

信用等级公告

联合[2016] 706 号

联合资信评估有限公司通过对牡丹江市城市投资集团有限公司及其拟发行的 2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

牡丹江市城市投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月三十日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 9 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年计息, 分期还本, 从第 3 年起
每年偿还本金的 20%

发行目的: 用于主城区棚户区改造项目建设

评级时间: 2016 年 5 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	170.96	176.24	192.64
所有者权益(亿元)	118.25	119.94	126.66
长期债务(亿元)	36.74	40.84	43.39
全部债务(亿元)	37.89	41.74	45.30
营业收入(亿元)	7.97	9.15	9.12
利润总额(亿元)	2.15	2.30	1.75
EBITDA(亿元)	2.29	2.75	1.94
经营性净现金流(亿元)	-11.68	-12.11	-7.05
营业利润率(%)	14.29	11.95	8.99
净资产收益率(%)	1.61	1.73	1.28
资产负债率(%)	30.83	31.94	34.25
全部债务资本化比率(%)	24.27	25.82	26.34
流动比率(%)	1099.62	880.88	678.84
全部债务/EBITDA(倍)	16.51	15.17	23.29
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.25	0.31	0.22

分析师

李毅婷 竺文彬 邢宇飞

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

牡丹江市城市投资集团有限公司(以下简称“公司”)是牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在所辖区内市场份额高及政府支持力度大等方面具有的优势。同时联合资信也关注到, 公司资产流动性较弱、收入实现质量下降、项目未来收益的实现存在不确定性及对外部融资依赖程度较高等因素对其整体偿债能力可能带来的不利影响。

公司拥有较丰富的土地资源和保障房项目储备, 未来可为公司带来收益, 公司业务发展具备良好空间。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置了提前分期偿付条款, 有助于降低本期债券的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 作为牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体, 公司在所辖区内市场份额高, 具有显著优势。
2. 公司在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购和应收款项还款安排等方面获得政府的大力支持。

关注

1. 近年来牡丹江市本级财政实力有所下降, 转移支付对综合财力贡献大, 地方政府债务负担较重。
2. 近年来公司收入实现质量下降, 应收账款大幅增加。公司资产中存货占比高, 应收

款项规模较大，给公司资金带来一定资金周转压力，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 随着项目建设持续推进，公司债务规模快速增长，且未来投资规模较大，预计公司未来将面临较大的对外融资压力。
4. 本期债券募投项目自行销售情况可能存在一定不确定性，项目现金流入与偿债进度可能存在不匹配性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与牡丹江市城市投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与牡丹江市城市投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因牡丹江市城市投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由牡丹江市城市投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”或“牡丹江城投”）前身为牡丹江市新曙光城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“新曙光城建”）。2000年7月6日，由牡丹江市建设委员会、牡丹江市中环路公司、牡丹江水泥集团有限责任公司、牡丹江市热电总公司、中房集团牡丹江房地产开发公司、牡丹江市华威房地产开发建筑总公司、黑龙江信大集团股份有限公司以及牡丹江市亨通房地产开发有限公司8名股东出资设立新曙光城建，初始注册资本为22.47亿元。2006年10月12日，根据股东会决议，公司名称由“牡丹江市新曙光城市建设投资开发有限责任公司”变更为“牡丹江市城市投资集团有限公司”，于2006年12月25日办理工商变更登记手续。历经多次股权变更后，2009年7月15日，根据《牡丹江市人民政府专题会议纪要》（第14届176次会议），会议决定将牡丹江市国资委持有公司100%的股权划至牡丹江市国有资产投资控股有限公司。股权变更后，牡丹江市国有资产投资控股有限公司持有公司100%的股权，为公司唯一股东。2015年9月，根据公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）的出资协议，国开发展基金对公司出资20186.00万元，占注册资本的7.32%；根据公司与中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发重点建设基金”）的出资协议，农发重点建设基金对公司出资30820.00万元，占注册资本的11.18%，增资后公司注册资本为275706万元。于2016年3月23日办理工商变更登记手续。截至2016年3月底，公司注册资本为27.57亿元。

公司主要经营范围包括：城市建设经营管理，投资开发，收费，城市道路智能系统的管理与维护（仅分公司经营）。

截至 2015 年底，公司设有党政办、投融资运营部、财务审计部、发展研究部、运营管理部、工程建设部、拆迁安置科、工程科、建

经科、销售科、总工办、采购中心和城投土储分中心（房屋征收实施中心）13 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 7 家（其中一家未纳入合并范围）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 192.64 亿元，所有者权益合计为 126.66 亿元（其中少数股东权益 0.39 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 9.12 亿元，利润总额 1.75 亿元。

公司住所：黑龙江省牡丹江市西安区七星街 103 号；法定代表人：宋景东。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概述

公司计划发行公司债券9亿元（以下简称“本期债券”），期限为7年。本期债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。本期债券无担保。

本期债券募集资金9亿元，计划全部投资于2014年牡丹江市主城区棚户区改造建设项目（以下简称“主城区棚户区改造项目”），其中，0.90亿元用于春晖园西苑三期项目，4.05亿元用于黄花棚户区改造项目，2.25亿元用于凤凰城A组团三期项目，0.90亿元用于富江南麓项目，0.90亿元用于润泽园项目：

表 1 募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目总投资总额比例
春晖园西苑三期项目	30711.35	9000.00	29.31
黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目	144854.22	40500.00	27.96
凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目	85422.43	22500.00	26.34
富江南麓项目	28898.48	9000.00	31.14
润泽园项目	34609.78	9000.00	26.00
合计	324496.26	90000.00	27.74

资料来源：公司提供

2. 募投项目概况

(1) 项目建设内容

主城区棚户区改造项目共涉及五个区域，分别为：

春晖园西苑三期项目，位于牡丹江市心血管医院以西，海林公路以北，春晖园西苑小区以东围合区域内。

黄花棚户区（凤凰城-A组团二期）项目位于牡丹江市海林公路以南、滨绥线以北、西牡丹街以东、西苑路以西围合区域内。

凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目，位于牡丹江市东至牡图线、西至沿堤街、北至滨绥线围合区域内。

润泽园项目，位于牡丹江市裕民路以东、农用地以西、兴民路以北、第三制药厂以南围合区域内。

富江南麓（东四跨江桥周边地块）项目，位于牡丹江市江堤路以西、铁路专用线以东、热电厂以北、东新安街以南围合区域内。

项目总征地面积121.9万平方米，重新规划后，动迁安置面积46.49万平方米，腾空地块面积75.41万平方米。主城区棚户区改造项目共包含五个棚户区改造项目，工程总用地面积46.49万平方米，总建筑面积88.38万平方米，包括地上建筑面积83.38万平方米，地下建筑面积5.00万平方米。项目用地性质为棚改安置房居住用地，土地使用权面积46.49万平方米，土地取得方式为行政划拨。

(2) 项目审批情况

牡丹江市发展和改革委员会（以下简称“牡丹江发改委”）以《关于牡丹江市城投置业有限公司春晖园西苑三期项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】26号）、《关于牡丹江市城投置业有限公司黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】27号）、《关于牡丹江市城投置业有限公司凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】28号）、

《关于牡丹江市城投置业有限公司富江南麓项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】29号）和《关于牡丹江市城投置业有限公司润泽园项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】30号）文件分别批准了项目可研报告。

根据牡丹江市国土资源局出具的《用地预审审查意见的函》，春晖园西苑三期项目、黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目、凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目、富江南麓（东四跨江桥周边地块棚户区改造）和润泽园棚户区改造项目用地符合土地利用总体规划，并获得建设用地规划许可证。前述项目均已获得牡丹江市环境保护局的《项目环境影响报告书的批复》（牡环建审【2014】057号、牡环建审【2014】100号、牡环建审【2014】141号、牡环建审【2014】115号、牡环建审【2014】114号）的批准。

(3) 项目资金来源

主城区棚户区改造项目投资总额为32.45亿元，由公司自筹资金6.52亿元。该项目拟使用本期债券募集资金9亿元，占总投资概算的27.74%。

(4) 项目进度

根据主城区棚户区改造项目可行性研究报告（以下简称“可行性研究报告”），该项目工程建设期3年，即2014年5月至2017年4月。

项目规划住宅用途均为回迁居民安置用房，居住建筑中以高层建筑为主，多层建筑为辅。住宅总建筑面积71.56万平方米，总户数9938套。住宅中套型建筑面积为40~80平方米8649套，以90~100平方米1289套。项目配建公用设施工程建筑面积1.13万平方米，每个项目区均设置物业管理、居委会（含治安联防站）、文化活动中心、门卫、水泵房、换热站、燃气调压站、变电所等公用设施。项目配建商服建筑面积10.69万平方米，主要为方便小区居民生活提供服务。项目规划地下工程建筑面积5.00万平方米，主要用于地下停车

场。

截至2016年3月底，项目累计完成投资5.01亿元。截至2016年3月底，建设进度情况如下：

春晖园西苑三期项目共13栋楼全部开工。B区7栋主体封顶，外墙涂饰接近尾声，安装工程完成70%。A区6栋基础开挖，桩基础施工，截至2016年3月底，已完成投资5700万元。

黄花棚户区（凤凰城-A组团二期）项目共开工28栋楼；包含住宅3103套。7栋楼近完工状态；11栋主体封顶，砌筑完成；10栋基础施工。截至2016年3月底，已完成投资24500万元。

凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目现已开工十栋楼，进行基础施工工程。截至2016年3月底，已完成投资2000万元。

润泽园项目建设19栋安置房，目前15栋楼已经实现主体封顶，4栋未开工。截至2016年3月底，已完成投资9400万元。

富江南麓（东四跨江桥周边地块）已开工，正在进行桩基础施工。截至2016年3月底，已完成投资8500万元。

（5）项目经济效益

项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入，分别为22.44亿元和15.86亿元。

根据可行性研究报告，项目总收入224352.66万元，其中：安置房上靠户型收入111444.80万元，商服销售收入92987.86万元，地下车位销售收入19920.00万元。（1）安置房上靠户型部分，最小户型上靠面积按950元/平方米收取差价，超面积部分按3800元/平方米收取。经测算，安置房上靠户型预计收入111444.80万元。（2）可销售商服部分，建筑面积106882.59平方米，预计平均销售单价8700元/平方米，经测算，商服销售预计收入92987.86万元。（3）对外出售车位部分，项目预计可提供1660个车位对外出售，预计销售单价12万元/个，经测算，地下车位销售预计

