

# 信用等级公告

联合[2018] 1205 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，确定维持牡丹江市城市投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 牡城投债 01/16 牡城 01”和“16 牡城投债 02/16 牡城 02”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  
二零一八年六月二十二日



## 牡丹江市城市投资集团有限公司跟踪评级报告

### 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	跟踪评级结果	上次评级结果
16 牡城投债 01/16 牡城 01	9.00 亿元	2023/6/8	AA	AA
16 牡城投债 02/16 牡城 02	9.00 亿元	2023/10/27	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	7.60	9.15	15.98
资产总额(亿元)	192.64	215.97	233.78
所有者权益(亿元)	126.66	130.53	124.25
短期债务(亿元)	1.91	0.15	5.70
长期债务(亿元)	43.39	63.28	72.81
全部债务(亿元)	45.30	63.43	78.52
营业收入(亿元)	9.12	7.58	7.18
利润总额(亿元)	1.75	1.90	1.08
EBITDA(亿元)	1.94	2.02	1.19
经营性净现金流(亿元)	-7.05	-15.88	-9.36
营业利润率(%)	8.99	10.54	8.08
净资产收益率(%)	1.28	1.32	0.79
资产负债率(%)	34.25	39.56	46.85
全部债务资本化比率(%)	26.34	32.70	38.72
流动比率(%)	678.84	784.78	451.89
经营现金流动负债比(%)	-32.35	-73.21	-36.15
全部债务/EBITDA(倍)	23.29	31.33	66.14

### 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在跟踪期内业务正常开展、资产规模持续扩大，且持续获得股东支持。同时联合资信也关注到，公司资产及权益质量较差、存续债券募投项目工程进展较慢、整体盈利能力仍然偏弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。公司拥有较丰富的项目储备，未来可为公司带来稳定收益，公司业务发展具备良好空间。

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“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，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司目前项目储备充足，保障房项目配套的商业项目可为公司未来营业收入的实现形成一定支撑，公司具备较大的业务发展空间。
2. 跟踪期内，公司持续获得股东在财政补贴方面的支持。

### 关注

1. 公司资产及所有者权益中公益性资产占比较高，资产和权益质量较差。
2. 公司存续债券募投项目工程进展较慢，同时考虑到在建项目未来投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。
3. 跟踪期内，财政补贴对公司利润贡献大，公司盈利指标有所弱化。
4. 跟踪期内，公司收现质量较差，经营活动现金流入仍无法覆盖其流出，对外部融资依赖程度较大。

## 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

根据有关法规要求，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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

截至 2017 年底，公司注册资本仍为 29.73 亿元，实收资本减少至 22.47 亿元。牡丹江市国有资产投资控股有限公司（以下简称“牡丹江国资公司”）仍为公司控股股东，持股比例仍为 75.57%，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）仍分别持股 14.06% 和 10.37%。公司实际控制人仍为牡丹江市国有资产监督管理委员会（以下简称“牡丹江国资办”）。

跟踪期内，公司仍为牡丹江市城区重要的基础设施和保障房建设主体，职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 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 12 个职能部门；合并范围内拥有 6 家子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 233.78 亿元，所有者权益合计 124.25 亿元。2017 年，公司实现营业收入 7.18 亿元，利润总额 1.08 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，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”尚需偿还债券余额18.00亿元。跟踪期内，存续

债券均已按期足额支付债券利息。

表1 联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16牡城投债01/16牡城01	9.00	9.00	2016/06/08	7年
16牡城投债02/16牡城02	9.00	9.00	2016/10/27	7年
合计	18.00	18.00	--	--

资料来源：联合资信整理

“16牡城投债01/16牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”募集资金全部用于牡丹江市主城区棚户区改造建设项目。截至2018年5月底，“16牡城投债01/16牡城01”募集资金已使用8.70亿元、“16牡城投债02/16牡城02”募集资金已使用5.96亿元。募投项目牡丹江市主城区棚户区改造建设项目总投资额32.45亿元，已投资15.98亿元。募投项目原计划于2017年4月完工，目前项目整体进展较慢，主要系征收拆迁难度大所致。

