	24.13	100.00	24.91	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司负债规模有所下降，应付往来款规模大；跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务负担较轻。

截至 2018 年底，公司负债 45.64 亿元，较上年底下降 1.48%。其中流动负债占 72.38%、非流动负债占 27.62%。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.25	2.70	0.60	1.31
其他应付款	24.83	53.59	30.99	67.90
一年内到期的非流动负债	0.32	0.69	0.73	1.60
流动负债	27.27	58.86	33.03	72.37
长期借款	1.21	2.61	0.52	1.14
应付债券	4.00	8.63	4.00	8.76
长期应付款	2.92	6.30	1.81	3.97

专项应付款	10.93	23.59	6.27	13.74
非流动负债	19.06	41.14	12.61	27.63
负债合计	46.33	100.00	45.64	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 33.03 亿元，较上年底增长 21.15%，主要系其他应付款增加所致。公司流动负债主要由其他应付款构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款 30.99 亿元，较上年底增长 24.84%，主要系应付鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司、应付鹤岗市财政局往来款；账龄主要分布在 1 年以上。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.73 亿元，较上年底增长 126.92%。

截至 2018 年底，公司非流动负债 12.61 亿元，较上年底下降 33.86%。主要系公司长期借款、长期应付款和专项应付款下降所致。

截至 2018 年底，公司长期借款 0.52 亿元，较上年底下降 57.19%，主要系一年内到期长期借款调至流动负债科目所致。公司长期借款为保证借款，保证人为鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司和鹤岗市人民政府。

截至 2018 年底，公司应付债券 4.00 亿元，较上年底保持稳定，为公司 2017 年发行的“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”本金。

截至 2018 年底，公司长期应付款 1.81 亿元，较上年底下降 37.92%，主要系部分一年内到期的融资租赁款调至流动负债科目。公司长期应付款主要为融资租赁款，为有息债务。

截至 2018 年底，公司专项应付款 6.27 亿元，较上年底下降 42.58%。专项应付款为政府项目专项资金拨款和置换债券。2018 年，公司新增政府对鹤岗市机场专项资金拨款 0.07 亿元，及黑龙江省财政厅置换债券资金 0.71 亿元。同期，公司专项应付款减少 5.44 亿元，主要系冲减棚改项目收入所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 5.84 亿元，较上年底下降 13.82%。公司有息债务结构中长期债务占比 77.40%，公司以长

期债务为主。若将长期应付款中带息债务调至长期债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 7.66 亿元，较上年底下降 21.08%，仍以长期债务为主。跟踪期内，公司主要债务指标均有所下降。截至 2018 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 64.69%、20.26%、23.51%。整体看，公司债务负担较轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，财政补贴持续性较好，利润总额对财政补贴依赖程度高，盈利能力仍然弱。

2018 年，公司实现营业收入 4.47 亿元，较上年下降 1.68%；同期，公司营业成本 3.93 亿元，较上年下降 0.03%。2018 年，公司营业利润率下降至 11.94%。

2018 年，公司期间费用为 1.06 亿元，较上年增长 70.96%，主要系公司“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”于 2018 年开始偿还利息，造成公司财务费用大幅增加所致；公司期间费用以管理费用和财务费用为主。

2018 年，公司利润总额 1.15 亿元，较上年下降 22.50%；同期，公司其他收益 1.68 亿元，主要为政府补贴，对公司的利润总额形成重要补充。

从盈利指标看，跟踪期内，公司总资产收益率有所增长，2018 年为 6.03%，主要系费用化利息支出增长所致；同期，公司净资产收益率持续下降，2018 年为 4.60%。公司盈利能力仍然弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出；受代建项目接近尾声影响，公司经营活动现金流支出缺口有所下降；投资活动规模仍很小；筹资活动现金流入规模大幅下降，公司筹资活动现金流呈现净流出态势。

跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流

出，但净流出规模有所下降，主要系公司棚改项目接近尾声，项目支出规模下降所致。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金收到的现金规模保持稳定，为4.60亿元，主要系棚改和基建项目回款。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金9.37亿元，同比有所下降。跟踪期内，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金规模同比均大幅下降，主要系收到/支付往来款；其中，收到其他与经营活动有关的现金中包含1.68亿元政府补助资金。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.75亿元。从收入实现质量指标来看，2018年公司现金收入比为102.91%，公司收入实现质量保持较好。

跟踪期内，公司投资活动现金流入和流出规模仍然很小，呈现小规模净流出。

受平台融资政策影响及公司代建项目接近尾声，跟踪期内，公司融资规模大幅下降，2018年，公司筹资活动现金流入0.92亿元，同比大幅下降。同期公司偿还债务本息同比有所上升，2018年公司筹资活动现金流出3.37亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.45亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产相对充裕，短期债务规模较小，公司短期偿付压力较小；跟踪期内，有息债务规模有所下降，公司整体偿债风险一般。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降；截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为176.64%和63.14%。跟踪期内，公司经营活动现金流净额为负，对流动负债无保障能力；受项目支出和偿还债务本息支出影响，公司现金类资产同比快速下降至4.26亿元；截至2018年底，公司短期债务为1.33亿元，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司EBITDA有所增长，2018年为2.30亿元。同时，公司有息债务规模下降，公司全部债务/EBITDA下降至2.54倍。考虑到公司持续获得

政府补贴等外部支持，公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司获得银行授信2.10亿元，额度均未使用，但授信规模较小，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额9.50亿元，担保比率为38.14%，为公司对关联企业鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司的担保。鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司是鹤岗市基础设施建设的重要主体，鹤岗市国资局持股91.95%，与公司属于“两块牌子、一班人马”。整体看，公司担保规模较大，公司面临一定的或有负债风险。

6. 母公司财务分析

公司业务主要集中在母公司，子公司规模较小。截至2018年底，母公司资产总额69.37亿元，占合并口径的98.33%；同期，母公司负债总额44.25亿元，占合并口径的96.96%；母公司资产负债率63.79%。2018年，母公司实现营业收入4.34亿元，占合并口径的97.09%。母公司主要财务指标与合并口径指标差异不大，具体可参照合并口径财务分析内容。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额4.00亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度较小。

截至2018年底，公司无一年内到期需兑付债券。“17鹤岗城投债/17鹤岗债”于存续期第3~7年末每年需偿付本金0.80亿元，公司未来待偿债券本金峰值为0.80亿元。截至2018年底，公司现金类资产4.26亿元；2018年经营活动现金流入量和EBITDA分别为17.52亿元和2.30亿元，对公司未来待偿债券本金峰值保障程度高，经营活动现金流量净额为负，对未来待偿债券本金峰值无保障能力。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	0.80
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	21.90
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	无法覆盖
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.88

