

跟踪评级公告

联合[2015] 1105 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司的主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“09鹤城投债/09鹤城投”AA的信用等级。

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>

黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司

企业债跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 鹤城投债 /09 鹤城投	12 亿元	2009/11/17 2016/11/17	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	5.11	4.04	8.43
资产总额(亿元)	284.26	453.79	507.87
所有者权益(亿元)	199.57	354.11	358.01
短期债务(亿元)	3.49	4.25	13.22
全部债务(亿元)	56.14	72.65	104.62
营业收入(亿元)	6.54	6.51	8.92
利润总额(亿元)	6.58	5.44	5.20
EBITDA(亿元)	7.09	7.38	7.17
经营性净现金流(亿元)	-33.25	-15.41	-24.56
营业利润率(%)	93.92	93.69	77.67
净资产收益率(%)	2.49	1.15	1.09
资产负债率(%)	29.79	21.97	29.51
全部债务资本化比率(%)	21.95	17.02	22.61
流动比率(%)	727.80	1162.98	778.19
全部债务/EBITDA(倍)	7.92	9.84	14.60
经营现金流流动负债比(%)	-146.09	-53.06	-48.59

分析师

于芷崧 徐荣伟

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

黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司(以下简称“公司”)是齐齐哈尔市城市基础设施建设主体。2014 年齐齐哈尔市经济稳定增长;跟踪期内,齐齐哈尔市从财政补贴和业务指定两个层面给予公司持续支持;公司资产规模稳步增长,为公司发展及信用基本面提供了重要支撑。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司收入来源单一、利润总额对财政收入和补贴依赖程度高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“09 鹤城投债/09 鹤城投”由齐齐哈尔市政府以 BT 项目回购、公益性资产回购和拟回购的剥离资产所形成的应收账款质押,并以公司所拥有的齐齐哈尔梅里斯区五家子村(嫩江西)6000000.30 平方米土地作为抵押。跟踪期内抵质押资产对“09 鹤城投债/09 鹤城投”的保障程度仍然较高。

综合分析,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,并维持“09 鹤城投债/09 鹤城投”的信用等级为 AA。

优势

1. 齐齐哈尔市人民政府在代建及土地整理收入、财政补贴等方面给予公司支持力度较大。
2. 跟踪期内,受益于代建及土地整理收入的确认,公司收入规模稳步提升。
3. 公司抵质押资产及应收账款质押为“09 鹤城投债/09 鹤城投”本息的偿还提供了有力的保障。

关注

1. 公司自身业务盈利能力弱，利润总额对财政收入和补贴依赖程度高。
2. 公司其他应收款金额大，对公司的资金占用较大。
3. 跟踪期内，公司短期债务大幅提升，公司存在一定的短期支付压力。

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）与黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与黑龙江省鹤城建设投资发展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。

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，未因黑龙江省鹤城建设投资发展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黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司（以下简称“公司”）由齐齐哈尔市国资委、齐齐哈尔市财政局收费集资管理站于 2003 年 4 月 4 日共同出资组建，成立时注册资本为 5200 万元，经三次增资后，注册资本变更为 535300 万元。其中齐齐哈尔市国资委出资 535100 万元，持股 99.96%，齐齐哈尔市财政局收费集资管理站出资 200 万元，持股 0.06%。

公司根据齐齐哈尔市政府要求，会同有关部门制订城市基础设施具体项目和土地利用规划；并承担齐齐哈尔基础设施项目的建设任务。

公司经营范围：在国家法律法规允许的范围内开展城市土地开发、国有资产经营、城市开发建设项目的投资管理。

公司设立财务审计部、综合事务部、工程项目部、投资经营部、资产管理部、土地整理部、项目管理部 6 个常设职能部门，并拥有齐齐哈尔城投房地产开发有限公司、齐齐哈尔市鹤翔投资发展有限公司、齐市绿洲商务有限公司、齐齐哈尔市鹤城管网建设投资有限公司、齐齐哈尔鹤城国际会展有限公司 5 家子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 507.87 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）为 358.01 亿元。2014 年，公司实现营业收入 8.92 亿元，利润总额 5.20 亿元。

公司注册地址：齐齐哈尔市龙沙区雄鹰南街火电 5 号楼；法定代表人：许建。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，

比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济概况

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委会办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，

明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”)，

《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号)，为确保融资平台公司在在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为

