

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1251 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持牡丹江市城市投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”的信用等级为AA。

特此公告。



---

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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 牡丹江市城市投资集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
16牡城投债 01/牡城 01	9 亿元	2016/06/08	7 年	AA	AA
16牡城投债 02/牡城 02	9 亿元	2016/10/27	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	4.21	7.60	9.15
资产总额(亿元)	176.24	192.64	215.97
所有者权益(亿元)	119.94	126.66	130.53
短期债务(亿元)	0.90	1.91	0.15
长期债务(亿元)	40.84	43.39	63.28
全部债务(亿元)	41.74	45.30	63.43
营业收入(亿元)	9.15	9.12	7.58
利润总额(亿元)	2.30	1.75	1.90
EBITDA(亿元)	2.75	1.94	2.02
经营性净现金流(亿元)	-12.11	-7.05	-15.88
营业利润率(%)	11.95	8.99	10.54
净资产收益率(%)	1.73	1.28	1.32
资产负债率(%)	31.94	34.25	39.56
全部债务资本化比率(%)	25.82	26.34	32.70
流动比率(%)	880.88	678.84	784.78
经营现金流动负债比(%)	-81.08	-32.35	-73.21
全部债务/EBITDA(倍)	15.17	23.29	31.33

### 分析师

兰迪 邢宇飞

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

### 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业务在所辖区域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，公司资产流动性弱、整体盈利能力较弱且利润总额对政府补贴依赖较大、收现质量一般及经营性现金流量净额持续为负等因素对公司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，公司业务发展空间良好。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的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 牡城投债 01/16 牡城 01”和“16 牡城投债 02/16 牡城 02”的信用等级为 AA。

### 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，公司在所辖区域内市场份额高，具有显著优势。
2. 跟踪期内，牡丹江市经济持续稳定发展，一般预算收入不断增长，为公司经营与发展提供了良好的外部环境。

### 关注

1. 公司收入实现质量一般，经营活动现金流量净额持续为负。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。
2. 公司资产中其他应收款及存货占比大，对资金形成占用，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由牡丹江市城市投资集团有限公司（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、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。

## 牡丹江市城市投资集团有限公司跟踪评级报告

### 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关于牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东未发生变化，仍为牡丹江市国有资产投资控股有限公司（以下简称“牡丹江国资”）。2016年，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对公司增加注资 2.16 亿元。截至 2016 年底，公司注册资本及实收资本均为 29.73 亿元，牡丹江国资持股 75.57%，国开基金持股 14.06%，中国农发重点建设基金有限公司持股 10.37%。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2016 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、工程建设部等 13 个职能部门；合并范围内拥有 6 家子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 215.97 亿元，所有者权益合计 130.53 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.58 亿元，利润总额 1.90 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。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司存续期债券“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”均分别募集资金9.00亿元，全部用于牡丹江市主城区棚户区改造建设项目，截至2016年底，存续期债券募集资金已合计使用17.82亿元，尚需偿还债券本金合计18.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”利息。

表1 联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
16牡城投债01/16牡城01	9.00	2016/06/08	7年	9.00	按年付息，存续期后5年每年偿还本金的20%
16牡城投债02/16牡城02	9.00	2016/10/27	7年	9.00	按年付息，存续期后5年每年偿还本金的20%
合计	18.00	--	--	18.00	--

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数

（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长

4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人

发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回



升，就业情况基本稳定。

## 五、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。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

### 2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台

融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能

性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

### 3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要

载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

### 4. 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、穆稜5个县（市）。现有牡丹江、海林两个国家级经济开发区。

2016年，牡丹江市实现地区生产总值1231.2亿元，同比增长6.6%（含绥芬河为1368.1亿元，同比增长6.2%）。其中第一产业完成增加值228.2亿元，同比增长5.5%；第二产业完成增加值472.7亿元，同比增长6%；第三产业完成增加值530.3亿元，同比增长7.6%。三次产业结构为18.5:38.4:43.1（含绥芬河为16.8:35.6:47.6）；人均地区生产总值46997元，同比增长7%（含绥芬河为49618元，同比增长6.6%）。

2016年，全市完成固定资产投资1132.1亿元，同比增长11%（含绥芬河1217.4亿元，同比增长9.7%），其中产业项目投资704.7亿元，

同比增长13.1%，占全部投资的62.2%；截止2016年底，全市规模以上工业企业460户；实现增加值257.3亿元，同比增长6.5%（含绥芬河为262.3亿元，同比增长6.5%）；实现主营业务收入1017.7亿元，同比增长5.9%；实现利润总额59.2亿元，同比增长9.9%。