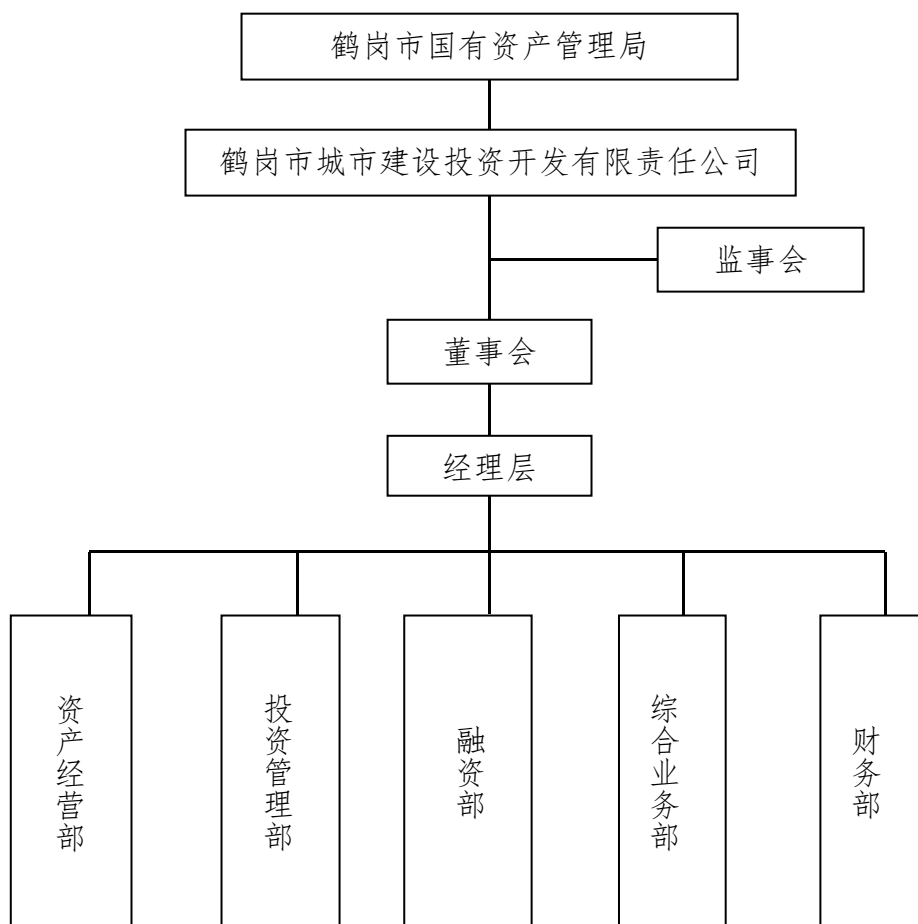
资料来源：联合资信整理

此外，“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”由黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，鑫正担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，担保实力很强，增强了“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年底公司股权与组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.84	11.62	4.26
资产总额(亿元)	49.23	70.45	70.55
所有者权益(亿元)	22.32	24.13	24.91
短期债务(亿元)	0.20	1.57	1.33
长期债务(亿元)	1.64	5.21	4.52
调整后长期债务(亿元)	1.64	8.13	6.33
全部债务(亿元)	1.84	6.78	5.84
调整后全部债务(亿元)	1.84	9.70	7.66
营业收入(亿元)	4.62	4.54	4.47
利润总额(亿元)	1.85	1.48	1.15
EBITDA(亿元)	2.16	2.02	2.30
经营性净现金流(亿元)	8.37	-7.62	-4.75
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.06	3.09	3.04
存货周转次数(次)	0.19	0.14	0.11
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.06
现金收入比(%)	102.04	100.00	102.91
营业利润率(%)	14.89	13.39	11.94
应收类款项/资产总额(%)	4.97	19.34	22.24
总资本收益率(%)	6.94	5.28	6.03
净资产收益率(%)	7.64	5.99	4.60
长期债务资本化比率(%)	6.74	17.76	15.35
调整后长期债务资本化比率(%)	6.74	25.21	20.26
全部债务资本化比率(%)	7.50	21.94	19.00
调整后全部债务资本化比率(%)	7.50	28.68	23.51
资产负债率(%)	53.92	65.75	64.69
流动比率(%)	369.13	213.34	176.64
速动比率(%)	141.79	94.79	63.14
经营现金流流动负债比(%)	82.94	-27.95	-14.38
全部债务/EBITDA(倍)	0.85	3.36	2.54
调整后全部债务/EBITDA(倍)	0.85	4.81	3.32

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款；2、调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3 黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司 2018 年主体长期信用评级报告

附件 4 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+一年内到期的长期负债+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

附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司2018年主体长期信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



信用等级公告

联合[2018] 2891 号

联合资信评估有限公司通过对黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估,确定黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月一日



黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司

2018 年主体长期信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2018 年 11 月 1 日

主要数据

单位：亿元/倍/%

项 目	2018 年 6 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额	116.20	115.09	54.28	49.45
所有者权益	42.53	41.59	41.03	38.34
净资产	24.67	27.22	26.33	23.72
担保责任余额	133.08	164.18	124.46	93.50
担保放大倍数	3.21	4.06	3.03	2.44
年度担保代偿率	-	1.46	2.76	1.80
累计担保代偿率	-	1.64	1.67	1.44
累计担保代偿回收率	-	29.29	25.61	32.47
净资产比率	59.56	67.24	65.90	63.55
资本覆盖率	-	175.10	210.61	253.48
项 目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	1.74	2.47	2.65	3.72
投资收益	0.08	0.65	0.64	1.02
净利润	0.94	1.45	1.64	1.62
平均资产收益率	-	1.71	3.17	3.46
平均净资产收益率	-	3.51	4.14	4.39

数据来源：公司提供，联合资信整理。

注：净资产及净资产相关数据均以母公司口径计算测得；2018 年上半年财务数据未经审计。

分析师

孔 宁 付郑兵 余 淼

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”或“公司”）是黑龙江省政府管理的省级政策性担保机构，公司股东背景强，能够在资金、业务、管理等方面给予公司有力支持。近年来，公司加快集团化和业务多元化布局，初步形成以公司为龙头，市、县两级融资担保公司为主体的全省政策性融资担保体系，担保业务在黑龙江省内担保市场继续保持较强的竞争优势；同时，随着控股股东黑龙江省财政厅对公司持续增资并拨付产业投资引导基金，公司资本实力得到提升的同时也使得其运营资金得到较大程度的补充，为业务的持续发展提供了保障；此外，公司担保业务存量客户经营逐步稳定，加之自身风险管理水平的提升和代偿资金追偿力度的加大，其担保代偿率于 2017 年明显下降，处于行业较好水平。另一方面，受国内宏观经济下行、公司为缓解小微企业和“三农”融资难融资贵问题下调担保费率、政策性减收担保费以及委贷业务利率下行等因素的影响，公司营业总收入有所下降，加之股权投资减值准备计提力度较大以及业务发展较快带来管理费用的上升，其盈利水平受到一定负面影响，盈利能力有待进一步提升。

联合资信评估有限公司确定维持黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该信用等级反映了鑫正担保代偿能力很强，风险很小。

优势

- 公司为省级政策性担保机构，股东背景有利于公司在运营过程中得到支持；
- 公司集团化和业务多元化布局初步完成，担保业务在黑龙江省内担保市场具有明显的竞争优势；
- 随着控股股东黑龙江省财政厅的持续增资，

公司资本实力得到提升；同时，黑龙江省财政厅产业投资引导基金的拨付也为公司未来业务的快速发展提供了充足的资金保障；

- 公司担保业务存量客户经营逐步稳定，加之自身风险管理水平的提升和代偿资金追偿力度的加大，其担保代偿率于 2017 年明显下降，处于行业较好水平；
- 《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的出台对融资担保公司的各个方面予以了行政法规层面的规定，有利于融资担保行业的健康发展。

关注

- 公司承担着黑龙江省部分重点工程建设融资担保工作，担保业务存在一定的区域和行业集中风险；存量保本基金担保业务规模仍较大，相关风险值得关注；
- 公司委托贷款业务主要集中于公用事业类等行业，且单笔业务规模较大，存在一定的客户和行业集中风险，同时前五大委托贷款客户中存在暂时无法归还债务本金和利息的情况，相关风险需予以关注；
- 根据黑龙江省人民政府《关于促进全省融资担保行业健康发展意见（试行）》中关于降低担保费率的要求以及受政策性减收担保费的影响，公司担保业务收入有所下降，同时委托贷款利率的下行导致相关利息收入减少，加之股权投资减值准备计提力度较大以及业务发展较快带来管理费用的上升，其盈利水平有所下滑，盈利能力有待进一步提升。

声 明

一、本报告引用的资料主要由黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（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。

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、该公司信用等级自 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司 2018 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”或“公司”）是经黑龙江省人民政府批准，于 2000 年 3 月成立的融资性担保公司。黑龙江省财政厅代表黑龙江省政府行使公司出资人职能，初始注册资本 1.23 亿元。自成立以来，公司历经数次增资扩股，2016 年和 2017 年，黑龙江省财政厅分别对公司增资 1.00 亿元和 1.63 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司股本为 34.01 亿元，控股股东为黑龙江省财政厅，公司股东及持股比例见表 1。

表 1 公司股东及持股情况 单位：%

股 东	持股比例
黑龙江省财政厅	93.77
黑龙江省大正投资集团有限责任公司	3.59
佳木斯市财政局	1.47
黑龙江省龙财资产经营有限公司	0.88
黑龙江省九天投资控股有限公司	0.29
合 计	100.00

数据来源：公司验资报告，联合资信整理。

截至目前，公司在牡丹江、佳木斯、双鸭山和北京设有 4 家分公司，在省内密山市、饶河县和拜泉县设有 3 家办事处，并拥有黑龙江省鑫正产业投资引导基金管理有限公司（以下简称“鑫正基金”）、黑龙江省鑫正金融物流有限责任公司（以下简称“鑫正物流”）、黑龙江省大学生创业贷款担保有限公司（以下简称“创贷担保”）和北京鑫正世纪商务有限责任公司（以下简称“世纪商务”）4 家全资子公司，同时参股 16 家公司；在职员工 142 人。

截至 2017 年末，公司资产总额 115.09 亿元，负债总额 73.50 亿元，所有者权益 41.59 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 2.47 亿元，其中担保业务收入 0.82 亿元，投资收益