收入为19920.00万元。

根据牡丹江市人民代表大会常务委员会（以下简称“人大常委会”）于2015年10月30日出具的《关于同意市政府〈关于安排财政资金专项用于“2014年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告〉的决定》（牡人大发【2015】38号），人大常委会同意市政府给予公司补贴15.86亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

整体看，根据可行性研究报告的测算，项目自身收入22.44亿元，无法覆盖项目总成本，若考虑政府补贴，项目总收入与财政补贴收入合计38.30亿元，且假设补贴收入分8年等额发放，考虑营业税金及附加等因素，项目净收益为3.58亿元。同时，联合资信关注到，目前公司尚未收到该补贴收入，上述财政补贴文件未明确财政补贴的发放时间，补贴的发放与本期债券偿债进度可能存在一定不匹配性。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）三年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、

7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国

将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司主要从事牡丹江市区内的基础设施和保障性住房建设工作。

行业概况

中国城镇化发展迅速，2015 年，城镇人口比重达到 56.1%，比 2002 年上升了 18.07%，城镇人口为 77116 万人。但与此同时，中国城镇化进程中规模扩张的制约和品质提升的压力日渐凸显：一方面，城市外延的可用土地资源已接近极限，城市要转向内涵式发展，提高现有城市空间的利用品质和使用效率；另一方面，高速的城镇化进程带来大量住房需求，住

房供需失衡严重，政府需要提供多种形式的保障性住房以满足人们日益增长的居住需要。因此针对城市、工矿区人均面积小、居住条件差的危旧城区和棚户区开展改造，以及改善廉租住房和公共租赁住房配租标准不平衡导致廉租住房过剩空置的现状，是保障性安居工程的重要组成部分。

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁住房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁住房是指按照市场租金水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

2010年国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求“加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的70%，并优先保证供应；房

价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应”。

2011年3月14日第十一届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中明确：“强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营”。

2015年6月，国发[2015]37号“国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见”制定城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设三年计划（2015~2017年，以下简称“三年计划”）。2015~2017年，改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套（其中2015年580万套），农村危房1060万户（其中2015年432万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理、运行安全、服务便捷。

2015年，全国城镇保障性安居工程计划新开工740万套（其中各类棚改580万套），基本建成480万套。截至2015年底，已开工783万套，基本建成772万套，均超额完成年度目标任务，完成投资1.54万亿元。其中，棚改开工601万套，占年度目标任务的104%。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格快速上涨，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场将面临较大发展空间。

行业政策

20多年来，中国住房制度改革不断深化，

城市住宅建设持续快速发展,城市居民住房条件总体上有了较大改善,但城市廉租住房制度建设相对滞后,经济适用住房制度不够完善,政策措施还不配套,部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来,党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题,力争改善群众居住条件,并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的。

2007年国务院24号文通过《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》(以下简称“《意见》”)。《意见》明确了住房问题是重要民生问题,要切实建立健全城市廉租住房制度,地方各级人民政府要切实落实廉租住房保障资金,土地出让净收益用于廉租住房保障资金比例不得低于10%。同年,建设部139次常务会议通过《廉租住房保障办法》(以下简称“《办法》”),《办法》明确廉租住房保障方式、保障资金及房屋来源、申请与核准流程以及监督管理制度。其中,《办法》明确廉租住房保障用地,应当在土地供应计划中优先安排,采取划拨方式,保证供应;保障资金中资金主要来源为:财政预算,公积金增值收益,租金收入,土地出让净收益。

2011年国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》(以下简称“《指导意见》”),《指导意见》再次明确了保障房建设是党中央、国务院保障和改善民生采取的重大措施;要坚持政府主导,政策扶持,引导社会参与;确保用地供应,中央和地方政府加大财政资金投入力度,加大信贷支持,落实税费减免政策。同年,为保证保障房建设的信贷资金供应,央行、银监会联合发文(银发〔2011〕193号),要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作;保监会也对关于险资参与保障房建设方面给予明确的政策指导支持,目前保险资金已经参与了天津、上海的保障房建设,各金融监管部门对保障房建设持明确的支持态度。

2012年住建部,国家发改委,财政部,国

土资源部,人民银行,国家税务总局,银监会联合发布《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》(以下简称“《通知》”),《通知》鼓励和引导民间资本通过直接投资、间接投资、参股等多种方式参与保障性安居工程建设。

2013年6月26日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,研究部署加快棚户区改造,促进经济发展和民生改善,未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户,其中2013年改造304万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度;鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券;允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

2015年4月,财政部、国土资源部、住房城乡建设部、中国人民银行、国家税务总局、银监会联合下发“关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知”,鼓励运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理,提出公共租赁住房项目政府和社会资本合作模式和条件,明确合作项目适用政府和社会资本合作模式的公共租赁住房项目主要包括:(一)政府自建自管项目;(二)政府收购的符合公共租赁住房条件的存量商品住房项目;(三)符合公共租赁住房条件且手续完备、债务清晰的停工未完工程项目;(四)以企业为主建设管理的公共租赁住房项目,并列示相关管理体系及政策体系。

2. 区域经济概况

公司是牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体,主要从事牡丹江市城区市政基础设施及保障房代建业务。公司的经营发展主要取决于牡丹江市经济水平、财政实力以及未来发展规划。

牡丹江市位于黑龙江省东南部，面积3.88万平方公里，人口278万，其中市区常住人口97万。行政区辖东安、西安、爱民、阳明4个城区，东宁、林口、海林、宁安、穆棱5个县（市）。现有牡丹江、海林两个国家级经济开发区。牡丹江市是东北亚陆海联运大通道和欧亚大陆桥重要节点，东部毗邻俄罗斯滨海边疆区，边境线长211公里。境内有G11、G10国道和滨绥、图佳铁路通过，开通至韩国首尔、俄罗斯海参崴和北京、上海、广州、深圳、大连、三亚等十几条国际国内航线。绥芬河铁路、公路和东宁公路、牡丹江航空港4个国家一类口岸，牡绥地区已纳入国家“十二五”规划的重点开发开放地区，牡丹江成为中俄地方友好示范城市。

据初步核算，2015年，全市实现地区生产总值1186.3亿元，同比增长6.8%（含绥芬河为1318.4亿元，同比增长6.6%）。其中第一产业完成增加值220.8亿元，同比增长6.9%；第二产业完成增加值454.4亿元，同比增长5.9%；第三产业完成增加值511.1亿元，同比增长7.6%。三次产业结构为18.6:38.3:43.1（含绥芬河为16.8:35.6:47.6）；人均地区生产总值44913元，同比增长6.8%（含绥芬河为47468元，同比增长6.6%）；全市完成固定资产投资1019.9亿元，同比增长10.5%（含绥芬河1109.9亿元，同比增长5.8%），其中产业项目投资623亿元，同比增长29.5%，占全部投资的61.1%。分经济类型看，国有及国有经济控股投资279.7亿元，同比下降14.3%；民间投资734.3亿元，同比增长23.8%。截至2015年底，全市规模以上工业企业467户；实现增加值264.3亿元，同比增长4.5%；实现主营业务收入959.1亿元，同比增长2%；实现利税总额96.6亿元，同比增长2.4%；实现利润总额53.7亿元，同比增长3%。

2015年，牡丹江市（含绥芬河）实现全口径财政收入107.4亿元，同比下降23.6%。其中，市区完成47.3亿元，同比下降25.8%；县（市）完成60亿元，同比下降21.8%。公共财政预算

收入完成59亿元，同比下降33.1%；公共财政预算支出242.2亿元，同比增长1.2%。

3. 区域财政实力及政府债务

2013~2015年，牡丹江市本级一般公共预算收入分别为41.88亿元、42.87亿元和27.77亿元，其中2015年较上年下降35.23%；地方综合财力分别为95.44亿元、102.90亿元和87.88亿元。从财政收入结构来看，2015年，牡丹江市地方一般公共预算本级收入占地方综合财力的31.59%，其中，税收收入较上年下降10.69%，非税收入大幅下降59.69%；转移支付收入增长27.18%，是财政收入的有效补充，占当年综合财力的63.13%；国有土地使用权出让收入大幅下降68.59%。整体看，近年来牡丹江市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大。

表2 牡丹江市本级财政收入情况（单位：万元）

科目	2013年	2014年	2015年
（一）地方一般公共预算本级收入	418822	428703	277657
1. 税收收入	216052	213984	191106
2. 非税收入	202770	214719	86551
（二）转移支付和税收返还收入	420049	474953	554817
3. 一般性转移支付收入	226911	251957	320432
4. 专项转移支付收入	153277	184531	195677
5. 税收返还收入	39861	38465	38708
（三）国有土地使用权出让收入	102257	113729	35717
6. 国有土地使用权出让金	81196	100296	34277
7. 国有土地收益基金	19977	12073	588
8. 农业土地开发基金	1084	1360	852
9. 新增建设用地有偿使用费	0	0	0
（四）预算外财政专户收入	13256	11660	10634
地方综合财力	954384	1029045	878825

资料来源：牡丹江市财政局

2015年，牡丹江市地方综合财力87.88亿元，其中，一般公共预算收入27.77亿元，国有土地使用权出让收入3.57亿元。政府债务负担方面，截至2015年底，牡丹江市地方政府债务中，直接债务57.40亿元，担保债务余额36.20亿元；债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）

×100%)为85.90%。总体看,牡丹江市地方政府债务负担较重。

表3 牡丹江市地方政府债务余额及综合财力情况(单位:万元)

