

2012 年牡丹江市国有资产投资控股有限公司

公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【702】号 01

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：2019 年
08 月 30 日

债券偿还方式：债券存
续期内第 3-7 个计息年
度分别偿还本期债券发
行总额的 20%

分析师

姓名：
刘玮 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@pyrating.cn

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

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2012 年牡丹江市国有资产投资控股有限公司公司债券 2017 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
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 22 日	2016 年 06 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对牡丹江市国有资产投资控股有限公司（以下简称“牡国投”或“公司”）及其 2012 年 8 月 30 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到牡丹江市经济和公共财政实力有所增强；公司业务多元化发展，有利于降低经营风险；公司继续得到当地政府的大力支持。同时我们也关注到了牡丹江市经济增速有所放缓，且财政自给率偏低；公司资产流动性偏弱；在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金压力；有息债务规模进一步增加，偿债压力加大以及存在一定代偿风险等风险因素。

正面：

- 牡丹江市经济和公共财政实力有所增强。2016 年牡丹江市实现地区生产总值 1,231.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%；实现公共财政收入 68.0 亿元，同比增长 15.29%。
- 多元化的业务发展丰富了公司收入来源，有利于降低经营风险。公司业务范围涉及市政基础设施建设、卷烟纸制造、新闻传媒、旅游、担保等多个领域，收入来源较为丰富，有利于降低经营风险。
- 公司继续得到地方政府的大力支持。2016 年公司获得政府补助合计 4.18 亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **牡丹江市经济增速有所放缓，且财政自给率偏低。**2016年牡丹江市地区生产总值同比增长6.6%，增速较2015年下降0.2个百分点；全市和市本级财政自给率分别为26.25%和26.32%，财政自给能力偏低。
- **公司资产流动性偏弱。**2016年末公司部分货币资金及固定资产使用受限，受限资产占公司资产总额的比重为11.97%；应收账款及其他应收款合计占公司资产总额的17.20%，且部分款项账龄较长，对资金形成占用，同时公益设施、林地、水域养殖使用权规模较大，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金压力。**截至2016年末，公司主要在建项目计划总投资148.76亿元，尚需投资83.36亿元，且2016年末公司经营活动现金净流出规模较大，项目建设面临一定的资金压力。
- **公司有息债务增加，偿债压力加大。**截至2016年末，公司有息债务为166.09亿元，同比增长54.31%，占负债总额的79.33%，公司偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定代偿风险。**2016年末子公司牡丹江新创新经济投资担保有限公司（以下简称“新创新担保”）在保责任余额为9.24亿元，由于区域经济发展趋缓，部分企业经营风险和财务风险上升，公司或面临一定的代偿风险。

主要财务指标：

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	4,752,664.55	4,316,584.75	4,733,738.75
所有者权益合计（万元）	2,658,887.96	2,562,671.62	3,175,138.84
有息债务（万元）	1,660,908.30	1,076,323.80	1,062,777.16
资产负债率	44.05%	40.63%	32.93%
流动比率	5.16	3.62	5.45
营业收入（万元）	262,049.73	272,697.93	205,849.60
政府补助（万元）	41,805.56	39,104.73	38,723.75
利润总额（万元）	50,838.96	48,083.75	47,398.08
综合毛利率	24.52%	25.81%	33.43%
经营活动现金流净额（万元）	-240,232.01	48,519.24	47,935.02

注：公司审计报告无现金流量表附注，因此无法计算 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数
 资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年8月30日发行7年期12亿元公司债券，截至2017年4月30日，本期债券募集资金使用情况如下：

表 1 截至 2016 年 12 月 31 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
牡丹江经济开发区（光伏园区）市政基础设施建设工程	120,000.00	109,700.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本及纳入合并范围的一级子公司均未发生变化，公司控股股东及实际控制人仍为牡丹江市国有资产管理委员会。

截至2016年12月31日，公司资产总额为475.27亿元，所有者权益合计265.89亿元，资产负债率为44.05%；2016年度，公司实现营业收入26.20亿元，利润总额5.08亿元，经营活动现金净流出24.02亿元。

三、区域经济与财政实力

牡丹江市地区经济实力持续增强，但增速有所放缓且房地产市场景气度有所下降

2016年牡丹江市实现地区生产总值1,231.2亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%（含绥芬河为1,368.1亿元，同比增长6.2%），增速较2015年下降0.2个百分点，经济增长速度继续放缓。三次产业结构由2015年的18.6:38.3:43.1（含绥芬河为16.8:35.6:47.6）调整为18.5:38.4:43.1（含绥芬河为16.8:35.6:47.6）。2016年牡丹江市实现人均生产总值46,997元，同比增长7%，但仍低于全国人均生产总值。

