

信用等级公告

联合[2017]1959 号

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司公司债券进行了主动评级，确定：

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA-pi，评级展望为“稳定”

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司拟发行的 2017 年鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司公司债券信用等级为 AA+pi

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十一月三十日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2017 年鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AA⁺_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 4.00 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息, 债券存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

担保方: 黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间: 2017 年 11 月 20 日

主要财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	29.11	37.24	49.23
所有者权益 (亿元)	19.06	20.98	22.68
长期债务 (亿元)	2.21	2.41	1.64
全部债务 (亿元)	2.32	2.92	1.84
营业收入 (亿元)	3.90	3.95	4.62
净利润 (亿元)	1.52	1.56	1.70
EBITDA (亿元)	1.68	1.99	2.17
经营性净现金流 (亿元)	0.83	1.90	8.37
营业利润率 (%)	12.61	12.61	14.89
净资产收益率 (%)	13.09	7.80	7.80
资产负债率 (%)	34.52	43.66	53.92
全部债务资本化比率 (%)	10.85	12.20	7.50
流动比率 (倍)	30.49	6.13	3.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.73	0.68	1.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	29.77	28.38
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.42	0.50	0.54

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	44.21	49.45	54.28
所有者权益合计 (亿元)	35.55	38.34	41.03
营业收入 (亿元)	3.18	3.72	2.65
净利润 (亿元)	1.29	1.62	1.64
担保责任余额 (亿元)	100.48	93.50	124.46
资产负债率 (%)	19.59	22.47	24.41

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。3、担保方净资产及净资产相关数据均以母公司口径计算测得。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司 (以下简称“公司”或“鹤岗城投”) 的评级反映了公司作为鹤岗市基础设施建设主体, 近年来持续获得鹤岗市政府在资产注入及资金补贴等方面的支持, 公司主营业务收入和资产规模平稳增长。同时联合评级也关注到公司业务单一、委托代建收入受国家政策及地方经济下行压力较大影响具有不确定性, 公司偿债能力可能受到以上因素的不利影响。

近年来, 鹤岗市政府给予公司持续的财政补贴, 稳定的外部环境对公司信用基本面形成支撑, 联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券设置了本金分期偿还条款, 能有效缓解公司的集中偿付压力; 此外, 本次债券由黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司 (以下简称“鑫正担保”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 其担保有效提升了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 作为鹤岗市主要的基础设施建设主体, 鹤岗市政府在资金注入、补贴等方面给予了公司持续性的支持。

2. 本次债券设置分期偿还条款, 公司经营活动现金流入对分期偿还额度的保障程度强。鑫正担保为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 有效提高了本次债券的信用水平。

关注

1. 近年来鹤岗市经济下行压力较大, 公司委托代建收入受国家政策及地方财力影响

具有不确定性。

2. 目前公司在建项目投资规模大，未来面临一定的资金压力。

3. 本次债券发行额度较大，债券偿付资金主要来源于募投项目自身收入，未来项目收益情况存在一定的不确定性。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司



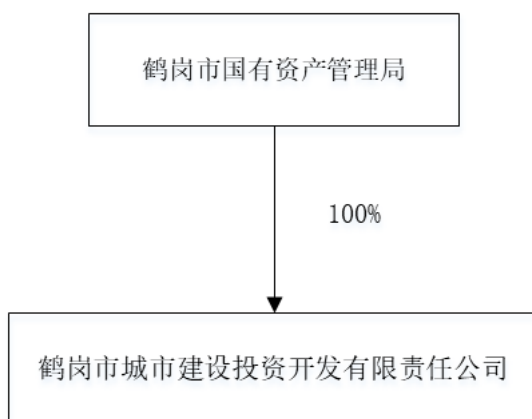
一、主体概况

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司(以下简称“公司”),于2000年2月16日由鹤岗市市政建设管理处(以下简称“鹤岗市政建设”)和鹤岗市园林管理处(“鹤岗林管处”)共同出资组建,初始注册成本为9,005.00万元,其中,鹤岗市政建设占11.15%,鹤岗林管处占88.85%。

2011年12月,公司的出资人变更为鹤岗市国有资产管理委员会办公室。根据黑编[2015]6号文件,鹤岗市国有资产管理委员会办公室撤销,设立鹤岗市国有资产管理局,负责国有资产管理工作,公司股东变更为鹤岗市国有资产管理局(以下简称“鹤岗市国资局”)。

截至2016年底,公司注册资本9,005.00万元,鹤岗市国资局是公司唯一股东及实际控制人。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源:公司提供

公司经营范围主要包括城市基础设施投资建设(依法须经批准的项目,经相关部门批准后,方可开展经营活动)。

截至2016年底,公司本部下设项目运营部、投资管理部、融资开发部、综合业务部和财务部共5个职能部门(见附件1);公司纳入合并范围内子公司2家,分别为鹤岗市城洁城市垃圾处理服务有限责任公司(持股100%,以下简称“城洁公司”)和鹤岗市通达铁路建设投资有限公司(持股73.53%,以下简称“通达铁路公司”)。

截至2016年底,公司资产总额49.23亿元,负债合计26.55亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计22.68亿元,其中归属于母公司的所有者权益22.32亿元。2016年公司实现主营业务收入4.62亿元,净利润(含少数股东损益)1.70亿元,其中归属于母公司所有者的净利润1.71亿元;经营活动现金流量净额8.37亿元,现金及现金等价物净增加额7.01亿元。

公司注册地址:黑龙江省鹤岗市;企业住所:黑龙江省鹤岗市工农区电信路19号;法定代表人:谢晓光。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2017年鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司公司债券”,计划发行

金额 4.00 亿元，期限 7 年。本次债券设置分期偿还条款，在本次债券存续期内的第 3~7 年每年按照发行额度 20%的比例偿还债券本金，按年付息。本次债券采用固定利率形式，最终票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商确定。本次债券通过承销团成员设置的发行网点向中华人民共和国境内机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行和通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）公开发行。

本次债券募集资金中 2.40 亿元用于鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目建设，1.60 亿元用于补充流动资金。

黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

（1）项目概况

鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线建设项目（以下简称“产业园铁路项目”）总投资额 47,920.11 万元，涉及建设铁路正线 1.78km，铺轨 11.12km，新建车站 1 座，设置线路所 1 座，新建中桥 96.7 米/1 座、涵洞 30.27 米/2 道，新建房屋 10,399 平方米。

目前项目正进行前期工作，包括征地拆迁和调整土地规划等。截至 2017 年 3 月底，项目已完成投资 180.67 万元。项目实施主体为公司控股子公司通达铁路公司。

（2）项目审批情况

产业园铁路项目已经通过了黑龙江省发改委、黑龙江省国土资源厅、黑龙江省环境保护厅等部门的审批，相关文件见下表：

表 1 产业园铁路项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
黑龙江省发改委	黑龙江省发改委关于鹤岗经济开发区煤化工产业园新建铁路专用线项目核准的批复（黑发改铁航[2016]253号）
黑龙江省环境保护厅	关于鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线工程环境影响报告书的批复（黑环审[2016]44号）
鹤岗市发改委	黑龙江省固定资产投资项目节能登记表
黑龙江省农垦总局城乡规划局宝泉岭分局	建设项目选址意见书（选字第 2015011 号）
黑龙江省国土资源厅	关于鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目用地预审意见的复函（黑国土资预审字[2015]26号）
中共鹤岗市委维护社会稳定工作领导小组办公室	重大事项社会稳定风险评估备案回执表

资料来源：公司提供

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施发展还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的

发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。2016 年以来，宏观经济下行压力增大，为稳定投资及经济增长，中央、省、市各级政府继续推进城市基础设施建设，提出加快地下综合管廊建设步伐，规划启动海绵城市建设，全面推进政府与社会资本合作（PPP）等，并通过政策引导、安排中央预算内投资和专项建设资金、推行地方政府债务置换等方式推动基础设施建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2010 年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全社会固定资产投资总额持续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2016 年，全国固定资产投资额完成 60.65 万亿元，较上年增长 7.9%，增速较上年下降 2.1 个百分点。2016 年固定资产投资（不含农户）59.65 万亿元，较上年增长 8.1%，其中，第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，较上年增长 21.1%，增速较上年下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资额 23.18 万亿元，较上年增长 3.5%，增速较上年下降 4.5 个百分点；第三产业固定资产投资额 34.58 万亿元，较上年增长 10.9%，增速较上年提高 0.3 个百分点。

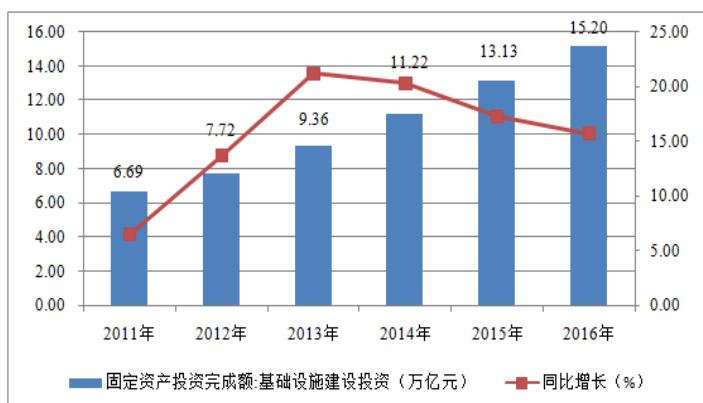
图 2 2011~2016 年全国固定资产投资完成额情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2016 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元，行业投资总额达到一个新的高点；2016 年基础设施建设行业累计投资额较上年增长 15.71%，增速较上年下降 1.58 个百分点。