地方债务(截至2015年底)	金额	地方财力(2015年度)	金额
(一)直接债务余额	573951	(一)地方一般预算收入	277657
1、外国政府贷款		1、税收收入	191106
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	86551
3、国债转贷资金	589	(二)转移支付和税收返还收入	554817
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	320432
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	195677
6、国内金融机构借款	210204	3、税收返还收入	38708
(1)政府直接借款	16873	(三)国有土地使用权出让收入	35717
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	193331	1、国有土地使用权出让金	34277
7、债券融资	362969	2、国有土地收益基金	588
(1)中央代发地方政府债券	362969	3、农业土地开发资金	852
(2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	0
8、粮食企业亏损挂账		(四)预算外财政专户收入	10634
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	169		
11、其他	20		
(二)担保债务余额	361969		
1、政府担保的国外政府贷款	16649		
2、政府担保的国际金融组织贷款	10660		
(1)世界银行贷款			
(2)亚洲开发银行贷款	10660		
(3)国际农业发展基金会贷款			
(4)其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	149150		
4、政府担保的融资平台债券融资	180000		
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	5510		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	754935.5	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	878825
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		85.90%	

资料来源:牡丹江市财政局

总体来看,近年来牡丹江市经济稳步增长,市本级财政实力有所下降,转移支付对综合财力贡献大,地方政府债务负担较重。

5. 牡丹江市未来发展规划

牡丹江市“十三五”时期发展的总体目标是:实现地区生产总值比2010年提前一年翻一番,城乡居民人均收入稳定实现提前两年翻一番,全市脱贫任务提前三年完成。在此基础

上,努力实现更好更快发展,力争地区生产总值与城乡居民人均收入年均同步增长7%左右,城市综合竞争力明显提升。同时,“十三五”时期发展的主要任务如下:(1)坚持创新发展,提升经济实力。加快培育现代产业体系,着力发展林木林纸、绿色食品、精细化工、装备制造、新型建材、生物医药、现代旅游、现代物流8个重点产业,积极发展新材料、新能源、机器人、信息产业4个新兴产业,力争打

造医药、食品、装备、林木林纸、旅游 5 个百亿级产业；更加注重一二三产业融合发展，优化“粮经饲药菌”结构，实现境内、境外、林下“三个千万亩”，走生态绿色有机、特色高效精品农业发展道路。（2）坚持协调发展，增强载体功能。提升中心城市品质品位，打造“牡海宁”中心城市圈，高标准、高质量建设江南新城，五年内中心城市建成区面积和户籍人口分别达到 90 平方公里和 90 万人以上。加快推进国家新型城镇化综合试点，全市户籍人口城镇化率达到 65%以上；六县（市）全部进入全省十强县，四城区进入全省城区第一方阵，力争市经开区综合实力进入省内开发区前五位。

（3）坚持绿色发展，凸显生态优势。倡导绿色生活方式，养成尊重自然、保护生态、敬畏山水、热爱动植物的文化风尚，促进人与自然和谐相处。（4）坚持开放发展，放大区位优势。提升城市开放功能，加速推进基础设施互联互通，加快铁路、公路、机场、口岸和管网建设，重点建设“七铁两路一桥两机场”的开放大通道，成为东北东部高铁和高速公路节点城市、航空枢纽城市。加快开放型经济建设，构建开放型产业体系，2020 年全市争取培育进出口额超亿美元外向型企业 10 户以上，进口资源落地加工率达到 60%以上，地产品出口比重达到 20%以上。（5）坚持共享发展，增进群众福祉。按照市委执政为民、施政利民、从政亲民、察政问民的要求，坚守底线、突出重点、引导预期，注重机会公平，保障基本民生。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 27.57 亿元。其中，牡丹江市国有资产投资控股有限公司出资 22.47 亿元，占注册资本的 81.50%；国开发展基金出资 2.02 亿元，占注册资本的 7.32%；农发重点建设基金出资 3.08 亿元，占注册资本的 11.18%。牡丹江市国有资产投资控

股有限公司的唯一股东为牡丹江市国资委。因此，公司实际控制人为牡丹江市国资委。

2. 企业规模

公司是牡丹江市城区内最重要的基础设施建设及保障房建设主体，主要从事基础设施建设及保障房代建业务。近年来，公司已完成牡丹江市中环路、牡丹江市供水项目和牡丹江市东四跨江桥等基础设施建设项目及曙光新城等保障房项目，在所属区域具有垄断优势。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员 5 人，包括总经理 1 人，副总经理 4 人。

公司董事长、总经理宋景东先生，1966 年出生，研究生学历。历任牡丹江市林业局副局长、牡丹峰国家级自然保护区管理局局长、牡市棚户区改造和廉租房建设办公室常务副主任、牡市棚户区改造和廉租房建设办公室主任，自 2011 年 9 月至今任公司党委书记、董事长、总经理。

公司副总经理郝吉峰先生，1964 年出生，本科学历。历任绥芬河市交通局副局长、绥芬河市公路管理站站长、绥芬河市西城区管理委员会副主任，自 2009 年 8 月至今任公司副总经理。

公司副总经理何洪润先生，1974 年参加工作，曾任牡丹江市啤酒厂企业管理部部长；牡丹江市政府研究室办公室主任、经济组组长；牡丹江市城市投资集团有限公司总经济师；2011 年 11 月至今担任公司副总经理。

公司副总经理丁小龙先生，1975 年出生，本科学历。曾在黑龙江商业职业学院金融保险教研室历任教师、主任、监察审计处副处长，自 2012 年 7 月至今任公司副总经理。

公司副总经理任泽权先生，1968 年出生，本科学历。曾在牡丹江市经贸委产业结构科历任副主任科员、副科长，在牡丹江市经委企业改革指导科任科长。自 2012 年 10 月至今任公司副总经理。

截至 2015 年底，公司在职员工共计 193 人。从教育程度看，本科及以上 76 人，占 39.38%；大专 97 人，占 50.26%；高中中专 20 人，占 10.36%。从年龄看，50 岁以上 26 人，占 13.47%；30~50 岁 136 人，占 70.47%；30 岁以下 31 人，占 16.06%。

总体来看，公司高管人员具有较丰富的管理经验，公司员工结构合理，能够满足公司日常工作需要。

4. 政府支持

公司是牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，牡丹江市政府在各个方面均给予公司大力支持。

(1) 土地资产划拨

根据《关于将土地使用权无偿划转至市城投集团公司的批复》（牡国资办【2012】8号），牡丹江市国有资产监督管理委员会（以下简称“国资办”）将市区22片，45宗土地，420万平方米土地无偿划转给公司，用于增加资本公积，划转基准日为2012年9月30日。根据哈尔滨国源土地房地产估价有限公司预估的《土地预算说明》，截至2012年6月30日，该土地资产价值为58.44亿元。

根据《关于将国有土地资产划转至牡丹江市城市投资集团有限公司的决定》（牡国资办【2012】9号），国资办将32宗地块，面积为213.82万平方米用地的土地使用权无偿划转给公司，作为资本性投入增加公司资本公积，截至2012年9月29日评估值为60.22亿元。

上述77宗土地按照已扣除需缴纳的40%土地出让金的净值入账，因此，划拨土地资产形成的资本公积71.19亿元。

(2) 道路、桥梁等资产划拨

公司获得划拨的道路、桥梁、公园等公益资产共计 43.24 亿元，计入公司注册资本及资本公积。

(3) 政府补贴款

为支持公司建设，牡丹江市财政局给予公

司一系列财政补贴款。2013~2015年，公司分别获得政府补贴1.33亿元、1.55亿元和1.35亿元。

根据牡丹江市人民代表大会常务委员会于2015年10月30日出具的《关于同意市政府〈关于安排财政资金专项用于“2014年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告〉的决定》（牡人大发【2015】38号），人大常委会同意市政府提出的给予公司补贴15.86亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

(4) 项目委托代建回购

作为牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，公司按照项目与市政府签订委托代建协议，享有8~15%项目委托建设管理费率。依据市政府每年出具的回购收入确认函，公司按照审计决算确定的实际投入金额加成委托建设管理费率确认收入。

(5) 应收款项还款安排

根据牡丹江市政府出具的《关于牡丹江市城市投资集团有限公司应收款项情况的通知》（以下简称“应收款项还款安排”），近年来公司由于承担了城市建设任务及公司自身业务发展形成了对相关公司及政府部门的应收（其他应收）款项，截至2014年底，公司应收账款和其他应收款合计22.26亿元，其中对政府及政府相关部门的应收款项合计16.18亿元。为保障资金落实到位，决定将大庆路北侧、铁路三角线东、西两侧地块出让收益作为政府机构应付资金的偿还来源，上述地块在未来五年完成出让后，出让收入扣除相关税费将优先用于支付政府机构应付的16.18亿元资金。截至2015年底，公司尚未收到上述应收款项回款，同期，由于公司未收到部分工程代建回购款项，新增对牡丹江市财政局应收账款6.69亿元。

公司应收款项的回款在牡丹江市政府的安排下得到一定保障，但近年来公司收入实现质量下降，且该款项偿还来源为土地出让收益，未来土地出让时间及出让价格存在一定不确定性。联合资信将持续关注上述应收款项回

款资金到位情况。

表4 土地明细及预计土地出让收益情况表（单位：亩、万元/亩、万元）

土地范围	土地用途	预计出让面积	出让均价	预计出让收益	土地开发成本	预计可利用净收益	预计出让时间
西十一条路以东、铁路专用线以南、规划路以北	商住	330.00	136.00	44880.00	6732.00	38148.00	2016 年
西十一条路以西、滨绥铁路专用线以南、规划路以北	商住	370.00	138.00	51060.00	7659.00	43401.00	2017 年
西十一条路以西、绥满铁路专用线以北、规划路以南	商住	370.00	140.00	51800.00	7770.00	44030.00	2018 年
大庆路以北、庆北三路以东、规划路以西、铁路专用线以南	商住	386.00	142.00	54812.00	8221.80	46590.20	2019 年
规划路以南、铁路专用线以北	商住	390.00	145.00	56550.00	8482.50	48067.50	2020 年
合计	--	1846.00	--	259102.00	38865.30	220236.70	--

