信用等级公告

联合〔2019〕1646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，维持“16牡城投债01/PR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

二〇一九年六月二十一日

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
http://www.lhratings.com

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/PR 牡城 01	7.20 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：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	9.15	15.98	14.12
资产总额(亿元)	215.97	233.78	243.50
所有者权益(亿元)	130.53	124.25	125.43
短期债务(亿元)	0.15	5.70	14.42
长期债务(亿元)	63.28	72.81	60.50
全部债务(亿元)	63.43	78.52	74.93
营业收入(亿元)	7.58	7.18	7.54
利润总额(亿元)	1.90	1.08	1.24
EBITDA(亿元)	2.02	1.19	1.35
经营性净现金流(亿元)	-15.88	-9.36	3.16
营业利润率(%)	10.54	8.08	10.85
净资产收益率(%)	1.32	0.79	0.94
资产负债率(%)	39.56	46.85	48.49
全部债务资本化比率(%)	32.70	38.72	37.40
流动比率(%)	784.78	451.89	285.81
经营现金流动负债比(%)	-73.21	-36.15	7.28
全部债务/EBITDA(倍)	31.33	66.14	55.56

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

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。跟踪期内，公司业务正常开展、持续获得外部支持、资产规模持续扩大。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产及权益质量较差、未来投资支出压力较大及短期债务规模大幅增长等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

牡丹江整体经济稳定增长，随着牡丹江基础设施和保障房建设的力度不断加大，公司将保持较大代建业务总量，公司收入及利润规模将得到有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 牡城投债 01/PR 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。

优势

1. 跟踪期内，牡丹江市经济持续增长，为公司业务发展创造了良好的外部环境；公司持续在财政补贴方面获得外部支持。
2. “16牡城投债01/ PR牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”均设置了本金分期偿付条款，有效降低了公司的集中兑付压力。

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. 公司在建项目未来投资规模较大，且短期债务规模增幅明显，公司面临较大的外部融资压力。

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（以下简称“联合资信”）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、企业基本情况

截至2018年底，公司注册资本28.68亿元，实收资本22.47亿元（注册资本与实收资本之间的差异系2016年国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和2015年中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司的注资）。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，持股比例为78.35%，国开基金和农发基金分别持股11.78%和9.87%，其中国开基金和农发基金持股比例较上年底（国开基金持股14.06%、农发基金持股10.37%）有所降低主要系公司按约偿还股金所致。公司实际控制人仍为牡丹江市国有资产监督管理办公室（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2018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5家子公司。

截至2018年底，公司合并资产总额243.50亿元，所有者权益合计125.43亿元（其中少数股东权益0.20亿元）。2018年，公司实现营业收入7.54亿元，利润总额1.24亿元。

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2019年6月15日，联合资信所评公司存续期债券“16牡城投债01/ PR牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”尚需偿还债券余额16.20亿元，其中“16牡城投债01/ PR牡城01”按照发行时设定的提前偿还条款于2019年6月8日偿还债券本金1.80亿元。跟踪期内，存续债券均已按期足额支付债券本息。

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	7.20	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**	**16.20**	--	--

资料来源：联合资信整理

“16牡城投债01/ PR牡城01”和“16牡城投债02/16牡城02”募集资金均全部用于2014年牡丹江市主城区棚户区改造建设项目。募投项目牡丹江市主城区棚户区改造建设项目于2014年开工建设，计划总投资额44.50亿元，截至2018年底已完成投资18.37亿元，其中使用募集资金14.66亿元。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2018年底募投项目情况

（单位：亿元、%）

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	3.07	2.10	2.00
黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目	14.49	8.05	6.50
凤凰城A组团三期项目	12.32	3.62	2.16
富江南麓项目	11.16	2.47	2.00
润泽园项目	3.46	2.13	2.00
合计	**44.50**	**18.37**	**14.66**

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 3　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，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔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 年政府工作报告》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。