图3 2011~2016年全国基础设施建设投资情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2016 年的 57.35%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

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

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函[2016]88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预

[2016]152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综[2016]11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

总体看，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业关注

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

流动资金压力大

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

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

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

4. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大

的城投公司的信用风险。

总体看，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

5. 区域经济分析

公司主要职责是代表鹤岗市国资局对国有资产依法行使经营、收益、投资和保值增值，主要承担城市基础设施及市政公用事业项目的投融资、建设与运营管理等，是鹤岗市城市基础设施建设市场化运营和国有资产经营管理的主体。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与鹤岗市经济发展及城市建设密切相关。

鹤岗市位于黑龙江省东北部，地处小兴安岭向三江平原过渡地带，北隔黑龙江与俄罗斯相望，东南临松花江与佳木斯接壤，西屏小兴安岭与伊春为邻，处在黑龙江、松花江、小兴安岭“两江一岭”围成的金三角区域。距省城哈尔滨 589 公里。全市面积约 1.5 万平方公里，下辖萝北、绥滨两个边境县和六个行政区，人口 110 万，其中市区人口 70 万，城镇化率为 84%。

鹤岗属于资源型城市，煤炭、石墨、粮食、木材等重要资源富集。煤炭地质储量 26 亿吨，曾是全国四大煤矿之一，是优质动力煤、化工煤重要产地；石墨储量 10.26 亿吨，品位高、开发条件优良，居世界前列、亚洲第一，年产石墨 30 万吨，产量占全国的 1/3，出口占全国的 1/2；拥有黑土良田 800 多万亩，年产粮食 90 亿斤，其中优良稻米加工能力 650 多万吨，约占黑龙江全省的 1/5；林地面积 66 万公顷，城市森林覆盖率达 70%。此外，域内水资源丰沛，除黑龙江、松花江两江以外，还有 126 条中小河流、10 个大中型水库和众多湖泊，盛产“三花五罗”、鲢鳙鱼等 20 余种水产资源和黑木耳、猴头、人参、蓝莓等 40 多种山林产品。还有陶砾页岩、硅石等 30 余种非金属矿产资源。鹤岗的旅游资源丰富，拥有大界江、大森林、大冰雪、大湿地、大农业、大矿山、大石林，原生态保存完好。

鹤岗除地方经济外，有六大省直企业。龙煤集团鹤岗分公司是黑龙江四大煤炭企业之一，原煤产量达到 1,400 万吨，实现税收 8.7 亿元，占市直全口径财政收入的 17%；黑龙江农垦总局宝泉岭农垦管理局的 14 个国营农场有 11 个在鹤岗，是黑龙江省东部四大垦区之一；省森工总局鹤岗林业局是黑龙江省森工系统效益最好的林业生产企业之一；华能鹤岗发电公司装机容量 120 万千瓦，是国家一级火力发电企业；中海油化学公司总投资 36.8 亿元的化肥项目已经投产；中铁资源集团石墨产业基地已开工建设。

近年来受宏观形势、产业结构和煤炭行业“双降”等多种因素影响，鹤岗市整体经济下行压力较大；2014~2016 年，鹤岗市地区生产总值呈小幅增长态势。根据鹤岗市《2017 年政府工作报告》，2016 年鹤岗市实现地区生产总值（GDP）272 亿元，同比小幅增长 0.5%，其中固定资产投资累计完成 95.9 亿元，比上年增长 6.5%，社会消费品零售总额实现 126.7 亿元，比上年增长 9.0%。2016 年，鹤岗市城镇居民人均可支配收入 19,741 元，增长 4.5%；农村居民人均可支配收入 12,882 元，增长 6%。

表2 2014~2016年鹤岗市国民经济和社会发展指标（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地区生产总值(GDP)	259.00	270.00	272.00
固定资产投资	86.06	90.00	95.90
社会消费品零售总额	108.50	116.00	126.70

数据来源：鹤岗市统计局网站

从鹤岗市全口径政府财力看，2016 年鹤岗市全口径政府财力 96.19 亿元，较 2015 年增长 15.83%。从全口径政府财力结构看，2016 年一般预算收入、转移支付及税收返还收入分别占政府财力的 19.62%、79.01%，鹤岗市财政收入主要依赖于上级政府的补助收入。2016 年鹤岗市一般预算收入较 2015 年增长 21.07%，至 18.87 亿元。一般预算收入中税收收入和非税收入分别占 57.67%、42.33%，税收收入较 2015 年增长 12.11%。2016 年转移支付和税收返还收入 76.01 亿元，较 2015 年增长 14.76%。2016 年，鹤岗市国有土地使用权出让收入持续下降，由 2015 年的 2.72 亿元减少至 1.32 亿元。

表 3 近年来鹤岗市全口径财力情况（单位：万元）

地方财力	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	168,062	155,867	188,701
1. 税收收入	105,981	97,077	108,831
2. 非税收入	62,081	58,790	79,870
（二）转移支付和税收返还收入	607,642	662,335	760,064
1. 一般性转移支付收入	295,707	362,263	401,970
2. 专项转移支付收入	276,976	267,180	324,327
3. 税收返还收入	34,959	32,892	33,767
4. 其他	--	--	--
（三）国有土地使用权出让收入	37,048	27,188	13,179
1. 国有土地使用权出让金	21,680	12,246	10,199
2. 国有土地收益基金	--	--	--
3. 农业土地开发资金	--	--	--
4. 新增建设用地有偿使用费	--	--	-417
5. 其他	15,728	14,942	3,397
（四）预算外财政专户收入	--	--	--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	813,112	845,390	961,944

资料来源：鹤岗市财政局

从地方债务来看，截至 2016 年底，鹤岗市地方政府债务余额 41.64 亿元，较上年（35.94 亿元）增长 15.75%，主要由直接债务构成。鹤岗市债务率（截至 2016 年底地方政府债务余额 ÷ 2016 年度地方综合财力）× 100% 为 43.29%，较 2015 年（42.51%）变动不大，总体来看，鹤岗市政府债务水平适宜。

总体看，鹤岗市经济总量不大，发展速度较慢，政府的财政收入仍然主要来源于上级补助，债务负担维持在适宜水平；作为资源型城市，其经济发展面临的不确定因素较多，经济增长仍面临较大压力。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

截至 2016 年底，公司注册资本 9,005.00 万元，鹤岗市国资局持股 100%，是公司实际控制人。公司是鹤岗市城市建设领域的骨干企业，承担鹤岗市政府授权范围内的土地开发、保障性住房建设、市政基础设施建设等项目的组织实施。截至 2016 年底，公司拥有 1 家全资子公司和 1 家控股子公司。公司本身的经营业务及投资项目多为公益性、半公益性业务，自身盈利能力较差，为此，鹤岗市政府对公司给予了大力支持。

委托代建项目

截至 2016 年底，公司承接的基础设施建设项目均采用委托代建模式，由鹤岗市人民政府与公司签订委托代建协议，项目竣工决算后按照项目建设实际投入的 15% 确认委托代建费，回款期限不超过 5 年。2014~2016 年，公司收到代建项目回款资金分别为 38,998.04 万元、39,503.22 万元和 45,237.87 万元。

资产注入

2013~2014 年，鹤岗市人民政府分批向公司划入土地使用权、房产所有权等资产充实公司资本公积。

根据鹤政函[2013]57 号、鹤政函[2013]58 号、鹤政函[2014]71 号、鹤政函[2014]72 号、鹤政函[2014]73 号，鹤岗市人民政府向公司注入共计 15.40 亿元资产（其中 4.83 亿元为土地使用权，10.57 亿元为房屋及建筑物），计入“资本公积”科目。

财政补贴

鉴于公司所投项目金额大、回报期长，且经济和社会效益明显，为增强公司持续经营能力，鹤岗市人民政府于 2012 年 1 月 27 日下发鹤政函[2012]3 号文件，由市财政局每年安排不少于 8,000 万元的财政资金作为对公司实施保障性住房建设及市政基础设施建设的财政补贴，2014~2016 年，公司补贴收入分别为 1.20 亿元、1.54 亿元和 1.56 亿元；公司将其反映在“补贴收入”和“收到其他与经营活动有关的现金”科目中。

资金支持

根据鹤岗市财政局 2012 年 1 月 28 日印发的《关于市政基础设施建设补贴专项资金的管理办法》的通知，根据公司每年的基础设施建设工程计划，鹤岗市财政局每年划入公司专项资金优先用于偿还银行贷款利息和补充贷款项目资本金。

截至 2016 年底，公司的专项应付款合计 14.81 亿元，其中 11.94 亿元为廉租房基建投资专项资金。

总体看，由于公司经营业务及投资项目多为公益性、半公益性业务，鹤岗市政府对公司给予了大力支持。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司董事 5 人，监事 5 人，高级管理人员 3 人（由董事兼任）。