2016年牡丹江市实现规模以上工业增加值257.3亿元，同比增长6.5%（含绥芬河为262.2亿元，同比增长6.5%），规模以上工业企业主营业务收入及利润分别增长5.9%和9.9%。2016年牡丹江市实现固定资产投资1,132.1亿元，同比增长11.1%（含绥芬河为1,217.4亿元，同比增长9.7%）。2016年完成房地产开发投资48.4亿元，同比下降30.7%，房屋施工面积及新开工面积分别下降12.8%和3.6%，商品房销售面积及销售额分别下降4.6%和7.3%。2016年牡丹江市社会消费品零售总额同比增加11.6%；实现进出口总额43.9亿美元，同比下降

10.4%，其中进口总额及出口总额分别下降25.9%和1.4%。在全国经济景气度较低的情况下，牡丹江未来经济增速存在进一步放缓的可能。

表 2 牡丹江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,231.2	6.6%	1,186.3	6.8%
第一产业增加值	228.2	5.5%	220.8	6.9%
第二产业增加值	472.7	6.0%	454.4	5.9%
第三产业增加值	530.3	7.6%	511.1	7.6%
规模以上工业增加值	257.3	6.5%	264.3	4.5%
固定资产投资	1,132.1	11.0%	1,019.9	10.5%
社会消费品零售总额	560.1	11.6%	501.8	10.8%
进出口总额（亿美元）	43.9	-10.4%	48.9	-59.2%
存款余额	1,414.6	8.5%	1,304.0	8.2%
贷款余额	667.3	-2.0%	681.1	13.4%
人均 GDP（元）	46,997		44,913	
人均 GDP/全国人均 GDP	0.87		0.91	

资料来源：牡丹江市 2015-2016 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

牡丹江市公共财政收入有所增长，但财政自给率偏低

2016年牡丹江市全市实现公共财政收入68.0亿元，同比增长15.29%，其中税收收入占比为58.68%，公共财政收入质量一般。牡丹江市政府性基金收入以国有土地出让为主，2016年实现政府性基金收入14.8亿元，同比增长52.11%，考虑到政府性基金收入易受房地产景气度及当地政府土地出让计划影响，未来政府性基金收入的稳定性尚待观察。2016年牡丹江市本级实现公共财政收入23.9亿元，同比增长39.52%，政府性基金收入同比增长71.95%。

表 3 牡丹江市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力				
（一）公共财政收入	68.0	23.9	58.98	17.13
其中：税收收入	39.9	-	-	-
非税收入	28.1	-	-	-
（二）上级补助收入	-	-	-	-
（三）政府性基金收入	14.8	10.3	9.73	5.99
财政支出	282.4	108.5	259.68	103.88
（一）公共财政支出	259.0	90.8	242.23	80.17

(二) 政府性基金支出	23.4	17.7	17.45	7.78
财政自给率	26.25%	26.32%	24.35%	21.37%

注 1: 财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

注 2: 部分财政数据未公开披露

资料来源:《牡丹江市 2015 年财政预算执行情况和 2016 年财政预算(草案)报告》、《关于牡丹江市 2016 年财政预算执行情况和 2017 年财政预算(草案)报告》

财政支出方面,牡丹江市财政支出仍以公共财政支出为主,2016年全市及市本级公共财政支出分别为259.0亿元和90.8亿元,主要为公共安全、教育、社保医疗、社会保障与就业等民生支出,具有一定的刚性。2016年牡丹江市全市和市本级财政自给率分别为26.25%和26.32%,财政自给能力偏低。

