

2014 年第一期黑龙江省灾后重建

集合债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【918】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：3.05 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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年第一期黑龙江省灾后重建集合债券 2019 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	2019 年 06 月 27 日	2018 年 07 月 20 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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，2018 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。同时中证鹏元也关注到，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，实际控制人均为各县地方政府，2018 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。经中证鹏元综合评定，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：

- **联合发行人收入规模较小，盈利能力较弱。**联合发行人业务模式较为单一，盈利能力较弱。2018年，除望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司（以下简称“望奎鑫盛”）外的其他四家联合发行人利润总额全部为亏损。
- **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2018年底，肇州县国有资产运营有限公司（以下简称“肇州国资”）有息债务规模为16,355.28万元，其中短期有息债务规模达12,118.01万元；林甸县宏远国有资产经营有限责任公司（以下简称“林甸国资”）有息债务余额为14,366.51万元，均在2020年前到期；兰西县鑫源投资有限公司（以下简称“鑫源投资”）有息债务余额97,464.70万元，较上年增长67.59%；望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司（以下简称“望奎鑫盛”）有息负债规模5.52亿元，EBITDA利息保障倍数为0.28。

**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
2	依兰县国有资产经营有限责任公司	依兰国资	-	-	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公司	望奎鑫盛	A	稳定	A	稳定

注：联合发行人兰盛投资及依兰国资已于跟踪期内提前兑付了其本期债券剩余本金及应计利息，中证鹏元发布了终止评级公告（中证鹏元公告【2019】120号、中证鹏元公告【2019】122号），终止联合发行人兰盛投资及依兰国资主体长期信用评级。

**东北再担保主要财务指标:**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	622,728.30	481,810.61	476,186.46
所有者权益（万元）	335,916.96	321,153.11	331,028.45
在保责任余额（亿元）	252.42	250.84	299.73
净资产放大倍数	7.51	7.81	9.05
当期担保代偿率	1.06%	0.63%	0.43%

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2017-2018年审计报告、东北再担保提供，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金专户使用情况

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。联合发行人募集资金专户余额情况如下表所示。

**表1 本期债券募集资金专户余额情况（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	募集资金专户余额	查询日
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	870.52	2019/3/31
		补充灾后重建应急资金	2,000		
肇源县祥生建设投资有限责任公司	17,000	肇源县西海老城区棚户区改造建设项目	14,000	-	-
		补充灾后重建应急资金	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	0.10	2018/12/31
		建兴至碾子山公路林甸镇至明林界段改扩建工程	4,832		
		补充灾后重建应急资金	2,000		
		补充流动资金	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	1.88	2019/1/7
		补充灾后重建应急资金	1,000		
望奎县鑫盛城乡建设投资有限责任公司	9,000	城镇道路及配套工程改造	7,000	6.40	2019/4/4
		补充灾后重建应急资金	2,000		
<b>合计</b>	<b>61,000</b>	<b>-</b>	<b>61,000</b>	<b>878.90</b>	<b>-</b>

注：（1）肇源祥生募集资金专户已销户，根据肇源祥生2018年年报披露，肇源祥生本期债券募集资金已使用完毕；（2）联合发行人兰盛投资及依兰国资发债规模分别为9,000万元及20,000万元。

资料来源：各联合发行人提供，中证鹏元整理

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需**

## 求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5 月,财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 1、肇州县

#### 肇州县经济规模较小，经济实力较弱

2018 年肇州县实现地区生产总值 119.8 亿元，同比增长 8.5%。其中，第一产业实现增加值 43.8 亿元；第二产业实现增加值 33.2 亿元；第三产业实现增加值 42.8 亿元，三次产业结构由 2017 年的 26.4:46.4:27.2 调整为 36.6:27.7:35.7。

固定资产投资方面，2018 年肇州县完成固定资产投资 25.5 亿元，固定资产投资对经济的拉动作用较大。消费方面，2018 年肇州县自建了中国特产肇州馆电商平台，全县“供销 e 家”服务网点发展到 120 个，商贸物流、文化旅游等产业加速发展，2018 年肇州县共实现社会消费品零售总额 25.1 亿元，同比增长 7.1%。

总体而言，肇州县经济规模偏小，经济实力较弱。

**表3 肇州县主要经济指标情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	119.8	8.5%	172.5	6.2%
第一产业增加值	43.8	8.2%	45.5	5.6%
第二产业增加值	33.2	8.9%	80.0	7.1%
第三产业增加值	42.8	8.6%	47.0	6.0%
工业增加值	53.5	8.6%	100.0	7.1%
全年完成固定资产投资	25.5	57.4%	37.0	2.1%
社会消费品零售总额	25.1	7.1%	23.0	6.5%

资料来源：肇州县《2018年政府工作报告》、《2019年政府工作报告》

肇州县2018年实现公共财政收入3.30亿元，同比减少2.65%，其中税收收入2.19亿元，占公共财政收入的比重为66.36%；实现上级补助收入21.23亿元，同比增长3.41%；实现政府性基金收入0.28亿元，同比减少28.21%；同期肇州县公共财政支出为26.90亿元，同比减少6.21%，财政自给率为12.27%。

## 2、肇源县

### 2018年肇源县各经济指标同比增长，经济规模仍然偏小

2018年，肇源县地区生产总值为105.52亿元，按可比口径较2017年增长10.1%，但经济规模仍然偏小。其中，第一产业增加值实现43.07亿元，增长6.5%；第二产业实现增加值实现10.85亿元，增长11.4%；第三产业实现增加值51.6亿元，增长10.8%。2018年，肇源县固定资产投资为33.2亿元，按可比价格同比增长31.4%；实现社会消费品零售总额28.85亿元，同比增长7.9%。

**表4 肇源县主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	105.52	10.1%	127.10	5.80%
第一产业增加值	43.07	6.5%	-	-
第二产业增加值	10.85	11.4%	-	-
第三产业增加值	51.60	10.8%	47.60	6.50%
工业增加值	-	-	34.60	-
固定资产投资	33.20	31.4%	49.00	18.10%
社会消费品零售总额	28.85	7.9%	26.50	6.90%

注：“-”表示数据未获得；

资料来源：肇源县2017年国民经济和社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展计划，肇源县2019年政府工作报告，中证鹏元整理

2018年肇源县实现公共财政收入2.90亿元，同比下降9.38%，其中税收收入2.07亿元，占公共财政收入比重为71.38%；实现政府性基金收入0.99亿元，同比下降17.50%；同期肇源县公共财政支出为26.47亿元，同比增长1.85%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为10.96%。

### 3、林甸县

#### 2018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

2018年，林甸县实现地区生产总值46.17亿元，同比增长9.4%，整体规模较小。从三次产业来看，第一产业实现增加值24.14亿元，同比增长0.2%；第二产业实现增加值4.77亿元，同比增长24.8%；第三产业实现增加值17.26亿元，同比增长1.4%。三次产业结构的比例由2017年的53.5:9.7:36.8调整为2018年的52.3:10.3:37.4，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。2018年林甸县人均GDP为1.83万元，仅为同期全国人均GDP的28.31%。2018年林甸县完成固定资产投资15.02亿元，同比增长2.3%。2018年林甸县实现社会消费品零售总额24.17亿元，同比增长9.5%。

2018年林甸县实现公共财政收入2.33亿元，较上年下降6.05%。其中税收收入为1.32亿元，占公共财政收入比重为56.48%，公共财政收入体量较小；实现政府性基金收入0.39亿元。同期林甸县公共财政支出为22.69亿元，同比下降21.25%，财政自给率为10.28%。

### 4、兰西县

#### 2018年兰西县经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2018年兰西县实现地区生产总值75.71亿元，同比增长5.6%，其中第一产业实现增加值34.05亿元，同比增长5.2%，第二产业实现增加值24.25亿元，同比增长6.9%，第三产业实现增加值17.42亿元，同比增长4.6%，三次产业结构比例由2017年的46.03:31.01:22.96调整为44.97:32.03:23.01，仍以第一产业为主。根据2016年兰西县常住人口数据计算，2018年兰西县人均GDP为15,326元，为全国均值的23.71%。2018年兰西县实现规模以上工业增加值1.87亿元，较上年增长19.6%，完成固定资产投资23.00亿元，较上年增长0.3%。2018年兰西县完成社会消费品零售总额28.12亿元，增长8.0%。

表5 兰西县主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	75.71	5.6%	72.21	7.5%
第一产业增加值	34.05	5.2%	33.24	7.0%
第二产业增加值	24.25	6.9%	22.39	8.6%
第三产业增加值	17.42	4.6%	16.58	7.1%

规模以上工业增加值	1.87	19.6%	-	9.9%
固定资产投资	23.00	0.3%	22.93	-9.9%
社会消费品零售总额	28.12	8.0%	26.04	9.5%
进出口总额（亿美元）	-	-	0.33	7.1%
人均 GDP（元）		15,326		14,617
人均 GDP/全国人均 GDP		23.71%		24.50%

注：“-”表示数据未获得；

人均 GDP=GDP/常住人口，常住人口数据均使用 2016 年末数据。

资料来源：兰西县统计局，中证鹏元整理

2018年兰西县实现公共财政收入34,796万元，同比增长9.67%，其中税收收入19,863万元，占公共财政收入比重为57.08%；实现政府性基金收入4,206万元，同比增长3.11%；同期兰西县公共财政支出为376,509万元，同比增长3.92%，财政自给率为9.24%。

## 5、望奎县

**望奎县经济规模仍偏小，且增速大幅下滑，第二产业和第三产业发展水平仍然较低**

望奎县经济持续发展，但增速大幅下滑，同时经济总体规模仍偏小。2018年望奎县实现地区生产总值76.4亿元，同比增长3.3%。其中，第一产业增加值34.5亿元，同比增长1.4%；第二产业增加值26.6亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值15.3亿元，同比增长6.3%。三次产业构成比例由2017年的49.2：32.2：18.6调整为2018年的45.2：34.8：20.0，望奎县产业结构以第一产业为主，第二、三产业发展水平相对较低。从拉动经济增长的要素来看，望奎县固定资产投资增速转正但仍然较低，社会消费保持增长，2018年社会消费品零售总额为28.3亿元，较上年增长7.8%。

**表6 望奎县主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	76.4	3.3%	77.9	7.1%
第一产业增加值	34.5	1.4%	38.4	7.6%
第二产业增加值	26.6	4.9%	25.1	7.2%
第三产业增加值	15.3	6.3%	14.5	5.6%
固定资产投资	-	3.3%	-	-10.5%
社会消费品零售总额	28.3	7.8%	26.2	9.5%

注：“-”表示数据未获得；

资料来源：望奎县统计局，鹏元整理

2018年望奎县实现公共财政收入4.15亿元，同比增长7.11%，其中税收收入2.33亿元，占公共财政收入比重为56.14%；实现政府性基金收入0.73亿元，同比增长17.86%；同期望

奎县公共财政支出为35.75亿元，同比增长5.31%，财政自给率为11.61%。

### 三、发行主体概况

#### 1、肇州县国有资产运营有限公司

表7 肇州国资主要财务指标（万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	44,676.00	54,598.52	50,927.53
所有者权益合计	27,800.61	28,092.23	29,262.68
有息债务	16,355.28	25,792.87	20,786.28
资产负债率	37.77%	48.55%	42.54%
流动比率	2.58	3.20	6.40
营业收入	718.23	751.97	492.81
其他收益	154.92	412.42	0.00
营业外收入	0.00	0.67	118.27
利润总额	-273.53	-613.53	-797.91
综合毛利率	-17.47%	25.51%	30.97%
EBITDA	329.37	-223.71	-277.05
经营活动现金流净额	2,849.23	2,157.21	-11,611.71