表2 截至 2017 年底募投项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	已投资额	已使用募集资金
春晖园西苑三期项目	30711.35	28174.28	20000.00
黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目	144854.22	69462.97	65000.00
凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目	85422.43	27930.93	21608.00
富江南麓项目	28898.48	26706.20	20000.00
润泽园项目	34609.78	34200.00	20000.00
合计	324496.26	159796.18	146608.00

资料来源：公司提供

### 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，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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国基础设施建设的重要载体。

## 2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表3 2017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
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品

2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	(1) 项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目, 如土地储备、政府收费公路等, 在发行上需严格对应项目, 偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入, 不得通过其他项目对应的收益偿还。(2) 项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排, 包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3) 项目收益专项债严格对应项目发行, 还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观, 严控地方政府债务增量, 终身问责, 倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为, 严格规范金融市场交易行为, 规范金融综合经营和产融结合, 加强互联网金融监管, 强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的 PPP 项目, 实施负面清单管理, 各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的, 将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革, 开好规范举债的“前门”, 建立地方政府债务应急处置机制
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2月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面, 包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中, 不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息, 严禁与政府信用挂钩的误导性宣传, 应在相关发债说明书中明确, 地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任, 相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息, 实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况, 强化风险预警与早期防控。

资料来源: 联合资信综合整理

### 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 2017 年底, 中国城镇化率为 58.52%, 较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日, 中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署, 中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间。

综上, 在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下, 随着融资平台公司政府融资职能剥离、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

将进一步弱化。未来, 城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体, 其融资及转型压力进一步加大。

### 4. 区域经济概况

**跟踪期内, 牡丹江市经济持续增长, 产业结构不断优化, 固定资产投资保持快速增长, 为公司创造了良好的外部环境。**

2017 年, 牡丹江市实现地区生产总值 1404.7 亿元, 同比增长 6.4%。其中第一产业完成增加值 237.3 亿元, 同比增长 4.5%; 第二产业完成增加值 478.1 亿元, 同比增长 3.2%; 第三产业完成增加值 689.3 亿元, 同比增长 9.4%。三次产业结构为 16.9:34.0:49.1。人均地区生产总值 51407 元, 同比增长 7.3%。

2017 年, 牡丹江市规模以上工业企业增加值同比增长 5.1%。全市完成固定资产投资 1318.4 亿元, 同比增长 8.3%。分产业看, 第一产业完成投资 131.8 亿元, 同比增长 25%; 第二产业完成投资 603 亿元, 同比增长 3.8% (其

中工业完成投资 577 亿元，同比增长 5.3%）；第三产业完成投资 583.5 亿元，同比增长 9.8%。牡丹江市固定资产投资快速增长，为公司业务发展提供良好的外部环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司注册资本仍为 29.73 亿元，实收资本减少至 22.47 亿元。公司实际控制人仍为牡丹江国资办。

### 2. 外部支持

公司是牡丹江市城区内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，业务在所属区域具有专营优势，重要性突出。

**2017年牡丹江市财政收入持续增长，上级补助在综合财力中占比高；跟踪期内，当地政府继续给予公司财政补贴支持。**

2017年，牡丹江市全市实现全口径财政收入131.2亿元，比同期同口径增长11.2%。其中，一般公共预算收入完成75.90亿元，比同期同口径增长11.3%。其中税收收入45.07亿元，占比59.38%，非税收入占比40.62%。牡丹江市一般公共预算收入以税收收入为主，但非税收入占比仍然较大，对收入稳定性造成一定影响。2017年，全市一般公共预算支出286.2亿元，比同期同口径增长10.5%，牡丹江市财政自给率较差。

