

信用等级公告

联合[2016]1336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 年第二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 年第二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：

二零一六年九月十九日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

2016 年第二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

本期债券信用等级：AA_{pi}

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本期债券发行规模：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%。

发行目的：用于主城区棚户区改造项目建设

评级时间：2016 年 9 月 19 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（倍）	0.06	0.07	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	26.62	13.36	17.02
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.25	0.31	0.22

注：报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；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。

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”或“城投集团”）的评级反映了公司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，在其所在区域内市场份额高及政府支持力度大等方面具有的优势。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对其整体偿债能力可能带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置了提前分期偿付条款，有助于降低本期债券的集中偿付压力。

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很低。

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，公司在其所在区域内市场份额高，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，给公司资金带来一定资金周转压力，公司资产流动性较弱，整体资产质量一

般。

3. 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。

4. 本期债券与已发行的第一期公司债券偿付时间相近，可能存在一定集中偿付压力；募投项目自行销售情况及财政补贴的发放进度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

周鑫

电话：010-85172818

邮箱：zhoux@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:

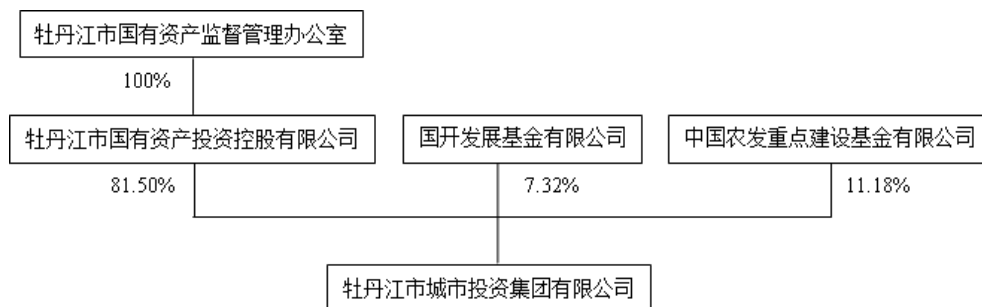


联合信用评级有限公司

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”或“牡丹江城投”）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%的股权划至牡丹江市国有资产投资控股有限公司。股权变更后，牡丹江市国有资产投资控股有限公司持有公司100%的股权，为公司唯一股东。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2.02亿元，占注册资本的7.32%；根据公司与中国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3.08亿元，占注册资本的11.18%，增资后公司注册资本为27.57亿元。于2016年3月23日办理工商变更登记手续。截至2016年3月底，公司注册资本为27.57亿元。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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，所有者权益合计为126.66亿元，其中归属于母公司所有者权益合计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，其中归属于母公司所有者净利润1.57亿元。2015年，经营活动产生的现金净流出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

公司已于2016年6月发行了额度为9亿元的第一期公司债券，本期计划发行第二期公司债券9亿元（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%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。

本期债券募集资金9亿元，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”），具体用途及项目建设进度如下表所示：

表 1 募集资金拟使用情况及募投项目建设进度（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	本期债券拟投入金额	募集资金占项目总投资总额比例	项目建设进度	截至 2016 年 6 月底已投资金额
春晖园西苑三期项目	30,711.35	9,000.00	29.31	共 13 栋楼全部开工。B 区 7 栋主体封闭，外墙涂饰接近尾声，安装工程完成 70%。A 区 6 栋基础开挖，桩基础施工。	7,500.00
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	项目共开工 28 栋楼；包含住宅 3103 套。7 栋楼近完工状态；11 栋主体封顶，砌筑完成；10 栋基础施工。	30,000.00
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	项目现已开工十栋楼，进行基础施工工程。	6,000.00
富江南麓项目	28,898.48	9,000.00	31.14	已开工，正在进行桩基础施工。	8,500.00
润泽园项目	34,609.78	9,000.00	26.00	项目建设 19 栋安置房，目前 15 栋楼已经实现主体封闭，4 栋未开工。	9,400.00
合计	324,496.26	90,000.00	27.74	--	61,400.00