注：2016年数据为肇州国资2017年审计报告的期初数，2017年数据为肇州国资2018年审计报告的期初数

资料来源：肇州国资2017年、2018年审计报告，中证鹏元整理

#### 正面：

- **2018年肇州国资污水处理厂正式投入运营，未来可形成一定收入。**2018年肇州国资下属子公司肇州县杏山污水处理有限公司正式投入运营，主要负责肇州县杏山工业园区内污水处理及其再生利用，年污水处理量可达730万立方米。2018年肇州国资新增污水处理业务收入126.00万元，随着污水处理厂的正式运营，未来可形成一定收入。
- **肇州国资继续获得一定程度的外部支持。**2018年肇州国资累计收到政府给予的日常专项补贴154.92万元，且肇州国资已发行2014年第一期黑龙江省灾后重建集合债券产生的利息费用继续由肇州县财政承担。

## 关注：

- **肇州国有资产规模较小，资产质量较差，再融资能力有限。**截至 2018 年底，肇州国资总资产为 44,676.00 万元，规模较小，其中其他应收款账面价值 28,574.95 万元，占总资产的比重为 63.96%，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，且 2018 年末肇州国资其他应收款已计提坏账准备 3,008.74 万元。整体来看，肇州国资资产质量较差，固定资产中 1,648.60 万元已用于抵押，再融资能力有限。
- **肇州国资持续亏损，主营业务盈利能力较差。**2017 年及 2018 年，肇州国资营业利润分别亏损 614.20 万元、273.52 万元。肇州国资主营业务主要包括垃圾处理以及污水处理，均属于地方公共事业，毛利率均为负，主营业务盈利能力较差。
- **肇州国资面临较大短期偿债压力。**截至 2018 年末，肇州国资有息债务规模为 16,355.28 万元，其中短期有息债务规模达 12,118.01 万元，肇州国资面临较大的短期偿债压力。

## 2、肇源县祥生建设投资有限公司

表8 肇源祥生主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	125,776.57	133,592.08	136,418.44
所有者权益合计	91,065.52	91,732.23	91,358.56
有息债务	8,539.93	17,130.12	22,141.60
资产负债率	27.60%	31.33%	33.03%
流动比率	1.60	1.73	4.07
营业收入	2,267.75	2,842.76	2,122.14
利润总额	-663.85	678.75	601.43
综合毛利率	24.47%	56.08%	34.97%
EBITDA	509.07	1,130.65	2,319.28
经营活动现金流净额	7,518.59	4,643.24	2,824.34

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：肇源祥生 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 正面：

- **肇源祥生供水业务在当地具主导地位。**肇源祥生是地区供水业务主要经营者，2018年肇源祥生实现供水业务收入 933.98 万元，同比增长 6.07%，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 2018 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，2018 年末三者占总资产的比重为 81.99%，其他非流动资产全部为公益性资产，账面价值 3.89 亿元，其他应收款形成一定资金占用，欠款余额为 0.82 亿元的黑龙江省鑫源物业有限公司被肇源县人民法院列为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，肇源祥生部分应收款项面临一定资金回收风险。
- **肇源祥生面临一定的偿债压力。**2018 年末，肇源祥生有息债务合计 0.85 亿元，全部为 14 黑重建债 01，将在 2019-2020 年进行偿付，肇源祥生仍面临一定的偿债压力。

### 3、林甸县宏远国有资产经营有限责任公司

表9 林甸国资主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	76,168.16	80,003.21	78,587.17
所有者权益合计	54,750.95	55,174.42	55,313.24
有息债务	14,366.51	20,218.82	17,876.41
资产负债率	28.12%	31.03%	29.62%
流动比率	4.62	4.39	10.05
营业收入	75.74	8.77	96.61
营业利润	-417.47	-425.12	-960.20
利润总额	-423.47	-305.12	-402.92
综合毛利率	100.00%	100.00%	-32.09%
EBITDA	-56.00	31.64	3.47

经营活动现金流净额	8,284.97	-6,171.25	-10,025.04
-----------	----------	-----------	------------

资料来源：林甸国资 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 正面：

- **林甸国资继续获得一定的外部支持。**林甸国资是林甸县主要基础设施建设、投融资主体；2018 年林甸国资“14 黑重建债 01”应偿付本息及相关费用 5,543.80 万元纳入林甸县财政预算。

### 关注：

- **林甸国资未来收入存在较大不确定性。**截至 2018 年末，林甸国资无在建拟建的工程代建项目，未来收入存在较大的不确定性。
- **林甸国资资产规模小，资产质量差。**截至 2018 年末，林甸国资总资产 7.62 亿元，以固定资产和应收款项为主，其中固定资产主要系林甸国资拥有的地热井资产，产生的收入较少，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，资产质量差。
- **林甸国资有息债务偿还期限集中，存在一定的短期偿债压力。**截至 2018 年末，林甸国资有息债务余额为 14,366.51 万元，均在 2020 年前到期，存在一定的短期偿债压力。

## 4、兰西县鑫源投资有限公司

表10 鑫源投资主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	256,223.29	186,603.25	178,261.39
所有者权益合计	89,766.79	90,152.69	106,900.51
有息债务	97,464.70	58,157.19	47,551.48
资产负债率	64.97%	51.69%	40.03%
流动比率	3.07	3.86	5.72
营业收入	1,172.10	292.78	285.05
其他收益	752.40	-	-
营业利润	-376.60	-1,852.44	-1,643.50
营业外收入	-	2,170.27	1,957.29
利润总额	-385.90	133.76	54.86
综合毛利率	69.27%	2.88%	-7.38%

EBITDA	1,350.30	1,681.79	882.28
经营活动现金流净额	-501.18	-23,353.94	-23,276.66

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：鑫源投资 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 正面：

- **鑫源投资新增光伏发电业务，未来相关收入来源较有保障。**鑫源投资 2018 年新建光伏扶贫电站，2018 年共发电 1,523.12KW，实现发电销售收入 569.65 万元，电费补贴收入 391.45 万元，鑫源投资未来光伏发电收入较有保障。
- **鑫源投资获得一定的外部支持。**2018 年鑫源投资因污水处理业务收到补贴款 211.00 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 752.28 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 2018 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 76.76%，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 2018 年净利润亏损。**鑫源投资营业收入规模较小，鑫源投资业务收入及补贴收入不足以涵盖鑫源投资的经营支出，2018 年净利润亏损。
- **鑫源投资有息债务规模大幅增加，存在一定的偿债压力。**截至 2018 年末，鑫源投资有息债务余额 97,464.70 万元，较上年增长 67.59%，鑫源投资存在一定的有息债务偿还压力。

## 5、望奎县鑫盛城乡建设投资有限公司

表11 望奎鑫盛主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	122,728.80	139,873.00	74,175.63
所有者权益	48,889.18	48,847.22	48,774.69
有息债务	55,233.33	58,667.41	10,561.90
资产负债率	60.16%	65.08%	34.24%
流动比率	8.20	6.66	7.88
营业收入	1,117.17	13,920.49	8,056.11

其他收益	1,005.04	6,824.98	-
利润总额	42.06	57.59	579.97
综合毛利率	15.82%	-12.01%	16.11%
EBITDA	812.46	604.91	1,201.51
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.46	1.23
经营活动现金流净额	-8,709.02	-26,219.90	1,129.82

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数

资料来源：望奎鑫盛 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 正面：

- **望奎鑫盛继续获得一定的外部支持。**2018 年望奎鑫盛获得政府补贴款 1,005.04 万元，一定程度上提升了望奎鑫盛的利润水平。

### 关注：

- **望奎鑫盛营业收入显著下滑。**2018 年望奎鑫盛未实现现代建业务收入，导致望奎鑫盛 2018 年营业收入同比下滑 91.97%。望奎鑫盛在建项目尚未签署代建协议，收入确认方式暂不明确。
- **望奎鑫盛资产流动性较弱。**2018 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 92.88%，应收款项规模较大，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项目开发成本及水库资产为主，水库资产为公益性资产，整体资产流动性较弱。
- **望奎鑫盛经营活动现金流表现仍然偏弱，面临较大资金压力。**望奎鑫盛拆迁补偿款现金支出较大，2018 年经营活动现金净流出规模有所下降但仍未转正。截至 2018 年末，望奎鑫盛主要在建项目尚需投资 5.92 亿元，面临较大资金压力。
- **望奎鑫盛面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末，望奎鑫盛有息负债规模 5.52 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.28，有息债务为 EBITDA 的 67.98 倍，望奎鑫盛仍面临较大偿债压力。

## 四、本期债券信用状况分析

本期债券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。联合发行人兰盛投资及依兰国资已于跟踪期内提前兑付了其本期债券剩余本金及应计利息，中证鹏

元已终止对兰盛投资及依兰国资主体长期信用评级。从区域分布来看，剩余五家联合发行人分布于大庆市和绥化市。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；2019年度跟踪评级中证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等级为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；2019年度跟踪评级中证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，五家联合发行人中两家主体长期信用等级为A+，两家主体长期信用等级为A，一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信用水平**

本期债券由东北再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证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。担保人承担保证责任的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2019年5月末，东北再担保注册资本和实收资本均为30.52亿元，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39.31%股权，股东构成情况如下表所示。

**表12 截至2019年5月末东北再担保股东情况（单位：万元）**

股东名称	出资额	持股比例
吉林省投资集团有限公司	120,000.00	39.31%
中国进出口银行	90,000.00	29.49%
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	35,233.64	11.54%
内蒙古再担保股份有限公司	30,000.00	9.83%
辽宁省担保集团有限公司	30,000.00	9.83%
<b>合计</b>	<b>305,233.64</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公开资料

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。2018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24.10亿元、17.92亿元和8.25亿元，合计37.09亿元，未来利息收入仍有一定保障。2018年度，东北再担保实现营业收入5.55亿元，仍主要来源于担保业务收入与利息收入，两者分别为2.28亿元和3.26亿元。

**表13 东北再担保营业收入主要构成（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	22,757.60	40.97%	16,825.23	39.77%
其中：担保费收入	18,366.09	33.07%	16,751.41	39.60%
投资收益	402.48	0.72%	1,905.48	4.50%
利息收入	32,599.04	58.69%	20,954.97	49.54%
其他收入	-217.99	-0.39%	2,615.83	6.18%
<b>合计</b>	<b>55,541.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>42,301.51</b>	<b>100.00%</b>

注：2018年其他收入为负主要系抵减项提取未到期责任准备较多

资料来源：东北再担保2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年东北再担保实际担保余额252.42亿元，同比增加0.63%，为中小企业提供的累计担保贷款额占其两年累计担保业务总额的93.01%。当期担保代偿率为1.06%，代偿压力有所上升。截至2018年12月31日，东北再担保资产总额为62.27亿元，所有者权益合计33.59亿元，资产负债率为46.06%。2018年度，东北再担保实现营业收入5.55亿元，实现利润总额1.26元。

**表14 东北再担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	622,728.30	481,810.61	476,186.46
所有者权益合计	335,916.96	321,153.11	331,028.45
资产负债率	46.06%	33.34%	30.48%
营业收入	55,541.13	42,301.51	46,852.13
投资收益	402.46	1,905.48	589.79
利息收入	33,784.96	20,954.97	22,892.71
利润总额	12,625.11	2,772.16	9,457.08

综合毛利率	22.69%	6.49%	20.52%
经营活动产生的现金流量净额	-105,364.75	-62,955.10	10,634.22
当期担保发生额（亿元）	-	-	319.06
期末在保余额（亿元）	252.42	250.84	299.73
担保风险准备金	-	147,939.75	124,072.30
净资产放大倍数（倍）	7.51	7.81	9.05
当期担保代偿率	1.06%	0.63%	0.43%

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 2017-2018 年审计报告、东北再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，东北再担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券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、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据肇州国资提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月23日），肇州国资本部不存在未结清不良类信贷记录，肇州国资各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据肇源祥生提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），肇源祥生本部存在已结清欠息记录1笔，历史最高欠息金额为117,110.00元，根据肇源祥生提供的由中国农业发展银行肇源县支行出具的说明，该笔欠息已于2016年9月19日结清，非肇源祥生恶意欠息。

根据林甸国资提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月18日）林甸国资本部未与金融机构发生过信贷关系，不存在未结清不良类信贷记录。

根据兰西鑫源提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月9日）兰西鑫源本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据望奎鑫盛提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），望奎鑫盛本部不存在未结清不良类信贷记录，望奎鑫盛各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、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，2018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。

