

2014 年第一期黑龙江省灾后重建
集合债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1349】号 01

债券简称：14 黑重建债
01/PR 黑债 01

增信方式：保证担保

担保主体：东北中小企业信用再担保股份有限公司

债券剩余规模：6.75 亿元

债券到期日期：2020 年
11 月 19 日

债券偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在存续期的第 3、4、5、6 年末分别按照发行总额 25% 的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
张晨 程前
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2014 年第一期黑龙江省灾后重建集合债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 12 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对 2014 年 11 月 19 日发行的第一期黑龙江省灾后重建集合债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+。该评级结果是考虑到联合发行人均为黑龙江省各县基础设施的投融资和建设主体，2017 年继续获得了一定的外部支持；东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“东北再担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时我们也关注到，联合发行人收入来源较为单一，且部分联合发行人未来业务收入的持续性有待关注；联合发行人整体资产规模较小，资金被占用较多，未来回收时间存在一定的不确定性；部分联合发行人面临一定的刚性债务压力等风险因素。

正面：

- 联合发行人继续获得一定外部支持。本期债券联合发行人均为黑龙江省各县基础设施的投融资和建设主体，2017 年持续在财政补贴等方面获得了当地政府的一定支持。
- 保证担保有效提升了本期债券的安全性。经鹏元综合评定，东北再担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **联合发行人收入来源较为单一，且部分联合发行人未来业务收入的持续性有待关注。**
联合发行人业务模式较为单一，以基础设施代建业务为主，盈利能力较弱；哈尔滨兰盛投资发展有限公司、依兰县国有资产经营有限责任公司、林甸县宏远国有资产经营有限责任公司未来业务收入的持续性有待关注。
- **联合发行人整体资产规模较小，资金被占用较多，未来回收时间存在一定的不确定性。**
联合发行人均为县级投融资平台，整体资产规模较小，应收账款和其他应收款规模普遍较大，应收对象较为集中，且部分款项账龄较长，未来回收时间存在一定的不确定性。
- **部分联合发行人负债水平较高或有息债务规模上升，面临一定的债务偿还压力。**截至 2017 年底，依兰县国有资产经营有限责任公司资产负债率为 63.26%，有息债务余额为 3.64 亿元，占总负债的比重为 45.29%；肇州县国有资产运营有限公司资产负债率由上年的 42.54% 上升至 48.55%，有息债务余额为 2.58 亿元，同比增长 24.08%；林甸县宏远国有资产经营有限责任公司有息债务余额为 2.02 亿元，同比增长 13.10%；兰西县鑫源投资有限公司资产负债率由上年的 40.03% 上升至 51.69%，有息债务余额为 5.82 亿元，较上年增长 22.30%；望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司资产负债率由上年的 34.24% 上升至 65.08%，有息负债总额为 5.87 亿元，同比大幅增加 455.46%。

本期债券发行主体列表：

序号	联合发行人名称	简称	本次跟踪评级结果		上次信用评级结果	
			主体长期信用等级	评级展望	主体长期信用等级	评级展望
1	哈尔滨兰盛投资发展有限公司	兰盛投资	A-	稳定	A-	稳定
2	依兰县国有资产经营有限责任公司	依兰国资	A+	稳定	A+	稳定
3	肇州县国有资产运营有限公司	肇州国资	A+	稳定	A+	稳定
4	肇源县祥生建设投资有限公司	肇源祥生	A+	稳定	A+	稳定
5	林甸县宏远国有资产经营有限责任公司	林甸国资	A	稳定	A	稳定
6	兰西县鑫源投资有限公司	鑫源投资	A-	稳定	A-	稳定
7	望奎县鑫盛城乡建设投资有限责任公司	望奎鑫盛	A	稳定	A	稳定

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	481,810.61	476,186.46	455,426.05
所有者权益（万元）	321,153.11	331,028.45	335,323.99
在保责任余额（亿元）	250.84	299.73	263.32
净资产放大倍数	7.81	9.05	7.85
当期担保代偿率	0.63%	0.43%	0.21%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数/上年数

资料来源：东北再担保2015-2017年审计报告及东北再担保提供，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2014】2172号文件批准，联合发行人于2014年11月19日发行9亿元集合债券，票面利率为7.10%，期限为6年。截至2017年末，联合发行人募集资金使用情况如下表所示。

表1 截至2017年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

联合发行人名称	发债规模	募集资金用途	拟使用金额	资金使用情况
哈尔滨兰盛投资发展有限公司	9,000	黑龙江省木兰松花江公路大桥及引道工程	7,000	7,000
		补充灾后重建应急资金	2,000	2,000
依兰县国有资产经营有限责任公司	20,000	依兰县城南入城棚户区改造建设项目	20,000	20,000
肇州县国有资产运营有限公司	9,000	国道明沈公路肇州过境段改建工程	7,000	6,160
		补充灾后重建应急资金	2,000	2,000
肇源县祥生建设投资有限公司	17,000	肇源县西海老城区棚户区改造建设项目	14,000	14,000
		补充灾后重建应急资金	3,000	3,000
林甸县宏远国有资产经营有限责任公司	18,000	林依公路林甸镇至林依界段改扩建工程	2,608	2,608
		建兴至碾子山公路林甸镇至明林界段改扩建工程	4,832	4,832
		补充灾后重建应急资金	2,000	2,000
		补充流动资金	8,560	8,560
兰西县鑫源投资有限公司	8,000	省道兰西至民意公路兰西至兰安界段改造扩建工程	7,000	7,000
		补充灾后重建应急资金	1,000	1,000
望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司	9,000	城镇道路及配套工程改造	7,000	7,000
		补充灾后重建应急资金	2,000	2,000
合计	90,000	-	90,000	89,160

资料来源：各联合发行人年报，鹏元整理

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发

展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、

证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行

	行)》(财预[2017]62号)		了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

1、木兰县

2017年木兰县经济保持增长,但整体规模仍较小,经济实力薄弱

木兰县经济实力薄弱,以第三产业为主,工业基础较差。2017年木兰县实现地区生产总值86.7亿元,同比增长6.5%。分产业来看,2017年木兰县第一产业实现增加值27.8亿元,同比增长6.7%;第二产业实现增加值9.4亿元,同比增长7.0%;第三产业实现增加值49.5亿元,同比增长6.3%。三次产业结构的比例由2016年的32.0:10.9:57.1调整为2017年的32.1:10.8:57.1,第一、三产业占比较高,第二产业占比较低,木兰县工业经济发展滞后。

2017年木兰县实现规模以上工业增加值2.38亿元,较上年增长5.0%,完成固定资产投资39.7亿元,较上年增长5%。2017年木兰县完成社会消费品零售总额28.4亿元,增长8.5%。2017年末,木兰县金融机构存款余额59.3亿元,同比增长5.0%,金融机构贷款余额26.7亿元,同比增长8.0%。2017年木兰县城镇居民人均可支配收入为20,853元,增长8%;农村人

均可支配收入为11,003元，增长8%。

表3 2016-2017年木兰县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	86.70	6.5%	81.38	5.3%
第一产业增加值	27.80	6.7%	26.07	8.1%
第二产业增加值	9.40	7.0%	8.85	-8.5%
第三产业增加值	49.50	6.3%	46.47	6.9%
规模以上工业增加值	2.40	5.0%	2.27	-14.8%
固定资产投资	39.70	5.0%	37.80	5.2%
社会消费品零售总额	28.40	8.5%	26.20	11.3%
存款余额	59.30	5.0%	-	-
贷款余额	26.70	8.0%	-	-

注：“-”表示数据未公开

资料来源：木兰县人民政府网站，鹏元整理

2017年木兰县公共财政收入规模较小，财政自给能力依旧较弱，对上级补助依赖较大

2017年木兰县地方综合财力为19.88亿元，主要受上级补助收入增加影响，同比增长1.70%。从构成看，上级补助收入是地方综合财力的主要来源。2017年木兰县上级补助收入为18.06亿元，占当年地方综合财力的90.83%，且以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配性不高。2017年木兰县公共财政收入为1.54亿元，占地方综合财力的7.76%。公共财政收入中，实现税收收入1.18亿元，主要源于耕地占用税、契税及增值税等，由于木兰县工业基础薄弱，缺乏较为稳固的税源。2017年木兰县公共财政收入中非税收入为0.37亿元，主要是罚没收入和行政事业性收费收入等。由于行政事业性收费和罚没收入等非税收入的稳定性和持续性较弱，木兰县非税收入存在一定不确定性。2017年木兰县政府性基金收入为0.28亿元，同比有所下降，政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，未来需关注木兰县土地出让市场变动情况。

财政支出方面，2017年木兰县公共财政支出22.46亿元，同比增长6.72%。公共财政支出主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业、农林水事务。2017年木兰县财政自给率仅为6.87%，财政自给情况较差，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，需要上级补助等其他方面的收入来补足。

表4 2016-2017年木兰县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	198,831	195,514

(一) 公共财政收入	15,436	16,416
其中：税收收入	11,763	9,761
非税收入	3,673	6,655
(二) 上级补助收入	180,594	169,838
其中：返还性收入	6,037	4,612
一般性转移支付收入	103,315	95,723
专项转移支付收入	71,242	69,503
(三) 政府性基金收入	2,801	9,260
其中：国有土地使用权出让收入	2,419	8,305
财政支出	230,991	225,019
(一) 公共财政支出	224,558	210,424
(二) 政府性基金支出	6,433	14,595
财政自给率	6.87%	7.80%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：木兰县人民政府网站，鹏元整理

2、依兰县

依兰县经济规模较小，固定资产投资规模继续收缩，经济实力较弱

2017年依兰县实现地区生产总值166.5亿元，按可比价格计算，同比下滑4.7%。分产业看，依兰县第一产业实现增加值34.5亿元，下滑15%；第二产业实现增加值49.6亿元，下滑12.9%；第三产业实现增加值82.4亿元，增长9.5%。三次产业结构由2016年的24.56:33.83:41.56调整为2017年的20.72:29.79:49.49，第三产业占比有所提高。2017年依兰县人均地区生产总值为4.31万元，为同期全国平均水平的72.19%。

固定资产投资方面，2017年依兰县固定资产投资规模继续收缩，全年完成58.5亿元，同比下滑9.1%，固定资产投资对经济的拉动作用减弱。消费方面，2017年依兰县共实现社会消费品零售总额68.0亿元，同比增长9.1%。金融方面，2017年依兰县各类金融机构存款余额同比增长10.4%，贷款余额同比下降3.84%。

表5 2016-2017年依兰县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	166.5	-4.7%	180.0	7.1%
第一产业增加值	34.5	-15%	44.2	9.2%
第二产业增加值	49.6	-12.9%	60.9	5.5%
第三产业增加值	82.4	9.5%	74.8	6.9%
工业增加值	28.8	-17%	38.7	5.5%

全年固定资产投资	58.5	-9.1%	64.3	-19.7%
社会消费品零售总额	68.0	9.1%	62.4	11.7%
存款余额	101.4	10.4%	91.3	11.7%
贷款余额	49.1	-3.84%	51.1	8.0%
人均 GDP（万元）	4.31		4.5	
人均 GDP/全国人均 GDP	72.19%		83.33%	

资料来源：依兰县统计局，鹏元整理

依兰县公共财政收入规模较小，财政自给能力较弱，对上级补助依赖较大

2017年依兰县实现地方综合财力28.01亿元，同比变化不大。从地方综合财力构成看，上级补助收入占比较大，是地方综合财力的最主要来源，2017年依兰县获得23.83亿元的上级补助收入，占当年地方综合财力的比重为85.08%，上级补助收入以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配程度不高。2017年依兰县公共财政收入为3.91亿元，占地方综合财力的比重为13.96%，公共财政收入规模较小，对地方综合财力的贡献度不大。公共财政收入中，税收收入占比为64.45%，公共财政收入质量一般。2017年依兰县实现政府性基金收入0.27亿元，依兰县土地出让规模较小，对地方综合财力的贡献较小。

表6 2016-2017年依兰县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	28.01	27.83
（一）公共财政收入	3.91	3.58
其中：税收收入	2.52	2.61
非税收入	1.39	0.97
（二）上级补助收入	23.83	23.48
其中：返还性收入	1.71	1.37
一般性转移支付收入	12.79	12.25
专项转移支付	9.33	9.86
（三）政府性基金收入	0.27	0.77
其中：土地出让收入	0.15	0.61
财政支出	30.03	27.01
（一）公共财政支出	29.80	26.15
（二）政府性基金支出	0.23	0.86
财政自给率	13.12%	13.69%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：依兰县财政局，鹏元整理

财政支出方面，依兰县财政支出以公共财政支出为主。公共财政支出主要用于教育、社会保障和就业、医疗卫生等。2017年依兰县财政自给率为13.12%，财政自给能力较弱，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，需要上级补助等其他方面的收入来补足。

整体来看，2017年依兰县公共财政收入规模较小，财政自给率较低，对上级补助的依赖程度较高。

3、肇州县

肇州县经济规模较小，经济实力较弱

2017年肇州县实现地区生产总值172.5亿元，同比增长6.2%。其中，第一产业实现增加值45.5亿元；第二产业实现增加值80亿元；第三产业实现增加值47亿元，三次产业结构由2016年的22.2:48.2:29.6调整为26.38:46.38:27.24。

固定资产投资方面，2017年肇州县完成固定资产投资37亿元，同比增长2.1%，固定资产投资对经济的拉动作用较大。消费方面，2017年肇州电商产业园投入运营，昆仑啤酒等29家企业的600多个单品入园展示销售，商贸物流、文化旅游等产业加速发展，2017年肇州县共实现社会消费品零售总额23亿元，同比增长6.5%

总体而言，肇州县经济规模偏小，经济实力较弱，第三产业占比较小，产业结构有待优化。

表7 2016-2017年黑龙江省大庆市肇州县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	172.5	6.2%	201.8	-
第一产业增加值	45.5	5.6%	44.9	-
第二产业增加值	80	7.1%	97.3	-
第三产业增加值	47	6%	59.7	-
工业增加值	100	7.1%	132.7	-
全年完成固定资产投资	37	2.1%	36.2	33.9%
社会消费品零售总额	23	6.5%	21.6	6.7%
进出口贸易总额（万美元）	-	-	26.28	-
存款余额	-	-	75	8.5%
贷款余额	-	-	94	16.1%

资料来源：2016 年数据来自黑龙江省大庆市肇州县统计局、2017 年数据来自黑龙江省大庆市肇州县《2018 年政府工作报告》

肇州县公共财政收入规模较小，财政自给能力较弱，对上级补助依赖较大

2017年肇州县实现地方综合财力24.31亿元，其中，上级补助收入是地方综合财力的主要来源。在扶持资源枯竭型城市经济结构的转型和“振兴东北老工业基地”等国家政

策支持下，肇州县得到上级政府的持续支持，2017年肇州县获得20.53亿元的上缴补助收入，占当年地方综合财力的比重为84.45%，上缴补助收入中，返还性收入较少，以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配程度不高，地方综合财力对上缴补助收入较为依赖。2017年肇州县实现公共财政收入3.39亿元，占地方综合财力的比重为13.94%，公共财政收入规模较小，对地方综合财力的贡献度不大。公共财政收入中，税收收入为1.84亿元，占比54.28%，占比较2016年有所下降；2017年肇州县非税收入为1.55亿元。受国有土地使用权出让收入减少影响，2017年肇州县实现政府性基金收入0.39亿元，同比减少53.57%。

表8 2016-2017年黑龙江省大庆市肇州县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	24.31	24.74
（一）公共财政收入	3.39	3.03
其中：税收收入	1.84	2.01
非税收入	1.55	1.02
（二）上缴补助收入	20.53	20.87
其中：返还性收入	2.77	2.2
一般性转移支付收入	10.52	9.95
专项转移支付	7.23	8.72
（三）政府基金收入	0.39	0.84
其中：国有土地使用权出让收入	0.27	0.62
财政支出	29.23	24.11
（一）公共财政支出	28.68	23.14
（二）政府基金支出	0.55	0.97
财政自给率	11.82%	13.09%

注：地方综合财力=公共财政收入+上缴补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：黑龙江省大庆市肇州县财政局，鹏元整理

财政支出方面，2017年肇州县财政支出29.23亿元，以公共财政支出为主。公共财政支出主要用于一般公共服务、教育、医疗卫生、社会保障和就业、农林水事务等。2017年肇州县财政自给率仅为11.82%，财政自给情况较差，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，存在较大缺口，需要上缴补助等其他方面收入来补足。

4、肇源县

2017年肇源县地区生产总值绝对值进一步下滑，且经济规模仍偏小

2017年，肇源县地区生产总值为127.10亿元，绝对值较上年下降28.02亿元，地区生产总值绝对值进一步下滑，且经济规模仍偏小。2017年，肇源县固定资产投资达到49.00亿

元，按可比价格，同比增长18.1%；实现社会消费品零售总额26.50亿元，同比增长6.9%。

表9 2016-2017年肇源县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	127.10	5.8%	155.12	5.6%
第一产业增加值	-	-	-	-
第二产业增加值	-	-	-	-
第三产业增加值	47.60	6.5%	44.05	6.5%
工业增加值	34.60	-	68.55	6.3%
固定资产投资	49.00	18.1%	41.48	-
社会消费品零售总额	26.50	6.9%	24.78	6.6%

资料来源：肇源县 2016 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2017 年国民经济和社会发展规划，肇源县 2017 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展规划，鹏元整理

2017年肇源县实现农业增加值44.5亿元，同比增长5.9%，农作物播种面积265万亩，粮食总产实现26.4亿斤。第二产业方面，实现规上工业增加值5.3亿元，全年新增规上企业15户，净增6户。2017年肇源县第三产业增加值实现47.6亿元，增长6.5%；旅游产业与大庆文体旅游集团深入对接；电商产业园晋升为省级中小企业创业孵化基地，启动县级自建电商平台建设，电商进社区便民服务中心正式运营。

肇源县公共财政收入有所增长，地方综合财力对上级补助收入依赖仍较大，财政自给率低

2017年肇源县实现地方综合财力为25.08亿元，同比增加1.87%，地方综合财力有所增强。从地方综合财力构成来看，2017年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为12.77%、82.46%和4.77%，上级补助收入仍是地方综合财力的最主要来源。

2017年肇源县公共财政收入3.20亿元，同比增长6.51%。其中，税收收入2.28亿元，同比增长5.64%，占公共财政收入的比重为71.33%。

肇源县上级补助收入一直为地方综合财力的最主要来源，并以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主。2017年，肇源县共获得上级补助收入20.68亿元，同比增长3.16%，占地方综合财力的比重达82.46%，地方财政对上级补助收入依赖仍较大。

肇源县政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2017年政府性基金收入为1.20亿元，同比减少23.59%，其中国有土地使用权出让收入0.98亿元，同比下滑29.10%，考虑到国有土地使用权出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性。

财政支出方面，肇源县财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主，2017年肇源

县财政支出为27.24亿元，同比增长6.71%，其中公共财政支出25.99亿元，同比增长9.76%。政府性基金支出随政府性基金收入减少而下降，2017年支出额为1.25亿元。2017年肇源县财政自给率为12.32%，较2016年下降0.38个百分点，财政自给能力较差。

表10 2016-2017年肇源县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	250,757	246,164
（一）公共财政收入	32,023	30,066
其中：税收收入	22,841	21,621
非税收入	9,182	8,445
（二）上级补助收入	206,767	200,437
其中：返还性收入	25,811	19,983
一般性转移支付收入	111,830	100,802
专项转移支付收入	69,126	79,652
（三）政府性基金收入	11,967	15,661
其中：国有土地使用权出让收入	9,804	13,828
财政支出	272,356	255,223
（四）公共财政支出	259,893	236,777
（五）政府性基金支出	12,463	18,446
财政自给率	12.32%	12.70%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+政府性基金补助收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：肇源县财政局，鹏元整理

5、林甸县

2017年林甸县地区经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2017年，林甸县实现地区生产总值45.99亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%，整体规模较小。从三次产业来看，第一产业实现增加值24.58亿元，同比增长9.5%；第二产业实现增加值4.47亿元，同比增长3.3%；第三产业实现增加值16.94亿元，同比增长8.7%。三次产业结构的比例由2016年的34.2:37.4:28.4调整为2017年的53.5:9.7:36.8，第一、三产业占比较高，第二产业占比较低，林甸县工业经济发展滞后。2017年林甸县人均GDP为1.88万元，仅为同期全国人均GDP的31.52%

2017年林甸县实现工业增加值4.30亿元，同比增长4.9%。规模以上工业实现总产值14.85亿元，规模以上工业增加值2.42亿元，同比增长4.1%。2017年林甸县完成固定资产投资34.42亿元，同比增长7.1%。按产业划分：第一产业投资14.08亿元，占比40.9%；第二产业完成投资8.50亿元，占比24.7%；第三产业完成投资11.83亿元，占比34.4%。2017年林甸县

实现社会消费品零售总额22.07亿元，同比增长7.8%。2017年末，林甸县金融机构存款余额77.26亿元，同比增长11.7%，金融机构贷款余额16.35亿元，同比增长8.7%。

2017年，林甸县地方综合财力略有增长，但财政自给率进一步下降

2017年林甸县地方综合财力略有增长，但规模依旧偏小。2017年，林甸县地方综合财力为23.39亿元，较上年增长0.85%。从构成来看，上级补助收入仍是林甸县地方综合财力的最主要组成部分，占林甸县地方综合财力的87.56%，比重仍然较大。

2017年林甸县实现公共财政收入2.48亿元，较上年增长5.38%，其中税收收入为1.76亿元，较上年增长9.50%，占公共财政收入比重为70.71%，主要系企业所得税等，公共财政收入质量尚可。2017年林甸县实现非税收入0.73亿元，较上年下降3.41%，主要系教育费附加收入等专项收入下降所致。林甸县公共财政收入体量较小。

2017年林甸县上级补助收入为20.49亿元，同比下降0.76%，其中一般性转移支付收入5.24亿元，较上年下降50.59%，专项转移支付收入13.23亿元，较上年增长64.75%。

受国有土地使用权出让收入大幅增长影响，2017年林甸县政府性基金收入同比增长115.08%，达0.43亿元，但其总量仍然较小。

从财政支出情况来看，2017年林甸县财政支出为29.34亿元，同比增长44.30%，其中公共财政支出占比98.21%，主要为农林水利、社会保障、教育、医疗卫生四个项目支出。此外，林甸县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低，2017年财政自给率仅为8.62%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入，财政自给能力进一步降低。

表11 2016-2017年林甸县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	233,947	231,980
（一）公共财政收入	24,839	23,572
其中：税收收入	17,564	16,040
非税收入	7,275	7,532
（二）上级补助收入	204,858	206,432
其中：返还性收入	20,132	20,021
一般性转移支付收入	52,424	106,106
专项转移支付	132,302	80,305
（三）政府性基金收入	4,250	1,976
其中：国有土地使用权出让收入	2,509	918
财政支出	293,374	203,304
（一）公共财政支出	288,132	201,466
（二）政府性基金支出	5,242	1,838
财政自给率	8.62%	11.70%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：林甸县财政局，鹏元整理

6、兰西县

2017年兰西县经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2017年兰西县实现地区生产总值68.5亿元，同比增长7.4%。根据2016年常住人口计算，2017年兰西县人均GDP为13,867元，为全国人均GDP的23.24%。2017年兰西县实现规模以上工业增加值14.6亿元，较上年增长8.2%，完成固定资产投资59.0亿元，较上年增长10.0%，是兰西县2017年经济发展的主要动力。2017年兰西县完成社会消费品零售总额26.0亿元，增长9.5%。2017年兰西县新增外贸进出口企业3家，完成进出口总额3,300万美元，增长7.1%，实际利用外资3,100万美元，增长7.3%。2017年兰西县城镇居民人均可支配收入为17,159元，同比增长14%；农村人均可支配收入为8,275元，同比增长11.9%。

2017年，兰西县进一步着力发展现代农业和工业等。2017年兰西县水田面积增加到16万亩，杂粮杂豆面积增加到1.7万亩，蔬菜种植面积达到35万亩，生猪饲养量达到115万头，畜牧业总产值实现23.5亿元。2017年，兰西县共签约超千万项目73个，总投资95.91亿元，其中超亿元项目26个。

表12 2016-2017年兰西县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	68.5	7.4%	64.5	7.5%
第一产业增加值	-	-	28.6	4.1%
第二产业增加值	-	-	20.6	11.7%
第三产业增加值	-	-	15.3	9.4%
固定资产投资	59.0	10.0%	53.6	17.6%
社会消费品零售总额	26.0	9.5%	23.8	11.5%
进出口总额（亿美元）	0.33	7.1%	-	-
人均 GDP（元）	13,867		13,057	
人均 GDP/全国人均 GDP	23.24%		24.19%	

注：“-”表示数据未公开；

人均 GDP=GDP/常住人口

资料来源：2016 年数据来自兰西县统计局、2017 年数据来自兰西县 2018 年政府工作报告，鹏元整理

2017年兰西县地方综合财力有所增长，但公共财政收入规模较小，对上级补助较为依赖，财政自给能力较弱

2017年，兰西县地方综合财力进一步增强，但规模依旧偏小。2017年，兰西县地方综合财力为31.74亿元，较上年增长5.69%。从地方综合财力构成来看，2017年公共财政收入、

上级补助收入和政府性基金收入占比分别为10.05%、88.67%和1.29%，上级补助收入仍是兰西县地方综合财力的最主要组成部分。

2017年兰西县实现公共财政收入3.19亿元，较上年增长17.72%，增幅较大，但公共财政收入的体量仍然较小，在地方综合财力中占比较低。2017年，兰西县实现上级补助收入28.15亿元，同比增长7.19%，占地方综合财力的比重为88.67%，仍为兰西县地方综合财力的最主要组成部分。其中返还性收入0.72亿元；一般性转移支付收入9.79亿元，较上年下降30.98%；专项转移支付收入17.64亿元，较上年增长53.97%，主要用于农林水利、社会保障与就业等方面。总体来看，上级补助收入的可自由支配程度较上年有所降低。2017年兰西县政府性基金收入同比减少61.81%，规模较小，仅占兰西县地方综合财力的1.29%。

2017年兰西县公共财政支出为36.23亿元，较上年增长16.14%，主要用于农林水利、教育、医疗卫生、社会保障与就业、城乡社区领域，合计占公共财政支出的比重为77.54%，具有一定的刚性。

兰西县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低，2017年财政自给率仅为8.80%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入，财政自给能力较弱。

表13 2016-2017年兰西县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	317,428	300,348
（一）公共财政收入	31,889	27,088
其中：税收收入	-	19,699
非税收入	-	7,389
（二）上级补助收入	281,460	262,579
其中：返还性收入	7,169	6,143
一般性转移支付收入	97,939	141,903
专项转移支付收入	176,352	114,533
（三）政府性基金收入	4,079	10,681
其中：国有土地使用权出让收入	-	8,568
财政支出	-	329,883
（一）公共财政支出	362,319	311,963
（二）政府性基金支出	-	17,920
财政自给率	8.80%	8.68%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：2016年数据来自兰西县财政局、2017年数据来自兰西县人民政府网站，鹏元整理