2017年，全市转移支付和税收返还收入规模较大，为177.02亿元，在地方综合财力中占比67.34%，是综合财力的主要构成部分，牡丹江市受到上级政府支持力度较大。当年，全市国有土地使用权出让收入8.96亿元，规模较小，土地出让受市场行情影响较大。

2017年底，牡丹江市地方政府债务余额115.08亿元，其中直接债务余额100.08亿元，主要为中央代发地方政府债券。2017年底政府债务率为43.78%，政府债务负担一般。

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。2017年，公司获得政府补贴1.25亿元。

### 3. 企业信用记录

**跟踪期内，公司信贷记录中没有已结清和未结清的不良信贷记录，整体债务履约情况良好。**

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G10231005000194503），截至2018年4月11日，公司没有已结清和未结清的不良信贷记录，未结清信贷记录里有1笔关注类贷款，主要系该笔贷款还款来源为中环路收费收入，2014年9月以后中环路不再进行收费因此银行将该笔贷款列入关注。该笔贷款将于2018年6月结清，目前还款风险较小；已结清信贷记录里有5笔关注类贷款，主要原因与上述理由相同。整体来看，公司过往债务履约情况良好。

截至跟踪日，公司未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、管理架构和管理制度等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司主营业务收入有所下降，收入构成未有明显变化；公司负责的牡丹江城区市政基础设施及保障房代建业务正常开展，房产销售由于进入尾盘销售状态收入下降较快。**

2017年，公司实现主营业务收入7.15亿元，同比小幅下降5.44%，各板块收入规模均有不同程度的下降。其中，市政基础设施建设（代建收入）仍为公司收入的主要来源，占比增长5.15个百分点至95.20%；房地产开发收入同比快速下降60.73%，主要系公司出售的项目已进入尾盘销售状态所致。

毛利率方面，2017年，公司主营业务毛利率为8.39%，较上年有所下降，主要系市政基

础设施建设业务毛利率下降所致。

表4 2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017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）	68115.25	90.05	11.35	68095.19	95.20	9.25
房地产开发	3917.51	5.18	7.84	1538.55	2.15	14.31
机床销售收入	697.26	0.92	-45.75	455.42	0.64	-166.67
工程施工	2909.52	3.85	21.19	1437.08	2.01	16.82
合计	75639.54	100.00	11.02	71526.23	100.00	8.39

资料来源：公司提供及审计报告

## 2. 业务经营分析

### （1）市政基础设施建设

公司目前市政工程项目全部为保障房项目，跟踪期内收入规模基本保持稳定；目前存续期债券募投项目工程由于拆迁问题进展较慢，项目未来收入实现与存续债券还本付息可能发生错配。同时考虑到在建项目未来投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

跟踪期内，公司市政基础设施建设项目为保障房项目。公司保障房开发业务分为两种模式，其中一种为政府代建回购模式：公司受市政府委托代建城区保障房项目，项目资金自筹。项目完工后，市政府根据审计决算确定的实际投入金额加成一定比例收益向公司支付委托建设管理费进行回购。另一种为公司自行开发及销售模式，实现收入计入“房地产开发”收入。

公司按照政府确认的完工进度确认代建收入，根据牡丹江市人民政府每年出具的政府回购项目确认函，2016~2017年，公司承建的保障房项目回购情况如下表：

表5 2016~2017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
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	

2017年	逸品尚城棚户区改造项目	1.94	2.23	6.81
	棚户区改造建设项目	4.24	4.58	

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建保障房项目总投资95.63亿元，已投资53.42亿元。公司在建保障房项目未来仍需投入约42.22亿元。公司在建项目投资规模较大，未来投资压力较大。

在建项目中的存续期债券募投项目涉及的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。由于拆迁征收问题导致公司存续债募投项目工程进展较慢，项目未来收入实现相应延迟，与存续债券还本付息可能发生错配，如项目收入无法覆盖偿债金额，公司将用日常经营收入偿还。同时考虑到在建项目未来投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