同时中证鹏元也关注到联合发行人收入规模较小，盈利能力较弱；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，中证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（有息部分）
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	在保余额/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

2019 年主体长期信用

跟踪评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

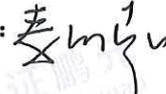
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

## 肇州县国有资产运营有限公司 2019 年主体长期信用跟踪评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【133】号 01

分析师

姓名：  
程前 王硕  
电话：  
010-66216006

邮箱：  
chengq@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	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	2019 年 05 月 31 日	2018 年 07 月 20 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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。同时中证鹏元也关注到了公司资产规模较小，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；公司持续亏损，盈利能力较差；公司面临较大的短期偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 2018 年公司污水处理厂正式投入运营，未来可形成一定收入。2018 年公司下属子公司肇州县杏山污水处理有限公司正式投入运营，主要负责肇州县杏山工业园区内污水处理及其再生利用，年污水处理量可达 730 万立方米。2018 年公司新增污水处理业务收入 126.00 万元，随着污水处理厂的正式运营，未来可形成一定收入。
- 公司继续获得一定程度的外部支持。2018 年公司累计收到政府给予的日常专项补贴 154.92 万元，且公司已发行 2014 年第一期黑龙江省灾后重建集合债券产生的利息费用继续由肇州县财政承担。

### 关注：

- 公司资产规模较小，资产质量较差，再融资能力有限。截至 2018 年底，公司总资产为 44,676.00 万元，规模较小，其中其他应收款账面价值 28,574.95 万元，

占总资产的比重为 63.96%，应收对象较为集中，账龄较长，对公司资金形成较大占用，且 2018 年末公司其他应收款已计提坏账准备 3,008.74 万元。整体来看，公司资产质量较差，固定资产中 1,648.60 万元已用于抵押，再融资能力有限。

- **公司持续亏损，主营业务盈利能力较差。**2017 年及 2018 年，公司营业利润分别亏损 614.20 万元、273.52 万元。公司主营业务主要包括垃圾处理以及污水处理，均属于地方公共事业，毛利率均为负，主营业务盈利能力较差。
- **公司面临较大短期偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 16,355.28 万元，其中短期有息债务规模达 12,118.01 万元，公司面临较大的短期偿债压力。

#### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	44,676.00	54,598.52	50,927.53
所有者权益合计	27,800.61	28,092.23	29,262.68
有息债务	16,355.28	25,792.87	20,786.28
资产负债率	37.77%	48.55%	42.54%
流动比率	2.58	3.20	6.40
营业收入	718.23	751.97	492.81
其他收益	154.92	412.42	0.00
营业外收入	0.00	0.67	118.27
利润总额	-273.53	-613.53	-797.91
综合毛利率	-17.47%	25.51%	30.97%
EBITDA	329.37	-223.71	-277.05
经营活动现金流净额	2,849.23	2,157.21	-11,611.71

注：2016 年数据为公司 2017 年审计报告的期初数，2017 年数据为公司 2018 年审计报告的期初数  
 资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、主体概况

2018 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。2018 年公司合并报表范围无变化。

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项

目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益

性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 1 2018 年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 肇州县经济规模较小，经济实力较弱

2018 年肇州县实现地区生产总值 119.8 亿元，同比增长 8.5%。其中，第一产业实现增加值 43.8 亿元；第二产业实现增加值 33.2 亿元；第三产业实现增加值 42.8 亿元，三次产业结构由 2017 年的 26.4:46.4:27.2 调整为 36.6:27.7:35.7。

固定资产投资方面，2018 年肇州县完成固定资产投资 25.5 亿元，固定资产投资对经济的拉动作用较大。消费方面，2018 年肇州县自建了中国特产肇州馆电商平台，全县“供

销e家”服务网点发展到120个，商贸物流、文化旅游等产业加速发展，2018年肇州县共实现社会消费品零售总额25.1亿元，同比增长7.1%。

总体而言，肇州县经济规模偏小，经济实力较弱。

**表2 2017-2018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	2018年		2017年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	119.8	8.5%	172.5	6.2%
第一产业增加值	43.8	8.2%	45.5	5.6%
第二产业增加值	33.2	8.9%	80.0	7.1%
第三产业增加值	42.8	8.6%	47.0	6.0%
工业增加值	53.5	8.6%	100.0	7.1%
全年完成固定资产投资	25.5	57.4%	37.0	2.1%
社会消费品零售总额	25.1	7.1%	23.0	6.5%

资料来源：黑龙江省大庆市肇州县《2018年政府工作报告》、《2019年政府工作报告》

肇州县2018年实现公共财政收入3.30亿元，同比减少2.65%，其中税收收入2.19亿元，占公共财政收入的比重为66.36%；实现上级补助收入21.23亿元，同比增长3.41%；实现政府性基金收入0.28亿元，同比减少28.21%；同期肇州县公共财政支出为26.90亿元，同比减少6.21%，财政自给率为12.27%。

### 三、经营与竞争

2018年公司新增污水处理业务，系原在建工程肇州县杏山工业园区污水处理厂项目于报告期内完工并投入运营形成。同时公司房屋销售接近尾声，2018年末在售的房地产项目剩余可销售面积仅为7,787平方米，未来房地产销售收入持续性不强。目前公司主营业务主要涉及垃圾处理、污水处理，其他业务主要包括财产租赁及手续费业务。2018年因公司垃圾处理业务、房地产销售规模减少，公司营业收入同比下降4.49%。毛利率方面，2018年公司新增污水处理业务毛利率为负，且垃圾处理业务毛利率继续下降，导致公司综合毛利率同比大幅下降，为-17.47%。近两年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

**表3 2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
(1) 主营业务小计	371.49	-95.62%	371.68	-11.06%
垃圾处理	211.19	-43.14%	293.83	-24.55%

污水处理	126.00	-225.20%	-	-
房地产销售	34.30	57.30%	77.85	39.85%
(2) 其他业务小计	346.74	66.25%	380.29	61.25%
合计	718.23	-17.47%	751.97	25.51%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

**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 2018 年底，已投资 11,625.00 万元，已完工但尚未验收。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 2018 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。

#### **垃圾处理、污水处理业务为公司主营业务收入主要来源，但盈利能力较差**

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，2018 年公司实现垃圾处理收入 211.19 万元，毛利率为-43.14%，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。

污水处理业务由子公司肇州县杏山污水处理有限公司运营，公司负责肇州县杏山工业园区内污水处理及其再生利用，年污水处理量可达 730 万立方米。污水处理费由肇州县杏山工业园区管理委员会向园区内企业收取，之后返还给公司，2018 年公司实现污水处理收入 126.00 万元，毛利率为-225.20%，毛利率为负主要系杏山工业园区污水处理厂当年由在建工程转固，折旧金额较大，且本身业务属地方公共事业，不以盈利为目的。

#### **财产租赁、手续费等其他业务丰富了公司收入来源**

公司其他业务收入主要包括财产租赁业务收入及利息收入。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。利息收入主要指公司过桥贷款收取利息费形成利息收入。2018 年公司合计实现其他业务收入 346.74 万元，丰富了公司收入来源，同时公司其他业务毛利率较高，一定程度上提升了公司的利润水平。

#### 2018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，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。2018 年公司所发行集合债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助 154.92 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 2018 年审计报告，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2018 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 2018 年底，公司资产总额为 44,676.00 万元，同比下降 18.17%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至 2018 年底，流动资产占比为 72.89%。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,189.99	4.90%	3,942.65	7.22%
其他应收款	28,574.95	63.96%	36,608.53	67.05%
存货	1,707.31	3.82%	1,729.95	3.17%
<b>流动资产合计</b>	<b>32,562.70</b>	<b>72.89%</b>	<b>42,374.44</b>	<b>77.61%</b>
固定资产	10,557.72	23.63%	5,249.76	9.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,113.30</b>	<b>27.11%</b>	<b>12,224.08</b>	<b>22.39%</b>

<b>资产总计</b>	<b>44,676.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>54,598.52</b>	<b>100.00%</b>
-------------	------------------	----------------	------------------	----------------

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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 2018 年底，公司货币资金余额为 2,189.99 万元，占总资产的比重为 4.90%，主要由银行存款构成，公司使用受限制的货币资金为 98.16 万元，全部为按揭贷款保证金。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 28,574.95 万元，占总资产的比重为 63.96%，其中应收肇州县财政局借款及往来款合计 23,631.86 万元、应收肇州县摇篮乳业有限责任公司借款 1,646.19 万元、应收肇州县第二中学往来款 1,600.00 万元、应收黑龙江凯丰纸业有限公司借款 1,499.61 万元以及应收黑龙江鼎盛志城房地产开发有限公司往来款 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 29,177.67 万元，占其他应收款总额的比重为 92.38%。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借款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；截至 2018 年末，公司其他应收款计提的坏账准备达 3,008.74 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，存在一定坏账风险。截至 2018 年底，公司存货为 1,707.31 万元，占总资产的比重为 3.82%。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构成。截至 2018 年底，公司固定资产净额为 10,557.72 万元，同比大幅增长主要系在建工程中肇州县杏山工业园区污水处理厂项目转固所致，公司固定资产主要为房屋及建筑物，其中 1,648.60 万元房产已用于抵押。

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，存在一定坏账风险，同时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

### 2018 年公司营业收入整体规模较小，且营业利润持续亏损，盈利能力较差

公司营业收入规模较小，2018 年为 718.23 万元，较上年变化不大，主要来源于垃圾处理、污水处理业务。其中污水处理收入为当年新增，同时垃圾处理、房地产销售收入规模有所下降。截至 2018 年底，公司参与 BT 项目已投入 6,160.72 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 项目有望实现一定收入万元，但时间较为不确定。

从毛利率水平来看，2018年因公司新增污水处理业务毛利率较低，同时垃圾处理业务毛利率继续下滑，公司综合毛利率仅-17.47%。近年来公司营业利润持续亏损，2018年公司营业利润亏损273.52万元，2018年公司获得肇州县政府给予的日常专项补贴154.92万元，一定程度上弥补了公司亏损。

**表 5 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	718.23	751.97
其他收益	154.92	412.42
营业利润	-273.52	-614.20
营业外收入	0.00	0.67
利润总额	-273.53	-613.53
综合毛利率	-17.47%	25.51%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 2018年公司经营活动现金流表现较差，筹资活动现金流呈大额净流出

2018年公司收现比为0.62，公司经营活动现金流入主要来自各业务板块以及公司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，2018年公司收到其他与经营活动有关的现金有所减少，同时支付其他与经营活动有关的现金规模下降，最终公司经营活动现金净流入2,849.23万元。

投资活动现金流方面，2018年公司购建固定资产支出增加，投资活动现金流表现为净流出202.19万元。2018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4,400.00万元。

**表 6 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.62	0.94
销售商品、提供劳务收到的现金	445.29	706.79
收到其他与经营活动有关的现金	19,717.92	26,933.22
经营活动现金流入小计	20,163.21	27,640.01
购买商品、接受劳务支付的现金	111.49	208.58
支付其他与经营活动有关的现金	17,028.53	25,022.83
经营活动现金流出小计	17,313.98	25,482.81
经营活动产生的现金流量净额	2,849.23	2,157.21
投资活动产生的现金流量净额	-202.19	406.22

筹资活动产生的现金流量净额	-4,400.00	-1,560.00
现金及现金等价物净增加额	-1,752.96	1,003.43

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，面临较大的短期偿债压力

2018年公司负债规模有所减少，截至2018年末，公司负债总额为27,800.61万元，资产负债率下降至37.77%。截至2018年末，公司产权比率为60.70%，所有者权益对负债的覆盖情况尚可。从负债结构来看，公司以流动负债为主，2018年末流动负债占比为74.89%。

表 7 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	16,875.39	26,506.29
所有者权益	27,800.61	28,092.23
产权比率	60.70%	94.35%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年底，公司其他应付款余额为3,279.43万元，其中暂借款2,878.01万元，往来款401.42万元。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为9,240.00万元，其中一年内到期的长期借款为6,150.00万元，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840.00万元。