2016年，牡丹江市（含绥芬河）实现全口径财政收入116.7亿元，同比增长8.7%。其中市区完成57.1亿元，同比增长20.7%；县（市）完成59.6亿元，同比下降0.7%。公共财政预算收入完成68亿元，同比增长14.2%；公共财政预算支出259亿元，同比增长6.9%。全市完成税收总额90.9亿元，同比增长8.1%。其中国家税收48.1亿元，同比增长12.4%；地方税收42.8亿元，同比增长3.7%。

总体来看，跟踪期内，牡丹江市经济及财政收入持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2016年底，公司注册资本及实收资本均为29.73亿元，牡丹江国资持股75.57%，国开基金持股14.06%，中国农发重点建设基金有限公司持股10.37%。

### 2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生变动。截至2016年底，员工总计197人，其中专业技术人员99人，其中：正高级职称2人，副高级职称35人，中级职称42人，初级职称17人，技师3人；企业经营管理类15人，金融财务管理类22人，工程技术管理类51人。

总体来看，公司员工结构合理，能够满足公司日常工作需要。

### 3. 政府支持

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。2014~2016年，公司分

别获得政府补贴1.55亿元、1.35亿元和1.32亿元。

跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得支持。

## 4. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G10231005000194503），截至2017年6月23日，公司没有已结清和未结清的不良信贷记录，公司信贷记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构和管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，收入主要来源于牡丹江市城区市政基础设施及保障房代建业务。2016年，公司实现主营业务收入7.56亿元，同比下降16.70%，主要系市政基础设施建设和房地产开发收入有所下降所致。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，2016年为6.81亿元，同比下降15.77%，主要系当年部分项目尚未和政府结算确认所致；房地产开发收入同比下降53.11%，主要由于公司出售的商品房项目进入尾盘销售状态；公司其他业务收入为销售机床实现的收入。

毛利率方面，2016年，公司主营业务毛利率为11.02%，同比上升1.18个百分点，主要系市政基础设施建设业务毛利率有所增长所致。2016年，公司市政基础设施建设毛利率同比增长3.94个百分点，主要系2015年确认的保障房项目中怡馨园项目的收益比率为8.00%，导致当年该板块业务毛利率较低；房地产开发业务毛利率同比快速下降30.26个百分点，主要系当年商品房项目销售已进入尾盘



实现收入规模小，同时当年开始出售的保障房项目毛利率低导致整体业务毛利率快速下降。

表 2 2015~2016 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政基础设施建设（代建收入）	80863.49	89.05	7.41	68115.25	90.05	11.35
房地产开发	8354.30	9.20	38.10	3917.51	5.18	7.84
工程施工	948.75	1.04	7.87	2909.52	3.85	21.19
其他业务	639.69	0.70	-48.76	697.26	0.92	-45.75
<b>合 计</b>	<b>90806.23</b>	<b>100.00</b>	<b>9.84</b>	<b>75639.54</b>	<b>100.00</b>	<b>11.02</b>

资料来源：公司提供及审计报告

## 2. 经营分析

### 市政基础设施建设

#### （1）道路桥梁类项目

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。2015~2016年，公司没有基础设施建设项目的回购收入，截至2016年底，公司没有在建的基础设施项目，该板块未来收入没有持续性。

#### （2）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，2015~2016年，公司承建的保障房项目回购情况如下表：

表 3 2015~2016 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
2015 年	怡馨园项目	6.24	6.74	8.08
	东湖丽景项目	1.24	1.34	
2016 年	春晖园东苑公租房项目	3.20	3.68	6.81
	怡馨园公租房项目	1.90	2.05	

	银龙湾项目	0.94	1.08	
--	-------	------	------	--

资料来源：公司提供

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。

政府代建回购类保障房实现收入计入“市政基础设施建设”收入。

截至2016年底，公司在建保障房主要包括凤凰城项目、北悦城、阅江城等，总投资合计110.47亿元，已投资金额54.43亿元，公司在建保障房项目未来仍需投入约56.04亿元。公司在建项目投资规模较大，未来投资压力较大。

