跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1156 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/PR鹤城投”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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 (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/PR 鹤城投	12 亿元	2009/11/17 2016/11/17	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	4.04	8.43	24.16
资产总额(亿元)	453.79	507.87	582.69
所有者权益(亿元)	354.11	358.01	360.56
短期债务(亿元)	4.25	13.22	15.84
全部债务(亿元)	72.65	104.70	132.05
主营业务收入(亿元)	6.51	8.92	10.92
利润总额 (亿元)	5.44	5.20	3.12
EBITDA(亿元)	7.38	7.17	5.11
经营性净现金流(亿元)	-15.41	-24.56	-10.16
主营业务利润率(%)	93.69	77.67	62.42
净资产收益率(%)	1.15	1.09	0.66
资产负债率(%)	21.97	29.51	38.12
全部债务资本化比率(%)	17.02	22.61	26.81
流动比率(%)	1162.98	778.19	583.71
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	14.60	25.84
经营现金流动负债比(%)	-53.06	-48.59	-12.63

注：1、2013~2015 年均按旧会计准则编制；
2、现金类资产已经剔除受限资金

分析师

于芷崧　王 妍

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”）是齐齐哈尔市唯一的城市基础设施建设及投融资主体。跟踪期内，齐齐哈尔市政府通过财政补贴及重点项目指定给予公司持续支持，公司资产规模及收入规模稳步增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司自身盈利能力弱、经营活动净现金流持续为负以及资产质量差等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“09鹤城投债/PR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/PR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/PR 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收入、财政补贴等方面给予公司支持力度较大。
2．跟踪期内，公司收入规模稳步提升。
3．跟踪期内，“09鹤城投债/PR鹤城投”已偿还7.20亿元，剩余本金为4.80亿元，公司抵质押资产及应收账款质押为“09鹤城投债/PR鹤城投”本息的偿还提供有效保障，跟踪期内，该部分应收款回款情况较好。

关注

1．公司主营业务单一，自身经营性资产盈利能力弱。

2．2015年公司其他应收款同比大幅增长，对公司的资金占用较大；固定资产中非经营性资产占比大；公司资产质量较差。

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“09 鹤城投债/PR 鹤城投”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，2012 年注册资本变更为 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%。2015 年，公司进行了第四次增资后，注册资本变更为 536915 万元（2015 年 10 月 9 日，根据股东决定，公司申请增加注册资本人民币 1615 万元，由中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）以货币方式出资，变更后公司注册资本为人民币 536915 万元。）本次变更后公司注册资本和实收资本均为 536915 万元。齐齐哈尔市国有资产监督管理委员会与农发基金签订股权代理协议，农发基金不参与公司具体经营和管理，齐齐哈尔市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

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 7 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 2015 年底，公司合并资产总额为 582.69 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）为 360.56 亿元。2015 年，公司实现营业收入 10.92 亿元，利润总额 3.12 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

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，中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）六年来首次落入“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，中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，中国进出口总值 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。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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 年的重点任务是去产能、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调整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

根据《2014 年齐齐哈尔市国民经济社会发展统计公报》，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 2015 年综合财力 141.45 亿元，其中，地方一般预算收入 48.63 亿元，同比上升 1.52%，国有土地使用权出让收入 9.95 亿元。根据齐齐哈尔市财政局提供的《齐齐哈尔市政府债务余额及综合财力统计表》，截至 2015 年，齐齐哈尔市政府债务余额（政府负有偿还责任的债务+政府负有担保责任的债务余额*50%）为 109.37 亿元，债务率为 77.32%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）。总体看，齐齐哈尔市地方政府债务负担尚可。

表 1 齐齐哈尔 2015 年地方财力及地方债务状况（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额（万元）	地方财力（2015 年）	金额
（一）直接债务余额	**619551**	（一）地方一般预算收入	**486251**
1、外国政府贷款		1．税收收入	266221
2、国外金融组织贷款	9901	2．非税收入	220030
（1）世界银行贷款	629	（二）转移支付和税收返还收入	**828767**
3、国债转贷资金	1048	1．一般性转移支付收入	463781
4、农业综合开发借款		2．专项转移支付收入	302156
5、解决地方金融风险专项借款		3．税收返还收入	62830
6、国内金融机构借款		（三）国有土地使用权出让收入	**99506**
（1）政府直接借款		1．国有土地使用权出让金	94720
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		2．国有土地收益基金	3992
7、债券融资	608279	3．农业土地开发资金	794
（1）中央代发地方政府债券	608279	4．新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		（四）预算外财政专户收入	
8、粮食企业亏损挂账		（五）其他基金收入	
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	323		
（二）担保债务余额	**948240**		
1、政府担保的国内金融机构借款	12005		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款	731600		
4、政府担保的融资平台债券融资	1066		
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	203569		
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	1093671	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1414524
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		77.32%	