资料来源：牡丹江市人民政府

（6）资本金注入

2015年9月根据公司与国开发展基金的出资协议，国开发展基金对公司出资20186.00万元，占注册资本的7.32%；根据公司与农发重点建设基金的出资协议，农发重点建设基金对公司出资30820.00万元，占注册资本的11.18%，增资后公司注册资本为275706万元。于2016年3月23日办理工商变更登记手续。上述注资根据协议约定不同，专项用于投资公司不同项目，其中，国开发展基金将在2024年、2025年、2027年或2030年及之前年度通过由牡丹江国有资产投资控股有限公司逐年回购该基金持有公司股权的方式或市场化方式退出，农发重点建设基金将在2029年及之前年度通过由牡丹江市人民政府逐年回购该基金持有公司股权的方式或市场化方式退出，投资期内，国开发展基金与农发重点建设基金获得不超过1.2%的平均年化投资收益。

整体上，政府及相关机构在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购、应收款项还款安排及资本金注入等方面给予公司大力支持。同时，联合资信关注到公司尚未收到安排的应收款项回款，且由于未收到回购款项导致应收账款规模继续增加。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由牡丹江国有资产投资控股有限公司全资控股的有限公司，已按照《中华人民共和国公司法》及其他相关法律的要求，建立了较为完整的公司治理机制和经营管理体制，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供了有效支持。

股东会是公司的权力机构，由全体股东组成，行使修改公司章程，决定公司的合并、分立、解散、增减注册资、选举和更换董事、监事等重大事项的职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。若有股东以外的第三方拟购买公司股权，在同等条件下，股东国开发展基金、农发重点建设基金应优先于股东牡丹江国有资产投资控股有限公司转让给受让方。股东牡丹江国有资产投资控股有限公司拟转让其持有的公司股权，应先向股东国开发展基金、农发重点建设基金发出书面通知，告知其转让股权的意向，股东国开发展基金、农发重点建设基金有权按照届时持股比例在同等条件下优先购买拟转让的股权。股东会会议由董事长主持。股东会应当对所议事项的决定作出会议记录，出席会议的股东应当在会议记录上签名。公司向其他企业投资或者为他人提供担保，由股东会议决定。

公司设董事会，成员为五人，由股东会选

举和更换，董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人，董事长为公司法定代表人，由股东会选举产生，并依法登记。董事会负责向股东会报告工作、执行股东会的决议、审定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案和决算方案、制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案、制定合并、分离、变更公司形式、解散的方案等。董事会会议分定期和临时会议，定期会议每年召开不少于两次，董事会应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议必须经全体董事的过半数通过。

公司设总经理一名，由股东聘任或解聘。总经理对股东会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度、拟定公司的具体规章等。

公司设监事会，成员为五人，由股东会选举产生，监事的换届、罢免由股东会决议。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事会负责检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会的董事、高级管理人员提出罢免的建议；对董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东会提出提案等。监事可以列席董事会会议。监事会会议分为定期和临时会议。定期会议每六个月召开一次。监事会决议应当经半数以上监事通过。

2. 管理水平

根据公司业务规划和发展需要，公司设有党政办、投融资运营部、财务审计部、发展研究部、运营管理部、工程建设部、拆迁安置科、工程科、建经科、销售科、总工办、采购中心和城投土储分中心（房屋征收实施中心）13个

职能部门。

公司制定了详尽的《流程与制度手册》，包含行政管理、人力资源管理、财务管理、资金活动管理、工程项目、资产管理、合同管理、审计监察等部分。

行政管理方面，公司制定了行政管理制度，涵盖了公文处理办法、印章使用管理办法、档案管理制度、信息管理办法、保密工作制度等，对公司行政管理涉及各方面的制度和流程做出了规定。

人力资源管理方面，公司制定了人事管理制度、中层干部竞争上岗制度、员工工作纪律管理规定、工会工作制度等，为公司岗位设置、人员引进、人员使用、人员开发、人员退出整个流程建立相关制度，确保公司人力资源整体工作计划与公司发展目标相适应。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度、财务预算管理制度、财务审批办法、项目资金管理办法、现金管理制度等，形成适应公司发展的决策机制、执行机制和监督机制，确保公司经营管理财务目标的实现。

资金活动管理方面，公司制定了投资管理制度和融资管理制度用来规范公司的投资行为、融资行为。

工程项目管理制度从工程报批、招投标、工程计量支付、工程质量及安全管理等方面对公司工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的工作流程进行规范。

资产管理方面，针对公司所属的所有固定资产和低值易耗品的管理，公司制定了资产管理制度；对公司控制的所有全资分、子公司和控股分、子公司，公司制定了分、子公司重大投资项目管控制度；长期股权投资决策方面，公司制定了长期股权投资决策管理制度。

此外，公司制定了合同管理制度及监察审计制度用以规范公司的相关流程。

总体看，公司已建立起规范的现代法人治理结构，各项管理制度比较完善。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为牡丹江市重要的基础设施建设及保障房建设主体，主要从事牡丹江市城区市政基础设施及保障房代建业务。2013~2015年，公司实现主营业务收入分别为7.96亿元、9.13亿元和9.08亿元。其中，市政基础设施建设（代建收入）为公司收入的主要组成部分，2013~2014年，该板块毛利率稳定在13.04%，为回购的加成比率15%项目产生的收入，2015年，由于回购的怡馨园项目签订的加成比率为

8%，导致该板块毛利率大幅下降；房地产开发收入规模波动上升，主要由于公司出售的商品房项目进入尾盘销售状态；2014年公司新增机床销售收入规模占比较小，但受外部环境因素影响该子公司业绩较差，毛利率为负，且2015年收入水平进一步下降；公司工程施工收入规模波动幅度较大，毛利率持续下降。整体看，2013~2015年，公司毛利率分别为16.34%、14.05%和9.84%，公司整体毛利率逐年下降主要由于毛利率较高的房地产开发业务的逐渐退出，且2015年主营收入的重要构成代建收入毛利率大幅下降。

表5 2013~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
市政基础设施建设（代建收入）	67185.35	58422.04	13.04	79452.74	69089.34	13.04	80863.49	74873.60	7.41
房地产开发	11348.99	7509.94	33.83	7299.76	4309.41	40.97	8354.30	5171.53	38.10
机床销售收入	0.00	0.00	--	1443.76	2549.66	-76.60	639.69	951.58	-48.76
工程施工	1107.46	700.26	36.77	3093.06	2514.20	18.71	948.75	874.04	7.87
物业费	1.44	0.00	100.00	1.62	0.00	100.00	0.00	0.00	--
合 计	79643.24	66632.25	16.34	91290.94	78462.61	14.05	90806.23	81870.76	9.84

资料来源：公司提供及审计报告

2. 经营模式

市政基础设施建设

作为牡丹江市国资委下属的牡丹江市城区重要的国有公司，公司是牡丹江市城市基础设施建设主体之一。

公司按项目与牡丹江市人民政府（以下简称“市政府”）签订委托代建协议，按照协议约定由公司负责办理与施工建设相关的各项审批手续、组织协调拆迁安置工作，与各设计、施工、监理等单位摊派并签订各类承包合同并支付承包费，筹集并管理项目资金。由市政府根据审计决算确定的实际投入金额加成15%（2011年及之前加成比例为8%）向公司支付委托建设管理费的方式回购。

账务核算方面，公司项目建设成本分别反映在资产负债表“存货”和现金流量表“购买商品、接受劳务支付的现金”科目。

近年来，公司已完成的基础设施建设项目包括牡丹江市中环路项目、牡丹江市供水项目和牡丹江市东四跨江桥项目等。截至2015年底，公司在建项目为牡丹江市东四跨江桥二期工程项目，该项目于2011年6月开工，于2013年10月8日正式通车，尚有部分便道没有铺装完成，该项目总投资为4.50亿元，截至2015年底，已投资4.45亿元。

保障房开发

公司保障房开发业务分为两种模式，一种为政府代建回购：作为牡丹江市城区内投资和建设保障房的重要主体，公司及公司子公司牡丹江市城投置业有限公司（以下简称“城投置业”）按项目与市政府签订委托代建协议，按照协议约定由公司（或城投置业）负责办理与施工建设相关的各项审批手续、组织协调拆迁安置工作，与各设计、施工、监理等单位摊派

并签订各类承包合同并支付承包费，筹集并管理项目资金。由市政府根据审计决算确定的实际投入金额加成15%（2011年及之前加成比例为8%）向公司支付委托建设管理费的方式回购。预收的项目资本金计入其他应付款及专项应付款保障房建设所需用地为政府划拨地。

账务核算方面，公司项目建设成本分别反映在资产负债表“存货”和现金流量表“购买商品、接受劳务支付的现金”科目；公司保障房开发回购收入反映在“主营业务收入——市政基础设施建设（代建收入）”中。公司提前收到政府拨付的项目资本金计入其他应付款及专项应付款；代政府收取用户缴纳的房款计入预收款项。

公司已完成建设的保障房项目为曙光新城项目，已由市政府于2011年确认回购。公司按照政府确认的完工进度确认收入，根据牡丹江市人民政府每年出具的政府回购项目确认函，2012~2015年，公司承建的保障房项目回购情况如下表：

表 6 2012~2015 年公司保障房项目回购情况

（单位：亿元）

确认时间	项目名称	成本价	回购价款	回购款小计
2012 年	江南公租房项目	1.31	1.51	1.51
2013 年	春晖园东苑公租房项目	3.15	3.63	6.72

表 7 截至 2015 年底公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	项目资金来源	建设单位
北悦城	59922	57681	贷款、自筹	城投置业
银龙湾	36099	36099	贷款、自筹	城投置业
兴隆幸福家园	17677	19220	贷款、自筹	城投置业
西城绿都	19198	14127	贷款、自筹	城投置业
东湖丽景	17853	18438	贷款、自筹	城投置业
民安绿苑	15832	11957	贷款、自筹	城投置业
圣林新居	18450	17574	贷款、自筹	城投置业
花河新城	17529	14685	贷款、自筹	城投置业
逸品尚城	43035	33209	贷款、自筹	城投置业
阅江城	100000	36814	贷款、自筹	城投置业
东苑公租房	74163	44818	贷款、自筹	城投集团
西苑公租房	24000	25532	贷款、自筹	城投集团

	北悦城项目	2.69	3.09	
2014 年	江南公租房项目	3.56	4.09	7.94
	北悦城项目	1.62	1.86	
	银龙湾项目	1.74	2.00	
2015 年	怡馨园项目	6.24	6.74	8.08
	东湖丽景项目	1.24	1.34	
合计	--	21.55	24.26	24.26