公司董事长、总经理、法人代表谢晓光先生，生于 1968 年 9 月，研究生学历，中共党员。历任鹤岗市财政局工财科科长、工业科副科长、兴安区政府区长助理。

截至 2016 年底，公司拥有在岗员工 69 人。按学历构成划分，公司员工中本科及以上学历 29 人，大专学历 20 人，大专以下学历 20 人。按年龄构成划分，20~30 岁的 20 人，30~50 岁的 45 人，50 岁以上的 4 人。从岗位构成来看，拥有高级职称 2 人，拥有中级职称的 2 人，拥有初级职称的 3 人。

总体看，公司高管具有较强的专业素质，公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

五、管理分析

1. 治理结构

为规范公司行为，维护出资人和劳动者的合法权益，根据《中华人民共和国企业法人登记

管理条例》和国家有关法律法规，制订公司章程，鹤岗市国资局是公司的唯一出资人，公司不设股东会，由出资人行使股东会职权，出资人享有资产收益并决定公司的重大事项。

公司依法设立董事会，董事会成员为5人。董事会成员由出资人委派和更换，其中职工董事1名，由公司职工代表大会选举产生。董事任期为每届3年，任期届满，可连选连任。董事会的职权为：负责向股东报告工作；执行股东的决议；审定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或减少注册资本；制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据提名决定聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人及其报酬事项；制定公司的基本管理制度。

公司设监事会，由5名监事组成，其中职工代表监事2名，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事会的职权为：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东会提出提案；依照《公司法》的相关规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。设总经理1人，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，其职权包括：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案和基本管理制度；制定公司的具体规章；提请聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员。

总体看，公司机构设置较为完善，执行情况良好。

2. 管理体制

公司设立了项目运营部、投资管理部、融资开发部、综合业务部和财务部5个职能部门。

作为鹤岗市政府基础设施投资建设的主体，公司在行政管理制度、人力资源管理以及财务管理等方面制定了内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

在行政管理方面，公司制定了严格的办公例会管理、合同管理办法、计算机和网络管理等相关制度，以提高行政管理效率；在人力资源管理方面，细则除对员工招聘、考勤及奖惩方面做出明确规定外，还对公司项目投资运营制定了详细的管理办法，根据办法，公司董事会领导与行业领域专家组成项目投资决策管理专家委员会为项目的最高决策机构，对项目可行性进行论证和建议，并对项目实施过程进行监督和技术指导。

在财务管理方面，公司制定了财务分析管理内控制度、担保内控制度、费用内控制度、流动资金融资内控制度和内部稽核内控制度等一系列制度文件。在财务分析管理方面，财务审计部负责组织全公司范围内的每月一次经营分析会，采用专门方法，对企业经营状况、成本费用、利润实现和筹集及运用资金等进行系统分析，以防范财务风险、提高经营管理水平；在降低或有风险方面，融资人员最少每季度向被担保企业索要财务报表及相关资料，由财务部门分析评估被担保企业的经营风险；费用控制方面，各部门办公费、差旅费等费用按月度分解预算，定期考核，对超过审批权限的招待费应有总经理预批，大型的广告支出必须经董事会研究通过后由董事长签批。

总体看，公司法人治理结构合理且完整；内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理活动需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前业务主要集中在城市基础设施、保障房、廉租房等公益性项目建设。公司代建业务主要由本部承建。

2014~2016 年，公司主营业务收入逐年增长，年均复合增长 8.84%。2014~2015 年公司收入全部为工程代建收入，2016 年新增垃圾处理收入，但尚处于较小规模。

毛利率方面，公司工程代建业务毛利率水平稳定，三年均为 13.04%；垃圾处理业务，由于 2016 年垃圾处理厂处于试运营阶段，相关支出尚未结转成本，因而毛利率为 100%。2016 年，公司综合毛利率小幅上升至 14.89%。

表 4 2014~2016 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			2016 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	3.90	100.00	13.04	3.95	100.00	13.04	4.52	97.88	13.04
垃圾处理收入	--	--	--	--	--	--	0.10	2.12	100.00
合计	3.90	100.00	13.04	3.95	100.00	13.04	4.62	100.00	14.89

资料来源：公司审计报告

2. 工程代建

2014~2016 年，公司产生代建收入的项目全部为保障性住房建设项目，承建主体为公司本部。业务模式为：根据公司与鹤岗市人民政府签订的委托代建协议，鹤岗市政府委托公司完成鹤岗市内的保障性住房建设项目，项目竣工决算后，政府向公司支付委托代建费（由项目建设成本、建设服务费两部分组成）。项目建设成本为项目竣工验收后，经决算确定的项目实际投入成本；委托建设服务费为实际投入金额的 15%。整个回款周期不超过 5 年（项目竣工日开始计算）。公司代建业务主要依靠政府保障房项目，对政府依赖程度较高，且易受保障房市场政策波动影响。

会计处理方面，公司代建项目前期投入成本均计入“存货-开发成本”，每年年底按完工进度确认收入并结转成本。

2014~2016 年，公司实现代建收入 3.90 亿元、3.95 亿元和 4.52 亿元。

总体来看，公司目前收入结构单一，且代建业务对政府的依赖程度较高，受保障房市场的政策波动影响较大。

3. 其他业务

2016 年，公司新增垃圾处理板块，由公司下属全资子公司城洁公司负责建设运营，其自建的鹤岗市垃圾处理厂将作为鹤岗市唯一的垃圾处理厂对鹤岗市范围内产生的垃圾进行收集、运输与处理，根据《鹤岗市人民政府办公室关于印发鹤岗市城市生活垃圾处理费征收管理办法的通知》（鹤政办发[2015]19 号），由城洁公司对鹤岗市城市生活垃圾实行统一处理、统一收费，收费标准执行物价部门制定的收费标准，收费对象包括市区及周边居民、事业单位、企业业户等。

鹤岗市垃圾处理厂 2016 年开始试运营（工程进入收尾期，尚未进行工程决算结转成本），当年产生收入 981.80 万元，2017 年开始正式投入运营。根据哈尔滨市市政工程设计院出具的《黑龙江省鹤岗市生活垃圾处理工程可行性研究报告》的测算，正式运营后，年可实现收入

2,357.90 万元。该板块业务收入作为公司主营业务收入的补充，可持续性较好。

总体看，公司垃圾处理板块业务收入作为公司主营业务收入补充，目前处于运营初期。

4. 在建及拟建项目情况

公司目前主要在建项目总投资 39.35 亿元，截至 2016 年底已投资 19.55 亿元（财务报表中，保障性住房建设项目投入成本均体现在“存货-开发成本”科目，鹤岗市垃圾处理、中转站工程和通达铁路工程项目投入成本均体现在“在建工程”科目），2017~2019 年计划全部完工，未来总投资额为 19.80 亿元。

表5 截至2016年底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2016 年 已投资	未来三年（2017~2019 年） 投资计划			资金来源
			2017 年	2018 年	2019 年	
鹤岗市垃圾处理工程	18,018.93	14,111.34	3,907.59	--	--	自筹+贷款
鹤岗市垃圾中转站	7,739.16	106.33	7,632.83	--	--	自筹+贷款
通达铁路工程	47,920.11	166.67	47,753.44	--	--	自筹+债券
保障房项目（合计）	319,775.04	181,116.03	75,000.00	45,000.00	18,659.01	自筹+贷款
合计	393,453.24	195,500.37	134,293.86	45,000.00	18,659.01	--

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司计划于 2018 年 4 月开工建设的城中村项目预计总投资共计 20.20 亿元，公司后续投资规模较大，资金主要来源于自筹，公司未来面临一定的投资压力。

表6 公司未来拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	资金来源	开工时间	预计完工时间
城中村项目	20.20	自筹+贷款	2018.4	2019.11
合计	20.20	-	-	-

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目后续投资规模较大，公司未来面临一定的投资压力。

5. 经营关注

（1）公司代建业务主要依靠政府保障房项目，对政府依赖程度较高，且易受保障房市场政策波动影响。

（2）公司在建及拟建项目后续投资规模较大，公司未来面临一定的投资压力。

6. 未来发展

公司未来几年将抓住“振兴东北老工业基地”战略实施和城镇化建设发展的契机，加快业务发展。具体发展规划为：建立现代的企业管理制度，完善公司治理结构，引进先进的管理理念和专业人才，加快公司市场化转型；以市场化方式运营加快业务转型，全面发展经营性业务，积极探索 BT、BOT、TOT 及 PPP 等多种方式，加快城市建设业务发展；同时全面发展经营性业务，未来大力发展子公司垃圾处理、铁路运营等业务，增加主营业务的多样性，提高综合经营实力；创新融资方式，优化投融资体制，改善债务结构，逐步增加直接融资比重，并有效降低债务中短期债务比例。