资料来源：公司提供

2. 本期债券投资项目概况

（1）项目概况

主城区棚户区改造项目共涉及五个区域，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。

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。

项目总征地面积121.9万平方米，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。主城区棚户区改造项目共包含五个棚户区改造项目，工程总用地面积46.49万平方米，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。项目用地性质为棚改安置房居住用地，土地使用权面积46.49万平方米，土地取得方式为行政划拨。

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。住宅中套型建筑面积为40~80平方米8,649套，以90~100平方米1,289套。项目配建公用设施工程建筑面积1.13万平方米，每个项目区均设置物业管理、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。

（2）项目资金来源

根据可研报告，主城区棚户区改造项目投资总额为32.45亿元，由公司自筹资金6.52亿元。该项目拟使用本期债券募集资金9亿元，占总投资概算的27.74%。

（3）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）文件分别批准了项目可研报告。

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《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、牡环建审[2014]114号）的批准。

（4）项目经济效益

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 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 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。

根据牡丹江市人民代表大会常务委员会（以下简称“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，但补贴具体进度未确定。

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，且考虑营业税金及附加等因素，假设补贴收入分 8 年等额发放，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一定不匹配性。

三、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司主要从事牡丹江市区内的基础设施和保障性住房建设工作。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）基础设施行业

行业概况

城市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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这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发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。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许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

行业政策

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。

总体看，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）保障性住房行业

行业概况

中国城镇化发展迅速，2015 年，城镇人口比重达到 56.1%，较 2002 年上升了 18.07 个百分点，城镇人口为 77,116 万人。但与此同时，中国城镇化进程中规模扩张的制约和品质提升的压力日渐凸显：一方面，城市外延的可用土地资源已接近极限，城市要转向内涵式发展，提高现有城市空间的利用品质和使用效率；另一方面，高速的城镇化进程带来大量住房需求，住房供需失衡严重，政府需要提供多种形式的保障性住房以满足人们日益增长的居住需要。因此针对城市、工矿区内人均面积小、居住条件差的危旧城区和棚户区开展改造，以及改善廉租住房和公共租赁房租配租标准不平衡导致廉租住房过剩空置的现状，是保障性安居工程的重要组成部分。

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁房是指按照市场租金水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限价房、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

2015 年，全国城镇保障性安居工程计划新开工 740 万套（其中各类棚改 580 万套），基本建成 480 万套。截至 2015 年底，已开工 783 万套，基本建成 772 万套，均超额完成年度目标任务，完成投资 1.54 万亿元。其中，棚改开工 601 万套，占年度目标任务的 104%。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格快速上涨，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场将面临较大发展空间。

行业政策

20 多年来，中国住房制度改革不断深化，城市住宅建设持续快速发展，城市居民住房条件总体上有了较大改善，但城市廉租住房制度建设相对滞后，经济适用房制度不够完善，政策措施还不配套，部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来，党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题，力争改善群众居住条件，并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的。

2007 年国务院 24 号文通过《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确了住房问题是重要民生问题，要切实建立健全城市廉租住房制度，地方各地人民政府要切实落实廉租住房保障资金，土地出让净收益用于廉租住房保障资金比例不得低于 10%。同年，建设部 139 次常务会议通过《廉租住房保障办法》（以下简称“《办法》”），《办法》明确廉租住房保障方式、保障资金及房屋来源、申请与核准流程以及监督管理制度。其中，《办法》明确廉租住房建设用地，应当在土地供应计划中优先安排，采取划拨方式，保证供

应；保障资金中资金主要来源为：财政预算，公积金增值收益，租金收入，土地出让净收益。

2010 年国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求“加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70%，并优先保证供应；房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应”。

2011 年 3 月 14 日第十一届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中明确：“强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营”。

2011 年国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》再次明确了保障房建设是党中央，国务院保障和改善民生采取的重大措施；要坚持政府主导，政策扶持，引导社会参与；确保用地供应，中央和地方政府加大财政资金投入力度，加大信贷支持，落实税费减免政策。同年，为保证保障房建设的信贷资金供应，央行、银监会联合发文（银发〔2011〕193 号），要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作；保监会也对关于险资参与保障房建设方面给予明确的政策指导支持，目前保险资金已经参与了天津、上海的保障房建设，各金融监管部门对保障房建设持明确的支持态度。