4. 区域经济概况

跟踪期内，牡丹江市经济持续增长，但增速明显放缓，固定资产投资保持稳定增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2018 年牡丹江市国民经济和社会发

展统计公报》，2018 年牡丹江市实现地区生产总值同比增长 1.3%（其中 2017 年牡丹江市实现地区生产总值 1404.7 亿元）。其中第一、第二、第三产业完成增加值分别同比增长-1.4%、1.7%和 1.9%。三次产业结构为 12.6:34.3:53.1。人均地区生产总值 52640 元，同比增长 2.4%。

2018 年，牡丹江市规模以上工业企业增加值同比增长 3.7%，利润同比下降 29%。全市全年完成固定资产投资 1377.7 亿元，同比增长 4.5%，分产业看，第一产业投资同比增长 58.3%，第二产业投资同比增长 35.8%（其中工业投资同比增长 35.8%），第三产业投资同比下降 9.6%。牡丹江市固定资产投资稳定增长，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

截至 2018 年底，公司注册资本 28.68 亿元，实收资本为 22.47 亿元。因公司按约偿还国开基金和农发基金股金，截至 2018 年底公司股权结构调整为牡丹江国资公司持股 78.35%、国开基金持股 11.78%、农发基金持股 9.87%。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。

跟踪期内，牡丹江市财政自给能力差；公司在政府补贴方面得到持续的外部支持。

2018年，牡丹江市一般公共预算收入完成33.27亿元；其中税收收入25.12亿元，占比75.50%，财政收入质量良好。2018年，全市一般公共预算支出248.74亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为13.38%，牡丹江市财政自给率差。

2018年，全市转移支付和税收返还收入规模为99.98亿元，在地方综合财力中占比70.60%，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7.37亿元，规模较小，土地出让受市场行情影响较大。

截至2018年底，牡丹江市地方政府债务余额128.89亿元，其中直接债务余额123.49亿元。

为支持公司建设，牡丹江市财政局持续给予公司一定的财政补贴款。2018年，公司获得政府补贴1.06亿元。

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2019年6月19日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，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；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2019年6月10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、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，公司营业收入保持增长，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稳定开展，营业毛利率受代建业务盈利能力提高而有所增加。

2018 年，公司实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 5.01%，各板块收入规模均有不同程度的增加，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，占营业收入比重为 93.11%。

毛利率方面，2018 年，公司营业毛利率为 11.44%，较上年有所上升，主要系市政基础设施建设业务毛利率提高所致。

表 4　2017~2018 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 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）	68509.67	95.37	8.79	70182.89	93.11	13.92
房地产开发	1598.87	2.23	13.14	1815.73	2.41	-67.46
工程施工	1437.08	2.00	11.83	2225.24	2.95	15.52
其他	285.80	0.40	-41.81	1156.29	1.53	-22.86
合计	**71831.42**	**100.00**	**8.44**	**75380.15**	**100.00**	**11.44**

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

公司目前市政工程建设项目全部为保障房项目，跟踪期内收入规模小幅增加；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。

公司市政基础设施建设项目为保障房项目，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。另一种为保障房配套的商业项目，采取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，截至2018年底，公司暂无已完工未确认收入的代建回购项目。2018年公司实现代建收入7.02亿元，同比小幅增加0.17亿元；毛利率13.92%，同比增长5.13%，主要系各项目代建加成比例不一致影响。

根据牡丹江市人民政府每年出具的政府回购项目确认函，2017~2018年，公司承建的保障房项目回购情况如下表：

表 5　2017~2018 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
2017 年	逸品尚城棚户区改造	1.94	2.23	**6.81**
	棚户区改造建设项目	4.24	4.58	
2018 年	东苑公租房	1.69	1.94	**6.92**
	西苑公租房	2.86	3.30	
	逸品尚城棚户区改造	1.46	1.68	