表6 截至2017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
银龙湾	37564.27	35197.65
西城绿都	13972.51	13511.71
逸品尚城	43035.39	39800.78
润泽园	34609.78	34200.00
凤凰城A组团	245481.86	87624.50

凤凰城 A 组团二期	144854.22	69462.97
凤凰城三期	123204.83	27930.93
春晖园西苑三期	30711.35	28174.28
富江南麓一、二期	99891.00	83251.21
阅江城项目	100000.00	36814.00
怡馨园项目	83000.00	78200.59
<b>合计</b>	<b>956325.21</b>	<b>534168.62</b>

资料来源：公司提供

## (2) 房地产开发

跟踪期内，受在售房产项目进入尾盘销售状态影响，公司房地产开发收入快速下降。但公司保障房项目中配套的商业项目将为该收入未来实现形成支撑。

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。

目前在售的商品房项目为帝景华庭项目，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。2017 年，公司实现的房地产开发收入为 1495 万元。

目前公司在售的自建保障房项目为龙裕学苑，截至 2017 年底累计实现销售收入 1.74 亿元，已售面积 6.39 万平方米，未来待售面积 0.14 万平方米。

未来随着上述两个项目的销售结束，公司房地产开发板块收入将逐年下降。但考虑到公司保障房项目中有部分配套商业项目，该板块收入有望得到支撑。

## (3) 工程施工

跟踪期内，公司工程施工板块新签合同额快速增长，受工程结算进度影响，2017 年收入规模快速下降，目前公司项目储备较为充足。

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，城建工程具有市政公用工程施工总承包二级及地基与基础工程专业承包三级资质。

2017 年，公司工程施工业务实现收入 1437.08 万元，同比下降 50.61%，主要系当年已投资部分尚未结算导致。

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受工程结算进度影响波动较大。2017 年，公司新签工程施工合同总金额为 0.97 亿元，同比增长 52.52%，公司目前项目储备充足。

表 7 2016~2017 年公司签约合同情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年
签约合同金额	6373	9720
完工合同金额	4475	6710

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

公司提供了 2017 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。2017 年公司合并范围没有变化，公司财务数据可比性强。

### 1. 资产质量

跟踪期内，随着业务的持续开展，公司资产规模有所增长。由于科目调整导致流动资产占比大幅下降。公司公益性资产占比较高，其他应收款账龄较长，对资金形成占用，公司整体资产质量较差。

2017 年底，公司资产总额 233.78 亿元，同比增长 8.24%，流动资产和非流动资产占比基本相当。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应收款	29.85	13.82	23.39	10.01
存货	121.55	56.28	65.52	28.03
<b>流动资产</b>	<b>170.27</b>	<b>78.84</b>	<b>117.07</b>	<b>50.08</b>
固定资产	44.01	20.38	0.82	0.35
其他非流动资产	0.00	0.00	114.44	48.95
<b>非流动资产</b>	<b>45.70</b>	<b>21.16</b>	<b>116.71</b>	<b>49.92</b>
<b>资产总额</b>	<b>215.97</b>	<b>100.00</b>	<b>233.78</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 117.07 亿元，同比快速下降 31.24%，主要系将存货中未开发的划拨地转入“其他非流动资产”所致。其中，公司应收账款 11.01 亿元，同比增长 47.28%，应收牡丹江市财政局工程款 10.93 亿元，占比 99.11%，账龄以 1~2 年为主，回收风险较小，当期公司计提坏账准备比例为 16%；其他应收款 23.39 亿元，同比下降 21.64%。其中对牡丹江市新区城市投资有限公司借款为 8.40 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 65.52 亿元，同比大幅下降 46.10%，主要系原计入存货中的待开发土地（71.19 亿元）全部为政府注入的划拨地，公司未对其进行开发，将其调入“其他非流动资产”所致。公司用于抵押的土地合计 19.42 亿元，抵押比率 27.28%，共取得贷款总额 33.84 亿元。存货中项目代建成本为 61.43 亿元，同比增长 29.57%，系项目持续投入所致。