7、望奎县

望奎县经济规模仍偏小，且第二和第三产业较弱

2017年望奎县经济持续发展，但经济总体规模仍偏小，2017年望奎县实现地区生产总值79.7亿元，同比增长7.1%。其中，第一产业增加值40.1亿元，同比增长7.6%；第二产业增加值25.1亿元，同比增长7.2%；第三产业增加值14.5亿元，同比增长5.6%。三次产业构成比例由2016年的52.5：30.1：17.5调整为50.3：31.5：18.2。

总体来看，望奎县产业结构仍以第一产业为主，第二和第三产业实力较弱。从拉动经济增长的要素来看，望奎县经济增长以投资为主要驱动力，消费为辅，2017年望奎县城镇以上固定资产投资为81.2亿元，同比下滑10.5%，社会消费品零售总额分别为26.2亿元，较上年增长9.5%。

表14 2016-2017年望奎县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	79.7	7.1%	78.5	7.2%
第一产业增加值	40.1	7.6%	41.2	5.0%
第二产业增加值	25.1	7.2%	23.6	9.4%
第三产业增加值	14.5	5.6%	13.7	9.9%
固定资产投资	81.2	-10.5%	90.8	13.6%
社会消费品零售总额	26.2	9.5%	23.9	11.2%

资料来源：望奎县统计局，鹏元整理

望奎县财政实力有所提升，但公共财政收入质量不高，且财政自给能力较差

2017 年望奎县地方综合财力为 34.73 亿元，同比增长 11.56%。从地方综合财力构成来看，2017 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 11.15%、86.58% 和 1.79%，其中上级补助收入对地方综合财力的贡献最大。

2017 年望奎县实现公共财政收入 3.87 亿元，同比增长 5.03%。其中，税收收入同比增长 15.08%，税收收入占公共财政收入的比重为 58.49%，公共财政收入质量不高；非税收入同比下滑 6.48%。

近年来望奎县持续得到上级政府的大力支持，上级补助收入逐年增加。2017 年望奎县共获得上级补助收入 30.07 亿元，同比增长 14.78%。其中，一般性转移支付收入和专项转移支付分别为 14.99 亿元和 14.37 亿元。

2017年望奎县政府性基金收入同比增加41.97%至0.62亿元，政府性基金补助收入0.17亿元，同比大幅减少。综合来看，近年政府性基金收入和政府性基金补助收入整体规模不大，对地方综合财力贡献有限。

望奎县财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主，2017 年二者分别为 33.94 亿元和 0.79 亿元，其中公共财政支出同比增长 9.04%，政府性基金支出同比下降 36.77%。

财政自给率方面，受公共财政支出增长较快影响，2017 年望奎县财政自给率仅有 11.41%，同比下降 0.44 个百分点，财政自给能力仍较差。

表15 2016-2017年望奎县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	347,324	311,322
（一）公共财政收入	38,739	36,884
其中：税收收入	22,660	19,690
非税收入	16,079	17,194
（二）上级补助收入	300,702	261,971
其中：返还性收入	7,088	6,611
一般性转移支付收入	149,909	137,533
专项转移支付	143,705	117,827
（三）政府性基金收入	6,214	4,377
（四）政府性基金补助收入	1,669	8,090
财政支出	347,324	323,764
（一）公共财政支出	339,441	311,297
（二）政府性基金支出	7,883	12,467
财政自给率	11.41%	11.85%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+政府性基金补助收入

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：望奎县2016年财政决算公开表，望奎县财政局，鹏元整理

三、发行主体概况

1. 哈尔滨兰盛投资发展有限公司

表16 兰盛投资主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	100,846.45	103,817.44	104,034.27
所有者权益合计（万元）	92,182.31	92,692.55	92,628.69
有息债务（万元）	6,919.41	9,360.90	9,697.79
资产负债率	8.59%	10.72%	10.96%
流动比率	16.33	16.37	35.68
营业收入（万元）	-	1,703.11	2,422.18
其他收益（万元）	714.56	-	-
营业利润（万元）	-510.24	-999.42	-754.48

营业外收入（万元）	-	1,063.28	851.00
利润总额（万元）	-510.24	63.86	96.52
综合毛利率	-	14.17%	16.67%
EBITDA（万元）	637.37	1,200.90	1,217.05
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.83	1.90
经营活动现金流净额（万元）	2,878.51	-1,129.29	-3,344.02

注：2015-2016 年政府补助在营业外收入科目核算，2017 年政府补助在其他收益科目核算

资料来源：兰盛投资 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **兰盛投资获得一定的外部支持。**根据兰盛投资提供的《木兰县置换存量债务协议书》，兰盛投资发行的 9,000.00 万元债券剩余本金 6,750.00 万元拟置换为政府债券。2017 年兰盛投资应付债券产生的利息由当地财政负担，兰盛投资共收到融资成本补贴资金 714.56 万元。

关注：

- **2017 年兰盛投资未发生项目代建，营业利润亏损，且目前无在建拟建项目，未来收入来源缺乏保障。**2017 年兰盛投资未实际进行工程建设，未确认收入，管理费用、财务费用支出较大，营业利润亏损；且现阶段兰盛投资尚无在建拟建代建项目，未来收入来源缺乏保障。
- **兰盛投资应收款项规模较大，账龄较长，对资金形成一定占用，资产流动性较弱。**截至 2017 年末，兰盛投资应收款项余额为 6.71 亿元，占总资产的比重为 66.59%，其中应收木兰县财政局款项合计 6.11 亿元；应收款项账龄较长，对资金形成一定占用；同时，兰盛投资房屋及建筑物中账面价值 4,911.96 万元的房产已对外抵押，账面价值 13,748.81 万元的其他非流动资产为公益性资产，兰盛投资资产流动性较弱。

2、依兰县国有资产经营有限责任公司

表17 依兰国资主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	126,872.87	123,438.81	128,670.14
所有者权益（万元）	46,607.16	44,285.62	58,915.96
有息债务（万元）	36,352.32	42,012.11	51,212.11

资产负债率	63.26%	64.12%	54.21%
流动比率	1.46	1.74	2.63
营业收入（万元）	11,505.56	13,706.48	14,706.15
其他收益（万元）	2,646.68	0.00	0.00
营业外收入（万元）	1,683.30	5,668.95	4,306.40
利润总额（万元）	834.46	3,460.66	2,261.24
综合毛利率	18.23%	30.17%	31.36%
EBITDA（万元）	2,559.54	5,479.34	4,955.95
EBITDA 利息保障倍数	2.34	3.96	2.55
经营活动现金流净额（万元）	2,146.09	-7,573.98	-10,992.55

注：2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数

资料来源：依兰国资 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **依兰国资继续获得较大力度的外部支持。**2017 年依兰国资获得各项政府补助合计 4,230.09 万元。此外，根据依兰县财政局提供的说明文件，依兰国资应付债券产生的利息由当地财政负担。

关注：

- **依兰国资代建项目收入持续性及 BT 项目结转确认收入的时点尚不确定。**截至 2017 年底，依兰国资无在建代建项目，同时依兰国资所参与 BT 项目已完工，但截至目前，政府尚未支付回购款，依兰国资代建项目收入持续性及 BT 项目结转确认收入的时点尚不确定。
- **依兰国资应收类款项规模较大，回款时间不确定，对依兰国资资金形成一定占用。**截至 2017 年底，依兰国资应收类款项余额为 73,452.39 万元，占总资产的比重为 57.89%，主要为应收依兰县政府单位款项，回款时间受依兰县财政状况影响而存在较大的不确定性，对依兰国资资金形成一定占用。
- **依兰国资面临一定的有息债务偿付压力。**截至 2017 年底，依兰国资资产负债率为 63.26%，有息债务总额为 36,352.32 万元，占总负债的比重为 45.29%，剔除由政府负责偿还的债券（金额为 15,000.00 万元）后，依兰国资仍面临一定的有息债务偿付压力。

3、肇州县国有资产运营有限公司

表18 肇州国资主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	54,598.52	50,927.53	47,732.33
所有者权益合计（万元）	28,092.23	29,262.68	35,947.82
有息债务（万元）	25,792.87	20,786.28	11,232.78
资产负债率	48.55%	42.54%	24.69%
流动比率	3.20	6.40	25.68
营业收入（万元）	751.97	492.81	671.21
其他收益（万元）	412.42	0.00	0.00
营业外收入（万元）	0.67	118.27	196.26
利润总额（万元）	-613.53	-797.91	-335.84
综合毛利率	25.51%	30.97%	37.69%
EBITDA（万元）	-223.71	-277.05	92.60
经营活动现金流净额（万元）	2,157.21	-11,611.71	-7,665.64

注：2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数

资料来源：肇州国资 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- 肇州国资继续获得一定程度的外部支持。2017 年肇州国资累计收到政府给予的日常专项补贴 412.42 万元，且肇州国资发行 9,000.00 万元债券产生的利息费用继续由肇州县财政承担。

关注：

- 肇州国资房屋销售接近尾声，后续待售房产不足，房屋销售收入持续性不强。截至 2017 年底，肇州国资在售的房地产项目剩余可销售面积仅为 7,667 平方米，考虑到肇州国资待售房产项目较少，后续房屋开发项目不足，未来该部分收入持续性不强。
- 肇州国资资产规模较小，且以其他应收款为主，对肇州国资资金形成较大占用，肇州国资资产质量较差，再融资能力有限。截至 2017 年底，肇州国资总资产为 54,598.52 万元，规模较小，其中其他应收款账面价值 36,608.53 万元，占总资产的比重为 67.05%，应收对象较为集中，账龄较长，对肇州国资资金形成较大占用，回款时间不确定，且 2017 年末肇州国资其他应收款计提坏账准备 3,012.44 万元。整体来看，肇州国资资产质量较差，且固定资产中 1,756.62 万元已用于抵押，再融

资能力有限。

- **肇州国资持续亏损，净资产规模持续下降，负债率上升，面临较大的债务压力。**2017 年因肇州县财政局收回划拨款项 1,082.20 万元，肇州国资其他资本公积减少，加之肇州国资持续亏损，净资产规模下降至 28,092.23 万元。因 2017 年其他应付款规模增加，肇州国资负债规模继续扩大，资产负债率由上年的 42.54% 上升至 48.55%，且截至 2017 年末，肇州国资有息债务规模为 25,792.87 万元，其中肇州国资发行的 9,000.00 万元债券本金的 25% 将于 2018 年 11 月到期偿还，肇州国资面临较大的债务偿还压力。

4、肇源县祥生建设投资有限公司

表19 肇源祥生主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	133,592.08	136,418.44	142,227.78
所有者权益合计（万元）	91,732.23	91,358.56	90,765.59
有息债务（万元）	17,130.12	22,141.60	31,779.01
资产负债率	31.33%	33.03%	36.18%
流动比率	1.73	4.07	4.49
营业收入（万元）	2,842.76	2,122.14	1,166.36
利润总额（万元）	678.75	601.43	199.20
综合毛利率	56.08%	34.97%	-20.46%
EBITDA（万元）	1,130.65	2,319.28	1,954.14
经营活动现金流净额（万元）	4,643.24	2,824.34	-16,431.74

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

资料来源：肇源祥生 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **肇源祥生收入和毛利率实现增长。**2017 年肇源祥生新增对外融资收入，同时自来水销售收入保持增长，2017 年营业收入增长 33.96%，综合毛利率增长 21.11 个百分点至 56.08%。
- **肇源祥生供水业务在当地具有一定垄断性。**肇源祥生是地区供水业务唯一经营者，2017 年肇源祥生实现供水业务收入 880.52 万元，同比增长 27.46%，未来，随着给水改扩建工程的完工，肇源祥生有望进一步提高供水能力，增强供水业务盈利能力。

关注：

- **肇源祥生工程代建业务持续性尚待观察。**虽然肇源祥生就肇源县西海老城区棚户区改造建设项目与肇源县人民政府签署了合作协议，但 2017 年该项目未按照约定实现收入，需关注肇源祥生工程代建业务持续性。
- **肇源祥生资产流动性较弱。**肇源祥生资产以其他应收款、固定资产和其他非流动资产为主，2017 年末三者占总资产比重为 83.96%，其他非流动资产全部为公益性资产，账面价值 3.81 亿元，部分房产、土地使用权已用于抵押，其他应收款对肇源祥生资金形成占用，欠款单位黑龙江省鑫源物业有限肇源祥生（以下简称“鑫源物业”）及黑龙江中伟基房地产开发有限肇源祥生（以下简称“中伟基”）均为失信被执行人，目前上述两家肇源祥生涉及多起诉讼，肇源祥生应收款项面临一定资金回收风险。
- **肇源祥生面临一定的刚性债务压力。**2017 年末，肇源祥生有息债务合计 1.71 亿元，其中短期有息债务为 0.45 亿元，肇源祥生面临一定刚性债务压力。

5、林甸县宏远国有资产经营有限责任公司

表20 林甸国资主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	80,003.21	78,587.17	79,917.54
所有者权益合计（万元）	55,174.42	55,313.24	55,758.68
有息债务（万元）	20,218.82	17,876.41	17,848.21
资产负债率	31.03%	29.62%	30.23%
流动比率	4.39	10.05	8.45
营业收入（万元）	8.77	96.61	18,838.13
营业利润（万元）	-425.12	-960.20	841.71
利润总额（万元）	-305.12	-402.92	841.08
综合毛利率	100.00%	-32.09%	16.57%
EBITDA（万元）	31.64	3.47	2,545.09
经营活动现金流净额（万元）	-5,682.95	-10,025.04	-1,282.54

资料来源：林甸国资 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **林甸国资继续获得一定的外部支持。**林甸国资发行的债券“14 黑重建债 01”2018 年应偿付本息已列入 2018 年林甸县地方政府预算内支出，2017 年公司应付债券应偿付的本息 5,778 万元已由地方财政承担。

关注：

- **林甸国资未来收入存在较大不确定性。**2017 年林甸国资营业收入来自以前年份已发生未确认收入部分，且收入规模很小。截至 2018 年 6 月末，林甸国资无在建拟建的工程代建项目且无其他收入来源，未来收入存在较大的不确定性。
- **林甸国资资产质量较为一般。**截至 2017 年末，林甸国资资产以固定资产和应收款项为主，二者合计占总资产的比重为 99.68%，其中固定资产主要系林甸国资拥有的地热井资产，目前尚未开始收费；应收款项应收对象主要为林甸县人民政府，回收时间存在一定不确定性。
- **林甸国资有息债务规模有所增长，偿债压力有所增加。**截至 2017 年末，林甸国资有息债务余额为 20,218.82 万元，规模较 2016 年末增长 13.10%，林甸国资有息债务偿还压力有所增加。

6、兰西县鑫源投资有限公司

表21 鑫源投资主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	186,603.25	178,261.39	149,111.50
所有者权益合计（万元）	90,152.69	106,900.51	98,353.06
有息债务（万元）	58,157.19	47,551.48	19,509.48
资产负债率	51.69%	40.03%	34.04%
流动比率	3.86	5.72	3.76
营业收入（万元）	292.78	285.05	-
营业利润（万元）	-1,852.44	-1,643.50	-447.81
营业外收入（万元）	2,170.27	1,957.29	364.96
利润总额（万元）	133.76	54.86	-91.31
综合毛利率	2.88%	-7.38%	-
EBITDA（万元）	1,681.79	882.28	20.18
经营活动现金流净额（万元）	-23,353.94	-23,276.66	-2,028.12

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数
 资料来源：鑫源投资 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **鑫源投资签订棚改项目政府购买服务协议，未来收入来源较有保障。**鑫源投资与兰西县财政局就兰西县城村棚户区改造项目一期工程签订政府购买服务协议，项目总投资 57,138 万元，工程建设期一年，验收合格后兰西县财政局分 19 年支付总价款 66,785.41 万元，鑫源投资未来收入来源较有保障。
- **鑫源投资获得一定的外部支持。**2017 年鑫源投资因污水处理业务收到补贴款 292.78 万元，同时收到专项用于支付审计费用及担保费用等费用的政府补助款 1,389.35 万元，为鑫源投资持续运营提供一定保障。

关注：

- **鑫源投资资产质量较为一般。**截至 2017 年末，鑫源投资其他应收款、固定资产及其他公益性资产合计占资产总额的 87.87%，其中固定资产主要为房屋建筑物，其他应收款主要为应收政府部门的相关往来款，回收时间存在一定不确定性。
- **鑫源投资有息债务规模有所增加，存在一定的偿债压力。**截至 2017 年末，鑫源投资有息债务余额 58,157.19 万元，较上年增长 22.30%，鑫源投资存在一定的有息债务偿还压力。

7、望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司

表22 望奎鑫盛主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	139,873.00	74,175.63	72,861.80
所有者权益（万元）	48,847.22	48,774.69	47,639.71
有息债务（万元）	58,667.41	10,561.90	11,216.00
资产负债率	65.08%	34.24%	34.62%
流动比率	6.66	7.88	9.35
营业收入（万元）	13,920.49	8,056.11	7,802.95
其他收益（万元）	6,824.98	-	-
利润总额（万元）	57.59	579.97	374.1
综合毛利率	-12.01%	16.11%	15.57%

EBITDA（万元）	604.91	1,201.51	1,002.38
EBITDA 利息保障倍数	0.46	1.23	1.11
经营活动现金流净额（万元）	-26,219.90	1,129.82	1,377.49

资料来源：望奎鑫盛 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

正面：

- **望奎鑫盛工程代建收入大幅增长，且该业务具有一定的持续性。**望奎鑫盛是望奎县重要的基础设施投融资及建设主体，2017 年实现工程代建收入 1.27 亿元，大幅增长，截至 2017 年末望奎鑫盛主要在建项目为望奎县西环路西侧区域棚户区改造项目，存货中尚有工程施工成本 4.90 亿元，望奎鑫盛未来仍将实现一定规模的工程代建收入。
- **望奎鑫盛获得较大的外部支持。**2017 年望奎鑫盛获得政府补贴款 0.68 亿元，一定程度上提升了望奎鑫盛的利润水平。

关注：

- **望奎鑫盛资产流动性较弱。**2017 年末望奎鑫盛资产中应收款项、存货及固定资产账面价值占比达 77.46%，其中应收账款和其他应收款合计 2.38 亿元，对营运资金形成占用，且回款时间较不确定；存货和固定资产仍以土地、项目开发成本及水库资产为主，土地已全部用于抵押，水库资产为公益性资产，未贡献收入，整体资产流动性较弱。
- **望奎鑫盛收现比低，经营活动现金流表现弱。**2017 年望奎鑫盛收现比为 0.43，销售收现情况仍然较差，经营活动现金流净流出 2.62 亿元，经营活动现金流表现弱。
- **望奎鑫盛面临较大的偿债压力。**截至 2017 年末，望奎鑫盛有息负债总额为 5.87 亿元，同比大幅增加，考虑到望奎鑫盛流动资产中开发成本和土地资产流动性较弱，一定程度上将削弱对流动负债的保障能力，2017 年望奎鑫盛 EBITDA 利息保障倍数为 0.46，面临较大偿债压力。

四、本期债券信用状况分析

本期债券七家联合发行人均为当地城投类企业，项目来源对当地政府依赖较大，且联合发行人利润总额对财政补贴也存在较大的依赖。从区域分布来看，七家联合发行人分布于哈尔滨市、大庆市和绥化市。其中兰盛投资和依兰国资分别位于哈尔滨市兰盛县和依兰县；2018年度跟踪评级鹏元维持兰盛投资主体长期信用等级为A-，维持评级展望为稳定；维持依兰国资主体长期信用等级为A+，维持评级展望为稳定。肇州国资、肇源祥生和林甸国资分别位于大庆市肇州县、肇源县和林甸县；2018年度跟踪评级鹏元维持肇州国资主体长期信用等级为A+，维持评级展望为稳定；维持肇源祥生主体长期信用评级为A+，维持评级展望为稳定；维持林甸国资主体长期信用等级为A，维持评级展望为稳定。鑫源投资和望奎鑫盛分别位于绥化市兰西县和望奎县；2018年度跟踪评级鹏元维持鑫源投资主体长期信用等级为A-，维持评级展望为稳定；维持望奎鑫盛主体长期信用等级为A，维持评级展望为稳定。尽管各发行人位于不同的城市，但是考虑到哈尔滨市、大庆市和绥化市紧密相邻，地域集中度较高，区域经济环境的波动可能会同时对联合发行人带来影响。

从整体信用等级分布来看，七家联合发行人中三家主体长期信用等级为A+，两家主体长期信用等级为A，两家主体长期信用等级为A-。

五、债券偿还保障分析

东北再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

本期债券由东北再担保提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

东北再担保系由吉林省投资集团有限公司、中国进出口银行等5家公司于2007年共同出资设立。截至2017年末，东北再担保注册资本和实收资本均为30亿元，吉林省投资集团有限公司出资12.00亿元（其中代国家财政部出资9.00亿元，代吉林省人民政府出资3.00亿元），持有东北再担保40.00%股权，股东构成情况如下表所示。

表23 截至2017年末东北再担保股东情况（单位：万元）

股东名称	认缴注册资本金额	出资比例
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	40.00%
中国进出口银行	90,000.00	30.00%

辽宁省中小企业信用担保中心	30,000.00	10.00%
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	30,000.00	10.00%
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	10.00%
合计	300,000.00	100.00%

资料来源：东北再担保提供

东北再担保作为全国首家政策性区域再担保试点机构，具有较强的股东背景和丰富的政府资源，业务主要覆盖东北三省与内蒙古地区，区域优势明显。经过多年的发展，东北再担保已经形成了担保、委托贷款以及投资等多种业务共同发展的业务格局。东北再担保担保业务主要由再担保业务和直接担保业务构成，目前仍以再担保业务为主。再担保业务分为技援再担保、增信再担保、共同担保再担保、合作再担保、分险再担保以及代出保函再担保。直接担保业务主要以流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、债券担保等融资性担保业务为主。东北再担保利息收入来自委托贷款利息收入、活期存款利息收入、定期存款利息收入和贷款利息收入，其中委托贷款利息收入仍是最主要的组成。2017 年末东北再担保银行存款、委托贷款和贷款账面价值分别为 22.74 亿元、7.76 亿元和 6.59 亿元，合计 37.09 亿元，未来利息收入仍有一定保障。2017 年度，东北再担保实现营业收入 4.23 亿元，仍主要来源于担保业务收入与利息收入，两者分别为 1.68 亿元和 2.10 亿元。

表24 2016-2017年东北再担保营业收入主要构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	16,825.23	42.38%	22,011.26	48.34%
其中：担保费收入	16,751.41	42.20%	21,960.54	48.23%
投资收益	1,905.48	4.80%	589.79	1.30%
利息收入	20,954.97	52.79%	22,892.71	50.28%
其他收入	11.26	0.03%	38.16	0.08%
合计	39,696.94	100.00%	45,531.92	100.00%

资料来源：东北再担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年东北再担保新增 5 笔代偿，代偿额合计 20,503.14 万元，当期担保代偿率为 0.63%，代偿压力有所上升。2017 年末尚有 13 个担保项目，共计 35,759.95 万元代偿款尚未追回。截至 2017 年末，东北再担保计提的担保风险准备金为 147,939.75 万元，准备金计提较为充分。

截至 2017 年 12 月 31 日，东北再担保资产总额为 48.18 亿元，所有者权益合计 32.12 亿元，资产负债率为 33.34%。2017 年度，东北再担保实现营业收入 4.23 亿元，实现利润总额 0.28 亿元，经营活动产生的现金净流出 6.30 亿元。

表25 2015-2017年东北再担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	481,810.61	476,186.46	455,426.05
所有者权益合计（万元）	321,153.11	331,028.45	335,323.99
资产负债率	33.34%	30.48%	26.37%
营业收入（万元）	42,301.51	46,852.13	48,540.04
投资收益（万元）	1,905.48	589.79	-1,366.15
利息收入（万元）	20,954.97	22,892.71	24,702.59
利润总额（万元）	2,772.16	9,457.08	12,004.81
综合毛利率	6.49%	20.52%	24.44%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-62,955.10	10,634.22	52,588.47
当期担保发生额（亿元）	-	319.06	171.86
期末在保余额（亿元）	250.84	299.73	263.32
担保风险准备金（万元）	147,939.75	124,072.30	97,187.79
净资产放大倍数（倍）	7.81	9.05	7.85
当期担保代偿率	0.63%	0.43%	0.21%

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数

资料来源：东北再担保 2015-2017 年审计报告、东北再担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，东北再担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

六、评级结论

联合发行人均为黑龙江省各县基础设施的投融资和建设主体，2017年继续获得一定的外部支持；东北再担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

同时我们也关注到联合发行人收入来源较为单一，且部分联合发行人未来业务收入的持续性有待关注；联合发行人整体资产规模较小，资金被占用较多，未来回收时间存在一定的不确定性；部分联合发行人面临一定的刚性债务压力等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持本期债券的信用等级为AA+。

附录一 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款
短期有息债务	短期借款+其他应付款（有息部分）+一年内到期的非流动负债
有息债务	长期有息债务+短期有息债务
担保风险准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备
当期担保代偿率	$\text{当期代偿支出} / \text{当期已解除担保额} \times 100\%$
净资产放大倍数	$\text{在保余额} / \text{净资产}$

附录二 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

肇州县国有资产运营有限公司

2018 年主体长期信用 跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【1327】号 01

分析师

姓名:
程前 王硕

电话:
010-66216006

邮箱:
chengq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法,该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址:深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

肇州县国有资产运营有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 08 月 10 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对肇州县国有资产运营有限公司(以下简称“公司”)主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司继续获得一定程度的外部支持。同时鹏元也关注到公司房屋销售收入持续性不强;公司资产规模较小,且以其他应收款为主,对公司资金形成较大占用,公司再融资能力有限;公司净资产规模下降,负债率上升,面临较大的债务压力等风险因素。

正面:

- 公司继续获得一定程度的外部支持。2017 年公司累计收到政府给予的日常专项补贴 412.42 万元,且公司发行 9,000.00 万元债券产生的利息费用继续由肇州县财政承担。

关注:

- 公司房屋销售接近尾声,后续待售房产不足,房屋销售收入持续性不强。截至 2017 年底,公司在售的房地产项目剩余可销售面积仅为 7,667 平方米,考虑到公司待售房产项目较少,后续房屋开发项目不足,未来该部分收入持续性不强。
- 公司资产规模较小,且以其他应收款为主,对公司资金形成较大占用,公司资产质量较差,再融资能力有限。截至 2017 年底,公司总资产为 54,598.52 万元,

规模较小,其中其他应收款账面价值 36,608.53 万元,占总资产的比重为 67.05%,应收对象较为集中,账龄较长,对公司资金形成较大占用,回款时间不确定,且 2017 年末公司其他应收款计提坏账准备 3,012.44 万元。整体来看,公司资产质量较差,且固定资产中 1,756.62 万元已用于抵押,再融资能力有限。

● **公司盈利持续亏损,净资产规模持续下降,负债率上升,面临较大的债务压力。**

2017 年因肇州县财政局收回划拨款项 1,082.20 万元,公司其他资本公积减少,加之公司持续亏损,净资产规模下降至 28,092.23 万元。因 2017 年其他应付款规模增加,公司负债规模继续扩大,资产负债率由上年的 42.54% 上升至 48.55%,且截至 2017 年末,公司有息债务规模为 25,792.87 万元,其中公司发行的 9,000.00 万元债券本金的 25% 将于 2018 年 11 月到期偿还,公司面临较大的债务偿还压力。

