

信用等级公告

联合[2016]1037 号

牡丹江市城市投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

牡丹江市城市投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

牡丹江市城市投资集团有限公司拟发行的 2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司 公司债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA_{pi}

本期债券发行额度：9 亿元

债券期限：7 年

偿还方式：按年计息，分期还本，从第 3 年起
每年偿还本金的 20.00%。

发行目的：用于主城区棚户区改造项目建设

评级时间：2016 年 5 月 30 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	170.96	176.24	192.64
所有者权益（亿元）	118.25	119.94	126.66
长期债务（亿元）	36.74	40.84	43.39
全部债务（亿元）	37.89	41.74	45.30
营业收入（亿元）	7.97	9.15	9.12
净利润（亿元）	1.91	2.08	1.62
EBITDA（亿元）	2.29	2.75	1.94
经营性净现金流（亿元）	-11.68	-12.11	-7.05
营业利润率（%）	14.29	11.95	8.99
净资产收益率（%）	1.61	1.73	1.28
资产负债率（%）	30.83	31.94	34.25
全部债务资本化比率（%）	24.27	25.82	26.34
流动比率（倍）	11.00	8.81	6.79
EBITDA/全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.04
EBITDA/利息倍数（倍）	26.62	13.36	17.02
EBITDA/本期债券发债额度（倍）	0.25	0.31	0.22

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其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，在区域环境、市场份额以及政府支持力度等方面具备的竞争优势。同时联合评级也关注到公司资产流动性较弱、收入实现质量下降、项目未来收益的实现存在不确定性及对外部融资依赖程度较高等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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，公司业务发展具备良好空间。综合考虑，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

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. 公司在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购和应收款项还款安排等方面获得政府的大力支持。

关注

1. 近年来，牡丹江市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大，地方政府债务负担较重。

2. 近年来，公司收入实现质量下降，应收账款大幅增加。公司资产中存货占比高，应收款项规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 公司利润对政府补助的依赖性较高。

4. 随着项目建设持续推进，公司债务规模快速增长，且未来投资规模较大，预计公司未来将面临较大的对外融资压力。

5. 本期债券募投项目自行销售情况可能存在一定不确定性，项目现金流入与偿债进度可能存在不匹配性。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

范文豪

电话：010-85172818

邮箱：fanwh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由牡丹江市城市投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因牡丹江市城市投资集团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。联合评级、评级人员与牡丹江市城市投资集团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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对牡丹江市城市投资集团有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

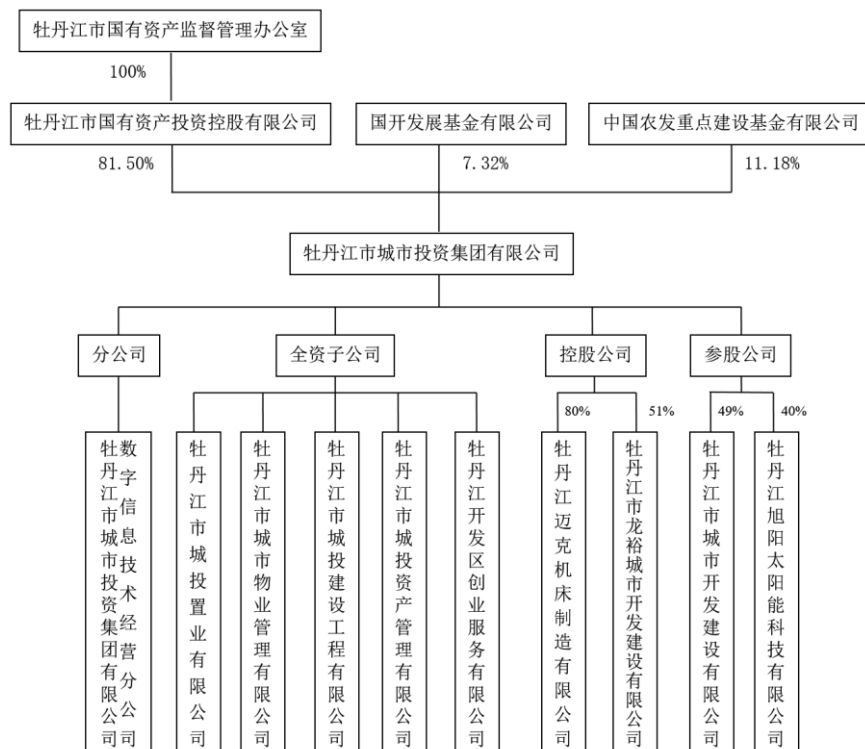
分析师:

联合信用评级有限公司

一、主体概况

牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为牡丹江市新曙光城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“新曙光城建”）。2000年7月6日，由牡丹江市建设委员会、牡丹江市中环路公司、牡丹江水泥集团有限责任公司、牡丹江市热电总公司、中房集团牡丹江房地产开发公司、牡丹江市华威房地产开发建筑总公司、黑龙江信大集团股份有限公司以及牡丹江市亨通房地产开发有限公司8名股东出资设立新曙光城建，初始注册资本为22.47亿元。2006年10月12日，根据股东会决议，公司名称由“牡丹江市新曙光城市建设投资开发有限责任公司”变更为“牡丹江市城市投资集团有限公司”，于2006年12月25日办理工商变更登记手续。历经多次股权变更后，2009年7月15日，根据《牡丹江市人民政府专题会议纪要》（第14届176次会议），会议决定将牡丹江市国资委持有公司100.00%的股权划至牡丹江市国有资产投资控股有限公司。2015年9月，根据公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）的出资协议，国开发展基金对公司出资20,186.00万元，占注册资本的7.32%；根据公司与农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发重点建设基金”）的出资协议，农发重点建设基金对公司出资30,820.00万元，占注册资本的11.18%，增资后公司注册资本为275,706万元，工商变更登记于2016年3月23日办理完毕。截至2016年3月底，公司注册资本为27.57亿元，其中国开发展基金持股7.32%，农发重点建设基金持股11.18%，牡丹江市国有资产投资控股有限公司持股81.50%，牡丹江市国有资产投资控股有限公司为公司实际控制人，如下图所示。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：城市建设经营管理，投资开发，收费，城市道路智能系统的管理与维护（仅分公司经营）。

截至 2015 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、拆迁安置科、工程科、建经科、销售科、总工办、采购中心和城投土储分中心（房屋征收实施中心）13 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 7 家（其中一家未纳入合并范围）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 192.64 亿元，负债合计 65.98 亿元，所有者权益合计 126.66 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者权益 126.27 亿元；2015 年，公司实现营业收入 9.12 亿元，净利润 1.62 亿元，其中归属母公司净利润 1.57 亿元；公司经营活动现金流量净额-7.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.39 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。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行公司债券 9.00 亿元（以下简称“本期债券”），期限为 7 年。本期债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末按 20.00% 的比例等额偿还本金。当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金 9.00 亿元，计划全部投资于 2014 年牡丹江市主城区棚户区改造建设项目（以下简称“主城区棚户区改造项目”）：0.90 亿元用于春晖园西苑三期项目，4.05 亿元用于黄花棚户区改造项目，2.25 亿元用于凤凰城 A 组团三期项目，0.90 亿元用于富江南麓项目，0.90 亿元用于润泽园项目。

表1 募集资金拟使用情况（单位：万元，%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目投资总额比例
春晖园西苑三期项目	30,711.35	9,000.00	29.31
黄花棚户区改造（凤凰城 A 组团二期）项目	144,854.22	40,500.00	27.96
凤凰城 A 组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目	85,422.43	22,500.00	26.34
富江南麓项目	28,898.48	9,000.00	31.14
润泽园项目	34,609.78	9,000.00	26.00
合计	324,496.26	90,000.00	27.74

资料来源：公司提供

3. 本期债券投资项目概况

（1）项目建设内容

主城区棚户区改造项目共包含五个棚户区改造项目，涉及五个区域，分别为：春晖园西苑三期项目位于牡丹江市心血管医院以西，海林公路以北，春晖园西苑小区以东围合区域内；黄花棚户区（凤凰城-A组团二期）项目位于牡丹江市海林公路以南、滨绥线以北、西牡丹街以东、西苑

路以西围合区域内；凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目位于牡丹江市东至牡图线、西至沿堤街、北至滨绥线围合区域内；润泽园项目位于牡丹江市裕民路以东、农用地以西、兴民路以北、第三制药厂以南围合区域内；富江南麓（东四跨江桥周边地块）项目位于牡丹江市江堤路以西、铁路专用线以东、热电厂以北、东新安街以南围合区域内。

主城区棚户区改造项目总征地面积121.90万平方米，重新规划后，动迁安置面积46.49万平方米，腾空地块面积75.41万平方米。项目用地性质为棚改安置房居住用地，土地使用权面积为46.49万平方米，土地取得方式为行政划拨；总建筑面积88.38万平方米，包括地上建筑面积83.38万平方米，地下建筑面积5.00万平方米。