新趋势。

2. 区域经济概况

2014年，齐齐哈尔全市地区生产总值完成1238.8亿元，同比增长5.2%，增速有所下降；三次产业结构进一步调整为24.2:33.0:42.8。2014年齐齐哈尔市第三产业对经济增长的贡献率继续上升，第二产业占比有所下降。齐齐哈尔市的三大支柱产业是装备制造、食品和化工产业，全年装备工业完成增加值和食品工业完成增加值占规模以上工业总价值的69.2%，其中全年装备工业完成增加值同比下降21.2%，食品工业完成增加值同比增长18.3%。受装备制造行业工业增加值的影响，全市的工业增加值增速放缓。

齐齐哈尔市固定资产投资755.1亿元，比上年增长4.8%。在投资中，民间投资595.2亿元，增长5.0%；国有及国有控股投资137.8亿元，下降6.7%；外商及港澳台投资22.1亿元，增长246.7%。装备、食品两大主导产业完成投资172.4亿元，下降28.8%，占工业投资的59.5%。新增固定资产608.9亿元，增长20.7%。全市房地产开发投资完成130.0亿元，增长10.9%；商品房销售面积225.1万平方米，下降22.5%；商品房销售额93.9亿元，下降17.5%。

齐齐哈尔市财政总收入完成141.8亿元，比上年下降2.1%。地方财政收入完成96.0亿元，下降8.2%。其中，公共财政预算收入74.6亿元，增长15.8%。全市财政总支出340.5亿元，增长3.7%，地方财政支出194.8亿元，下降1.9%，公共财政预算支出174.8亿元，增长11.9%。

总体来看，跟踪期内齐齐哈尔市经济稳步发展，公共财政预算收入有所提升，同期，受基金预算收入下降影响，地方财政收入有所下降。

五、基础素质分析

公司是齐齐哈尔市城市基础设施建设的投融资主体，齐齐哈尔市政府在业务和资金方面给予公司大力支持。

由于公司承担基础设施建设具有公益性特点，政府给予公司一定的补贴收入作为合理利润。2014年公司获得政府财政补贴资金2.60亿元。2014年2月，根据《关于成立政府投资项目代建机构的意见》，公司成为齐齐哈尔市唯一的政府投资项目代建机构，未来公司代建收入将会有所增长。总体看，齐齐哈尔政府对公司的支持力度大。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、制度及公司高管人员无重大变化。

七、经营分析

公司作为地方基础设施建设主体，为政府性项目进行前期融资，对城市建设项目进行投资和管理，并承担齐齐哈尔市土地收储和拆迁安置工作。

公司收入主要来源于棚改项目收入（回迁楼项目的房地产开发），系公司主营业务收入的支撑。

2014年，公司棚改项目的毛利率为85.19%，同比有所下降，主要为2013年之前该项业务的成本尚未结转，2014年该项业务成本开始结转，并在未来毛利率可能继续下降；房地产销售毛利率为负，主要将往期未计成本于2014年集中结转；物业收入主要为下属子公司诚誉物业的保障房及小区物业的收入，占主营业务比重较小。

表1 2013~2014年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务类别	2013 年度		2014 年度	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
物业收入	128.17	40.16	472.00	63.18
房地产销售收入	310.88	11.35	695.00	-120.04
棚改项目收入	64428.06	99.94	87834.00	85.19
场地租赁收入	215.87	93.77	201.00	99.63
合 计	65082.97	99.38	89202.00	83.50

资料来源：公司审计报告

项目建设

根据齐财发【2009】52号《齐齐哈尔市财政局关于对市城投公司实施城市基础设施建设给予补贴的通知》，齐齐哈尔政府为确保公司承担的各项建设任务的顺利完成，齐齐哈尔市财政局自2009~2018年期间每年将从地方财政收入的2%及土地出让金收益的20%拨付给公司，用于公司承担的齐齐哈尔市的土地开发、市政公用设施和基础配套设施的建设。其中2013~2014年齐齐哈尔市财政局给公司的付款主要用于公司承担的棚改项目的建设，计入棚改项目收入。

截至2014年底，公司代建项目形成的回购资产仅包括南苑基础设施等BT项目形成的回购资产，根据《市城投公司南苑基础设施等城市建设项目、公益性资产及剥离资产政府回购协议》，上述回购资产已用作“09 鹤城投债/09 鹤城投”应收账款质押。

2014年，公司继续承担大量的齐齐哈尔市棚户区改造和城市基础设施建设等项目，其中棚户区的项目收入计入预收账款，大量的公益性项目建设为公司带来了一定的社会综合效益和经济效益。土地储备方面，截至2014年底，公司共储备土地2497.53万平方米，其中用于抵