2017 年底，公司非流动资产 116.71 亿元，同比大幅增长 155.37%，主要系科目调整导致其他非流动资产大幅增长所致。其中，公司固定资产 0.82 亿元，同比大幅下降 98.13%，主要系公司将道路、桥梁、公园等公益性资产（43.25 亿元）调入其他非流动资产；公司新增其他非流动资产共计 114.44 亿元。公司公益性资产占比较大，资产质量较差。

## 2. 资本结构

跟踪期内，由于科目调整原因公司所有者权益规模有所下降，结构较上年基本保持稳定。其中公益性资产占比较高，公司整体权益质量较差。

2017 年底，公司所有者权益 124.25 亿元，同比下降 4.81%。跟踪期内，由于国开基金和农发基金对公司的注资属于公司未来待偿还还有息债务，因此将其从“实收资本”调入“长期应付款”，导致实收资本下降。公司所有者权益结构较上年基本保持稳定，其中资本公积占比 74.05%，主要由政府划拨的公益性资产

（18.78 亿元）和土地（71.19 亿元）为主。总体来看，公司权益中公益性资产占比高，权益质量较差。

表9 公司主要负债和所有者权益构成情况  
(单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	1.34	0.62	2.79	1.19
其他应付款	17.17	7.95	12.51	5.35
<b>流动负债</b>	<b>21.70</b>	<b>10.05</b>	<b>25.91</b>	<b>11.08</b>
长期借款	45.42	21.03	54.93	23.50
应付债券	17.86	8.27	17.86	7.64
长期应付款	0.00	0.00	10.42	4.46
<b>非流动负债</b>	<b>63.75</b>	<b>29.52</b>	<b>83.62</b>	<b>35.77</b>
<b>负债总额</b>	<b>85.44</b>	<b>39.56</b>	<b>109.53</b>	<b>46.85</b>
实收资本	29.73	13.77	22.47	9.61
资本公积	92.01	42.60	92.01	39.36
<b>所有者权益合计</b>	<b>130.53</b>	<b>60.44</b>	<b>124.25</b>	<b>53.15</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>215.97</b>	<b>100.00</b>	<b>233.78</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务结构合理，目前债务负担处于可控水平。随着在建项目的持续投入，未来负债规模可能进一步上升。

2017 年底，公司负债合计 109.53 亿元，同比增长 28.19%，主要系长期借款和长期应付款快速增长所致。公司负债以非流动负债为主，且占比有所提高。2017 年底，公司流动负债 25.91 亿元，同比增长 19.41%。其中，预收款项 2.79 亿元，同比增长 108.54%，预收款项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 12.51 亿元，同比下降 27.13%，主要为与牡丹江国资公司的拆借款。2017 年底，公司非流动负债 83.62 亿元，同比增长 31.18%，增长主要来自长期应付款，其中从实收资本调入的国开基金和农发基金注资共计 7.26 亿元、融资租赁款 3.16 亿元，均为有息债务，调入调整后长期债务核算。

2017 年底，公司全部债务 78.52 亿元，同

比增长 23.79%。其中长期债务占比 92.74%，债务结构合理。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较上年有所增长，分别为 46.85%、36.95% 和 38.72%。考虑到公司长期应付款为有息债务，公司调整后全部债务增长至 88.93 亿元，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增长至 40.11% 和 41.72%。公司整体债务负担呈上升趋势，但仍处于可控水平。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力较好；财政补贴对公司利润贡献大，且当年被投资企业发生亏损导致公司投资收益为负，公司盈利指标有所弱化。**

2017 年，公司实现营业收入 7.18 亿元，同比下降 5.26%；营业成本 6.58 亿元，同比下降 2.42%。营业利润率 8.08%，同比下降 2.46 个百分点。