2012 年住建部，国家发改委，财政部，国土资源部，人民银行，国家税务总局，银监会联合发布《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》鼓励和引导民间资本通过直接投资、间接投资、参股等多种方式参与保障性安居工程建设。

2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1,000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的 60%提升至 70%。

2015 年 4 月，财政部、国土资源部、住房城乡建设部、中国人民银行、国家税务总局、银监会联合下发“关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知”，鼓励运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理，提出公共租赁住房项目政府和社会资本合作模式和条件，明确合作项目适用政府和社会资本合作模式的公共租赁住房项目主要包括：（一）政府自建自管项目；（二）政府收购的符合公共租赁住房条件的存量商品住房项目；（三）符合公共租赁住房条件且手续完备、债务清晰的停工未完工程项目；（四）以企业为主建设管理的公共租赁住房项目，并列示相关管理体系及政策体系。

2015 年 6 月，国发[2015]37 号“国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见”制定城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设三年计划（2015~2017 年，以下简称“三年计划”）。2015~2017 年，改造包括城市危房、城中村在内的各

类棚户区住房 1,800 万套（其中 2015 年 580 万套），农村危房 1,060 万户（其中 2015 年 432 万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理、运行安全、服务便捷。

总体看，国家支持保障性住房的建设，出台了各类指导意见及引导多种投资方式进行建设，此对于提升居民整体居住条件具有重大意义。

2. 区域经济概况

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、穆棱 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 623.0 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 60.1 亿元，同比下降 21.8%。公共财政预算收入完成 59.0 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%。

总体看，牡丹江市地区生产总值和固定资产投资均保持平稳增长，但财政收入有明显下降。

3. 区域财政实力及政府债务

2013~2015 年，牡丹江市本级一般预算收入分别为 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%。整体看，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. 新增建设用地上缴使用费	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%。总体看，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、新增建设用地上缴使用费	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

总体来看，近年来牡丹江市财政实力有所下降，财政收入中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。近三年公司资产总额稳步提升，截至2015年底，公司资产总额192.64亿元，营业收入9.12亿元。公司保障房项目总投资111.62亿元，已累计投资达57.29亿元。

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、牡市棚户区改造和廉租房建设办公室常务副主任、牡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；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，公司在职工工共计193人。从教育程度看，本科及以上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，420万平方米土地无偿划转给公司，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%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。

根据牡丹江市人民代表大会常务委员会于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8~15%项目委托建设管理费率。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）应收款项还款安排

根据牡丹江市政府出具的《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“应收款项还款安排”），近年来公司由于承担了城市建设任务及公司自身业务发展形成了对相关公司及政府部门的应收（其他应收）款项，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，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机构应付的16.18亿元资金。截至2015年底，公司尚未收到上述应收款项回款，同期，由于公司未收到部分工程代建回购款项，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牡丹江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 土地明细及预计土地出让收益情况表（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	51,060.00	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	51,800.00	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	54,812.00	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	56,550.00	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。于2016年3月23日办理工商变更登记手续。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1.2%的平均年化投资收益。

整体上，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应收款还款安排的回款，由于未收到该回购款项导致公司应收账款规模继续扩大。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是由牡丹江国有资产投资控股有限公司全资控股的有限公司，已按照《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，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供了有效支持。

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。

公司设董事会，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。

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。

公司设监事会，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。

总体来看，治理结构与其股权结构特点结合，治理相对完善，部门设置较为合理，能够满足日常经营管理需要。

2. 管理水平

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。

此外，公司制定了合同管理制度及监察审计制度用以规范公司的相关流程。

总体看，公司已建立起规范的现代法人治理结构，各项管理制度比较完善。

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，公司实现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）为公司收入的主要组成部分，近三年该业务收入占公司主营业务收入比例不断提升，2015 年占比 89.05%。2013~2014 年，该板块毛利率稳定在 13.04%。2015 年，由于回购的怡馨园项目签订的加成比率为 8%，导致该板块毛利率大幅下降。

房地产开发收入规模波动上升，主要受公司出售的商品房项目进度影响；2014 年公司受新并入子公司影响，新增机床销售收入，但规模占比较小，机床销售业务受外部工业发展不景气的宏观环境因素影响导致业绩较差，毛利率为负；公司工程施工收入规模波动幅度较大，毛利率持续下降。