资料来源：齐齐哈尔财政局

总体来看，齐齐哈尔市公共财政预算收入较去年同期稳步增长，地方政府债务负担尚可。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系齐齐哈尔市国资委、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。截至2015年底，注册资本为536915万元。齐齐哈尔市国有资产监督管理委员会持股99.70%，农发基金出资1615万元，持股0.30%。主要负责经开区内土地一级开发、保障房建设和各项基础设施建设。齐齐哈尔市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

2. 政府支持

跟踪期内，政府对公司的支持方式主要体现在补贴资金及回购款到位方面。

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。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。2015年公司获得政府财政补贴资金0.51亿元。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2015年12月31日前向公司支付回购款4.53亿元。根据银行对账单显示，齐齐哈尔市财政局已于2015年10月支付公司回购款5.30亿元。总体看，齐齐哈尔政府对公司的支持力度较大。

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），2015 年主营业务收入 10.92 亿元，其中棚改项目收入 10.85 亿元，系公司主营业务收入的支撑。

2015 年，公司棚改项目的毛利率为 68.01%，同比有所下降，主要因 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；物业收入主要为下属子公司齐齐哈尔诚誉物业管理有限公司的保障房及小区物业的收入，占主营业务比重较小。

表 2　2014~2015 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	2014 年度		2015 年度	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
物业收入	472.00	63.18	249.75	-71.90
房地产销售收入	695.00	-120.04	--	--
棚改项目收入	87834.00	85.19	108520.97	68.21
场地租赁收入	201.00	99.63	419.64	98.96
合 计	**89202.00**	**83.50**	**109190.36**	**68.01**

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 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。2015 年，公司棚改收入的确认来自于两部分：一部分是棚改项目是补贴收入（3 亿元左右）；另一部分是公司与政府签订回购协议将剩余保障房全部回购（回购款 7.85 亿元）。

截至 2015 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。

2015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2015年底，公司共有储备土地2497.53万平方米，其中用于抵押的土地1772.16万平方米。

表2　截至2015年末公司在建项目情况

（单位：万元）

在建项目名称	总投资额	已投资金额	预计项目起止年限（年）
清雅 AC 北	89143.58	73948.57	2014-2018
清雅 B	41059.53	33225.26	2014-2018
溪畔 A	61074.33	51019.58	2014-2018
溪畔 B	20513.42	16281.36	2015-2018
溪畔 C	8890.49	7776.30	2014-2017
清怡园	17194.91	16192.84	2015-2018
林华	22654.62	20030.02	2014-2017
百悦居	35819.42	28806.21	2014-2018
御联名苑	1171.50	968.88	2015-2017
畅 A	72067.53	59554.29	2014-2017
畅 B	10512.03	8777.71	2014-2018
黎明	63629.11	49840.06	2015-2017
合计	**443730.47**	**366421.08**	--

资料来源：公司提供

在建项目方面，主要包括清雅 AC 北、清雅 B、溪畔 A、B、C、百悦居等棚户区改造年项目，预计合计总投资 44.37 亿元，截至 2015 年底已投资 36.64 亿元。

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。

八、募集资金使用情况

公司于 2009 年 11 月 17 日公开发行“09 鹤城投债/PR 鹤城投”，募集资金 12 亿元，每年付息一次。跟踪期内，公司已于 2015 年 11 月按时支付利息及本金 4.25 亿元。

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2015年底，工程已完工，募集资金已使用完毕。

九、财务分析

公司提供了 2014~2015 年经北京兴华会计师事务所[1]审计并出具标准无保留意见的审计

[1]2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。兴华会计师事务所出具

报告。2015 年，公司合并范围未变化。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 582.69 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）为 360.56 亿元。2015 年，公司实现营业收入 10.92 亿元，利润总额 3.12 亿元。

1. 盈利能力

2015年公司主营业务收入为10.92亿元，同比上升22.41%，其中棚改项目收入10.85亿元，占公司主营业务收入的99.36%。2015年公司主营业务成本3.49亿元，主要是棚改项目成本。公司期间费用主要系财务费用和管理费用（其中财务费用同比增长0.72%、管理费用同比增长9.40%）2015年为4.66亿元。