2017 年，公司期间费用 0.20 亿元，同比下降 45.29%，主要系管理费用下降所致。期间费用占营业收入比重 2.80%，同比下降 2.05 个百分点，公司期间费用控制能力较好。当期，由于公司将原计入营业外收入的财政补贴调入其他收益，公司营业利润大幅增长 236.35% 至 0.98 亿元。2017 年，公司实现利润总额 1.08 亿元，同比下降 43.39%，主要系当年被投资企业亏损规模扩大导致投资收益为-0.51 亿元所致。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均快速下降，分别为 0.51% 和 0.79%，整体盈利指标有所弱化。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司收现质量有所下降，经营和投资活动现金流入仍无法覆盖其现金流出，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仍然较大。**

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方的往来款等。2017 年，公司经营活动现金流入为 33.14 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 5.19 亿元，现金收入比 72.25%，同比下降 17.08 个百分点，跟踪期内，公司收现质量有所下降，整体收现质量较差。同期，公司经营活动现金流量净额仍呈净流出状态，为-9.36 亿元。

2017 年，公司投资活动现金流出 0.34 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持续呈现净流出状态。

公司筹资活动前现金流呈净流出状态，金额为 9.70 亿元，公司需通过外部融资弥补资金缺口。2017 年，公司筹资活动产生的现金流入为 23.84 亿元，其中取得借款收到的现金为 21.34 亿元；同期，公司筹资活动现金流出为 7.31 亿元，其中偿还债务支付的现金为 6.75 亿元。公司筹资活动现金流量净额为 16.53 亿元。

### 5. 偿债能力

**相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力较好；由于公司有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱，但考虑到公司持续获得外部支持，且间接融资渠道较为畅通，整体偿债风险较小。**

从短期偿债能力看，由于公司流动资产下降，流动比率和速动比率较上年均有所下降，2017 年分别为 451.89% 和 198.99%；公司经营性现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。考虑到公司短期债务规模小，且现金类资产较为充足，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 1.19 亿元，同比下降 41.37%。由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA 上升至 74.92 倍，长期偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司合并共获得银行授信 91.19 亿元，尚有 24.21 亿元未使用。公司

间接融资渠道较为通畅。

截至 2017 年底，公司合并口径对外担保合计 9.34 亿元，担保比率为 7.52%。被担保对象主要是当地国有企业和公司关联方，其中对民营企业的担保合计 0.14 亿元，分别为牡丹江六小福建建筑装饰工程有限公司和牡丹江天裕医药有限公司，担保形式为抵押物担保，金额较小。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险可控。

### 九、存续期债券偿债能力分析

**2017年底，公司无一年内到期的应付债券。由于存续债券设置分期还本机制，公司未来偿债压力集中度较低，公司存续债券偿还风险较小。**

2017年底，公司存续债券余额18.00亿元，其中无一年内到期兑付债券余额，未来待偿本金峰值为3.60亿元。2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.14亿元、-9.36亿元和1.19亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	3.60
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	9.21
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.60
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.33