目前在建保障房项目未来均由政府回购，其中凤凰城A组团二期、春晖园西苑三期、润泽园为存续期债券“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”募投项目，凤凰城三期和富江南麓二期中部分为“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”募投项目，目前项目正按计划逐步建设。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。

存续期债券募投项目中保障房项目由政府回购，形成的收入计入“市政基础设施建设”收入；配套的商业项目由公司自行出售，形成的收入将计入“房地产开发”收入。目前，存续期债券募投项目政府尚未开始回购，没有形成收入。

表4 截至2016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
北悦城	53663.29	50102.97
银龙湾	37564.27	25872.88
兴隆幸福家园	22280.55	19795.29
圣林新居	24239.79	24560.6
西城绿都	13972.51	13024.64
逸品尚城	43035.39	33031.70
东湖丽景	18954.17	18888.15
民安绿苑	5220.24	5332.18
花河新城	23997.48	23121.59

润泽园	34610.00	19330.00
凤凰城A组团	245481.86	84633.00
凤凰城A组团二期	144854.00	55384.00
凤凰城三期	123204.83	15907.00
春晖园西苑三期	30711.00	10463.00
富江南麓二期	99891.00	45000.00
阅江城项目	100000.00	36814.00
怡馨园项目	83000.00	63000.00
<b>合计</b>	<b>1104680.38</b>	<b>544261.00</b>

资料来源：公司提供

### 房地产开发

公司房地产开发业务由子公司牡丹江龙裕开发公司（以下简称“龙裕公司”）负责。

龙裕公司开发的帝景豪庭项目（商品房）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。2016年，公司实现的房地产开发收入为0.13亿元。随着帝景豪庭项目销售的收尾，跟踪期内，该板块收入有所下降。

保障房开发的第二种业务模式为自行开发及销售。2016年，龙裕公司自建的保障房龙裕学苑项目完工并开始销售，当年实现销售收入0.26亿元。目前公司自行销售的保障房项目仅有龙裕学苑，实现的销售收入计入“房地产开发”收入。公司目前在售的项目仅有龙裕学苑保障房项目。

### 工程施工

公司工程施工业务主要由子公司牡丹江市城建建设工程有限公司（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。

2016年，公司工程施工业务实现收入2909.52万元，同比增长206.67%。当年完工合同金额为0.45亿元，没确认收入的部分主要是工程未结算，因此未确认收入。

公司城建工程施工业务范围主要分布于牡丹江市城区内，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。2016年，公司新签工程施工合同总金额为0.64

亿元。

表 5 2015~2016 年公司签订合同情况 (单位: 万元)

项目	2015 年	2016 年
签约合同金额	11261	6373
完工合同金额	4358	4475

资料来源: 公司提供

### 3. 未来发展

近两年公司没有市政基础设施建设项目回购收入, 且目前没有在建基础设施项目, 该板块收入未来不具有可持续性。目前, 公司建设投入集中在保障房项目上, 截至 2016 年底, 公司在建保障房项目总投资合计 110.47 亿元, 未来仍需投入约 56.04 亿元, 该板块未来收入持续稳定, 且保障房配套的商业项目出售可为公司带来毛利率较大的收入, 对公司房地产开发收入形成补充。

考虑到公司在建保障房项目未来尚需投资规模较大, 公司面临一定资金支出压力。

## 九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告, 中兴华会计师事务所(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的审计结论。2016 年公司合并范围没有变化。

截至 2016 年底, 公司合并资产总额 215.97 亿元, 所有者权益合计 130.53 亿元。2016 年, 公司实现营业收入 7.58 亿元, 利润总额 1.90 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2016 年底, 公司资产总额 215.97 亿元, 同比增长 12.11%, 其中流动资产占 78.84%, 非流动资产占 21.16%。公司资产以流动资产为主。

截至 2016 年底, 公司流动资产 170.27 亿元, 同比增长 15.13%。其中, 货币资金为 9.15 亿元, 没有受限货币资金; 应收账款为 7.48 亿元, 同比增长 9.67%, 其中应收牡丹江市财

政局回购款 7.38 亿元, 占比为 98.66%, 账龄为 1~2 年, 公司应收账款回收风险小; 其他应收款为 29.85 亿元, 同比增长 30.46%, 对政府及关联方往来为 23.92 亿元, 占比 80.13%。其中对牡丹江市新区城市投资有限公司借款为 10.96 亿元, 占比较大且账龄为 5 年以上, 期限较长, 对资金形成一定占用; 存货为 121.55 亿元, 同比增长 13.82%, 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 2016 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 23.79 亿元, 抵押比例为 33.42%。存货中代建项目开发成本为 47.41 亿元, 均为保障房项目, 房地产项目开发成本为 1.27 亿元。