（2）项目审批情况

牡丹江市发展和改革委员会（以下简称“牡丹江发改委”）以《关于牡丹江市城投置业有限公司春晖园西苑三期项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】26号）、《关于牡丹江市城投置业有限公司黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】27号）、《关于牡丹江市城投置业有限公司凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】28号）、《关于牡丹江市城投置业有限公司富江南麓项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】29号）和《关于牡丹江市城投置业有限公司润泽园项目可行性研究报告的批复》（牡发改审批【2014】30号）文件分别批准了主城区棚户区改造项目的可行性研究报告。

根据牡丹江市国土资源局出具的《用地预审意见的函》，春晖园西苑三期项目、黄花棚户区改造（凤凰城A组团二期）项目、凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目、富江南麓（东四跨江桥周边地块棚户区改造）和润泽园棚户区改造项目用地符合土地利用总体规划，并获得建设用地规划许可证。前述项目均已获得牡丹江市环境保护局的《项目环境影响报告书的批复》（牡环建审【2014】057号、牡环建审【2014】100号、牡环建审【2014】141号、牡环建审【2014】115号和牡环建审【2014】114号）的批准。

（3）项目资金来源

主城区棚户区改造项目投资总额为32.45亿元，全部由公司自筹。该项目拟使用本期债券募集资金9.00亿元，占总投资概算的27.74%。

（4）项目进度

根据主城区棚户区改造项目可行性研究报告（以下简称“可行性研究报告”），该项目工程建设期3年，即2014年5月至2017年4月。

项目规划住宅用途均为回迁居民安置用房，居住建筑中以高层建筑为主，多层建筑为辅。住宅总建筑面积71.56万平方米，总户数9,938套，其中套型建筑面积为40.00~80.00平方米的住宅有8,649套，建筑面积为90.00~100.00平方米的住宅有1,289套。项目配建公用设施工程建筑面积1.13万平方米，项目所在区均设置物业管理、居委会（含治安联防站）、文化活动中心、门卫、水泵房、换热站、燃气调压站、变电所等公用设施。项目配建商服建筑面积10.69万平方米，主要为方便小区居民生活提供服务。项目规划地下工程建筑面积5.00万平方米，主要用于地下停车场。

截至2016年3月底，项目累计完成投资5.01亿元，建设进度情况如下：

春晖园西苑三期项目共开工13栋楼，其中B区7栋主体封闭，外墙涂饰接近尾声，安装工程完成70.00%；A区6栋基础开挖，进行桩基础施工。截至2016年3月底，该项目已完成投资5,700.00万元。

黄花棚户区（凤凰城-A组团二期）项目共开工28栋楼，其中7栋楼近交工状态；11栋主体封顶，砌筑完成；10栋进行基础施工。截至2016年3月底，该项目已完成投资24,500.00万元。

凤凰城A组团三期（卡路屯周边地块棚户区改造）项目已开工10栋楼，进行基础施工。截至2016年3月底，该项目已完成投资2,000.00万元。

润泽园项目共建设19栋安置房，目前15栋楼已经实现主体封闭，4栋尚未开工。截至2016年3月底，该项目已完成投资9,40.000万元。

富江南麓（东四跨江桥周边地块）已开工，正在进行桩基础施工。截至2016年3月底，该项目已完成投资8,500.00万元。

（5）项目经济效益

根据可行性研究报告和牡丹江市人民代表大会常务委员会（以下简称“人大常委会”）出具的牡人大发【2015】38号文，主城区棚户区改造项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入，分别为22.44亿元和15.86亿元。

根据可行性研究报告，项目总收入224,352.66万元，其中：安置房上靠户型收入111,444.80万元，商服销售收入92,987.86万元，地下车位销售收入19,920.00万元。①安置房上靠户型部分，最小户型上靠面积按950.00元/平方米收取差价，超面积部分按3,800.00元/平方米收取。经测算，安置房上靠户型预计收入111,444.80万元。②可销售商服部分，建筑面积106,882.59平方米，预计平均销售单价8,700.00元/平方米，经测算，商服销售预计收入92,987.86万元。③对外出售车位部分，项目预计可提供1,660个车位对外出售，预计销售单价12.00万元/个，经测算，地下车位销售预计收入为19,920.00万元。

根据牡丹江市人大常委会于2015年10月30日出具的《关于同意市政府〈关于安排财政资金专项用于“2014年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告〉的决定》（牡人大发【2015】38号），人大常委会同意市政府给予公司补贴15.86亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

总体看，根据可行性研究报告的测算，项目自身收入22.44亿元，无法覆盖项目总成本，若考虑政府补贴，项目总收入与财政补贴收入合计38.30亿元，且假设补贴收入分8年等额发放，考虑营业税金及附加等因素，项目净收益为3.58亿元。同时，联合评级关注到，目前公司尚未收到该补贴收入，上述财政补贴文件未明确财政补贴的发放时间，补贴的发放与本期债券偿债进度可能存在不匹配性，此外，商服销售均价和去化情况存在不确定性，项目实际总收入与可研报告中测算的总收入可能存在不匹配性。

三、行业及区域环境

公司作为牡丹江市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，属于基础设施建设行业。公司业务受行业整体运行情况、行业政策影响明显，且与区域经济发展密切相关。

1. 基础设施建设行业

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，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

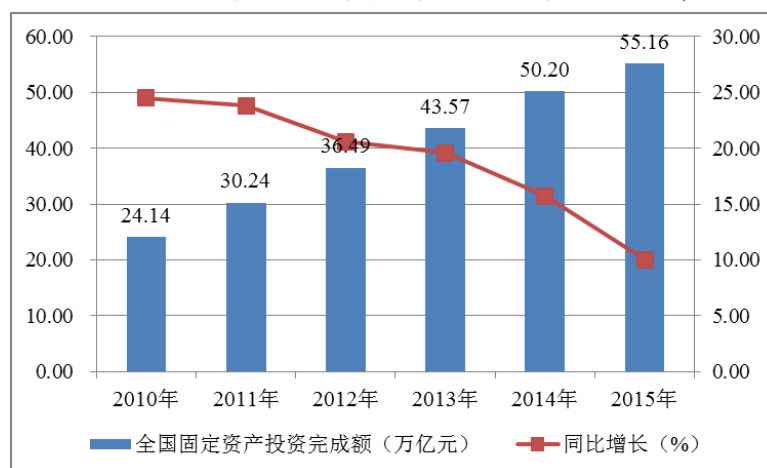
有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2015 年，全国固定资产投资完成额 55.16 万亿元，同比增长 10.00%，较上年下降 5.70 个百分点，增速有所放缓。2015 年，全国新增固定资产投资完成额 38.62 万亿元，同比增长 15.90%，较上年增速大幅下降 9.50 个百分点。具体到三次产业来看，2015 年第一产业固定资产投资完成额 1.56 万亿元，同比增长 31.80%，增速同比下降 2.10 个百分点；第二产业固定资产投资完成额 22.41 万亿元，同比增长 8.00%，增速同比下降 5.20 个百分点；第三产业固定资产投资完成额 31.19 万亿元，同比增长 10.60%，增速同比下降 6.20 个百分点。

2016 年 1~3 月，全国固定资产（不含农户）85,843 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素，实际增长 13.8%），增速较 2015 年同期回落 2.8 个百分点。分产业看，第一产业投资 1,949 亿元，同比增长 25.5%，增速较 2015 年同期回落 7.3 个百分点；第二产业投资 33,664 亿元，增长 7.3%，增速较 2015 年同期回落 3.7 个百分点；第三产业投资 50,230 亿元，增长 12.6%，增速较 2015 年同期回落 2.1 个百分点。

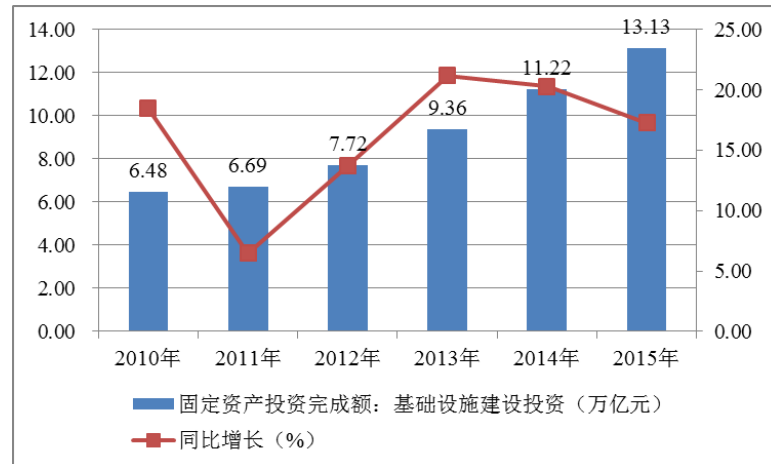
图 2 2010~2015 年全国固定资产投资完成额（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 13.13 万亿元，同比累计增长了 17.29%，增速较上年下降 1.18 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。2016 年 1~3 月，基础设施投资（不含电力）15,384 亿元，同比增长 19.6%，增速较 2015 年同期回落 3.5 个百分点。