公司非流动负债由长期借款和应付债券组成。截至2018年底，公司长期借款余额为1,950.00万元，全部为保证借款。截至2018年底，公司应付债券账面余额为2,287.28万元，全部为公司发行的2014年第一期黑龙江省灾后重建集合债券。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	3,279.43	19.43%	8,416.66	31.75%
一年内到期的非流动负债	9,240.00	54.75%	4,640.00	17.51%
<b>流动负债合计</b>	<b>12,638.12</b>	<b>74.89%</b>	<b>13,251.71</b>	<b>49.99%</b>
长期借款	1,950.00	11.56%	8,100.00	30.56%
应付债券	2,287.28	13.55%	4,554.58	17.18%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,237.28</b>	<b>25.11%</b>	<b>13,254.58</b>	<b>50.01%</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,875.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>26,506.29</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	16,355.28	96.92%	25,792.87	97.31%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018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、长期借款及应付债券在内的有息债务为16,355.28万元，占负债总额的比重为96.92%，其中短期有息债务规模达12,118.01万元，公司面临较大的短期偿债压力。

偿债能力方面，截至2018年底，公司资产负债率为37.77%，因部分长期借款及应付债券即将到期，公司流动负债大幅增加，流动比率、速动比率继续下降，且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，公司面临一定偿债压力。同时，2018年公司利润总额继续为负，导致公司EBITDA水平偏低，EBITDA对有息债务的覆盖能力较弱。此外，截至2018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 9 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	37.77%	48.55%
流动比率	2.58	3.20
速动比率	2.44	3.07
EBITDA（万元）	329.37	-223.71
有息债务/EBITDA	49.66	-115.30
债务总额/EBITDA	51.24	-118.48
经营性净现金流/流动负债	0.23	0.16
经营性净现金流/负债总额	0.17	0.08

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

2018年公司继续获得一定程度的外部支持，公司发行债券产生的利息继续由肇州县财政承担。但我们也关注到，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；近年来公司持续亏损，盈利能力较差；且截至2018年末，公司有息债务规模为16,355.28万元，公司面临较大的短期偿债压力等风险因素。

基于以上分析，中证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 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
其他应收款	28,574.95	36,608.53	29,982.12
固定资产	10,557.72	5,249.76	7,189.91
总资产	44,676.00	54,598.52	50,927.53
其他应付款	3,279.43	8,416.66	764.79
一年内到期的非流动负债	9,240.00	4,640.00	4,900.00
长期借款	1,950.00	8,100.00	8,000.00
应付债券	2,287.28	4,554.58	6,821.78
总负债	16,875.39	26,506.29	21,664.85
有息债务	16,355.28	25,792.87	20,786.28
所有者权益	27,800.61	28,092.23	29,262.68
营业收入	718.23	751.97	492.81
其他收益	154.92	412.42	0.00
营业利润	-273.52	-614.20	-907.61
营业外收入	0.00	0.67	118.27
利润总额	-273.53	-613.53	-797.91
经营活动产生的现金流量净额	2,849.23	2,157.21	-11,611.71
投资活动产生的现金流量净额	-202.19	406.22	-234.89
筹资活动产生的现金流量净额	-4,400.00	-1,560.00	9,553.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	-17.47%	25.51%	30.97%
收现比	0.62	0.94	0.56
产权比率	60.70%	94.35%	74.04%
资产负债率	37.77%	48.55%	42.54%
流动比率	2.58	3.20	6.40
速动比率	2.44	3.07	5.89
EBITDA（万元）	329.37	-223.71	-277.05
有息债务/EBITDA	49.66	-115.30	-75.03

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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

## 附录三 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

# 2019 年主体长期信用 跟踪评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

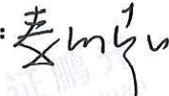
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【900】号 01

分析师

姓名：  
张晨 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 肇源县祥生建设投资有限公司 2019 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	2019 年 6 月 27 日	2018 年 07 月 19 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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：公司供水业务在当地处于主导地位。同时中证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，面临一定的偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 公司供水业务在当地具主导地位。公司是地区供水业务主要经营者，2018 年公司实现供水业务收入 933.98 万元，同比增长 6.07%，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 2018 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，2018 年末三者占总资产的比重为 81.99%，其他非流动资产全部为公益性资产，账面价值 3.89 亿元，其他应收款形成一定资金占用，欠款余额为 0.82 亿元的黑龙江省鑫源物业有限公司（以下简称“鑫源物业”）被肇源县人民法院列为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，公司部分应收款项面临较大的资金回收风险。
- **公司面临一定的偿债压力。**2018 年末，公司有息债务合计 0.85 亿元，全部为 14 黑重建债 01，将在 2019-2020 年进行偿付，公司仍面临一定的偿债压力。

### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	125,776.57	133,592.08	136,418.44
所有者权益合计	91,065.52	91,732.23	91,358.56
有息债务	8,539.93	17,130.12	22,141.60
资产负债率	27.60%	31.33%	33.03%
流动比率	1.60	1.73	4.07
营业收入	2,267.75	2,842.76	2,122.14
利润总额	-663.85	678.75	601.43
综合毛利率	24.47%	56.08%	34.97%
EBITDA	509.07	1,130.65	2,319.28
经营活动现金流净额	7,518.59	4,643.24	2,824.34

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、主体概况

2018年度，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2019年5月30日，公司注册资本及实收资本仍为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。2018年公司合并范围变动情况见表1。

表1 公司合并范围变动情况（单位：万元）

### 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
肇源县群力供热服务有限责任公司	100%	500.00	热力生产和供应	新设

资料来源：公司2018年审计报告

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

#### **2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要

避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018年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
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）	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

### 2018年肇源县各经济指标同比增长，经济规模仍然偏小

2018年肇源县地区生产总值为105.52亿元，按可比口径较2017年增长10.1%，但经济规模仍然偏小。其中，第一产业增加值43.07亿元，增长6.5%；第二产业增加值实现10.85亿元，增长11.4%；第三产业实现增加值51.6亿元，增长10.8%。2018年肇源县固定资产投资为33.2亿元，同比增长31.4%，增速很高；实现社会消费品零售总额28.85亿元，同比增长7.9%。

表3 肇源县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	105.52	10.1%	127.10	5.80%
第一产业增加值	43.07	6.5%	-	-
第二产业增加值	10.85	11.4%	-	-
第三产业增加值	51.60	10.8%	47.60	6.50%
工业增加值	-	-	34.60	-
固定资产投资	33.20	31.4%	49.00	18.10%
社会消费品零售总额	28.85	7.9%	26.50	6.90%

资料来源：肇源县2017年国民经济和社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展计划，肇源县2018年政府工作报告，中证鹏元整理

2018年肇源县实现公共财政收入2.90亿元，同比下降9.38%，其中税收收入2.07亿元，占公共财政收入比重为71.38%；实现政府性基金收入0.99亿元，同比下降17.50%；同期肇源县公共财政支出为26.47亿元，同比增长1.85%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为10.96%。

## 三、经营与竞争

公司营业收入来源于自来水销售、对外融资、租赁业务。2018年，公司自来水销售收入同比增长6.07%，但因运营维护费用较高，该业务盈利能力仍然相对较弱；对外融资收入<sup>2</sup>同比下降61.16%，主要系外部借款规模下降；租赁业务实现较快增长，实现收入666.27万元，同比增长176.35%，但仍未实现盈利。2017年起公司不再运营污水处理业务，本年未实现污水处理收入。整体来看，2018年公司营业收入为2,267.75万元，同比下降20.23%。

<sup>2</sup> 对外融资收入主要为对黑龙江省鑫源物业有限公司等的借款利息收入。

毛利率方面，由于收入结构发生变化，2018年毛利率同比下滑31.61个百分点，公司营业收入构成及毛利率情况如下所示。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
自来水销售	933.98	0.30%	880.52	1.45%
对外融资收入	667.50	100.00%	1,718.41	100.00%
租赁收入	666.27	-17.33%	241.1	-57.99%
污水处理	0.00	-	2.72	100.00%
<b>合计</b>	<b>2,267.75</b>	<b>24.47%</b>	<b>2,842.76</b>	<b>56.08%</b>

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

**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2018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（以下简称“中伟基”）进行开发建设，截至2017年6月30日，该项目已完工，但2018年该项目仍未按照协议约定实现收入，且公司暂无其他规模较大的代建项目，未来需关注公司工程代建业务持续性。

**表5 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
<b>合计</b>	<b>29,183.76</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### **公司是地区供水业务唯一经营者，2018年供水业务收入保持增长，但盈利能力较弱**

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”）是肇源县城供水业务的唯一经营者，负责自来水生产和供应。2018年，公司实现自来水销售收入933.98万元，较2017年增长6.07%，毛利率为0.30%，较2017年小幅下降1.15个百分点。

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2018年末，已投入4,870.13万元，尚需投资2,098.87万元，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。

#### **2018年公司租赁业务收入增长，但仍未实现盈利**

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。截至目前，皮革园区已入驻企业66户，其中制革企业38户，皮革制品及毛皮制品加工企业21户。2018年皮革工业园区经营情况有所改善，公司实现租赁业务收入666.27万元，同比增长176.35%，但仍未实现盈利。

## 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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2017年数据使用2018年期初数。2018年，公司合并报表范围新增子公司肇源县群力供热服务有限责任公司。

### 资产结构与质量

#### **公司资产以其他应收款、固定资产及其他非流动资产为主，资产流动性较弱**

2018年末公司总资产为12.58亿元，同比下降5.85%。从资产结构来看，以非流动资产为主，2018年末非流动资产占总资产的比重为66.72%。

公司流动资产主要由货币资金及其他应收款构成。2018年末，公司货币资金为3,486.02万元，主要为银行存款，无受限资金。公司其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2018年末其他应收款共计3.72亿元，同比下降20.23%，主要系中伟基等单位归还了欠款，金额

前五大单位合计欠款3.32亿元，占其他应收款总额的比重达89.03%，其他应收款对公司资金占用较大，另外，欠款余额为0.82亿元的鑫源物业被肇源县人民法院列为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，公司部分应收款项存在较大的回收风险。

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，主要为2006年政府注资划入，2018年增加18.20%，主要系新增土地及房产。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2018年末账面价值为2.70亿元，同比下降1.44%，主要是计提折旧影响。2018年末，由于江畔公园回填土工程转入其他非流动资产，公司在建工程下降14.15%至4,651.00万元。公司无形资产均为土地使用权，2019年末较上年减少1.35%，主要系土地使用权计提摊销所致。2018年末公司其他非流动资产为3.89亿元，占总资产的30.95%，为储备房产、待开发土地及滨江大道、江畔公园等公益性资产。

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，其他非流动资产全部为公益性资产，其他应收款对公司资金形成占用，欠款单位鑫源物业为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，公司应收款项存在一定回收风险。

**表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3,486.02	2.77%	2,580.61	1.93%
其他应收款	37,238.98	29.61%	46,683.85	34.95%
<b>流动资产合计</b>	<b>41,855.37</b>	<b>33.28%</b>	<b>50,423.65</b>	<b>37.74%</b>
投资性房地产	7,810.83	6.21%	6,608.11	4.95%
固定资产	26,955.47	21.43%	27,350.41	20.47%
在建工程	4,651.00	3.70%	5,417.67	4.06%
无形资产	5,474.92	4.35%	5,549.92	4.15%
其他非流动资产	38,923.56	30.95%	38,133.56	28.54%
<b>非流动资产合计</b>	<b>83,921.20</b>	<b>66.72%</b>	<b>83,168.42</b>	<b>62.26%</b>
<b>资产总计</b>	<b>125,776.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>133,592.08</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**因对外融资收入减少，公司营业收入和综合毛利率有所下滑，利润出现较大亏损**

从收入构成来看，2018年公司营业收入主要来源于自来水销售、对外融资收入以及租赁收入。2018年公司对外融资收入大幅下降，导致营业收入同比下滑20.23%至2,267.75万元。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2016-2018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，由于对外融资收入大幅下滑，2018年公司综合毛利率下降31.61个百分点，同时公司自来水销售毛利率仅为0.3%，租赁业务仍未实现盈利，公司经营性业务盈利能力偏弱，2018年公司利润总额为-663.85万元。