截至 2016 年底, 公司非流动资产 45.70 亿元, 同比增长 2.12%。其中长期股权投资 1.45 亿元, 同比增长 203.21%, 主要系对联营企业的追加投资; 固定资产 44.01 亿元, 与上年基本保持稳定, 主要为房屋建筑物及机器设备。

总体看, 跟踪期内, 随着建设项目持续推进, 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, 对资金形成占用, 公司资产流动性弱, 整体资产质量一般。

### 2. 所有者权益及负债

#### 所有者权益

截至 2016 年底, 公司所有者权益 130.53 亿元, 同比小幅增长 3.05%。其中实收资本为 29.73 亿元, 同比增长 7.83%, 增加的为国开基金对公司的注资 2.16 亿元; 资本公积未发生变化, 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)。截至 2016 年底, 公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别在归属于母公司权益中占比 22.84%、70.67%、0.62% 和 5.87%。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对稳定。

### 负债

截至2016年底，公司负债合计85.44亿元，同比增长29.50%，其中流动负债占25.39%，非流动负债占74.61%。公司负债以非流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债为21.70亿元，同比小幅下降0.41%。其中，应付账款为1.16亿元，同比大幅增长109.32%，主要是随着建设项目推进，应付工程款增加所致；预收款项为1.34亿元，同比下降65.25%，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；其他应付款为17.17亿元，同比增长22.50%，主要为预收牡丹江国资的项目资本金。

截至2016年底，公司非流动负债为63.75亿元，同比增长44.24%，主要系应付债券的增长所致；其中，长期借款为45.42亿元，同比增长4.68%，以质押借款（32.28亿元）为主；应付债券为17.86亿元，为公司于2016年发行的“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”；公司专项应付款为0.47亿元，主要为公司收到的项目财政拨款及省专项资金，截至2016年底，公司专项应付款包括0.27亿元财政拨款和0.20亿元省专项资金。

2016年，公司债务规模快速增长，全部债务为63.43亿元，同比增长40.03%，其中绝大部分为长期债务。同期，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较快增长，分别为39.56%、32.65%和32.70%，公司整体债务负担呈上升趋势，但处于可控水平。

整体看，跟踪期内，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。

### 3. 盈利能力

2016年，受部分项目尚未和政府结算确认影响，公司营业收入同比下降16.88%至7.58亿元。同期，公司营业成本为6.74亿元，同比下降17.81%，营业利润率为10.54%，同比增加1.55个百分点。

2016年，公司期间费用为0.37亿元，同比下降14.17%，期间费用占营业收入的比重为4.85%，公司期间费用控制能力较好。同期，公司投资收益为-284.06万元，为公司权益法核算长期股权投资产生的亏损。

2016年，公司获得政府补助1.32亿元，经费补助0.29亿元，实现利润总额1.90亿元，政府补贴对利润总额贡献较大。

从盈利指标看，2016年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为0.93%和1.32%，较上年变化不大。

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，且利润总额对政府补贴依赖较大。

### 4. 现金流分析

2016年，公司经营活动现金流入为35.47亿元，同比增长99.14%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为6.77亿元，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）。现金收入比89.33%，同比增长66.83个百分点，跟踪期内，公司收现质量有大幅提高，但整体收现质量仍一般；同期，公司经营活动现金流出规模大幅增长，为51.35亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为23.07亿元，同比增长70.86%，主要为公司项目的开发成本支出。支付其他与经营活动有关的现金为28.11亿元，主要为往来款项。2016年，公司经营活动现金流量净额为-15.88亿元，呈现净流出状态且缺口规模有所扩大。

2016年，公司投资活动没有现金流入，现



金流出为 1.01 亿元，主要为追加对联营企业投资支付的现金。同期，投资活动产生的现金流量呈现净流出状态。

2016 年，公司筹资活动产生的现金流入为 33.44 亿元，其中吸收投资收到的现金为 2.16 亿元，为国开基金对公司的注资；取得借款收到的现金为 31.27 亿元，包括公司借款及发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出为 14.99 亿元，其中偿还债务支付的现金为 14.89 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 18.45 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收现质量有所提高但整体质量仍然一般，公司经营活动现金流量净额持续为负。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。