图3 2010~2015年我国基础设施建设投资情况（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从1978年的17.90%增长到2015年的56.10%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公用事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（1）行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2013年9月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（以下简称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014年9月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

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：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；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；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，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5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金【2015】1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展。

2015年8月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，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）行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，

地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

（3）行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2015 年末，中国城镇化率为 56.10%，较上年提高 1.33 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐渐缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣；加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系、城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及中国经济增长的动力。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务压力，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

2. 区域经济与政府支持

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。牡丹江市是东北亚陆海联运大通道和欧亚大陆桥重要节点，东部毗邻俄罗斯滨海边疆区，边境线长 211 公里。境内有 G11、G10 国道和滨绥、图佳铁路通过，开通至韩国首尔、俄罗斯海参崴和北京、上海、广州、深圳、大连、三亚等十几条国际国内航线。绥芬河铁路、公路和东宁公路、牡丹江航空港 4 个国家一类口岸，牡绥地区已纳入国家“十二五”规划的重点开发开放地区，牡丹江成为中俄地方友好示范城市。

据初步核算，2015 年，全市实现地区生产总值 1,186.3 亿元，同比增长 6.8%（含绥芬河为 1,318.4 亿元，同比增长 6.6%）。其中第一产业完成增加值 220.8 亿元，同比增长 6.9%；第二产业完成增加值 454.4 亿元，同比增长 5.9%；第三产业完成增加值 511.1 亿元，同比增长 7.6%。三次产业结构为 18.6:38.3:43.1（含绥芬河为 16.8:35.6:47.6）；人均地区生产总值 44,913 元，同比增长 6.8%（含绥芬河为 47,468 元，同比增长 6.6%）；全市完成固定资产投资 1,019.9 亿元，同比增长 10.5%（含绥芬河 1,109.9 亿元，同比增长 5.8%），其中产业项目投资 623 亿元，同比增长 29.5%，占全部投资的 61.1%。分经济类型看，国有及国有经济控股投资 279.7 亿元，同比下降 14.3%；民间投资 734.3 亿元，同比增长 23.8%。截至 2015 年底，全市规模以上工业企业 467 户；实现增加值 264.3 亿元，同比增长 4.5%；实现主营业务收入 959.1 亿元，同比增长 2%；实现利税总额 96.6 亿元，同比增长 2.4%；实现利润总

额53.7亿元，同比增长3%。

2015年，牡丹江市（含绥芬河）实现全口径财政收入107.4亿元，同比下降23.6%。其中，市区完成47.3亿元，同比下降25.8%；县（市）完成60亿元，同比下降21.8%。公共财政预算收入完成59亿元，同比下降33.1%；公共财政预算支出242.2亿元，同比增长1.2%。

2013~2015年，牡丹江市本级一般公共预算收入分别为41.88亿元、42.87亿元和27.77亿元，其中2015年较上年下降35.23%；地方综合财力分别为95.44亿元、102.90亿元和87.88亿元。从财政收入结构来看，2015年，牡丹江市地方一般公共预算本级收入占地方综合财力的31.59%，其中，税收收入较上年下降10.69%，非税收入大幅下降59.69%；转移支付收入增长27.18%，是财政收入的有效补充，占当年综合财力的63.13%；国有土地使用权出让收入大幅下降68.59%。总体看，近年来牡丹江市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大。

表2 牡丹江市本级财政收入情况（单位：万元）

科目	2013年	2014年	2015年
（一）地方一般公共预算本级收入	418,822	428,703	277,657
1.税收收入	216,052	213,984	191,106
2.非税收入	202,770	214,719	86,551
（二）转移支付和税收返还收入	420,049	474,953	554,817
3.一般性转移支付收入	226,911	251,957	320,432
4.专项转移支付收入	153,277	184,531	195,677
5.税收返还收入	39,861	38,465	38,708
（三）国有土地使用权出让收入	102,257	113,729	35,717
6.国有土地使用权出让金	81,196	100,296	34,277
7.国有土地收益基金	19,977	12,073	588
8.农业土地开发基金	1,084	1,360	852
9.新增建设用地有偿使用费	0	0	0
（四）预算外财政专户收入	13,256	11,660	10,634
地方综合财力	954,384	1,029,045	878,825

资料来源：牡丹江市财政局

2015年，牡丹江市地方综合财力87.88亿元，其中，一般公共预算收入27.77亿元，国有土地使用权出让收入3.57亿元。政府债务负担方面，截至2015年底，牡丹江市地方政府债务中，直接债务57.40亿元，担保债务余额36.20亿元；债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为85.90%，牡丹江市地方政府债务负担较重。

表3 牡丹江市地方政府债务余额及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至2015年底）	金额	地方财力（2015年度）	金额
（一）直接债务余额	573,951	（一）地方一般公共预算收入	277,657
1、外国政府贷款		1、税收收入	191,106
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	86,551
3、国债转贷资金	589	（二）转移支付和税收返还收入	554,817
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	320,432
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	195,677
6、国内金融机构借款	210,204	3、税收返还收入	38,708

(1) 政府直接借款	16,873	(三) 国有土地使用权出让收入	35,717
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	193,331	1、国有土地使用权出让金	34,277
7、债券融资	362,969	2、国有土地收益基金	588
(1) 中央代发地方政府债券	362,969	3、农业土地开发资金	852
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地上使用费	0
8、粮食企业亏损挂账		(四) 预算外财政专户收入	10,634
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	169		
11、其他	20		
(二) 担保债务余额	361,969		
1、政府担保的国外政府贷款	16,649		
2、政府担保的国际金融组织贷款	10,660		
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款	10,660		
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	149,150		
4、政府担保的融资平台债券融资	180,000		
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	5,510		
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	754,935.5	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	878,825
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			85.90%

资料来源：牡丹江市财政局

总体看，近年来牡丹江市经济稳步增长，市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大，地方政府债务负担较重。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是牡丹江市城区内最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。近年来，公司已完成牡丹江市中环路、牡丹江市供水项目和牡丹江市东四跨江桥等基础设施建设项目及曙光新城等保障房项目，在所属区域具有垄断优势。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员 5 人，包括总经理 1 人，副总经理 4 人。

公司董事长、总经理宋景东先生，1966 年出生，研究生学历，历任牡丹江市林业局副局长、牡丹峰国家级自然保护区管理局局长、牡丹江市棚户区改造和廉租房建设办公室常务副主任、牡丹江市棚户区改造和廉租房建设办公室主任，自 2011 年 9 月至今任公司党委书记、董事长、总经理。

公司副总经理郝吉峰先生，1964 年出生，本科学历，历任绥芬河市交通局副局长、绥芬河市公路管理站站长、绥芬河市西城区管理委员会副主任，自 2009 年 8 月至今任公司副总经理。

公司副总经理何洪润先生，1974 年参加工作，曾任牡丹江市啤酒厂企业管理部部长、牡丹江市政府研究室办公室主任、经济组组长、牡丹江市城市投资集团有限公司总经济师，自 2011 年 11 月至今担任公司副总经理。

公司副总经理丁小龙先生，1975 年出生，本科学历，曾在黑龙江商业职业学院金融保险教研室历任教师、主任、监察审计处副处长，自 2012 年 7 月至今任公司副总经理。

公司副总经理任泽权先生，1968 年出生，本科学历，曾在牡丹江市经贸委产业结构科历任副主任科员、副科长，在牡丹江市经委企业改革指导科任科长，自 2012 年 10 月至今任公司副总经理。

截至 2015 年底，公司在职员工共计 193 人。从教育程度看，本科及以上学历 76 人，占 39.38%；大专 97 人，占 50.26%；高中中专 20 人，占 10.36%。从年龄看，50 岁以上 26 人，占 13.47%；30~50 岁 136 人，占 70.47%；30 岁以下 31 人，占 16.06%。

总体来看，公司高管人员具有较丰富的管理经验，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

公司是牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，牡丹江市政府（以下简称“市政府”）在各个方面均给予公司大力支持。

（1）土地资产划拨

根据《关于将土地使用权无偿划转至市城投集团公司的批复》（牡国资办【2012】8号），牡丹江市国有资产监督管理委员会（以下简称“国资办”）将市区22片，45宗土地，面积为420.00万平方米用地的土地使用权无偿划转给公司，用于增加资本公积，划转基准日为2012年9月30日。根据哈尔滨国源土地房地产估价有限公司预估的《土地预算说明》，截至2012年6月30日，该土地资产价值为58.44亿元。

根据《关于将国有土地资产划转至牡丹江市城市投资集团有限公司的决定》（牡国资办【2012】9号），国资办将32宗地块，面积为213.82万平方米用地的土地使用权无偿划转给公司，作为资本性投入增加公司资本公积，截至2012年9月29日评估值为60.22亿元。

上述77宗土地按照已扣除需缴纳的40.00%土地出让金的净值入账，因此，划拨土地资产形成的资本公积71.19亿元。

（2）道路、桥梁等资产划拨

公司获得划拨的道路、桥梁、公园等公益资产共计 43.24 亿元，计入公司注册资本及资本公积。

（3）政府补贴款

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。2013~2015年，公司分别获得政府补贴1.33亿元、1.55亿元和1.35亿元。