表 5 2013~2015 年公司主营业务情况（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	0.00	0.00	--
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：根据公司审计报告及公司提供资料整理

注：市政基础设施建设含保障房开发

总体来看，2013~2015 年，公司收入波动增长，主要以市政基础设施建设的代建收入为主；同期，主营业务毛利率分别为 16.34%、14.05%和 9.84%，公司整体毛利率逐年下降主要系毛利率较高的房地产开发业务的逐渐减少，且 2015 年主营收入的重要构成代建收入毛利率大幅下降所致。

2. 业务板块

（1）市政基础设施建设

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。

公司按项目与牡丹江市人民政府（以下简称“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%（2011年及之前加成比例为8%）向公司支付委托建设管理费的方式回购。

账务核算方面，公司项目按进度确认收入，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。

保障房开发

公司保障房开发业务分为两种模式，第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，公司及公司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%（2011年及之前加成比例为8%，加成比例取决于签订项目的具体状况）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%，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（安置居民选择安置房总面积超过安置面积时所需补缴的房款）、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	57,681	贷款、自筹	城投置业
银龙湾	36,099	36,099	贷款、自筹	城投置业
兴隆幸福家园	17,677	19,220	贷款、自筹	城投置业
西城绿都	19,198	14,127	贷款、自筹	城投置业
东湖丽景	17,853	18,438	贷款、自筹	城投置业
民安绿苑	15,832	11,957	贷款、自筹	城投置业
圣林新居	18,450	17,574	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。

（2）商品房开发

公司子公司牡丹江龙裕开发公司（以下简称“龙裕公司”）成立于 2007 年，初始注册资本为 2,060 万元人民币，其中公司以货币出资的方式出资 1,060 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 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。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%。房地产开发近年来成为公司营业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。

（3）工程施工

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。

2013~2015年，公司工程施工业务实现收入分别为1,107.46万元、3,093.06万元和948.75万元，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。

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，合计合同金额达8,807万元。2015年公司签约合同金额为11,261万元，与2014年基本持平，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。其中，合同金额较大的项目主要包括江南公租房装修和胡商一路等。

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，应收账款周转次数有明显变化，分别为 335.27 次、357.52 次和 2.66 次，主要系 2015 年公司应收账款较 2013 及 2014 年有明显增长所致；存货周转次数基本保持稳定，近三年分别为 0.07 次、0.08 次和 0.08 次；总资产周转次数保持低水平稳定，均为 0.05 次。

总体看，公司经营效率较低，2015 年应收账款有明显增长，公司经营受政府规划影响较大，

盈利能力较弱。

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，尽管2014年政府对公司做出了应收款项还款安排的相关支持，但截至2015年底尚未收到款项，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。

5. 未来发展

牡丹江市“十三五”时期发展的关于城市建设所涉及到目标有：（1）坚持协调发展，增强载体功能。提升中心城市品质品位，打造“牡海宁”中心城市圈，高标准、高质量建设江南新城，五年内中心城市建成区面积和户籍人口分别达到90平方公里和90万人以上。加快推进国家新型城镇化综合试点，全市户籍人口城镇化率达到65%以上。（2）坚持开放发展，放大区位优势。提升城市开放功能，加速推进基础设施互联互通，加快铁路、公路、机场、口岸和管网建设，重点建设“七铁两路一桥两机场”的开放大通道，成为东北东部高铁和高速公路节点城市、航空枢纽城市。

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，未来会与牡丹江市的建设紧密结合。总体看，公司定位较为明确，未来发展取决于牡丹江市的建设状况。

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，其中子企业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，财务可比性较好。

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，所有者权益合计为126.66亿元，其中归属于母公司所有者权益合计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，其中归属于母公司所有者净利润1.57亿元。2015年，经营活动产生的现金净流出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