0.65 亿元，实现净利润 1.45 亿元。截至 2017 年末，公司担保责任余额 164.18 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司资产总额 116.20 亿元，负债总额 73.67 亿元，所有者权益 42.53 亿元。2018 年 1-6 月，公司实现营业总收入 1.74 亿元，其中担保业务收入 0.15 亿元，投资收益 0.08 亿元，实现净利润 0.94 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司担保责任余额 133.08 亿元。

注册地址：黑龙江省哈尔滨市松北区世茂大道 609 号

法定代表人：郎树峰

二、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年,我国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月,我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字 7261.0 亿元,较上年同期(9177.4 亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018 年 1-6 月,我国 GDP 同比实际增长 6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI 温和上涨,PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月,全国固定资产投资(不含农户)29.7 万亿元,同比增长 6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受

到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月,全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新业态和新商业模式发展较快,消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月,我国货物进出口总值 14.1 万亿元,同比增幅(7.9%)有所回落,主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面,机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大,服装与衣着附件类出口额出现负增长;进口方面,仍以能源、原材料产品为主,受价格涨幅较大影响,原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年,国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性,这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下,我国将继续实施积极的财政政策,货币政策保持稳健中性、松紧适度,同时深入推进供给侧结构性改革,继续加大对外开放力度,促进经济高质量发展。从三大需求来看,投资或呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政

府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要

受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%-6.7%。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项 目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 担保行业发展

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从 1993 年至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的信用担保体系迅速发展。

但另一方面，由于我国宏观经济低迷，传统企业经营困难，以融资担保业务为主的担保行业整体风险水平上升，导致担保机构代偿规模持续增加。为此，政府设立担保基金用于弥补担保公司的担保业务损失(主要针对的是政策性担保机构)，并鼓励有条件的地区设立再担保机构，通过再担保方式分散担保机构的担保风险，增强担保机构的担保能力。近年来，东北、北京、广东、山东等地政府牵头相继成立了省级区域性再担保机构。再担保机构除经营再担保业务外，还承担着所在地区的担保行业体系的建设工作。因此，再担保机构的成立对健全担保行业体系，规范担保行业市场，建立

担保行业风险分散机制等方面具有积极的意义。

目前，担保机构经营的业务品种主要包括融资担保业务及非融资担保业务，其中融资担保业务主要包括为被担保人贷款、互联网借贷、融资租赁、商业保理、票据承兑、信用证等债务融资提供担保的借款类担保业务，为被担保人发行债券等债务融资提供担保的发行债券担保业务，以及为被担保人发行基金产品、信托产品、资产管理计划、资产支持证券等提供担保的其他融资担保业务。非融资担保业务主要包括经营投标担保、工程履约担保、诉讼保全担保等。

近年来，宏观经济增速放缓、银行业不良贷款率不断上升加大了担保公司面临的代偿风险，此外银行普遍收紧了银担合作渠道，降低担保机构授信额度，甚至有的银行暂停与民营担保机构的合作，加大了担保机构生存压力。受上述因素影响，加之国内资本市场的蓬勃发展，担保公司纷纷进行业务结构调整，部分实力较强的担保机构已经开始进入债券担保、理

财产品担保、信托计划担保、基金担保以及企业年金担保等金融投资工具的担保市场，这些机构可以称为金融担保公司。这些担保机构的承保风险不仅涉及信用风险，还涉及市场风险；其服务的客户不局限于银行的贷款客户，还涉及信托公司、基金公司等机构。一旦担保机构不能履行担保责任，则不仅会影响到银行的利益，还会影响到理财产品和基金产品持有人的利益(包括个人投资者)。这就要求该类担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。自 2009 年我国首家专门债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司发起设立以来，活跃在资本市场上的金融担保公司（含增信公司）有几十家，多为资本规模在 20 亿元以上、具有省政府背景、专业化水平较高的金融担保公司，这对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。此外，低风险性质的非融资担保业务近年来也逐步得到重视，未来将成为担保机构拓展低风险业务的新选择。

资本实力方面，为应对风险、加强资本储备以及开展业务的需要，担保公司增资扩股的意愿有所上升，尤其是能够开展债券担保业务的金融担保公司，其多为省属国有控股，部分还承担着政策性义务，政府支持力度及意愿强，净资产规模不断增长。从股东背景看，除了传统的地方性质政府及企业股东外，目前已有部分省级国有担保公司获得了政策性银行或政策性银行基金注资的先例，例如重庆进出口信用担保有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司以及四川省金玉融资担保有限公司等，此外随着国家融资担保基金的设立，省级国有控股且专业化水平较高的担保机构将面临更大的机遇。

盈利、投资及风险管理方面，近年来担保行业竞争日趋激励，加之担保代偿率的上升，对担保机构收入带来一定负面影响；省属政策性担保公司为支持地方中小企业而适当降低担保费率，也对盈利造成一定压力。此外，由于

利率市场化等因素，担保公司贷款利息收入及投资收益也受到一定影响。为此，部分自有资金运作能力较强的金融担保公司纷纷拓展资金使用渠道、提高资金运作效率，加大了委托贷款、信托、资产管理计划等风险较高资产的配置力度，其投资资产（尤其是Ⅱ级及Ⅲ级资产）比重呈上升趋势，从而导致净资本比率不断下降、面临的表内外风险有所积聚。此外，债券市场的快速发展、城投债去政府信用背书的监管环境带来了高评级担保公司的需求，金融担保公司债券担保责任余额保持快速增长，担保倍数升高且单笔债券风险敞口较大，这将导致金融担保公司承担的担保业务风险持续上升。

3. 政策与监管

在担保行业发展过程中，为引导、扶持和规范担保机构的发展，相关政府管理部门出台了多项管理规定。2009 年 2 月 9 日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》(下称《通知》)，《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议(以下简称“联席会议”)，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相关职能部门相应的监管职责。2010 年 3 月 8 日，银监会、发改委、工信部、财政部、商务部、人民银行和工商总局等部委联合发布了《融资性担保公司管理暂行办法》(以下简称《办法》)。《办法》综合了以前发改委、财政部、原国家经贸委等政府部门对担保机构的管理规定，形成了相对统一的担保行业监管法规。《办法》在融资性担保机构的主体属性、市场准入、业务资格、风险控制、信息披露和外部监管等方面均作了具体的规定。

为推进担保行业规范制度体系的建设，近年来，包括国务院、财政部、工业和信息化部、农业部、银监会、联席会议、中国证券业协会等监管部门下发了一系列文件，对担保机构跨省设立分支机构、再担保机构管理、资本金运

用、担保保证金管理、开展证券市场担保业务等问题进行了规范，并要求发挥政府主导作用，大力发展政府支持的融资担保机构，推进再担保体系建设；构建政银担三方共同参与的合作模式，加快发展小微企业和“三农”服务的新型融资担保企业，促进担保行业的健康发展。

2015年8月，国务院法制办公开了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》，2017年6月经国务院常务会议审议通过，2017年8月颁布并于2017年10月1日起正式实施。《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“条例”）明确了融资担保公司的监督管理体系，强化了中央与地方政府的分层监管职责，并对设立融资担保公司及跨区域分支机构所需的准入条件、融资担保公司退出机制、融资担保公司开展业务的经营规则以及所承担的法律风险均予以了明确规定。此外，条例强化了融资担保公司在支持普惠金融、降低社会融资成本方面的地位，同时推动政府性融资担保公司体系的发展，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，进一步鼓励、支持融资担保公司为小微企业和“三农”提供融资担保服务。

2018年4月2日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发【2018】1号），制定了《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》旨在规范监督管理部门对融资担保业务经营许可证的管理，促进融资担保公司依法经营，维护融资担保市场秩序。

《融资担保责任余额计量办法》旨在规范融资担保公司经营活动，防范融资担保业务风险，准确计量融资担保责任余额。《融资担保公司资产比例管理办法》是为引导融资担保公司专注主业、审慎经营，确保融资担保公司保持充足代偿能力，优先保障资产流动性和安全性。《银

行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》旨在规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为，维护双方合法权益，促进银担合作健康发展，更好地服务小微企业和“三农”发展。银保监会表示，各地可根据《条例》及四项配套制度出台实施细则，实施细则应当符合《条例》及四项配套制度的规定和原则，且只严不松。

2018年3月28日，国务院在北京主持召开常务会议，指出按照《政府工作报告》关于扩展普惠金融业务、更好服务实体经济的部署，会议决定，由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金，首期募资不低于600亿元（人民币，下同），采取股权投资、再担保等形式支持各省（区、市）开展融资担保业务，带动各方资金扶持小微企业、“三农”和创新创业，着力缓解小微企业、“三农”等普惠领域融资难、融资贵问题，支持发展战略性新兴产业。