根据人大常委会于2015年10月30日出具的《关于同意市政府<关于安排财政资金专项用于“2014年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告>的决定》（牡人大发【2015】38号），人大常委会同意市政府提出的给予公司补贴15.86亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

（4）项目委托代建回购

作为牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，公司按照项目与市政府签订委托代建协议，享有8.00~15.00%项目委托建设管理费。依据市政府每年出具的回购收入确认函，公

司按照审计决算确定的实际投入金额加成委托建设管理费率确认收入。

(5) 应收款项回款安排

近年来，公司由于承担城市建设任务和自身业务形成了对相关公司及政府部门的应收款项（包括应收账款和其他应收款），截至2014年底，公司应收账款和其他应收款合计22.26亿元，其中对政府及政府相关部门的应收款项合计16.18亿元。为保障资金落实到位，根据市政府出具的《关于牡丹江市城市投资集团有限公司应收款项情况的通知》（以下简称“应收款项回款安排”），市政府决定将大庆路北侧、铁路三角线东、西两侧地块出让收益作为政府机构应付资金的偿还来源，上述地块在未来五年完成出让后，出让收入扣除相关税费将优先用于支付政府部门应付的16.18亿元资金。截至2015年底，公司尚未收到前述应收款项回款，此外，由于2015年末收到部分工程代建回购款项，公司新增对牡丹江市财政局应收账款6.69亿元。

公司应收款项的回款在市政府的安排下得到一定保障，但近年来公司收入实现质量下降，且该款项偿还来源为土地出让收益，未来土地出让时间及出让价格存在一定不确定性。联合评级将持续关注上述应收款项回款资金到位情况。

表4 预计土地出让明细及收益情况表（单位：亩，万元/亩，万元）

土地范围	土地用途	预计出让面积	出让均价	预计出让收益	土地开发成本	预计可利用净收益	预计出让时间
西十一条路以东、铁路专用线以南、规划路以北	商住	330.00	136.00	44,880.00	6,732.00	38,148.00	2016年
西十一条路以西、滨绥铁路专用线以南、规划路以北	商住	370.00	138.00	510,60.00	7,659.00	43,401.00	2017年
西十一条路以西、绥满铁路专用线以北、规划路以南	商住	370.00	140.00	518,00.00	7,770.00	44,030.00	2018年
大庆路以北、庆北三路以东、规划路以西、铁路专用线以南	商住	386.00	142.00	548,12.00	8,221.80	46,590.20	2019年
规划路以南、铁路专用线以北	商住	390.00	145.00	565,50.00	8,482.50	48,067.50	2020年
合计	--	1,846.00	--	259,102.00	38,865.30	220,236.70	--

资料来源：牡丹江市人民政府

(6) 资本金注入

2015年9月，根据公司与国开发展基金的出资协议，国开发展基金对公司出资20,186.00万元，占注册资本的7.32%；根据公司与农发重点建设基金的出资协议，农发重点建设基金对公司出资30,820.00万元，占注册资本的11.18%，增资后公司注册资本为275,706万元，工商变更登记于2016年3月23日办理完毕。上述注资根据协议约定不同，专项用于投资公司不同项目，其中，国开发展基金将在2024年、2025年、2027年或2030年及之前年度通过由牡丹江国有资产投资控股有限公司逐年回购该基金持有公司股权的方式或市场化方式退出，农发重点建设基金将在2029年及之前年度通过由牡丹江市人民政府逐年回购该基金持有公司股权的方式或市场化方式退出，投资期内，国开发展基金与农发重点建设基金获得不超过1.20%的平均年化投资收益。

总体看，政府及相关机构在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购、应收款项还款安排及资本金注入等方面给予公司大力支持。同时，联合评级关注到公司尚未收到安排的应收款项回款，且由于未收到回购款项导致应收账款规模继续增加。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他相关法律的要求，建立了较为完整的公司治理机制和经营管理体系，设有股东会、董事会和监事会。

股东会是公司的权力机构，由全体股东组成，行使修改公司章程，决定公司的合并、分立、解散、增减注册资、选举和更换董事、监事等重大事项的职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。若有股东以外的第三方拟购买公司股权，在同等条件下，股东国开发展基金、农发重点建设基金应优于股东牡丹江国有资产投资控股有限公司转让给受让方。股东牡丹江国有资产投资控股有限公司拟转让其持有的公司股权，应先向股东国开发展基金、农发重点建设基金发出书面通知，告知其转让股权的意向，股东国开发展基金、农发重点建设基金有权按照届时持股比例在同等条件下优先购买拟转让的股权。股东会会议由董事长主持。股东会应当对所议事项的决定作出会议记录，出席会议的股东应当在会议记录上签名。公司向其他企业投资或者为他人提供担保，由股东会议决定。

董事会成员为五人，由股东会选举和更换，董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人，董事长为公司法定代表人，由股东会选举产生，并依法登记。董事会负责向股东会报告工作、执行股东会的决议、审定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案和决算方案、制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案、制定合并、分离、变更公司形式、解散的方案等。董事会会议分定期和临时会议，定期会议每年召开不少于两次，董事会应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议必须经全体董事的过半数通过。

监事会成员为五人，由股东会选举产生，监事的换届、罢免由股东会决议。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事会负责检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会的董事、高级管理人员提出罢免的建议；对董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东会提出提案等。监事可以列席董事会会议。监事会会议分为定期和临时会议。定期会议每六个月召开一次。监事会决议应当经半数以上监事通过。

公司设总经理一名，由股东聘任或解聘。总经理对股东会负责，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度、拟定公司的具体规章等。

总体看，公司已建立起规范的现代法人治理结构，运行情况较好。

2. 管理体制

根据公司业务规划和发展需要，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、拆迁安置科、工程科、建经科、销售科、总工办、采购中心和城投土储分中心（房屋征收实施中心）13个职能部门。

公司制定了详尽的《流程与制度手册》，包含行政管理、人力资源管理、财务管理、资金活动管理、工程项目、资产管理、合同管理、审计监察等部分。

行政管理方面，公司制定了行政管理制度，涵盖了公文处理办法、印章使用管理办法、档案

管理制度、信息管理办法、保密工作制度等，对公司行政管理涉及各方面的制度和流程做出了规定。

人力资源管理方面，公司制定了人事管理制度、中层干部竞争上岗制度、员工工作纪律管理规定、工会工作制度等，为公司岗位设置、人员引进、人员使用、人员开发、人员退出整个流程建立相关制度，确保公司人力资源整体工作计划与公司发展目标相适应。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度、财务预算管理制度、财务审批办法、项目资金管理办法、现金管理制度等，形成适应公司发展的决策机制、执行机制和监督机制，确保公司经营管理财务目标的实现。

资金活动管理方面，公司制定了投资管理制度和融资管理制度用来规范公司的投资行为、融资行为。

工程项目管理制度从工程报批、招投标、工程计量支付、工程质量及安全管理等方面对公司工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的工作流程进行规范。

资产管理方面，针对公司所属的所有固定资产和低值易耗品的管理，公司制定了资产管理制度；对公司控制的所有全资分、子公司和控股分、子公司，公司制定了分、子公司重大投资项目管控制度；长期股权投资决策方面，公司制定了长期股权投资决策管理制度。

总体看，公司部门设置齐全，各项管理制度比较完善，能够满足公司日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为牡丹江市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。2013~2015年，公司主营业务收入分别为7.96亿元、9.13亿元和9.08亿元。其中，市政基础设施建设（代建收入）逐年增长，2015年实现收入为8.09亿元；房地产开发和工程施工收入波动下降，2015年实现收入分别为0.84亿元和0.09亿元。

表5 2013~2015年公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	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）	67,185.35	84.36	13.04	79,452.74	87.03	13.04	80,863.49	89.05	7.41
房地产开发	11,348.99	14.25	33.83	7,299.76	8.00	40.97	8,354.30	9.20	38.10
机床销售收入	--	--	--	1,443.76	1.58	-76.60	639.69	0.70	-48.76
工程施工	1,107.46	1.39	36.77	3,093.06	3.39	18.71	948.75	1.04	7.87
物业费	1.44	0.00	100.00	1.62	0.00	100.00	--	--	--
合 计	79,643.24	100.00	16.34	91,290.94	100.00	14.05	90,806.23	100.00	9.84

资料来源：公司提供及审计报告

从收入构成来看，近三年，公司主营业务收入构成变化不大，市政基础设施建设（代建收入）为公司目前最主要的收入来源，近三年该板块对公司主营业务收入的贡献率均在80.00%以上。房地产开发是公司第二大收入来源，近三年该板块营业收入占比波动下降，2015年其营业收入占比为9.20%。工程施工、机床销售以及物业费收入对公司主营业务收入贡献较小，2015年合计营业收入占比为1.74%。