总体看，公司未来发展将依托振兴东北战略，加快业务发展，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2014 年，公司报表合并范围内子公司仅包括城洁公司。2015 年，公司合并报表范围新增通达铁路公司，通达铁路公司规模较小。2016 年公司合并范围未发生变化。2014~2016 年，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司资产总额 49.23 亿元，负债合计 26.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 22.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 22.32 亿元；2016 年公司实现主营业务收入 4.62 亿元，净利润（含少数股东损益）1.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动现金流量净额 8.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.01 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，随着货币资金和存货的快速增长，公司资产规模快速增长，年均复合增长 30.05%。截至 2016 年底，公司资产总额 49.23 亿元，其中流动资产占 75.67%，非流动资产占 24.33%，以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产保持较快增长，年均复合增长 47.57%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产共计 37.25 亿元，较年初增长 47.73%，主要由货币资金（占 31.80%）和存货（占 61.59%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 126.62%，主要系收到的棚改资金及政府补贴收入增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金 11.84 亿元，较年初增长 145.17%，公司货币资金无受限资金。

2014~2016 年，公司应收账款持续下降，年均复合下降 11.08%。截至 2016 年底，公司应收款项为 1.47 亿元，全部为应收鹤岗市财政局项目委托代建款，账龄均在 3 年以上，账龄较长，主要为应收鹤岗市财政局关于福临新居廉租一区、峻德廉租房等项目的工程款，根据鹤岗市人民政府出具《关于安排资金偿还鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司应收款项的批复》，鹤岗市政府计划于 2017~2021 年间从政府性基金收入中安排偿还该部分款项。考虑到公司应收账款欠款单位为政府部门，公司未计提应收账款坏账准备。

2014~2016 年，公司存货持续增长，年均复合增长 36.68%。截至 2016 年底，存货余额为 22.94 亿元，其中，4.83 亿元为鹤岗市人民政府划拨给公司的 16 宗待开发的土地使用权（为保障房相关的土地，划拨地尚未缴纳出让金，未抵押），占比为 21.05%；另外 18.11 亿元为公司开发建设未完工的保障房项目，占比为 78.95%。2016 年公司存货较上年增加 3.60 亿元，全部为公司保障房项目未完工成本的增加。2014~2016 年，公司未计提存货跌价准备。

2014~2016 年，公司非流动资产小幅波动减少，年均波动减少 0.10%。截至 2016 年底，公司非流动资产 11.98 亿元，较年初微幅减少 0.36%，主要由固定资产（占 88.07%）和在建工程（占 11.92%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产变动不大。截至 2016 年底，固定资产原值为 11.59 亿元，主要为 2014 年鹤岗市人民政府划拨给公司的 137 处房产（评估价为 10.57 亿元，包括廉租房相关

的土地使用权及廉租房、保障房等房屋建筑物）。截至 2016 年底，公司累计计提固定资产折旧 1.04 亿元，未提取减值准备，固定资产成新率为 91.04%，成新率较高；公司固定资产中无房屋及建筑物用于抵押。

2014~2016 年，公司在建工程保持较快增长态势，年均复合增长 14.92%。截至 2016 年底，公司在建工程 1.43 亿元，主要为鹤岗市垃圾处理工程项目。

总体看，公司资产规模近年来保持较快增长态势，资产结构较为稳定，资产构成以流动资产和固定资产为主，但资产规模较小，且流动资产中存货占比较高，流动性较弱。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，随着公司规模扩大，公司负债总额呈增长态势，年均复合增长 62.54%，截至 2016 年底，公司负债总额为 26.55 亿元，较年初增长 63.30%；其中流动负债占 38.02%，非流动负债占 61.98%，公司负债结构以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债大幅增长，年均复合增长率为 324.12%，主要系其他应付款增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债为 10.09 亿元，较年初增长 145.42%，主要为应交税金（占 6.27%）和其他应付款（占 90.59%）。

2014~2016 年，公司应交税金逐年增长，年均复合增长 30.85%，主要系应交企业所得税增加所致。截至 2016 年底，公司应交税金 0.63 亿元，较年初增长 25.67%，主要为应交企业所得税（占 95.83%）。

2014~2016 年，公司其他应付款显著增长，年均复合增长 1,507.20%。截至 2016 年底，公司其他应付款 9.14 亿元，较年初大幅增长 199.59%，主要是与鹤岗市开源城市建设投资有限公司（以下简称“开源公司”）的往来款，将用于鹤岗市棚户区改造建设项目。

表 7 截至 2016 年底公司前五大其他应付款情况（单位：万元）

单位名称	金额
鹤岗市开源城市建设投资有限公司	77,341.43
鹤岗市财政局	13,850.00
鹤岗市人民政府铁路建设工作领导小组办公室	68.43
松鹤 B 区取暖费	24.01
鹤岗宝泉机场建设有限公司	16.58
合计	91,300.45

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司非流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 31.69%，主要系专项应付款增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 16.45 亿元，较年初增长 35.50%，主要为长期借款（占 9.97%）和专项应付款（占 90.03%）。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 13.86%。截至 2016 年底，公司长期借款 1.64 亿元，较年初下降 31.81%，主要系部分质押借款偿还所致。

2014~2016 年，公司专项应付款逐年增长，年均复合增长 42.68%。截至 2016 年底，公司的专项应付款合计 14.81 亿元，较年初增长 52.12%，主要为廉租房基建投资专项资金，占比为 80.59%。

表 8 截至 2016 年底公司专项应付款情况（单位：万元）

项目	借贷金额
廉租房基建投资专项资金	119,360.18
鹤岗市垃圾处理站建设专项资金	11,968.00
鹤岗市公职人员小区专项资金	16,816.66
合计	148,144.84

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 10.94%，主要系长期债务减少所致。截至 2016 年底，公司全部债务合计 1.84 亿元，较年初减少 1.08 亿元，其中，长期债务合计 1.64 亿元，占全部债务比例的 89.13%，债务结构较合理。债务指标方面，2014~2016 年，公司全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率逐年下降，而资产负债率逐年上升。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.92%、7.50%和 6.74%，公司债务负担较轻。

总体看，近年来公司债务规模很小，债务负担较轻，且以长期债务为主，债务结构较为合理。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 9.09%，主要系未分配利润增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 22.68 亿元，较年初增长 8.11%，归属于母公司的所有者权益合计 22.32 亿元，其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 4.03%、70.09%、2.59%和 23.29%。公司所有者权益中未分配利润占比较低，公司权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较低，稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受代建业务收入结转进度影响，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 8.87%；营业成本与营业收入变动趋势一致，年均复合增长 7.70%。2016 年公司营业收入为 4.62 亿元，较上年增长 17.00%。2014~2016 年，公司实现归属于母公司的净利润分别为 1.52 亿元、1.56 亿元和 1.71 亿元，年均复合增长 5.96%。

从期间费用来看，2014~2016 年公司期间费用逐年上升，分别为 0.05 亿元、0.36 亿元和 0.39 亿元，2015 年起公司开始计提 2014 年底政府划拨的房产折旧（计入管理费用），导致期间费用大幅增长。2014~2016 年，公司管理费用分别为 0.05 亿元、0.31 亿元和 0.33 亿元，年均复合增长 153.62%；公司近三年财务费用规模较小；因代建及垃圾处理业务特点，公司无销售费用。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 1.31%、9.13%和 8.51%，公司期间费用控制能力较好。

2014~2016 年，公司补贴收入分别为 1.20 亿元、1.54 亿元和 1.55 亿元，分别占当年利润总额的 73.14%、91.82%和 84.07%，公司利润总额对补贴收入的依赖度较大。

盈利指标方面，2014~2015 年公司营业利润率均为 12.61%，2016 年上升至 14.89%；同期，公司总资本收益率小幅波动下降，三年分别为 10.96%、7.20%和 7.35%；净资产收益率小幅下降，2016 年为 7.80%，与 2015 年持平。

总体看，公司主营业务收入随着工程代建收入的增加而逐年增长，利润总额对政府补贴的依赖度较大，公司自身盈利能力弱。

5. 现金流

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。2014~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入呈增长态势，年均复合增长率为 8.99%，其中 2016 年为 4.72 亿元，主要为保障房的回款；公司收到的其他与经营活动有关的现金呈快速增长态势，三年年均复合增长 58.81%，2016 年为 13.14 亿元，主要为收到的棚改资金及政府补贴收入。2014~2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金流出与主营业务成本相比规模大，主要是由于保障房建设成本支出较大且尚未完工结转成本所致。近三年，公司经营活动产生的现金流净额分别是 0.83 亿元、1.90 亿元和 8.37 亿元，年均复合增长率为 217.36%，净流入规模逐年扩大。2014~2016 年公司现金收入比分别为 101.81%、107.92%和 102.04%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2014~2016 年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出（即净流出）逐年下降，近三年分别为 0.41 亿元、0.26 亿元和 0.20 亿元，全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。总体看，近年来公司投资活动现金流量较小，经营活动产生的净现金流量能够完全覆盖投资活动净流出量，公司对外部融资的依赖程度较小。

从筹资活动看，公司近三年来筹资活动现金流入量波动较大，分别为 0.30 亿元、1.45 亿元和 0.10 亿元，其中 2015 年规模较大，主要系当期借款规模较大所致，2016 年较上年大幅减少主要系借款减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出量呈逐年增长态势，年均复合增长 323.58%，2016 年公司筹资活动现金流出为 1.26 亿元，较上年增长 123.05%，主要为偿还债务所支付的现金（占 93.65%）。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.23 亿元、0.89 亿元和 -1.16 亿元。