押的土地1314.21万平方米。

表2 截至2014年末公司在建、拟建及已建重点建设项目情况（单位：万元）

在建项目名称	总投资额	预计项目起止年限
齐齐哈尔市龙沙区（丽湾阁、新光、三合棚改小区）基础设施项目	18333.69	2014.2.20～2015.12.31
齐齐哈尔市铁锋（清新雅居 B）基础设施项目	29563.92	2014.2.20～2015.12.31
齐齐哈尔丽湾阁棚改小区建设项目	92497.03	2014.2.20～2015.12.31
齐齐哈尔新光家园棚改小区建设项目	142892.78	2014.2.20～2015.12.31
齐齐哈尔市建华区（溪畔华庭 C、D）基础设施项目	18834.55	—
合计	302121.97	

资料来源：公司提供

总体来看，公司收入主要来源于政府指定项目，跟踪期内收入规模大幅提升，但业务模式较为单一，自身业务盈利能力弱。

八、募集资金使用情况

公司于 2009 年 9 月 17 日公开发行“09 鹤城投债”，募集资金 12 亿元，每年付息一次。跟踪期内，公司已于 2014 年 12 月按时支付第三年度利息 9336 万元。

本期债券募集资金12亿元人民币，其中7.60亿元用于齐齐哈尔市劳动湖水域污染综合治理工程，2.08亿元用于偿还齐齐哈尔市商业银行贷款，2.32亿元用于补充公司营运资金。截至2014年底，完成工程进度的96%。

九、财务分析

公司提供了 2013~2014 年经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的审计报告。2014 年，公司合并范围未变化。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 507.87 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）为 358.01 亿元。2014 年，公司实现营业收入 8.92 亿元，利润总额 5.20 亿元。

1. 盈利能力

公司2014年营业收入为8.92亿元，同比上升37.06%，其中棚改项目收入8.78亿元，占公司主营业务收入的98.43%；另外，公司还从事回迁房建设，当年房产销售收入0.07亿元。2014 年公司主营业务成本1.47亿元，主要系棚改项目成本。公司期间费用主要系财务费用和管理费用（财务费用同比增长86.21%，主要因应付债券及长期借款增加，导致利息支出大幅增加所致），2014年为4.46亿元。

2014年公司实现营业利润2.48亿元，较上年同期下降10.79%。另外，政府每年会将一般预算的2%及土地出让金的20%拨付给公司，对公司支持力度较大。2014年为2.60亿元，系营业收入有益补充。2014年公司实现利润总额5.20亿元，较上年同期下降4.38%。

从盈利指标来看，2014年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为77.67%、0.84%和1.09%，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年同期均有所下降。总体来看，跟踪期内公司收入规模有所上升，利润规模略有下降，因公司2013年起棚改成本逐步确认及财务费用大幅增长所致，公司业务结构较单一，自身业务盈利能力弱，未来主营业务收入的可持续性有待于观察。

2. 现金流及保障

2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 16.31 亿元；经营活动现金流入量为 19.48 亿元，主要系棚改项目收入和政府补贴收

入，现金收入比为 182.81%，收入实现质量较好。对应购买商品、接受劳务支付的现金 8.22 亿元，主要系回迁项目建设和土地拆迁款。公司支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2014 年为 35.69 亿元，主要系公司与政府部门往来款。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-24.56 亿元，较上年同期流出量有所减少。

公司投资活动现金流入规模较小，现金流出主要为取得投资收益所收到的现金，2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-98.32 万元，投资活动现金体现为净流出。

公司筹资活动产生的现金流入来源于取得借款及发行债券所收到的现金，现金流出以分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为主，2014 年筹资活动产生的现金流净额 29.46 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流受往来款项及代建市政建设导致大幅流出，进而形成较大对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产构成

截至 2014 年底，公司资产总额为 507.87 元，同比增加 11.98%，资产增加主要以其他应收款和存货增加为主。截至 2014 年底，公司资产总额中流动资产占 77.44%，非流动资产占 22.56%。