总体看，随着担保行业的发展，政府及监管部门日益重视担保行业规范、健康、持续的发展，出台了一系列相关政策扶植融资担保机构发展，鼓励并引导融资担保公司为小微企业及“三农”服务；同时规范融资担保机构运营环境，有助于防控融资担保公司风险。

三、公司治理与内部控制

1. 公司治理

公司是黑龙江省财政厅出资组建的国有控股担保集团。2016年和2017年，黑龙江省财政厅分别对公司增资1.00亿元和1.63亿元，截至2017年末，公司注册资本34.01亿元，控股股东黑龙江省财政厅直接持股比例上升至93.77%。公司以政府产业政策为导向，自主经营、自负盈亏，业务开展具有一定的政策性质，政府对业务开展具有较强的支持指导作用。

公司初步建立了股东会、董事会、监事会和高级管理层三会一层的公司治理架构，并制

定了相关工作制度和议事规则。

公司董事会由 7 名董事组成，其中股东董事 4 名；董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。

公司监事会由 2 名监事组成，其中职工监事 1 名；监事会对董事会和高级管理层进行监督，并在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查，同时监督董事和高级管理人员履职尽责情况和全体员工遵从职业操守情况以及受理信访举报等。

高级管理层设总裁 1 名、副总裁 3 名、首席风险官 1 名、首席合规官 1 名和财务负责人 1 名，其中首席风险官负责各项风险控制并参与公司项目审批，首席合规官对项目合规风险进行评估并对公司违法、违规经营事项具有一票否决权。自成立以来，公司注重组建高水平的专业团队，高级管理人员分别由拥有多年银行、担保等行业管理经验并曾取得良好业绩的专业人士担任，均具备丰富的专业背景及管理经验，有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。

总体看，公司已初步建立三会一层的治理架构，与当前业务发展基本相适应。

2. 内部控制

公司于 2010 年实施集团化改造。自实施集团化改造以来，公司不断根据自身业务发展状况以及战略方面对组织架构进行调整优化，一方面在原有部门设置上分设小微担保、三农担保和再担保三大事业部来加强对基础担保业务的拓展和管理，并设立政策与金融产品中心专门承接政策性担保业务和加强金融产品的开拓；另一方面，新设大项目与非融产品中心来加强市场运营、拓展业务范围。公司组织结构图见附录 2。

在此基础上，公司不断强化事前、事中和事后内部控制流程建设，对财务管理、风险管理、合规和人事等制度进行梳理，并针对担保业务修订了《担保业务操作规范》、《担保项目

风险审核管理办法》、《担保业务决策审批管理办法》等 17 项管理制度，涵盖担保业务运行各个环节，同时开发完善了以“黑龙江担保机构信息网”为核心的全省担保机构信息化管理系统，初步实现全省担保机构网上办公自动化和担保信息交流与共享，内部控制管理水平逐步提升。此外，针对牡丹江、佳木斯和北京等地区的分公司，公司在分层授权管理的基础上，通过在各个分公司下设风险部，加强对分公司担保业务的管理。

总体看，公司逐步完善组织架构机制，内部管理制度逐步健全，集团化改造初见成效。另一方面，未来业务多元化发展将对公司内部管理架构以及内部控制体系提出更高要求。

3. 发展战略

公司是黑龙江省级政策性担保机构，业务发展以黑龙江省委、省政府经济发展总体战略为中心，以省内各地产业政策为导向，重点支持省内中小微企业发展。公司坚持以市场为导向，以服务为宗旨，加强团队建设，提高服务质量和工作效率，努力成为立足黑龙江，面向全国的股权结构合理、网络布局科学、管理机制健全、融资种类多样、服务功能齐全，集担保、再担保和各类投融资业务为一体的大型金融服务机构。

为实现上述发展目标，公司制定了一系列发展战略及措施：一是建立收益覆盖风险的普惠融资担保机制，逐步丰富普惠融资担保品种，力争小微企业和“三农”融资担保户数占比显著提升；二是建立运行有效的再担保体系，与国家融资担保基金积极寻求合作，推动省内再担保风险补偿基金政策的落地；三是推进受托管理政府产业投资引导基金各项工作，贯彻“政府引导、市场运作、专业管理、防范风险”的基金运作原则，不断完善引导基金规范运行的各项制度。此外，公司将立足黑龙江，面向全国开展各类担保业务，实现非融业务、金融产品担保业务更大地理区域多覆盖。

总体看，公司战略规划清晰，明确了未来发展目标和战略定位。经过多年的发展，公司已经具有一定的市场竞争力和行业影响力。

四、业务经营分析

作为隶属于黑龙江省人民政府的政策性融资担保公司，公司资本实力较强。近年来，随着控股股东黑龙江省财政厅对公司进行增资，公司资本实力进一步增强，有益于其各项业务的发展。

近年来，公司加快业务多元化和集团化布局，先后在省内双鸭山市、拜泉县分别增设分公司 1 家、办事处 1 家，并针对省财政厅于 2017 年 12 月拨付的两笔合计 60 亿元产业投资基金专门设立全资子公司鑫正基金来推动产业基金的发展，以实现投贷联动。同时，公司代表省政府持有东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“中小企业再担保”）11.54%的股权，并在黑龙江省内 12 个市（地）和 1 个县（市）投资参股包括黑龙江省农业信贷担保有限责任公司（以下简称“农业信贷担保”）在内的 13 家政策性融资担保公司，基本形成以公司为龙头，市、县两级融资担保公司为主体的全省政策性融资担保体系；此外，参股黑龙江联合产权交易所有限责任公司（持股比例 12.80%）和哈尔滨市大正小额贷款有限责任公司（持股比例 10.00%），并发起设立黑龙江省信用担保协会，初步完成集团化布局。

从目前公司全资子公司运作情况来看，鑫正物流从事面向省内各大银行、担保公司等金融机构及企事业单位提供动产质押物和浮动抵押物的第三方监管服务；创贷担保主要从事大学生创新创业相关的融资性担保业务；世纪商务主要从事物业管理及餐饮服务等业务；鑫正基金目前尚处于起步阶段，其中省财政厅拨付的两笔产业投资引导基金目前准备分别投向科技成果转化以及环境污染防治等方面。近年来，面对金融监管的加强以及区域经济发展的持续

放缓，公司各分支机构担保业务发展面临一定压力，以上分公司全年承做 87 笔担保业务，额度为 42.34 亿元，对包括哈牡绥东对俄贸易区及省内东部农业地区的融资给予支持；鑫正物流全年累计承做监管项目 28 笔，监管物对应债权额 5.14 亿元，以粮食、木材、轮胎等大宗商品为核心品种；创贷担保累计担保 1050 笔，额度 7315.00 万元，项目涵盖科技、健康、文化、旅游等多个领域。

近年来，公司扩大合作银行的范围，2017 年末已与龙江银行、哈尔滨银行、兴业银行等 23 家银行建立合作关系，合作范围实现了政策性银行、国有商业银行、全国性股份制银行、地方法人银行和外资银行全覆盖；2017 年末担保业务总授信额度为 957.60 亿元。在加强与银行合作的同时，公司通过对民营及其他担保机构综合授信、代出保函等方式，支持各类担保机构对小微、涉农企业融资担保，先后为 19 家中小融资担保机构累计提供再担保授信额度 348.85 亿元。

公司以直接担保业务为主，同时开展再担保业务和委托贷款业务。

1. 担保业务

作为省级政策性担保机构，公司既要以政府产业政策为导向，为中小企业融资提供服务，又要在担保费的设计上体现减轻企业财务费用负担，扶持企业的发展。根据黑龙江省人民政府《关于促进全省融资担保行业健康发展意见（试行）》的要求，公司坚持保本微利的经营原则，年化担保费率原则上不超过同期贷款基准利率的 1/3。市场营销方面，近年来，公司进一步细分市场，明确重点服务的目标客户，并通过与各大银行开展业务合作推介，推广公司重点开展的业务品种，同时积极参加政府相关部门组织的项目对接活动，以拓展业务来源。存出保证金方面，对于国有大行及政策性银行公司一般存出的保证金比例为 10%，其他银行无需存出保证金。另一方面，宏观经济持续低迷

对东北地区产业转型以及中小企业的经营均带来一定负面影响。为此，公司对担保业务结构进行调整，更加严格对风险较大的中小微企业客户准入，同时通过拓展保本基金、债券发行等融资性担保业务以及工程履约、大学生创业、政府采购等非融资性担保业务来增加担保费收入。随着担保业务结构的调整，公司担保业务发生额于 2017 年有所下降，当年担保业务发生额降至 93.58 亿元，且均为直接担保业务发生额（见附录 3：表 1）。截至 2017 年末，公司担保业务责任余额 164.18 亿元，其中由于当年未新增再担保业务，直接担保业务责任余额占比上升至 89.04%，占比高。