总体看，近年来公司经营性现金净流量快速增长，经营活动获取现金能力较强，但对政府财政拨款资金依赖度较大；投资活动支出规模较小，经营活动产生的净现金流量对投资活动净流出量的覆盖程度高；公司外部融资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率逐年下降，主要系用于棚改的往来款增加所致，2016 年底分别为 3.69 倍和 1.42 倍。2014~2016 年现金短期债务比呈波动上升态势，分别为 20.97 倍、9.47 倍和 59.22 倍，处于较高水平。整体来看，公司短期债务规模较小，现金类资产相对于短期债务规模的比例较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 呈上升态势，分别为 1.68 亿元、1.99 亿元和 2.17 亿元，年均复合增长 13.58%。2016 年，公司 EBITDA 中利润总额占 85.18%。2014 年公司无利息支出，2015~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 29.77 倍和 28.38 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度好；近三年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.73 倍、0.68 倍和 1.18 倍，EBITDA 对偿还公司债务的保障程度较高且呈波动上升趋势，整体来看公司长期偿债能力强。

截至 2016 年底，公司无对外提供担保的情况。

截至 2016 年底，公司获得银行授信额度为 2.20 亿元，已使用额度 1.25 亿元，剩余额度为 0.95 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(编号：G1023040300064210S)，截至 2017 年 8 月 11 日，公司存在 3 笔已结清的不良信贷记录，根据中国银行股份有限公司鹤岗分行提供的《关于鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司“环路”项目贷款的情况说明》，以上不良信贷记录，主要系公司于 2002 年向中国银行借贷的 3 笔环路项目建设贷款于 2005 年末发生贷款期

限重组，根据中国银行贷款五级分类的规定，期限重组期间贷款计入不良类，上述 3 笔贷款期限重组于 2006 年 6 月完成（3 笔贷款合并成 1 笔，总金额为 1.97 亿元），贷款到期日由 2012 年 4 月延长至 2020 年 6 月，同时中国银行将该笔贷款计入关注类，因此公司存在 1 笔未结清的关注类信贷记录，截至 2017 年 8 月 11 日公司该笔关注类贷款余额为 0.85 亿元。公司另有 1 笔欠息记录，根据上述中国银行出具的说明，主要是由于公司资金划转手续的原因，导致公司应于 2015 年 3 月 21 日偿还的贷款利息延迟数日到账所致，整体看公司过往债务履约情况一般。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行金额 4.00 亿元，相当于 2016 年底公司全部债务的 2.17 倍，本次债券的发行对公司现有债务结构影响大。

2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.92%、7.50% 和 6.74%。以 2016 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本次公司债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为 57.39%、20.47% 和 19.91%，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

本次债券拟发行金额 4.00 亿元，拟于债券存续期第 3~7 年每年偿还 20% 的本金（0.80 亿元）。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.68 亿元、1.99 亿元和 2.17 亿元，分别为本次债券本金（4 亿元）的 0.42 倍、0.50 倍和 0.54 倍；2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 9.18 亿元、11.64 亿元和 17.86 亿元，分别为本次债券本金的 2.30 倍、2.91 倍和 4.47 倍；同期，公司经营活动净现金流对本次债券全部本金的保障倍数分别为 0.21 倍、0.48 倍和 2.09 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本次债券的保障能力尚可。

本次债券设分期偿付条款，以分期偿付额度（0.80 亿元）测算，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为分期偿付额度的 2.10 倍、2.49 倍和 2.71 倍；2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为分期偿付额度的 11.48 倍、14.55 倍和 22.33 倍；同期，公司经营活动净现金流对分期偿付额度的保障倍数分别为 1.04 倍、2.38 倍和 10.46 倍。

总体看，分期偿付的条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对各期偿付额度具备一定的保障能力。

3. 本次债券偿债资金来源

本次债券募集资金主要用于鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目，募投项目符合国家产业政策方向。鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目已于 2017 年正式开工建设，项目建设期 1 年。根据《鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），从财务评价的指标分析，项目全部投资财务内部收益率为 6.29%，高于 3% 的行业标准，财务净现值为 1,530 万元，投资回收期为 14.8 年，项目财务评价结果较好。鉴于佳鹤铁路未来将进行扩能改造，因此将运营期分成近期（运营期 1~19 年，即 2018~2036 年）和远期（运营期 20~29 年，即 2037~2046 年）分别进行测算，同时根据煤化工产业园主要企业的生产规模及未来规划建设进度，分别对运营期第 10 年（近期）和运营期第 20 年（远期）进行区段货流密度测算，得到年度货运周转量分别为 8,300.82 万吨公里/年和 6,602.64 万吨公里

/年，货运周转量的运输单价按 1.08 元/吨公里来计算，分别得出运营期第 10 年（近期）和运营期第 20 年（远期）的运输收入为 8,960 万元和 7,127 万元，并根据预期增长率（近期约为 4%，远期约为 2.5%），测算出运营期各年度的运输收入，具体测算如下：

表9 鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线工程运营期（1~29年）收入测算（单位：万元）

项目名称	运输单价（元/吨公里）	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
运输收入	1.08	6,272	6,526	6,789	7,064	7,350	7,647	7,956	8,277	8,612	8,960
		第11年	第12年	第13年	第14年	第15年	第16年	第17年	第18年	第19年	第20年
		9,399	9,860	10,344	10,851	11,383	11,941	12,526	13,140	13,784	7,127
		第21年	第22年	第23年	第24年	第25年	第26年	第27年	第28年	第29年	合计
		7,305	7,488	7,675	7,867	8,064	8,265	8,472	8,684	8,901	258,526

资料来源：《鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线工程可行性研究报告》

总体看，募投项目运营期内将获得预计收入共计 25.85 亿元，可完全覆盖项目总投资（4.79 亿元）。假设本次债券于 2017 年底发行并且募投项目按计划于 2018 年投入运营，债券存续期内（2017 底~2024 年底）该项目收入合计 4.96 亿元，为本次债券用于募投项目金额（2.40 亿元）的 2.07 倍，同时考虑到煤化工产业园铁路运输易受园区内企业生产规模、行业景气度及上游原材料和下游产品需求等因素的影响，募投项目年度货运周转量未来的实现具有一定不确定性，且公共事业类项目回收期较长，募投项目对本次债券本金的覆盖性一般。

九、债权保障措施

1. 担保条款

本次债券由鑫正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》，担保范围包括本次债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保期间为债券存续期及债券到期之日起二年。在债券到期时，如公司不能按时全额兑付债券本息，鑫正担保则应承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户，以保证本次债券本息的按期全额偿付。

2. 担保人信用分析

（1）鑫正担保概况

鑫正担保是经黑龙江省人民政府批准，于 2000 年 3 月成立的融资性担保公司。黑龙江省财政厅代表黑龙江省政府行使公司出资人职能，初始注册资本 1.23 亿元。自成立以来，鑫正担保历经数次增资扩股，2016 年和 2017 年，黑龙江省财政厅对公司增资 1.00 亿元和 1.63 亿元。截至 2017 年 9 月末，鑫正担保股本为 34.01 亿元，控股股东为黑龙江省财政厅，鑫正担保股东及持股比例见下表。

表 10 鑫正担保股东及持股情况（单位：%）

股东	持股比例
黑龙江省财政厅	93.77
黑龙江省大正投资集团有限责任公司	3.59
佳木斯市财政局	1.47

黑龙江省龙财资产经营有限公司	0.88
黑龙江省九天投资控股有限公司	0.29
合计	100.00

数据来源：公司验资报告

鑫正担保经营范围：融资性担保；再担保；债券发行担保；诉讼保全担保；履约担保；委托贷款；物流监管；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 6 月末，鑫正担保设有担保业务中心、风险管理中心、财务审计中心、行政管理中心、再担保业务中心、专项担保业务中心、战略研发中心、人力资源管理中心、农业担保事业部、党务办公室等部门，在牡丹江、佳木斯和北京设有 3 家分公司，并拥有 3 家全资子公司黑龙江省鑫正金融物流有限责任公司、黑龙江省大学生创业贷款担保有限公司和北京鑫正世纪商务有限责任公司；共有员工 149 人。

截至 2016 年末，鑫正担保资产总额 54.28 亿元，负债总额 13.25 亿元，所有者权益 41.03 亿元。2016 年，鑫正担保实现营业总收入 2.65 亿元，其中担保业务收入 0.88 亿元，投资收益 0.64 亿元，实现净利润 1.64 亿元。截至 2016 年末，鑫正担保担保责任余额 124.46 亿元。

截至 2017 年 6 月末，鑫正担保资产总额 52.01 亿元，负债总额 13.18 亿元，所有者权益 38.83 亿元。2017 年 1~6 月，鑫正担保实现营业总收入 0.75 亿元，其中担保业务收入 0.24 亿元，投资收益 0.04 亿元，实现净利润 0.13 亿元。截至 2017 年 6 月末，鑫正担保担保责任余额 143.48 亿元。

注册地址：黑龙江省哈尔滨市松北区世茂大道 609 号；法定代表人：郎树峰。

（2）公司治理

鑫正担保按照相关法律要求，初步建立了股东会、董事会、监事会和高级管理层三会一层的公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则。

鑫正担保董事会由 7 名董事组成，其中股东董事 4 名。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。