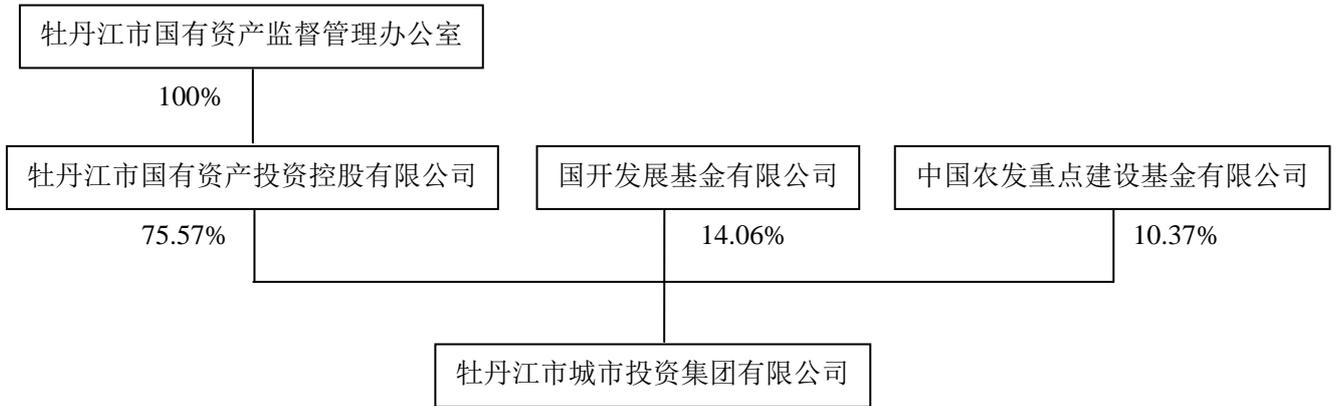
资料来源：联合资信整理

总体来看，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障程度高。公司整体债券偿还风险较小，但考虑到公司存续债券募投项目未来收入与还本付息可能发生错配，且建设项目投资规模较大，公司仍面临一定资金支出压力。