2015年公司实现营业利润2.45亿元，同比小幅下降1.28%。另外，政府给公司现有债务一定的贴息补贴，对公司支持力度较大。2015年为0.51亿元，同比大幅下降80.50%，因2015年齐齐哈尔出让土地较少所致。2015年公司实现利润总额3.12亿元，较上年下降39.93%。

从盈利指标来看，2015年公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为62.42%、0.48%和0.66%，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，公司业务结构较单一；公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均同比有所下降，整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 10.41 亿元；经营活动现金流入量为 29.66 亿元，现金收入比为 95.30%，收入实现质量一般。对应购买商品、接受劳务支付的现金 4.58 亿元，主要系回迁项目建设款。公司支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2015 年为 34.95 亿元，主要系公司与政府部门往来款。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-10.16 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，现金流入主要为收回投资所收到的现金，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 830.08 万元，投资活动现金流由净流出转变为净流入。

公司筹资活动产生的现金流入来源于取得借款及吸收投资所收到的现金，现金流出以偿还债务、分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为主，2015 年筹资活动产生的现金流净额 25.92 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 2015 年底，公司资产总额为 582.69 亿元，同比增长 14.73%，资产增加主要以其他应收款、货币资金和存货增加为主。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 80.63%，非流动资产占 19.37%。

跟踪期内，公司流动资产同比增长 19.46%，主要来源于存货、货币资金和其他应收款的增长。2015 年底公司流动资产 469.84 亿元，占比较大的为其他应收款和存货。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 152.49 亿元，同比增长 62.46%，主要因公司承担着融资平台职能，融资后将资金拨付其他实体建设单位，公司作为往来款记录该科目所致。公司其他应收款按账龄分析 1 年以内的占 40.47%，1~2 年占 334.04%，2~3 年占 12.88%，3 年以上占 12.61%；其欠款单位主要是齐齐哈尔市财政局、齐齐哈尔市棚户区改造办公室及齐齐哈尔市住房和城乡建设局等国有事业单位，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

说明：黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司 2015 年度财务报表审计项目的签字注册会计师未曾参与证监会立案调查项目。

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 4　2015 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	311388.68	1-4 年	20.42
齐齐哈尔市住房和城乡建设局	205229.48	1 年以内	13.46
齐齐哈尔市棚户区改造办公室	143363.08	1-5 年	9.40
齐齐哈尔欣豪置业有限公司	125784.07	1-2 年	8.25
齐齐哈尔市土地矿业权储备交易中心	84848.47	1-4 年	5.56
合　计	**870613.78**	**--**	**57.09**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 279.71 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 75.92 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 2015 年底，公司预付款项 13.49 亿元，同比下降 9.18%，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 29.09%、57.34%和 13.57%，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 2.19 亿元，跟踪期内新增投资单位为齐齐哈尔市城投房地产开发公司，投资金额为 2000.00 万元。

截至 2015 底，公司固定资产合计 110.36 与上年略有下降。其中固定资产净值 107.20 亿元，99%以上系政府划拨非经营性资产（土地、房屋、建筑物及运输设备）；在建工程 3.16 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、增长较快，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2015年底，公司所有者权益（不含少数股东权益）为360.56亿元，同比增长1.10%。所有者权益中公司股本占14.89%、资本公积占77.97%、盈余公积占0.58%、未分配利润占6.55%，公司所有者权益稳定性良好。

跟踪期内，公司负债合计增长37.88%，主要来源于长期借款及长期应付款的增加。截至2015年底，公司负债合计为222.13亿元。其中流动负债占比38.12%，长期负债占比61.88%，公司负债以长期负债为主。

截至2015年底，公司流动负债为80.49亿元，同比增长59.26%。占比较大的几项分别为预收账款（占7.25%）、一年内到期的非流动负债（占19.26%）、应交税金（占11.69%）、其他应付款（占56.48%）。截至2015年底，公司其他应付款45.47亿元，主要系应付齐齐哈尔市棚户区改造办公室（账龄一年以内）、土地出让金（账龄五年以上）、城投房地产开发公司（账龄一年以内）、龙沙区房屋征收与补偿办公室（账龄一年以内）及齐市建华区房屋征收与补偿办公室（账龄一年以内）往来款，合计占75.55%。

截至 2015 年底，公司长期借款 88.21 亿元，其中抵押和质押借款合计 25.70 亿元，同比下降 32.96%，公司长期借款同比增长 54.47%，主要因跟踪期内新增保证借款所致；应付债券 28.00 亿元，系“09 鹤城投债”、“12 鹤城投债”、“14 鹤城投债”；专项应付款 7.65 亿元，主要系财政局专项项目拨款；长期应付款 17.78 亿元，为本年新增科目，主要由广发银行保障性住房、保障性安居工程、城市老旧供热管网改造和水利项目等应付施工单位工程款。