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建保障房项目总投资105.76亿元，已投资54.55亿元（不含收储项目已投资额），未来仍需投入约51.21亿元。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，尚未形成收入。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，对公司的偿付能力构成一定的压力。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 2018 年底公司主要在建保障房项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
银龙湾	3.76	0.70
西城绿都	1.40	1.56
兴隆幸福家园项目	2.20	2.22
北悦城项目	5.37	1.88
花河新城项目	1.75	3.02
东湖丽景项目	1.79	1.92
民安绿苑项目	0.41	0.64
圣林新居项目	2.42	1.85
润泽园	3.46	2.13
主城区棚户区改造项	5.35	5.35
凤凰城 A 组团	5.00	5.58
凤凰城 A 组团二期	14.49	8.05
东四垮江桥有限公司二期	5. 41	5.32
凤凰城 A 组团三期	12.32	3.62
江南公租房项目	7. 05	1.94
春晖园西苑三期	3.07	2.10
春晖园东苑棚改	1. 05	1.05
富江南麓一、二期	9.99	1.27
阅江城项目	10.00	1.87
富江南麓棚户区二期改造	1. 17	1.20
怡馨园项目	8.30	1.28
收储项目	--	9.19
合计	**105.76**	**63.74**

注：收储项目系公司每年根据政府下达任务进行投资的项目，无法统计计划总投资

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

跟踪期内，公司房地产开发收入主要来源于房产的尾盘销售，公司暂无新房地产开发项目，该板块收入的持续性值得关注。

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。

2018 年，房地产开发收入主要来自于自行开发销售的帝景豪庭项目、龙裕学苑保障房项目的尾盘销售收入，公司当年确认房地产开发收入 1815.73 万元，同比增长 13.56%；受之前年度未确认的成本集中在本年度确认的影响，毛利率较上年大幅降至-67.46%。目前公司暂无新的房地产开发项目，未来公司该板块收入的稳定性及持续性值得关注。

（3）工程施工

跟踪期内，公司工程施工收入同比大幅增长；新签合同额快速增长，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。

2018年，公司工程施工业务实现收入2225.24万元，同比大幅上升54.84%，主要受益于当年结算的工程量增加；毛利率15.52%，同比小幅增长3.68%。2018年，公司预收工程款1.24亿元，系部分已完工未结算的工程项目。

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。2018年，公司新签工程施工合同总金额为2.92亿元，同比大幅增长201.03%，公司目前项目储备充足。

表 7　2017~2018 年公司签约合同情况（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年
签约合同金额	9720	29222.79
完工合同金额	1598.87	1782.47

资料来源：公司提供

未来公司仍将以区域内的基础设施建设及保障房建设业务为主。总体来看，随着牡丹江市经济不断增长，基础设施建设需求逐步扩大，公司将保持较大的基础设施业务总量。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，北京永拓会计师事务所（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。

截至 2018 年底，公司合并范围子公司共计 5 家，跟踪期内公司合并范围划转转出 1 家

子公司牡丹江市城市物业管理有限公司，其业务及资产规模较小，对公司经营及财务数据影响很小，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。但公司应收款项、开发成本、公益性资产账面价值合计占资产总额比例高，对资金形成较大占用，公司整体资产质量较差。