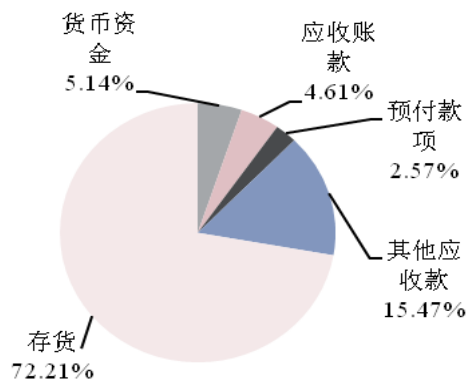
2013~2015年，公司资产总额分别为170.96亿元、176.24亿元和192.64亿元，年均复合增长

6.15%，主要系存货增长所致。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。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产三年复合增长 8.04%，截至 2015 年底，公司流动资产 147.89 亿元，较上年底增长 12.43%，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%）、应收账款（占 4.61%）、其他应收款（占 15.47%）和存货（占 72.21%）构成。

图 2 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，公司货币资金波动增长 0.53%，分别为 7.52 亿元、4.21 亿元和 7.60 亿元。截至 2015 年底，货币资金 7.60 亿元，较上年底增长 80.46%。近三年公司货币资金波动幅度较大，主要系银行存款波动较大所致。公司银行存款占货币资金的 99.99%。

2013~2015 年，公司应收账款三年复合增长 1,593.45%。截至 2015 年底，公司应收账款 6.82 亿元，较上年底的 0.03 亿元有非常明显的变化，主要系 2015 年受牡丹江市财政状况影响，回购效率下降，确认收入计入应收款，即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收房款。

2013~2015 年，公司其他应收款波动增长 0.63%，规模保持稳定。截至 2015 年底，公司其他应收款 22.88 亿元，较上年底小幅增长 2.91%。其他应收款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，欠款年限主要在 5 年以上。总体看，公司其他应收款规模较大，期限很长，对公司资金形成一定占用。牡丹江市政府以土地出让收益作为该应收款项的还款来源（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。

表 10 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，公司存货三年复合增长 7.25%，截至 2015 年底，公司存货 106.79 亿元，较上年底增长 5.46%，主要系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。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模保持稳定，截至 2015 年底，公司非流动资产 44.75 亿元，较上年底基本不变。公司非流动资产主要由固定资产（占 98.45%）构成。

2013~2015 年，公司固定资产规模基本不变。截至 2015 年底，公司固定资产 44.06 亿元，与上年底相比保持相对稳定。公司固定资产主要为公司收到的来自政府无偿划拨道路、桥梁、公园等资产、房屋建筑物、运输设备和办公设备等。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。

从受限资产看，公司受限资产主要为房屋及土地，截至 2015 年底公司受限资产总额 19.42 亿元，公司受限资产占总资产比例为 10.08%，受限比例较低。

总体看，随着代建项目持续推进，公司资产规模由存货增长带动，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，且公益性资产占比较高，整体资产质量一般。

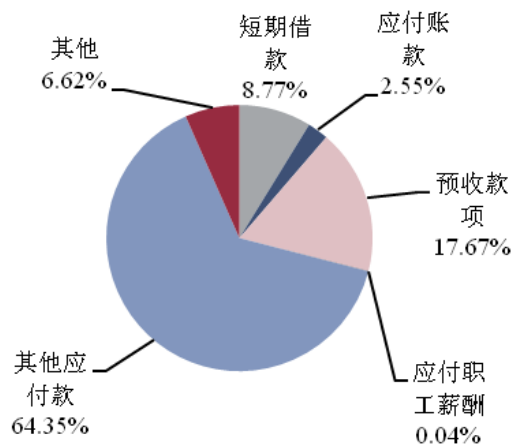
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债总额三年复合增长 11.88%，截至 2015 年底，公司负债合计 65.98 亿元，较上年底增长 17.21%，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，公司流动负债三年复合增长 37.51%，截至 2015 年底，公司流动负债 21.79 亿元，较上年底大幅增长 45.89%，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（占比 8.77%）、预收款项（占比 17.67%）、应交税费（占比 6.63%）和其他应付款（占比 64.35%）构成。

图3 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，公司短期借款波动增长28.87%。截至2015年底，公司短期借款1.91亿元，较上年底大幅增长112.22%，主要系担保借款增长所致。截至2015年底，公司短期借款全部为担保借款。