● 直接担保业务

公司目前开展的直接担保业务主要包括融资担保业务、非融资担保业务以及金融担保业务中的信托担保业务等品种，并新增债券发行担保业务。由于公司定位于支持小微企业融资和现代农业发展，直接担保的客户以小微企业为主。近年来，为进一步加强担保业务的运营和管理，公司对业务部门设置进行调整，分设小微担保事业部和三农担保事业部来专门负责小微和三农担保业务的开展，并设立政策与金融产品中心以及大项目与非融产品中心来对接政策性担保业务以及加大对大项目和非融资性担保业务发展力度。

公司融资担保业务是直接担保业务中最主要的品种。近年来，由于在《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度颁布实施前积极开展保本基金担保业务，公司融资担保业务规模持续上升，2017 年末融资担保责任余额 128.09 亿元，融资担保占直接担保业务责任余额的比例相应增至 87.62%，其中保本基金担保业务责任余额占比在 30%以上。此外，公司直接担保业务中还含有少量的信托担保、非融资担保和债券担保业务，上述业务品种 2017 年末占直接担保业务责任余额的比重分别为 4.99%、4.99%和 2.39%。其中，债券担保业务

主要是公司作为单一担保方为肇东城投及鹤岗城投的企业债发行提供无限连带责任担保，涉及金额 9 亿元，目前 5 亿元肇东城投债和 4 亿元鹤岗城投债均已成功发行。2018 年，公司根据《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度的要求逐步压缩存量保本基金担保业务规模，相关业务占比有所下降。

● 再担保业务

公司在原有再担保业务中心基础上新设再担保事业部负责再担保业务的开展。目前，公司开展的再担保业务均为存量的承担连带责任的债券担保-额度分入，并按额度分入规模占债券担保总额的比例承担相应风险。公司债券担保-额度分入业务合作的机构主要是中投保、中合担保等大型担保公司，标的物主要是地方政府城投债，由北京分公司负责业务的拓展，2017 年末再担保责任余额 18.00 亿元。

总体看来，公司担保业务定位明确，拥有良好的发展基础。目前公司担保业务以融资担保为主，产品品种较为单一，客户多数属于政府主导扶持的产业，相关信用风险可控，但宏观经济持续低迷和东北地区产业转型困难带来的中小微企业经营效益下滑以及金融监管的加强给公司担保业务的发展带来一定压力；另一方面，存量保本基金担保业务规模仍较大，面临一定财务调整压力，相关风险需予以关注。

2. 委托贷款业务

公司委托贷款投放对象主要为公司客户中公用事业类等具有政府背景的企业，主要用于缓解其面临的资金短时困难；从业务资金来源来看，以公司自有资金为主；从期限上看，主要以 1 年左右的短期贷款为主。近年来，为增强自有资金运用力度，公司在风险可控的前提下适度开展委托贷款业务，相关业务规模有所波动，2017 年末委托贷款总额 9.55 亿元；此外，由于部分项目委托贷款收回冲减已计提的减值准备，2017 年末委托贷款减值准备降至 1.13 亿

元。从委托贷款业务收入来看，由于利率市场化导致委贷业务整体利率下降，加之大部分委托贷款发放时点集中于年末、其收入未及时体现，近年来公司委托贷款业务利息收入有所下降，2017 年实现委托贷款利息收入 0.36 亿元，占营业总收入的比重相应降至 14.74%。此外，2018 年，随着委托贷款业务监管的加强，公司委托贷款的投放趋于谨慎，2018 年 6 月末委托贷款业务总额已下降至 6.61 亿元。

总体看来，公司委托贷款业务客户以公用事业类企业为主，面临一定的业务集中风险；另一方面，委托贷款业务整体利率的下行以及委托贷款发放时点集中于年末、其收入未及时体现对委托贷款利息收入产生一定负面影响，同时委托贷款业务监管的逐步加强也使得相关业务的开展面临一定压力。

五、风险管理分析

1. 担保业务风险管理

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的充分性和有效性；风险管理中心向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对公司产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

公司制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则，制定了调查、审批、

落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。

(1) 融资担保业务风险管理

● 项目受理及项目调查和评估

公司项目经理负责客户咨询和申保工作，项目经理按照公司担保业务的立项条件并结合政府有关的政策导向对客户进行资格预审，根据客户提供的财务资料和经营情况相关资料进行初步分析，同时对项目规范性进行考察，确定资金的真实用途，并调查偿还贷款的资金来源以及抵质押标的合法性和可变现性。预审完成后，项目经理通过对客户的综合考虑，运用定量、定性分析方法，权衡风险及偿债能力，结合反担保措施，确定担保与否并拟定担保方案，并按照公司担保调查报告要求完成报告，向部门经理、中心负责人汇报并通过公司担保业务系统进行项目登记，在负责人审核后决定是否立项。

公司重视对项目的受理、现场调查以及审查工作，项目前期调查立项阶段实行双客户经理 A、B 角制，A 角为主要负责人，B 角配合 A 角共同完成担保过程中涉及的工作，同时在项目的保前、保中和保后阶段承担相应的责任，根据《担保业务操作规范》，A 角承担责任比例占 70%，B 角承担比例占 30%。

● 项目审核、评审及审批

公司根据《担保业务操作规范》，制定了《担保项目风险审核管理办法实施细则》，对项目审核进行了规范。项目审核包括对材料要件齐全性、申报材料内容完备性以及申保事项合理性进行审核。

公司担保项目经业务中心负责人审核同意后，交由风险管理中心授信评审部进行审核，风险管理中心审核同意后，由担保项目评审委员会秘书发送给评审委员会成员。对于分公司开发的项目，由分公司风险部负责审核；超过分公司授权范围的新受理担保项目，在经分公司评审会确认同意后上报集团公司授信评审部

进行风险审核。担保项目评审委员会作为公司担保项目的最高决策机构，成员由公司董事长、总裁、副总裁、风险管理中心、业务中心主要负责人等组成，董事长担任评审委员会主任。担保项目需经过评审委员会 2/3 以上参会人员通过，主任不参与投票，但对评审项目具有一票否决权。

● 项目保后、代偿及追偿处置管理

公司的项目保后管理分三个层面：基础操作层面是对每个客户的监管；风险控制层面是对每个客户进行风险分级并根据分级情况制定相应的措施预案；风险防范层面是对公司所有客户的整体风险评价，并由此对公司整体业务进行调整。

公司对在保客户按照预期风险发生的程度分为五级：正常、关注、预警、风险和损失。公司每半年召开一次风险分析会，对在保客户进行全面分析，检查风险点以确定客户的风险等级。公司项目经理根据客户的风险等级定期对在保客户进行监督、管理和信息交流，同时对于担保项目出现突发性变化进行不定期监管，以更好的发现风险，控制风险。

在保客户到期不能偿还贷款的，公司需按照《保证合同》的有关规定，在尽量减少损失、维护信用的原则下进行代偿。对于代偿项目，公司项目经理需撰写代偿申请报告，由业务中心提交风险管理中心审核，审核完成后与贷款银行进行协商拟定代偿方案，并提交公司董事长办公会审批。公司对代偿项目进行追偿分为两个阶段，分别为催收阶段和诉讼阶段。项目经理是催收阶段第一责任人，风险管理中心负责推动并监督追偿工作；诉讼阶段由风险管理中心负责主要诉讼工作，并依法处置抵押物和质押物。对于代偿项目出现损失的，由风险管理中心根据《代偿管理办法》进行损失核销，损失核销需经公司董事长办公会审批，如超出授权范围，需上报公司董事会审批。

● 反担保管理

公司为客户提供相应担保业务时，原则上

要求债务人或第三人提供反担保。公司根据不同行业的特点和受保客户的特点，针对每笔担保业务的实际情况，制定多种担保方式相结合的反担保组合方案，以防范和化解风险。公司项目经理和相应部门负责人均对反担保管理负责。对于抵押和质押类反担保，项目经理需着重审查抵质押物权属的真实性、完整性、合法性和有效性，评判担保物价值和变现能力；对于保证反担保，项目经理需着重生产企业资质情况、经营管理状况，分析企业的财务状况，判断其盈利能力和偿债能力。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：不动产抵押、动产抵押、存货质押、股权质押、第三方保证等。公司根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施。公司对于能提供有形反担保物的企业，严格要求对抵押品办理抵押登记手续。