主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	54,598.52	50,927.53	47,732.33
所有者权益合计 (万元)	28,092.23	29,262.68	35,947.82
有息债务 (万元)	25,792.87	20,786.28	11,232.78
资产负债率	48.55%	42.54%	24.69%
流动比率	3.20	6.40	25.68
营业收入 (万元)	751.97	492.81	671.21
其他收益 (万元)	412.42	0.00	0.00
营业外收入 (万元)	0.67	118.27	196.26
利润总额 (万元)	-613.53	-797.91	-335.84
综合毛利率	25.51%	30.97%	37.69%
EBITDA (万元)	-223.71	-277.05	92.60
经营活动现金流净额 (万元)	2,157.21	-11,611.71	-7,665.64

注: 2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数

资料来源: 公司 2015 年及 2017 年审计报告, 鹏元整理

一、主体概况

2017年公司注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，公司注册资本仍为3,000.00万元，公司控股股东和实际控制人仍为肇州县国有资产管理委员会，肇州县国有资产管理委员会持有公司100.00%的股权。截至2017年末，公司无党政机关公务人员在公司兼职情况，2017年公司合并报表范围无变化。

截至2017年末，公司资产总额为54,598.52万元，所有者权益合计为28,092.23万元，资产负债率为48.55%。2017年，公司实现营业收入751.97万元，利润总额-613.53万元，经营活动产生的现金净流入2,157.21万元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有

效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

肇州县经济规模较小，经济实力较弱

2017年肇州县实现地区生产总值172.5亿元，同比增长6.2%。其中，第一产业实现增加值45.5亿元；第二产业实现增加值80亿元；第三产业实现增加值47亿元，三次产业结构由2016年的22.2:48.2:29.6调整为26.38:46.38:27.24。

固定资产投资方面，2017年肇州县完成固定资产投资37亿元，同比增长2.1%，固定资产投资对经济的拉动作用较大。消费方面，2017年肇州电商产业园投入运营，昆仑啤酒等29家企业的600多个单品入园展示销售，商贸物流、文化旅游等产业加速发展，2017年肇州县共实现社会消费品零售总额23亿元，同比增长6.5%

总体而言，肇州县经济规模偏小，经济实力较弱，第三产业占比较小，产业结构有待优化。

表 2 2016-2017 年黑龙江省大庆市肇州县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	172.5	6.2%	201.8	-
第一产业增加值	45.5	5.6%	44.9	-
第二产业增加值	80	7.1%	97.3	-
第三产业增加值	47	6%	59.7	-
工业增加值	100	7.1%	132.7	-
全年完成固定资产投资	37	2.1%	36.2	33.9%
社会消费品零售总额	23	6.5%	21.6	6.7%
进出口贸易总额（万美元）	-	-	26.28	-
存款余额	-	-	75	8.5%
贷款余额	-	-	94	16.1%

资料来源：2016 年数据来自黑龙江省大庆市肇州县统计局、2017 年数据来自黑龙江省大庆市肇州县《2018 年政府工作报告》

肇州县公共财政收入规模较小，财政自给能力较弱，对上级补助依赖较大

2017年肇州县实现地方综合财力24.31亿元，其中，上级补助收入是地方综合财力的主要来源。在扶持资源枯竭型城市经济结构的转型和“振兴东北老工业基地”等国家政策支持下，肇州县得到上级政府的持续支持，2017年肇州县获得20.53亿元的上级补助收入，占当年地方综合财力的比重为84.45%，上级补助收入中，返还性收入较少，以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配程度不高，地方综合财力对上级补助收入较为依赖。2017年肇州县实现公共财政收入3.39亿元，占地方综合财力的比重为13.94%，公共财政收入规模较小，对地方综合财力的贡献度不大。公

共财政收入中，税收收入为1.84亿元，占比54.28%，占比较2016年有所下降；2017年肇州县非税收入为1.55亿元。受国有土地使用权出让收入减少影响，2017年肇州县实现政府性基金收入0.39亿元，同比减少53.57%。

表 3 2016-2017 年黑龙江省大庆市肇州县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力（一+二+三）	24.31	24.74
（一）公共财政收入	3.39	3.03
其中：税收收入	1.84	2.01
非税收入	1.55	1.02
（二）上级补助收入	20.53	20.87
其中：返还性收入	2.77	2.2
一般性转移支付收入	10.52	9.95
专项转移支付	7.23	8.72
（三）政府基金收入	0.39	0.84
其中：国有土地使用权出让收入	0.27	0.62
财政支出（一+二）	29.23	24.11
（一）公共财政支出	28.68	23.14
（二）政府基金支出	0.55	0.97
财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）	11.82%	13.09%

资料来源：黑龙江省大庆市肇州县财政局，鹏元整理

财政支出方面，2017年肇州县财政支出29.23亿元，以公共财政支出为主。公共财政支出主要用于一般公共服务、教育、医疗卫生、社会保障和就业、农林水事务等。2017年肇州县财政自给率仅为11.82%，财政自给情况较差，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，存在较大缺口，需要上级补助等其他方面收入来补足。

三、经营与竞争

2017年公司业务主要涉及垃圾处理、财产租赁等。因2017年公司财产租赁收入规模较大，公司营业收入同比增长52.59%至751.97万元。毛利率方面，2017年因公司垃圾处理、房地产销售业务毛利率下降，公司综合毛利率同比下降5.46个百分点至25.51%。近两年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 4 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
（1）主营业务小计	371.68	-11.06%	372.97	8.79%

垃圾处理收入	293.83	-24.55%	249.94	-19.06%
房地产销售收入	77.85	39.85%	123.03	65.38%
(2) 其他业务小计	380.29	61.25%	119.83	100.00%
利息收入（手续费收入）	60.86	100.00%	119.83	100.00%
财产租赁	319.43	53.87%	-	-
合计	751.97	25.51%	492.81	30.97%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司参与BT项目建设，但目前尚未收到项目回购款，若后续BT项目完工验收，有望形成BT项目收入，但BT项目收入受项目进度、结算时间等因素影响存在较大不确定性

公司主要参与的BT项目为明沈公路肇州过境段改建工程项目，该项目主要由专设的指挥部筹集资金进行建设，总投资14,112.00万元，截至2017年底，已投资11,625.00万元。公司参与BT项目总投入7,000.00万元，BT项目全部竣工且经验收合格后，政府计划按照成本加成的方式上浮20%向公司结算。公司已于2014年就明沈公路肇州过境段改建工程项目与肇州县政府签署了《明沈公路肇州过境段改建工程建设-移交（BT）合作协议书》，肇州县人民政府保证优先支付BT项目回购款，具体措施是从公共财政预算收入及国有土地出让收入中抽出专项资金用于BT项目支付。但需注意的是，实际操作过程中，政府并未按照先前的约定在2015年至2021年间分7期支付募投项目回购款。截至2017年底，明沈公路肇州过境段改建工程项目已使用公司资金6,160.72万元，公司在其他应收款中核算该项目，尚未对该项目进行收入确认，若后续BT项目完工验收，BT项目有望形成收入8,400.00万元。但BT项目收入确认受项目进度、结算时间等因素影响存在较大不确定性。

公司房屋销售接近尾声，后续待售房产不足，房屋销售收入持续性不强

截至2017年底，公司在售的房地产项目仍为东城雅居商住楼项目、肇州城投4#综合楼项目和阳光新城一期，上述项目均已完工，剩余可销售面积合计为7,667平方米。其中东城雅居商住楼项目剩余可销售面积主要为商用房销售面积，肇州城投4#综合楼项目和阳光新城一期剩余可销售面积主要为回迁补偿面积。

2017年公司确认房屋销售业务收入77.85万元，同比减少36.72%，主要系2017年房地产销售面积大幅减少，2017年房屋销售收入主要源自肇州城投4#综合楼项目。2017年房屋销售毛利率为39.85%，同比减少25.53个百分点，主要系2016年部分毛利率较高的资产出租业务收入列入房屋销售收入核算，2017年该部分在财产租赁收入中核算，且2017年房屋销售收入主要源于肇州城投4#综合楼项目，销售的主要为回迁房，销售均价较低。考虑到公司待售房产项目较少，后续房屋开发项目不足，未来该部分收入持续性不强。

财产租赁、垃圾处理、手续费等业务丰富了公司收入来源

财产租赁业务由子公司肇州县城市投资开发有限公司负责，对外租赁物主要为房屋，租赁对象主要为政府和个人，公司按实际收到的财产租赁款项确认收入，2017年财产租赁业务实现收入319.43万元，毛利率为53.87%，毛利率较高，财产租赁业务对公司贡献毛利利润较多。

垃圾处理业务由子公司肇州县和平垃圾处理有限公司负责运营，公司负责对县域内城市垃圾的收集、运输、处理、处置和综合利用，肇州县财政将垃圾处理费用纳入财政预算，公司将政府提供的垃圾处理费用确认为收入，2017年公司实现垃圾处理收入293.83万元，毛利率为-24.55%，垃圾处理业务属地方公共事业，不以盈利为目的，且垃圾处理厂固定资产折旧金额较大，导致毛利率为负。公司利息收入主要指公司过桥贷款收取利息费业务，2017年公司实现手续费收入60.86万元。

2017年公司继续获得一定程度的外部支持

作为肇州县重要的基础设施投融资和建设主体，为进一步提高公司综合实力、融资能力及收入水平，肇州县人民政府在财政补贴等方面继续给予公司一定程度的支持。2017年公司所发行9,000.00万元债券产生的利息费用继续由肇州县财政承担，减轻了公司有息债务压力；另外，公司全年累计收到政府给予的日常专项补贴412.42万元。

四、财务分析

财务分析基础说明

2017年为公司提供审计服务的会计师事务所由致同会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙），以下我们的分析基于公司提供的中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模较小，且以其他应收款为主，对公司资金形成较大占用，公司资产质量较差，再融资能力有限

截至2017年底，公司资产总额为54,598.52万元，同比增长7.21%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至2017年底，公司流动资产总额为42,374.44万元，占总资产的比重为77.61%。

表 5 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3,942.65	7.22%	2,938.92	5.77%
其他应收款	36,608.53	67.05%	29,982.12	58.87%
存货	1,729.95	3.17%	2,973.29	5.84%
流动资产合计	42,374.44	77.61%	36,989.69	72.63%
固定资产	5,249.76	9.62%	7,189.91	14.12%
在建工程	5,399.07	9.89%	5,302.43	10.41%
非流动资产合计	12,224.08	22.39%	13,937.84	27.37%
资产总计	54,598.52	100.00%	50,927.53	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货组成。截至2017年底，公司货币资金余额为3,942.65万元，占总资产的比重为7.22%，主要由银行存款构成，公司使用受限制的货币资金为97.86万元，全部为按揭贷款保证金。截至2017年底，公司其他应收款账面价值为36,608.53万元，占总资产的比重为67.05%，其中应收肇州县财政局、肇州县摇篮乳业有限责任公司、肇州县第二中学、黑龙江凯丰纸业有限公司以及黑龙江鼎盛志城房地产开发有限公司往来款分别为31,389.04万元、1,729.19万元、1,600.00万元、1,499.61万元、800.00万元，其他应收款按欠款方归集的期末余额前五名金额合计37,017.85万元，占其他应收款总额的比重为93.43%。公司其他应收款应收对象较为集中，回款受肇州县财政实力及往来企业经营状况影响较大，账龄较长，集中在1至3年及以上，回收时间不确定；2017年末公司其他应收款计提的坏账准备达3,012.44万元，其中应收大庆圣源兴州生物工程有限公司、大庆万州食品有限公司、黑龙江凯丰纸业有限公司、肇州县天阳供热有限公司以及肇州亚麻纺织有限公司合计2,840.60万元款项已全额计提坏账准备。截至2017年底，公司存货为1,729.95万元，占总资产的比重为3.17%。存货主要为东城雅居商住楼、肇州城投4#综合楼、阳光新城一期等房地产项目。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。截至2017年底，公司固定资产净额为5,249.76万元，受处置、转出等因素影响，同比有所减少，公司固定资产主要为房屋及建筑物，其中1,756.62万元房产已用于抵押。公司在建工程为肇州县杏山工业园区污水处理厂项目，2017年末在建工程账面余额为5,399.07万元。

整体来看，公司资产规模相对较小，其他应收款占比较高且账龄较长，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用，公司资产质量较差，且部分固定资产已用于抵押，公司再融资能力有限。

盈利能力

2017年公司营业收入有所增长，但整体规模较小，若后续BT项目完工验收，有望形成BT项目收入；但公司营业利润持续亏损，外部支持一定程度弥补了公司亏损

2017年公司收入主要来源于垃圾处理、财产租赁业务，因2017年公司财产租赁收入规模较大，同时公司垃圾处理收入有所增加，综合导致公司营业收入同比增长52.59%，为751.97万元。截至2017年底，公司参与BT项目共投入7,000.00万元，待BT项目全部竣工且验收合格后，政府按照成本加成的方式上浮20%向公司结算，后续BT项目有望实现收入8,400.00万元。

从毛利率水平来看，2017年因公司垃圾处理业务及房地产销售业务毛利率有所下滑，公司综合毛利率同比有所下降，为25.51%。近年来公司营业利润持续亏损，2017年公司营业利润亏损614.20万元，2017年公司获得肇州县政府给予的日常专项补贴412.42万元，一定程度上弥补了公司亏损。

表 6 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	751.97	492.81
其他收益	412.42	0.00
营业利润	-614.20	-907.61
营业外收入	0.67	118.27
利润总额	-613.53	-797.91
综合毛利率	25.51%	30.97%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流表现有所改善，但净流入规模仍偏小

2017年公司收现比为0.94，公司经营活动现金流入主要来自各业务板块以及公司收到的政府补助、与其他单位的往来款等，经营活动现金流出主要为与其他单位的往来款支出，因2017年公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增加，公司经营活动现金流净额大幅增加。

投资活动现金流方面，2017年公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产获得现金流入722.00万元，带动2017年公司投资活动现金流表现为净流入406.22万元。2017年公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，筹资活动现金净流出1,560.00万元。

表 7 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.94	0.56
销售商品、提供劳务收到的现金	706.79	276.31
收到其他与经营活动有关的现金	26,933.22	3,514.39
经营活动现金流入小计	27,640.01	3,790.70
购买商品、接受劳务支付的现金	208.58	49.81
支付其他与经营活动有关的现金	25,022.83	15,016.15
经营活动现金流出小计	25,482.81	15,402.41
经营活动产生的现金流量净额	2,157.21	-11,611.71
投资活动产生的现金流量净额	406.22	-234.89
筹资活动产生的现金流量净额	-1,560.00	9,553.50
现金及现金等价物净增加额	1,003.43	-2,293.10

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率上升，有息债务规模较大，未来面临一定债务压力

2017年因公司其他应付款规模增加，公司负债规模继续扩大，截至2017年底，公司负债总额为26,506.29万元，资产负债率上升至48.55%。截至2017年末，公司产权比率为94.35%，所有者权益对负债的覆盖情况一般。

表 8 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	26,506.29	21,664.85
所有者权益	28,092.23	29,262.68
产权比率	94.35%	74.04%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债与非流动负债占比相当，截至2017年末，公司流动负债和非流动负债占负债总额的比重分别为49.99%和50.01%。

表 9 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	8,416.66	31.75%	764.79	3.53%
一年内到期的非流动负债	4,640.00	17.51%	4,900.00	22.62%
流动负债合计	13,251.71	49.99%	5,778.57	26.67%
应付债券	4,554.58	17.18%	6,821.78	31.49%
长期应付款	600.00	2.26%	1,064.50	4.91%
长期借款	8,100.00	30.56%	8,000.00	36.93%

非流动负债合计	13,254.58	50.01%	15,886.28	73.33%
负债合计	26,506.29	100.00%	21,664.85	100.00%
其中：有息债务	25,792.87	97.31%	20,786.28	95.94%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债，截至2017年底，公司其他应付款余额为8,416.66万元，其中暂借款7,898.29万元，往来款518.37万元。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为4,640.00万元，其中一年内到期的长期借款为2,150.00万元，一年内到期的应付债券为2,250.00万元，一年内到期的长期应付款为240.00万元。

公司非流动负债由应付债券、长期应付款和长期借款组成。截至2017年底，公司应付债券账面余额为4,554.58万元。截至2017年底，公司长期应付款余额为600.00万元，全部为向大庆市城市建设投资开发有限公司借款。截至2017年底，公司长期借款余额为8,100.00万元，全部为保证借款，借款利率在6.37~8.00%。

截至2017年底，公司包括其他应付款（有息部分）、一年内到期的非流动负债、应付债券、长期应付款及长期借款在内的有息债务为25,792.87万元，占负债总额的比重为97.31%，公司面临较大的债务压力。

偿债能力方面，截至2017年底，公司资产负债率为48.55%，流动比率、速动比率继续下降，且因公司流动资产主要为其他应收款，流动资产变现能力对肇州县财政实力及往来企业的依赖程度较高。同时，2017年公司利润总额为负，导致2017年公司EBITDA仅为-223.71万元，EBITDA对有息债务的覆盖能力较弱。此外，截至2017年底，公司可供抵押的有效资产不足，未来融资空间受到一定限制。

表 10 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	48.55%	42.54%
流动比率	3.20	6.40
速动比率	3.07	5.89
EBITDA（万元）	-223.71	-277.05
有息债务/EBITDA	-79.99	-75.03

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

2017年公司继续获得一定程度的外部支持，公司发行9,000.00万元债券产生的利息继续由肇州县财政承担。

同时我们也关注到，公司房屋销售接近尾声，后续待售房产不足，房屋销售收入持续

性不强；公司资产规模较小，且以其他应收款为主，对公司资金形成较大占用，公司再融资能力有限；公司净资产规模下降，负债率上升，面临较大的债务压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	3,942.65	2,938.92	5,231.72
应收账款	89.37	1,079.37	948.04
预付款项	2.75	0.00	0.27
其他应收款	36,608.53	29,982.12	20,568.63
存货	1,729.95	2,973.29	3,355.84
其他流动资产	1.19	15.99	1,349.34
流动资产合计	42,374.44	36,989.69	31,453.85
可供出售金融资产	10.00	10.00	10.00
固定资产	5,249.76	7,189.91	8,756.96
在建工程	5,399.07	5,302.43	5,046.91
无形资产	812.15	830.90	1,650.01
递延所得税资产	753.11	604.60	604.60
其他非流动资产	0.00	0.00	210.00
非流动资产合计	12,224.08	13,937.84	16,278.48
资产总计	54,598.52	50,927.53	47,732.33
应付账款	55.82	7.44	32.76
预收款项	98.00	104.97	0.00
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00
应交税费	41.23	1.38	40.54
其他应付款	8,416.66	764.79	342.16
一年内到期的非流动负债	4,640.00	4,900.00	673.00
其他流动负债	0.00	0.00	136.27
流动负债合计	13,251.71	5,778.57	1,224.73
长期借款	8,100.00	8,000.00	0.00
应付债券	4,554.58	6,821.78	9,071.78
长期应付款	600.00	1,064.50	1,488.00
非流动负债合计	13,254.58	15,886.28	10,559.78
负债合计	26,506.29	21,664.85	11,784.51
实收资本	3,000.00	3,000.00	3,000.00
资本公积	28,197.26	28,839.46	32,937.62
盈余公积	30.50	30.50	30.50
未分配利润	-3,135.53	-2,607.28	-20.30
归属于母公司所有者权益合计	28,092.23	29,262.68	35,947.82
所有者权益合计	28,092.23	29,262.68	35,947.82

负债和所有者权益总计

54,598.52

50,927.53

48,237.29

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	751.97	492.81	671.21
减：营业成本	560.15	340.19	418.26
营业税金及附加	15.82	86.48	38.09
销售费用	0.00	0.00	73.40
管理费用	827.59	684.80	948.57
财务费用	-12.15	-16.53	-64.25
资产减值损失	374.18	203.67	-238.54
加：其他收益	412.42	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-614.20	-907.61	-504.32
加：营业外收入	0.67	118.27	196.26
减：营业外支出	0.00	8.57	27.78
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-613.53	-797.91	-335.84
减：所得税费用	-85.29	5.00	80.06
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-528.25	-802.91	-415.90
归属于母公司所有者的净利润	-528.25	-802.91	-415.90
五、综合收益总额	-528.25	-802.91	-415.90
归属于母公司所有者的综合收益总额	-528.25	-802.91	-415.90

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	706.79	276.31	771.21
收到其他与经营活动有关的现金	26,933.22	3,514.39	3,995.47
经营活动现金流入小计	27,640.01	3,790.70	4,766.68
购买商品、接受劳务支付的现金	208.58	49.81	590.85
支付给职工以及为职工支付的现金	87.40	163.91	164.78
支付的各项税费	164.00	172.53	261.40
支付其他与经营活动有关的现金	25,022.83	15,016.15	11,415.28
经营活动现金流出小计	25,482.81	15,402.41	12,432.32
经营活动产生的现金流量净额	2,157.21	-11,611.71	-7,665.64
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	722.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	722.00	25.97	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	315.78	260.86	491.81
投资活动现金流出小计	315.78	260.86	491.81
投资活动产生的现金流量净额	406.22	-234.89	-491.81
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	440.00	0.00	1,811.12
取得借款所收到的现金	2,250.00	10,166.50	1,201.00
筹资活动现金流入小计	2,690.00	11,245.50	3,012.12
偿还债务所支付的现金	4,250.00	613.00	240.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	0.00	1,079.00	475.72
筹资活动现金流出小计	4,250.00	1,692.00	715.72
筹资活动产生的现金流量净额	-1,560.00	9,553.50	2,296.40
四、现金及现金等价物净增加额	1,003.43	-2,293.10	-5,861.05
加：期初现金及现金等价物余额	2,841.35	5,134.45	10,995.50
五、期末现金及现金等价物余额	3,844.78	2,841.35	5,134.45

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	-528.25	-802.91	-415.90
加：资产减值准备	374.18	203.67	-171.42
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	371.07	470.52	403.02
无形资产摊销	18.75	50.34	25.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	13.02	17.24	13.13
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-148.51	0.00	-63.68
存货的减少（增加以“-”号填列）	1,243.34	382.55	-323.62
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-6,013.34	-12,386.74	-4,832.82
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	6,826.94	453.63	-2,299.76
经营活动产生的现金流量净额	2,157.21	-11,611.71	-7,665.64
现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	3,844.78	2,841.35	5,134.45
减：现金的年初余额	2,841.35	5,134.45	10,995.50
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	1,003.43	-2,293.10	-5,861.05

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	25.51%	30.97%	37.69%
收现比	0.94	0.56	1.15
EBITDA（万元）	-223.71	-277.05	92.60
产权比率	94.35%	74.04%	32.78%
资产负债率	48.55%	42.54%	24.69%
流动比率	3.20	6.40	25.68
速动比率	3.07	5.89	22.94
有息债务（万元）	25,792.87	20,786.28	11,232.78
有息债务/EBITDA	-79.99	-75.03	121.30

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年底纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
肇州县城市建设投资开发有限公司	1,000	100%	对城市建设项目投资；房地产开发经营、房屋工程建筑、水利工程建筑；城市园林绿化；代理发布国内广告；室内装饰装修
肇州县和平垃圾处理有限公司	20	100%	城市垃圾的收集、运输、处理、处置和综合利用（危险废物除外）
肇州县天瑞农业投资有限公司	1,000	100%	对农、林、牧、渔业的投资；现代农业项目开发；对下岗失业人员和农村妇女创业提供政策性贷款担保；化肥零售；销售不再分装的包装种子；建筑材料销售
肇州县兴工投资管理有限公司	2,000	100%	对制造业、建筑业、房地产业、道路运输业、水的生产和供应业、仓储业进行投资；代理、设计、制作、发布国内广告；房屋出租；场地、设施租赁
肇州县杏山污水处理有限公司	1,000	100%	污水处理及再生利用

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
有息债务	其他应付款（有息部分）+一年内到期的非流动负债+应付债券+长期借款+长期应付款

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

依兰县国有资产经营有限责任公司

2018 年主体长期信用 跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【1330】号 01

分析师

姓名:
程前 王硕

电话:
010-66216006

邮箱:
chengq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法,该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址:深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

依兰县国有资产经营有限责任公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 7 月 20 日	2017 年 7 月 13 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对依兰县国有资产经营有限责任公司(以下简称“公司”)主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司继续获得较大力度的外部支持。同时鹏元也关注到公司代建项目收入持续性及 BT 项目结转确认收入的时点尚不确定;公司应收类款项规模较大,回款时间不确定,对公司资金形成一定占用;公司面临一定的有息债务偿付压力等风险因素。

正面:

- 公司继续获得较大力度的外部支持。2017 年公司获得各项政府补助合计 4,230.09 万元。此外,根据依兰县财政局提供的说明文件,公司应付债券产生的利息由当地财政负担。

关注：

- 公司代建项目收入持续性及 BT 项目结转确认收入的时点尚不确定。截至 2017 年底，公司无在建代建项目，同时公司所参与 BT 项目已完工，但截至目前，政府尚未支付回购款，公司代建项目收入持续性及 BT 项目结转确认收入的时点尚不确定。
- 公司应收类款项规模较大，回款时间不确定，对公司资金形成一定占用。截至 2017 年底，公司应收类款项余额为 73,452.39 万元，占总资产的比重为 57.89%，主要为应收依兰县政府单位款项，回款时间受依兰县财政状况影响而存在较大的不确定性，对公司资金形成一定占用。
- 公司面临一定的有息债务偿付压力。截至 2017 年底，公司资产负债率为 63.26%，有息债务总额为 36,352.32 万元，占总负债的比重为 45.29%，剔除由政府负责偿还的债券（金额为 15,000.00 万元）后，公司仍面临一定的有息债务偿付压力。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	126,872.87	123,438.81	128,670.14
所有者权益（万元）	46,607.16	44,285.62	58,915.96
有息债务（万元）	36,352.32	42,012.11	51,212.11
资产负债率	63.26%	64.12%	54.21%
流动比率	1.46	1.74	2.63
营业收入（万元）	11,505.56	13,706.48	14,706.15
其他收益（万元）	2,646.68	0.00	0.00
营业外收入（万元）	1,683.30	5,668.95	4,306.40
利润总额（万元）	834.46	3,460.66	2,261.24
综合毛利率	18.23%	30.17%	31.36%
EBITDA（万元）	2,559.54	5,479.34	4,955.95
EBITDA 利息保障倍数	2.34	3.96	2.55
经营活动现金流净额（万元）	2,146.09	-7,573.98	-10,992.55

注：2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

一、主体概况

2017年公司注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，公司注册资本仍为7,000.00万元，唯一股东及实际控制人仍为依兰县国有资产管理委员会办公室。2018年2月，根据《依兰县国有资产经营有限责任公司任免令》，公司法定代表人由何宪光变更为沈宏宇。2017年纳入公司合并报表范围的子公司未发生变化。

截至2017年末，公司资产总额为126,872.87万元，所有者权益合计为46,607.16万元，资产负债率为63.26%。2017年，公司实现营业收入11,505.56万元，利润总额834.46万元，经营活动现金净流入2,146.09万元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有