截至2015年底，公司全部有息债务132.05

亿元，其中短期债务15.84亿元，长期债务116.21亿元。从债务指标来看，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38.12%、24.38%和26.81%，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2015年底，公司流动比率和速动比率分别为236.21%和583.71%，其中流动比率较上年同期有所下降，速动比率较上年同期有所上升；经营现金流动负债比-12.63%，存在短期支付压力。

从长期偿债能力来看，因利润总额下降，公司2015年EBITDA值较上年同期下降28.73%，为5.11亿元。全部债务/EBITDA为25.84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2015年底，公司共获得银行授信额度62.89亿元，未使用额度29.72亿元，间接融资渠道较为畅通。

截至2016年3月底，公司对外担保余额为23.39亿元，担保比率为6.49%，公司担保比率低。被担保方为齐齐哈尔土地综合开发公司、齐齐哈尔银鹤资产经营有限责任公司、齐齐哈尔市鹤翔投资发展有限公司及齐翔建工集团有限公司等国有企业，被担保公司经营状况良好，公司或有负债风险较低。

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2016年06月22日，公司有两笔未结清关注类贷款（贷款余额2.30亿元）和两笔关注类对外担保，担保金额是3.15亿元，系龙江银行股份有限公司将平台类企业贷款均放入关注类所致。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2016年6月，公司已还清所有欠息。

十、债券偿债能力

“09鹤城投债/PR鹤城投”发行额度为12亿元，截至2015年底，剩余本金为4.80亿元。2015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5.11亿元，29.66亿元和-10.16亿元，分别为“09鹤城投债/PR鹤城投”剩余本金的1.06倍、6.18倍和-2.12倍，截至2015年底，公司现金类资产为24.16亿元，对“09鹤城投债”剩余本金的覆盖倍数为5.03倍。综合分析，公司经营活动现金净流量对“09鹤城投债/PR鹤城投”无保障，公司现金类资产、EBITDA及经营活动现金流入量对“09鹤城投债/PR鹤城投”剩余本金的保障程度较好。

抵押资产评估情况

“09鹤城投债/PR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2015年12月31日前向公司支付回购款4.53亿元。根据银行对账单显示，齐齐哈尔市财政局已于2015年10月支付公司回购款5.30亿元。2015年回购资金均已到位，支付时间符合协议约定。截至2015年底，应收款质押资产余额15.53亿元；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2016年4月13日，评估结果有效期为1年），“09鹤城投债/PR鹤城投”土地抵押资产总价值13.5亿元，与上年同期持平。综上所述，截至2015年底，“09鹤城投债/PR鹤城投”抵质押资产合计29.03亿元，为“09鹤城投债/PR鹤城投”剩余本金的6.04倍，对“09鹤城投债/PR鹤城投”的保障程度良好，有助于提升“09鹤城投债/PR鹤城投”本息偿付安全性。

十一、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/PR鹤城投”的信用等级为AA。

附件 1　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.04	8.43	24.16
资产总额(亿元)	453.79	507.87	582.69
所有者权益(亿元)	354.11	358.01	360.56
短期债务(亿元)	4.25	13.22	15.84
长期债务(亿元)	68.40	91.41	116.21
全部债务(亿元)	72.65	104.70	132.05
主营业务收入(亿元)	6.51	8.92	10.92
利润总额(亿元)	5.44	5.20	3.12
EBITDA(亿元)	7.38	7.17	5.11
经营性净现金流(亿元)	-15.41	-24.56	-10.16
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)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	151.76	182.81	95.30
主营业务利润率(%)	93.69	77.67	62.42
总资本收益率(%)	0.96	0.84	0.48
净资产收益率(%)	1.15	1.09	0.66
长期债务资本化比率(%)	16.19	20.34	24.38
全部债务资本化比率(%)	17.02	22.61	26.81
资产负债率(%)	21.97	29.51	38.12
流动比率(%)	1162.98	778.19	583.71
速动比率(%)	233.72	231.77	236.21
经营现金流动负债比(%)	-53.06	-48.59	-12.63
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	14.60	25.84

注：1、2013~2015 年均按旧会计准则编制；
　　2、现金类资产已经剔除受限资金

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	（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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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+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%
主营业务利润率	（主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加）/主营业务收入×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 3　中长期债券信用等级设置及其含义

注：　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。