截至 2018 年底，公司资产总额 243.50 亿元，同比增长 4.16%，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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应收账款	11.01	4.71	13.36	5.49
货币资金	15.98	6.84	14.12	5.80
其他应收款	23.39	10.01	14.07	5.78
存货	65.52	28.03	80.42	33.03
流动资产	**117.07**	**50.08**	**124.12**	**50.97**
长期应收款	0.00	0.00	2.39	0.98
其他非流动资产	114.44	48.95	114.44	47.00
非流动资产	**116.71**	**49.92**	**119.38**	**49.03**
资产总额	**233.78**	**100.00**	**243.50**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 124.12 亿元，同比小幅增加 6.02%。其中，公司应收账款 13.36 亿元，同比增长 21.34%，应收牡丹江市财政局工程款 13.24 亿元，占比 99.03%，账龄以 3 年以内为主，回收风险较小；货币资金 14.12 亿元，同比小幅下降 11.64%，主要为银行存款，无受限资金；其他应收款 14.07 亿元，同比下降 39.85%，主要系当年收回部分往来款所致，公司其他应收款系公司与政府及关联部门企业的往来款，其中对牡丹江市财政局借款为 2.08 亿元，占比 14.07%，账龄在 2 年以内；存货 80.42 亿元，同比增加 22.74%，系代建项目持续投入所致，其中开发成本 80.13 亿元，（其中项目代建成本 75.10 亿元、房地产成本 1.04 亿元、工程施工成本 3.99 亿元）。截至 2018 年底，公司用于抵押的土地（仅为安置房业务中的土地资产，公司取得的划拨地未进行抵押）账面价值合计 17.36 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 119.38 亿元，较上年底基本保持稳定，公司当年新增长期应收款 2.39 亿元，系应收的融资租赁款，其中应收牡丹江龙盛投资有限公司融资租赁款 3.27 亿元（其中一年内到期的长期应收款 1.27 亿元），期限为 3 年，利率约为 9%；公司其他非流动资产在跟踪期内保持稳定，系公司 2017 年将原计入固定资产中的道路、桥梁、公园等公益性资产（43.25 亿元）及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），调入“其他非流动资产”。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，公司所有者权益规模和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。

截至 2018 年底，公司所有者权益 125.43 亿元，权益结构和规模较上年基本保持稳定，其中资本公积占比 73.36%，主要由政府划拨的公益性资产和政府划拨地为主。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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	2.79	2.55	5.38	4.56
其他应付款	12.51	11.42	19.46	16.48
一年内到期的非流负债	4.87	4.45	14.16	11.99
流动负债	**25.91**	**23.66**	**43.43**	**36.77**
长期借款	54.93	50.15	46.18	39.11
应付债券	17.86	16.31	14.32	12.13
长期应付款	10.42	9.51	13.94	11.81
非流动负债	**83.62**	**76.34**	**74.65**	**63.23**
负债总额	**109.53**	**100.00**	**118.07**	**100.00**
实收资本	22.47	18.08	22.47	17.91

资本公积	92.01	74.05	92.01	73.36
所有者权益合计	**124.25**	**100.00**	**125.43**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务规模同比变化不大，以长期债务为主。考虑到公司所有者权益中大部分为公益性资产及划拨地，公司实际债务负担高于指标值。

截至 2018 年底，公司负债合计 118.07 亿元，同比小幅增长 7.80%，其中非流动负债占比 63.22%，占比有所下降。截至 2018 年底，公司流动负债 43.43 亿元，同比大幅增长 67.62%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加至 14.16 亿元所致，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 7.90 亿元、3.60 亿元和 2.65 亿元；预收款项 5.38 亿元，同比大幅增长 92.83%，主要为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 19.46 亿元，同比增长 55.56%，主要为与牡丹江国资公司的拆借款，账龄在 3 年以内。2018 年底，公司非流动负债 74.65 亿元，同比下降 10.73%，主要系部分负债调整至一年内到期的非流动负债科目；公司长期借款主要为抵押借款和保证借款；长期应付款 13.94 亿元，其中从国开基金和农发基金取得基金借款 5.95 亿元、融资租赁款 4.98 亿元，新增项目收益专项资金 3.00 亿元，均为有息债务，调入调整后长期债务核算。

截至 2018 年底，公司全部债务 74.93 亿元，同比小幅降低 4.57%，其中长期债务占比由 2017 年底的 92.74%降至 80.74%，债务结构合理。2019~2021 年公司每年债务到期规模分别为 14.42 亿元、12.18 亿元和 12.36 亿元。截至 2018 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年底有所下降，分别为 32.54%和 37.40%。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 88.86 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 37.25%和 41.47%。考虑到公司所有者权益中大部分为公益性资产及划拨地，公司实际债务负担高于指标值。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增加，期间费用控制能力较好；政府补助对公司利润贡献大。公司整体盈利能力仍较弱。