**表7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	2,267.75	2,842.76
营业利润	-663.85	674.36
利润总额	-663.85	678.75
综合毛利率	24.47%	56.08%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 2018年公司经营活动现金流继续改善，整体实现资金净流入

2018年公司收入主要来源于自来水销售收入、对外融资收入和租赁收入，收现情况略有下降，经营收现比降至0.93，且收现规模不大。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，2018年公司经营活动现金净流入7,518.59万元，经营性现金流受往来款影响较大。因购买土地及房产，2018年公司投资活动现金流净流出2,294.92万元。筹资活动方面，现金流出主要为偿还债务支付的现金，2018年公司筹资活动现金净流出4,318.26万元。

综合来看，2018年公司经营活动现金实现净流入且规模同比增加，整体实现资金净流入，账面资金增加。截至2018年末在建的给水改扩建工程尚需投资2,098.87万元，公司仍存在一定资金需求。

**表8 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.93	1.08
销售商品、提供劳务收到的现金	2,118.99	3,083.82
收到的其他与经营活动有关的现金	9,171.73	16,482.14
经营活动现金流入小计	11,290.72	19,565.96
购买商品、接受劳务支付的现金	456.92	886.06
支付的其他与经营活动有关的现金	2,706.89	13,655.11

经营活动现金流出小计	3,772.13	14,922.72
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,518.59</b>	<b>4,643.24</b>
投资活动产生的现金流量净额	-2,294.92	-309.52
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,318.26</b>	<b>-5,000.00</b>
现金及现金等价物净增加额	905.41	-666.28

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模减少，仍存在一定偿债压力

2018年末，公司负债总额为3.47亿元，同比下降17.08%，主要系偿还了部分债务。公司所有者权益变化不大，2017年末产权比率降至38.12%，权益对负债的保障程度有所提高。

**表9 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	34,711.05	41,859.85
所有者权益	91,065.52	91,732.23
产权比率	38.12%	45.63%

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2018年末流动负债占总负债的比重为75.40%，同比增加5.58个百分点。

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、应交税费和其他应付款。应付账款主要为应付工程款。公司应交税费主要为应交企业所得税和增值税，2018年末合计2,688.63万元。公司其他应付款主要为应付肇源县物业办公室、肇源县国有资产运营中心、肇源县义顺乡东义顺村奶牛专业合作社、大庆市肇源皮革工业园区管委会等单位的往来款，2018年末共计2.29亿元，占公司总负债的比重达到66.11%。

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2018年末余额为8,539.93万元。

截至2018年末，公司有息债务为0.85亿元，同比减少50.15%，占总负债的比重为24.60%；其中应于2019年11月偿还14黑重建债01 4,250万元，存在一定短期债务压力。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	449.52	1.30%	517.62	1.24%
应交税费	2,688.63	7.75%	2,501.80	5.98%

其他应付款	22,947.89	66.11%	21,609.49	51.62%
<b>流动负债合计</b>	<b>26,171.13</b>	<b>75.40%</b>	<b>29,226.72</b>	<b>69.82%</b>
应付债券	8,539.93	24.60%	12,633.12	30.18%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,539.93</b>	<b>24.60%</b>	<b>12,633.12</b>	<b>30.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,711.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>41,859.85</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	8,539.93	24.60%	17,130.12	40.92%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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，2018 年末公司资产负债率同比下降 3.74 个百分点。公司其他应收款规模减少较多，导致流动比率有所下降。因对外融资业务收入大幅下降，2018 年公司实现 EBITDA 509.07 万元，同比下降 54.98%，由于公司利息支出由地方财政支付，故 2018 年仍无利息支出，但 2018 年末公司有息债务为当年 EBITDA 的 16.78 倍，EBITDA 对有息债务的覆盖程度下降。

**表 11 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	27.60%	31.33%
流动比率	1.60	1.73
速动比率	1.59	1.72
EBITDA（万元）	509.07	1,130.66
有息债务/EBITDA	16.78	15.15

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 5 月 29 日），公司存在已结清欠息记录 1 笔，历史最高欠息金额为 117,110.00 元，首次欠息发生日期为 2016 年 7 月 13 日，最近一次结清时间为 2016 年 9 月 19 日，根据公司提供的由中国农业发展银行肇源县支行出具的说明，该笔欠息已于 2016 年 9 月 19 日结清，非公司恶意欠息。

## 六、评级结论

公司是肇源县供水业务的主要经营者，2018 年公司实现供水业务收入 933.98 万元，同比增长 6.07%，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。

同时中证鹏元也关注到，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2016-2018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，其他非流动资产全部为公益性资产，其他应收款对公司资金形成占用，欠款余额为0.82亿元的鑫源物业被肇源县人民法院列为失信被执行人，目前涉及多起诉讼，公司部分应收款项面临一定资金回收风险，公司资产流动性较弱；2018年末，公司有息债务合计0.85亿元，全部为14黑重建债01，将在2019-2020年进行偿付，公司仍面临一定的偿债压力。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	3,486.02	2,580.61	3,246.89
其他应收款	37,238.98	46,683.85	48,660.71
固定资产	26,955.47	27,350.41	26,914.56
其他非流动资产	38,923.56	38,133.56	0.00
资产总计	125,776.57	133,592.08	136,418.44
其他应付款	22,947.89	21,609.49	14,991.07
应付债券	8,539.93	12,633.12	16,894.60
负债合计	34,711.05	41,859.85	45,059.88
有息债务	8,539.93	17,130.12	22,141.60
所有者权益	91,065.52	91,732.23	91,358.56
营业收入	2,267.75	2,842.76	2,122.14
营业利润	-663.85	674.36	-1,161.65
净利润	-663.85	373.67	592.97
经营活动产生的现金流量净额	7,518.59	4,643.24	2,824.34
投资活动产生的现金流量净额	-2,294.92	-309.52	-198.23
筹资活动产生的现金流量净额	-4,318.26	-5,000.00	-6,102.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	24.47%	56.08%	34.97%
收现比	0.93	1.08	1.06
产权比率	38.12%	45.63%	49.32%
资产负债率	27.60%	31.33%	33.03%
流动比率	1.60	1.73	4.07
速动比率	1.59	1.72	2.42
EBITDA（万元）	509.07	1,130.66	2,319.28
有息债务/EBITDA	16.78	15.15	9.55

注：2016年数据使用2017年期初数

资料来源：公司2017年、2018年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2018 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）
肇源县群力供热服务有限责任公司	500.00	100%	热力生产和供应服务，物业管理服务，煤炭销售

资料来源：公司提供

### 附录三 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

## 附录四 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

# 2019 年主体长期信用 跟踪评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

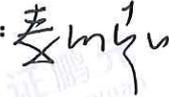
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

## 林甸县宏远国有资产经营有限责任公司 2019 年主体长期信用跟踪评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【390】号 01

分析师

姓名：  
安晓敏 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
anxm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	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	2019 年 06 月 26 日	2018 年 07 月 20 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对林甸县宏远国有资产经营有限责任公司（以下简称“林甸国资”或“公司”）主体长期信用的 2019 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：公司继续获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司未来收入存在较大不确定性，资产规模小且质量较差，存在一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司继续获得一定的外部支持。公司是林甸县主要基础设施建设、投融资主体；2018 年公司“14 黑重建债 01”应偿付本息及相关费用 5,543.80 万元纳入林甸县财政预算。

### 关注:

- **公司未来收入存在较大不确定性。**截至 2018 年末，公司无在建拟建的工程代建项目，未来收入存在较大的不确定性。
- **公司资产规模小，资产质量差。**截至 2018 年末，公司总资产 7.62 亿元，以固定资产和应收款项为主，其中固定资产主要系公司拥有的地热井资产，产生的收入较少，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，资产质量差。
- **公司有息债务偿还期限集中，存在一定的短期偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务余额为 14,366.51 万元，均在 2020 年前到期，存在一定的短期偿债压力。

### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	76,168.16	80,003.21	78,587.17
所有者权益合计	54,750.95	55,174.42	55,313.24
有息债务	14,366.51	20,218.82	17,876.41
资产负债率	28.12%	31.03%	29.62%
流动比率	4.62	4.39	10.05
营业收入	75.74	8.77	96.61
营业利润	-417.47	-425.12	-960.20
利润总额	-423.47	-305.12	-402.92
综合毛利率	100.00%	100.00%	-32.09%
EBITDA	-56.00	31.64	3.47
经营活动现金流净额	8,284.97	-6,171.25	-10,025.04

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、主体概况

2018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。截至2018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办公室仍持有公司100%股权，为公司的唯一股东及实际控制人。2018年公司合并报表范围未发生变化。截至2018年末，纳入公司合并范围的子公司共三家（详见附录二）。

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项

目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周

转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 1 2018 年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
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）	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

### 2018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

2018年，林甸县实现地区生产总值46.17亿元，同比增长9.4%，整体规模较小。从三次产业来看，第一产业实现增加值24.14亿元，同比增长0.2%；第二产业实现增加值4.77亿元，同比增长24.8%；第三产业实现增加值17.26亿元，同比增长1.4%。三次产业结构的

比例由2017年的53.5:9.7:36.8调整为2018年的52.3:10.3:37.4，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。2018年林甸县人均GDP为1.83万元，仅为同期全国人均GDP的28.31%。2018年林甸县完成固定资产投资15.02亿元，同比增长2.3%。2018年林甸县实现社会消费品零售总额24.17亿元，同比增长9.5%。

2018年林甸县实现公共财政收入2.33亿元，较上年下降6.05%。其中税收收入为1.32亿元，占公共财政收入比重为56.48%，公共财政收入体量较小；实现政府性基金收入0.39亿元。同期林甸县公共财政支出为22.69亿元，同比下降21.25%，财政自给率为10.28%。

### 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，2018年公司未实际发生工程代建业务，仅获得租赁收入。2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
资产租赁收入	75.74	100.00%	-	-
工程代建收入	-	-	1.40	100.00%
加油站收入	-	-	7.37	100.00%
<b>合计</b>	<b>75.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.77</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

#### **2018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、广场及供排水管网工程。随着承接项目相继完工，2018年公司未进行工程建设。截至2018年末，公司无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。

2018年公司根据《林甸县地热资源及地热国有资产使用管理意见（试行）》指导，开发利用地热资源，子公司林甸县九州温泉地热开发有限责任公司出租地热井经营使用权，用于供暖、温泉旅游等，并获得租赁收入，租赁期20至26年不等，租赁期较长，预计能为公司带来一定租赁收入，但收入规模较小。

#### **公司继续获得一定的外部支持**

公司是林甸县主要基础设施建设、投融资主体，2018年公司“14黑重建债01”应偿付本息及相关费用5,543.80万元纳入林甸县财政预算，得到当地政府的一定支持。

## 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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2018年公司合并范围未发生变更。

公司按照财政部于2018年颁布的《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）的规定编制2018年财务报表，并对期初数进行相应调整。以下2017年数据采用2018年审计报告期初数。

### 资产结构与质量

公司资产规模小，主要以应收款项和固定资产为主，资产质量差

截至2018年末，公司资产总额为7.62亿元，较上年有所减少。从资产结构来看，流动资产占比略高于非流动资产，2018年末公司流动资产占期末总资产比重为58.25%。

表 3 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,613.98	3.43%	247.05	0.31%
应收票据及应收账款	28,258.65	37.10%	13,113.83	16.39%
其他应收款	13,489.27	17.71%	34,480.64	43.10%
<b>流动资产合计</b>	<b>44,365.42</b>	<b>58.25%</b>	<b>47,844.95</b>	<b>59.80%</b>
固定资产	31,799.89	41.75%	32,154.47	40.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,802.74</b>	<b>41.75%</b>	<b>32,158.26</b>	<b>40.20%</b>
<b>资产总计</b>	<b>76,168.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>80,003.21</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及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2018年末，货币资金为2,613.98万元，主要为银行存款，无受限资金。公司应收票据及应收账款全部为应收账款，2018年末为28,258.65万元，主要为应收林甸县人民政府委托代建工程款，2018年末大幅增长主要系其他应收款中应收林甸县人民政府代建往来款调整至应收账款所致。公司其他应收款主要为应收林甸县水利局及林甸县交通局往来款。公司应收款项账面价值共4.17亿元，占总资产的54.81%，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2018年末，公司固定资产为3.18亿元，主要系