从毛利率来看，近三年，公司综合毛利率逐年下降，2015 年下降至 9.84%，主要系毛利率较高的房地产开发业务的逐渐退出，且收入占比较大的代建收入毛利率大幅下降所致。市政基础设施建设（代建收入）毛利率 2013~2014 年稳定在 13.04%，主要系回购项目的加成比率为 15.00%所致；2015 年，由于回购的怡馨园项目加成比率为 8.00%，导致该板块毛利率大幅下降。近三年，公司房地产开发板块毛利率保持相对较高水平，呈波动上升趋势，2015 年为 38.10%，但由于其收入占比相对较小，无法扭转综合毛利率的下降趋势。

总体看，公司收入规模波动增长；保持以市政基础设施建设板块为主的经营模式，收入构成较稳定；受房地产开发业务逐渐退出以及市政基础设施建设收入毛利率大幅下降影响，公司综合毛利率逐年下降。

2. 业务板块

（1）市政基础设施建设

作为牡丹江市国资委下属的牡丹江市城区重要的国有公司，公司是牡丹江市城市基础设施建设主体之一。

公司按项目与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、签订各类承包合同并支付承包费，筹集并管理项目资金。市政府根据审计决算确定的实际投入金额加成 15.00%（2011 年及之前加成比例为 8.00%）向公司支付委托建设管理费的方式进行回购。

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。

截至 2015 年底，公司在建项目为牡丹江市东四跨江桥二期工程项目，该项目于 2011 年 6 月开工，于 2013 年 10 月 8 日正式通车，尚有部分便道没有铺装完成；该项目总投资为 4.50 亿元，截至 2015 年底，已完成投资 4.45 亿元。

总体看，市政基础设施建设是公司最主要的业务板块，其收入及盈利能力受政府规划影响较大。

（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，公司及其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 15.00%（2011 年及之前加成比例为 8.00%）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。

公司已完成建设的保障房项目为曙光新城项目，已由市政府于 2011 年确认回购。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，2012~2015

年，公司承建的保障房项目回购情况如下表：

表 6 2012~2015 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
2012 年	江南公租房项目	1.31	1.51	1.51
2013 年	春晖园东苑公租房项目	3.15	3.63	6.72
	北悦城项目	2.69	3.09	
2014 年	江南公租房项目	3.56	4.09	7.94
	北悦城项目	1.62	1.86	
	银龙湾项目	1.74	2.00	
2015 年	怡馨园项目	6.24	6.74	8.08
	东湖丽景项目	1.24	1.34	
合计	--	21.55	24.26	24.26

资料来源：公司提供的政府回购项目确认函

注：其中2015年回购的怡馨园项目加成比例为8.00%，因此2015年公司代建收入毛利率大幅下降。

第二种保障房开发业务模式为自行销售，目前公司采取自行销售模式的项目为本期债券募投项目，项目收入包含安置房上靠户型收入、商服销售收入及地下车位销售收入（详见“募投项目概况”）。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。

截至2015年底，公司在建保障房主要包括凤凰城项目（包含黄花棚户区改造、凤凰城A组团三期）、东苑棚户区（包含润泽园）、西苑棚户区（包含春晖园西苑三期）、阅江城、怡馨园项目、东苑公租房等，总投资合计111.62亿元，已投资金额57.29亿元，公司在建保障房项目未来仍需投入约54.33亿元。公司在建项目投资规模较大，未来投资压力较大。

表 7 截至 2015 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	项目资金来源	建设单位
北悦城	59,922.00	57,681.00	贷款、自筹	城投置业
银龙湾	36,099.00	36,099.00	贷款、自筹	城投置业
兴隆幸福家园	17,677.00	19,220.00	贷款、自筹	城投置业
西城绿都	19,198.00	14,127.00	贷款、自筹	城投置业
东湖丽景	17,853.00	18,438.00	贷款、自筹	城投置业
民安绿苑	15,832.00	11,957.00	贷款、自筹	城投置业
圣林新居	18,450.00	17,574.00	贷款、自筹	城投置业
花河新城	17,529	14,685	贷款、自筹	城投置业
逸品尚城	43,035	33,209	贷款、自筹	城投置业
阅江城	100,000	36,814	贷款、自筹	城投置业
东苑公租房	74,163	44,818	贷款、自筹	城投集团
西苑公租房	24,000	25,532	贷款、自筹	城投集团
江南公租房	57,965	59,761	贷款、自筹	城投集团
东苑棚户区	180,000	22,796	贷款、自筹	城投集团
西苑棚户区	106,000	66,000	贷款、自筹	城投集团
怡馨园项目	83,000	63,000	贷款、自筹	城投集团
凤凰城项目	245,481	31,139	贷款、自筹	城投置业
合计	1,116,204	572,850	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司目前的保障房开发业务以政府代建回购模式为主，其盈利能力受政府回购加成比例限制较大，其中 2015 年回购的怡馨园项目加成比例为 8.00%，致使公司当年代建收入毛利率大幅下降。

（3）商品房开发

2013~2015 年，公司实现的房地产开发收入分别为 1.13 亿元、0.73 亿元和 0.84 亿元，毛利率分别为 33.83%、40.97%和 38.10%，该板块的经营主体为下属子公司牡丹江龙裕开发公司（以下简称“龙裕公司”）。

龙裕公司成立于 2007 年，初始注册资本为 2,060.00 万元人民币，其中公司以货币出资的方式出资 1,060.00 万元，出资占比 51.46%；上海浦裕投资发展有限公司以货币出资的方式出资 1,000.00 万元，出资占比 48.54%。

龙裕公司开发的帝景豪庭项目为商品房项目，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。房地产开发近年来成为公司主营业务收入的重要组成部分，但随着帝景豪庭项目销售的收尾，该板块收入将持续下降。

总体看，房地产开发业务是公司业务板块的有效补充，但随着现有项目销售的收尾，该板块收入将持续下降。

（4）工程施工

2013~2015 年，公司工程施工业务实现收入分别为 0.11 亿元、0.31 亿元和 0.09 亿元，该板块收入波动幅度很大，2015 年收入大幅下降，主要是部分工程未结算，因此未确认收入。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，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。

城建工程业务范围主要分布于牡丹江市城区内。截至 2015 年底，城建工程重大在建项目 4 个，合同金额合计 0.88 亿元，其中，合同金额较大的项目主要为江南公租房装修和胡商一路。2015 年公司签约合同金额为 1.13 亿元，为 2014 年金额的 101.35%，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。

表 8 公司重大在建工程情况（单位：万元）

项目名称	金额	工期起始日	预计完工日
江南公租房装修	3,398.00	2014.10	2015.11
西三条路同心广场	896.00	2014.11	2015.11
电梯洞口包口	354.00	2015.4	2016.6
胡商一路	4,159.00	2015.9	2016.10
合计	8,807.00	--	--

资料来源：公司提供

表 9 2013~2015 年公司签约合同情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约合同金额	3,334.00	11,111.00	11,261.00
完工合同金额	3,115.00	9,464.00	4,358.00

资料来源：公司提供

总体看，公司工程施工业务主要由子公司城建工程负责，业务规模快速增长，但每年完工合同金额波动较大。

3. 经营效率

从运营效率指标看，2013~2015 年，应收账款周转次数波动较大，三年分别为 129.14 次、357.52 次和 2.66 次，2015 年降幅较大，主要系 2015 年政府未及时回购部分工程代建，应收账款大幅增加所致；存货周转次数保持稳定，三年均为 0.08 次，处于低水平；总资产周转次数保持稳定，三年均为 0.05 次，处于低水平。

总体看，公司经营受政府规划影响较大，盈利能力较弱，总体经营效率较低。

4. 经营关注

（1）公司业务受宏观经济政策影响较大

公司主营业务的发展与宏观经济政策密切相关，如果出现宏观经济增长放缓或衰退，公司承建的市政基础设施建设业务量将会减少，造成公司营业收入水平下降，从而影响公司盈利能力。

（2）公司应收款项回款的不确定性

市政基础设施建设是公司最主要的业务板块，其收入及盈利能力受政府规划影响较大，应收款项的回收时点存在较大不确定性。

（3）公司盈利能力较弱

受房地产开发业务逐渐退出以及市政基础设施建设收入毛利率大幅下降影响，公司盈利能力逐年下降，整体盈利能力较弱。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的三年连审审计报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围变化方面，2014 年，公司通过购买取得牡丹江迈克机床制造有限公司的控制权，纳入合并范围；2015 年，公司合并范围没有新增子企业，其中子公司牡丹江市城投资产管理有限公司由于实际未出资未纳入合并范围。报告期内纳入合并范围的新增公司资产及净资产规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 192.64 亿元，负债合计 65.98 亿元，所有者权益合计 126.66 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者权益 126.27 亿元；2015 年，公司实现营业收入 9.12 亿元，净利润 1.62 亿元，其中归属母公司净利润 1.57 亿元；公司经营活动现金流量净额-7.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.39 亿元。