效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

依兰县经济规模较小，固定资产投资规模继续收缩，经济实力较弱

2017年依兰县实现地区生产总值166.5亿元，按可比价格计算，同比下滑4.7%。分产业看，依兰县第一产业实现增加值34.5亿元，下滑15%；第二产业实现增加值49.6亿元，下滑12.9%；第三产业实现增加值82.4亿元，增长9.5%。三次产业结构由2016年的24.56:33.83:41.56调整为2017年的20.72:29.79:49.49，第三产业占比有所提高。2017年依兰县人均地区生产总值为4.31万元，为同期全国平均水平的72.19%。

固定资产投资方面，2017年依兰县固定资产投资规模继续收缩，全年完成58.5亿元，同比下滑9.1%，固定资产投资对经济的拉动作用减弱。消费方面，2017年依兰县共实现社会消费品零售总额68.0亿元，同比增长9.1%。金融方面，2017年依兰县各类金融机构存款余额同比增长10.4%，贷款余额同比下降3.84%。

表 2 2016-2017 年依兰县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	166.5	-4.7%	180.0	7.1%
第一产业增加值	34.5	-15%	44.2	9.2%
第二产业增加值	49.6	-12.9%	60.9	5.5%
第三产业增加值	82.4	9.5%	74.8	6.9%
工业增加值	28.8	-17%	38.7	5.5%
全年固定资产投资	58.5	-9.1%	64.3	-19.7%
社会消费品零售总额	68.0	9.1%	62.4	11.7%
存款余额	101.4	10.4%	91.3	11.7%
贷款余额	49.1	-3.84%	51.1	8.0%
人均 GDP（万元）	4.31		4.5	
人均 GDP/全国人均 GDP	72.19%		83.33%	

资料来源：依兰县统计局，鹏元整理

依兰县公共财政收入规模较小，财政自给能力较弱，对上级补助依赖较大

2017年依兰县实现地方综合财力28.01亿元，同比变化不大。从地方综合财力构成看，上级补助收入占比较大，是地方综合财力的最主要来源，2017年依兰县获得23.83亿元上级补助收入，占当年地方综合财力的比重为85.08%，上级补助收入以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配程度不高。2017年依兰县公共财政收入为3.91亿元，占地方综合财力的比重为13.96%，公共财政收入规模较小，对地方综合财力的贡献度不大。2017年公共财政收入中，税收收入占比为64.45%，公

共财政收入质量一般。2017年依兰县实现政府性基金收入0.27亿元，依兰县土地出让规模较小，对地方综合财力的贡献较小。

表 3 2016-2017 年依兰县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力（一+二+三）	28.01	27.83
（一）公共财政收入	3.91	3.58
其中：税收收入	2.52	2.61
非税收入	1.39	0.97
（二）上级补助收入	23.83	23.48
其中：返还性收入	1.71	1.37
一般性转移支付收入	12.79	12.25
专项转移支付	9.33	9.86
（三）政府性基金收入	0.27	0.77
其中：土地出让收入	0.15	0.61
财政支出（一+二）	30.03	27.01
（一）公共财政支出	29.80	26.15
（二）政府性基金支出	0.23	0.86
财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）	13.12%	13.69%

资料来源：依兰县财政局，鹏元整理

财政支出方面，依兰县财政支出以公共财政支出为主。公共财政支出主要用于教育、社会保障和就业、医疗卫生等。2017年依兰县财政自给率为13.12%，财政自给能力较弱，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，需要上级补助等其他方面的收入来补足。

整体来看，2017年依兰县公共财政收入规模较小，财政自给率较低，对上级补助的依赖程度较高。

三、经营与竞争

工程代建业务仍是公司最主要的收入来源，2017年工程代建业务实现收入9,314.73万元，占当期营业收入的比重为80.96%，此外林木销售、电力销售、宾馆住宿和餐饮及其他业务合计实现收入2,190.83万元，丰富了公司收入来源，2017年受禁止木林采伐的政策因素影响，公司林木销售收入同比大幅下降。毛利率方面，受林木销售业务收入规模、毛利率水平大幅减少影响，公司综合毛利率同比下降11.94个百分点，为18.23%。

表 4 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	9,314.73	14.17%	8,354.38	13.00%
林木销售	35.43	-366.41%	3,003.22	62.99%
电力销售	1,870.02	55.95%	1,990.60	56.59%
宾馆住宿和餐饮	170.35	-120.64%	153.59	-86.11%
其他业务	115.03	57.70%	204.69	79.53%
合计	11,505.56	18.23%	13,706.48	30.17%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司代建项目尚未确认收入较多，同时参与的BT项目已完工也未确认收入，但公司代建项目收入持续性及BT项目结转确认收入的时点尚不确定

工程代建业务是公司最主要的收入来源。公司工程代建业务的主要运作模式为：依兰县政府就依兰县内需要建设的基础设施项目分别与公司签订委托代建协议，协议约定代建工程项目工程款由依兰县政府根据审计结果据实结算，工程款由依兰县政府根据财力进行支付，不足部分由公司进行融资解决。代建项目结算方面，公司根据项目实际发生的成本上浮15%每年确认一次进度款；全部竣工且经验收合格后，依兰县人民政府根据审计后的工程总款项上浮15%向公司结算费用。实际操作中，公司依据依兰县政府根据财力回购的项目部分实际发生的成本上浮15%每年确认一次进度款。2017年公司确认工程代建收入9,314.73万元，结转代建项目施工成本7,995.14万元。

截至2017年底，公司无在建代建项目，存货中所涉及代建项目均已完工，代建工程成本2.61亿元尚未确认收入，这部分存货未来可为公司带来一定的工程代建收入，但收入持续性尚不确定。

截至2017年底，公司参与的BT项目为依兰县城南入城口棚户区改造建设项目，该项目主要由哈尔滨北兴房屋开发有限公司承建，于2014年11月开工建设，计划总投资36,647.40万元，截至2017年底，该项目已完工，累计投资36,524.20万元，公司参与投入的20,000.00万元资金已使用完毕。公司已就城南入城口棚户区改造建设项目与依兰县政府签署了《依兰县城南入城口棚户区改造建设项目建设-移交（BT）合作协议书》，政府按照成本加成的方式上浮20%向公司结算，公司参与该BT项目可实现收入2.4亿元。但值得注意的是，截至目前，政府并未支付回购款，公司在其他应收款科目核算该项目，尚未结转成本确认收入。考虑到回购款的付款方为当地政府，坏账风险较低，但BT项目结转确认收入的时点尚不确定。

林木销售业务、电力销售及宾馆住宿和餐饮业务是公司收入的重要补充，但2017年公司林木销售业务收入大幅下降

2009年12月31日，根据依兰县政府文件（依政发【2009】43号），依兰县政府将依兰

县林业局先锋林场、依兰县林业局烟筒山林场、依兰县五国城宾馆和黑龙江省依兰晨光发电厂100%的股权划转给公司。2017年受禁止木材采伐的政策因素影响，依兰县林业局先锋林场和依兰县林业局烟筒山林场合计实现林木销售收入35.43万元，同比大幅下降，同时林木销售业务毛利率为-366.41%。该业务受国家相关政策影响较大，后续收入持续性存在较大不确定性。

黑龙江省依兰晨光发电厂主要业务为发电生产，电力主要销售至国家电网，2017年实现电力销售收入1,870.02万元，毛利率为55.95%。公司宾馆住宿和餐饮收入主要来源于子公司依兰县五国城宾馆，该宾馆为政府定点接待宾馆，不对外营业，故收入规模较小，盈利较差。

2017年公司继续得到较大力度的外部支持

作为依兰县重要的基础设施投融资和建设主体，为进一步提高公司综合实力、融资能力，依兰县人民政府继续给予公司较大力度的支持。2017年公司获得各项政府补助合计4,230.09万元。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围子公司未发生变化。

资产结构与质量

公司资产以应收类款项及工程项目为主，整体流动性较弱

截至2017年底，公司资产总额为126,872.87万元，同比略有增长。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为80.24%。

表5 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,186.88	1.72%	6,877.38	5.57%
应收账款	14,146.59	11.15%	14,178.45	11.49%
其他应收款	59,305.80	46.74%	51,572.51	41.78%

存货	26,130.80	20.60%	26,526.98	21.49%
流动资产合计	101,807.64	80.24%	99,395.45	80.52%
固定资产	9,352.62	7.37%	6,661.86	5.40%
无形资产	13,800.01	10.88%	14,127.48	11.44%
非流动资产合计	25,065.23	19.76%	24,043.36	19.48%
资产总计	126,872.87	100.00%	123,438.81	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货组成。截至2017年底，公司货币资金为2,186.88万元，主要由银行存款构成。截至2017年底，公司应收账款为14,146.59万元，其中应收依兰县财政局代建工程款为12,511.79万元，2017年公司计提应收账款坏账准备20.33万元。截至2017年底，公司其他应收款余额为59,305.80万元，其中应收哈佳铁路指挥部往来款21,525.83万元、哈尔滨北兴房屋开发有限责任公司棚户区项目借款17,000.00万元、土地收储中心棚户区征地款7,000.00万元，其他应收款账龄主要集中在3年以内。鉴于公司应收类款项应收对象较为集中，主要为应收依兰县政府单位的工程代建款项、往来款，回款受依兰县财政状况影响较大，款项是否能及时收回存在一定的不确定性。截至2017年底，公司存货余额为26,130.80万元，其中代建工程成本26,130.80万元，主要为松花江大桥、依兰县污水处理等项目。

公司非流动资产主要为固定资产及无形资产。截至2017年底，公司固定资产账面价值为9,352.62万元，主要为黑龙江依兰晨光发电厂、依兰县林业局先锋林场、依兰县林业局烟筒山林场自建自用的房屋建筑物及机器设备。截至2017年底，公司无形资产账面价值为13,800.01万元，主要是公司拥有的土地资产，土地性质主要为商服、工业用地，已全部用于抵押。

整体来看，公司资产以应收依兰县政府单位的相关款项及代建项目等资产为主，应收类款项规模较大，受依兰县财政状况影响，该款项是否能及时收回存在一定的不确定性，且截至2017年底，公司账面价值合计14,116.26万元的资产已用于抵押，其中用于抵押的土地账面价值为13,800.01万元，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司代建项目及BT项目尚未确认收入金额较大，但后续何时结转尚不确定；外部支持对公司利润贡献较大

2017年公司实现营业收入11,505.56万元，受林木销售业务收入大幅减少影响，同比减少16.06%，其中工程代建业务实现收入9,314.73万元，占营业收入的比重为80.96%。公司

工程代建项目基本已经完工，2.61亿元代建工程投资部分尚未确认收入结转成本，同时后续BT项目将实现收入2.4亿元，但后续何时结转尚不确定。

从毛利率水平来看，2017年受林木销售业务规模大幅减少及毛利率下降影响，公司综合毛利率同比下降11.94个百分点，为18.23%。2017年公司营业利润亏损772.17万元，受会计准则更新，公司将与企业日常活动相关的政府补助计入其他收益影响，亏损规模较上年有所减少。2017年公司获得各项政府补助合计4,230.09万元，一定程度上弥补了公司亏损。

表 6 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	11,505.56	13,706.48
其他收益	2,646.68	0.00
营业利润	-772.17	-2,084.35
营业外收入	1,683.30	5,668.95
利润总额	834.46	3,460.66
综合毛利率	18.23%	30.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业回款情况较差，有息债务规模较大，未来面临一定的筹资压力

2017年公司营业活动收现比仅为0.20，公司经营活动现金流入主要依赖于往来借款及财政补贴款。2017年公司经营活动现金流出14,716.37万元，主要用于支付往来款项，2017年公司经营活动现金净流入2,146.09万元。

公司投资活动现金流出主要系购置房屋等长期资产所发生的现金支出，2017年公司投资活动现金净流出153.15万元。2017年公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，筹资活动现金净流出6,683.43万元。截至2017年末，公司有息负债为36,352.32万元，规模较大，未来公司面临一定的筹资压力。

表 7 2016-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.20	0.46
销售商品、提供劳务收到的现金	2,287.31	6,340.50
收到的其他与经营活动有关的现金	14,575.15	29,403.88
经营活动现金流入小计	16,862.47	35,744.37
购买商品、接受劳务支付的现金	854.55	7,638.52
支付的其他与经营活动有关的现金	11,316.91	32,676.56
经营活动现金流出小计	14,716.37	43,318.35

经营活动产生的现金流量净额	2,146.09	-7,573.98
投资活动产生的现金流量净额	-153.15	-267.62
筹资活动产生的现金流量净额	-6,683.43	4,078.87
现金及现金等价物净增加额	-4,690.50	-3,762.73

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的债务压力

截至2017年底，公司负债总额为80,265.70万元，同比变化不大；公司所有者权益为46,607.16万元，同比增长5.24%，公司产权比率为172.22%，所有者权益对负债的覆盖能力较弱。

表 8 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	80,265.70	79,153.18
所有者权益	46,607.16	44,285.62
产权比率	172.22%	178.73%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以流动负债为主，截至2017年底，流动负债占总负债的比重为86.68%。

表 9 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	3,651.55	4.55%	4,196.33	5.30%
其他应付款	57,495.78	71.63%	48,104.30	60.77%
一年内到期的非流动负债	5,000.00	6.23%	0.00	0.00%
流动负债合计	69,577.19	86.68%	57,096.84	72.13%
应付债券	9,932.32	12.37%	19,932.32	25.18%
非流动负债合计	10,688.51	13.32%	22,056.34	27.87%
负债合计	80,265.70	100.00%	79,153.18	100.00%
有息债务	36,352.32	45.29%	42,012.11	53.08%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为应付账款、其他应付款及一年的到期的非流动负债。截至2017年底，公司应付账款余额为3,651.55万元，主要为应付工程款，账龄主要集中在两年以内。截至2017年底，公司其他应付款余额为57,495.78万元，其中应付依兰县财政局往来款29,160.00万元，应付黑龙江龙兴国际资源开发集团有限公司21,350.00万元（该借款系哈佳铁路项目

借款，借款期限为30年，借款利率为基准利率）。

公司非流动负债主要是应付债券。截至2017年底，公司应付债券账面余额为9,932.32万元，受偿还部分债券本金、部分应付债券转入一年内到期的应付债券等因素影响，同比减少50.17%。

截至2017年底，公司有息债务金额为36,352.32万元，占总负债的比重为45.29%，剔除由政府承担的15,000.00万元债券后，公司有息债务金额仍相对较大；从公司偿债安排看，公司面临一定的偿债压力。

表 10 2018-2020 年公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
偿还额	5,420	5,500	5,500

资料来源：公司提供

偿债能力方面，截至2017年底，公司资产负债率为63.26%，处于较高水平；公司流动比率、速动比率同比均略有下降。鉴于变现较差的存货及应收类款项规模较大，公司短期偿债能力较差。同时，公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数均有所下降，长期偿债能力较差。此外，截至2017年底，公司可供抵押的有效资产不足，未来融资空间受到一定限制。

表 11 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	63.26%	64.12%
流动比率	1.46	1.74
速动比率	1.09	1.28
EBITDA（万元）	2,559.54	5,479.34
EBITDA 利息保障倍数	2.34	3.96
有息债务/EBITDA	14.20	7.67

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

2017年，公司继续获得较大力度的外部支持。同时我们也关注到，公司代建项目收入持续性及BT项目结转确认收入的时点尚不确定；公司应收款项规模较大，回款时间受依兰县财政状况影响而存在较大的不确定性，对公司资金形成一定占用；公司面临一定的有息债务偿付压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	2,186.88	6,877.38	10,640.10
应收账款	14,146.59	14,178.45	6,343.22
预付款项	37.56	240.13	271.66
其他应收款	59,305.80	51,572.51	61,302.63
存货	26,130.80	26,526.98	27,615.41
流动资产合计	101,807.64	99,395.45	106,173.02
固定资产	9,352.62	6,661.86	6,699.87
在建工程	0.00	1,343.13	1,341.64
无形资产	13,800.01	14,127.48	14,454.96
递延所得税资产	2.60	0.88	0.65
非流动资产合计	25,065.23	24,043.36	22,497.12
资产总计	126,872.87	123,438.81	128,670.14
短期借款	0.00	1,509.79	1,509.79
应付账款	3,651.55	4,196.33	3,871.54
预收款项	116.40	4.70	2.61
应付职工薪酬	266.70	503.37	1,823.74
应交税费	2,943.21	2,636.37	2,186.30
应付利息	103.54	142.00	142.00
其他应付款	57,495.78	48,104.30	28,986.29
一年内到期的非流动负债	5,000.00	0.00	1,800.00
流动负债合计	69,577.19	57,096.84	40,322.27
长期借款	70.00	1,070.00	8,470.00
应付债券	9,932.32	19,932.32	19,932.32
专项应付款	686.19	1,054.02	1,029.58
非流动负债合计	10,688.51	22,056.34	29,431.90
负债合计	80,265.70	79,153.18	69,754.18
实收资本	7,000.00	7,000.00	16,600.00
资本公积	27,980.67	26,494.08	34,982.99
盈余公积	922.71	825.82	754.98
未分配利润	10,703.78	9,965.72	6,577.99
归属于母公司所有者权益合计	46,607.16	44,285.62	58,915.96
所有者权益合计	46,607.16	44,285.62	58,915.96
负债和所有者权益总计	126,872.87	123,438.81	128,670.14

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	11,505.56	13,706.48	14,706.15
其中：营业收入	11,505.56	13,706.48	14,706.15
二、营业总成本	14,924.41	15,585.09	16,539.75
其中：营业成本	9,408.63	9,571.52	10,094.69
营业税金及附加	65.51	77.88	61.09
销售费用	347.81	172.79	236.98
管理费用	2,452.45	2,740.38	2,447.56
财务费用	2,660.37	3,001.37	3,689.40
资产减值损失	-10.37	21.15	10.03
其他收益	2,646.68	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-772.17	-2,084.35	-1,833.60
加：营业外收入	1,683.30	5,668.95	4,306.40
减：营业外支出	76.67	123.94	211.56
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	834.46	3,460.66	2,261.24
减：所得税费用	-0.48	2.09	8.02
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	834.95	3,458.57	2,253.22
归属于母公司股东的净利润	834.95	3,458.57	2,253.22
六、综合收益总额	834.95	3,458.57	2,253.22
归属于母公司所有者的综合收益总额	834.95	3,458.57	2,253.22

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	2,287.31	6,340.50	14,597.04
收到的其他与经营活动有关的现金	14,575.15	29,403.88	9,654.50
经营活动现金流入小计	16,862.47	35,744.37	24,251.54
购买商品、接受劳务支付的现金	854.55	7,638.52	11,053.35
支付给职工以及为职工支付的现金	2,449.47	2,857.28	1,658.18
支付的各项税费	95.45	145.99	343.40
支付的其他与经营活动有关的现金	11,316.91	32,676.56	22,189.16
经营活动现金流出小计	14,716.37	43,318.35	35,244.09
经营活动产生的现金流量净额	2,146.09	-7,573.98	-10,992.55
二、投资活动产生的现金流量			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	0.00	12.30	21.52
投资活动现金流入小计	0.00	12.30	21.52
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	153.15	279.92	488.03
投资活动现金流出小计	153.15	279.92	488.03
投资活动产生的现金流量净额	-153.15	-267.62	-466.51
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	99.77
收到的其他与筹资活动有关的现金	10.77	16,209.42	10,500.00
筹资活动现金流入小计	10.77	16,209.42	10,599.77
偿还债务所支付的现金	5,000.00	9,317.21	6,800.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1,504.20	2,813.33	3,360.42
筹资活动现金流出小计	6,694.20	12,130.55	10,160.42
筹资活动产生的现金流量净额	-6,683.43	4,078.87	439.35
四、现金及现金等价物净增加额	-4,690.50	-3,762.73	-11,019.71
加：期初现金及现金等价物的余额	6,877.38	10,640.10	21,659.81
五、期末现金及现金等价物的余额	2,186.88	6,877.38	10,640.10

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	834.95	3,458.57	2,253.22
加：资产减值准备	-10.37	21.15	10.03
固定资产和投资性房地产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	302.17	306.47	426.88
无形资产摊销	327.48	327.48	327.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以"－"号填列)	0.00	20.59	-7.65
财务费用(收益以"－"号填列)	2,679.43	3,013.33	3,492.74
递延所得税资产减少(增加以"－"号填列)	-1.73	-0.23	-0.45
存货的减少(增加以"－"号填列)	1,629.42	1,088.43	-2,859.66
经营性应收项目的减少(增加以"－"号填列)	-8,333.91	1,926.78	-15,904.48
经营性应付项目的增加(减少以"－"号填列)	4,688.20	-17,736.55	1,269.34
经营活动产生的现金流量净额	2,146.09	-7,573.98	-10,992.55

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	18.23%	30.17%	31.36%
EBITDA（万元）	2,559.54	5,479.34	4,955.95
EBITDA 利息保障倍数	2.34	3.96	2.55
资产负债率	63.26%	64.12%	54.21%
流动比率	1.46	1.74	2.63
速动比率	1.09	1.28	1.95
有息债务（万元）	36,352.32	42,012.11	51,212.11
有息债务/EBITDA	14.20	7.67	10.33
收现比	0.20	0.46	0.99

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年底纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
黑龙江省依兰晨光发电厂	1,750.00	100.00%	水力发电
依兰县林业局先锋林场	87.00	100.00%	木材销售、林伐产品、抚育材生产
依兰县林业局烟筒山林场	39.60	100.00%	抚育伐销售、营林生产、多种经营
依兰县五国城宾馆	2,000.00	100.00%	餐饮、住宿

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+其他应付款（有息部分）+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

肇源县祥生建设投资有限公司

2018 年主体长期信用 跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1331】号 01

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

肇源县祥生建设投资有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 19 日	2017 年 11 月 29 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对肇源县祥生建设投资有限公司（以下简称“肇源祥生”或“公司”）主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司收入及毛利率实现增长，供水业务在当地具有一定垄断性。同时鹏元也关注到了公司工程代建业务的持续性尚待观察，资产流动性较弱，面临一定的刚性债务压力等风险因素。

正面：

- 公司收入和毛利率实现增长。2017 年公司新增对外融资收入，同时自来水销售收入保持增长，2017 年营业收入增长 33.96%，综合毛利率提高 21.11 个百分点至 56.08%。
- 公司供水业务在当地具有一定垄断性。公司是地区供水业务唯一经营者，2017 年公司实现供水业务收入 880.52 万元，同比增长 27.46%，未来随着给水改扩建工程的完工，公司有望进一步提高供水能力，增强供水业务盈利能力。

关注：

- **公司工程代建业务持续性尚待观察。**虽然公司就肇源县西海老城区棚户区改造建设项目与肇源县人民政府签署了合作协议，但 2017 年该项目未按照约定实现收入，需关注公司工程代建业务持续性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、固定资产和其他非流动资产为主，2017 年末三者占总资产的比重为 83.96%，其他非流动资产全部为公益性资产，账面价值 3.81 亿元，部分房产、土地使用权已用于抵押，其他应收款¹对公司资金形成占用，欠款单位黑龙江省鑫源物业有限公司（以下简称“鑫源物业”）及黑龙江中伟基房地产开发有限公司（以下简称“中伟基”）均为失信被执行人，目前上述两家公司涉及多起诉讼，公司应收款项面临一定资金回收风险。
- **公司面临一定的刚性债务压力。**2017 年末，公司有息债务合计 1.71 亿元，其中短期有息债务为 0.45 亿元，公司面临一定刚性债务压力。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	133,592.08	136,418.44	142,227.78
所有者权益合计（万元）	91,732.23	91,358.56	90,765.59
有息债务（万元）	17,130.12	22,141.60	31,779.01
资产负债率	31.33%	33.03%	36.18%
流动比率	1.73	4.07	4.49
营业收入（万元）	2,842.76	2,122.14	1,166.36
利润总额（万元）	678.75	601.43	199.20
综合毛利率	56.08%	34.97%	-20.46%
EBITDA（万元）	1,130.65	2,319.28	1,954.14
经营活动现金流净额（万元）	4,643.24	2,824.34	-16,431.74

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

¹ 截至 2017 年末，公司与鑫源物业及中伟基往来款账面价值分别为 7,747 万元及 7,500 万元，合计为 15,247 万元。

一、主体概况

2017年度，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人、合并报表范围均未发生变化。截至2018年6月30日，公司注册资本仍为50,000万元，肇源县国有资产监督管理委员会持有公司100%的股份，为公司唯一股东，实际控制人仍为肇源县人民政府。

公司于2018年5月23日发布公告：根据《肇源县国有资产监督管理委员会文件》（源国资发【2017】3号）、《中共肇源县委组织部文件》（源组干字【2017】48号），经肇源县委决定，任命左右文为公司董事长及法人，并已完成工商变更登记。公司董事、监事及高级管理人员在政府任职情况如表1所示。政府兼职人员在公司的任职均经过肇源县政府常务会议批准，未在公司领取薪酬。

表1 截至2018年6月末公司董事、监事及高管在政府任职情况

姓名	公司职位	政府任职
左右文	董事长	肇源县国有资产运营中心主任
焦洋	副董事长	肇源县国有资产运营中心副主任
宋大伟	董事	肇源县国有资产运营中心办公室主任
王连和	监事会主席	工信局局长
赵忠国	监事会副主席	肇源县国有资产运营中心办公室副主任

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为13.36亿元，所有者权益合计9.17亿元，资产负债率为31.33%；2017年度，公司实现营业收入0.28亿元，利润总额0.07亿元，经营活动现金净流入0.46亿元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项

义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押

	号)		
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266 号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92 号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年肇源县地区生产总值绝对值进一步下滑,且经济规模仍偏小

2017年,肇源县地区生产总值为127.10亿元,绝对值较上年下降28.02亿元,地区生产总值绝对值进一步下滑,且经济规模仍偏小。2017年,肇源县固定资产投资达到49.00亿元,按可比价格,同比增长18.1%;实现社会消费品零售总额26.50亿元,同比增长6.9%。

表3 肇源县主要经济指标(单位:亿元)

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	127.10	5.8%	155.12	5.6%
第一产业增加值	-	-	-	-
第二产业增加值	-	-	-	-
第三产业增加值	47.60	6.5%	44.05	6.5%
工业增加值	34.60	-	68.55	6.3%
固定资产投资	49.00	18.1%	41.48	-
社会消费品零售总额	26.50	6.9%	24.78	6.6%

资料来源:肇源县 2016 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2017 年国民经济和社会发展规划、肇源县 2017 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展规划,鹏元整理

2017年肇源县实现农业增加值44.5亿元,同比增长5.9%,农作物播种面积265万亩,粮食总产实现26.4亿斤。第二产业方面,2017年肇源县实现工业增加值34.6亿元,实现规模以上工业增加值5.3亿元,全年新增规上企业15户,净增6户。2017年肇源县第三产业增加值

实现47.6亿元，增长6.5%；旅游产业与大庆文体旅游集团深入对接；电商产业园晋升为省级中小企业创业孵化基地，启动县级自建电商平台建设，电商进社区便民服务中心正式运营。

肇源县公共财政收入有所增长，地方综合财力对上级补助收入依赖仍较大，财政自给率低

2017年肇源县地方综合财力为25.08亿元，同比增长1.87%，地方综合财力有所增强。从地方综合财力构成来看，2017年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为12.77%、82.46%和4.77%，上级补助收入仍是地方综合财力的最主要来源。