针对小微企业和“三农”项目固定抵押物少，经营状况不易核实的情况，公司设计了流动库存抵质押、应收账款质押、供应链订单融资、专利权质押、资金封闭运行等反担保措施；对于从事加工、贸易、粮食、种业等小微企业和“三农”，公司通过对原材料、产成品等存货流动进行监管的方法，加强反担保措施，在加大对小微企业和“三农”担保服务力度的同时，提高风险管理水平。总体看，公司的反担保措施较为有效。

(2)非融资担保业务风险管理

目前公司开展的非融资担保业务主要是履约担保、投标担保、预付款担保和诉讼保全担保等。公司非融资担保业务规模相对较小，此类业务发展尚处在探索发展阶段。按照担保业务风险和专业特性，公司初步建立了非融资担保业务的业务管理制度并采取分级审批的方式进行审批，对于新增非融资担保业务需经评审委员会审批。对担保规模较大的项目，公司要求担保客户提供反担保。

(3)金融担保业务风险管理

公司将金融担保业务作为创新业务，积极开展对城投公司的债券发行担保以及信托担保业务。公司初步建立起债券、信托等相应担保业务管理办法和风险管理办法。公司再担保业务主要为对于城投债的额度分入担保。

公司金融担保业务由业务部门审查，风险管理中心负责复核，提交审批委员会做最终审批。对于城投债担保的反担保措施按照相关文件要求，由发行人提供抵质押物或应收账款质押登记，并根据项目具体情况补充发行人的承诺，签订其他反担保补充措施。

总体看，公司担保业务管理制度逐步健全，担保业务风险管理体系逐步完善。对于非融资担保业务与金融担保业务，公司需继续推进相关业务管理制度、操作细则以及风险管理制度的完善。

2. 担保业务风险组合分析

由于承担着黑龙江省部分重点工程建设融资担保工作，公司前期担保业务单笔业务规模较大。为此，公司加强担保业务客户集中风险管控，导致近年来最大单一客户和前五大客户集中度均有所下降。截至 2017 年末，公司最大单一客户担保责任余额为 3.50 亿元，最大单一客户集中度降至 8.42%；前五大客户担保责任余额 15.17 亿元，前五大客户集中度降至 36.48%。整体看，公司担保业务客户集中情况有所改善，目前客户集中风险可控。

由于公司的政策性担保公司性质，公司担保业务主要集中在省内，支持省内小微企业和“三农”发展，承做的直接担保业务涵盖多个行业。近年来，由于在《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度颁布前加大保本基金担保业务开展力度，公司担保行业集中度快速上升，金融业相应成为第一大担保行业。截至 2017 年末，公司第一大担保行业金融业担保责任余额占担保业务责任余额的 44.62%，前五大担保行业占比 88.47%。总体看，公司担保行业

集中度高，且主要集中于金融业，面临一定的业务集中风险。

从公司担保项目剩余期限来看，随着小微企业和“三农”担保业务的开展，公司短期担保项目占比持续上升。截至 2017 年末，公司 1-6 个月内到期在保项目责任余额占比升至 42.07%；6 个月-1 年内到期在保项目责任余额占比 21.88%；1 年-2 年内到期在保项目责任余额占比降至 12.11%，2 年以上到期项目占比降至 23.94%。

担保代偿方面，由于之前年度风险较高的企业在宏观经济的冲击下风险爆发后逐步退出市场，剩余的优质企业经营随着整体宏观经济的稳定而逐步好转，加之公司风险控制能力的提升以及对代偿资金追偿力度的加大，2017 年公司年度担保代偿额降至 0.79 亿元，涉及代偿项目共 13 笔；年度担保代偿率相应降至 1.46%，处于行业较好水平，其中融资性担保代偿率为 1.50%；公司担保代偿行业主要集中在制造业、农林牧渔业、批发和零售业以及贸易等行业。公司对担保代偿项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿。整体看，公司代偿项目均设置了较充足的抵质押物，包括存货、设备、不动产等固定资产，未来代偿款收回的可能性较大，公司的代偿风险基本可控。

总体看，公司目前担保业务以直接融资担保为主，且主要为政策性担保业务，加之保本基金担保业务规模较大，担保业务客户行业分布相对集中，存在一定的行业集中风险；另一方面，在经历之前年度担保业务代偿风险的爆发后，公司担保业务存量客户经营逐步稳定，加之自身风险管理水平的提升和代偿资金追偿力度的加大，公司担保代偿率于 2017 年明显下降，整体代偿风险可控。

2. 委托贷款业务风险组合分析

从委托贷款业务行业分布来看，截至 2017 年末，公司前五大委托贷款行业占委托贷款总额的比重合计 86.52%，其中第一大委托贷款行

业租赁和商务服务业以及第二大委托贷款行业公共管理、社会保障和社会组织业分别占比 27.24%和 26.19%，委托贷款业务面临一定的行业集中风险。从客户分布来看，截至 2017 年末，公司委托贷款业务最大单一客户集中度 26.19%，前五大客户集中度为 79.18%，委托贷款业务面临一定的客户集中风险。从风险缓释措施看，公司委托贷款以附担保物贷款和保证类贷款为主，相关风险缓释措施较好。从委托贷款资产质量来看，由于宏观经济下行对实体经济造成冲击导致客户经营效益下滑，公司委托贷款中逾期贷款的比例相对较高，2017 年末为 19.45%。此外，公司前五大委托贷款客户中汉枫缓释肥料有限公司由于流动资金紧张于 2015 年下半年起处于停产状态，公司前期计划做第二顺位抵押，但房产登记部门以抵押时间已超过期限拒绝，目前公司已提起诉讼，要求相关债务人及其关联公司归还债务本金及利息，该部分委托贷款涉及金额 0.96 亿元。由于该客户固定资产均已抵押给银行，公司查封资产只能是顺位查封，剩余价值较少，因此公司按 80%的比例计提了坏账准备。目前，该客户正在积极找买家进行资产重组，并表示一旦进入资产处置阶段将第一时间归还公司资金。

总体看，公司委托贷款业务存在一定的客户和行业集中风险，且前五大委托贷款客户中存在因客户停产而暂时无法归还债务本金和利息的情况，加之宏观经济下行导致委托贷款资产质量下滑、逾期贷款占比较高，委托贷款业务资产质量的变化需予以关注。

六、财务分析

公司提供了 2015-2017 年和 2018 年上半年合并财务报表。其中，2015-2017 年合并财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具的审计意见为标准无保留；2018 年上半年合并财务报表未经审计。公司财务报表合并范围包括鑫正基金、鑫正物流、创贷担保

和世纪商务 4 家全资子公司。

1. 资本结构

2016 年和 2017 年，黑龙江省财政厅分别对公司增资 1.00 亿元和 1.63 亿元，公司资本实力进一步增强。截至 2017 年末，公司实收资本增至 34.01 亿元，其中控股股东黑龙江省财政厅直接持股比例升至 93.77%。公司负债主要由预收担保费、准备金（包括担保赔偿准备和未到期责任准备金）、专项应付款和其他应付款构成。随着 2017 年省财政厅拨付两笔合计 60.00 亿元的产业投资引导基金，公司专项应付款快速上升，带动负债规模迅速增长；截至 2017 年末，公司负债总额大幅增至 73.50 亿元，资产负债率相应增至 63.86%。其中，其他应付款余额 2.54 亿元，主要包括 2 亿元财政厅拨付给公司的尚未办理变更手续的新增注册资本；专项应付款余额 63.84 亿元，占负债总额的比重大幅增至 86.86%，占比高，主要包括 3.87 亿元的种粮大户贷款贴息资金、30.00 亿元的黑龙江省环境污染防治产业投资引导基金和 30.00 亿元的黑龙江省科技成果转化产业投资引导基金。

公司预收账款主要是预收保费，期限主要集中在 1 年以内，客户主要来自省内基础设施建设投资公司。截至 2017 年末，公司预收款项余额 1.22 亿元，占负债总额的 1.67%，占比持续下降。

公司按照当年保费收入的 50%提取未到期责任准备金，同时冲回以前年度原计提的责任准备；根据《融资性担保公司管理暂行办法》的规定计提担保赔偿准备金，担保赔偿准备金累计达到当年担保责任余额的 10%时，实行差额提取。近年来，受之前年度担保费率较高的担保业务解保导致准备金转回，以及公司实施黑龙江省政府关于降低担保费率的要求导致对当年发生的业务计提准备金减少的影响，公司未到期责任准备金有所下降。截至 2017 年末，公司担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 4.26 亿元，由于专项应付款占比大幅上升，其

占负债总额的比重相应快速降至 5.80%。其中担保赔偿准备金余额 3.86 亿元，未到期责任准备金余额 0.40 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司负债总额 73.67 亿元，资产负债率为 63.40%。其中预收账款 1.55 亿元，较上年末增长 26.68%；两项准备金余额（担保赔偿准备和未到期责任准备金）4.51 亿元，较上年末增长 5.80%。