林甸县政府无偿注入公司的58口地热井，公司尚未取得相关权证。

总体来看，公司资产规模小，2018年公司资产规模有所下降，且主要以固定资产和应收款项为主，其中固定资产中的房屋建筑物尚未取得权证，应收款项回收时间存在不确定性，公司资产质量差。

## 盈利能力

### 公司营业收入来源存在较大不确定性

2018年公司实现营业收入75.74万元。截至2018年末，公司无在建拟建的代建项目，未来公司营业收入存在较大不确定性。2018年公司未获得政府补助，利润总额亏损423.47万元，盈利能力较差。

**表 4 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	75.74	8.77
营业利润	-417.47	-425.12
利润总额	-423.47	-305.12
净利润	-423.47	-304.27
综合毛利率	100.00%	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 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

2018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其他应收款的收回，而往年确认收入的应收账款仍未收回。

公司投资活动规模较小，2018年公司投资活动现金净流出12.60万元，为采购设备款。2018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，2018年公司筹资活动现金净流出5,905.45万元。

**表 5 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.00	695.72
销售商品、提供劳务收到的现金	75.74	6,101.46
收到的其他与经营活动有关的现金	8,390.76	1,806.81
经营活动现金流入小计	8,466.50	7,908.26

支付其他与经营活动有关的现金	69.72	14,039.37
经营活动现金流出小计	181.53	14,079.51
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>8,284.97</b>	<b>-6,171.25</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-12.60</b>	<b>0.39</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,905.45</b>	<b>2,272.30</b>
现金及现金等价物净增加额	2,366.93	-3,898.56

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务偿还期限集中，短期存在一定的偿债压力

2018年末公司负债总额为21,417.21万元，所有者权益为54,750.95万元，产权比率为39.12%，较上年末均有所下降，整体来看，所有者权益对负债的保障程度尚可。

**表 6 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	21,417.21	24,828.79
所有者权益	54,750.95	55,174.42
产权比率	39.12%	45.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。公司2018年末短期借款余额5,399.85万元。公司应交税费主要系应交的企业所得税和增值税。公司其他应付款主要系应付林甸县财政局的往来款。

**表 7 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,399.85	25.21%	6,784.00	27.32%
应交税费	3,188.89	14.89%	3,188.91	12.84%
其他应付款	1,011.81	4.72%	921.06	3.71%
<b>流动负债合计</b>	<b>9,600.55</b>	<b>44.83%</b>	<b>10,893.97</b>	<b>43.88%</b>
应付债券	8,966.66	41.87%	13,434.82	54.11%
长期应付款	2,850.00	13.31%	500.00	2.01%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,816.66</b>	<b>55.17%</b>	<b>13,934.82</b>	<b>56.12%</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,417.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>24,828.79</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	14,366.51	67.08%	20,218.82	81.43%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年末，公司应付债券余额为8,966.66万元，是公司负债的主要组成部分。公司长期应付款为应付林甸县财政局垫付子公司注册资本金及应付林甸县畜牧兽医局和农业局专项资金。公司有息债务由短期借款和应付债券构成。截至2018年末，公司有息债务余额为14,366.51万元，占公司负债总额的67.08%。从公司有息债务的还款期限来看，公司短期面临一定的有息债务偿还压力。

**表 8 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
有息债务	9,899.85	4,500.00	-

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2018年末，公司资产负债率为28.12%，较上年有所下降。公司2018年末流动负债较上年有所下降，公司流动比率和速动比率较上年有所增长，受利润亏损影响，2018年公司EBITDA为负。

**表 9 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	28.12%	31.03%
流动比率	4.62	4.39
速动比率	4.62	4.39
EBITDA（万元）	-56.00	31.64

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月18日）公司本部未与金融机构发生过信贷关系，不存在未结清不良类信贷记录。

## 六、评级结论

公司是林甸县主要基础设施建设、投融资主体，2018年公司“14黑重建债01”本息纳入林甸县财政预算，得到当地政府的一定支持。

同时中证鹏元也关注到，公司资产仍以固定资产及应收款项为主，资产规模小，资产

质量差；截至2018年末，公司无在建拟建的工程代建项目，未来收入存在较大的不确定性；截至2018年末，公司有息债务余额为14,366.51万元，公司面临一定的债务偿还压力。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	2,613.98	247.05	4,145.61
应收票据及应收账款	28,258.65	13,113.83	19,205.27
其他应收款	13,489.27	34,480.64	20,843.83
固定资产	31,799.89	32,154.47	32,885.07
资产总计	76,168.16	80,003.21	78,587.17
短期借款	5,399.85	6,784.00	-
应交税费	3,188.89	3,188.91	3,188.91
其他应付款	1,011.81	921.06	1,080.81
应付债券	8,966.66	13,434.82	17,876.41
长期应付款	2,850.00	500.00	1,000.00
负债合计	21,417.21	24,828.79	23,273.93
有息债务	14,366.51	20,218.82	17,848.21
所有者权益	54,750.95	55,174.42	55,313.24
营业收入	75.74	8.77	96.61
营业利润	-417.47	-425.12	-960.2
净利润	-423.47	-304.27	-401.66
经营活动产生的现金流量净额	8,284.97	-6,171.25	-10,025.04
投资活动产生的现金流量净额	-12.60	0.39	116.31
筹资活动产生的现金流量净额	-5,905.45	2,272.30	-1,611.78
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	100.00%	100.00%	-32.09%
收现比	1.00	695.72	0.38
产权比率	39.12%	45.00%	42.08%
资产负债率	28.12%	31.03%	29.62%
流动比率	4.62	4.39	10.05
速动比率	4.62	4.39	10.05
EBITDA（万元）	-56.00	31.64	3.47

## 附录二 截至2018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
林甸县九州温泉地热开发有限责任公司	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，

### 附录三 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

## 附录四 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

2019 年主体长期信用  
跟踪评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

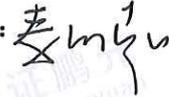
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【501】号 01

分析师

姓名：  
安晓敏 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
anxm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 兰西县鑫源投资有限公司 2019 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	2019 年 06 月 27 日	2018 年 07 月 20 日
评级观点		

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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：公司新增光伏发电业务，未来相关收入来源较有保障，公司继续得到一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产质量较差，收入规模小，盈利能力差，有息债务规模大幅增加，存在一定的偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 公司新增光伏发电业务，未来相关收入来源较有保障。2018 年，公司新建光伏扶贫电站，全年共发电 1,523.12 万千瓦时，实现发电销售收入 569.65 万元，电费补贴收入 391.45 万元，公司未来光伏发电收入较有保障。
- 公司获得一定的外部支持。2018 年公司因污水处理业务收到补贴款 211.00 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 752.28 万元，为公司持续运营提供一定保障。

### 关注：

- **公司资产质量较差。**截至 2018 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 76.76%，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。
- **公司收入规模小，盈利能力差。**公司营业收入规模较小，业务收入及补贴收入不足以涵盖公司的经营支出，2018 年净利润亏损。
- **公司有息债务规模大幅增加，存在一定的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务余额 97,464.70 万元，较上年增长 67.59%，且公司经营活动现金流表现较差，公司存在一定的有息债务偿还压力。

### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	256,223.29	186,603.25	178,261.39
所有者权益合计	89,766.79	90,152.69	106,900.51
有息债务	97,464.70	58,157.19	47,551.48
资产负债率	64.97%	51.69%	40.03%
流动比率	3.07	3.86	5.72
营业收入	1,172.10	292.78	285.05
其他收益	752.40	0.00	0.00
营业利润	-376.60	-1,852.44	-1,643.50
营业外收入	0.00	2,170.27	1,957.29
利润总额	-385.90	133.76	54.86
综合毛利率	69.27%	2.88%	-7.38%
EBITDA	1,350.30	1,681.79	882.28
经营活动现金流净额	-501.18	-23,353.94	-23,276.66

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、主体概况

2018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。2018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。

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽

早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，

允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 1 2018 年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2018年兰西县经济保持增长，但整体规模仍较小，经济实力薄弱

2018年兰西县实现地区生产总值75.71亿元，同比增长5.6%，其中第一产业实现增加值34.05亿元，同比增长5.2%，第二产业实现增加值24.25亿元，同比增长6.9%，第三产业

实现增加值17.42亿元，同比增长4.6%，三次产业结构比例由2017年的46.03:31.01:22.96调整为44.97:32.03:23.00，仍以第一产业为主。根据2016年兰西县常住人口数据计算，2018年兰西县人均GDP为15,326元，为全国均值的23.71%。2018年兰西县实现规模以上工业增加值1.87亿元，较上年增长19.6%，完成固定资产投资23.00亿元，较上年增长0.3%。2018年兰西县完成社会消费品零售总额28.12亿元，增长8.0%。

**表 2 2017-2018 年兰西县主要经济指标情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	75.71	5.6%	72.21	7.5%
第一产业增加值	34.05	5.2%	33.24	7.0%
第二产业增加值	24.25	6.9%	22.39	8.6%
第三产业增加值	17.42	4.6%	16.58	7.1%
规模以上工业增加值	1.87	19.6%	-	9.9%
固定资产投资	23.00	0.3%	22.93	-9.9%
社会消费品零售总额	28.12	8.0%	26.04	9.5%
进出口总额（亿美元）	-	-	0.33	7.1%
人均 GDP（元）	15,326		14,617	
人均 GDP/全国人均 GDP	23.71%		24.50%	

注：“-”表示数据未获得；

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：兰西县统计局，中证鹏元整理

2018 年兰西县实现公共财政收入 34,796 万元，同比增长 9.67%，其中税收收入 19,863 万元，占公共财政收入比重为 57.08%；实现政府性基金收入 4,206 万元，同比增长 3.11%；同期兰西县公共财政支出为 376,509 万元，同比增长 3.92%，财政自给率为 9.24%。

### 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、光伏发电、供排水及污水处理业务。2018年公司新增光伏发电业务，对公司营业收入贡献较大，占公司营业收入的比重为82.00%，且毛利率水平较高为88.78%；而公司污水处理业务毛利率亏损，为-19.59%，综合毛利率为69.27%。2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
光伏发电	961.10	88.78%	0.00	0.00%
污水处理	211.00	-19.59%	292.78	2.88%
合计	<b>1,172.10</b>	<b>69.27%</b>	<b>292.78</b>	<b>2.88%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### 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，供水管网总长度110公里，供水面积10.1平方公里，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，污水处理管网总长度85公里。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，公司不直接获得相关收入。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，2018年公司收到污水处理补贴收入211.00万元，计入营业收入。

#### 公司新增光伏发电业务，未来收入来源较有保障

公司新建兰西县光伏扶贫电站，工程总容量15.465MW，在兰西县聚宝村等村建设，每个村级电站装机容量为300KW。光伏发电项目于2018年开始建设，2018年6月30日首批建成，由公司负责项目运营，兰西县供电公司按结算周期向公司全额拨付入网电费，然后由兰西县光伏项目管理办公室向贫困村支付入网电费。2018年共发电1,523.12万千瓦时，实现发电销售收入569.65万元，电费补贴收入391.45万元，公司未来光伏发电收入较有保障。

另外，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、二期工程、第一中学异址新建项目签订政府购买服务协议，由公司负责安置服务及项目建设，由兰西县财政局和公司共同筹措资金，验收合格后兰西县财政局分年进行支付，截至2018年末，政府购买服务项目尚未确认营业收入。

#### 2018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，2018年公司获得政府补助752.28万元，用于专项支付审计费用及担保费用、发债利息及服务费、设备款等，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 2018 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018 年公司合并报表范围未发生变化。