2017年肇源县实现公共财政收入3.20亿元，同比增长6.51%。其中，税收收入2.28亿元，同比增长5.64%，占公共财政收入的比重为71.33%。

肇源县上级补助收入一直为地方综合财力的最主要来源，并以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主。2017年，肇源县共获得上级补助收入20.68亿元，同比增长3.16%，占地方综合财力的比重达82.46%，地方财政对上级补助收入依赖仍较大。

肇源县政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2017年政府性基金收入为1.20亿元，同比减少23.59%，其中国有土地使用权出让收入0.98亿元，同比下滑29.10%，考虑到国有土地使用权出让收入受房地产市场景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性。

财政支出方面，肇源县财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主，2017年肇源县财政支出为27.24亿元，同比增长6.71%，其中公共财政支出25.99亿元，同比增长9.76%。政府性基金支出随政府性基金收入减少而下降，2017年支出金额为1.25亿元。2017年肇源县财政自给率为12.32%，较2016年下降0.38个百分点，财政自给能力较差。

表4 肇源县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	250,757	246,164
（一）公共财政收入	32,023	30,066
其中：税收收入	22,841	21,621
非税收入	9,182	8,445
（二）上级补助收入	206,767	200,437
其中：返还性收入	25,811	19,983
一般性转移支付收入	111,830	100,802
专项转移支付收入	69,126	79,652
（三）政府性基金收入	11,967	15,661
其中：国有土地使用权出让收入	9,804	13,828

财政支出	272,356	255,223
（四）公共财政支出	259,893	236,777
（五）政府性基金支出	12,463	18,446
财政自给率	12.32%	12.70%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+政府性基金补助收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：肇源县财政局，鹏元整理

三、经营与竞争

公司营业收入来源于对外融资收入、自来水销售、租赁业务和污水处理，2017年公司新增对外融资收入²同时自来水销售收入增长，营业收入同比增长33.96%至2,842.96万元。另外，租赁收入同比下滑较多主要系2016年以前很多园区入驻企业未支付租赁费用，在2016年底进行了补缴；污水处理收入下降较多主要系该项业务已外包第三方公司运营，费用由第三方收取。毛利率方面，由于收入结构发生变化，公司2017年毛利率增至56.08%，公司营业收入构成及毛利率情况如下所示。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
对外融资收入	1,718.41	100.00%	-	-
自来水销售	880.52	1.45%	690.83	7.68%
租赁收入	241.10	-57.99%	1,308.11	74.07%
污水处理	2.72	100.00%	123.20	-227.15%
合计	2,842.76	56.08%	2,122.14	34.97%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

虽然公司就肇源县西海老城区棚户区改造建设项目与肇源县人民政府签署了合作协议，但2017年该项目未按照约定实现收入，且需关注公司工程代建业务的持续性

公司作为肇源县重要的城市基础设施投融资及建设主体，自成立以来，已先后投资建设了多个医院、污水处理、低产田改造以及节水增粮项目。公司的基础设施建设主要采取与肇源县人民政府签订委托代建协议的模式进行，由公司负责项目投融资和建设，在项目建成后移交给肇源县人民政府，肇源县人民政府按照工程总款项上浮一定比例支付总金额。

公司就肇源县西海老城区棚户区改造建设项目与肇源县人民政府签署了《肇源县西海

² 对外融资收入主要为对黑龙江中伟基房地产开发有限公司、黑龙江省鑫源物业有限公司等的借款利息收入。

老城区棚户区改造建设项目建设-移交（BT）合作协议书》，具体回购安排如表6所示。肇源县西海老城区棚户区改造建设项目由公司委托黑龙江中伟基房地产开发有限公司进行开发建设，截至2017年6月30日，该项目已完工，但2017年该项目仍未按照协议约定实现收入，且公司暂无其他在建、拟建代建项目，未来需关注公司工程代建业务持续性。

表6 肇源县西海老城区棚户区改造建设项目协议约定回购安排（单位：万元）

回购时间	回购金额
2016 年	4,000.00
2017 年	4,000.00
2018 年	4,000.00
2019 年	4,000.00
2020 年	4,000.00
2021 年	4,000.00
2022 年	5,183.76
合计	29,183.76

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是地区供水业务唯一经营者，2017年供水业务收入有所增长

公司全资子公司肇源县自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）是肇源县城区供水业务的唯一经营者，负责自来水生产和供应。目前，自来水公司设计供水能力已达2.0万吨/日，2017年实际供水量370万吨，实际售水量约343万吨，供水量和售水量较2016年均有所增长。2017年，自来水销售价格较2016年维持不变，公司实现自来水销售收入880.52万元，较2016年增长27.46%，毛利率为1.45%，较2016年下降6.23个百分点，主要系供水成本及人员成本增加所致。

目前由于地区供水网络老化，以及部分老居民区尚未安装水表，公司实际售水量和实际供水量有较大的差距。公司通过给水改扩建工程对地区供水管网等设施进行更新，该项目计划总投资6,969.00万元，截至2017年末，已投入4,863.39万元，尚需投资2,105.61万元，未来随着供水网络的不断更新完善，有望降低供水成本，提高供水业务的毛利率。

表7 公司自来水供水业务情况

项目	2017 年	2016 年
设计供水能力（万吨/日）	2.0	2.0
实际供水量（万吨/年）	370	314
实际售水量（万吨/年）	343	269

资料来源：公司提供

受上年补缴因素影响，2017年公司租赁业务收入及毛利率大幅下滑

公司租赁收入主要来源于公司全资子公司黑龙江龙革投资集团有限公司（以下简称

“龙革集团”）所属大庆市肇源皮革工业园区的厂房出租收入，园区总规划面积16平方公里，现占地面积408万平方米，有厂房及附属用房建筑面积13万平方米，2017年，皮革、健康产业加快发展，园区产业不断集聚，园区实现税收8,159万元。入园企业数量逐步增加，生产规模逐步扩大，2017年园区生产企业56户，净增10户。2017年公司租赁收入为241.10万元，同比减少81.57%，但成本增长12.28%，租赁业务毛利率为-57.99%，收入大幅下滑原因主要系2016年以前很多园区入驻企业未支付租赁费用，在2016年底进行了补缴。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年期初数，报告采用新会计准则编制。2017年，纳入公司合并报表范围的子公司无变化，具体见附录五。

资产结构与质量

公司资产以房产、土地使用权及其他应收款为主，资产流动性较弱

2017年末公司总资产为13.36亿元，同比下降2.07%。从资产结构来看，以非流动资产为主，2017年末非流动资产占总资产的比重为62.26%，同比上升27.44个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款构成。2017年末，公司货币资金为0.26亿元，主要为银行存款，无受限资金。公司应收账款主要为应收肇源县人民政府的工程款，2017年末公司应收账款合计711.83万元，同比增加9.48%。公司其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2017年末其他应收款共计4.67亿元，同比下降4.06%，占总资产的比重达34.95%；其中，应收肇源县财政局往来款1.38亿元、鑫源物业往来款0.77亿元、中伟基往来款0.75亿元，金额前五大单位合计欠款3.67亿元，占其他应收款总额的比重达78.46%，其他应收款对公司资金占用较大，另外，鑫源物业及中伟基涉及多起诉讼，公司应收款项存在一定资金回收风险。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。公司投资性房地产主要为房屋建筑物及土地使用权，为2006年政府注资划入，2017年因折旧账面价值有所下降。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2017年末合计2.74

亿元，同比增加1.62%，主要是账面价值为711.64万元的国税局城区分局办公楼由在建工程转为固定资产，该房产尚未办妥产权证书。2017年末，随着国税局城区分局办公楼及部分给水扩建工程转固，2017年末公司在建工程下降38.25%至0.54亿元。公司无形资产均为土地使用权，2017年较上年增加13.82%，主要是公司对部分原归入固定资产中的土地使用权进行了重分类调整。2017年末公司其他非流动资产为3.81亿元，占总资产的28.54%，系公司将存货中的公益性资产重分类至本科目。

总体来看，公司资产规模有所下降，以其他应收款、固定资产和其他非流动资产为主，2017年末三者占总资产比重为83.96%，其他非流动资产全部为公益性资产，部分房产、土地使用权已用于抵押，受限资产账面价值合计1,871.67万元，其他应收款对公司资金形成占用，欠款单位鑫源物业及中伟基均为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，公司应收款项存在一定资金回收风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,580.61	1.93%	3,246.89	2.38%
应收账款	711.83	0.53%	650.21	0.48%
其他应收款	46,683.85	34.95%	48,660.71	35.67%
流动资产合计	50,423.65	37.74%	88,922.76	65.18%
投资性房地产	6,608.11	4.95%	6,820.09	5.00%
固定资产	27,350.41	20.47%	26,914.56	19.73%
在建工程	5,417.67	4.06%	8,772.88	6.43%
无形资产	5,549.92	4.15%	4,876.08	3.57%
其他非流动资产	38,133.56	28.54%	-	-
非流动资产合计	83,168.42	62.26%	47,495.68	34.82%
资产总计	133,592.08	100.00%	136,418.44	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和综合毛利率实现增长，但供水及租赁业务盈利能力较弱，且需关注公司工程代建业务的持续性

从收入构成来看，2017年公司营业收入主要来源于对外融资收入、自来水销售以及租赁收入。2017年公司新增对外融资收入，同时自来水销售收入增长，营业收入同比增长33.96%至2,842.76万元。肇源县西海老城区棚户区改造建设项目已和肇源县人民政府签署

了BT合作协议书，回购总金额为29,183.76万元，随着肇源县人民政府对该项目的回购，公司未来有望实现一定规模的工程回购收入，但2016-2017年该项目均未按约定实现收入，除上述棚改项目外，公司目前无其他主要代建项目，需关注公司工程代建业务的持续性。

毛利率方面，由于新增对外融资收入，2017年公司综合毛利率提高至56.08%，但公司自来水销售及租赁业务毛利率分别下滑至1.45%及-57.99%，经营性业务整体盈利能力较弱。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	2,842.76	2,122.14
营业利润	674.36	-1,161.65
利润总额	678.75	601.43
综合毛利率	56.08%	34.97%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流继续改善，但偿债支出规模较大导致现金净流出

2017年公司收入主要来源于对外融资收入、自来水销售收入和租赁收入，收现情况较好，经营收现比上升至1.08，但收现规模不大。公司收到和支付的与其他活动有关的现金主要是同其他单位的往来款，2017年公司经营活动现金净流入4,643.24万元，经营性现金流受往来款影响较大。公司投资活动现金流较小。筹资活动方面，现金流出主要为偿还债务支付的现金，2017年公司筹资活动现金净流出0.50亿元。

综合来看，2017年公司经营活动现金实现净流入且规模同比增加，但偿债支出规模较大导致账面现金净流出，账面资金减少，截至2017年末在建的给水改扩建工程尚需投资2,105.61万元，公司仍存在一定资金需求。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.08	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	3,083.82	2,258.47
收到的其他与经营活动有关的现金	16,482.14	12,338.10
经营活动现金流入小计	19,565.96	14,596.57
购买商品、接受劳务支付的现金	886.06	1,270.94
支付的其他与经营活动有关的现金	13,655.11	9,943.19
经营活动现金流出小计	14,922.72	11,772.23

经营活动产生的现金流量净额	4,643.24	2,824.34
投资活动产生的现金流量净额	-309.52	-198.23
筹资活动产生的现金流量净额	-5,000.00	-6,102.50
现金及现金等价物净增加额	-666.28	-3,476.39

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模相对较大，仍存在一定刚性债务压力

2017年末，公司负债总额为4.19亿元，同比下降7.10%。公司所有者权益变化不大，2017年末产权比率降至45.63%，权益对负债的保障程度有所提高。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	41,859.85	45,059.88
所有者权益	91,732.23	91,358.56
产权比率	45.63%	49.32%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2017年末流动负债占总负债的比重为69.82%，同比增加21.35个百分点。

公司流动负债主要由应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。应付账款主要为应付工程款。公司应交税费主要为应交营业税和企业所得税，2017年末合计0.25亿元。公司其他应付款主要为应付肇源县物业办公室、大庆市肇源皮革工业园区管委会、肇源县义顺乡东义顺村奶牛专业合作社等单位的往来款，2017年末共计2.16亿元，占公司总负债的比重达到51.62%。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2017年末共计0.45亿元。

公司非流动负债主要为应付债券。应付债券为公司与其他6家企业联合发行的“14黑重建债01”，发行总额90,000.00万元，期限为6年，票面利率7.1%，其中公司发行金额17,000.00万元。

截至2017年末，公司有息债务为1.71亿元，同比减少22.63%，占总负债的比重为40.92%；其中短期有息债务为4,497万元，存在一定短期债务压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	517.62	1.24%	489.94	1.09%

应交税费	2,501.80	5.98%	2,090.51	4.64%
其他应付款	21,609.49	51.62%	14,991.07	33.27%
一年内到期的非流动负债	4,497.00	10.74%	4,247.00	9.43%
流动负债合计	29,226.72	69.82%	21,840.78	48.47%
应付债券	12,633.12	30.18%	16,894.60	37.49%
非流动负债合计	12,633.12	30.18%	23,219.10	51.53%
负债合计	41,859.85	100.00%	45,059.88	100.00%
有息债务	17,130.12	40.92%	22,141.60	49.14%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从公司各项偿债能力指标来看，随着应付债券的偿还，公司负债总额有所下降，2017 年末公司资产负债率同比下降 1.7 个百分点。公司存货中的公益性资产重分类至其他非流动资产，导致流动比率有所下降。2017 年，公司 EBITDA 为 1,130.65 万元，同比有所下降，由于公司利息支出由地方财政支付，故 2017 年仍无利息支出，但 2017 年末公司有息债务为当年 EBITDA 的 15.15 倍，利润对有息债务的覆盖程度下降。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	31.33%	33.03%
流动比率	1.73	4.07
速动比率	1.72	2.42
EBITDA（万元）	1,130.65	2,319.28
有息债务/EBITDA	15.15	9.55

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

2017 年公司新增对外融资收入，同时自来水销售收入保持增长，2017 年公司营业收入同比增长 33.96%，综合毛利率提高 21.11 个百分点至 56.08%；公司是地区供水业务唯一经营者，2017 年公司实现供水业务收入 880.52 万元，同比增长 27.46%，未来，随着给水改扩建工程的完工，公司有望进一步提高供水能力，增强供水业务的毛利率。

同时我们也关注到，虽然公司就肇源县西海老城区棚户区改造建设项目与肇源县人民政府签署了合作协议，但 2017 年该项目未按照约定实现收入，需关注公司工程代建业务持续性；公司资产以其他应收款、固定资产和其他非流动资产为主，2017 年末三者占总资产比重为 83.96%，其他非流动资产全部为公益性资产，部分房产、土地使用权已用于抵押，其他应收款对公司资金形成占用，欠款单位鑫源物业及中伟基均为失信被执行人，目前涉

及多起诉讼，公司应收款项存在一定回收风险，公司资产流动性较弱；2017年末，公司有息债务合计1.71亿元，其中短期有息债务为0.45亿元，公司面临一定刚性债务压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	2,580.61	3,246.89	6,723.28
应收账款	711.83	650.21	3,979.63
预付款项	286.69	282.27	546.59
其他应收款	46,683.85	48,660.71	48,478.20
存货	160.67	36,082.67	37,298.09
流动资产合计	50,423.65	88,922.76	97,025.79
投资性房地产	6,608.11	6,820.09	7,032.06
固定资产	27,350.41	26,914.56	28,548.30
在建工程	5,417.67	8,772.88	4,650.12
无形资产	5,549.92	4,876.08	4,963.04
长期待摊费用	108.75	112.07	-
其他非流动资产	38,133.56	-	-
递延所得税资产	-	-	8.46
非流动资产合计	83,168.42	47,495.68	45,201.99
资产总计	133,592.08	136,418.44	142,227.78
应付账款	517.62	489.94	645.12
预收款项	84.63	13.84	6.93
应付职工薪酬	16.18	8.42	-
应交税费	2,501.80	2,090.51	2,044.94
应付利息	-	-	147.52
其他应付款	21,609.49	14,991.07	15,946.03
一年内到期的非流动负债	4,497.00	4,247.00	2,806.50
流动负债合计	29,226.72	21,840.78	21,597.05
长期借款	-	1,000.00	12,115.00
应付债券	12,633.12	16,894.60	16,857.51
长期应付款	-	5,324.50	312.00
专项应付款	-	-	580.63
非流动负债合计	12,633.12	23,219.10	29,865.14
负债合计	41,859.85	45,059.88	51,462.19
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00
资本公积	34,675.87	34,675.87	34,675.87
盈余公积	1,095.52	1,004.00	1,022.15
未分配利润	5,960.84	5,678.69	5,067.57

归属于母公司所有者权益合计	91,732.23	91,358.56	90,765.59
所有者权益合计	91,732.23	91,358.56	90,765.59
负债和所有者权益总计	133,592.08	136,418.44	142,227.78

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	2,842.76	2,122.14	1,166.36
减：营业成本	1,248.68	1,380.08	1,405.00
税金及附加	107.33	116.03	13.72
管理费用	846.07	1,733.07	1,614.15
财务费用	-14.26	28.30	-25.55
资产减值损失	-19.42	26.31	-51.23
二、营业利润（亏损以“—”号填列）	674.36	-1,161.65	-1,789.73
加：营业外收入	5.23	1,845.25	2,000.00
减：营业外支出	0.85	82.18	11.07
三、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	678.75	601.43	199.20
减：所得税费用	305.07	8.46	17.65
四、净利润（净亏损以“—”号填列）	373.67	592.97	181.54
其中：归属于母公司股东的净利润	373.67	592.97	181.54

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	3,083.82	2,258.47	1,073.44
收到其他与经营活动有关的现金	16,482.14	12,338.10	8,325.24
经营活动现金流入小计	19,565.96	14,596.57	9,398.68
购买商品、接受劳务支付的现金	886.06	1,270.94	1,965.27
支付给职工以及为职工支付的现金	342.75	458.28	449.30
支付的各项税费	38.79	99.81	89.12
支付其他与经营活动有关的现金	13,655.11	9,943.19	23,326.73
经营活动现金流出小计	14,922.72	11,772.23	25,830.42
经营活动产生的现金流量净额	4,643.24	2,824.34	-16,431.74
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	43.04
投资活动现金流入小计	-	-	43.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	309.52	198.23	684.09
投资活动现金流出小计	309.52	198.23	684.09
投资活动产生的现金流量净额	-309.52	-198.23	-641.06
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	-	-	5,247.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	1,500.51	2,010.00
筹资活动现金流入小计	-	1,500.51	7,257.00
偿还债务支付的现金	5,000.00	6,102.50	1,672.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	1,500.51	27.55
筹资活动现金流出小计	5,000.00	7,603.01	1,700.05
筹资活动产生的现金流量净额	-5,000.00	-6,102.50	5,556.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-666.28	-3,476.39	-11,515.85

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	373.67	592.97	181.54
加：资产减值准备	-19.42	26.31	-51.23
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	304.09	1,622.44	1,667.98
无形资产摊销	144.49	86.96	86.96
长期待摊费用摊销	3.33	8.45	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.20	28.03	-
递延所得税资产减少	-	-	12.81
存货的减少（增加以“-”号填列）	-41.56	1,215.42	-1,161.46
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	2,074.47	1,461.10	-23,725.85
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	1,803.97	-2,217.34	6,557.51
经营活动产生的现金流量净额	4,643.24	2,824.34	-16,431.74

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	17,130.12	22,141.60	31,779.01
资产负债率	31.33%	33.03%	36.18%
流动比率	1.73	4.07	4.49
速动比率	1.72	2.42	2.77
产权比率	45.63%	49.32%	56.70%
综合毛利率	56.08%	34.97%	-20.46%
EBITDA（万元）	1,130.65	2,319.28	1,954.14

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
肇源县自来水公司	452.00	100%	生活饮用水（集中供水）、自来水安装、维修
黑龙江龙革投资集团有限公司	5,940.00	100%	对皮革、皮毛、羽毛（绒）及其制品行业、房地产行业、运输行业进行投资、化工产品（危险品除外）销售，皮毛收购及销售
大庆市黑革经贸有限公司	20.00	100%	各类皮张、皮毛购销及进出口、供水、供暖、污水处理代收费
大庆市庆革技术服务有限公司	10.00	100%	皮革技术推广服务，皮革科技中介服务
大庆市顺革劳务派遣有限公司	50.00	100%	劳务派遣
大庆市兴革皮张收购有限公司	50.00	100%	各类禽兽皮张收购（国家限定禁止收购的除外）

资料来源：公司 2017 年审计报告（注册资本信息来自国家企业信用信息公示系统），鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司

2018 年主体长期信用 跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1328】号 01

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A	A
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 12 月 20 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司（以下简称“望奎鑫盛”或“公司”）主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司是望奎县重要的基础设施投融资及建设主体，工程代建业务收入大幅增长，且具有一定的持续性，公司继续获得外部支持。同时我们也关注到公司资产流动性较弱，收现比低，经营活动现金流表现弱，经营活动现金流净额表现较弱，以及面临较大的偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司工程代建收入大幅增长，且该业务具有一定的持续性。公司是望奎县重要的基础设施投融资及建设主体，2017 年实现工程代建收入 1.27 亿元，大幅增长，截至 2017 年末公司主要在建项目为望奎县西环路西侧区域棚户区改造项目，存货中尚有工程施工成本 4.90 亿元，公司未来仍将实现一定规模的工程代建收入。
- 公司获得较大的外部支持。2017 年公司获得政府补贴款 0.68 亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司资产中应收款项、存货及固定资产账面价值占比达 77.46%，其中应收账款和其他应收款合计 2.38 亿元，对营运资金形成占用，且回款时间较不确定；存货和固定资产仍以土地、项目开发成本及水库资产为主，土地已全部用于抵押，水库资产为公益性资产，未贡献收入，整体资产流动性较弱。
- **公司收现比低，经营活动现金流表现弱。**2017 年公司收现比为 0.43，销售收现情况仍然较差，经营活动现金流净流出 2.62 亿元，经营活动现金流表现弱。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息负债总额为 5.87 亿元，同比大幅增加，考虑到公司流动资产中开发成本和土地资产流动性较弱，一定程度上将削弱对流动负债的保障能力，2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.46，面临较大偿债压力。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	139,873.00	74,175.63	72,861.80
所有者权益（万元）	48,847.22	48,774.69	47,639.71
有息债务（万元）	58,667.41	10,561.90	11,216.00
资产负债率	65.08%	34.24%	34.62%
流动比率	6.66	7.88	9.35
营业收入（万元）	13,920.49	8,056.11	7,802.95
其他收益（万元）	6,824.98	-	-
利润总额（万元）	57.59	579.97	374.1
综合毛利率	-12.01%	16.11%	15.57%
EBITDA（万元）	604.91	1,201.51	1,002.38
EBITDA 利息保障倍数	0.46	1.23	1.11
经营活动现金流净额（万元）	-26,219.90	1,129.82	1,377.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人、合并报表范围及主营业务均未发生变化。截至2018年5月30日，公司注册资本仍为9,400万元，其中中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）、望奎县房产管理局、望奎县财政国库集中收付中心及望奎县政府服务中心持股比例分别为68.08%、18.62%、10.64%和2.66%。农发基金投资主要用于望奎县西环路西侧区块棚户区改造项目建设，项目建设期届满后，农发基金有权要求望奎县人民政府收购农发基金持有的公司股权，或以减资、市场化的方式退出，农发基金不向公司委派董事、监事和高管，不参与公司的日常经营，因此公司的实际控制人仍为望奎县人民政府。

表1 截至 2018 年 5 月 30 日公司股东构成情况

股东名称	投资额（万元）	占比
中国农发重点建设基金有限公司	6,400	68.08%
望奎县房产管理局	1,750	18.62%
望奎县财政国库集中收付中心	1,000	10.64%
望奎县政府服务中心	250	2.66%
合计	9,400	100.00%

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为13.99亿元，所有者权益合计4.88亿元，资产负债率为65.08%；2017年度，公司实现营业收入1.39亿元，利润总额57.59万元，经营活动现金净流出2.62亿元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有

所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预

金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买

	(财预[2017]87号)		服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

望奎县经济规模仍偏小,且第二和第三产业较弱

2017年望奎县经济持续发展,但经济总体规模仍偏小,2017年望奎县实现地区生产总值79.7亿元,同比增长7.1%。其中,第一产业增加值40.1亿元,同比增长7.6%;第二产业增加值25.1亿元,同比增长7.2%;第三产业增加值14.5亿元,同比增长5.6%。三次产业结构比例由2016年的52.5: 30.1: 17.5调整为50.3: 31.5: 18.2。

总体来看,望奎县产业结构仍以第一产业为主,第二和第三产业实力较弱。从拉动经济增长的要素来看,望奎县经济增长以投资为主要驱动力,消费为辅,2017年望奎县城镇以上固定资产投资为81.2亿元,同比下滑10.5%,社会消费品零售总额分别为26.2亿元,较上年增长9.5%。

表3 望奎县主要经济指标(单位:亿元)

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	79.7	7.1%	78.5	7.2%
第一产业增加值	40.1	7.6%	41.2	5.0%
第二产业增加值	25.1	7.2%	23.6	9.4%

第三产业增加值	14.5	5.6%	13.7	9.9%
固定资产投资	81.2	-10.5%	90.8	13.6%
社会消费品零售总额	26.2	9.5%	23.9	11.2%

资料来源：望奎县统计局，鹏元整理

望奎县财政实力有所提升，但公共财政收入质量不高，且财政自给能力较差

2017 年望奎县地方综合财力为 34.73 亿元，同比增长 11.56%。从地方综合财力构成来看，2017 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 11.15%、86.58% 和 1.79%，其中上级补助收入对地方综合财力的贡献最大。

2017 年望奎县实现公共财政收入 3.87 亿元，同比增长 5.03%。其中，税收收入同比增长 15.08%，税收收入占公共财政收入的比重为 58.49%，公共财政收入质量不高；非税收入同比下滑 6.48%。

近年来望奎县持续得到上级政府的大力支持，上级补助收入逐年增加。2017 年望奎县共获得上级补助收入 30.07 亿元，同比增长 14.78%。其中，一般性转移支付收入和专项转移支付分别为 14.99 亿元和 14.37 亿元。

2017 年望奎县政府性基金收入同比增加 41.97% 至 0.62 亿元，政府性基金补助收入 0.17 亿元，同比大幅减少。综合来看，近年政府性基金收入和政府性基金补助收入整体规模不大，对地方综合财力贡献有限。

望奎县财政支出以公共财政支出和政府性基金支出为主，2017 年二者分别为 33.94 亿元和 0.79 亿元，其中公共财政支出同比增长 9.04%，政府性基金支出同比下降 36.77%。财政自给率方面，受公共财政支出增长较快影响，2017 年望奎县财政自给率仅有 11.41%，同比下降 0.44 个百分点，财政自给能力仍较差。