资料来源：公司提供的政府回购项目确认函

注：其中2015年回购的怡馨园项目加成比例为8%，因此2015年公司代建收入毛利率大幅下降。

第二种保障房开发业务模式为自行销售，目前公司采取自行销售模式的项目为本期债券募投项目，项目收入包含安置房上靠户型收入、商服销售收入及地下车位销售收入（详见“募投项目概况”）。募投项目用地性质为棚改安置房居住用地，土地取得方式为行政划拨，项目中包含的商服销售及地下车位销售部分，将由公司在销售前补缴土地出让金。

截至2015年底，公司在建保障房主要包括凤凰城项目（包含黄花棚户区改造、凤凰城A组团三期）、东苑棚户区（包含润泽园）、西苑棚户区（包含春晖园西苑三期）、阅江城、怡馨园项目、东苑公租房等，总投资合计111.62亿元，已投资金额57.29亿元，公司在建保障房项目未来仍需投入约54.33亿元。公司在建项目投资规模较大，未来投资压力较大。

江南公租房	57965	59761	贷款、自筹	城投集团
东苑棚户区	180000	22796	贷款、自筹	城投集团
西苑棚户区	106000	66000	贷款、自筹	城投集团
怡馨园项目	83000	63000	贷款、自筹	城投集团
凤凰城项目	245481	31139	贷款、自筹	城投置业
合计	1116204	572850	--	--

资料来源：公司提供

商品房开发

公司子公司牡丹江龙裕开发公司（以下简称“龙裕公司”）成立于 2007 年，初始注册资本为 2060 万元人民币，其中公司以货币出资的方式出资 1060 万元，出资占比 51.46%；上海浦裕投资发展有限公司以货币出资的方式出资 1000 万元，出资占比 48.54%。

龙裕公司开发的帝景豪庭项目为商品房项目，占地 1.72 万平方米，建筑面积 7.20 万平方米，项目资金由公司自筹，该项目目前处于尾盘销售阶段。2013~2015 年，公司实现的房地产开发收入分别为 1.13 亿元、0.73 亿元和 0.84 亿元，毛利率分别为 33.83%、40.97%和 38.10%。房地产开发近年来成为公司营业收入的重要组成部分，但随着帝景豪庭项目销售的收尾，该板块收入将持续下降。

工程施工

公司工程施工业务主要由子公司牡丹江市城投建设工程有限公司（以下简称“城建工程”）负责，该公司于 2012 年成立，具有市政公用工程施工总承包三级及地基与基础工程专业承包三级资质。

2013~2015 年，公司工程施工业务实现收入分别为 1107.46 万元、3093.06 万元和 948.75 万元，该板块收入波动幅度很大，2015 年收入大幅下降，主要是部分工程未结算，因此未确认收入。

城建工程业务范围主要分布于牡丹江市城区内，截至 2015 年底，城建工程重大在建项目 4 个，合计合同金额达 8807 万元。2015 年公司签约合同金额为 11261 万元，为 2014 年金额的 101.35%，城建工程自成立以来业务规模快

速增长，但每年完工合同金额波动较大。其中，合同金额较大的项目主要包括江南公租房装修和胡商一路等。

表 8 公司重大在建工程情况（单位：万元）

项目名称	金额	工期起始日	预计完工日
江南公租房装修	3398	2014.10	2015.11
西三条路同心广场	896	2014.11	2015.11
电梯洞口包口	354	2015.4	2016.6
胡商一路	4159	2015.9	2016.10
合计	8807	--	--

资料来源：公司提供

表 9 2013~2015 年公司签约合同情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约合同金额	3334	11111	11261
完工合同金额	3115	9464	4358

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的三年连审审计报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围变化方面，2014 年，公司通过购买取得牡丹江迈克机床制造有限公司的控制权，纳入合并范围；2015 年，公司合并范围没有新增子企业，其中子企业牡丹江市城投资产管理公司由于实际未出资未纳入合并范围。报告期内纳入合并范围的新增公司资产及净资产规模较小，对财务数据可比性影响较小。

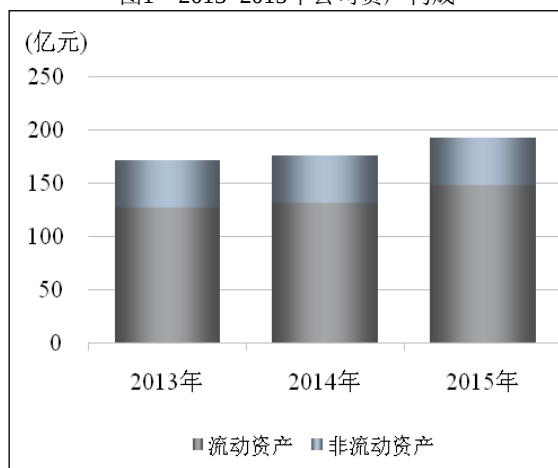
截至 2015 年底，公司合并资产总额为 192.64 亿元，所有者权益合计为 126.66 亿元（其中少数股东权益 0.39 亿元）。2015 年，

公司实现营业收入 9.12 亿元，利润总额 1.75 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额分别为 170.96 亿元、176.24 亿元和 192.64 亿元，年均增长 6.15%，资产总额有所增长，主要是存货增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 76.77%，非流动资产占 23.23%。公司资产以流动资产为主。

图1 2013~2015年公司资产构成

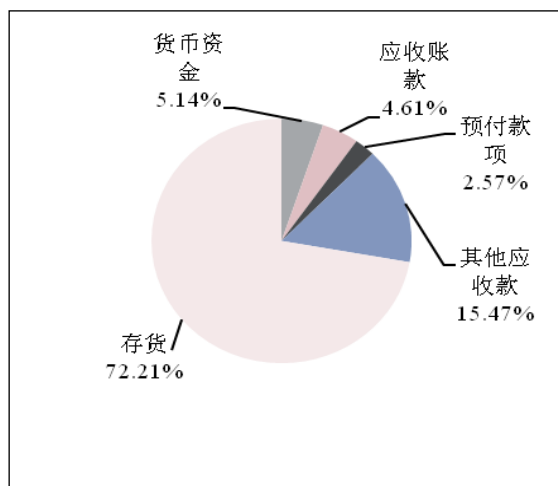


资料来源：公司审计报告

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产分别为 126.69 亿元、131.54 亿元和 147.89 亿元，年均增长 8.04%，流动资产较快有所长，主要是存货增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 5.14%）、应收款项（占 4.61%）、预付款项（占 2.57%）、其他应收款（占 15.47%）和存货（占 72.21%）构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金分别为 7.52 亿元、4.21 亿元和 7.60 亿元，年均增长 0.53%，货币资金波动幅度较大，主要是银行存款波动较大所致。截至 2015 年底，公司银行存款占货币资金的 99.99%。

2013~2015 年，公司应收账款分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 6.82 亿元，年均增长 1593.45%，应收账款快速增长，主要是 2015 年新增应收牡丹江市财政局回购款 6.69 亿元所致。截至 2015 年底，公司应收牡丹江市财政局的回购款占应收账款总额 97.93%（账龄为 1 年以内），其余金额较大主要为应收个人的收房款。

2013~2015 年，公司预付款项分别为 3.72 亿元、3.81 亿元和 3.80 亿元，年均增长 1.09%，预付款项保持相对稳定，截至 2015 年底，主要预付款为预付牡丹江利华置业有限公司（占 37.92%）、牡丹江福顺房地产开发有限责任公司（占 16.80%）、黑龙江星海建设工程发展有限公司（占 6.38%）、牡丹江市安装工程有限公司（占 2.77%）和哈尔滨众志建筑工程有限公司（占 2.37%）等公司的工程款。

2013~2015 年，公司其他应收款分别为 22.59 亿元、22.23 亿元和 22.88 亿元，年均增长 0.63%，其他应收款保持相对稳定，主要为与牡丹江新区城市投资有限公司和牡丹江中冶置业有限公司的借款以及与牡丹江市城市开发建设有限公司和牡丹江市棚廉办征收实施中心的往来款等。截至 2015 年底，公司未对牡丹江新区城市投资有限公司等列入其他组合的其他应收款（20.76 亿元，占其他应收款总额的 90.25%）计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占其他应收款总额的 9.75%，计提坏账准备 1198.86 万元，计提比例 5.35%。公司其他应收款欠款单位主要为牡丹江新区城市投资有限公司，欠款年限在 5 年以上。总体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。牡丹江市政府以土地出让收益作为该应收款项的还款来源

(具体详见“政府支持”), 为应收款项的回款提供了一定保障, 但土地出让时间及出让价格存在一定不确定性。联合资信将持续关注上述应收款项回款资金到位情况。

表 10 截至 2015 年底公司其他应收款前五名
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	往来内容	欠款年限	占应收账款总额的比例
牡丹江新区城市投资有限公司	12.14	借款	5 年以上	52.78
牡丹江市城市开发建设有限公司	2.03	往来款	1 年以内	8.84
牡丹江中冶置业有限公司	0.92	借款	2~3 年	4.01
牡丹江市棚廉办征收实施中心	0.63	往来款	3~4 年	2.75
省机场管理集团有限公司牡丹江机场分公司	0.35	借款	5 年以上	1.52
合 计	16.08	--	--	69.90

资料来源: 公司审计报告

2013~2015 年, 公司存货分别为 92.83 亿元、101.26 亿元和 106.79 亿元, 年均增长 7.25%, 存货有所增长, 主要是代建项目开发成本增长所致; 公司存货主要由开发成本和土地使用权构成。截至 2015 年底, 公司存货中, 开发土地使用权为 71.19 亿元, 全部为划拨地, 其中抵押用地账面价值为 8.26 亿元。截至 2015 年底, 公司本部代建项目开发成本为 18.80 亿元, 主要包括东四垮江桥二期工程、棚户区改造工程和怡馨园公租房等项目; 子公司牡丹江市城投置业有限公司项目的代建项目开发成本为 14.71 亿元, 主要包括 2012 年城市棚户区改造建设项目和主城区棚户区改造建设项目等。