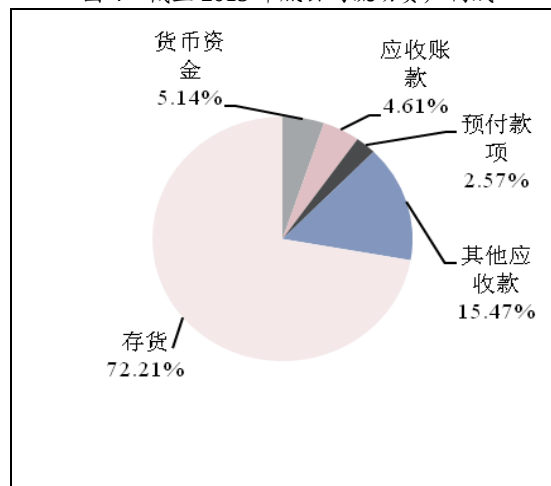
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额分别为 170.96 亿元、176.24 亿元和 192.64 亿元，年均增长 6.15%，资产总额有所增长，主要系流动资产增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 76.77%，非流动资产占 23.23%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2013~2015 年，公司流动资产分别为 126.69 亿元、131.54 亿元和 147.89 亿元，年均增长 8.04%，流动资产相对较快增长，主要系存货增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 5.14%）、应收款项（占 4.61%）、预付款项（占 2.57%）、其他应收款（占 15.47%）和存货（占 72.21%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金分别为 7.52 亿元、4.21 亿元和 7.60 亿元，年均增长 0.53%，货币资金波动幅度较大，主要系银行存款波动较大所致。截至 2015 年底，公司银行存款占货币资金的 99.99%，其中，610.58 元为受限资金，受限情况如下表所示，公司货币资金受限比例极低。

表 10 截至 2015 年底公司受限资金情况（单位：元）

账户名称	银行	账号	金额	备注
牡丹江迈克尔机床制造有限公司	中信银行牡丹江分行	9455110182600022094	610.58	法院查封
合计	--	--	610.58	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司应收账款分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 6.82 亿元，年均增长 1,593.45%，应收账款快速增长，主要系 2015 年新增应收牡丹江市财政局回购款 6.69 亿元所致。截至 2015 年底，公司应收牡丹江市财政局的回购款占应收账款总额 97.93%（账龄为 1 年以内），其余金额较大主要为应收个人的售房款。截至 2015 年底，公司对应收账款计提坏账准备 166.26 万元，计提较为充分。

2013~2015 年，公司预付款项分别为 3.72 亿元、3.81 亿元和 3.80 亿元，年均增长 1.09%，预付款项保持相对稳定，截至 2015 年底，主要预付款为预付牡丹江利华置业有限公司（占 37.92%）、牡丹江福顺房地产开发有限责任公司（占 16.80%）、黑龙江星海建设工程发展有限公司（占 6.38%）、牡丹江市安装工程有限公司（占 2.77%）和哈尔滨众志建筑工程有限责任公司（占 2.37%）等公司的工程款。

2013~2015 年，公司其他应收款分别为 22.59 亿元、22.23 亿元和 22.88 亿元，年均增长 0.63%，其他应收款保持相对稳定，主要为与牡丹江新区城市投资有限公司和牡丹江中冶置业有限公司的借款以及与牡丹江市城市开发建设有限公司和牡丹江市棚廉办征收实施中心的往来款等。截至 2015 年底，公司未对牡丹江新区城市投资有限公司等列入其他组合的其他应收款（20.76 亿元，占其他应收款总额的 90.25%）计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占其他应收款总额的 9.75%，计提坏账准备 1,198.86 万元，计提比例 5.35%。公司其他应收款欠款单位主要为牡丹江新区城市投资有限公司，欠款年限在 5 年以上。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。市政府以土地出让收益作为该款项的还款来源（具体详见“政府支持”），为应

收款项的回款提供了一定保障，但土地出让时间及出让价格存在一定不确定性，联合评级将持续关注上述款项回款资金到位情况。

表 11 截至 2015 年底公司其他应收款前五名（单位：亿元，%）

单位名称	金额	往来内容	欠款年限	占应收账款总额的比例
牡丹江新区城市投资有限公司	12.14	借款	5 年以上	52.78
牡丹江市城市开发建设有限公司	2.03	往来款	1 年以内	8.84
牡丹江中冶置业有限公司	0.92	借款	2~3 年	4.01
牡丹江市棚廉办征收实施中心	0.63	往来款	3~4 年	2.75
省机场管理集团有限公司牡丹江机场分公司	0.35	借款	5 年以上	1.52
合 计	16.08	--	--	69.90

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货分别为 92.83 亿元、101.26 亿元和 106.79 亿元，年均增长 7.25%，存货有所增长，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 2015 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 8.26 亿元。截至 2015 年底，公司本部代建项目开发成本为 18.80 亿元，主要包括东四垮江桥二期工程、棚户区改造工程和怡馨园公租房等项目；子公司牡丹江市城投置业有限公司项目的代建项目开发成本为 14.71 亿元，主要包括 2012 年城市棚户区改造建设项目和主城区棚户区改造建设项目等。截至 2015 年底，公司对存货计提跌价准备 872.90 万元，均为对库存商品、原材料和在产品计提的坏账准备，公司对存货的计提坏账准备比例为 0.08%。公司存货中账面价值为 8.26 亿元的土地使用权因用于借款抵押而使用权受限，占存货账面价值的比例为 7.73%，公司存货受限规模较小。

（2）非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产分别为 44.27 亿元、44.69 亿元和 44.75 亿元，年均增长 0.54%，非流动资产保持相对稳定。截至 2015 年底，公司非流动资产为 44.75 亿元，公司非流动资产主要由固定资产（占 98.45%）和长期股权投资（占 1.07%）构成。

2013~2015 年，公司长期股权投资分别为 0.69 亿元、0.55 亿元和 0.48 亿元，年均下降 16.70%，长期股权投资快速下降，主要为对联营企业投资亏损所致。

2013~2015 年，公司固定资产 43.48 亿元、44.05 亿元和 44.06 亿元，年均增长 0.66%，固定资产保持相对稳定。公司固定资产主要为收到的无偿划拨道路、桥梁、公园等资产、房屋建筑物、运输设备和办公设备等；其中，截至 2015 年底，公司固定资产中主要为其他固定资产，包括收到的道路、桥梁、公园等，其账面价值为 43.24 亿元，未计提折旧。

总体看，随着代建项目持续推进，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，存在一定回款风险，公司资产流动性弱；公司公益性资产占比较高，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

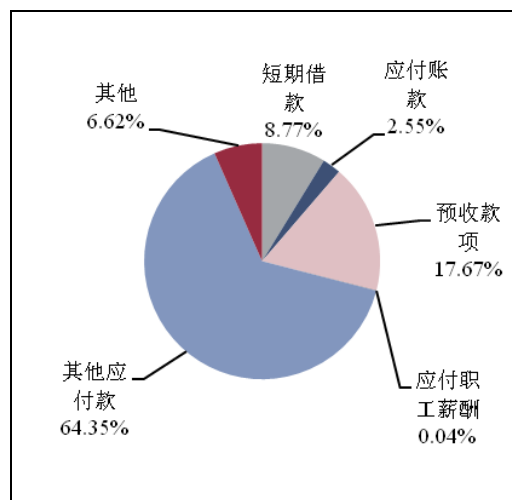
（1）负债

2013~2015 年，公司负债总额分别为 52.71 亿元、56.30 亿元和 65.98 亿元，年均增长 11.88%，负债总额快速增长，主要系其他应付款和长期借款增长所致。截至 2015 年底，公司负债总额中流

动负债占 33.02%，非流动负债占 66.98%。公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债分别为 11.52 亿元、14.93 亿元和 21.79 亿元，年均增长 37.51%，流动负债快速增长，主要系其他应付款和预收账款增长所致。截至 2015 年底，流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款构成，占比分别为 8.77%、2.55%、17.67%、6.63%和 64.35%。

图 5 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款分别为 1.15 亿元、0.90 亿元和 1.91 亿元，年均增长 28.87%，短期借款波动增长，主要系担保借款波动增长所致。截至 2015 年底，公司短期借款全部为担保借款。

2013~2015 年，随着建设项目的推进，公司应付账款波动增长，三年分别为 0.37 亿元、0.64 亿元和 0.55 亿元，年均增长 22.53%。截至 2015 年底，应付账款中 1 年以内的占比为 7.81%，1~2 年的占比为 25.01%，2~3 年的占比为 13.29%，3 年以上的账龄占比为 53.89%，主要供为人民公园提档升级改造款项目（0.19 亿元）和牡丹江市自来水公司（0.04 亿元）等。

2013~2015 年，公司预收款项分别为 2.37 亿元、3.23 亿元和 3.85 亿元，年均增长 27.47%，预收款项快速增长，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。截至 2015 年底，预收款项中账龄在 1 年以内的占比为 31.14%，账龄在 1~2 年的占比为 23.69%；公司预收款项大部分为预收房款，主要的保障房项目包括棚户区改造工程项目预收房款（2.69 亿元）、春晖园西苑棚改项目预收房款（0.70 亿元）和铁路三角线棚户区改造项目预收房款（0.28 亿元）等。