表4 望奎县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	347,324	311,322
（一）公共财政收入	38,739	36,884
其中：税收收入	22,660	19,690
非税收入	16,079	17,194
（二）上级补助收入	300,702	261,971
其中：返还性收入	7,088	6,611
一般性转移支付收入	149,909	137,533
专项转移支付	143,705	117,827
（三）政府性基金收入	6,214	4,377
（四）政府性基金补助收入	1,669	8,090

财政支出	347,324	323,764
（一）公共财政支出	339,441	311,297
（二）政府性基金支出	7,883	12,467
财政自给率	11.41%	11.85%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+政府性基金补助收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：望奎县 2016 年财政决算公开表，望奎县财政局，鹏元整理

三、经营与竞争

2017年公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自工程代建业务。2017年公司实现营业收入1.39亿元，同比增长72.79%，主要系工程代建业务收入大幅增长，工程代建收入1.27亿元，占比91.29%，同比增长77.90%；自来水销售收入0.11亿元，同比增长35.79%。毛利率方面，2017年公司工程代建业务毛利率下降11.57个百分点，自来水销售业务毛利率同比下降1.46个百分点至9.66%；受工程代建、自来水销售及其他业务毛利率下滑影响，当年公司综合毛利率为-12.01%。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程代建	12,707.63	5.10%	7,143.02	16.67%
自来水销售	1,071.55	9.66%	789.14	11.12%
主营业务合计	13,779.17	5.45%	7,932.17	16.12%
其他业务	141.32	-1,714.89%	123.94	15.92%
合计	13,920.49	-12.01%	8,056.11	16.11%

注：其他业务成本主要为棚改业务相关税费支出。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司工程代建业务收入大幅增加，但毛利率显著下滑，尚有部分开发成本未结转，短期内收入来源仍有一定保障

公司是望奎县重要的基础设施投融资及建设主体，自成立以来先后投资建设了多个道路、排水、污水处理等城市基础设施项目。公司的基础设施建设主要采取与望奎县政府签订委托代建协议的模式进行，由公司负责项目投融资和建设，项目建成后移交给望奎县政府。望奎县政府与公司按照工程开发成本加成方式结算总金额，公司以此确认工程代建收入。2017年公司结算项目量较多，确认工程代建收入1.27亿元，同比增长77.90%；2017年由于工程结算加成比例下降，毛利率为5.10%，较上年下降11.57个百分点。

截至2017年末，公司主要在建项目为望奎县西环路西侧区域棚户区改造项目，该项

目拟拆迁 1,170 户；存货中尚有工程施工成本 4.90 亿元，未来公司仍有望实现一定规模的工程代建收入。

公司自来水销售收入显著增长

公司的自来水销售业务由全资子公司望奎县供水公司（以下简称“供水公司”）负责运营。目前，供水公司承担着为望奎县内企业和住户的供水任务，水龙头到户率99%。供水公司有深水井12眼，阀门井215个，供水输配管线50-500mm总长度71.3公里，设计供水能力是2.1万吨/日。2017年公司实现自来水销售收入0.11亿元，同比增长35.79%，毛利率为9.66%，较上年下滑1.46个百分点，主要系公司检修管网导致当年成本上升所致。

公司在财政补贴方面继续获得当地政府的较大支持

为提高公司持续经营能力，望奎县政府在财政补贴方面继续给予公司较大的支持。2017 年公司获得财政补贴款 6,824.98 万元，一定程度上提高了公司的利润水平。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年，纳入公司合并报表范围的子公司无变化，具体见附录五。

资产结构与质量

公司应收款项对营运资金占用较多，土地和固定资产变现能力不强，整体资产流动性较弱

2017 年末公司资产规模为 13.99 亿元，同比增长 88.57%，主要系货币资金及存货大幅增长。从资产构成来看，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 87.52%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金为2.37亿元，主要为银行存款。公司应收账款主要为应收望奎县财政局款项，2017年末账面价值为1.47亿元，其中账龄3-4年应收账款为0.58亿元，占比37.40%。预付款项主要为预付工程款，2017年末账面价值为0.78亿元。其他应收款主要是与望奎县财政局、环保局、黑龙江八达路桥公司和望奎县水务局的往来款，2017年末公司其他应收款共0.91亿元，同比增长4.74%，主要往来款账龄均在1年以内。整体来看，公司应收账款

和其他应收款规模较大，欠款单位主要为政府部门和国有单位，部分欠款账龄较长，未来回收时间易受政府资金安排影响，存在一定的不确定性。2017年末公司存货账面价值6.71亿元，占总资产的比重为47.96%，其中包括工程施工成本4.90亿元和土地资产1.81亿元，土地资产主要为2009年望奎县人民政府注入的土地资产，面积共计1,520.64万平方米，已全部用于抵押。

公司非流动资产主要为固定资产。公司固定资产2017年末账面价值1.75亿元，包括房屋及建筑物、运输设备及机器设备等，还包括政府注入的卫星水库、山头芦水库等公益性资产。

总体来看，2017年末公司资产中应收款项、存货及固定资产账面价值占比达77.46%，其中应收账款和其他应收款合计2.38亿元，对营运资金形成占用，且回款时间较不确定；存货和固定资产仍以土地、项目开发成本及水库资产为主，土地已全部用于抵押，水库资产为公益性资产，未贡献收入，整体资产流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,730.13	16.97%	2,804.77	3.78%
应收账款	14,745.79	10.54%	14,389.73	19.40%
预付款项	7,797.27	5.57%	132.61	0.18%
其他应收款	9,059.52	6.48%	8,649.76	11.66%
存货	67,082.97	47.96%	29,840.25	40.23%
流动资产合计	122,415.67	87.52%	55,817.11	75.25%
固定资产	17,457.21	12.48%	18,358.46	24.75%
非流动资产合计	17,457.33	12.48%	18,358.52	24.75%
资产总计	139,873.00	100.00%	74,175.63	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017 年公司营业收入增长但毛利率为负，整体盈利能力较弱

2017年公司实现营业收入1.39亿元，同比增长72.79%，其中工程代建收入1.27亿元，仍是公司收入的主要来源。目前公司存货中尚有工程施工成本4.90亿元，未来公司有望实现一定规模的工程代建收入。由于工程代建业务投资回报率下滑，公司工程代建业务毛利率同比下降11.57个百分点至5.10%，同时以棚改业务相关税费为主的其他业务成本大幅上升，受以上因素综合影响，2017年公司综合毛利率为-12.01%。

2017年公司营业利润为-28.42万元，政府给予补贴收入6,824.98万元，当年公司利润总额为57.59万元。综合来看，2017年公司营业收入大幅增长，但综合毛利率为负，利润水平较低，整体盈利能力较弱。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	13,920.49	8,056.11
其他收益	6,824.98	-
营业利润	-28.42	390.60
营业外收入	97.61	189.37
利润总额	57.59	579.97
综合毛利率	-12.01%	16.11%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现弱，筹资活动现金净流入规模较大

2017年公司经营收现比为0.43，收现比仍不高，当年销售商品、提供劳务收到现金0.59亿元；购买商品、接受劳务支付现金4.83亿元，主要用于棚户区改造项目建设。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是与其他单位的往来款收支。2017年公司经营活动现金净流出2.62亿元，经营活动现金流表现较弱。

2017年公司投资活动现金流规模不大，净流入335.91万元。筹资活动方面，2017年公司借款融资5.03亿元，同比大幅增加，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金0.23亿元。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.43	0.42
销售商品、提供劳务收到的现金	5,930.56	3,400.53
收到的其他与经营活动有关的现金	20,840.83	3,957.89
经营活动现金流入小计	26,771.39	7,358.43
购买商品、接受劳务支付的现金	48,317.44	3,128.90
支付的其他与经营活动有关的现金	4,180.89	2,587.97
经营活动现金流出小计	52,991.29	6,228.61
经营活动产生的现金流量净额	-26,219.90	1,129.82
投资活动产生的现金流量净额	335.91	-68.93

筹资活动产生的现金流量净额	46,809.36	-927.32
现金及现金等价物净增加额	20,925.37	133.56

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，公司面临较大的偿债压力

2017年公司负债总额大幅增长，所有者权益变化不大，2017年末公司产权比率为186.35%，所有者权益对负债的覆盖程度大幅下降。公司负债仍以非流动负债为主，2017年末非流动负债占总负债的比重为79.80%。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	91,025.78	25,400.94
所有者权益	48,847.22	48,774.69
产权比率	186.35%	52.08%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为应付账款、应交税费和其他应付款。公司应付账款主要为应付工程款，2017年末余额为0.26亿元。公司应交税费主要系应付增值税及企业所得税，2017年末余额为0.43亿元。2017年末其他应付款余额为1.05亿元，其中与望奎县财政局的往来款占比98.26%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。2017年末，公司长期借款为1.57亿元，全部为质押借款。公司应付债券为公司于2014年发行的9,000万元公司债券，票面利率为7.10%，期限为6年，自2017年11月起每年应偿付本金的25%。长期应付款为应付黑龙江省龙财资产经营有限公司及中国农发重点建设基金有限公司款项，2017年末余额为3.54亿元。专项应付款为财政拨入专项资金，2017年末共1.49亿元。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	2,565.36	2.82%	2,793.66	11.00%
应交税费	4,256.25	4.68%	2,202.65	8.67%
其他应付款	10,517.29	11.55%	1,988.43	7.83%
流动负债合计	18,388.66	20.20%	7,087.57	27.90%
长期借款	15,650.00	17.19%	1,615.00	6.36%

应付债券	6,717.41	7.38%	8,946.90	35.22%
长期应付款	35,400.00	38.89%	-	-
专项应付款	14,869.71	16.34%	7,751.48	30.52%
非流动负债合计	72,637.12	79.80%	18,313.37	72.10%
负债合计	91,025.78	100.00%	25,400.94	100.00%
其中：有息债务	58,667.41	64.45%	10,561.90	41.58%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年末公司有息债务合计5.87亿元，同比大幅增加，主要系长期应付款及长期借款增加。从公司各项偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为65.08%，同比大幅增加30.83个百分点。公司流动比率和速动比率均有所下降，考虑到公司流动资产中开发成本和土地资产流动性较弱，一定程度上将削弱对流动负债的保障能力。2017年公司利润总额下滑，导致EBITDA同比减少，同时随着公司有息债务规模的增加，公司EBITDA对有息债务本息的保障能力下滑，2017年公司EBITDA利息保障倍数仅0.46，公司面临较大偿债压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	65.08%	34.24%
流动比率	6.66	7.88
速动比率	3.01	3.67
EBITDA（万元）	604.91	1,201.51
EBITDA 利息保障倍数	0.46	1.23
有息债务/EBITDA	96.99	8.79

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

公司是望奎县重要的基础设施投融资及建设主体，2017年实现工程代建收入1.27亿元，截至2017年末公司主要在建项目为望奎县西环路西侧区域棚户区改造项目，存货中尚有工程施工成本4.90亿元，公司未来将实现一定规模的工程代建收入。2017年公司获得政府补贴款0.68亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。

我们也关注到2017年末公司资产中应收款项、存货及固定资产账面价值占比达77.46%，其中应收账款和其他应收款合计2.38亿元，对营运资金形成占用，且回款时间较不确定；存货和固定资产仍以土地、项目开发成本及水库资产为主，土地已全部用于抵押，水库资产为公益性资产，未贡献收入，整体资产流动性较弱。2017年公司收现比为0.43，

销售收现情况仍然较差，经营活动现金流净流出2.62亿元，经营活动现金流表现弱。截至2017年末，公司有息负债总额为5.87亿元，同比大幅增加，考虑到公司流动资产中开发成本和土地资产流动性较弱，一定程度上将削弱对流动负债的保障能力，2017年公司EBITDA利息保障倍数为0.46，面临较大偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为A，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	23,730.13	2,804.77	2,671.21
应收账款	14,745.79	14,389.73	14,901.44
预付款项	7,797.27	132.61	126.29
其他应收款	9,059.52	8,649.76	7,040.93
存货	67,082.97	29,840.25	29,998.21
流动资产合计	122,415.67	55,817.11	54,738.08
固定资产	17,457.21	18,358.46	18,123.67
递延所得税资产	0.12	0.06	0.05
非流动资产合计	17,457.33	18,358.52	18,123.72
资产总计	139,873.00	74,175.63	72,861.80
应付账款	2,565.36	2,793.66	2,565.36
应付职工薪酬	13.61	30.05	26.95
应交税费	4,256.25	2,202.65	1,516.29
应付利息	136.13	72.78	72.78
其他应付款	10,517.29	1,988.43	1,073.23
一年内到期的非流动负债	900.00	-	601.00
流动负债合计	18,388.66	7,087.57	5,855.61
长期借款	15,650.00	1,615.00	1,615.00
应付债券	6,717.41	8,946.90	9,000.00
长期应付款	35,400.00	-	-
专项应付款	14,869.71	7,751.48	8,751.48
非流动负债合计	72,637.12	18,313.37	19,366.48
负债合计	91,025.78	25,400.94	25,222.09
实收资本	3,000.00	3,700.00	3,000.00
资本公积	38,974.44	38,189.71	38,189.71
盈余公积	743.52	743.52	693.01
未分配利润	6,129.27	6,141.46	5,756.98
归属于母公司股东权益合计	48,847.22	48,774.69	47,639.71
所有者权益合计	48,847.22	48,774.69	47,639.71
负债和所有者权益总计	139,873.00	74,175.63	72,861.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	13,920.49	8,056.11	7,802.95
减：营业成本	15,592.50	6,758.10	6,587.68
税金及附加	238.05	58.00	231.21
管理费用	5,004.05	749.68	720.04
财务费用	17.65	99.67	117.83
资产减值损失	0.23	0.04	0.07
资产处置收益（损失以“-”号填列）	78.58	-	-
其他收益	6,824.98	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-28.42	390.60	146.13
加：营业外收入	97.61	189.37	227.97
减：营业外支出	11.59	-	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	57.59	579.97	374.10
减：所得税费用	69.78	144.99	167.18
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-12.19	434.98	206.91

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	5,930.56	3,400.53	2,726.29
收到其他与经营活动有关的现金	20,840.83	3,957.89	3,037.35
经营活动现金流入小计	26,771.39	7,358.43	5,763.64
购买商品、接受劳务支付的现金	48,317.44	3,128.90	3,767.01
支付给职工以及为职工支付的现金	428.55	442.40	387.79
支付的各项税费	64.41	69.34	55.85
支付其他与经营活动有关的现金	4,180.89	2,587.97	175.51
经营活动现金流出小计	52,991.29	6,228.61	4,386.15
经营活动产生的现金流量净额	-26,219.90	1,129.82	1,377.49
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	386.52	-	-
投资活动现金流入小计	386.52	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	50.62	68.93	19.43
投资活动现金流出小计	50.62	68.93	19.43
投资活动产生的现金流量净额	335.91	-68.93	-19.43
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	700.00	700.00
取得借款收到的现金	50,335.00	-	-
筹资活动现金流入小计	50,335.00	700.00	700.00
偿还债务支付的现金	2,250.00	710.00	710.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	575.64	917.32	904.39
支付其他与筹资活动有关的现金	700.00	-	-
筹资活动现金流出小计	3,525.64	1,627.32	1,614.39
筹资活动产生的现金流量净额	46,809.36	-927.32	-914.39
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	20,925.37	133.56	443.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	-12.25	434.98	206.91
加：资产减值准备	0.23	0.04	0.07
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	530.41	518.55	507.65
财务费用(收益以“－”号填列)	-	102.96	120.64
递延所得税资产减少(增加以“－”号填列)	-	-0.01	-0.02
存货的减少(增加以“－”号填列)	-37,242.72	104.86	2,159.84
经营性应收项目的减少(增加以“－”号填列)	18,787.13	-181.91	-2,306.09
经营性应付项目的增加(减少以“－”号填列)	-8,282.71	150.35	688.48
经营活动产生的现金流量净额	-26,219.90	1,129.82	1,377.49

注：表中 2017 年净利润与合并利润表中数据略有差异。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	58,667.41	10,561.90	11,216.00
资产负债率	65.08%	34.24%	34.62%
流动比率	6.66	7.88	9.35
速动比率	3.01	3.67	4.22
产权比率	186.35%	52.08%	52.94%
综合毛利率	-12.01%	16.11%	15.57%
EBITDA（万元）	604.91	1,201.51	1,002.38
EBITDA利息保障倍数	0.46	1.23	1.11
有息债务/EBITDA	96.99	8.79	11.19

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
望奎县供水公司	176.00	100%	自来水生产、供应

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

林甸县宏远国有资产经营有限责任公司

2018 年主体长期信用 跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1338】号 01

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

林甸县宏远国有资产经营有限责任公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A	A
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 09 月 05 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对林甸县宏远国有资产经营有限责任公司（以下简称“林甸国营”或“公司”）主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司继续得到一定的外部支持；同时鹏元也关注到了公司未来收入存在较大不确定性，资产质量较为一般，偿债压力有所增加等风险因素。

正面：

- 公司继续获得一定的外部支持。公司发行的债券“14 黑重建债 01”2018 年应偿付本息已列入 2018 年林甸县地方政府预算内支出，2017 年公司应付债券应偿付的本息 5,778 万元已由地方财政承担。

关注：

- **公司未来收入存在较大不确定性。**2017 年公司营业收入来自以前年份已发生未确认收入部分，且收入规模很小。截至 2018 年 6 月末，公司无在建拟建的工程代建项目且无其他收入来源，未来收入存在较大的不确定性。
- **公司资产质量较为一般。**截至 2017 年末，公司资产以固定资产和应收款项为主，二者合计占总资产的比重为 99.68%，其中固定资产主要系公司拥有的地热井资产，目前尚未开始收费；应收款项应收对象主要为林甸县人民政府，回收时间存在一定不确定性。
- **公司有息债务规模有所增长，偿债压力有所增加。**截至 2017 年末，公司有息债务余额为 20,218.82 万元，较 2016 年末增长 13.10%，公司有息债务偿还压力有所增加。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	80,003.21	78,587.17	79,917.54
所有者权益合计（万元）	55,174.42	55,313.24	55,758.68
有息债务（万元）	20,218.82	17,876.41	17,848.21
资产负债率	31.03%	29.62%	30.23%
流动比率	4.39	10.05	8.45
营业收入（万元）	8.77	96.61	18,838.13
营业利润（万元）	-425.12	-960.20	841.71
利润总额（万元）	-305.12	-402.92	841.08
综合毛利率	100.00%	-32.09%	16.57%
EBITDA（万元）	31.64	3.47	2,545.09
经营活动现金流净额（万元）	-5,682.95	-10,025.04	-1,282.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、主体概况

2017年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，经营范围变更为：国有资产投资与资产管理；公路包车客运活动、旅游专车客运活动；房屋租赁。截至2017年末，公司注册资本仍为7,000.00万元，林甸县国有资产管理委员会仍持有公司100%股权，为公司的实际控制人。2017年，纳入公司合并范围的子公司共三家（详见附录五），大庆温泉新城开发有限公司因注销不再纳入公司合并报表范围。

表 1 2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并报表的原因
大庆温泉新城开发有限公司	100.00%	500.00	已注销

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为80,003.21万元，所有者权益为55,174.42万元，资产负债率为31.03%；2017年度，公司实现营业收入8.77万元，利润总额亏损305.12万元，经营活动现金净流出5,682.95万元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健

增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分

别联合国国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目

2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
---------	---	-----------	--

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年林甸县地区经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2017年，林甸县实现地区生产总值45.99亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%，整体规模较小。从三次产业来看，第一产业实现增加值24.58亿元，同比增长9.5%；第二产业实现增加值4.47亿元，同比增长3.3%；第三产业实现增加值16.94亿元，同比增长8.7%。三次产业结构的比例由2016年的34.2:37.4:28.4调整为2017年的53.5:9.7:36.8，第一、三产业占比较高，第二产业占比较低，林甸县工业经济发展滞后。2017年林甸县人均GDP为1.88万元，仅为同期全国人均GDP的31.52%

2017年林甸县实现工业增加值4.30亿元，同比增长4.9%。规模以上工业实现总产值14.85亿元，规模以上工业增加值2.42亿元，同比增长4.1%。2017年林甸县完成固定资产投资34.42亿元，同比增长7.1%。按产业划分：第一产业投资14.08亿元，占比40.9%；第二产业完成投资8.50亿元，占比24.7%；第三产业完成投资11.83亿元，占比34.4%。2017年林甸县实现社会消费品零售总额22.07亿元，同比增长7.8%。2017年末，林甸县金融机构存款余额77.26亿元，同比增长11.7%，金融机构贷款余额16.35亿元，同比增长8.7%。

2017年，林甸县地方综合财力略有增长，但财政自给率进一步下降

2017年林甸县地方综合财力略有增长，但规模依旧偏小。2017年，林甸县地方综合财力为23.39亿元，较上年增长0.85%。从构成来看，上级补助收入仍是林甸县地方综合财力的最主要组成部分，占林甸县地方综合财力的87.56%，比重仍然较大。

2017年林甸县实现公共财政收入2.48亿元，较上年增长5.38%，其中税收收入为1.76亿元，较上年增长9.50%，占公共财政收入比重为70.71%，主要系企业所得税等，公共财政收入质量尚可。2017年林甸县实现非税收入0.73亿元，较上年下降3.41%，主要系教育费附加收入等专项收入下降所致。林甸县公共财政收入体量较小。

2017年林甸县上级补助收入为20.49亿元，同比下降0.76%，其中一般性转移支付收入5.24亿元，较上年下降50.59%，专项转移支付收入13.23亿元，较上年增长64.75%。

受国有土地使用权出让收入大幅增长影响，2017年林甸县政府性基金收入同比增长

115.08%，达0.43亿元，但其总量仍然较小。

从财政支出情况来看，2017年林甸县财政支出为29.34亿元，同比增长44.30%，其中公共财政支出占比98.21%，主要为农林水利、社会保障、教育、医疗卫生四个项目支出。此外，林甸县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低，2017年财政自给率仅为8.62%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入，财政自给能力进一步降低。

表 3 2016-2017 年林甸县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	233,947	231,980
（一）公共财政收入	24,839	23,572
其中：税收收入	17,564	16,040
非税收入	7,275	7,532
（二）上级补助收入	204,858	206,432
其中：返还性收入	20,132	20,021
一般性转移支付收入	52,424	106,106
专项转移支付	132,302	80,305
（三）政府性基金收入	4,250	1,976
其中：国有土地使用权出让收入	2,509	918
财政支出	293,374	203,304
（一）公共财政支出	288,132	201,466
（二）政府性基金支出	5,242	1,838
财政自给率	8.62%	11.70%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：林甸县财政局，鹏元整理

三、经营与竞争

公司作为林甸县重要的基础设施投融资主体，主要负责县内相关基础设施代建业务。但随着承接项目相继完工，2017年公司未实际发生工程代建业务，且公司旗下加油站已于2016年6月份停业，2017年公司确认收入均为以前年份已发生未确认收入部分，相关成本已在业务发生当年计提。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	1.40	100.00%	-	-
加油站收入	7.37	100.00%	96.61	-32.09%

合计	8.77	100.00%	96.61	-32.09%
----	------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司未实际发生工程代建业务，且未来代建工程收入来源存在较大不确定性

作为林甸县重要的基础设施建设主体，公司先后投资建设了多个城区道路、广场及给排水管网工程。根据公司与林甸县政府签订的基础设施代建协议的约定，林甸县政府委托公司代建城市基础设施建设项目，由公司负责项目管理，待项目全部竣工且验收合格后移交给县政府，县政府根据审计后的工程总款项上浮一定比例（通常为20.00%）向公司支付工程款项。随着承接项目相继完工，2017年公司未进行工程建设。截至2017年末，公司无其他在建拟建的代建项目，未来公司工程代建收入存在较大不确定性。

公司近年主要在建工程为“14黑重建01”债券募投项目林依公路林甸镇至林依界段改扩建工程（简称“林依公路”）和建兴至碾子山公路林甸镇至明林界段改扩建工程（简称“明龙公路”），上述项目计划总投资31,824万元，所需资金由国家、县级财政及公司三方共同筹措。根据“14黑重建01”的原募集资金使用安排，林依公路和明龙公路各使用募集资金8,000万元，剩余2,000万元用于补充流动资金。2015年12月23日公司披露《关于“14黑重建01”变更剩余募集资金用途的公告》，由于国家政策调整，国家投资林依公路和明龙公路比例加大，在保证县本级匹配资金足额匹配的前提下，国家拟投资21,684万元、县级财政已代付2,700万元，使得公司投资降至7,440万元，预计剩余募集资金共计8,560万元，根据《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）文件规定，公司拟将剩余的8,560万元募集资金用途变更为补充流动资金，其中1,000万元作为明龙公路项目应急配套资金，其余7,560万元用于支持其他城市基础设施建设项目。截至2018年6月末，上述募投项目已使用募集资金7,634万元，其中林依公路投入2,862万元、明龙公路投入4,772万元。截至2018年6月末，林依公路及明龙公路均已建设完工，其中林依公路已完工结转，从公司在建工程科目转出，在公司其他应收款项目核算，明龙公路已建设完工，尚未结算¹，在公司其他应收款科目核算。

公司获得一定的外部支持

公司发行的债券“14黑重建债01”2018年应偿付本息已列入2018年林甸县地方政府预算内支出，且2017年公司应付债券应偿付的本息5,778万元已由地方财政承担。

四、财务分析

¹ 明龙公路工程不在公司账面核算。

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年，大庆温泉新城开发有限公司因注销不再纳入公司合并报表范围。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，主要以应收款项和固定资产为主，资产质量一般

截至2017年末，公司资产总额为8.00亿元，较上年上升1.80%。从资产结构来看，流动资产占比略高于非流动资产，公司流动资产占期末总资产比重为59.80%，占比较上年上升3.56个百分点。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	247.05	0.31%	4,145.61	5.28%
应收账款	13,113.83	16.39%	19,205.27	24.44%
其他应收款	34,480.64	43.10%	20,843.83	26.52%
流动资产合计	47,844.95	59.80%	44,197.88	56.24%
固定资产	32,154.47	40.19%	32,885.07	41.85%
非流动资产合计	32,158.26	40.20%	34,389.28	43.76%
资产总计	80,003.21	100.00%	78,587.17	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。公司货币资金主要为现金和银行存款，截至2017年末，货币资金为247.05万元，同比下降94.04%，主要系公司将资金借给林甸市人民政府等，用于募投项目支出及基础设施支出。公司应收账款主要为应收林甸县人民政府委托代建工程款，占全部应收账款的99.86%，未来回收时间存在一定不确定性。公司其他应收款主要为应收林甸县人民政府的往来款1.77亿元、林甸县水利局往来款0.84亿元及林甸县交通局往来款0.76亿元。公司应收款项账面价值共4.76亿元，占总资产的59.49%，在一定程度上影响公司资金使用效率和资产流动性。

公司非流动资产主要为固定资产。截至2017年末，公司固定资产为3.22亿元，主要系林甸县政府无偿注入公司的58口地热井，目前给县域范围内供给热水但尚未开始收费，公司计划未来对供给热水进行收费，但何时收费及收费标准尚未确定。