公司按照财政部于 2018 年颁布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）的规定编制 2018 年财务报表，并对期初数进行相应调整。以下 2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

### 资产结构与质量

**2018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，整体资产质量较差**

截至2018年底，公司资产总额为256,223.29万元，同比增长37.31%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2018年底公司流动资产为177,110.28万元，占总资产的比重为69.12%。

**表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	44,667.16	17.43%	11,667.65	6.25%
其他应收款	128,553.12	50.17%	99,925.85	53.55%
<b>流动资产合计</b>	<b>177,110.28</b>	<b>69.12%</b>	<b>111,593.50</b>	<b>59.80%</b>
投资性房地产	10,108.44	3.95%	10,108.44	5.42%
固定资产	36,076.52	14.08%	31,984.99	17.14%
其他非流动资产	32,065.52	12.51%	32,065.52	17.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>79,113.01</b>	<b>30.88%</b>	<b>75,009.75</b>	<b>40.20%</b>
<b>资产总计</b>	<b>256,223.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>186,603.25</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金及其他应收款构成。截至2018年末，公司货币资金余额为44,667.16万元，其中银行存款43,457.42万元，其他货币资金1,203.01万元，为保证金，使用受限。截至2018年末，公司其他应收款账面价值为128,553.12万元，较上年增长28.65%，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86.42%。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。

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2018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。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2018年末，固定资产账面价值36,076.52万元，同比增长12.79%，主要系在建工程转入所致。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，2018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，整体资产质量较差。

## 盈利能力

### 2018年公司净利润亏损，盈利能力差

2018年公司实现营业收入1,172.10万元，同比增长300.33%，来自光伏发电收入及政府对污水处理业务的补贴款。因光伏发电业务毛利率较高，2018年公司综合毛利率大幅增长。由于公司财务费用支出增加且政府补贴减少，公司经营业务亏损。2018年，公司收到政府补贴752.28万元，较大程度的减少了公司的亏损程度。总体来看，公司业务收入及补贴收入不足以涵盖公司的经营支出，2018年净利润亏损。

表 5 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	1,172.10	292.78
其他收益	752.40	0.00
营业利润	-376.60	-1,852.44
营业外收入	0.00	2,170.27
利润总额	-385.90	133.76
净利润	-385.90	77.43
综合毛利率	69.27%	2.88%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动及投资活动现金流呈净流出状态，资金缺口主要依赖筹资活动

2018年公司收现比为1.44，收现能力较好。2018年，公司经营活动现金流仍呈净流出

状态。具体来看，经营活动的现金流入主要系公司收到污水处理款、光伏发电收入，收到财政局的棚改等项目款项，经营活动现金流出主要系污水处理支出，棚改及第一中学等项目的往来款。

2018年公司投资活动现金流出为支付购买光伏设备款项。2018年公司筹资活动现金流入50,694.28万元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出11,429.06万元，主要为偿还债务本息支付的现金。综合来看，公司经营活动和投资活动对筹资活动依赖较大。

**表 6 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.44	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	1,685.94	292.78
收到的其他与经营活动有关的现金	51,365.00	15,758.56
经营活动现金流入小计	53,051.06	16,051.34
购买商品、接受劳务支付的现金	4,391.80	223.03
支付的其他与经营活动有关的现金	48,934.80	38,743.38
经营活动现金流出小计	53,552.23	39,405.29
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-501.18</b>	<b>-23,353.94</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,967.54</b>	<b>-58.62</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>39,265.22</b>	<b>8,199.60</b>
现金及现金等价物净增加额	33,796.50	-15,212.97

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模大幅增加，存在一定的有息债务偿还压力

受新增借款影响，截至2018年底，公司总负债为166,456.50万元，较上年增长72.58%。截至2018年末，公司产权比率为185.43%，较上年末大幅上升，所有者权益对负债的覆盖能力进一步降低。

**表 7 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	166,456.50	96,450.56
所有者权益	89,766.79	90,152.69
产权比率	185.43%	106.99%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年末公司负债主要为非流动负债，截至2018年底，非流动负债占公司负债总额的比重为65.31%。

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2018年末，公司其他应付款余额为57,035.18万元，占总负债的比重为34.26%，主要系应付兰西县人民医院、兰西县财政局、绥化市鑫源城市建设投资发展有限公司及兰西县亚峰名品服饰有限公司等单位的往来款。

**表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	57,035.18	34.26%	28,861.90	29.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>57,746.63</b>	<b>34.69%</b>	<b>28,919.12</b>	<b>29.98%</b>
长期借款	93,454.02	56.14%	52,138.00	54.06%
应付债券	4,010.68	2.41%	6,019.19	6.24%
长期应付款	7,200.00	4.33%	7,200.00	7.46%
递延收益	1,870.92	1.12%	0.00	0.00%
递延所得税负债	2,174.24	1.31%	2,174.24	2.25%
<b>非流动负债合计</b>	<b>108,709.87</b>	<b>65.31%</b>	<b>67,531.44</b>	<b>70.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>166,456.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>96,450.56</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	97,464.70	58.55%	58,157.19	60.30%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益及递延所得税负债构成。截至2018年末，公司长期借款为93,454.02万元，较上年增长79.24%，全部为质押借款。其中中国农业发展银行质押借款余额为37,664.62万元，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共47,200.00万元，质押物为兰西县城城中村棚户区改造二期项目政府购买协议下应收账款及兰西县第一中学异地新建项目政府购买协议下应收账款；兰西县农村信用合作联社营业部期末余额为8,589.40元，质押物为光伏发电收益权。公司应付债券系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。公司递延收益为光伏项目资金，截至2018年末余额为1,870.92万元。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2018年末，公司包括长期借款、应付债券在内的有息债务余额为97,464.70万元，较上年增长67.59%，占公司负债总额的比重为58.55%。公司存在一定的有息债务偿还压力。

**表 9 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务	8,537.70	8,381.50	6,215.50	74,330.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着公司负债规模的扩大，截至2018年末，公司资产负债率为64.97%，同比上升13.28个百分点。2018年末，公司流动比率、速动比率较上年有所下降，均为3.07。2018年，公司有息债务与EBITDA的比值为72.18，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 10 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	64.97%	51.69%
流动比率	3.07	3.86
速动比率	3.07	3.86
EBITDA（万元）	1,350.30	1,681.79
有息债务/EBITDA	72.18	34.58

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 六、评级结论

2018年，公司新建光伏扶贫电站，全年共发电1,523.12万千瓦时，实现发电销售收入569.65万元，电费补贴收入391.45万元，公司未来光伏发电收入较有保障。2018年公司因污水处理业务收到补贴款211.00万元，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752.28万元，为公司持续运营提供一定保障。

同时中证鹏元也关注到，公司资产质量较差，截至2018年末，公司其他应收款、投资性房地产、固定资产及其他公益性资产合计占资产总额的80.71%，其中投资性房地产为土地，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2018年末，公司有息债务余额为97,464.70万元，较上年增长67.59%，占公司负债总额的比重为58.55%，公司存在一定的有息债务偿还压力。

基于以上分析，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	44,667.16	11,667.65	24,880.62
其他应收款	128,553.12	99,925.85	60,883.89
流动资产合计	177,110.28	111,593.50	85,764.51
投资性房地产	10,108.44	10,108.44	10,076.35
固定资产	36,076.52	31,984.99	49,479.90
其他非流动资产	32,065.52	32,065.52	32,065.52
非流动资产合计	79,113.01	75,009.75	92,496.88
资产总计	256,223.29	186,603.25	178,261.39
其他应付款	57,035.18	28,861.90	14,302.93
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	550.00
流动负债合计	57,746.63	28,919.12	14,993.17
长期借款	93,454.02	52,138.00	39,000.00
应付债券	4,010.68	6,019.19	8,001.48
长期应付款	7,200.00	7,200.00	7,200.00
非流动负债合计	108,709.87	67,531.44	56,367.70
负债合计	166,456.50	96,450.56	71,360.88
有息债务	97,464.70	58,157.19	47,551.48
所有者权益合计	89,766.79	90,152.69	106,900.51
营业收入	1,172.10	292.78	285.05
其他收益	752.40	0.00	0.00
营业利润	-376.60	-1,852.44	-1,643.50
营业外收入	0.00	2,170.27	1,957.29
净利润	-385.90	77.43	37.92
经营活动产生的现金流量净额	-501.18	-23,353.94	-23,276.66
投资活动产生的现金流量净额	-4,967.54	-58.62	-6.39
筹资活动产生的现金流量净额	39,265.22	8,199.60	47,644.04
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	69.27%	2.88%	-7.38%
收现比	1.44	1.00	1.00
产权比率	185.43%	106.99%	66.75%
资产负债率	64.97%	51.69%	40.03%
流动比率	3.07	3.86	5.72
速动比率	3.07	3.86	5.72
EBITDA（万元）	1,350.30	1,681.79	882.28
有息债务/EBITDA	72.18	34.58	53.90

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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

## 附录三 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

# 2019 年主体长期信用 跟踪评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

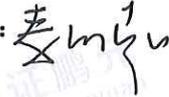
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【478】号 01

分析师

姓名：  
张晨 王硕

电话：  
010-66216006

邮箱：  
zhangch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 望奎县鑫盛城乡建设投资有限责任公司 2019 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	2019 年 06 月 27 日	2018 年 07 月 20 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对望奎县鑫盛城乡建设投资有限责任公司（以下简称“望奎鑫盛”或“公司”）主体长期信用的 2019 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，继续获得较大的外部支持。同时我们也关注到公司营业收入显著下滑，资产流动性较弱，经营活动现金流表现仍然偏弱，面临较大的资金压力及偿债压力等风险因素。

### 正面：

- 公司继续获得较大的外部支持。2018 年公司获得政府补贴款 1,005.04 万元，一定程度上提升了公司的利润水平。

### 关注：

- 公司营业收入显著下滑。2018 年公司未实现现代建业务收入，导致公司 2018 年营业收入同比下滑 91.97%，公司在建项目尚未签署代建协议，收入确认方式暂不明确。
- 公司资产流动性较弱。2018 年末公司资产中应收款项、存货及固定资产账面价值合计占比达 92.88%，应收款项规模较大，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项目开发成本及水库资产为主，水库资产为公益性资产，整体资产流动性较弱。
- 公司经营活动现金流仍为净流出，面临较大资金压力。公司拆迁补偿款现金支出

较多，2018 年经营活动现金净流出规模有所下降但仍未转正。截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 5.92 亿元，面临较大资金压力。

- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息负债规模 5.52 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.28，有息债务为 EBITDA 的 67.98 倍，公司仍面临较大偿债压力。

#### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	122,728.80	139,873.00	74,175.63
所有者权益	48,889.18	48,847.22	48,774.69
有息债务	55,233.33	58,667.41	10,561.90
资产负债率	60.16%	65.08%	34.24%
流动比率	8.20	6.66	7.88
营业收入	1,117.17	13,920.49	8,056.11
其他收益	1,005.04	6,824.98	0.00
利润总额	42.06	57.59	579.97
综合毛利率	15.82%	-12.01%	16.11%
EBITDA	812.46	604.91	1,201.51
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.46	1.23
经营活动现金流净额	-8,709.02	-26,219.90	1,129.82

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 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2019年5月31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68.09%、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 2019 年 5 月 31 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	68.09%
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%

注：截至 2019 年 5 月 31 日，公司实收资本仍为 3,000 万元。

资料来源：公司提供

## 二、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险

挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，

明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018 年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
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）	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐

性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

**望奎县经济规模仍偏小，且增速大幅下滑，第二产业和第三产业发展水平仍然较低**

望奎县经济持续发展，但增速大幅下滑，同时经济总体规模仍偏小。2018年望奎县实现地区生产总值76.4亿元，同比增长3.3%。其中，第一产业增加值34.5亿元，同比增长1.4%；第二产业增加值26.6亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值15.3亿元，同比增长6.3%。三次产业构成比例由2017年的49.2：32.2：18.6调整为2018年的45.2：34.8：20.0，望奎县产业结构以第一产业为主，第二、三产业发展水平相对较低。从拉动经济增长的要素来看，望奎县固定资产投资增速转正但仍然较低，社会消费保持增长，2018年社会消费品零售总额为28.3亿元，较上年增长7.8%。