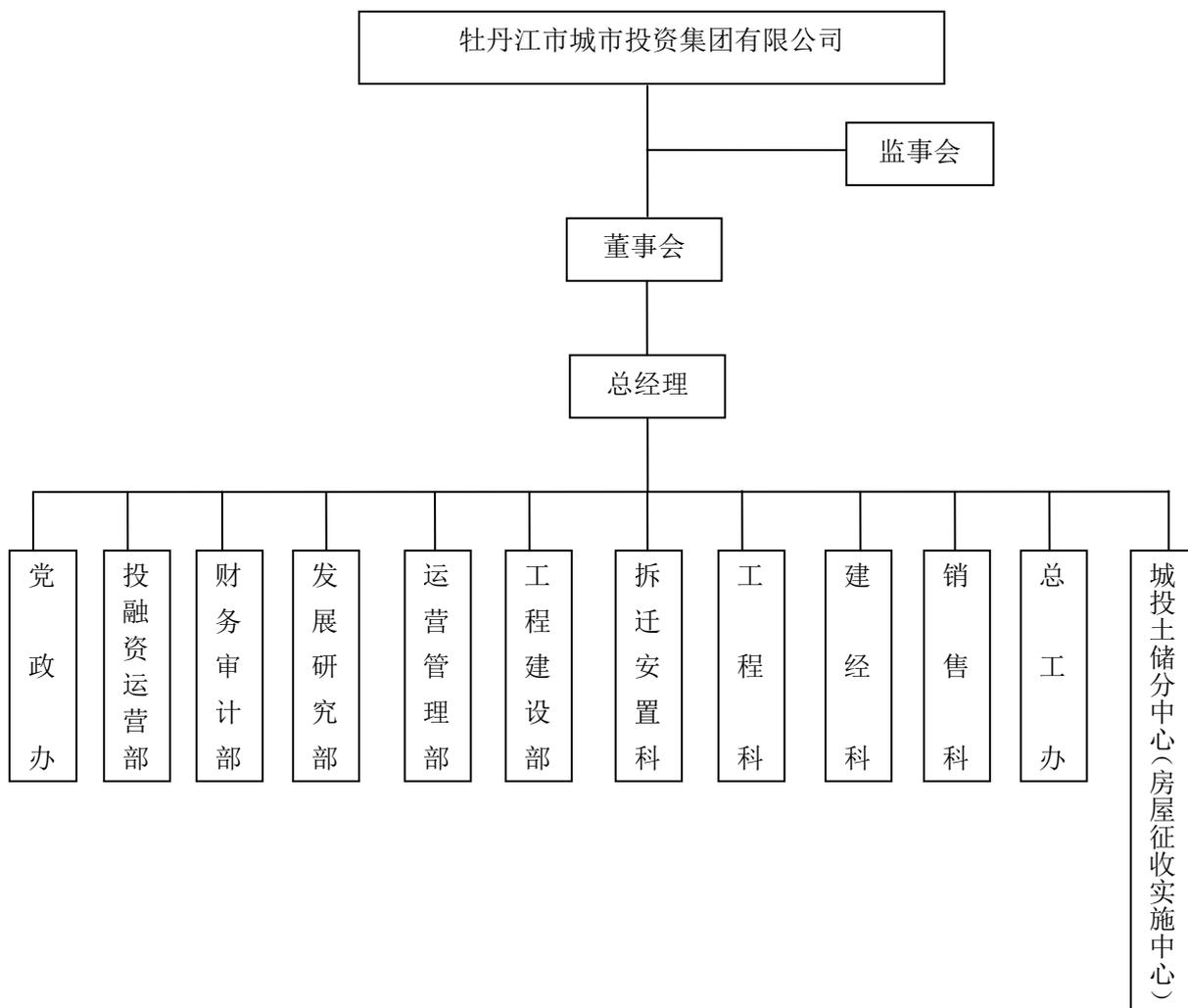
### 十、结论

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，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，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2017 年底公司合并范围子公司

公司名称	实收资本(万元)	持股比例(%)	经营范围
牡丹江市龙裕城市开发建设有限公司	3000.00	51.00	以其资质证书在规定的范围内从事经营活动。广告设计、制作、发布。室内装饰, 销售: 建筑装饰材料。(以上各项国家专项审批的除外); 自主经营停车场。
牡丹江市城市物业管理有限公司	50.00	100.00	商业性住宅经营与物业管理, 公路建设, 小区配套设施改造建设。
牡丹江市城投建设工程有限公司	1000.00	100.00	工业与民用建筑、市政公用工程、建筑装饰与装修。
牡丹江市城投置业有限公司	2000.00	100.00	房地产开发(在资质证书规定的范围内从事经营); 房屋租赁。
牡丹江市城投资产管理有限公司	1000.00	100.00	项目投资、资产管理、房屋租赁、物业管理。
牡丹江迈克机床制造有限公司	1200.00	80.00	金属切削机床及零部件加工、热处理加工、铸锻件加工、机件产品研制开发及计算机软件开发经营本企业自产产品及技术的出口业务; 经营本企业生产、科研所需的原辅材料, 仪器仪表机械设备、零配件及技术的进出口业务(国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品除外); 经营进料加工和“三来一补”业务。

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	7.60	9.15	15.98
资产总额(亿元)	192.64	215.97	233.78
所有者权益(亿元)	126.66	130.53	124.25
短期债务(亿元)	1.91	0.15	5.70
长期债务(亿元)	43.39	63.28	72.81
全部债务(亿元)	45.30	63.43	78.52
调整后全部债务(亿元)	45.30	63.43	88.93
营业收入(亿元)	9.12	7.58	7.18
利润总额(亿元)	1.75	1.90	1.08
EBITDA(亿元)	1.94	2.02	1.19
经营性净现金流(亿元)	-7.05	-15.88	-9.36
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.66	1.06	0.78
存货周转次数(次)	0.08	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03
现金收入比(%)	22.50	89.33	72.25
营业利润率(%)	8.99	10.54	8.08
总资本收益率(%)	1.01	0.93	0.51
净资产收益率(%)	1.28	1.32	0.79
长期债务资本化比率(%)	25.51	32.65	36.95
全部债务资本化比率(%)	26.34	32.70	38.72
调整后全部债务资本化比率(%)	26.34	32.70	41.72
资产负债率(%)	34.25	39.56	46.85
流动比率(%)	678.84	784.78	451.89
速动比率(%)	188.66	224.55	198.99
经营现金流动负债比(%)	-32.35	-73.21	-36.15
全部债务/EBITDA(倍)	23.29	31.33	66.14
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.29	31.33	74.92

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款

### 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%
<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

### 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。