#### 5. 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，2016 年分别为 784.78% 和 224.55%；公司经营性现金流量净额为负，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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 2.02 亿元，同比增长 4.13%，全部债务/EBITDA 为 31.33 倍。公司长期偿债能力指标较弱。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司合并共获得银行授信 101.61 亿元，尚有 51.75 亿元未使用。公司间接融资渠道较为通畅。

#### 6. 对外担保

截至 2016 年底，公司合并口径对外担保合计 2.60 亿元，担保比率为 1.99%。被担保对象包括牡丹江龙盛投资有限公司和黑龙江新陆建筑工程集团有限公司，担保金额分别为 2.40 亿元和 0.20 亿元。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

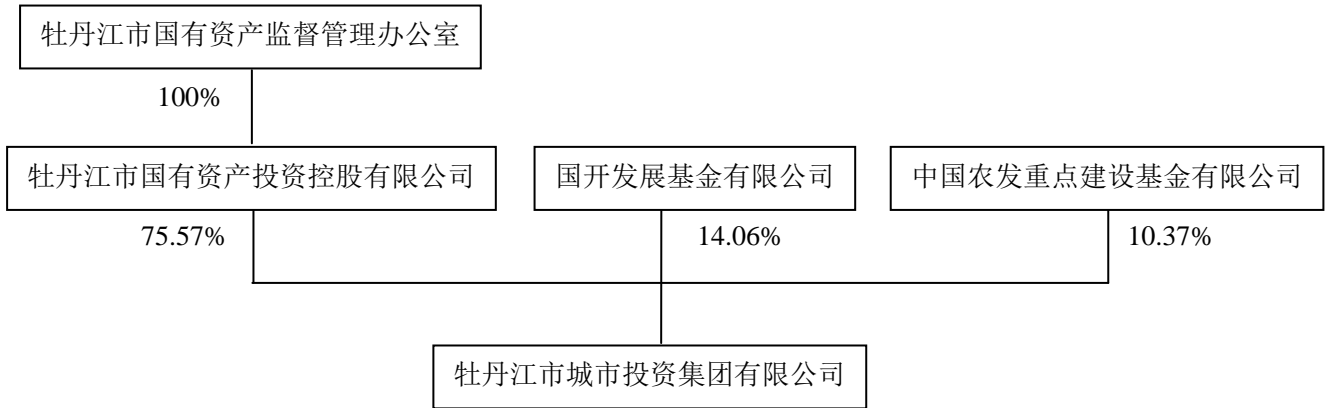
## 十、存续期债券偿债能力分析

截至跟踪日，联合资信所评公司存续期债券“16 牡城投债 01/16 牡城 01”和“16 牡城投债 02/16 牡城 02”待偿本金余额合计 18.00 亿元，2016 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为存续期债券待偿还本金合计的 0.11 倍和 1.97 倍，EBITDA 对待偿还本金的保障能力弱，经营活动现金流入量对待偿还本金的保障能力尚可。考虑到存续期债券在存续期后 5 年每年偿还本金的 20%，两期债券分期偿还本金合计 3.60 亿元，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为分期偿还本金合计的 0.56 倍和 9.85 倍。公司 EBITDA 对存续期债券分期偿还本金合计的保障能力较弱，经营活动现金流入量对存续期债券分期偿还本金合计保障能力较强。存续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。