总体看，公司资本实力较强，资金来源比较稳定，同时公司的第一大股东为黑龙江省财政厅，在公司实际经营过程中对公司资本的补充支持力度较大，并在产业引导基金方面给予公司支持；另一方面，省财政厅产业引导基金的拨付也使得公司整体财务杠杆水平明显上升，但考虑到公司并未实际承担基金的偿还义务，实际债务负担轻。

2. 资产质量

公司资产主要由货币资金、投资资产和其他类资产构成，存出保证金和固定资产规模相对较小。近年来，由于公司收到省财政厅拨付的 60.00 亿元产业投资引导基金，公司货币资金规模大幅上升，2017 年末为 88.65 亿元，但由于产业投资引导基金只是代为运作，剔除引导基金后资产规模实际增速较为平稳。截至 2017 年末，公司资产总额为 115.09 亿元，剔除产业投资引导基金后资产总额为 55.09 亿元，剔除后的资产结构基本保持稳定（见附录 3：表 2）。

公司投资资产以委托贷款、可供出售金融资产和银行理财产品为主，另有少部分的投资性房地产。近年来，遵循风险可控的前提，公司适当开展委托贷款业务，公司投资资产规模呈下降趋势。截至 2017 年末，公司投资资产净额 18.13 亿元，占剔除产业投资引导基金后资产总额的 32.91%。其中，发放的委托贷款总额为 9.55 亿元，计提坏账准备 1.13 亿元，占委托贷款的 11.81%，贷款客户主要为黑龙江省内的能源公司、城投公司、工贸公司等，期限主要

集中在 2 年以内；可供出售金融资产净额 7.66 亿元，主要是对省内政策性担保公司的股权投资，最大两家为中小企业再担保和农业信贷担保，可供出售金融资产计提减值准备 0.10 亿元。由于公司在除国有和政策性银行外其他银行无需存出保证金，公司在富余资金方面具有一定优势。另一方面，作为省级政策性担保机构，为支持省内中小企业的发展，公司在担保费率的设计上整体低于同业机构。为此，公司在稳步开展担保业务的同时将部分富余资金用于购买收益率相对较高的银行理财产品，以提升资金整体收益率。但近年来，随着银行理财监管的加强，公司对银行理财产品投资规模进行压缩，2017 年末其余额降至 1.95 亿元，占资产总额的比重压缩至 1.69%，主要为购买股份制商业银行的短期保本理财产品。

公司其他类资产主要为应收代偿款，另有少部分与参股公司之间的往来款。近年来，随着与参股公司之间的往来款的增加，公司其他类资产规模波动提升，2017 年末其他类资产余额 5.09 亿元，占剔除产业投资引导基金后资产总额的 9.24%。其中，应收代偿款总额 4.00 亿元，账龄大部分在 3 年以内，并针对 1 年以内的应收代偿款计提坏账准备 0.05 亿元，占应收代偿款余额的 1.25%。

截至 2018 年 6 月末，公司资产总额 116.20 亿元，剔除产业引导基金后资产总额 56.20 亿元，较上年末有所上升。其中货币资金 86.10 亿元；可供出售金融资产 8.22 亿元，较上年末有所上升；委托贷款 5.48 亿元，规模和占比均较上年末有所下降；其他流动资产 5.14 亿元。

总体看，公司货币资金规模较大，整体资产流动性较好，且资金使用策略较为谨慎，在保障流动性的基础上，主要通过持有委托贷款以及银行保本理财产品来提升收益水平；但考虑到其委托贷款业务客户主要以公用事业类企业为主，相关风险需予以关注。

3. 盈利能力

公司营业总收入主要来自担保费收入、利息收入以及投资收益。其中，利息收入主要来自于委托贷款业务利息收入和银行存款利息收入；投资收益主要来自于理财产品投资收益和股权投资等收益。近年来，受宏观经济下行、担保费率下降等因素影响，公司担保业务的开展面临一定压力，担保费收入有所下降，加之委托贷款业务整体利率下行导致相关利息收入减少，其利息收入随之下降；另一方面，理财产品投资规模的压缩也使得投资收益增长乏力。与此同时，作为政策性担保公司，公司承担一定的扶持中小微企业发展、降低社会融资成本等政策职能，为此公司对符合条件的担保业务减免收取担保费，也在一定程度上影响公司营业收入的实现。受上述因素的影响，近年公司营业收入呈负增长趋势，2017 年实现营业收入 2.47 亿元，其中担保费收入、利息收入、投资收益分别占 32.99%、35.72%和 26.24%，担保收入和利息收入对营业收入的贡献度有所下降。

近年来，受之前年度担保费率较高的担保业务解保导致准备金转回的影响，公司提取的未到期责任准备为负；另一方面，出于谨慎性考虑，公司加大了对可供出售股权投资减值准备的计提力度，相关资产减值损失规模有所上升，加之随着业务的发展，其管理费用持续增加，公司营业总成本保持上升趋势，2017 年营业总成本为 0.67 亿元，费用收入比相应增至 29.04%。

近年来，在担保业务和委托贷款业务相关收入下降以及股权投资减值准备计提力度加大和管理费用增长导致相关成本上升双重影响下，公司净利润有所下降，2017 年实现净利润 1.45 亿元，平均净资产收益率降至 3.51%；同时受收到产业引导基金的影响，平均资产收益率被摊薄至 1.71%，整体盈利水平有待提升（见附录 3：表 3）。

2018 年 1-6 月，公司实现营业总收入 1.74

亿元。其中，担保业务收入 0.15 亿元，利息收入 1.50 亿元，投资收益 0.08 亿元。

总体看，由于国内宏观经济下行、公司为缓解小微企业和“三农”融资难融资贵问题下调担保费率、政策性减收担保费以及委贷业务利率下行等因素的影响，公司担保业务和委贷业务受到一定负面影响，营业总收入有所下降，加之股权投资减值准备计提力度的加大和业务发展导致管理费用的上升，其盈利能力有所下滑，盈利水平有待提升。

4. 资本充足率及代偿能力

公司面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果公司不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流状况来看，近年来，由于收回委托贷款收到现金的波动，公司经营性现金流呈现出净流出与净流入的交替性变化；由于理财产品投资带来投资到期收回现金的提升，投资性活动现金流由净流出转为净流入状态；由于收到省财政厅拨付的 60.00 亿元产业投资引导基金，筹资性活动现金净流入量大幅上升（见附录 3：表 4）。整体看，公司现金流充裕。

近年来，随着期末担保余额的不断增长，公司担保放大倍数保持上升趋势，2017 年末为 3.95 倍；另一方面，由于控股股东黑龙江省财政厅对公司实施增资，根据公司财务报表估算，2017 年末公司净资本规模有所上升，同时理财产品投资规模的减少也使得其净资本比率呈现上升趋势，2017 年末净资本比例为 67.24%（见附录 3：表 5）。

联合资信根据公司的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期

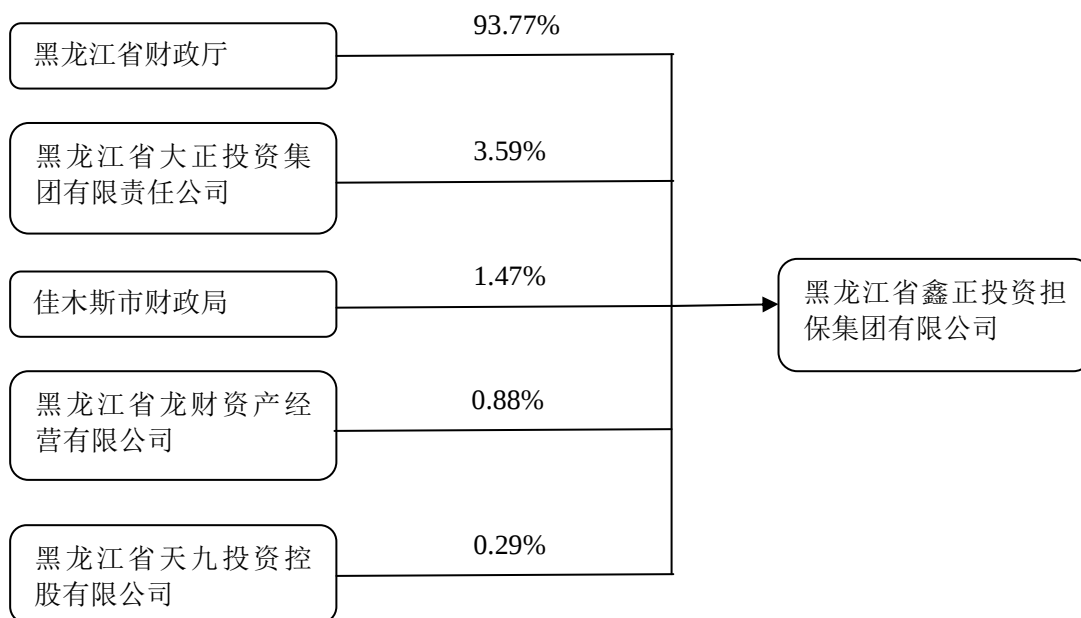
限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。公司担保规模的扩大带动担保业务组合风险值明显上升，资本覆盖率随之下降。经联合资信估算，2017 年末公司资本覆盖率为 178.72%，资本仍充足。