非流动资产

2013~2015 年, 公司非流动资产分别为 44.27 亿元、44.69 亿元和 44.75 亿元, 年均增长 0.54%, 非流动资产保持相对稳定。截至 2015 年底, 公司非流动资产为 44.75 亿元, 公司非流动资产主要由固定资产(占 98.45%)和长期股权投资(占 1.07%)构成。

2013~2015 年, 公司长期股权投资分别为 0.69 亿元、0.55 亿元和 0.48 亿元, 年均下降

16.70%, 长期股权投资快速下降, 主要为对联营企业投资亏损所致。

2013~2015 年, 公司固定资产 43.48 亿元、44.05 亿元和 44.06 亿元, 年均增长 0.66%, 固定资产保持相对稳定。主要为公司收到的无偿划拨道路、桥梁、公园等资产、房屋建筑物、运输设备和办公设备等。其中, 截至 2015 年底, 公司固定资产中主要为其他固定资产, 包括收到的道路、桥梁、公园等, 其账面价值为 43.24 亿元, 未计提折旧。

总体看, 随着代建项目持续推进, 公司资产规模保持稳定增长趋势, 资产结构以流动资产为主; 流动资产中其他应收款及存货占比大, 存在一定回款风险, 公司资产流动性弱, 且公益性资产占比较高, 整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年, 公司所有者权益分别为 118.25 亿元、119.94 亿元和 126.66 亿元, 年均增长 3.49%, 所有者权益有所增长, 主要系实收资本和未分配利润的增长。

截至 2015 年底, 公司所有者权益中实收资本占 21.77%、资本公积占 72.64%、盈余公积占 0.50%、未分配利润占 4.79%; 其中归属于母公司所有者权益占 99.69%, 少数股东权益占 0.31%。公司所有者权益结构稳定性好, 但权益质量一般。

2013~2015 年, 公司实收资本分别为 22.47 亿元、22.47 亿元和 27.57 亿元, 年均复合增长 10.77%, 主要系 2015 年 9 月根据公司与国开发展基金有限公司的出资协议, 国开发展基金有限公司对公司出资 20186.00 万元, 占注册资本的 7.32%; 根据公司与中农发重点建设基金有限公司的出资协议, 中农发重点建设基金有限公司对公司出资 30820.00 万元, 占注册资本的 11.18%, 增资后公司注册资本为 275706 万元。于 2016 年 3 月 23 日办理工商变更登记手续(详见“政府支持”)。

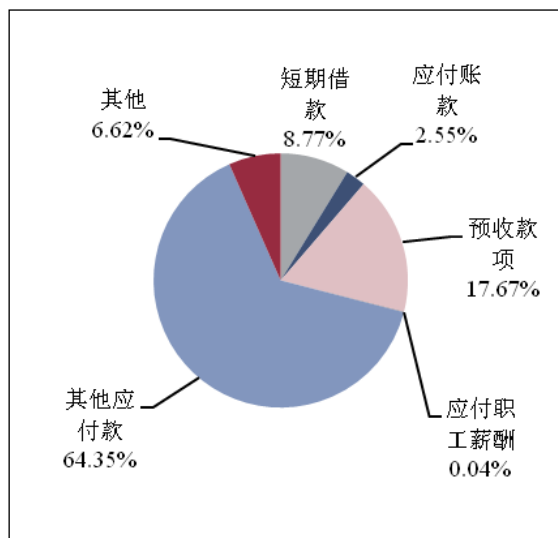
截至 2015 年底，公司资本公积主要为政府划拨的道路、桥梁、公园及土地资产，其中划拨道路、桥梁及公园形成的资本公积 18.77 亿元（计入固定资产），划拨土地资产形成的资本公积 71.19 亿元（计入存货）。

负债

2013~2015 年，公司负债总额分别为 52.71 亿元、56.30 亿元和 65.98 亿元，年均增长 11.88%，负债总额快速增长，主要是其他应付款和长期借款增长所致。截至 2015 年底，公司负债总额中流动负债占 33.02%，非流动负债占 66.98%。公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债分别为 11.52 亿元、14.93 亿元和 21.79 亿元，年均增长 37.51%，流动负债快速增长，主要是其他应付款和预收账款增长所致。截至 2015 年底，流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款构成，分别占比 8.77%、2.55%、17.67%、6.63%和 64.35%。

图 3 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款分别为 1.15 亿元、0.90 亿元和 1.91 亿元，年均增长 28.87%，短期借款波动增长，主要是担保借款波动增长所致。截至 2015 年底，公司短期借款全部为担保借款。

2013~2015 年，公司应付账款分别为 0.37

亿元、0.64 亿元和 0.55 亿元，年均增长 22.53%，应付账款波动增长，主要是随着建设项目推进，应付工程款增加所致。截至 2015 年底，应付账款中 1 年以内的占比为 7.81%，1~2 年的占比为 25.01%，2~3 年的占比为 13.29%，3 年以上的账龄占比为 53.89%，主要供应商为人民公园提档升级改造款项目（0.19 亿元）和牡丹江市自来水公司（0.04 亿元）等。

2013~2015 年，公司预收款项分别为 2.37 亿元、3.23 亿元和 3.85 亿元，年均增长 27.47%，预收款项快速增长，主要是公司代政府收取住户缴纳的保障房项目预收房款和少量预收工程款。截至 2015 年底，预收款项中账龄在 1 年以内的占比为 31.14%，账龄在 1~2 年的占比为 23.69%；公司预收款项大部分为预收房款，主要的保障房项目包括棚户区改造工程项目预收房款（2.69 亿元）、春晖园西苑棚改项目预收房款（0.70 亿元）和铁路三角线棚户区改造项目预收房款（0.28 亿元）等。

2013~2015 年，公司其他应付款分别为 7.05 亿元、8.98 亿元和 14.02 亿元，年均增长 40.99%，其他应付款快速增长。截至 2015 年底，公司其他应付款主要由向母公司牡丹江市国有资产投资控股有限公司借款 3.32 亿元（账龄在 1 年以上）、牡丹江新闻传媒印务有限公司借款 0.94 亿元（账龄在 1 年以内）、牡丹江市第二高级中学借款 0.94 亿元（账龄在 1 年以内）、牡发改委哈牡铁路客运专线建设指挥部借款 0.80 亿元（账龄在 1 年以内）以及与牡丹江市棚户区改造和廉租房建设办公室等单位的往来款构成。

2013~2015 年，公司非流动负债分别为 41.19 亿元、41.36 亿元和 44.20 亿元，年均增长 3.59%，非流动负债有所增长，主要是长期借款增长所致。

2013~2015 年，公司长期借款分别为 36.74 亿元、40.84 亿元和 43.39 亿元，年均增长 8.67%，长期借款有所增长，主要是抵押借款和担保借款增长所致。截至 2015 年底，公司

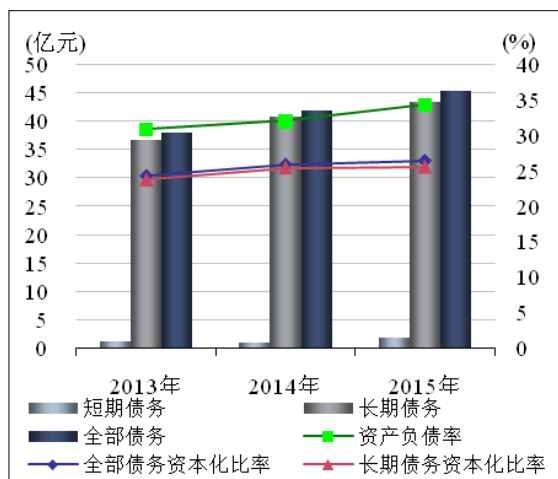
长期借款由抵押借款（32.65 亿元）、信用借款（3.20 亿元）、担保借款（6.94 亿元）和质押借款（0.60 亿元）构成。

2013~2015 年，公司专项应付款分别为 4.45 亿元和 0.52 亿元和 0.81 亿元，主要为公司收到的项目财政拨款及省专项资金。截至 2015 年底，公司专项应付款包括 0.61 亿元财政拨款和 0.20 亿元省专项资金。

2013~2015 年，随着代建项目的推进，公司债务规模快速增长，公司全部债务分别为 37.89 亿元、41.74 亿元和 45.30 亿元，年均复合增长 9.34%，主要是长期债务增长所致。截至 2015 年底，短期债务占 4.22%，长期债务占 95.78%。

2013~2015 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均不断上增长。截至 2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 34.25%、25.51%和 26.34%，均高于三年平均值 32.34%、24.87%和 25.47%，公司整体债务负担呈上升趋势，但处于可控水平。

图 4 2013~2015 年公司债务负担变化情况



资料来源：公司审计报告

整体看，近年来受保障房项目投入的加大，公司外部融资规模大幅上升，债务指标亦呈上升趋势，公司整体债务负担有所加重，但处于可控水平。

4. 盈利能力分析

2013~2015 年，公司营业收入分别为 7.97 亿元、9.15 亿元和 9.12 亿元，年均增长 6.97%，营业收入波动中有所增长，主要是代建项目确认的收入增长以及工程施工收入增长所致。

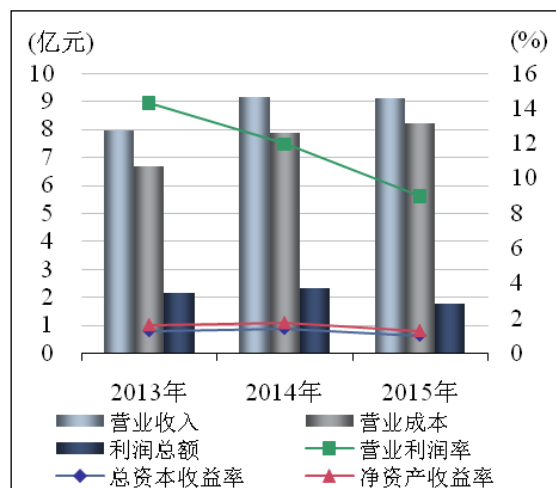
2013~2015 年，公司营业成本分别为 6.67 亿元、7.87 亿元和 8.20 亿元，年均增长 10.86%，营业成本不断增长，主要为代建项目成本。