2013~2015年，公司预收款项三年复合增长27.47%，截至2015年底，公司预收款项3.85亿元，较上年底增长19.12%。公司预收款项主要是公司代政府收取住户缴纳的保障房项目预收房款和少量预收工程款。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，公司其他应付款三年复合增长40.99%，截至2015年底，公司其他应付款14.02亿元，较上年底增长56.02%，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，公司非流动负债三年复合增长3.59%，截至2015年底，公司非流动负债44.20亿元，较上年底增长6.85%，主要系长期借款增长所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款组成（占比98.17%）。

2013~2015年，公司长期借款三年复合增长8.67%，截至2015年底，公司长期借款43.39亿元，较上年底增长6.23%，主要系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，随着代建项目的推进，公司债务规模稳定增长，年均复合增长9.34%。近三年公司全部债务分别为37.89亿元、41.74亿元和45.30亿元，截至2015年底，公司全部债务短期债

务占 4.22%，长期债务占 95.78%，主要以长期债务为主。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%，较上年底均有所上升。

整体看，近年来受保障房项目投入的加大，公司外部融资规模上升，受此影响公司债务指标亦呈上升趋势，公司整体债务负担有所加重。公司债务以长期债务为主，债务负担一般。目前公司在投项目需要资金较多，未来的投资规模仍较大，预计公司对债务融资的依赖程度依然较高，债务负担将进一步加重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益三年复合增长 3.49%，截至 2015 年底，公司所有者权益 126.66 亿元，较上年底增长 5.60%，主要系实收资本和未分配利润的增长。公司所有者权益主要由实收资本（占 21.77%）和资本公积（占 72.64%）构成。

2013~2015 年，公司实收资本三年复合增长 10.77%，截至 2015 年底，公司实收资本 27.57 亿元，较上年底增长 22.70%，主要系 2015 年 9 月根据公司与国开发展基金有限公司的出资协议，国开发展基金有限公司对公司出资 20,186.00 万元，占注册资本的 7.32%；根据公司与国农发重点建设基金有限公司的出资协议，国农发重点建设基金有限公司对公司出资 30,820.00 万元，占注册资本的 11.18%，增资后公司注册资本增加为 275,706 万元所致。于 2016 年 3 月 23 日办理工商变更登记手续（详见“政府支持”）。

2013~2015 年，公司资本公积规模基本保持不变，截至 2015 年底，公司资本公积 92.01 亿元，规模与上年底相同，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），划拨土地资产形成的资本公积 71.19 亿元（计入存货）。

总体看，公司所有者权益中资本公积占比高，稳定性较好，但所有者权益中公益资产较多。

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，三年复合增长 6.97%，营业收入波动中有所增长，主要是代建项目确认的收入增长以及工程施工收入增长所致。同期，公司近三年营业成本分别为 6.67 亿元、7.87 亿元和 8.20 亿元，三年复合增长 10.86%，营业成本不断增长，速度快于营业收入的增长，其主要为代建项目成本。受此影响，2013~2015 年，公司营业利润率逐年下降，三年营业率分别为 14.29%、11.95%和 8.99%。

从期间费用看，2013~2015 年，公司期间费用分别为 0.17 亿元、0.35 亿元和 0.43 亿元，呈快速增长态势，相应的期间费用占营业收入的比重有所上升但比例仍然较低。公司期间费用以管理费用为主，2015 年期间费用占营业收入比重为 4.69%，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 -706.20 万元，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中有所增长，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），财政拨款对公司的利润总额贡献较大。

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，主要是营业外收入中的财政补助大幅波动所致，公司利润总额对政府补助依赖较大。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 1.28%、1.41%和 1.01%，净资产收益率分别为 1.61%、1.73%和 1.28%，均呈现波动降低的趋势，主要系公司利润水平影响所致。

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，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）；2013~2015 年，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。同期，公司经营活动现金流出规模较大且持续下降，2013~2015 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。2013~2015 年，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。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提前收到；2015 年又有明显下降，主要系当年确认收入的回购款未收到现金，计入应收账款中，即财政回购效率下降所致。