2018 年以来，由于基金对外投资增加暂在其他应收款会计科目挂账，公司其他应收款规模快速增长，根据财务报表估算的净资本比例随之下降，2018 年 6 月末净资本比例为 59.56%。

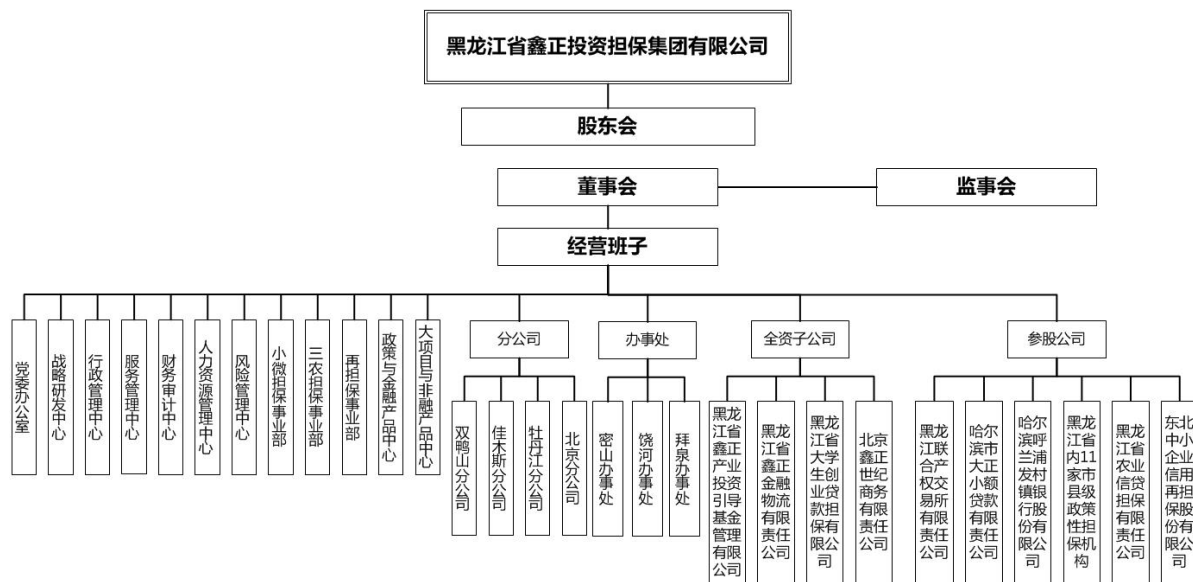
七、评级展望

鑫正担保是黑龙江省政府管理的省级政策性担保机构，公司股东背景强，能够在资金、业务、管理等方面给予公司有力支持。近年来，公司集团化和业务多元化布局初步完成，担保业务在黑龙江省内担保市场继续保持较强的竞争优势；同时，随着控股股东黑龙江省财政厅对公司持续增资并拨付产业投资引导基金，公司资本实力得到提升的同时也使得其运营资金得到较大程度的补充，为业务的持续发展提供了保障；此外，公司担保业务存量客户经营逐步稳定，加之自身风险管理水平的提升和代偿资金追偿力度的加大，其担保代偿率于 2017 年明显下降，处于行业较好水平。另一方面，受国内宏观经济下行、公司为缓解小微企业和“三农”融资难融资贵问题下调担保费率、政策性减收担保费以及委贷业务利率下行等因素的影响，公司营业总收入有所下降，加之股权投资减值准备计提力度较大以及业务发展较快带来管理费用的上升，其盈利水平受到一定负面影响，盈利能力有待进一步提升。根据公司面临的外部经营环境、股东支持因素以及自身经营情况，联合资信认为公司未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

附录 1 股权结构图



附录 2 组织结构图



附录3 主要数据及指标

表1 公司担保业务统计数据 单位：亿元/户

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
当年担保业务发生额	93.58	97.28	52.80
直接担保业务发生额	93.58	91.08	51.80
其中：融资担保	84.91	84.82	51.18
非融资担保	3.67	0.25	0.62
金融担保	-	6.00	-
债券担保	5.00	-	-
再担保业务发生额	-	6.20	1.00
其中：债券担保-额度分入	-	5.00	1.00
期末担保业务在保户数	2743	2461	1786
直接担保业务户数	2738	2455	1782
其中：融资担保	2688	2412	1701
非融资担保	45	38	76
金融担保	4	5	5
债券担保	1	-	-
再担保业务户数	5	6	4
其中：债券担保-额度分入	5	5	4
期末担保业务责任余额	164.18	124.46	93.50
直接担保业务责任余额	146.18	105.26	80.50
其中：融资担保	128.09	87.85	65.62
非融资担保	7.30	5.29	5.31
金融担保	7.29	12.11	9.58
债券担保	3.50	-	-
再担保业务责任余额	18.00	19.20	13.00
其中：债券担保-额度分入	18.00	18.00	13.00

数据来源：公司提供相关资料，联合资信整理。

表2 公司资产构成情况

单位：亿元/%

项 目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	88.65	77.03	26.76	49.29	16.45	33.26
其中：产业投资引导基金	60.00	52.13	-	-	-	-
存出保证金	1.79	1.55	2.60	4.79	2.99	6.04
投资资产	18.13	15.75	18.32	33.76	24.88	50.32
其中：委托贷款	8.42	7.32	6.12	11.28	8.74	17.68
固定资产净额	1.43	1.25	1.63	3.01	1.70	3.44
其他类资产	5.09	4.42	4.97	9.15	3.43	6.93
合 计	115.09	100.00	54.28	100.00	49.45	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

注：由于产业投资引导基金只是代为运作，因此该部分资产在实际分析资产构成时应予以剔除。

表 3 公司盈利指标

单位：亿元/%

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	2.47	2.65	3.72
担保费收入	0.82	0.88	1.33
利息收入	0.88	1.06	1.34
投资收益	0.65	0.64	1.02
营业总成本	0.67	0.50	1.60
提取担保赔偿准备金	-0.08	-0.03	0.00
提取未到期责任准备	-0.04	-0.22	0.00
资产减值损失	0.01	-0.06	0.90
管理费用	0.72	0.70	0.65
净利润	1.45	1.64	1.62
费用收入比	29.04	26.28	17.36
平均资产收益率	1.71	3.17	3.46
平均净资产收益率	3.51	4.14	4.39

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 4 公司现金流情况

单位：亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年
经营性现金流量净额	-0.77	5.70	-3.06
投资性现金流量净额	3.21	4.56	-3.20
筹资性现金流量净额	59.46	0.05	1.00
现金及现金等价物净增加额	61.90	10.31	-5.26
现金及现金等价物余额	88.65	26.76	16.45

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

表 5 公司资本充足性指标

单位：亿元/倍/%

项 目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
担保责任余额(亿元)	164.18	124.46	93.50
净资产(亿元)	40.48	39.96	37.32
净资本(亿元)	27.22	26.33	23.72
担保放大倍数(倍)	4.06	3.03	2.44
净资本比率(%)	67.24	65.90	63.55
资本覆盖率(%)	175.10	210.61	253.48

数据来源：公司合并及母公司审计报告和提供资料，联合资信整理。

注：净资产、净资本、净资本比率及资本覆盖率均以母公司口径计算测得；担保责任余额及担保放大倍数为合并口径计算测得。

附录 4 主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产
客户集中度	在保责任余额/净资产
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
费用收入比	业务及管理费/营业收入
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
当年担保代偿率	当年担保代偿额/当年解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
净资本	经调整的资产—经调整的负债
担保放大倍数	期末担保余额/净资产
融资性担保放大倍数	融资性担保余额/净资产
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附录 5-1 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等(投资级)包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等(投机级)包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等(破产级)包括一个信用级别，即 C 级。除 AAA 级、CCC 级(含)以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高于或略低于本等级。各等级含义如下：

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

附录 5-2 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

联合资信评估有限公司关于 黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司 主体信用评级的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。