总体来看，2017年公司资产规模有所上升，主要以固定资产和应收款项为主，其中固

定资产尚未开始收费，应收款项回收时间存在不确定性，公司资产质量较为一般。

盈利能力

公司营业收入来源存在较大不确定性

2017年公司实现营业收入8.77万元，同比下降90.92%，主要来自以前年份已发生未确认收入部分。截至2017年末，公司无其他在建拟建的代建项目，旗下加油站已停业，未来公司营业收入存在较大不确定性。2017年公司未获得政府补助，利润总额亏损305.12万元，盈利能力较差。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	8.77	96.61
营业利润	-425.12	-960.20
利润总额	-305.12	-402.92
净利润	-304.27	-401.66
综合毛利率	100.00%	-32.09%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差

2017年公司营业收入规模较小，经营活动现金流入主要来自往年应收账款的收回以及其他应收款的收回，收现比大幅提升，为695.72，经营活动现金流出主要为与政府部门的往来款。由于公司借给政府部门往来款增多，2017年公司经营活动现金净流出5,682.95万元。整体来看，公司经营活动现金流仍为净流出状态，经营活动现金流表现较差。

公司投资活动规模较小，2017年公司投资活动现金净流入0.39万元。2017年公司筹资活动现金净流入1,784.00万元，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	695.72	0.38
销售商品、提供劳务收到的现金	6,101.46	36.93
收到的其他与经营活动有关的现金	1,795.10	570.34
经营活动现金流入小计	7,896.56	607.47

支付其他与经营活动有关的现金	13,539.37	10,306.16
经营活动现金流出小计	13,579.51	10,632.52
经营活动产生的现金流量净额	-5,682.95	-10,025.04
投资活动产生的现金流量净额	0.39	116.31
筹资活动产生的现金流量净额	1,784.00	-1,611.78
现金及现金等价物净增加额	-3,898.56	-11,520.52

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所增长，偿债压力有所增加

2017年末公司负债总额为24,828.79万元，较上年末上升6.68%。公司所有者权益规模略有下降，截至2017年末为55,174.42万元。2017年末，公司产权比率为45.00%，较上年上升2.92个百分点，整体来看，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	24,828.79	23,273.93
所有者权益	55,174.42	55,313.24
产权比率	45.00%	42.08%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应交税费和其他应付款构成。2017年末公司短期借款余额6,784.00万元。公司应交税费主要系应交的企业所得税和营业税。公司其他应付款主要系应付林甸县财政局的往来款。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,784.00	27.32%	-	-
应交税费	3,188.91	12.84%	3,188.91	13.70%
其他应付款	804.96	3.24%	1,930.83	7.99%
流动负债合计	10,893.97	43.88%	5,310.65	21.98%
应付债券	13,434.82	54.11%	17,848.21	73.88%
长期应付款	500.00	2.01%	1,000.00	4.14%
非流动负债合计	13,934.82	56.12%	18,848.21	78.02%
负债合计	24,828.79	100.00%	24,158.85	100.00%
其中：有息债务	20,218.82	81.43%	17,876.41	73.88%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由应付债券和长期应付款构成。公司应付债券为2014年发行的集合债券“14黑重建01”，期限为6年，且第3-6年逐年偿还本金25%，截至2017年末，公司应付债券余额为13,434.82万元，占负债总额的比重为54.11%，是公司负债的主要组成部分。公司长期应付款为剩余应付林甸县财政局垫付子公司注册资本金。公司有息债务由短期借款和应付债券构成。截至2017年末，公司有息债务余额为20,218.82万元，占公司负债总额的81.43%，较2016年末增长13.10%。根据林甸县2018年政府预算安排，“14黑重建01”中需公司2018年偿还的债券本息已纳入当地财政预算内支出，偿还较有保障。从公司有息债务还款期限来看，公司面临一定的有息债务偿还压力。

表 10 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
有息债务	11,284	4,500	4,500

注：此表格计算有息债务中的应付债券时仅考虑债券应付本金

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产负债率为31.03%，较上年末上升1.41个百分点。2017年末公司流动负债较上年有所增长，流动比率和速动比率较上年有所下降，但仍处于较高水平。2017年公司EBITDA金额有所上升，但仍处于较低水平。公司未来仍存在一定的偿债压力。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	31.03%	29.62%
流动比率	4.39	10.05
速动比率	4.39	10.05
EBITDA（万元）	31.64	3.47

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

2017年公司继续获得一定的外部支持，公司发行的债券“14黑重建债01”2018年应偿付本息已列入地方政府预算内支出，2017年公司应付债券应偿付的本息5,778万元已由地方财政承担。

同时鹏元也关注到，公司资产仍以固定资产及应收款项为主，二者合计占总资产的比重为99.68%，资产质量较为一般；截至2017年末，公司无在建的工程代建项目且无其他收入来源，未来收入存在较大的不确定性；截至2017年末，公司有息债务余额为20,218.82

万元，较2016年末增长13.10%，公司有息债务偿还压力有所增加。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为A，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	247.05	4,145.61	15,666.13
应收账款	13,113.83	19,205.27	19,291.88
预付款项	-	-	0.14
其他应收款	34,480.64	20,843.83	9,894.20
存货	3.43	3.17	38.48
流动资产合计	47,844.95	44,197.88	44,890.84
固定资产	32,154.47	32,885.07	33,521.20
在建工程	-	1,500.00	1,500.00
无形资产	1.37	2.63	3.89
长期待摊费用	-	-	1.28
递延所得税资产	2.43	1.59	0.33
非流动资产合计	32,158.26	34,389.28	35,026.70
资产总计	80,003.21	78,587.17	79,917.54
短期借款	6,784.00	-	-
预收款项	-	-	26.29
应付职工薪酬	-	-	36.61
应交税费	3,188.91	3,188.91	3,189.12
应付利息	116.10	127.80	127.80
其他应付款	804.96	1,080.81	1,930.83
流动负债合计	10,893.97	4,397.52	5,310.65
应付债券	13,434.82	17,876.41	17,848.21
长期应付款	500.00	1,000.00	1,000.00
非流动负债合计	13,934.82	18,876.41	18,848.21
负债合计	24,828.79	23,273.93	24,158.85
实收资本	7,000.00	7,000.00	7,000.00
资本公积	39,407.92	40,098.81	40,074.12
盈余公积	896.16	896.16	896.16
未分配利润	7,870.34	7,318.27	7,788.40
归属于母公司所有者权益合计	55,174.42	7,318.27	7,788.40
所有者权益总计	55,174.42	55,313.24	55,758.68
负债及所有者权益总计	80,003.21	78,587.17	79,917.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	8.77	96.61	18,838.13
其中：营业收入	8.77	96.61	18,838.13
二、营业总成本	438.30	1,056.81	-
其中：营业成本	-	127.61	15,717.07
营业税金及附加	-	0.24	102.43
销售费用	34.49	62.12	57.01
管理费用	429.25	863.25	873.26
财务费用	-28.81	-1.45	1,246.64
资产减值损失	3.37	5.04	-
其他收益	4.42	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-425.12	-960.20	841.71
加：营业外收入	120.00	568.72	198.93
减：营业外支出	-	11.44	199.56
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-305.12	-402.92	841.08
减：所得税费用	-0.84	-1.26	262.81
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-304.27	-401.66	578.27
归属于母公司股东的净利润	-304.27	-401.66	578.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	6,101.46	36.93	418.93
收到的税费返还	-	0.21	-
收到的其他与经营活动有关的现金	1,795.10	570.34	1,532.47
现金流入小计	7,896.56	607.47	1,951.40
购买商品、接受劳务支付的现金	0.26	65.90	345.40
支付给职工以及为职工支付的现金	37.23	215.45	-
支付的各项税费	2.66	45.01	1.23
支付的其他与经营活动有关的现金	13,539.37	10,306.16	2,887.30
现金流出小计	13,579.51	10,632.52	3,233.93
经营活动产生的现金流量净额	-5,682.95	-10,025.04	-1,282.54
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	-	137.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	139.91	-	-
现金流入小计	139.91	137.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	139.53	20.69	2.20
现金流出小计	139.53	20.69	2.20
投资活动产生的现金流量净额	0.39	116.31	-2.20
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	-	24.69	-
取得借款收到的现金	10,756.00	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	11.70	-	-
现金流入小计	10,767.70	24.69	-
偿还债务支付的现金	8,972.00	-	-
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	11.70	1,346.47	1,278.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	-	290.00	-
现金流出小计	8,983.70	1,636.47	1,278.00
筹资活动产生的现金流量净额	1,784.00	-1,611.78	-1,278.00
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-3,898.56	-11,520.52	-2,562.74
加：期初现金及现金等价物的余额	4,145.61	15,666.13	18,228.87
六、期末现金及现金等价物的余额	247.05	4,145.61	15,666.13

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	31.03%	29.62%	30.23%
流动比率	4.39	10.05	8.45
速动比率	4.39	10.05	8.45
产权比率	45.00%	42.08%	43.33%
综合毛利率	100.00%	-32.09%	16.57%
收现比	695.72	0.38	0.02
EBITDA（万元）	31.64	3.47	2,545.09

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
林甸县宏远农业资源经营有限公司	10.00	100%	谷物种植、蔬菜种植、销售
林甸县林粮粮库有限责任公司	10.00	100%	粮食收购、销售
林甸县九洲温泉新城开发有限责任公司	100.00	100%	水资源管理；对旅游项目进行投资；蔬菜种植

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

哈尔滨兰盛投资发展有限公司

2018 年主体长期信用
跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1329】号 01

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

哈尔滨兰盛投资发展有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A-	A-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 11 月 06 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对哈尔滨兰盛投资发展有限公司（以下简称“兰盛投资”或“公司”）主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司继续得到了一定的外部支持；同时鹏元也关注到了公司未来收入来源缺乏保障，应收款项规模较大，账龄较长，对资金形成一定占用，且资产流动性较弱等风险因素。

正面：

- 公司获得一定的外部支持。公司继续获得一定的外部支持。根据公司提供的《木兰县置换存量债务协议书》，公司发行的 9,000.00 万元债券剩余本金 6,750.00 万元拟置换为政府债券。2017 年公司应付债券产生的利息由当地财政负担，公司共收到融资成本补贴资金 714.56 万元。

关注：

- 2017 年公司未发生项目代建，营业利润亏损，且目前无在建拟建项目，未来收入来源缺乏保障。2017 年公司未实际进行工程建设，未确认收入，管理费用、财务费用支出较大，营业利润亏损；且现阶段公司尚无在建拟建项目，未来收入来源缺乏保障。
- 公司应收款项规模较大，账龄较长，对资金形成一定占用，资产流动性较弱。截至 2017 年末，公司应收款项余额为 6.71 亿元，占总资产的比重为 66.59%，其中应收木兰县财政局款项合计 6.11 亿元；应收款项账龄较长，对资金形成一定占用；同时，公司房屋及建筑物中账面价值 4,911.96 万元的房产已对外抵押，账面价值 13,748.81 万元的其他非流动资产为公益性资产，公司资产流动性较弱。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	100,846.45	103,817.44	104,034.27
所有者权益合计（万元）	92,182.31	92,692.55	92,628.69
有息债务（万元）	6,919.41	9,360.90	9,697.79
资产负债率	8.59%	10.72%	10.96%
流动比率	16.33	16.37	35.68
营业收入（万元）	-	1,703.11	2,422.18
其他收益（万元）	714.56	-	-
营业利润（万元）	-510.24	-999.42	-754.48
营业外收入（万元）	-	1,063.28	851.00
利润总额（万元）	-510.24	63.86	96.52
综合毛利率	-	14.17%	16.67%
EBITDA（万元）	637.37	1,200.90	1,217.05
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.83	1.90
经营活动现金流净额（万元）	2,878.51	-1,129.29	-3,344.02

注：2015-2016 年政府补助在营业外收入科目核算，2017 年政府补助在其他收益科目核算
 资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、主体概况

2017年公司注册资本、股权结构、实际控制人均未发生变更，公司注册资本仍为6.03亿元，唯一股东及实际控制人仍为木兰县国有资产经营管理中心，公司仍未有子公司纳入合并报表范围。

截至2017年12月31日，公司资产总额为100,846.45万元，所有者权益合计92,182.31万元，资产负债率为8.59%；2017年度，公司未实现营业收入，利润总额为亏损510.24万元，经营活动现金净流入2,878.51万元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国

有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公

司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年木兰县经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

木兰县经济实力薄弱，以第三产业为主，工业基础较差。2017年木兰县实现地区生产总值86.7亿元，同比增长6.5%。分产业来看，2017年木兰县第一产业实现增加值27.8亿元，同比增长6.7%；第二产业实现增加值9.4亿元，同比增长7.0%；第三产业实现增加值49.5亿元，同比增长6.3%。三次产业结构的比例由2016年的32.0:10.9:57.1调整为2017年的32.1:10.8:57.1，第一、三产业占比较高，第二产业占比较低，木兰县工业经济发展滞后。

2017年木兰县实现规模以上工业增加值2.38亿元，较上年增长5.0%，完成固定资产投资39.7亿元，较上年增长5%。2017年木兰县完成社会消费品零售总额28.4亿元，增长8.5%。2017年末，木兰县金融机构存款余额59.3亿元，同比增长5.0%，金融机构贷款余额26.7亿元，同比增长8.0%。2017年木兰县城镇居民人均可支配收入为20,853元，增长8%；农村人均可支配收入为11,003元，增长8%。

表 2 2016-2017 年木兰县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	86.70	6.5%	81.38	5.3%
第一产业增加值	27.80	6.7%	26.07	8.1%
第二产业增加值	9.40	7.0%	8.85	-8.5%
第三产业增加值	49.50	6.3%	46.47	6.9%
规模以上工业增加值	2.40	5.0%	2.27	-14.8%
固定资产投资	39.70	5.0%	37.80	5.2%
社会消费品零售总额	28.40	8.5%	26.20	11.3%
存款余额	59.30	5.0%	-	-
贷款余额	26.70	8.0%	-	-

注：“-”表示数据未公开

资料来源：木兰县人民政府网站，鹏元整理

2017年木兰县公共财政收入规模较小，财政自给能力依旧较弱，对上级补助依赖较大

2017年木兰县地方综合财力为19.88亿元，主要受上级补助收入增加影响，同比增长1.70%。从构成看，上级补助收入是地方综合财力的主要来源。2017年木兰县上级补助收入为18.06亿元，占当年地方综合财力的90.83%，且以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中专项转移支付收入多为指定用途，可支配性不高。2017年木兰县公共财政收入为1.54亿元，占地方综合财力的7.76%。公共财政收入中，实现税收收入1.18亿元，主要源于耕地占用税、契税及增值税等，由于木兰县工业基础薄弱，缺乏较为稳固的税源。

2017年木兰县公共财政收入中非税收入为0.37亿元，主要是罚没收入和行政事业性收费收入等。由于行政事业性收费和罚没收入等非税收入的稳定性和持续性较弱，木兰县非税收入存在一定不确定性。2017年木兰县政府性基金收入为0.28亿元，同比有所下降，政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，未来需关注木兰县土地出让市场变动情况。

财政支出方面，2017年木兰县公共财政支出22.46亿元，同比增长6.72%。公共财政支出主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业、农林水事务。2017年木兰县财政自给率仅为6.87%，财政自给情况较差，公共财政收入不足以支撑公共财政支出，需要上级补助等其他方面的收入来补足。

表 3 2016-2017 年木兰县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	198,831	195,514
（一）公共财政收入	15,436	16,416
其中：税收收入	11,763	9,761
非税收入	3,673	6,655
（二）上级补助收入	180,594	169,838
其中：返还性收入	6,037	4,612
一般性转移支付收入	103,315	95,723
专项转移支付收入	71,242	69,503
（三）政府性基金收入	2,801	9,260
其中：国有土地使用权出让收入	2,419	8,305
财政支出	230,991	225,019
（一）公共财政支出	224,558	210,424
（二）政府性基金支出	6,433	14,595
财政自给率	6.87%	7.80%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：木兰县人民政府网站，鹏元整理

三、经营与竞争

公司作为木兰县重要的基础设施投融资主体，主要负责木兰县内相关基础设施代建业务，但随着之前年度承接的项目相继完工，2017年公司未实际进行工程建设，未确认收入。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程收入	-	-	1,703.11	14.17%
合计	-	-	1,703.11	14.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司未实际进行工程建设，未承接新的代建项目，未来代建工程收入来源缺乏保障

作为木兰县重要的基础设施投融资和建设主体，公司承担了基础设施建设任务，2017 年以前，工程代建业务是公司最主要的收入来源。公司工程代建业务的主要运作模式为：木兰县政府就木兰县内需要建设的各基础设施项目分别与公司签订委托代建协议，协议约定代建工程项目所需款项由木兰县政府根据审计结果据实结算，所需费用由木兰县政府根据财力进行支付，不足部分由公司进行融资解决。代建项目管理费用方面，项目根据实际发生的成本上浮20%每年确认一次进度款；全部竣工且经验收合格后，木兰县人民政府根据审计后的工程总款项上浮20%向公司结算费用。

2017年以前，公司代建工程收入主要来源于黑龙江省木兰松花江公路大桥及引道工程项目，该项目主要由木兰县松花江公路大桥工程建设指挥部筹集资金进行建设，并非由公司负责代建，2014年公司发行债券筹集9,000.00万元资金由木兰县财政局调配7,000.00万元用于该项目建设，公司按照当年实际垫资部分加成20%确认收入，截至2017年底，该项目已建设完工。2017年公司未对该项目实际垫资，未确认代建工程收入。此外公司还负责木兰县东水源给水工程的建设，该项目已建设完工，但尚未完成工程验收，尚未办理完工结算，在公司在建工程科目核算，由于该项目尚未签订代建协议，后续是否能够实现收入及收入确认方式存在一定不确定性。

2017年公司未开展项目代建工作，也未承接新的代建项目。现阶段公司尚无在建拟建代建项目，未来代建工程收入来源缺乏保障。

2017年公司继续获得一定的外部支持

作为木兰县重要的基础设施投融资和建设主体，公司继续获得木兰县政府给予的一定支持，公司应付债券产生的利息由当地财政负担，2017年，公司共收到融资成本补贴资金714.56万元。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司仍未有子公司纳入合并报表范围。

资产结构与质量

2017年公司资产规模变化不大，应收款项占比较高，账龄较长，对公司资金形成较大占用；部分固定资产已对外抵押，资产流动性较弱

截至2017年底，公司资产总额为100,846.45万元，同比变化不大。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2017年底公司流动资产为68,552.67万元，占总资产的比重为67.98%。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应收账款	20,239.51	20.07%	20,239.51	19.50%
其他应收款	46,909.68	46.52%	49,382.07	47.57%
流动资产合计	68,552.67	67.98%	71,043.57	68.43%
固定资产	16,994.71	16.85%	17,474.79	16.83%
在建工程	1,550.27	1.54%	1,550.27	1.49%
其他非流动资产	13,748.81	13.63%	13,748.81	13.24%
非流动资产合计	32,293.79	32.02%	32,773.87	31.57%
资产总计	100,846.45	100.00%	103,817.44	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由应收账款及其他应收款构成。截至2017年底，公司应收账款余额为20,239.51万元，较上年保持不变，占总资产的比重为20.07%，其中应收木兰县财政局代建项目款20,176.03万元，账龄在1至3年及以上，占全部应收账款的99.69%。公司应收账款账龄较长，未来回收时间存在一定的不确定性。截至2017年底，公司其他应收款余额为46,909.68万元，占总资产的比重为46.52%，其中应收木兰县财政局往来款40,918.02万元，占全部其他应收款的87.23%，账龄在3年以上。公司应收款项收款对象较为集中，账龄较长，主要为应收木兰县财政局的工程代建款项和往来款，对公司资金形成一定占用，回款

受木兰县财政实力影响较大，能否及时收回存在一定的不确定性。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程和其他非流动资产。截至2017年底，公司固定资产净额为16,994.71万元，占总资产的比重为16.85%，主要是房屋及建筑物；其中，账面价值4,911.96万元的26处房产已用于发行债券的反担保抵押。截至2017年末，公司其他非流动资产余额为13,748.81万元，占总资产的比重为13.63%，主要为学校、医院、政府部门办公用房，属公益性资产。

整体来看，公司流动资产以应收木兰县财政局的相关款项为主，应收款项账龄较长，受木兰县财政实力影响，该款项是否能及时收回存在一定的不确定性；部分固定资产已对外抵押，其他非流动资产为公益性资产，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司2017年未获得营业收入，且目前尚无在建拟建代建项目，后续收入来源缺乏保障

2017年公司未实际进行工程建设，未确认收入，同时现阶段尚无代建项目，未来代建工程收入来源缺乏保障。

受公司未获得营业收入以及管理费用、财务费用支出规模较大影响，公司营业利润持续亏损。2017年公司获得木兰县财政局融资成本补贴款714.56万元，一定程度降低了公司的亏损幅度。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	-	1,703.11
其他收益	714.56	-
营业利润	-510.24	-999.42
营业外收入	-	1,063.28
利润总额	-510.24	63.86
净利润	-510.24	
综合毛利率	-	14.17%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现为净流入，但往年确认收入的应收账款仍未收回

2017年公司仍未收到之前年度确认的木兰松花江公路大桥项目款，经营活动现金流入5,894.43万元，主要为与木兰县财政局之间的往来款项，2017年经营活动现金净流入

2,878.51万元。2017年公司无投资活动相关现金流入，且当年未发生自营项目建设支出，无投资活动现金流出。

2017年公司无筹资活动现金流入，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，2017年公司筹资活动现金净流出2,897.02万元。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
销售商品、提供劳务收到的现金	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	5,894.43	1,069.07
经营活动现金流入小计	5,894.43	1,069.07
购买商品、接受劳务支付的现金	-	1,461.84
支付其他与经营活动有关的现金	3,015.92	736.52
经营活动现金流出小计	3,015.92	2,198.36
经营活动产生的现金流量净额	2,878.51	-1,129.29
投资活动产生的现金流量净额	-	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-2,897.02	-1,012.88
现金及现金等价物净增加额	-18.51	-2,142.18

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率较低，剩余应付债券本金已签署债务置换协议，公司偿债压力较小

截至2017年底，公司总负债为8,664.15万元，较上年下降22.12%，所有者权益为92,182.31万元，同比变化不大；公司产权比率为9.40%，所有者权益对负债的覆盖情况较好。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	8,664.15	11,124.89
所有者权益	92,182.31	92,692.55
产权比率	9.40%	12.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2017年公司流动负债与非流动负债基本持平，截至2017年底，流动负债占公司负债总额的比重为48.44%。

公司流动负债主要为应交税费和一年内到期的非流动负债。截至2017年底，公司应交税费余额为1,566.91万元，占总负债的比重为18.08%，主要是应交的企业所得税和增值税

等税金。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债余额为2,452.00万元，主要为一年内到期的应付债券。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	1,566.91	18.08%	1,566.91	14.08%
一年内到期的非流动负债	2,452.00	28.30%	2,576.00	23.16%
流动负债合计	4,196.74	48.44%	4,339.99	39.01%
应付债券	4,467.41	51.56%	6,696.90	60.20%
非流动负债合计	4,467.41	51.56%	6,784.90	60.99%
负债合计	8,664.15	100.00%	11,124.89	100.00%
其中：有息债务	6,919.41	79.86%	9,360.90	84.14%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债即应付债券。截至2017年底，公司应付债券本金4,500.00万元，账面余额为4,467.41万元，占总负债的比重为51.56%。

截至2017年底，公司有息债务余额为6,919.41万元，包括一年内到期的非流动负债以及应付债券，主要为公司2014年发行的集合债券“14黑重建01”，有息债务占总负债的比重为79.86%。2018年5月20日，公司与木兰县财政局、中国建设银行股份有限公司黑龙江省分行签订的《木兰县置换存量债务协议书》，公司发行的9,000.00万元债券剩余本金6,750.00万元拟置换为政府债券，置换债券的本金由黑龙江省财政厅负责偿还，公司无实际偿付本金压力，公司有息债务偿还压力较小。

表 10 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
有息债务	2,488	2,250	2,250

资料来源：公司提供

偿债能力方面，截至2017年底，公司资产负债率为8.59%，同比减少2.13个百分点，公司负债水平不高。2017年末，公司流动比率、速动比率与上年基本持平。2017年公司利息支出与EBITDA的比值为10.86，EBITDA对有息债务的覆盖程度降低。

整体来看，公司资产负债率较低，有息债务剩余本金已签署债务置换协议，公司偿债压力较小。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
------	--------	--------

资产负债率	8.59%	10.72%
流动比率	16.33	16.37
速动比率	16.33	16.37
EBITDA（万元）	637.37	1,200.90
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.83
有息债务/EBITDA	10.86	7.79

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

2017年公司继续得到了一定的外部支持，公司已签署债务置换协议，剩余“14黑重建01”债券本金拟置换为政府债券，应付债券产生的利息由当地财政负担，2017年公司共收到融资成本补贴资金714.56万元；同时鹏元也关注到了2017年公司未实际进行工程建设，未确认收入；现阶段公司尚无在建拟建代建项目，未来收入来源缺乏保障；公司应收款项规模较大，账龄较长，对资金形成一定占用，资产流动性较弱。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为A-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	2.01	20.52	2,162.70
应收账款	20,239.51	20,239.51	18,485.30
预付款项	1,401.47	1,401.47	1,401.47
其他应收款	46,909.68	49,382.07	48,730.77
流动资产合计	68,552.67	71,043.57	70,780.24
固定资产	16,994.71	17,474.79	17,954.95
在建工程	1,550.27	1,550.27	1,550.27
其他非流动资产	13,748.81	13,748.81	13,748.81
非流动资产合计	32,293.79	32,773.87	33,254.03
资产总计	100,846.45	103,817.44	104,034.27
应交税费	1,566.91	1,566.91	1,510.71
应付利息	54.58	71.78	71.78
其他应付款	123.25	125.30	125.30
一年内到期的非流动负债	2,452.00	2,576.00	276.00
流动负债合计	4,196.74	4,339.99	1,983.79
长期借款	-	-	40.00
应付债券	4,467.41	6,696.90	8,927.79
长期应付款	-	88.00	454.00
非流动负债合计	4,467.41	6,784.90	9,421.79
负债合计	8,664.15	11,124.89	11,405.58
实收资本	60,300.00	60,300.00	60,300.00
资本公积	28,266.47	28,266.47	28,266.47
盈余公积	412.50	412.50	406.11
未分配利润	3,203.34	3,713.58	3,656.11
所有者权益合计	92,182.31	92,692.55	92,628.69
负债和所有者权益总计	100,846.45	103,817.44	104,034.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	-	1,703.11	2,422.18
减：营业成本	-	1,461.84	2,018.49
营业税金及附加	-	5.11	13.32
管理费用	557.02	564.87	494.18
财务费用	667.79	670.72	650.67
加：其他收益	714.56	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-510.24	-999.42	-754.48
加：营业外收入	-	1,063.28	851.00
减：营业外支出	-	-	-
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-510.24	63.86	96.52
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-510.24	63.86	96.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
收到其他与经营活动有关的现金	5,894.43	1,069.07	2,129.76
经营活动现金流入小计	5,894.43	1,069.07	2,129.76
购买商品、接受劳务支付的现金	-	1,461.84	2,018.49
支付其他与经营活动有关的现金	3,015.92	736.52	3,455.30
经营活动现金流出小计	3,015.92	2,198.36	5,473.78
经营活动产生的现金流量净额	2,878.51	-1,129.29	-3,344.02
二、投资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	-	-	0.02
投资活动现金流出小计	-	-	0.02
投资活动产生的现金流量净额	-	-	-0.02
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	-
取得借款所收到的现金	-	-	690.00
筹资活动现金流入小计	-	-	690.00
偿还债务所支付的现金	2,250.00	356.00	40.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	647.02	656.88	640.37
筹资活动现金流出小计	2,897.02	1,012.88	680.37
筹资活动产生的现金流量净额	-2,897.02	-1,012.88	9.63
四、现金及现金等价物净增加额	-18.51	-2,142.18	-3,334.41
加：期初现金及现金等价物余额	20.52	2,162.70	5,497.11
五、期末现金及现金等价物余额	2.01	20.52	2,162.70