2013~2015 年，公司期间费用分别为 0.17 亿元、0.35 亿元和 0.43 亿元，呈快速增长态势。响应地期间费用占营业收入的比重有所上升，2015 年为 4.69%，公司期间费用控制能力较好。

2013~2015 年，公司投资收益分别为 -0.15 亿元、-0.14 亿元和 -706.20 万元，均为公司权益法核算长期股权投资产生的亏损。

2013~2015 年，公司营业外收入波动中有所增长，三年分别为 1.36 亿元、1.77 亿元和 1.48 亿元，主要为公司获得牡丹江市财政局的补助资金（2013~2015 年从政府补助分别为 1.33 亿元、1.55 亿元和 1.35 亿元），财政拨款对公司的利润总额贡献较大。

图 5 2013~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司利润总额分别为 2.15 亿元、2.30 亿元和 1.75 亿元，年均复合下降 9.78%，利润总额波动下降，主要是营业外收入中的财政补助大幅波动所致，公司利润总额对政府补助依赖较大。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司营业利润率分别为 14.29%、11.95%和 8.99%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率三年加权平均值分别为 1.18%和 1.48%，2015 年分别为 1.01%和 1.28%。

总体看，由于代建收入为公司收入的主要构成，公司收入水平及盈利能力受政府规划影响大。公司整体盈利能力较弱，且利润水平对政府补贴依赖较大。

5. 现金流

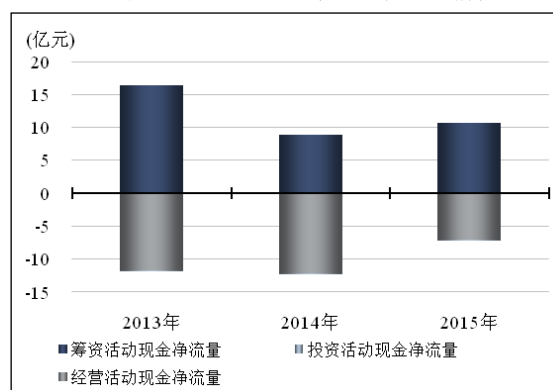
2013~2015 年，公司经营活动现金流入波动下降，分别为 19.34 亿元、14.51 亿元和 17.81 亿元，年均复合下降 4.03%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 8.99 亿元、4.06 亿元和 2.05 亿元，主要为公司收到的项目回购资金及预收的项目资本金（预收的项目资本金计入其他应付款及专项应付款）；同期，公司现金收入比分别为 112.73%、44.42%和 22.50%，2014 年收入实现比大幅下降主要系当年确认收入项目中，部分资金已于以前年度收到，2015 年大幅下降，主要系当年确认收入的回购款未收到现金，计入应收账款中。2013~2015 年，收到其他与经营活动有关的现金分别为 10.35 亿元、10.44 亿元和 15.76 亿元，主要为往来款项。同期，公司经营活动现金流出规模较大且持续下降，2013~2015 年分别为 31.01 亿元、26.61 亿元和 24.86 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；2013~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 14.80 亿元、15.80 亿元和 13.50 亿元，主要为公司项目的开发成本支出。2013~2015 年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 15.87 亿元、10.45 亿元和 10.95 亿元，主要为往来款项。2013~2015 年，受公司收现质量的下降及项目投入的共同影响，公司经营活动现金流量净额

分别为-11.68 亿元、-12.11 亿元和-7.05 亿元，均呈现净流出状态。

2013~2015 年，公司投资活动现金流规模较小，其中，投资活动现金流出分别为 0.01 亿元 0.09 亿元和 0.17 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。同期，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.01 亿元、-0.09 亿元和-0.17 亿元，均呈现净流出状态。

2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.37 亿元、8.89 亿元和 10.61 亿元。2013~2015 年，筹资活动现金流入波动下降，三年分别为 23.69 亿元、11.82 亿元和 14.17 亿元，其中，2015 年吸收投资收到的现金为 5.10 亿元，主要系国开基金和农发基金对公司增资款，分别为 2.02 亿元和 3.08 亿元；2013 年和 2014 年收到其他与筹资活动有关的现金分别为 0.65 亿元和 2.82 亿元，2014 年金额较大主要为向牡丹江市国有资产投资控股有限公司的借款；2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 7.32 亿元、2.94 亿元和 3.57 亿元，主要为偿还银行借款及利息支出以及支付其他与筹资活动有关的现金。2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 16.37 亿元、8.89 亿元和 10.61 亿元。

图 6 2013~2015 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司经营活动获现能力有所下降，在保持工程投资规模较大的情况下，公司对外部融资依赖程度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动资产占比较高，公司流动比率和速动比率较高，2013~2015年，公司流动比率和速动比率持续下降，三年加权平均值分别为823.61%和213.95%，2015年分别为678.84%和188.66%；公司经营性现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力。综合考虑公司其他应收款和存货规模较大，存货变现能力较弱，但考虑到公司短期债务规模小等因素，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013~2015年，公司EBITDA分别为2.29亿元、2.75亿元和1.94亿元，EBITDA呈波动下降趋势；全部债务/EBITDA分别为16.51倍、15.17倍和23.29倍。公司长期偿债能力指标较弱。考虑到公司是牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购和应收款项还款安排等方面得到政府大力支持，总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年底，公司合并共获得银行授信100.97亿元，尚有73.32亿元未使用。公司间接融资渠道较为通畅。

截至2015年底，公司合并口径对外担保合计3.02亿元，担保比率为2.38%。被担保对象包括牡丹江龙盛投资有限公司、黑龙江新陆建筑工程集团有限公司和黑龙江牡安建设集团有限公司，担保金额分别为2.40亿元、0.50亿元和0.12亿元。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G10231005000194503），截至2016年5月10日，包含2笔关注类“未结清不良信贷”，余额6000万元，为以道路路桥车辆通行费收费权质押的借款。根据国家开发银行股份有限公司黑龙江省分行（以下简称“国开行黑龙江省分行”）出具的说明：2014年9月，牡丹江

市政府取消了该路段相关收费控制措施，通行费收入可能无法实现，因此，国开行黑龙江省分行将该贷款相关项目的资产质量五级分类调整为关注类，目前公司按期偿还该项目贷款本息，未发生过逾期偿还本息情况。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及牡丹江市经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到牡丹江市政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为9亿元，占2015年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为20.74%、19.87%和13.64%，对公司现有债务有一定影响。

截至2015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34.25%、26.34%和25.51%，本期公司债券发行后，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上升为37.19%、30.00%和29.26%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA波动下降，分别为2.29亿元、2.75亿元和1.94亿元，分别是本期债券的0.25倍、0.31倍和0.22倍；EBITDA对本期债券覆盖水平很较低。本期债券设置了本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年底起至第七年底止，每年待偿还本金为1.80亿元，EBITDA分别为每年待偿还本金的1.27倍、1.53倍和1.08倍。

2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券的2.15倍、1.61倍和1.98倍，为每年待偿还本金的10.74倍、8.06倍和9.89倍，对本期债券分期偿还本金覆盖能力较强；公司经

营活动现金流量净额一直为负，对本期债券无保障能力。

总体看，公司EBITDA对本期债券每年待偿还本金保障能力较弱，经营活动现金流入量对本期债券每年待偿还本金保障能力较强；本期债券设置了本金提前分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

3. 本期债券偿债来源

本期债券的偿债资金来源于公司日常经营利润及债券募集资金投资项目的收益。募投项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入，分别为22.44亿元和15.86亿元。

根据可行性研究报告，项目总收入224352.66万元，其中：安置房上靠户型预计收入111444.8万元，商服销售收入92987.86万元，地下车位销售预计收入19920.00万元。

(1) 安置房上靠户型部分，最小户型上靠面积按950元/平方米收取差价，超面积部分按3800元/平方米收取。经测算，安置房上靠户型收入111444.80万元。(2) 可销售商服部分，建筑面积106882.59平方米，预计平均销售单价8700元/平方米，经测算，商服销售预计收入92987.86万元。(3) 对外出售车位部分，项目预计可提供1660个车位对外出售，预计销售单价12万元/个，经测算，地下车位销售预计收入为19920.00万元。

根据人大常委会于2015年10月30日出具的《关于同意市政府〈关于安排财政资金专项用于“2014年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告〉的决定》(牡人大发【2015】38号)，人大常委会同意市政府提出的给予公司补贴15.86亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

本期债券的偿债资金来源于公司日常经营利润及募投项目的收益(募投项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入)。项目自身收入22.44亿元，无法覆盖可行性研究报告测算的项目总成本，为本期债券募集资金的2.49倍，

同时，公司募投项目自行销售情况可能存在一定不确定性，且可能存在不匹配性，募投项目的收益对本期债券本金覆盖能力尚可；若考虑政府补贴，根据项目可行性研究报告，假设补贴收入分8年等额发放，包含营业税金及附加等因素，项目净收益为3.58亿元。募投项目总收入与财政补贴收入合计38.30亿元，为本期债券募集资金9亿元的4.26倍，对本期债券覆盖程度较好。

十、债权保护条款分析

交通银行股份有限公司牡丹江分行(以下简称“交通银行”)作为本期债券的资金监管人，对公司为本期债券在交通银行开立的募集资金使用专项账户、偿债专户进行监管。

募集资金使用专项账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。交通银行在收到公司提交的使用募集资金使用专项账户中的资金申请时，有权核对公司的款项用途，确保与《募集说明书》中披露的募集资金用途一致。

公司不可撤销地授权交通银行将偿债专户中的资金根据本期债券本息偿付资金划付的要求进行划付。公司自本期债券存续期的第三年至第七年，每年还本/付息前10个工作日，将分别提取发行额的20%以及当期应付债券利息作为偿债资金存入偿债专户，以确保债券到期本息的及时偿付。当偿债专户内的资金不足以偿还当前应偿付资金时，交通银行有义务监管偿债专户，不得允许公司自行支配偿债专户的资金。

公司聘请交通银行作为本期债券的债权代理人。在本期债券存续期内，根据公司与交通银行签订的《债权代理协议》，交通银行对公司的经营情况和募集资金使用情况进行监督，督促公司按照《募集说明书》的约定履行信息披露义务，并在公司未能按期还本付息时，由交通银行协助代理本期债券投资者行使