鑫正担保监事会由 2 名监事组成。监事会对董事会和高级管理层进行监督，并在授权范围内对公司治理的合法合规性和效能实施专项监督检查，同时监督董事和中高级管理人员履职尽职情况和全体员工遵从职业操守情况以及受理信访举报等。

鑫正担保高级管理层设总裁 1 名、副总裁 3 名、首席风险官 1 名、首席合规官 1 名，其中总裁依照法律、法规和公司章程以及董事会授权，负责组织开展公司的日常经营管理，并直接对董事会和董事长负责；首席风险官负责公司各项风险的识别、评估、监测和控制，并就加强风险管理和风险处置向董事会和高级管理层提出建议，同时参与公司项目审批；首席合规官负责对项目合规风险进行评估并对公司违法、违规经营事项具有一票否决权。自成立以来，鑫正担保注重组建高水平的专业团队，高级管理人员分别由拥有多年银行、担保等行业管理经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，均具备丰富的专业背景及管理经验，有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。

总体看，鑫正担保已初步建立较为完善的治理架构，与当前业务发展基本相适应。

（3）经营分析

作为隶属于黑龙江省人民政府的政策性融资担保公司，鑫正担保资本实力较强。2016 年和 2017 年，随着控股股东黑龙江省财政厅对鑫正担保增资 1.00 亿元和 1.63 亿元，鑫正担保资本实力进一步增强，有益于其各项业务的发展。截至 2017 年 6 月末，鑫正担保实收资本 32.38 亿

元，净资产 38.83 亿元。

鑫正担保在省内牡丹江市、佳木斯市和省外北京市设有 3 家分公司，并拥有黑龙江省鑫正金融物流有限责任公司（以下简称“鑫正金融物流”）、黑龙江省大学生创业贷款担保有限公司（以下简称“大学生创贷担保”）和北京鑫正世纪商务有限责任公司（以下简称“鑫正世纪商务”）3 家全资子公司。其中，鑫正金融物流从事面向省内各大银行、担保公司等金融机构及企事业单位提供动产质押物和浮动抵押物的第三方监管服务；大学生创贷担保主要从事大学生创新创业相关的融资性担保业务；鑫正世纪商务主要从事物业管理及餐饮服务等业务。近年来，面对金融监管的加强以及区域经济发展的持续放缓，鑫正担保各分支机构担保业务发展面临一定压力。2016 年，3 家分公司全年承做 82 笔担保业务，额度为 53.85 亿元，对包括哈牡绥东对俄贸易区及省内东部农业地区的融资给予支持；鑫正金融物流全年累计承做监管项目 42 笔，监管物对应债权额 7.03 亿元，以粮食、木材、轮胎等大宗商品为核心品种；大学生创贷担保全年共担保 666 笔，额度 0.45 亿元，项目涵盖科技、健康、文化、旅游等多个领域。

近年来，鑫正担保不断扩大合作银行的范围，2016 年末已与龙江银行、哈尔滨银行、兴业银行等 23 家银行建立合作关系，担保业务总授信额度为 1,467.27 亿元。在加强与银行合作的同时，鑫正担保通过对民营及其他担保机构综合授信、代出保函等方式，支持各类担保机构对小微、涉农企业融资担保，先后为 19 家中小融资担保机构累计提供再担保授信额度 263.85 亿元。

鑫正担保以直接担保业务为主，同时开展再担保业务和委托贷款业务。截至 2016 年末，鑫正担保累计担保额达 518.59 亿元。

担保业务

作为省级政策性担保机构，鑫正担保既要政府产业政策为导向，为中小企业融资提供服务，又要在担保费的设计上体现减轻企业财务费用负担，扶持企业的发展。2016 年，根据黑龙江省人民政府《关于促进全省融资担保行业健康发展意见（试行）》的要求，鑫正担保坚持保本微利的经营原则，年化担保费率原则上不超过同期贷款基准利率的 1/3。近年来，鑫正担保一方面通过细分市场，明确重点服务的目标客户，并通过与各大银行开展业务合作推介，推广公司重点开展的业务品种；另一方面积极参加政府相关部门组织的项目对接活动，拓展业务来源以进行市场营销。在存出保证金方面，对于国有大行及政策性银行公司一般存出的保证金比例为 10%，其他银行无需存出保证金。随着与各银行等金融机构合作力度的加大，近年来鑫正担保担保业务规模有所上升。2016 年，鑫正担保担保业务发生额 97.28 亿元。截至 2016 年末，鑫正担保担保业务责任余额 124.46 亿元，其中直接担保业务责任余额占比为 84.57%。

直接担保业务

鑫正担保下设担保业务中心负责各类直接担保业务的开展。鑫正担保目前开展的直接担保业务主要包括融资担保业务、非融资担保业务以及金融担保业务中的信托担保业务等品种。鑫正担保定位于支持小微企业融资和现代农业发展，直接担保的客户以小微企业为主。

鑫正担保融资担保业务是直接担保业务中最主要的品种，2016 年末融资担保责任余额 87.85 亿元，较之前年度有所上升，融资担保占直接担保业务责任余额的比例为 83.47%。此外，鑫正担保直接担保业务中还含有少量的信托担保和非融资担保等业务，上述两个业务品种 2016 年末占直接担保业务责任余额的比分别为 11.51%和 5.03%。

再担保业务

鑫正担保下设再担保业务中心负责再担保业务的开展。目前，鑫正担保开展的再担保业务主要为承担连带责任的债券担保-额度分入，按额度分入规模占债券担保总额的比例承担相应风

险；另有部分与中小融资担保机构签订的一般责任再担保。公司债券担保-额度分入业务合作的机构主要是中投保、中合担保等大型担保公司，标的物主要是地方政府城投债，由北京分公司负责业务的拓展，2016 年末债券担保责任余额 18.00 亿元，规模持续上升，占再担保业务责任余额的 93.75%，占比高。

总体看，鑫正担保担保业务定位明确，拥有良好的发展基础。目前鑫正担保担保业务以融资担保为主，产品品种较为单一，客户多数属于政府主导扶持的产业，相关信用风险可控。

委托贷款业务

鑫正担保委托贷款投放对象主要为鑫正担保存量客户中公用事业类具有政府背景的企业，主要用于缓解其面临的资金短时困难；从业务资金来源看，以鑫正担保自有资金为主；从期限上看，主要以 1 年左右的短期贷款为主。近年来，由于宏观经济下行，鑫正担保委托贷款投放趋于谨慎，业务规模有所压缩，2016 年末委托贷款总额 7.33 亿元，共计提减值准备 1.21 亿元。从风险缓释措施看，委托贷款以附担保物贷款和保证类贷款为主。2016 年，鑫正担保委托贷款业务实现利息收入 0.62 亿元，占营业总收入的比重为 23.32%。

总体看，面对宏观经济下行、区域经济增速放缓等不利因素，鑫正担保委托贷款业务趋于谨慎，但考虑到其业务客户以公用事业类企业为主，相关风险仍需关注。

（4）风险管理分析

担保业务风险管理

鑫正担保秉持“制度先行”的原则，在成立之初就制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险和操作风险的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理的组织架构。董事会负责建立并实施充分有效的全面风险管理体系，批准公司的风险管理基本制度和政策，承担风险管理的最终责任；监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况；首席风险官负责拟定风险管理制度和政策，建立和完善风险管理组织结构，保证风险管理体系的充分性和有效性；风险管理中心向首席风险官报告工作，负责具体拟订并实施识别、评估、监测、控制、预警及应急处理的程序和措施，对公司产品和业务进行风险审核，保障风险管理目标的实现；各业务部门和后台支持部门设立参与风险管理职能的岗位，构成抵御风险的三道防线。

担保业务风险组合分析

截至 2016 年末，鑫正担保担保业务责任余额 124.46 亿元，其中融资担保业务责任余额 87.85 亿元、非融资担保业务责任余额 5.29 亿元、金融担保业务责任余额 12.11 亿元，再担保业务责任余额 19.20 亿元。

由于承担着黑龙江省部分重点工程建设融资担保工作，鑫正担保担保业务单笔业务规模较大。截至 2016 年末，鑫正担保担保业务中，最大单一客户担保责任余额为 3.58 亿元，最大单一客户集中度为 8.71%；前五大客户担保责任余额 15.83 亿元，前五大客户集中度为 38.57%。整体看，公司担保业务客户集中度较高。

由于鑫正担保的政策性担保公司性质，鑫正担保担保业务主要集中在省内，支持省内小微企业和“三农”发展，承做的直接担保业务涵盖多个行业。近年来，鑫正担保加大对小微和涉农企业的扶持力度，担保行业集中度有所下降。截至 2016 年末，鑫正担保第一大担保行业租赁和商务服务业担保责任余额占担保业务责任余额的 29.07%，前五大担保行业占比 56.48%。总体看，鑫正担保担保行业集中度仍较高。

从鑫正担保担保项目剩余期限来看，近年来随着小微企业和“三农”担保业务的开展，鑫正担保短期担保项目占比逐年上升。截至 2016 年末，鑫正担保 1~6 个月内到期在保项目责任余额占比 16.73%；6 个月~1 年内到期在保项目责任余额占比 26.10%；1 年~2 年内到期在保项目