2013~2015 年，公司其他应付款分别为 7.05 亿元、8.98 亿元和 14.02 亿元，年均增长 40.99%，其他应付款快速增长。截至 2015 年底，公司其他应付款主要由向母公司牡丹江市国有资产投资控股有限公司借款 3.32 亿元（账龄在 1 年以上）、牡丹江新闻传媒印务有限公司借款 0.94 亿元（账龄在 1 年以内）、牡丹江市第二高级中学借款 0.94 亿元（账龄在 1 年以内）、牡丹江发改委哈牡铁路客运专线建设指挥部借款 0.80 亿元（账龄在 1 年以内）以及与牡丹江市棚户区改造和廉租房建设办公室等单位的往来款构成。

2013~2015 年，公司非流动负债分别为 41.19 亿元、41.36 亿元和 44.20 亿元，年均增长 3.59%，非流动负债有所增长，主要是长期借款增长所致。

2013~2015 年，公司长期借款分别为 36.74 亿元、40.84 亿元和 43.39 亿元，年均增长 8.67%，

长期借款有所增长，主要是抵押借款和担保借款增长所致。截至 2015 年底，公司长期借款由抵押借款（32.65 亿元）、信用借款（3.20 亿元）、担保借款（6.94 亿元）和质押借款（0.60 亿元）构成。

2013~2015 年，公司专项应付款分别为 4.45 亿元和 0.52 亿元和 0.81 亿元，主要为公司收到的项目财政拨款及省专项资金。截至 2015 年底，公司专项应付款包括 0.61 亿元财政拨款和 0.20 亿元省专项资金。

2013~2015 年，随着代建项目的推进，公司债务规模快速增长，公司全部债务分别为 37.89 亿元、41.74 亿元和 45.30 亿元，年均复合增长 9.34%，主要是长期债务增长所致。截至 2015 年底，短期债务占 4.22%，长期债务占 95.78%。

2013~2015 年，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不断上增长。截至 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 34.25%、25.51%和 26.34%，均高于三年平均值 32.34%、24.87%和 25.47%，公司整体债务负担呈上升趋势，但处于可控水平。

总体看，近年来受保障房项目投入的加大，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。

（2）所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益分别为 118.25 亿元、119.94 亿元和 126.66 亿元，年均增长 3.49%，所有者权益持续增长，主要系实收资本和未分配利润的增长。

截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 21.77%、资本公积占 72.64%、盈余公积占 0.50%、未分配利润占 4.79%；其中归属于母公司所有者权益占 99.69%，少数股东权益占 0.31%。公司所有者权益结构稳定性好，但权益质量一般。

2013~2015 年，公司实收资本分别为 22.47 亿元、22.47 亿元和 27.57 亿元，年均增长 10.77%，主要系 2015 年 9 月根据公司分别与国开发展基金有限公司及中国农发重点建设基金有限公司的出资协议，国开发展基金有限公司、中国农发重点建设基金有限公司分别对公司出资 20,186.00 万元、30,820.00 万元，占注册资本比例分别为 7.32%、11.18%。

截至 2015 年底，公司资本公积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”科目），划拨土地资产形成的资本公积 71.19 亿元（计入“存货”科目）。

总体看，公司权益规模持续扩大，权益稳定性好，但权益质量一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 7.97 亿元、9.15 亿元和 9.12 亿元，年均增长 6.97%，营业收入波动中有所增长，主要系代建项目以及工程施工确认的收入增长所致。同期，公司营业成本分别为 6.67 亿元、7.87 亿元和 8.20 亿元，年均增长 10.86%，营业成本不断增长，主要系代建项目成本增加所致。

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，其中，近三年公司管理费用快速增长，年均增长 80.28%，2015 年为 0.31 亿元，同比增长 96.19%，主要系 2015 年公司会计处理方式较以往年度发生调整所致：2015 年由财政承担的管理费用体现在营业外收入中，而以往年度由财政承担的管理费用一部分冲减公司管理费用，另一部分计入营业外收入中；同期，公司财

务费用波动增长，年均增长 38.79%，2015 年为 0.11 亿元，同比下降 34.22%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 2.16%、3.84%和 4.69%，呈逐年上升趋势，但仍处于较低水平，公司期间费用控制能力较好。

2013~2015 年，公司投资收益分别为-0.15 亿元、-0.14 亿元和-0.07 亿元，均为公司权益法核算长期股权投资产生的亏损。

2013~2015 年，公司营业外收入波动增长，三年分别为 1.36 亿元、1.77 亿元和 1.48 亿元，主要为公司获得牡丹江市财政局的补助资金（2013~2015 年从政府补助分别为 1.33 亿元、1.55 亿元和 1.35 亿元），营业外收入占利润总额比重分别为 63.26%、76.96%和 84.00%，公司利润对政府补助的依赖性较高。2013~2015 年，公司利润总额分别为 2.15 亿元、2.30 亿元和 1.75 亿元，年均复合下降 9.78%，利润总额波动下降，主要系营业外收入中的财政补助大幅波动所致。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司营业利润率分别为 14.29%、11.95%和 8.99%。同期，公司总资产收益率和净资产收益率三年加权平均值分别为 1.18%和 1.48%，2015 年分别为 1.01%和 1.28%，公司盈利能力持续下降。

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，且利润水平对政府补贴依赖较大。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年公司经营活动现金流入波动下降，三年分别为 19.34 亿元、14.51 亿元和 17.81 亿元，年均复合下降 4.03%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 8.99 亿元、4.06 亿元和 2.05 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）；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 10.35 亿元、10.44 亿元和 15.76 亿元，主要为往来款项。2013~2015 年，公司经营活动现金流出规模较大且持续下降，三年分别为 31.01 亿元、26.61 亿元和 24.86 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。2013~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 14.80 亿元、15.80 亿元和 13.50 亿元，主要为公司项目的开发成本支出；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 15.87 亿元、10.45 亿元和 10.95 亿元，主要为往来款项。2013~2015 年，受公司收现质量的下降及项目投入的共同影响，公司经营活动现金流量净额分别为-11.68 亿元、-12.11 亿元和-7.05 亿元，均呈现净流出状态。从收入实现质量看，2013~2015 年，公司现金收入比分别为 112.73%、44.42%和 22.50%，2014 年收入实现比大幅下降主要系当年确认收入项目中部分资金已于以前年度收到，2015 年大幅下降主要系当年确认收入的回购款未收到现金；公司收入实现质量较差。

从投资活动看，2013~2015 年，公司投资活动现金流规模较小，其中，投资活动现金流出分别为 0.01 亿元 0.09 亿元和 0.17 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净额分别为-0.01 亿元、-0.09 亿元和-0.17 亿元，均呈现净流出状态。

从筹资活动看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入波动下降，三年分别为 23.69 亿元、11.82 亿元和 14.17 亿元，其中，2015 年吸收投资收到的现金为 5.10 亿元，主要系国开基金和农发基金对公司增资款，分别为 2.02 亿元和 3.08 亿元；2013 年和 2014 年收到其他与筹资活动有关的现金分别为 0.65 亿元和 2.82 亿元，2014 年金额较大主要为公司对牡丹江市国有资产投资控股有限公司

的借款。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 7.32 亿元、2.94 亿元和 3.57 亿元，主要为偿还银行借款及利息支出以及支付其他与筹资活动有关的现金。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 16.37 亿元、8.89 亿元和 10.61 亿元。

总体看，近年来公司经营活动获现能力有所下降，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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，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，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率持续下降，三年加权平均值分别为 8.24 倍和 2.14 倍，2015 年分别为 6.79 倍和 1.89 倍；公司经营性现金流量净额持续为负，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等因素，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 2.29 亿元、2.75 亿元和 1.94 亿元，EBITDA 呈波动下降趋势，其中 2015 年，公司的 EBITDA 主要由利润总额（占比 90.03%）和计入财务费用的利息支出（占比 5.88%）构成；同期，EBITDA 利息倍数分别为 26.62 倍、13.36 倍和 17.02 倍；同期，EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.07 倍和 0.04 倍，公司长期偿债能力指标较弱。考虑到公司是牡丹江市城区重要的基础设施建设及保障房建设主体，在资产划拨、财政补贴、项目委托代建回购和应收款项还款安排等方面得到政府大力支持，总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司合并口径对外担保合计 3.02 亿元，担保比率为 2.38%。被担保对象包括牡丹江龙盛投资有限公司、黑龙江新陆建筑工程集团有限公司和黑龙江牡安建设集团有限公司，担保金额分别为 2.40 亿元、0.50 亿元和 0.12 亿元。总体看，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