追偿权。

整体看，公司为本期债券设立了偿债专户，并由交通银行作为资金监管人对偿债专户进行监管，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性。

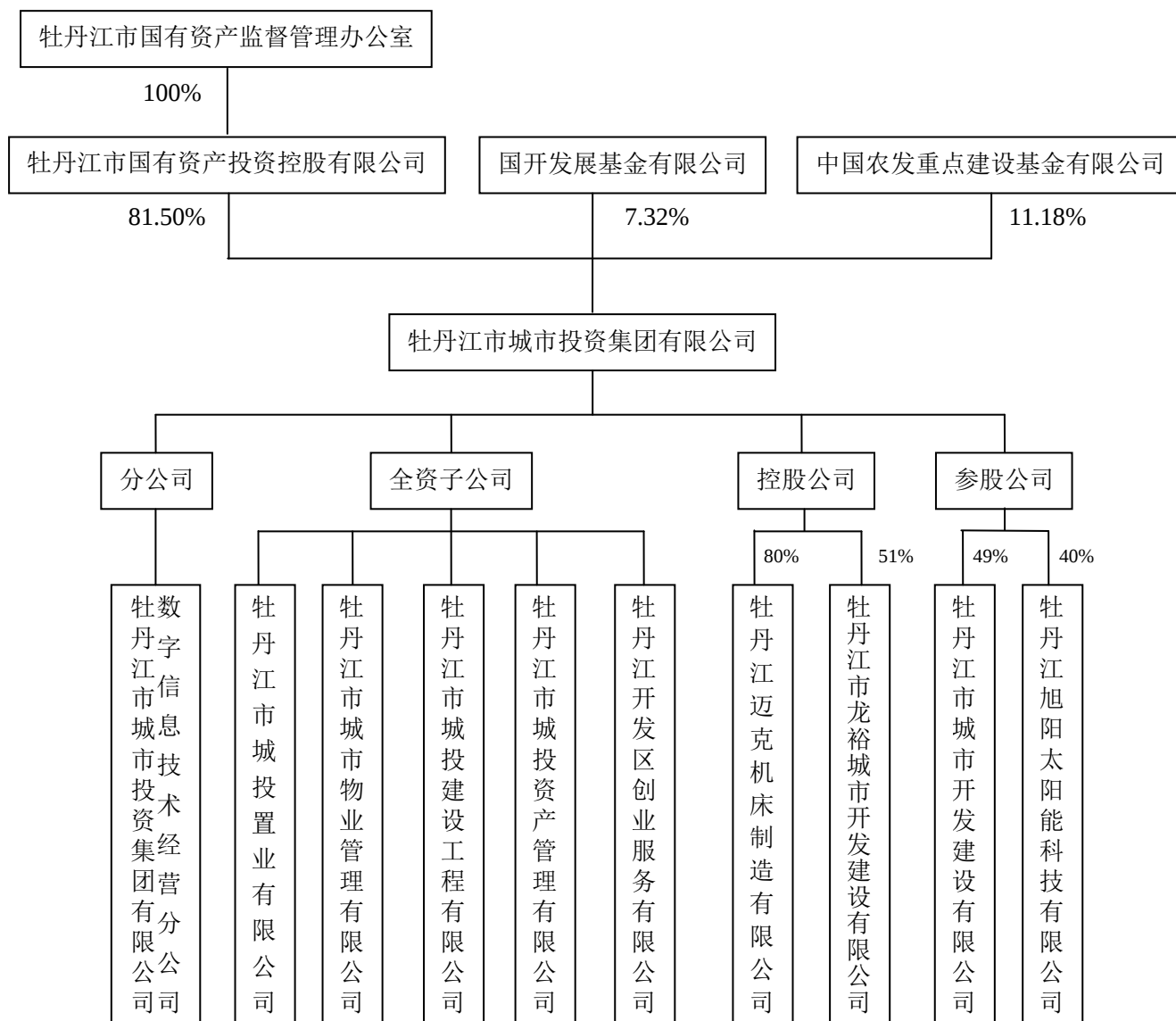
十一、结论

公司是牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，在经营环境和政府支持方面具备显著优势。公司所属地区经济稳步发展，为公司发展提供了较良好的外部经营环境。同时，联合资信也关注到，近年来牡丹江市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大，地方政府债务负担较重。

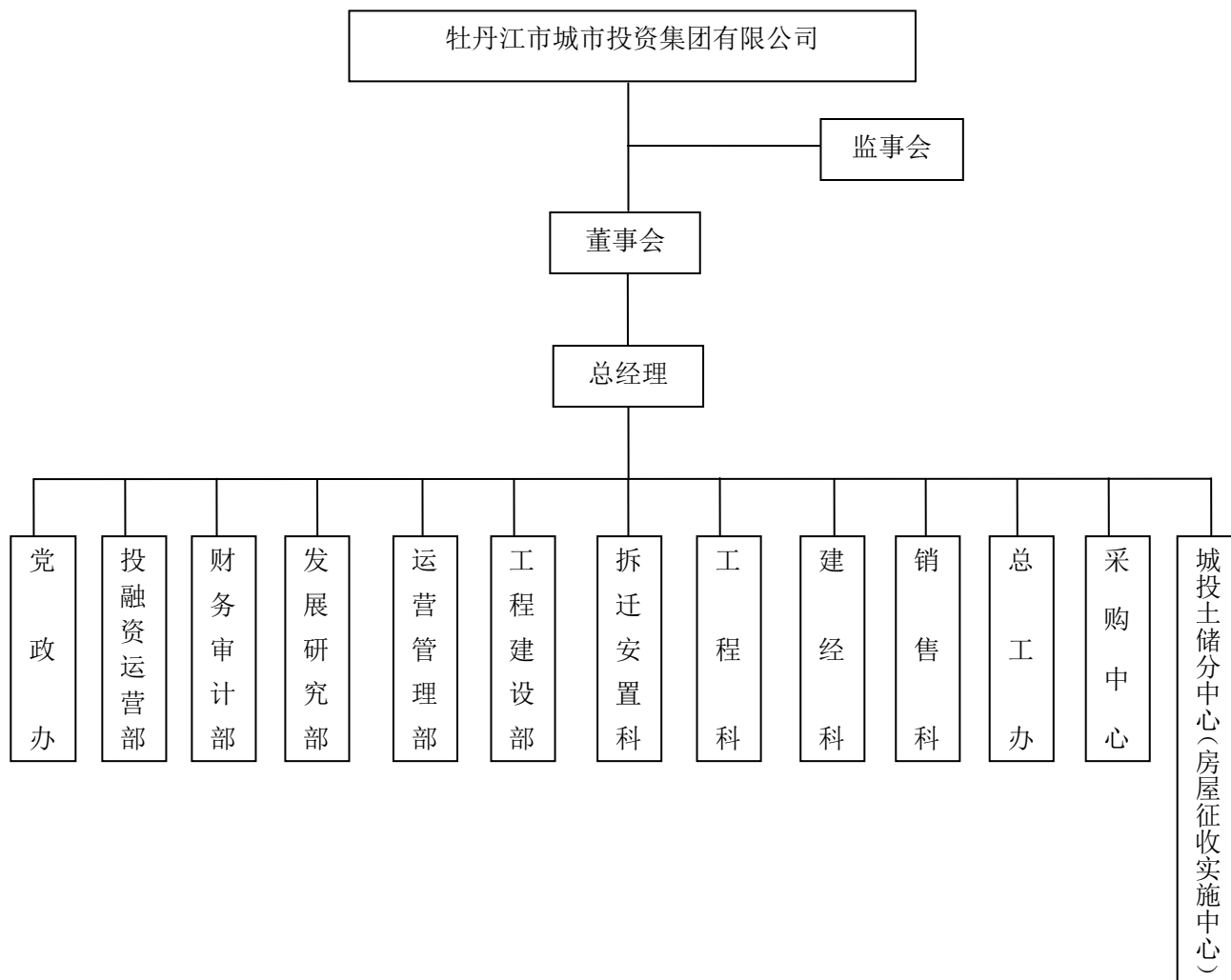
目前，公司资产质量一般，债务负担一般，盈利能力较弱，利润水平对政府补贴依赖较大，经营活动获现能力较弱，对外部融资依赖程度较大。募投项目与财政补贴收入加总可覆盖项目总投资，但项目自身销售可能存在一定不确定性，且财政补贴发放时间可能与偿债进度存在不匹配性。

本期债券期限为7年，设置了本金提前分期偿还安排，有利于降低集中偿付压力。本期债券偿债资金来源主要为公司日常经营所产生的收入和债券募集资金投资项目的收益，以及项目财政补贴收入。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.52	4.21	7.60
资产总额(亿元)	170.96	176.24	192.64
所有者权益(亿元)	118.25	119.94	126.66
短期债务(亿元)	1.15	0.90	1.91
长期债务(亿元)	36.74	40.84	43.39
全部债务(亿元)	37.89	41.74	45.30
营业收入(亿元)	7.97	9.15	9.12
利润总额(亿元)	2.15	2.30	1.75
EBITDA(亿元)	2.29	2.75	1.94
经营性净现金流(亿元)	-11.68	-12.11	-7.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	129.14	357.52	2.66
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
现金收入比(%)	112.73	44.42	22.50
营业利润率(%)	14.29	11.95	8.99
总资本收益率(%)	1.28	1.41	1.01
净资产收益率(%)	1.61	1.73	1.28
长期债务资本化比率(%)	23.70	25.40	25.51
全部债务资本化比率(%)	24.27	25.82	26.34
资产负债率(%)	30.83	31.94	34.25
流动比率(%)	1099.62	880.88	678.84
速动比率(%)	293.87	202.81	188.66
经营现金流动负债比(%)	-101.34	-81.08	-32.35
全部债务/EBITDA(倍)	16.51	15.17	23.29
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.15	1.61	1.98
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.30	-1.35	-0.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.25	0.31	0.22

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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(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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

牡丹江市城市投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。牡丹江市城市投资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件，牡丹江市城市投资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牡丹江市城市投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现牡丹江市城市投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如牡丹江市城市投资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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送牡丹江市城市投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