从投资活动方面看，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。

从筹资活动方面看，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.37 亿元、8.89 亿元和 10.61 亿元。2013~2015 年，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 年金额较大主要为向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。2013~2015 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

从短期偿债能力看，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，流动比率近三年为 11.00 倍、8.81 倍和 6.79 倍，速动比率近三年为 2.94 倍、2.03 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。

从长期偿债能力看，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，近三年公司EBITDA主要由利润总额构成（2015年利润总额占90.03%）。2013~2015年公司EBITDA全部债务比分别为分别为0.06倍、0.07倍和0.04倍，呈波动下降趋势；EBITDA利息保障倍数亦呈现波动下降趋势，近三年分别为26.62倍、13.36倍和17.02倍。公司长期偿债能力指标较弱且保障能力有所下降。

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。

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。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为G10231005000194503），截至2016年8月9日，包含1笔关注类“未结清不良信贷”，余额5,000万元，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，牡丹江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，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱且有所下降，但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，另本期债券设置了本金提前分期偿还条款，有助于降低公司集中还款压力，公司整体偿债能力尚可。

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%，考虑到公司已于2016年6月发行的9亿元第一期债券，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37.19%、30.00%和29.26%。预计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将会分别上升为39.87%、33.32%和32.64%。公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA波动下降，分别为2.29亿元、2.75亿元和1.94亿元，分别是本期债券的0.25倍、0.31倍和0.22倍；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分别

为每年待偿还本金的1.27倍、1.53倍和1.08倍。考虑到公司已于2016年6月发行的9亿元公司债券与本期债券条款相似，两期债券将集中偿付，自第三年底至第七年底两期债券每年待偿还本金为3.60亿元，公司2013~2015年EBITDA分别为两期债券每年待偿还本金的0.64倍、0.76倍和0.54倍。公司EBITDA对两期债券分期偿还本金保障能力弱。

2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券的2.15倍、1.61倍和1.98倍，为每年待偿还本金的10.74倍、8.06倍和9.89倍，为两期债券每年待偿还本金3.60亿元的5.37倍、4.03倍和4.95倍，对两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一直为负，对本期债券无保障能力。

总体看，公司EBITDA对本期债券每年待偿还本金保障能力较弱，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；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）。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。详见前文“项目经济效益”分析。

其中，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，募投项目的收益对本期债券本金覆盖能力尚可，此外，公司已于2016年6月发行9亿元第一期公司债券，与本期债券条款设置相似且偿付时间相近，公司可能存在一定集中偿付压力。根据项目可行性研究报告，若考虑政府补贴、营业税金及附加等因素，且假设补贴收入分8年等额发放，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9亿元的4.26倍，为第一期公司债券与本期债券本金合计18亿元的2.13倍，覆盖程度较好。同时，联合评级也注意到，公司募投项目自行销售情况与财政补贴的发放进度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。

4. 偿债资金监管

交通银行股份有限公司牡丹江分行（以下简称“交通银行”）作为本期债券的资金监管人，对公司为本期债券在交通银行开立的募集资金使用专项账户、偿债专户进行监管。

募集资金使用专项账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。交通银行在收到公司提交的使用募集资金使用专项账户中的资金申请时，有权核对公司的款项用途，确保与《募集说明书》中披露的募集资金用途一致。

公司不可撤销地授权交通银行将偿债专户中的资金根据本期债券本息偿付资金划付的要求进行划付。公司自本期债券存续期的第三年至第七年，每年还本付息前10个工作日，将分别提取发行额的20%以及当期应付债券利息作为偿债资金存入偿债专户，以确保债券到期本息的及时偿付。当偿债专户内的资金不足以偿还当前应偿付资金时，交通银行有义务监管偿债专户，不得允许公司自行支配偿债专户的资金。

公司聘请交通银行作为本期债券的债权代理人。在本期债券存续期内，根据公司与交通银行签订的《债权代理协议》，交通银行对公司的经营情况和募集资金使用情况进行监督，督促公司按照《募集说明书》的约定履行信息披露义务，并在公司未能按期还本付息时，由交通银行协助

代理本期债券投资者行使追偿权。

整体看，公司为本期债券设立了偿债专户，并由交通银行作为资金监管人对偿债专户进行监管，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性。