目责任余额占比 26.89%，2 年以上到期项目占 30.28%。

担保代偿方面，近年来，受区域经济发展放缓的影响，鑫正担保担保代偿风险持续上升，担保代偿率有所增加，2016 年担保代偿率为 2.76%；鑫正担保担保代偿行业主要集中在交通运输、仓储和邮政业以及批发和零售业。2016 年，鑫正担保年度担保代偿额 1.83 亿元，涉及代偿项目共 12 笔。鑫正担保对担保代偿项目采取执行债权转让、诉讼等措施进行追偿。整体看，鑫正担保代偿项目均设置了较充足的抵质押物，包括存货、设备、不动产等固定资产，未来代偿款收回的可能性较大，鑫正担保的代偿风险基本可控。

总体看，鑫正担保制订了担保业务管理基本制度，确立了风险分担的业务原则；鑫正担保目前担保业务以直接融资担保为主，且主要为政策性担保业务，担保业务客户分布相对集中，存在一定的客户及行业集中风险；受区域经济影响，担保代偿率持续上升。

（5）财务分析

鑫正担保提供了 2014~2016 年及 2017 年上半年合并财务报表，其中 2014~2016 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙人）审计，出具了标准无保留审计意见，2017 年上半年财务报表未经审计。鑫正担保财务报表合并范围包括：黑龙江省鑫正金融物流有限责任公司、黑龙江省大学生创业贷款担保有限公司和北京鑫正世纪商务有限责任公司。

资本结构

自成立以来，黑龙江省财政厅对公司进行了数次增资，鑫正担保资本实力不断得到补充。2016 年和 2017 年，黑龙江省财政厅对公司增资 1.00 亿元和 1.63 亿元，鑫正担保资本实力进一步增强。截至 2017 年 9 月末，鑫正担保实收资本 34.01 亿元，其中控股股东黑龙江省财政厅直接持股比例上升至 93.77%。鑫正担保负债主要由预收担保费、准备金（包括担保赔偿准备和未到期责任准备金）、专项应付款构成。随着业务的发展，鑫正担保负债规模快速增长，截至 2016 年末，鑫正担保负债总额 13.25 亿元，资产负债率 24.41%，呈逐年上升趋势，主要系其他应付款和专项应付款的持续增长所致，其中其他应付款主要为牡丹江市财政局的借款；专项应付款为种粮大户贷款贴息资金。

鑫正担保预收账款主要是预收保费，期限主要集中在 3 年以内，客户主要来自省内基础设施建设投资公司。截至 2016 年末，鑫正担保预收款项 1.00 亿元，占负债总额的 7.58%，占比持续下降。

鑫正担保按照当年保费收入的 50%提取未到期责任准备金，同时冲回以前年度原计提的责任准备；根据《融资性担保公司管理暂行办法》的规定计提担保赔偿准备金，担保赔偿准备金累计达到当年担保责任余额的 10%时，实行差额提取。近年来，受之前年度担保费率较高的担保业务解保导致准备金转回，以及鑫正担保实施黑龙江省政府关于降低担保费率的要求导致对当年发生的业务计提准备金显著下降的影响，鑫正担保 2016 年末未到期责任准备金大幅下降。截至 2016 年末，鑫正担保担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 4.38 亿元，占负债总额的 33.08%，占比和规模均较上年末下降。其中担保赔偿准备金余额 3.94 亿元，未到期责任准备金余额 4.42 亿元。

截至 2017 年 6 月末，鑫正担保负债总额 13.18 亿元，资产负债率为 25.35%。其中预收账款 1.33 亿元，较上年末增长 32.28%；两项准备金余额（担保赔偿准备和未到期责任准备金）4.71 亿元，较上年末增长 7.55%。

总体看，鑫正担保资本实力较强，资金来源比较稳定，债务负担轻，同时公司的第一大股东为黑龙江省财政厅，在鑫正担保实际经营过程中对公司资本金的补充支持力度较大。

资产质量

鑫正担保资产主要由货币资金、投资资产和其他类资产构成，存出保证金和固定资产规模相对较小。近年来，随着业务的发展，鑫正担保资产规模保持稳步增长，其中货币资金占资产总额的比重有所上升，投资资产占比有所下降。截至 2016 年末，鑫正担保资产总额为 54.28 亿元。

近年来，受整体市场行情波动加大的影响，鑫正担保对资产结构进行调整，在压缩投资资产规模的同时加大了货币资金的持有，导致货币资金规模快速上升。截至 2016 年末，鑫正担保货币资金余额 26.76 亿元，占资产总额的 49.29%，主要为银行存款。

鑫正担保投资资产以委托贷款、可供出售金融资产和银行理财产品为主。由于对委托贷款及银行理财产品投资规模进行压缩，近年来投资资产规模有所下降。截至 2016 年末，鑫正担保投资资产净额 18.32 亿元，占资产总额的 33.76%。其中，发放的委托贷款总额为 7.33 亿元，计提坏账准备 1.21 亿元，占委托贷款的 16.54%，贷款客户主要为黑龙江省内的能源公司、城投公司、工贸公司等，期限主要集中在两年以内；可供出售金融资产净额 7.96 亿元，主要是对省内政策性担保公司的股权投资，最大两家为东北中小企业信用再担保股份有限公司和黑龙江省农业信贷担保有限公司；银行理财产品余额为 4.24 亿元，占资产总额的 7.80%，主要为购买股份制商业银行的短期保本理财产品。

鑫正担保其他类资产主要为应收代偿款。近年来，受代偿规模增长的影响，鑫正担保其他类资产规模有所上升，2016 年末其他类资产余额 4.97 亿元，占资产总额的 9.15%。其中，应收代偿款余额 3.68 亿元，占资产总额的 6.78%，应收代偿款账龄大部分在 2 年以内。

截至 2017 年 6 月末，鑫正担保资产总额 52.01 亿元，较上年末有所下降，主要系负债规模压缩和分配股利所致。其中货币资金 12.98 亿元，占资产总额的 24.95%；可供出售金融资产 8.01 亿元，占资产总额的 15.40%；委托贷款 4.67 亿元，占资产总额的 8.98%；其他流动资产 17.74 亿元，占资产总额的 34.11%，规模和占比均较上年末大幅上升，主要系银行保本理财产品投资规模增大所致。

总体看，鑫正担保资金使用策略较为谨慎，在保障流动性的基础上，主要通过持有委托贷款以及银行保本理财产品来提升收益水平；考虑到其委托贷款业务客户主要以公用事业类企业为主，相关风险需予以关注。

盈利能力

鑫正担保营业总收入主要来自担保费收入、利息收入以及投资收益。近年来，受宏观经济下行、担保费率下降等因素影响，鑫正担保担保业务的开展面临一定压力，担保费收入有所下降，加之投资业务规模压缩导致投资收益快速下降，营业收入呈负增长趋势。2016 年，鑫正担保实现营业总收入 2.65 亿元，其中担保费收入、利息收入、投资收益分别占 33.32%、40.14% 和 24.04%，担保收入和投资收益对营业收入的贡献度有所下降。

近年来，受之前年度担保费率较高的担保业务解保导致准备金转回的影响，鑫正担保 2016 年提取的未到期责任准备为负；此外受投资业务以及委托贷款等规模压缩的影响，鑫正担保计提资产减值损失有所下降，导致营业成本下降明显。2016 年鑫正担保营业总成本为 0.50 亿元。近年来，随着业务的发展，鑫正担保管理费用和费用收入比均有所上升，2016 年费用收入比为 26.28%。

近年来，由于营业总成本较营业总收入下降快，鑫正担保净利润保持增长，2016 年实现净利润 1.64 亿元；平均资产收益率及平均净资产收益率分别为 3.17% 和 4.14%，整体盈利水平有待提升。

2017年1~6月，鑫正担保实现营业总收入0.75亿元。其中，担保业务收入0.24亿元，利息收入0.43亿元，投资收益0.04亿元。

总体看，近年来，由于国内宏观经济下行、鑫正担保为缓解小微企业和“三农”融资难融资贵问题下调担保费率等因素的影响，鑫正担保担保业务和投资业务受到一定影响，营业总收入有所下降，但由于提取的未到期责任准备快速下降，净利润保持增长；盈利水平有待提升。

资本充足率及代偿能力

鑫正担保面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果鑫正担保不能足额追偿，鑫正担保将以自有资本承担相应的损失。鑫正担保实际代偿能力主要受公司的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合评级在评估鑫正担保可用于担保业务代偿的净资产时，考虑了鑫正担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

近年来，随着鑫正担保期末担保余额的不断增长，担保放大倍数整体呈现上升趋势，2016年末为3.03倍。近年来，由于控股股东黑龙江省财政厅对公司实施增资，鑫正担保净资产规模有所上升。根据鑫正担保财务报表估算，近年来，受银行理财产品和鑫正担保股权投资的增加的影响，鑫正担保净资产比例整体呈下降趋势，2016年末净资产比例为65.90%。

联合评级根据鑫正担保的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算鑫正担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资产对担保业务组合风险值的覆盖程度。鑫正担保担保规模的扩大带动担保业务组合风险值明显上升。经联合评级估算，2016年末鑫正担保资本覆盖率为210.61%，资本充足。