截至 2015 年底，公司合并共获得银行授信 100.97 亿元，尚有 73.32 亿元未使用。公司间接融资渠道较为通畅。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为 G10231005000194503），截至 2016 年 5 月 10 日，包含 2 笔关注类“未结清不良信贷”，余额 6,000.00 万元，为以道路路桥车辆通行费收费权质押的借款。根据国家开发银行股份有限公司黑龙江省分行（以下简称“国开行黑龙江省分行”）出具的说明：2014 年 9 月，市政府取消了该路段相关收费控制措施，通行费收入可能无法实现，因此，国开行黑龙江省分行将该贷款相关项目的资产质量五级分类调整为关注类，目前公司按期偿还该项目贷款本息，未发生过逾期偿还本息情况。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及牡丹江市经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到市政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为 9.00 亿元，占 2015 年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为 20.74%、19.87% 和 13.64%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.25%、26.34% 和 25.51%，本期公司债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本

化比率分别上升为38.92%、30.00%和29.26%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015年，公司经营活动现金流入量对本期债券保障倍数为1.98倍，为每年待偿还本金的9.89倍，对本期债券分期偿还本金覆盖能力较强；公司经营活动现金流量净额为负，对本期债券无保障能力。

2015年，公司EBITDA对本期债券覆盖水平很较低。本期债券设置了本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年底起至第七年底止，每年待偿还本金为1.80亿元，EBITDA对每年待偿还本金保障倍数为1.08倍，公司EBITDA对本期债券每年待偿还本金保障能力较弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券每年待偿还本金保障能力较强，EBITDA对本期债券每年待偿还本金保障能力较弱；本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。

3. 本期债券偿债来源

本期债券的偿债资金来源于公司日常经营利润及债券募集资金投资项目的收益。募投项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入，分别为22.44亿元和15.86亿元。

根据可行性研究报告，项目总收入 224,352.66 万元，其中：安置房上靠户型预计收入 111,444.8 万元，商服销售收入 92,987.86 万元，地下车位销售预计收入 19,920.00 万元。（1）安置房上靠户型部分，最小户型上靠面积按 950 元/平方米收取差价，超面积部分按 3,800 元/平方米收取。经测算，安置房上靠户型收入 111,444.80 万元。（2）可销售商服部分，建筑面积 106,882.59 平方米，预计平均销售单价 8,700 元/平方米，经测算，商服销售预计收入 92,987.86 万元。（3）对外出售车位部分，项目预计可提供 1,660 个车位对外出售，预计销售单价 12 万元/个，经测算，地下车位销售预计收入为 19,920.00 万元。

根据人大常委会于 2015 年 10 月 30 日出具的《关于同意市政府〈关于安排财政资金专项用于“2014 年牡丹江市主城区棚户区改造项目”补贴的报告〉的决定》（牡人大发【2015】38 号），人大常委会同意市政府提出的给予公司补贴 15.86 亿元，资金全部用于棚户区改造项目。

本期债券的偿债资金来源于公司日常经营利润及募投项目的收益（募投项目现金流入包括项目总收入以及财政补贴收入）。项目自身收入 22.44 亿元，无法覆盖可行性研究报告测算的项目总成本，为本期债券募集资金的 2.49 倍，同时，公司募投项目自行销售情况可能存在一定不确定性，且可能存在不匹配性，募投项目的收益对本期债券本金覆盖能力尚可；若考虑政府补贴，根据项目可行性研究报告，假设补贴收入分 8 年等额发放，包含营业税金及附加等因素，项目净收益为 3.58 亿元。募投项目总收入与财政补贴收入合计 38.30 亿元，为本期债券募集资金 9.00 亿元的 4.26 倍，对本期债券覆盖程度较好。

九、综合评价

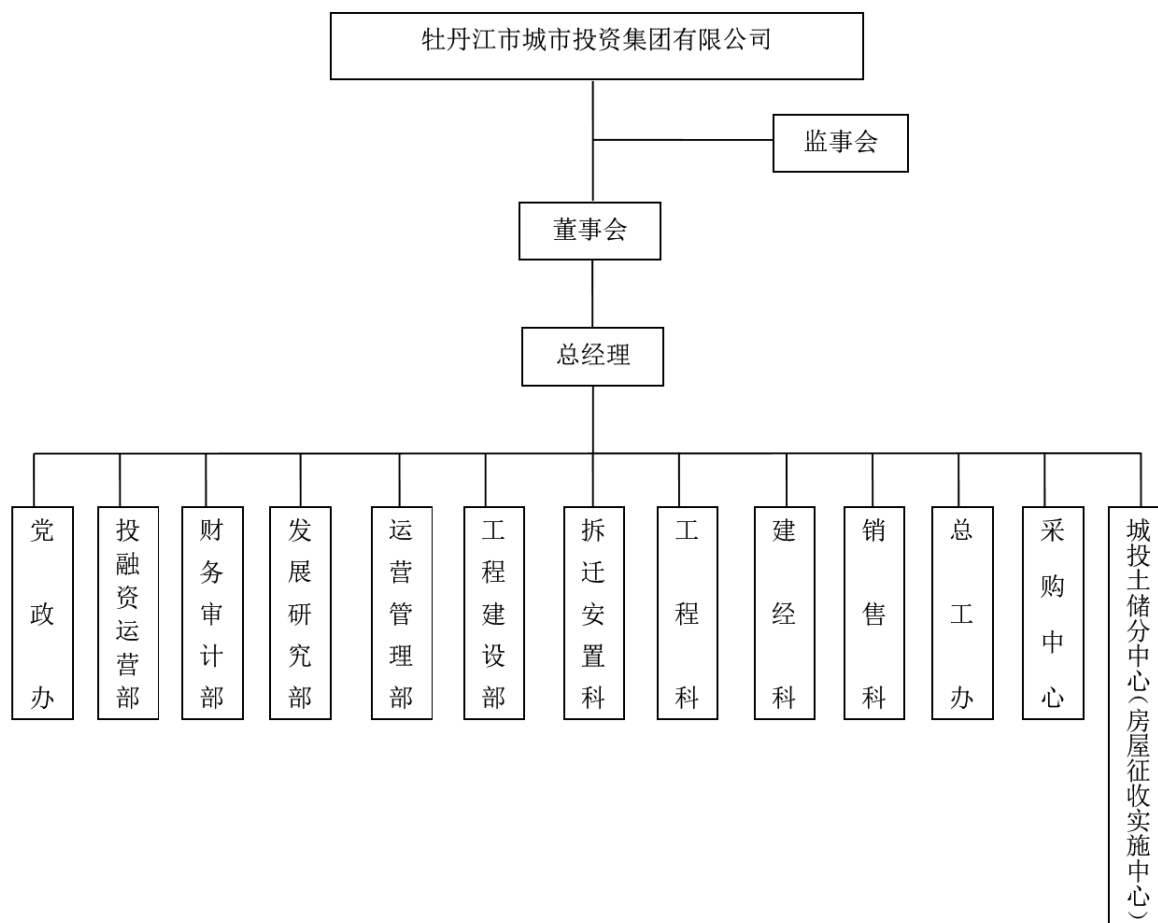
公司是牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，在区域环境、市场份额以及政府支持力度等方面具备显著的竞争优势。公司所属地区经济稳步发展，为公司发展提供了较良好的外部经营环境。同时，联合评级也关注到，近年来牡丹江市本级财政实力有所下降，转移支付对综合财力贡献大，地方政府债务负担较重。

目前，公司资产质量一般，债务负担一般，盈利能力较弱，利润水平对政府补贴依赖较大，经营活动获现能力较弱，对外部融资依赖程度较大。募投项目与财政补贴收入加总可覆盖项目总投资，但项目自身销售可能存在一定不确定性，且财政补贴发放时间可能与偿债进度存在不匹配性。

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，公司业务发展具备良好空间。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券不能偿还的风险低。

附件 1 牡丹江市城市投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 牡丹江市城市投资集团有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	170.96	176.24	192.64
所有者权益（亿元）	118.25	119.94	126.66
短期债务（亿元）	1.15	0.90	1.91
长期债务（亿元）	36.74	40.84	43.39
全部债务（亿元）	37.89	41.74	45.30
营业收入（亿元）	7.97	9.15	9.12
净利润（亿元）	1.91	2.08	1.62
EBITDA（亿元）	2.29	2.75	1.94
经营性净现金流（亿元）	-11.68	-12.11	-7.05
应收账款周转次数（次）	129.14	357.52	2.66
存货周转次数（次）	0.08	0.08	0.08
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比率（%）	112.73	44.42	22.50
总资本收益率（%）	1.28	1.41	1.01
总资产报酬率（%）	0.00	0.00	0.00
净资产收益率（%）	1.61	1.73	1.28
营业利润率（%）	14.29	11.95	8.99
费用收入比（%）	2.16	3.84	4.69
资产负债率（%）	30.83	31.94	34.25
全部债务资本化比率（%）	24.27	25.82	26.34
长期债务资本化比率（%）	23.70	25.40	25.51
EBITDA 利息倍数（倍）	26.62	13.36	17.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.04
流动比率（倍）	11.00	8.81	6.79
速动比率（倍）	2.94	2.03	1.89
现金短期债务比（倍）	6.54	4.68	3.98
经营现金流动负债比率（%）	-101.34	-81.08	-32.35
EBITDA/本期债券发债额度（倍）	0.25	0.31	0.22

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。