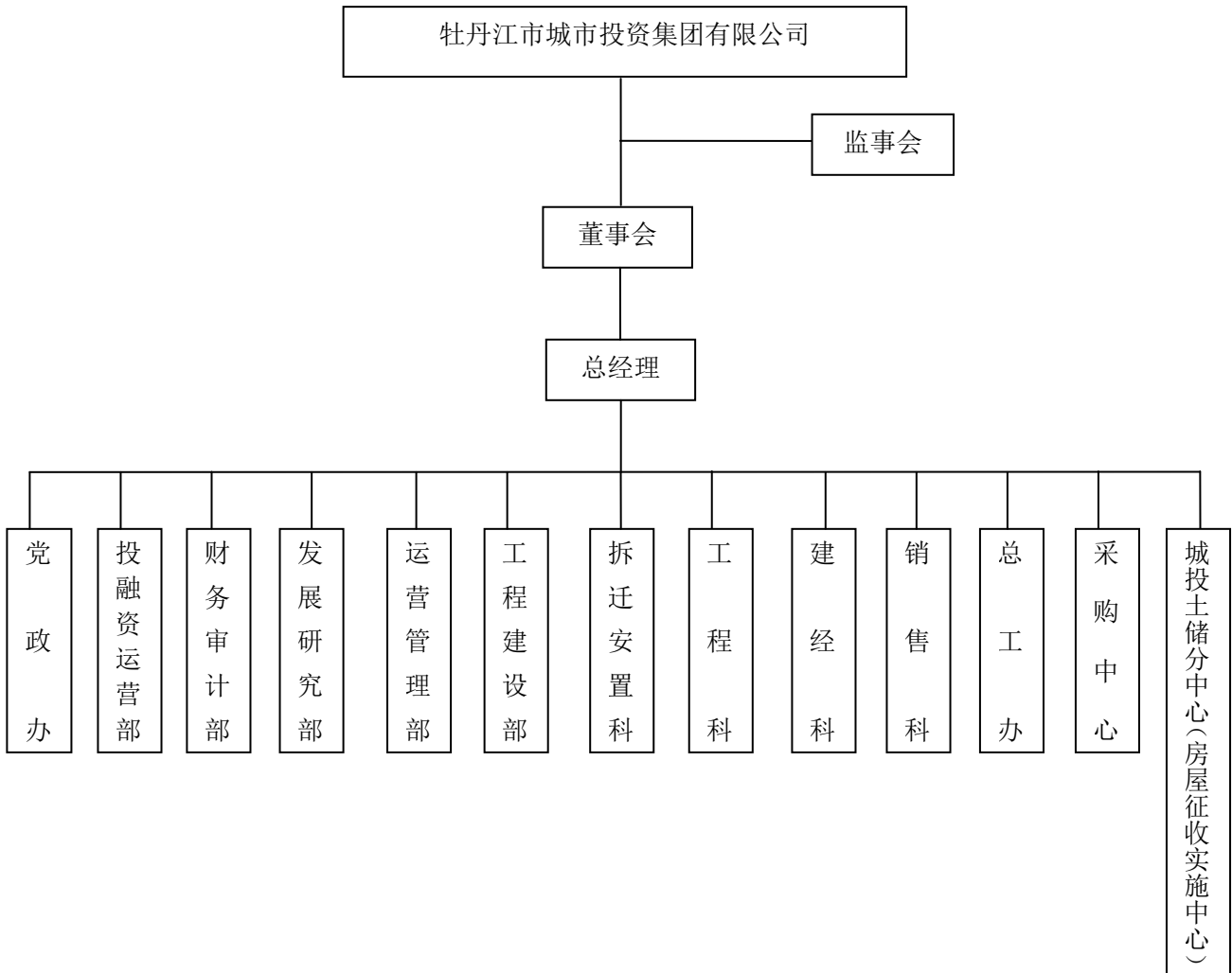
## 十一、结论

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，评级展望为稳定，并维持“16 牡城投债 01/16 牡城 01”和“16 牡城投债 02/16 牡城 02”的信用等级为 AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	4.21	7.60	9.15
资产总额(亿元)	176.24	192.64	215.97
所有者权益(亿元)	119.94	126.66	130.53
短期债务(亿元)	0.90	1.91	0.15
长期债务(亿元)	40.84	43.39	63.28
全部债务(亿元)	41.74	45.30	63.43
营业收入(亿元)	9.15	9.12	7.58
利润总额(亿元)	2.30	1.75	1.90
EBITDA(亿元)	2.75	1.94	2.02
经营性净现金流(亿元)	-12.11	-7.05	-15.88
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	357.52	2.66	1.06
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.06
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	44.42	22.50	89.33
营业利润率(%)	11.95	8.99	10.54
总资本收益率(%)	1.41	1.01	0.93
净资产收益率(%)	1.73	1.28	1.32
长期债务资本化比率(%)	25.40	25.51	32.65
全部债务资本化比率(%)	25.82	26.34	32.70
资产负债率(%)	31.94	34.25	39.56
流动比率(%)	880.88	678.84	784.78
速动比率(%)	202.81	188.66	224.55
经营现金流流动负债比(%)	-81.08	-32.35	-73.21
全部债务/EBITDA(倍)	15.17	23.29	31.33



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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  
 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 4-1 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 4-2 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

### 附件 4-3 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。