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	-510.24	63.86	96.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	480.08	480.16	480.16
财务费用（收益以“-”号填列）	667.53	675.99	640.37
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	2,472.39	-2,405.51	-4,574.39
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-231.25	56.20	13.32
经营活动产生的现金流量净额	2,878.51	-1,129.29	-3,344.02
现金的期末余额	2.01	20.52	2,162.70
减：现金的期初余额	20.52	2,162.70	5,497.11
现金及现金等价物净增加额	-18.51	-2,142.18	-3,334.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	-	14.17%	16.67%
EBITDA（万元）	637.37	1,200.90	1,217.05
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.83	1.90
资产负债率	8.59%	10.72%	10.96%
流动比率	16.33	16.37	35.68
速动比率	16.33	16.37	35.68
有息债务（万元）	6,919.41	9,360.90	9,697.79
有息债务/EBITDA	10.86	7.79	7.97

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期应付款+应付债券

附录六 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

兰西县鑫源投资有限公司

2018 年主体长期信用
跟踪评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1332】号 01

分析师

姓名：
安晓敏 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
anxm@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

兰西县鑫源投资有限公司 2018 年主体长期信用跟踪评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
主体长期信用等级	A-	A-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 07 月 20 日	2017 年 12 月 13 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对兰西县鑫源投资有限公司（以下简称“鑫源投资”或“公司”）主体长期信用的 2018 年度跟踪评级结果维持为 A-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司未来收入来源较有保障，公司继续得到一定的外部支持；同时鹏元也关注到了公司资产质量较为一般，公司有息债务规模有所增加，存在一定的有息债务偿还压力等风险因素。

正面：

- 公司签订棚改项目政府购买服务协议，未来收入来源较有保障。公司与兰西县财政局就兰西县城城中村棚户区改造项目一期工程签订政府购买服务协议，项目总投资 57,138 万元，工程建设期一年，验收合格后兰西县财政局分 19 年支付总价款 66,785.41 万元，公司未来收入来源较有保障。
- 公司获得一定的外部支持。2017 年公司因污水处理业务收到补贴款 292.78 万元，同时收到专项用于支付审计费用及担保费用等费用的政府补助款 1,389.35 万元，为公司持续运营提供一定保障。

关注：

- **公司资产质量较为一般。**截至 2017 年末，公司其他应收款、固定资产及其他公益性资产合计占资产总额的 87.87%，其中固定资产主要为房屋建筑物，其他应收款主要为应收政府部门的相关往来款，回收时间存在一定不确定性。
- **公司有息债务规模有所增加，存在一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务余额 58,157.19 万元，较上年增长 22.30%，公司存在一定的有息债务偿还压力。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	186,603.25	178,261.39	149,111.50
所有者权益合计（万元）	90,152.69	106,900.51	98,353.06
有息债务（万元）	58,157.19	47,551.48	19,509.48
资产负债率	51.69%	40.03%	34.04%
流动比率	3.86	5.72	3.76
营业收入（万元）	292.78	285.05	-
营业利润（万元）	-1,852.44	-1,643.50	-447.81
营业外收入（万元）	2,170.27	1,957.29	364.96
利润总额（万元）	133.76	54.86	-91.31
综合毛利率	2.88%	-7.38%	-
EBITDA（万元）	1,681.79	882.28	20.18
经营活动现金流净额（万元）	-23,353.94	-23,276.66	-2,028.12

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

一、主体概况

2017年公司注册资本、股权结构、实际控制人均未发生变更，公司注册资本仍为21,000万元，兰西县国有资产运营公司和中国农发重点建设基金有限公司分别持股57.14%和42.86%，兰西县国有资产运营公司仍为公司的控股股东，兰西县人民政府为公司实际控制人。2017年公司法定代表人从郑照利变更为李亚新，经营范围从“投资城市道路建设、投资污水处理、投资中小企业、投资房地产开发；房地产开发经营；对水利设施项目投资（上述经营项目需国家专项审批除外）”变更为“投资城市道路建设、投资污水处理、投资中小企业、投资房地产开发；房地产开发经营；对水利设施项目投资（上述经营项目需国家专项审批除外）；光伏发电”。2017年，公司合并报表范围未发生变化，子公司仅兰西县盛泽供排水有限责任公司（以下简称“盛泽供排水”）一家。

截至2017年12月31日，公司资产总额为186,603.25万元，所有者权益合计90,152.69万元，资产负债率为51.69%；2017年度，公司实现营业收入292.78万元，利润总额133.76万元，经营活动现金净流出23,353.94万元。

二、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健

增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分

别联合国国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目

2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
---------	---	-----------	--

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年兰西县经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2017年兰西县实现地区生产总值68.5亿元，同比增长7.4%。根据2016年常住人口计算，2017年兰西县人均GDP为13,867元，为全国人均GDP的23.24%。2017年兰西县实现规模以上工业增加值14.6亿元，较上年增长8.2%，完成固定资产投资59.0亿元，较上年增长10.0%，是兰西县2017年经济发展的主要动力。2017年兰西县完成社会消费品零售总额26.0亿元，增长9.5%。2017年兰西县新增外贸进出口企业3家，完成进出口总额3,300万美元，增长7.1%，实际利用外资3,100万美元，增长7.3%。2017年兰西县城镇居民人均可支配收入为17,159元，同比增长14%；农村人均可支配收入为8,275元，同比增长11.9%。

2017年，兰西县进一步着力发展现代农业和工业等。2017年兰西县水田面积增加到16万亩，杂粮杂豆面积增加到1.7万亩，蔬菜种植面积达到35万亩，生猪饲养量达到115万头，畜牧业总产值实现23.5亿元。2017年，兰西县共签约超千万项目73个，总投资95.91亿元，其中超亿元项目26个。

表 2 2016-2017 年兰西县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	68.5	7.4%	64.5	7.5%
第一产业增加值	-	-	28.6	4.1%
第二产业增加值	-	-	20.6	11.7%
第三产业增加值	-	-	15.3	9.4%
固定资产投资	59.0	10.0%	53.6	17.6%
社会消费品零售总额	26.0	9.5%	23.8	11.5%
进出口总额（亿美元）	0.33	7.1%	-	-
人均 GDP（元）	13,867		13,057	
人均 GDP/全国人均 GDP	23.24%		24.19%	

注：“-”表示数据未公开；

人均 GDP=GDP/常住人口，常住人口数据均使用 2016 年数据。

资料来源：2016 年数据来自兰西县统计局、2017 年数据来自兰西县 2018 年政府工作报告，鹏元整理

2017年兰西县地方综合财力有所增长，但公共财政收入规模较小，对上级补助较为依赖，财政自给能力较弱

2017年，兰西县地方综合财力进一步增强，但规模依旧偏小。2017年，兰西县地方综合财力为31.74亿元，较上年增长5.69%。从地方综合财力构成来看，2017年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为10.05%、88.67%和1.29%，上级补助收入仍是兰西县地方综合财力的最主要组成部分。

2017年兰西县实现公共财政收入3.19亿元，较上年增长17.72%，增幅较大，但公共财政收入的体量仍然较小，在地方综合财力中占比较低。2017年，兰西县实现上级补助收入28.15亿元，同比增长7.19%，占地方综合财力的比重为88.67%，仍为兰西县地方综合财力的最主要组成部分。其中返还性收入0.72亿元；一般性转移支付收入9.79亿元，较上年下降30.98%；专项转移支付收入17.64亿元，较上年增长53.97%，主要用于农林水利、社会保障与就业等方面。总体来看，上级补助收入的可自由支配程度较上年有所降低。2017年兰西县政府性基金收入同比减少61.81%，规模较小，仅占兰西县地方综合财力的1.29%。

2017年兰西县公共财政支出为36.23亿元，较上年增长16.14%，主要用于农林水利、教育、医疗卫生、社会保障与就业、城乡社区领域，合计占公共财政支出的比重为77.54%，具有一定的刚性。

兰西县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低，2017年财政自给率仅为8.80%，公共财政收支之间的缺口主要依赖于上级补助收入，财政自给能力较弱。

表 3 2016-2017 年兰西县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	317,428	300,348
（一）公共财政收入	31,889	27,088
其中：税收收入	-	19,699
非税收入	-	7,389
（二）上级补助收入	281,460	262,579
其中：返还性收入	7,169	6,143
一般性转移支付收入	97,939	141,903
专项转移支付收入	176,352	114,533
（三）政府性基金收入	4,079	10,681
其中：国有土地使用权出让收入	-	8,568
财政支出	-	329,883
（一）公共财政支出	362,319	311,963
（二）政府性基金支出	-	17,920
财政自给率	8.80%	8.68%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2016 年数据来自兰西县财政局、2017 年数据来自兰西县人民政府网站，鹏元整理

三、经营与竞争

公司作为兰西县基础设施建设的投融资主体，主要从事兰西县工程代建、供排水及污水处理业务。2017年公司仍未进行工程代建且未确认代建收入，仅因污水处理业务实现营业收入292.78万元，综合毛利率为2.88%。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
污水处理	292.78	2.88%	285.05	-7.38%
合计	292.78	2.88%	285.05	-7.38%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司供排水及污水处理业务对政府补贴较为依赖，自身盈利能力较差

公司供排水业务及污水处理业务均由子公司盛泽供排水负责。盛泽供排水目前仅有一座水厂及一座污水处理厂，且均于2014年开始正式运营，负责兰西县城镇居民生活供水及污水处理，其中水厂日供水能力为2.5万吨，2017年公司全年供水量为438万吨，全年售水量为321万吨，覆盖自来水用户1.51万户；污水处理厂污水年处理能力为547.5万吨，2017年全年实际污水处理量为428万吨，与上年持平。由于水费及污水处理费均由政府控制的兰西县自来水公司收取，公司未获得相关收入。公司依靠兰西县政府下发的财政补贴来维持相关业务运营，2017年公司收到污水处理补贴收入292.78万元，计入营业收入。

表 5 2016-2017 年公司供水数据

业务指标	2017 年	2016 年
日供水能力（万吨）	2.5	2.5
供水管网总长度（公里）	110	110
供水面积（平方公里）	10.1	10.1
全年供水量（万吨）	438	438
全年售水量（万吨）	321	321
自来水用户数（万户）	1.51	1.51

资料来源：公司提供

表 6 2016-2017 年公司污水处理业务主要指标

业务指标	2017 年	2016 年
污水处理能力（万吨/年）	547.5	547.5
污水处理管网总长度（公里）	85	85
全年实际污水处理量（万吨）	428	428

资料来源：公司提供

公司与兰西县财政局签订棚改项目政府购买服务协议，未来收入来源较有保障

2016年12月15日，公司与兰西县财政局就兰西县城城中村棚户区改造项目一期工程签订政府购买服务补充协议，由公司负责2,140户、226,140平方米的拆迁工程，并进行货币补偿、购买安置房异地安置等。项目总投资57,138万元（最终以竣工决算结果为准），由兰西县财政局和公司共同筹措资金，其中项目资本金12,000万元由兰西县财政局解决并纳入政府预算管理，公司已向中国农业发展银行质押借款筹措资金，截至2017年末余额为44,138.00万元。工程建设期一年，验收合格后兰西县财政局分19年进行支付，支付总价款66,785.41万元，公司未来收入来源较有保障。

此外，根据黑龙江省发改委《关于债券持有人同意“14黑重建债01”项目调整的通知》，公司“14黑重建债01”的募投项目变更为兰安路道路改造工程，该项目由蓝安公路建设指挥部负责建设，现已竣工，在公司其他应收款中核算，该项目尚未与政府签订回购协议，未来该收入实现存在一定不确定性。

2017年公司继续获得一定的外部支持

作为兰西县重要的基础设施投融资和建设主体，兰西县人民政府继续给予公司一定支持，2017年公司获得政府补贴1,389.35万元，用于专项支付审计费用及担保费用、缴纳税金及滞纳金、偿还银行贷款本金及其他项目筹资费用，为公司持续运营提供一定保障。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017 年，公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

2017年公司资产规模有所增长，但以应收政府部门款项、固定资产及其他公益性资产为主，整体资产质量一般

截至2017年底，公司资产总额为186,603.25万元，同比增长4.68%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017年底公司流动资产为111,593.50万元，占总资产的比重为59.80%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11,667.65	6.25%	24,880.62	13.96%
其他应收款	99,925.85	53.55%	60,883.89	34.15%
流动资产合计	111,593.50	59.80%	85,764.51	48.11%
投资性房地产	10,108.44	5.42%	10,076.35	5.65%
固定资产	31,984.99	17.14%	49,479.90	27.76%
其他非流动资产	32,065.52	17.18%	32,065.52	17.99%
非流动资产合计	75,009.75	40.20%	92,496.88	51.89%
资产总计	186,603.25	100.00%	178,261.39	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金及其他应收款构成。截至2017年末，公司货币资金余额为11,667.65万元，其中银行存款9,665.06万元，其他货币资金2,000.00万元，为保证金，使用受限。截至2017年末，公司其他应收款账面价值为99,925.85万元，较上年增长64.13%，主要系应收政府相关单位的工程款及往来款。具体来看，应收兰西县财政局的往来款占其他应收款账面余额的比重为84.68%，较上年增幅较大。其他应收款对公司资金形成一定占用，回款时间存在一定不确定性。

表 8 截至 2017 年末公司其他应收款前五大对象情况（单位：万元）

单位名称	账面余额	账龄	占其他应收款账面余额合计数的比例
兰西县财政局	46,062.00	1 年以内	46.10%
	37,000.00	1-2 年	37.03%
	1,545.48	2-3 年	1.55%
兰西县卫生局	39.57	1-2 年	0.04%
	88.34	2-3 年	0.09%
	4,869.71	3 年以上	4.87%
兰西县住房和城乡建设局	4,098.00	3 年以上	4.10%
兰西县道路工程改建指挥部	3.85	1 年以内	0.00%

	15.56	1-2 年	0.02%
	35.19	2-3 年	0.04%
	2,824.43	3 年以上	2.83%
兰安公路建设指挥部	512.50	1 年以内	0.51%
	512.50	1-2 年	0.51%
	482.29	2-3 年	0.48%
合计	98,103.40	-	98.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产及其他非流动资产构成。截至2017年末，公司投资性房地产为兰国用2013第9405号及兰国用2013第9407号2宗合计32.09公顷工业用地的土地使用权，2017年经黑龙江利朋资产评估有限公司评估并出具评估报告（黑利朋评报字（2018）第020号），评估价值为10,108.44万元，均未抵质押。考虑到该土地价值受当地土地市场景气度影响较大，未来或存在一定减值风险。公司固定资产主要系房屋及建筑物，截至2017年末，固定资产账面价值31,984.99万元，同比下降35.36%，主要系根据行政事业单位国有资产无偿划拨单，公司账面价值为16,825.25万元的房屋、建筑物、设备等固定资产已于2017年4月30日被兰西县财政局无偿划拨给黑龙江麻之源亚麻产业发展有限公司。公司其他非流动资产主要系水利设施、亚都文化中心及停车场设施等公益性资产，账面价值32,065.52万元。

总体看来，2017年公司资产规模有所增长，但以固定资产及应收政府部门款项为主，且存在一定的公益性资产，整体资产质量一般。

盈利能力

公司业务收入及利润均对政府补助较为依赖

2017年，公司实现营业收入292.78万元，全部来自政府对污水处理业务的补贴款。该业务自身盈利能力较差，不产生收入，仅依靠政府补贴收入，毛利率较低，公司营业利润亏损。2017年，公司收到政府补贴1,389.35万元，是公司利润总额的全部来源。总体来看，公司业务收入及利润均对政府补助较为依赖。

此外，公司已就兰西县城村中村改造项目一期工程与兰西县财政局签订政府购买服务协议，工程建设期一年，验收合格后兰西县财政局分19年支付总价款66,785.41万元，公司未来收入来源较有保障。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	292.78	285.05
营业利润	-1,852.44	-1,643.50
营业外收入	2,170.27	1,955.82
利润总额	133.76	54.86
净利润	77.43	37.92
综合毛利率	2.88%	-7.38%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流仍呈净流出状态，资金缺口主要依赖筹资活动

2017年公司收现比为1.00，与上年持平。2017年，公司经营活动仍呈较大规模的现金净流出状态，具体来看，销售商品、提供劳务收到的现金主要系公司收到兰西县财政局的污水处理款，收到的其他与经营活动有关的现金主要系公司收到的往来款及政府补助，购买商品、接受劳务支付的现金主要系污水处理支出，支付的其他与经营活动有关的现金主要系支付兰西县财政局等单位的往来款。受往来款规模较大影响，2017年公司经营活动现金净流出23,353.94万元。

2017年公司投资活动规模较小，投资活动现金净流出58.62万元。2017年公司筹资活动现金流入14,138.00万元，为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出5,938.40万元，为偿还债务及偿付利息支付的现金，综合使得筹资活动现金净流入8,199.60万元，公司经营活动和投资活动对筹资活动依赖较大。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.00	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	292.78	285.05
收到的其他与经营活动有关的现金	15,758.56	2,103.29
经营活动现金流入小计	16,051.34	2,388.34
购买商品、接受劳务支付的现金	223.03	248.84
支付的其他与经营活动有关的现金	38,743.38	24,734.91
经营活动现金流出小计	39,405.29	25,664.99
经营活动产生的现金流量净额	-23,353.94	-23,276.66
投资活动产生的现金流量净额	-58.62	-6.39
筹资活动产生的现金流量净额	8,199.60	47,644.04

现金及现金等价物净增加额	-15,212.97	24,361.00
--------------	------------	-----------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所增加，存在一定的有息债务偿还压力

截至2017年底，公司总负债为96,450.56万元，较上年增长35.16%。受公司资产无偿划出的影响，所有者权益规模下降15.67%至90,152.69万元。截至2017年末，公司产权比率为106.99%，较上年末大幅上升，所有者权益对负债的覆盖能力有所降低。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	96,450.56	71,360.88
所有者权益	90,152.69	106,900.51
产权比率	106.99%	66.75%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2017年末公司负债主要为非流动负债，截至2017年底，非流动负债占公司负债总额的比重为70.02%。

公司流动负债主要为其他应付款。公司其他应付款主要系应付其他单位的往来款。截至2017年末，公司其他应付款余额为28,861.90万元，占总负债的比重为29.92%，主要系应付兰西县人民医院、兰西县财政局及兰西县亚峰名品服饰有限公司等单位的往来款。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	28,861.90	29.92%	14,302.93	20.04%
流动负债合计	28,919.12	29.98%	14,993.17	21.01%
长期借款	52,138.00	54.06%	39,000.00	54.65%
应付债券	6,019.19	6.24%	8,001.48	11.21%
长期应付款	7,200.00	7.46%	7,200.00	10.09%
递延所得税负债	2,174.24	2.25%	2,166.22	3.04%
非流动负债合计	67,531.44	70.02%	56,367.70	78.99%
负债合计	96,450.56	100.00%	71,360.88	100.00%
其中：有息债务	58,157.19	60.30%	47,551.48	66.64%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款及递延所得税负债构成。截

至2017年末，公司长期借款为52,138.00万元，全部为质押借款。其中中国农业发展银行质押借款2017年末余额为44,138.00万元，质押物为城中村棚户区改造项目一期工程政府购买协议下的应收款项；国家开发银行贷款余额8,000.00万元。公司应付债券主要系2014年发行的集合债券“14黑重建债01”。公司长期应付款主要系政府债券置换贷款，置换贷款的相关本息由黑龙江省财政厅负责偿还。公司递延所得税负债主要系投资性房地产公允价值变动导致的应纳税暂时性差异。

截至2017年末，公司包括长期借款、应付债券的有息债务余额为58,157.19万元，较上年增长22.30%，占公司负债总额的比重为60.30%。公司存在一定的有息债务偿还压力。

表 13 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
有息债务	4,800	4,800	4,800	43,738

资料来源：公司提供，鹏元整理

随着公司负债规模的扩大，截至2017年末，公司资产负债率为51.69%，同比上升11.66个百分点。2017年末，公司流动比率、速动比率较上年有所下降，均为3.86。2017年，公司有息债务与EBITDA的比值为34.58，EBITDA对有息债务的覆盖程度进一步降低。

整体来看，公司资产负债率上升，有息债务规模增加，存在一定的有息债务偿还压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	51.69%	40.03%
流动比率	3.86	5.72
速动比率	3.86	5.72
EBITDA（万元）	1,681.79	882.28
有息债务/EBITDA	34.58	53.90

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

五、评级结论

公司与兰西县财政局就兰西县城城中村棚户区改造项目一期工程签订政府购买服务协议，项目总投资57,138万元，工程建设期一年，验收合格后兰西县财政局分19年支付总价款66,785.41万元，公司未来收入来源较有保障；2017年公司继续得到一定的外部支持，因污水处理业务收到补贴款292.78万元，同时收到专项用于支付审计费用及担保费用等费用的政府补助款1,389.35万元。

同时鹏元也关注到，公司资产质量较为一般，截至2017年末，公司其他应收款、固定

资产及其他公益性资产合计占资产总额的87.87%，其中固定资产主要为房屋建筑物，其他应收款主要为应收政府部门的相关往来款，未来回收时间存在一定不确定性；截至2017年末，公司有息债务余额为58,157.19万元，较上年增长22.30%，占公司负债总额的比重为60.30%，公司存在一定的有息债务偿还压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为A-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	11,667.65	24,880.62	519.63
应收账款	-	-	14,643.65
预付款项	-	-	7,496.23
其他应收款	99,925.85	60,883.89	37,734.35
存货	-	-	1,612.85
流动资产合计	111,593.50	85,764.51	62,006.70
投资性房地产	10,108.44	10,076.35	10,044.26
固定资产	31,984.99	49,479.90	55,221.50
在建工程	-	-	20,926.31
无形资产	850.81	875.12	899.42
递延所得税资产	-	-	13.31
其他非流动资产	32,065.52	32,065.52	-
非流动资产合计	75,009.75	92,496.88	87,104.80
资产总计	186,603.25	178,261.39	149,111.50
应付账款	-	-	1,479.83
应交税费	57.22	140.25	894.06
其他应付款	28,861.90	14,302.93	14,107.75
一年内到期的非流动负债	-	550.00	-
流动负债合计	28,919.12	14,993.17	16,481.65
长期借款	52,138.00	39,000.00	11,250.00
应付债券	6,019.19	8,001.48	8,259.48
长期应付款	7,200.00	7,200.00	-
专项应付款	-	-	12,609.12
递延所得税负债	2,174.24	2,166.22	2,158.20
非流动负债合计	67,531.44	56,367.70	34,276.80
负债合计	96,450.56	71,360.88	50,758.44
实收资本	21,000.00	21,000.00	2,000.00
资本公积	57,877.38	74,702.63	86,602.22
盈余公积	116.18	-	361.40
未分配利润	11,159.13	11,197.88	9,389.43
归属于母公司所有者权益合计	90,152.69	106,900.51	98,353.06
所有者权益合计	90,152.69	106,900.51	98,353.06
负债和所有者权益总计	186,603.25	178,261.39	149,111.50

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	292.78	285.05	-
其中：营业收入	292.78	285.05	-
二、营业总成本	2,179.43	1,960.64	479.90
其中：营业成本	284.36	306.09	259.43
营业税金及附加	237.40	131.33	-
管理费用	1,662.99	1,501.96	144.90
财务费用	-5.92	20.86	75.57
资产减值损失	0.59	0.40	-
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	32.09	32.09	32.09
资产处置收益（损失以“-”号填列）	2.11	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-1,852.44	-1,643.50	-447.81
加：营业外收入	2,170.27	1,957.29	364.96
减：营业外支出	184.06	258.93	8.46
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	133.76	54.86	-91.31
减：所得税费用	56.33	16.94	8.02
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	77.43	37.92	-99.34
归属于母公司股东的净利润	77.43	37.92	-99.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	292.78	285.05	53.23
收到其他与经营活动有关的现金	15,758.56	2,103.29	9,862.18
经营活动现金流入小计	16,051.34	2,388.34	9,915.41
购买商品、接受劳务支付的现金	223.03	248.84	2,554.27
支付给职工以及为职工支付的现金	70.01	64.15	54.64
支付的各项税费	368.86	617.10	1.07
支付其他与经营活动有关的现金	38,743.38	24,734.91	9,333.54
经营活动现金流出小计	39,405.29	25,664.99	11,943.52
经营活动产生的现金流量净额	-23,353.94	-23,276.66	-2,028.12
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.11		
投资活动现金流入小计	2.11		
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	60.74	6.39	1,986.72
投资活动现金流出小计	60.74	6.39	1,986.72
投资活动产生的现金流量净额	-58.62	-6.39	-1,986.72
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		9,000.00	-
取得借款收到的现金	14,138.00	39,000.00	1,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金		1,441.63	2,955.69
筹资活动现金流入小计	14,138.00	49,441.63	4,455.69
偿还债务支付的现金	3,300.00	600.00	1,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	590.40	883.59	1,279.70
支付其他与筹资活动有关的现金	2,048.00	314.00	-
筹资活动现金流出小计	5,938.40	1,797.59	2,479.70
筹资活动产生的现金流量净额	8,199.60	47,644.04	1,975.99
五、现金及现金等价物净增加额	-15,212.97	24,361.00	-2,038.85
加：期初现金及现金等价物余额	24,880.62	519.63	2,558.47
六、期末现金及现金等价物余额	9,667.65	24,880.62	519.63

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	77.43	37.92	-99.34
加：资产减值准备	0.59	0.40	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,515.56	803.11	10.58
无形资产摊销	24.31	24.31	24.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2.11	-	-
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-32.09	-32.09	-32.09
财务费用（收益以“-”号填列）	8.17	-	76.61
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-	13.31	-
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-	8.02	8.02
存货的减少（增加以“-”号填列）	-	1,612.85	-
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-38,442.61	-6,522.51	-17,892.35
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	13,488.79	-19,221.98	15,876.14
经营活动产生的现金流量净额	-23,353.94	-23,276.66	-2,028.12

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	2.88%	-7.38%	-
EBITDA（万元）	1,681.79	882.28	20.18
资产负债率	51.69%	40.03%	34.04%
产权比率	106.99%	66.75%	51.61%
流动比率	3.86	5.72	3.76
速动比率	3.86	5.72	3.66
有息债务（万元）	58,157.19	47,551.48	19,509.48
有息债务/EBITDA	34.58	53.90	966.77

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
兰西县盛泽供排水有限责任公司	4,112.00	100.00%	自来水生产和供应，污水处理

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	长期借款+应付债券+一年内到期的非流动负债

附录七 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

二、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。