九、结论

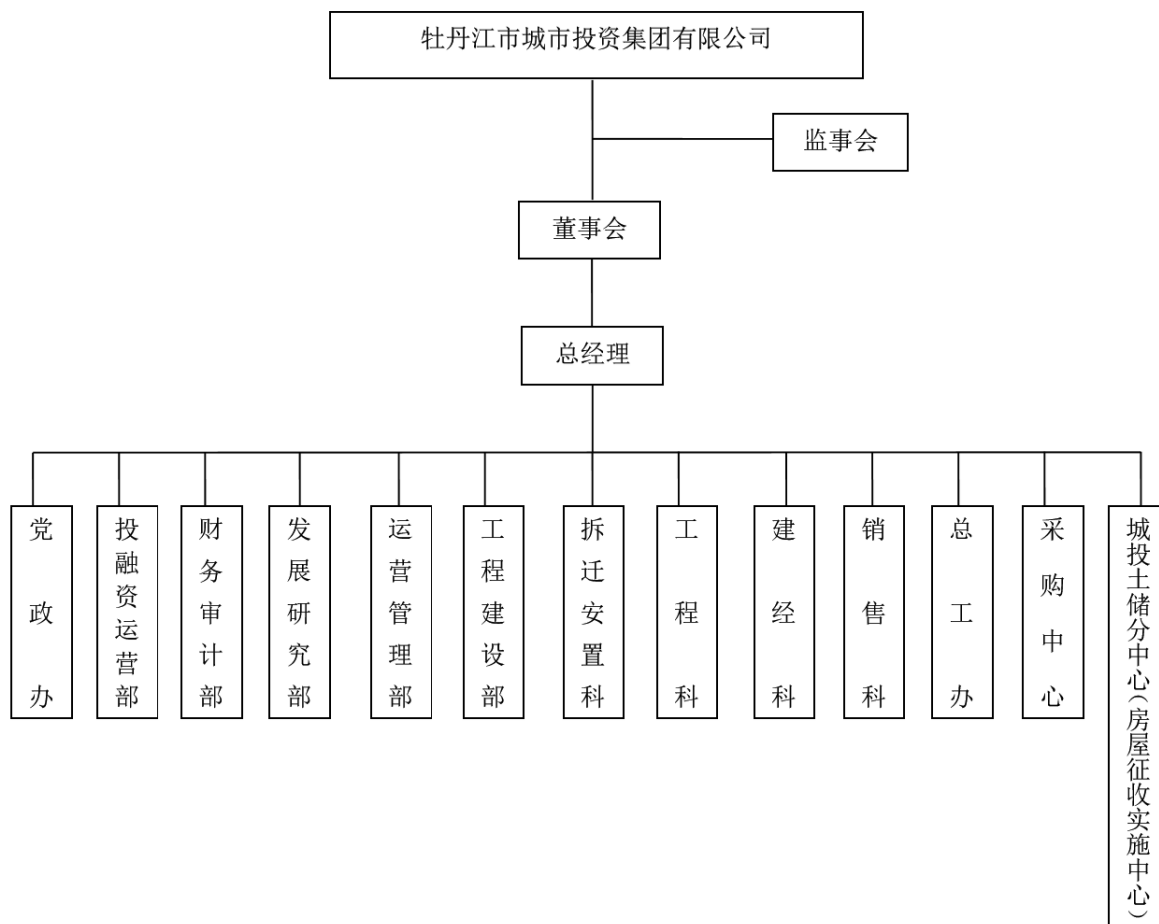
公司是牡丹江市城区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，在其所在区域内市场份额高及政府支持力度大等方面具有的优势。同时，联合评级也关注到公司资产流动性较弱、收入实现质量下降、项目未来收益的实现存在不确定性及对外部融资依赖程度较高等因素对其整体偿债能力可能带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置了提前分期偿付条款，有助于降低本期债券的集中偿付压力。

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很低。

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

主要计算指标

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）	335.27	357.52	2.66
存货周转次数（次）	0.07	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（%）	1.38	1.44	1.01
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
经营现金流流动负债比率（%）	-101.34	-81.08	-32.35
EBITDA/本期发债额度（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= (本次-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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负债+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。