2018 年，公司实现营业收入 7.54 亿元，同比增加 5.01%；营业成本 6.68 亿元，同比增加 1.52%，实现营业利润率 10.85%，同比上升 2.77 个百分点。同期，公司获得政府补助 1.06 亿元计入其他收益科目，实现利润总额 1.24 亿元，同比上升 14.81%。

2018 年，公司期间费用受财务费用增加影响由 2017 年的 0.20 亿元增加至 0.31 亿元，期间费用占营业收入比重由 2017 年的 2.80%上升至 4.04%，公司期间费用控制能力较好。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所上升，分别为 0.61%和 0.94%，盈利指标有所提高，但公司整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，往来款支出规模下降使得当期经营活动现金呈现为净流入；受投资支出影响，公司投资活动产生的现金流量持续呈现净流出状态；公司对外部融资力度的减弱及债务还本付息支出的增加使得当期筹资活动现金流量净额为净流出状态。

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收支等。2018 年，公司经营活动现金流量净额由 2017 年的净流出 9.36 亿元提高至净流入 3.16 亿元，主要系往来款支出规模下降所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 5.01 亿元，现金收入比 66.45%，同比下降 5.80 个百分点，跟踪期内，公司整体收入的现金实现质量仍较差。

2018 年，公司无投资活动现金流入，主要为现金流出 0.26 亿元，规模小。

2018 年，公司筹资活动现金流量净额为净流出 4.77 亿元，主要系当期借款力度的减弱及债务还本付息规模增加所致；其中，取得借款收到的现金为 4.65 亿元，偿还债务支付的现金为 5.04 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 5.26 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力仍较弱；间接融资渠道有待拓宽，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力看，由于公司流动负债的增加，2018年底公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为285.81%和100.62%；2018年，公司经营性现金流量净额和现金类资产分别为3.16亿元和14.12亿元，对短期债务尚不能形成完全覆盖，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为1.35亿元，同比上升13.45%，调整后全部债务/EBITDA由上年的74.92倍降至65.89倍，但长期偿债能力仍较弱。

截至 2018 年底，公司合并口径共获得银行授信 99.80 亿元，尚有 14.62 亿元未使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司合并口径对外担保合计 9.65 亿元，被担保对象主要是当地国有企业和公司关联方。总体看，公司对外担保规模不大，或有负债风险低。

6. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额230.58亿元，同比小幅减少7.84亿，主要系其他应收款减少所致。其中流动资产占总资产的比重为50.27%。母公司资产总额占合并报表资产总额的94.69%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计121.51亿元，较2017年底无明显变化。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，权益结构稳定性较好。

截至2018年底，母公司负债合计109.07亿元，同比小幅减少7.10%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。其中非流动负债占60.74%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的92.38%，占比较高。

2018 年，母公司实现营业收入 5.33 亿元，同比增加 0.71 亿元，占合并报表营业收入比重为 70.69%；母公司利润总额为 0.53 亿元，占合并报表利润总额的 42.74%。母公司利润总额占合并报表的比重不大。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额 4.34 亿元，较上年大幅改善；投资活动现金流量净额-0.23 亿元，持续为净流出状态；受当期筹资活动现金流入规模大幅缩减影响，2018 年公司筹资活动现金流量为净流出 4.38 亿元。

九、存续期债券偿债能力分析

截至 2018 年底，公司存续债券余额 18.00 亿元，一年内到期的应付债券 3.60 亿元，存续债券的短期偿债压力不大，未来集中偿债压力一般。

截至2018年底，公司存续债券余额18.00亿元，按照存续债券设置的分期还本机制：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债务本金，到期利息随本金一起支付。2019年~2023年，公司每年需偿付的存续债券本金为3.60亿元，债券偿付压力较为分散。2018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24.82亿元、3.16亿元和1.35亿元，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	2018 年
一年内到期债券余额	3.60
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	3.92
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.89
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.88

EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.38

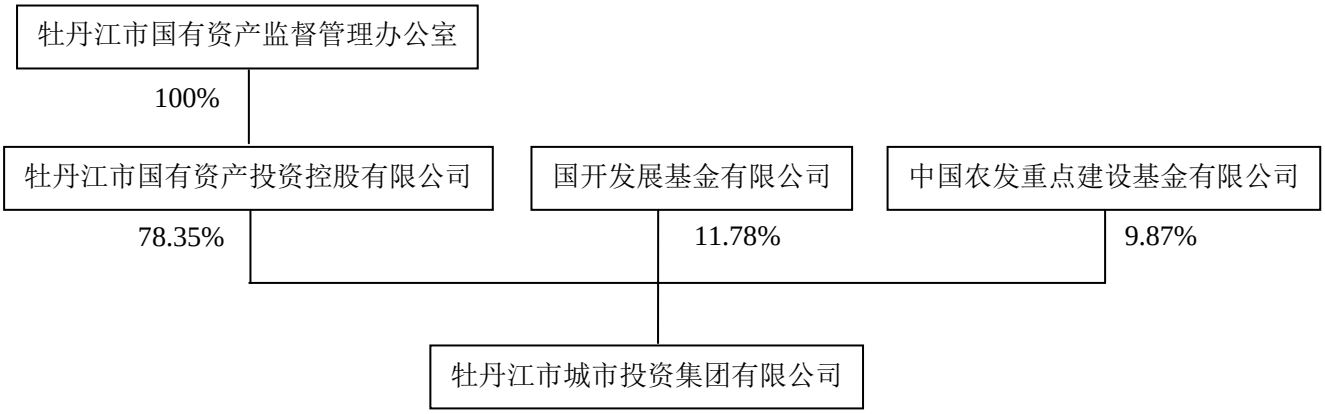
资料来源：联合资信整理

总体来看，公司现金类资产对一年内到期债券余额及经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障程度均较高，经营活动现金净额和EBITDA对待偿债券本金峰值可形成一定的覆盖。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。