2017年以来，受鑫正担保分配股利及投资规模增长的影响，鑫正担保根据财务报表估算的净资产比例有所下降，2017年6月末净资产比例为56.92%。

（6）担保效果评价

以2016年末财务数据测算，本次债券占鑫正担保的资产总额的7.37%，占所有者权益总额的9.75%，占比尚可。鑫正担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力较强，在一定程度上提升了本次债券本息偿付的安全性。

3. 偿债资金监管

为了保证本次债券本息的按期足额偿还，公司设立了募集资金专项账户和偿债资金专项账户，并与哈尔滨银行股份有限公司鹤岗分行（以下简称“哈行鹤岗分行”或“监管银行”）签订了《债券持有人会议规则》、《债权代理协议》和《账户及资金监管协议》，由哈行鹤岗分行对公司经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项进行监督。

根据《债券债权代理协议》的约定，监管银行作为本次债券的债权代理人，代理债券持有人行使权力，包括：有权向公司提出查询事项，包括但不限于公司的有关业务数据及财务报表；当预计公司不能按照募集说明书约定按时偿还本息，债权代理人有权要求公司提供担保，或者依法申请法定机关采取财产保全措施；当公司不能按照募集说明书约定按时偿还本息时，债权代理人应及时通知债券持有人，并受托在债券持有人会议决议的授权范围内，代理债券持有人行使债务追偿的权利、公司的整顿、和解、重组或者破产的法律程序等。

根据《账户及资金监管协议》，公司必须按照《募集说明书》所陈述的资金用途使用本次债券的募集资金，公司在监管银行开立募集资金使用专项账户和偿债专项账户，监管银行对其

进行监管。公司应在本次债券募集说明书中规定的偿付本息到期前至少十个工作日，书面通知监管银行资金划付的金额及时间等要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本次债券本息；当偿债账户内的资金不足以偿还当前应偿付资金时，监管银行有义务监管偿债账户，不得允许公司自行支配偿债账户的资金。

十、综合评价

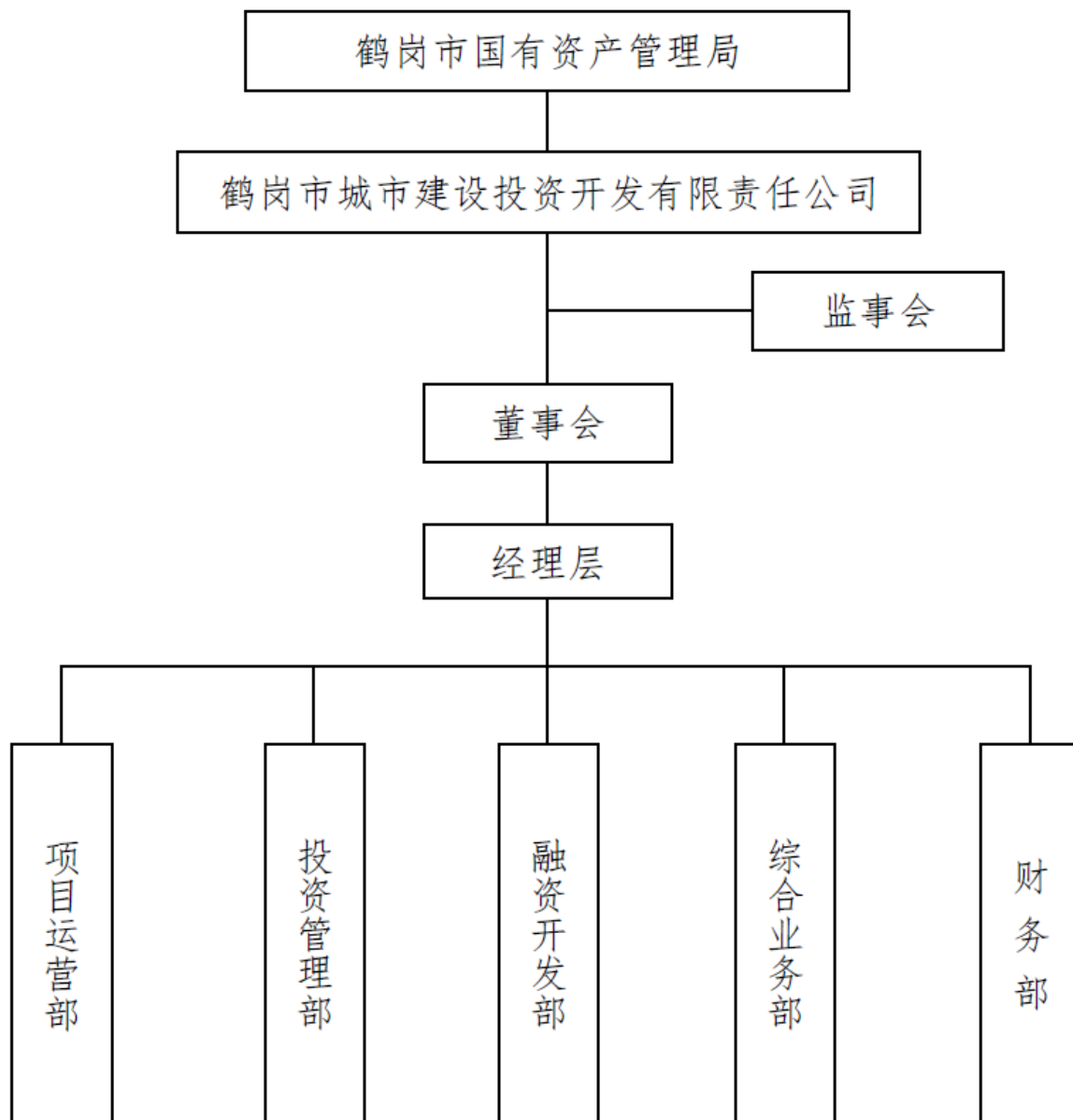
公司作为鹤岗市基础设施建设主体，近年来，持续获得鹤岗市政府在资产注入及资金补贴等方面的支持，公司主营业务收入和资产规模平稳增长。同时联合评级也关注到公司业务单一、委托代建收入受国家政策及地方经济下行压力较大影响具有不确定性，公司偿债能力可能受到以上因素的不利影响。

近年来，鹤岗市政府给予公司持续的财政补贴，稳定的外部环境对公司信用基本面形成支撑，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券设置了本金分期偿还条款，能有效缓解公司的集中偿付压力；此外，本次债券由鑫正担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司
组织结构图



附件 2 鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	29.11	37.24	49.23
所有者权益（亿元）	19.06	20.98	22.68
短期债务（亿元）	0.11	0.51	0.20
长期债务（亿元）	2.21	2.41	1.64
全部债务（亿元）	2.32	2.92	1.84
营业收入(亿元)	3.90	3.95	4.62
净利润（亿元）	1.52	1.56	1.70
EBITDA（亿元）	1.68	1.99	2.17
经营性净现金流（亿元）	0.83	1.90	8.37
应收账款周转次数（次）	2.06	2.32	3.06
存货周转次数（次）	0.33	0.22	0.19
总资产周转次数（次）	0.18	0.12	0.11
现金收入比率（%）	101.81	107.92	102.04
总资本收益率（%）	10.96	7.20	7.35
总资产报酬率（%）	7.64	5.26	4.46
净资产收益率（%）	13.09	7.80	7.80
营业利润率(%)	12.61	12.61	14.89
费用收入比（%）	1.31	9.13	8.51
资产负债率（%）	34.52	43.66	53.92
全部债务资本化比率（%）	10.85	12.20	7.50
长期债务资本化比率（%）	10.39	10.28	6.74
EBITDA 利息倍数（倍）	--	29.77	28.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.73	0.68	1.18
流动比率（倍）	30.49	6.13	3.69
速动比率（倍）	8.60	1.67	1.42
现金短期债务比（倍）	20.97	9.47	59.22
经营现金流流动负债比率（%）	148.14	46.22	82.94
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.42	0.50	0.54

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 3 黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司

主要计算指标及计算公式

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	44.21	49.45	54.28
所有者权益合计（亿元）	35.55	38.34	41.03
资产负债率（%）	19.59	22.47	24.41
净资产（亿元）	28.34	23.72	26.33
担保责任余额（亿元）	100.48	93.50	124.46
担保放大倍数（倍）	2.83	2.44	3.03
净资产比率（%）	79.72	63.55	65.90
营业收入（亿元）	3.18	3.72	2.65
净利润（亿元）	1.29	1.62	1.64
平均资产收益率（%）	2.96	3.46	3.17
平均净资产收益率（%）	3.89	4.39	4.14

注：净资产、净资产比率及资本覆盖率均以母公司口径计算测得；担保责任余额、净资产及担保放大倍数为合并口径计算测得。

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产
客户集中度	在保责任余额/净资产
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
费用收入比	业务及管理费/营业收入
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
当年担保代偿率	当年担保代偿额/当年解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
净资产	经调整的资产—经调整的负债
担保放大倍数	期末担保余额/净资产
融资性担保放大倍数	融资性担保余额/净资产
净资产比率	净资产/净资产
资本覆盖率	净资产/担保业务组合风险值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	主营业务成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	主营业务收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
主营业务利润率	(主营业务收入 - 主营业务成本 - 营业税金及附加) / 主营业务收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 主营业务收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。