**表3 望奎县主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	76.4	3.3%	77.9	7.1%
第一产业增加值	34.5	1.4%	38.4	7.6%
第二产业增加值	26.6	4.9%	25.1	7.2%
第三产业增加值	15.3	6.3%	14.5	5.6%
固定资产投资	-	3.3%	-	-10.5%
社会消费品零售总额	28.3	7.8%	26.2	9.5%

资料来源：望奎县统计局

2018年，望奎县实现公共财政收入4.15亿元，同比增长7.11%，其中税收收入2.33亿元，占公共财政收入比重为56.14%；实现政府性基金收入0.73亿元，同比增长17.86%；同期望奎县公共财政支出为35.75亿元，同比增长5.31%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为11.61%。

### 三、经营与竞争

2018年公司未实现工程代建收入，受此影响，2018年公司营业收入为1,117.17万元，同比下降91.97%。公司自来水销售业务相对稳定，同比增长15.82%。毛利率方面，由于公司2018年管网检修支出同比减少，毛利率有所提升。由于2018年公司收入全部来自于自来水销售业务，当年公司综合毛利率为15.82%，同比大幅增加。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水销售	1,117.17	15.82%	1,071.55	9.66%
工程代建	-	-	12,707.63	5.10%
其他业务	-	-	141.32	-1,714.89%
<b>合计</b>	<b>1,117.17</b>	<b>15.82%</b>	<b>13,920.49</b>	<b>-12.01%</b>

注：其他业务成本主要为棚改业务相关税费支出。

资料来源：公司提供

**公司本年未实现工程代建业务收入，公司主要在建工程均未签署代建协议，未来收入实现方式较不确定；公司在建项目规模较大，未来面临较大资金压力**

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。

2018年公司无竣工结算项目，因此当年未实现工程代建收入。截至2018年末，公司已完成项目为望奎县西环路西侧区域棚户区改造项目，投资金额为6.71亿元，大部分是拆迁补偿款。公司主要在建项目为西环路西侧（1号地）、四中烟草劳动大厦（2-4地块），上述项目均为拆迁项目，尚未签署代建协议，未来收入实现方式较不确定。截至2018年末，公司主要在建项目总投资金额为6.71亿元，已投资0.79亿元，尚需投资5.92亿元，存在较大资金压力。

**表5 截至2018年末公司主要在建项目（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资
西环路西侧（1号地）	43,757.70	6,895.36
四中烟草劳动大厦（2-4地块）	23,300.00	987.63
<b>合计</b>	<b>67,057.70</b>	<b>7,882.99</b>

资料来源：公司提供

### 公司自来水销售收入保持增长，盈利水平有所提升

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。2018年公司实现自来水销售收入1,117.17万元，同比增长4.26%，毛利率为15.82%，较上年增加6.16个百分点，主要系2018年公司检修管网支出同比下降所致。

### 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支持。2018年公司获得财政补贴款1,005.04万元，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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2017年数据使用2018年审计报告期初数。2018年，纳入公司合并报表范围的子公司无变化，仅有供水公司一家子公司。

### 资产结构与质量

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

2018年末公司资产规模为12.27亿元，同比减少12.26%，主要系货币资金减少较多。从资产结构来看，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为86.18%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金账面价值为0.86亿元，主要为银行存款，较上年末下降主要系公司2018年筹资活动现金流入较少。公司应收票据及应收账款主要为应收望奎县财政局款项，2018年末账面价值为0.66亿元。其他应收款主要是与望奎县财政局、环保局、粮库等政府部门的往来款，2018年末公司其他应收款账面价值为0.97亿元，同比增长6.62%，部分其他应收款账龄在一年以上。2018年末公司存货账面价值8.08亿元，占总资产的比重为65.85%，主要是工程施工成本8.08亿元，存货较上年增长20.47%，主要系西环路西侧（1号地）、道

路排水工程等项目建设投入增加。

公司非流动资产主要为固定资产。截至2018年末公司固定资产账面价值为1.70亿元，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，公益性资产账面价值为1.46亿元；上述水库资产已用于抵押。

总体来看，2018年末公司资产以应收款项、存货及固定资产为主，合计账面价值占比达92.88%，应收款项欠款单位主要为政府部门，回款时间较不确定，对公司营运资金形成占用；存货和固定资产以项目开发成本及水库资产为主，水库资产为公益性资产，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	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8,606.75	7.01%	23,730.13	16.97%
应收票据及应收账款	6,559.34	5.34%	14,745.79	10.54%
其他应收款	9,659.64	7.87%	9,059.52	6.48%
存货	80,812.29	65.85%	67,082.97	47.96%
<b>流动资产合计</b>	<b>105,764.31</b>	<b>86.18%</b>	<b>122,415.67</b>	<b>87.52%</b>
固定资产	16,964.48	13.82%	17,457.21	12.48%
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,964.49</b>	<b>13.82%</b>	<b>17,457.33</b>	<b>12.48%</b>
<b>资产总计</b>	<b>122,728.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>139,873.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入大幅下降，利润对财政补贴依赖较大，整体盈利能力仍然较弱**

2018年公司实现营业收入0.11亿元，同比下降91.97%，主要系未实现工程施工收入。截至2018年末，公司主要在建项目总投资规模为6.71亿元，投资规模较大，但相关项目尚未签署代建协议，未来收入确认方式暂不确定。2018年公司收入全部来自自来水销售业务，综合毛利率为15.82%。2018年政府给予补贴收入1,005.04万元，当年公司实现利润总额为42.06万元，公司利润仍对政府补贴存在较大依赖，盈利能力仍然较弱。

**表7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	1,117.17	13,920.49
其他收益	1,005.04	6,824.98
营业利润	42.06	-28.42

营业外收入	0.00	97.61
利润总额	42.06	57.59
综合毛利率	15.82%	-12.01%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流表现仍然偏弱

2017年公司经营收现比为1.99，当年销售商品、提供劳务收到现金2,225.29万元，包括自来水销售业务回款和以前年度的应收代建款；购买商品、接受劳务支付现金1.37亿元，主要用于支付拆迁补偿款。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。由于棚改项目支出大幅减少，2018年公司经营活动现金净流出0.87亿元，规模较上年有所缩小。

公司主要建设支出体现在经营活动现金流，同时对外投资规模较小，投资活动现金流规模不大，2018年投资活动现金净流出40.17万元。筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金流入大幅减少，筹资活动现金流出主要为偿还债务及支付利息，筹资活动现金净流出0.64亿元。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.99	0.43
销售商品、提供劳务收到的现金	2,225.29	5,930.56
收到的其他与经营活动有关的现金	63,673.89	20,840.83
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>65,899.18</b>	<b>26,771.39</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	13,708.05	48,317.44
支付的其他与经营活动有关的现金	60,370.99	4,180.89
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>74,608.20</b>	<b>52,991.29</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-8,709.02</b>	<b>-26,219.90</b>
投资活动产生的现金流量净额	-40.17	335.91
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,374.19</b>	<b>46,809.36</b>
现金及现金等价物净增加额	-15,123.38	20,925.37

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模略有下降，但仍面临较大偿债压力

2018年末公司负债总额下降，所有者权益变化不大，产权比率降至151.03%，所有者

权益对负债的覆盖程度仍然较弱。公司负债仍以非流动负债为主，2018年末非流动负债占总负债的比重为82.53%。

**表9 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	73,839.63	91,025.78
所有者权益	48,889.18	48,847.22
产权比率	151.03%	186.35%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为应付票据及应付账款、应交税费和其他应付款。公司应付票据及应付账款主要为应付工程款，2018年末余额为0.26亿元，与上年末持平。公司应交税费主要系应付增值税及企业所得税，2018年末余额为0.43亿元。2018年末公司其他应付款余额为0.61亿元，主要为往来款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款构成。2018年末，公司长期借款余额为1.57亿元，全部为抵押借款。应付债券为公司作为联合发行人于2014年发行的“14黑重建债01”，截至2018年末余额为0.45亿元，2019年11月19日公司需支付债券本金0.225亿元。截至2018年末，公司长期应付款余额为4.08亿元，包括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借款合计3.51亿元以及财政拨款入专款0.57亿元。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	2,565.36	3.47%	2,565.36	2.82%
应交税费	4,256.89	5.77%	4,256.25	4.68%
其他应付款	6,077.64	8.23%	10,653.43	11.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>12,899.89</b>	<b>17.47%</b>	<b>18,388.66</b>	<b>20.20%</b>
长期借款	15,650.00	21.19%	15,650.00	17.19%
应付债券	4,483.33	6.07%	6,717.41	7.38%
长期应付款	40,806.41	55.26%	50,269.71	55.23%
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,939.74</b>	<b>82.53%</b>	<b>72,637.12</b>	<b>79.80%</b>
<b>负债合计</b>	<b>73,839.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>91,025.78</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	55,233.33	74.80%	58,667.41	64.45%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司有息债务合计5.52亿元，同比小幅下降，主要系当年偿付了“14黑重建债01”的部分本金。

从公司各项偿债能力指标来看，截至2018年末公司资产负债率为60.16%，同比下降4.92个百分点。公司流动比率和速动比率表现尚可，但考虑到公司流动资产中的应收款项及工程施工成本变现能力较弱，一定程度上将削弱短期偿债能力。2018年公司EBITDA同比增长，但由于利息支出增加，EBITDA对有息债务本息的保障能力下滑，2018年公司EBITDA利息保障倍数仅0.28，有息债务为EBITDA的67.98倍，公司面临较大的偿债压力。

**表11 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	60.16%	65.08%
流动比率	8.20	6.66
速动比率	1.93	3.01
EBITDA（万元）	812.46	604.91
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.46
有息债务/EBITDA	67.98	96.99

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 六、评级结论

2018年公司获得政府补贴款1,005.04万元，一定程度上提升了公司的利润水平。

同时我们也关注到，2018年公司未实现代建业务收入，营业收入显著下滑。2018年末公司资产中应收款项、存货及固定资产账面价值合计占比达92.88%，应收款项规模较大，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项目开发成本及水库资产为主，水库资产为公益性资产，整体资产流动性较弱。公司工程项目现金支出较多，2018年经营活动现金净流出规模有所下降但仍未转正。公司EBITDA利息保障倍数为0.28，有息债务为EBITDA的67.98倍，公司仍面临较大偿债压力。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	8,606.75	23,730.13	2,804.77
其他应收款	9,659.64	9,059.52	8,649.76
存货	80,812.29	67,082.97	29,840.25
固定资产	16,964.48	17,457.21	18,358.46
资产总计	122,728.80	139,873.00	74,175.63
其他应付款	6,077.64	10,653.43	2,061.21
长期借款	15,650.00	15,650.00	1,615.00
应付债券	4,483.33	6,717.41	8,946.90
长期应付款	40,806.41	50,269.71	7,751.48
负债合计	73,839.63	91,025.78	25,400.94
有息债务	55,233.33	58,667.41	10,561.90
所有者权益	48,889.18	48,847.22	48,774.69
营业收入	1,117.17	13,920.49	8,056.11
营业利润	42.06	-28.42	390.60
其他收益	1,005.04	6,824.98	0.00
净利润	41.95	-12.19	434.98
经营活动产生的现金流量净额	-8,709.02	-26,219.90	1,129.82
投资活动产生的现金流量净额	-40.17	335.91	-68.93
筹资活动产生的现金流量净额	-6,374.19	46,809.36	-927.32
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	15.82%	-12.01%	16.11%
收现比	1.99	0.43	0.42
产权比率	151.03%	186.35%	52.08%
资产负债率	60.16%	65.08%	34.24%
流动比率	8.20	6.66	7.88
速动比率	1.93	3.01	3.67
EBITDA（万元）	812.46	604.91	1,201.51
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.46	1.23
有息债务/EBITDA	67.98	96.99	8.79

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018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：公司提供

### 附录三 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+长期应付款中的有息债务

## 附录四 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。