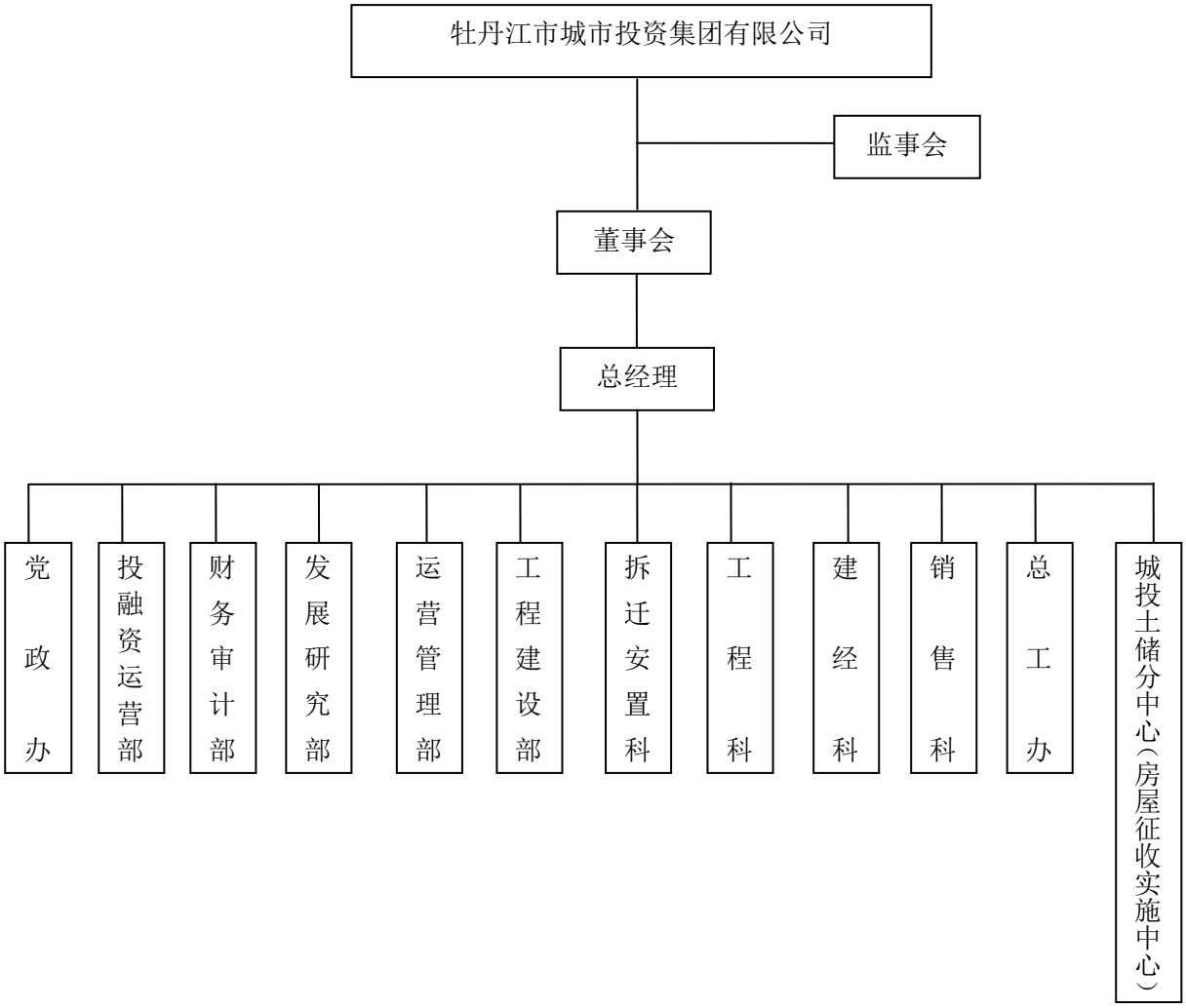
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA， 维持“16 牡城投债 01/PR 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　截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

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。

资料来源：根据公司审计报告整理

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)	9.15	15.98	14.12
资产总额(亿元)	215.97	233.78	243.50
所有者权益(亿元)	130.53	124.25	125.43
短期债务(亿元)	0.15	5.70	14.42
长期债务(亿元)	63.28	72.81	60.50
全部债务(亿元)	63.43	78.52	74.93
调整后全部债务(亿元)	63.43	88.93	88.86
营业收入(亿元)	7.58	7.18	7.54
利润总额(亿元)	1.90	1.08	1.24
EBITDA(亿元)	2.02	1.19	1.35
经营性净现金流(亿元)	-15.88	-9.36	3.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.06	0.78	0.62
存货周转次数(次)	0.06	0.07	0.09
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
现金收入比(%)	89.33	72.25	66.45
营业利润率(%)	10.54	8.08	10.85
总资本收益率(%)	0.93	0.51	0.61
净资产收益率(%)	1.32	0.79	0.94
长期债务资本化比率(%)	32.65	36.95	32.54
调整后长期债务资本化比率(%)	32.65	40.11	37.25
全部债务资本化比率(%)	32.70	38.72	37.40
调整后全部债务资本化比率(%)	32.70	41.72	41.47
资产负债率(%)	39.56	46.85	48.49
流动比率(%)	784.78	451.89	285.81
速动比率(%)	224.55	198.99	100.62
经营现金流动负债比(%)	-73.21	-36.15	7.28
全部债务/EBITDA(倍)	31.33	66.14	55.56
调整后全部债务/EBITDA(倍)	31.33	74.92	65.89

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
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%
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　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 4-3　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