跟踪期内，公司流动资产同比增长 16.45%，主要来源于存货及其他应收款的增长。2014 年底公司流动资产 393.31 亿元，占比较大的几项分别为其他应收款、存货和预付账款。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 93.86 亿元，同比增长 85.78%。公司其他应收款按账龄分析 1 年以内的占 56.52%，1~2 年占 20.86%，2~3 年占 28.68%，3 年以上占 22.62%；其欠款单位主要是齐齐哈尔市财政局及齐齐哈尔市棚户区改造办公室等国有事业单位，未来形成坏账的风险较小，所以公司未计提坏账准备。总体来看，公司其它应收款数额与去年同期相比

大幅增长，借款是为政府相关事业单位，具体回收时间有一定不确定性，对公司的资金形成了较大程度的占用。

表 3 2014 年底其他应收款前 5 家单位欠款情况

单位名称	金额（万元）	账龄	占其他应收款比例（%）
齐齐哈尔市财政局	237246.39	1-3 年	25.28
齐齐哈尔市棚户区改造办公室	139675.08	1-5 年	14.88
齐齐哈尔市土地矿业权储备中心	84848.47	1-3 年	9.04
黑龙江鹤城建设投资发展有限公司劳动湖项目部	785521.10	1-2 年	8.37
国土资源局	28520.00	1 年以内	6.88
合 计	604945.04	--	64.45

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货为 276.17 亿元，与上年同期略有增长。公司存货主要系拟开发土地 250.58 亿元（占 90.73%），其中价值 85.29 亿元的拟开发土地已经用做债券发行和银行贷款抵押。

截至 2014 年底，公司预付款项 14.85 亿元，同比增长 11.53%，主要系预付建筑工程款。账龄在一年以内、一到三年内和三年以上预付款分别占 40.97%、55.85%和 3.18%，账龄较短且集中。

长期投资系长期股权投资，跟踪期内有小幅增长，期末余额为 2.07 亿元，跟踪期内新增投资单位为黑龙江嘉达建材科技发展有限公司，投资金额为 675.00 万元。

截至 2014 年底，公司固定资产合计 113.41 与上年基本持平。其中固定资产净值 109.05 亿元，99%以上系政府划拨非经营性资产；在建工程 3.19 亿元，为劳动湖水域污染综合治理工程投资及会展办改造项目投资。

总体来看，跟踪期内公司资产有所增长，资产构成中其他应收款数额大、固定资产增长

较大，存货部分用于抵押。整体来看，公司资产流动性一般，资产质量有所下降。

负债及所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益（不含少数股东权益）为358.01亿元，同比增长1.10%。所有者权益中公司股本占14.95%、资本公积占78.53%、盈余公积占0.52%、未分配利润占6.00%，公司所有者和权益稳定性良好。

跟踪期内，公司负债合计上升了50.34%，主要来源于长期借款及一年内到期的长期负债的增加。截至2014年底，公司负债合计为149.86亿元。其中流动负债占比33.73%，长期负债占比66.27%，公司债务以长期负债为主。

截至2014年底，公司流动负债为50.54亿元，同期大幅增长74.04%。占比较大的几项分别为一年内到期的长期负债（占25.49%）、应交税金（占15.66%）、其他应付款（占46.05%）。截至2014年底，公司一年内到期的长期负债12.88亿元，为本年新增科目，因一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券转入所致；其他应付款23.27亿元，主要系应付齐齐哈尔市国土资源局的土地出让金（账龄三年以上）、齐齐哈尔市第一医院（账龄一年以内）及齐市建设局（账龄三年以上）往来款，合计占78.19%。

截至2014年底，公司长期借款57.11亿元，主要为抵押和质押借款，同比增长37.95%，主要因跟踪期内新增抵押借款及保证借款所致；应付债券34.30亿元，系“09鹤城投债”、“12鹤城投债”“14鹤城投债”；专项应付款7.91亿元，主要系财政局专项项目拨款。

截至2014年底，公司全部有息债务104.62亿元，其中短期债务13.22亿元，长期债务91.41亿元。从债务指标来看，2014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29.51%、22.61%和20.34%，较上年同期均有所上升。总体来看，跟踪期内公司债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为778.19%和231.77%，较上年同期有所下降；经营现金流动负债比-48.59%，存在短期支付压力。

从长期偿债能力来看，因利润总额略有下降，公司2014年EBITDA值较上年同期下降2.90%，为7.17亿元。全部债务/EBITDA为14.60倍，较上年同期有所上升。考虑到公司长期借款中有部分借款是为政府相关事业单位进行的融资，这部分债务将由资金实际使用单位实际偿还，公司实际偿债压力要小于指标值。

截至2014年底，公司现金类资产为8.43亿元，对“09鹤城投债”的覆盖倍数为0.70倍。2014年，公司EBITDA对“09鹤城投债”的覆盖倍数为0.60倍。综合分析，公司现金类资产和EBITDA对“09鹤城投债”的保障程度较差。

2014年，公司经营活动现金流入量对“09鹤城投债”的覆盖倍数分别为1.62倍；总体看，公司经营活动现金流入量对“09鹤城投债”保障程度一般。

截至2014年底，公司共获得银行授信额度36.00亿元，未使用额度19.00亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至2014年底，公司无任何对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2015年06月11日，公司分别于2005年6月17日、2005年9月21日、2006年1月17日和2007年9月24日出现四次欠息，合计金额为636.00万元。欠息记录形成的原因为：公司的还本付息资金全部由市财政局直接拨付，每年年初市财政局将还本付息资金列入财政预算，按照预算安排，还息资金于每季度末20日前拨付到公司账户，公司再将还息资金在季度末前拨付给市商业银行。由于市商业银行贷款收息是计算机按月自动收取，与贷款还息资金拨付存在时间差，故造成欠息现象。截至2015年3月末，公司

已还清所有欠息。

十、抵押资产评估价值对本期债券的保护情况

“09鹤城投债/09鹤城投”由齐齐哈尔市政府以BT项目回购、公益性资产回购和拟回购的剥离资产所形成的应收账款作为质押担保，以公司所拥有的齐齐哈尔梅里斯区五家子村（嫩江西）600万平方米土地【齐土籍国用（2007）第0100675号】作为抵押担保。

根据《市城投公司南苑基础设施等城市建设项目、公益性资产及剥离资产政府回购协议》，齐齐哈尔市财政局应于2014年12月31日前向公司支付回购款4.68亿元。根据银行对账单显示，齐齐哈尔市财政局已于2014年6月支付公司回购款5.41亿元。2014年回购资金均已到位，支付时间符合协议约定。截至2014年底，应收款质押资产余额20.83亿元；根据齐齐哈尔龙达土地估价事务所有限公司出具的评估报告（评估基准日为2015年4月13日，评估结果有效期为1年），“09鹤城投债/09鹤城投”土地抵押资产总价值13.5亿元，与上年同期持平，无最新的土地评估报告，未来土地价值的变化可能会对“09鹤城投债”的信用状况产生一定影响。综上所述，截至2013年底，“09鹤城投债/09鹤城投”抵质押资产合计34.33亿元，为“09鹤城投债/09鹤城投”发行额度的2.86倍，对本期债券的保障程度良好，有助于提升“09鹤城投债/09鹤城投”的信用水平。

十一、债券偿债能力

“09鹤城投债/09鹤城投”发行额度为12亿元。2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量分别为7.17亿元，19.48亿元和-24.56亿元，分别为“09鹤城投债/09鹤城投”本金的0.60倍、1.62倍和-2.05倍，公司经营活动现金净流量对“09鹤城投债/09鹤城投”无保障，EBITDA及经营活动现金流入量对“09鹤城投债/09鹤城投”的保障程度一般。

十二、结论

综合分析，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，并维持“09鹤城投债/09鹤城投”的信用等级为AA。

附件 1 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.11	4.04	8.43
资产总额(亿元)	284.25	453.79	507.87
所有者权益(亿元)	199.57	354.11	358.01
短期债务(亿元)	3.49	4.25	13.22
长期债务(亿元)	52.65	68.40	91.41
全部债务(亿元)	56.14	72.65	104.62
营业收入(亿元)	6.54	6.51	8.92
利润总额(亿元)	6.58	5.44	5.20
EBITDA(亿元)	7.09	7.38	7.17
经营性净现金流(亿元)	-33.25	-15.41	-24.56
财务指标			
销售债权周转次数(次)	-	-	-
存货周转次数(次)	-	-	-
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比(%)	53.46	151.76	182.81
营业利润率(%)	93.92	93.69	77.67
总资本收益率(%)	1.94	0.96	0.84
净资产收益率(%)	2.49	1.15	1.09
长期债务资本化比率(%)	20.87	16.19	20.34
全部债务资本化比率(%)	21.95	17.02	22.61
资产负债率(%)	29.79	21.97	29.51
流动比率(%)	727.80	1162.98	778.19
速动比率(%)	535.45	233.72	231.77
经营现金流动负债比(%)	-146.09	-53.06	-48.59
全部债务/EBITDA(倍)	7.92	9.84	14.60

附件 2 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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 3 长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。