四、经营与竞争

公司业务范围涉及市政基础设施建设、卷烟纸制造、新闻传媒、旅游、担保等多个领域,形成多元化的经营格局。2016年,公司营业收入仍主要来源于机制纸销售和市政基础设施建设业务,实现营业收入26.20亿元,同比下降3.90%。毛利率方面,公司主要业务机制纸销售及市政基础设施建设业务毛利率水平均有所提升,但受到电视广告、电视网络传输、报刊杂志及印刷品销售业务及房屋销售等业务毛利率大幅下降影响,2016年公司综合业务毛利率同比下降1.29个百分点。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
机制纸销售收入	136,900.84	32.04%	144,101.51	31.90%
市政基础设施建设	71,024.77	11.75%	81,812.24	7.41%
电视广告、电视网络传输,报刊杂志及印刷品销售收入	20,087.07	34.98%	16,817.16	42.65%
旅游服务收入	4,817.67	41.60%	8,183.73	22.69%
房屋销售收入	4,614.77	-0.26%	8,993.99	31.92%
水产养殖收入	4,224.10	13.27%	1,021.78	41.93%
保费及利息收入	3,223.27	10.14%	6,543.72	36.33%
宾馆服务业收入	1,199.54	51.75%	516.16	77.15%
物业管理收入	184.87	15.82%	130.61	100.00%
其他	15,772.82	9.41%	4,577.02	68.22%
合计	262,049.73	24.52%	272,697.93	25.81%

资料来源:公司 2016 年审计报告,鹏元整理

受行业竞争加剧影响,公司机制纸产品价格及销售收入有所下降

公司机制纸业务主要由公司子公司牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司（以下简称“恒丰集团”）控股的上市公司牡丹江恒丰纸业股份有限公司（以下简称“恒丰纸业”）负责运营。截至2016年末，恒丰集团持有恒丰纸业31.60%的股权，为恒丰纸业的控股股东。

表 5 恒丰纸业主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
烟草工业用纸	105,378.88	31.91%	108,675.34	30.48%
机械光泽纸	21,972.62	14.77%	24,518.88	19.28%
薄型印刷纸	5,307.95	15.05%	3,660.00	-16.10%
其他纸类	3,017.06	6.62%	2,349.88	-6.04%
合计	135,676.51	27.92%	139,204.12	26.67%

资料来源：恒丰纸业 2016 年审计报告，鹏元整理

2016年，恒丰纸业继续从事烟草工业用纸、机械光泽纸、薄型印刷纸等产品生产和销售。2016年恒丰纸业总产能仍为16.7万吨/年；机制纸产品总产量为11.61万吨，与2015年相比略有下降；机制纸产品总销量为11.71万吨，同比增长3.22%。但随着国内造纸行业产能过剩，行业竞争加剧以及原材料价格下跌，产品价格有所下降，2016年恒丰纸业机制纸销售均价同比下降5.58%，实现主营业务收入135,676.51万元，同比下降2.53%；毛利率方面，原材料价格下降降低了公司生产成本，2016年恒丰纸业实现主营业务毛利率27.92%，同比增长1.25个百分点。

公司继续承担牡丹江市保障房建设等任务，在建项目尚需投资规模较大，未来公司将面临较大的资金压力

公司市政基础设施建设业务主要由牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“牡丹江城投”）负责。目前牡丹江城投主要负责牡丹江市保障房项目建设，公司保障房建设主要有两种业务模式：一种为政府代建回购，由牡丹江市政府与牡丹江城投签订代建协议，由牡丹江市政府根据审计决算确定的实际投入及加成向公司支付委托代建管理费的方式回购；第二种模式为公司通过对外出售实现资金平衡，在建项目中凤凰城A组团等项目为该种模式。2016年政府向公司确认市政基础设施建设7.10亿元，同比下降13.19%，但由于政府确认的回报率提升，2016年该业务实现毛利率11.75%，同比增长4.34个百分点。同期公司继续销售帝景豪庭等房地产项目，2016年共结转房地产销售收入0.46亿元。截至2016年末，公司在建项目计划总投资148.76亿元，已投资65.40亿元，尚需投资83.36亿元，面临较大的资金压力。

表 6 截至 2016 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
北悦城	53,663.29	50,102.97
银龙湾	37,564.27	25,872.88
兴隆幸福家园	22,280.55	19,795.29
圣林新居	24,239.79	24,560.60
西城绿都	13,972.51	13,024.64
逸品尚城	43,035.39	33,031.70
东湖丽景	18,954.17	18,888.15
民安绿苑	5,220.24	5,332.18
花河新城	23,997.48	23,121.59
润泽园	34,610.00	19,330.00
凤凰城 A 组团（黄花）	245,481.86	84,633.00
凤凰城二期	144,854.00	55,384.00
凤凰城三期	123,204.83	15,907.00
春晖园西苑三期	30,711.00	10,463.00
富江南麓二期	99,891.00	45,000.00
阅江城项目	100,000.00	36,814.00
怡馨园项目	83,000.00	63,000.00
牡丹江经济开发区（光伏园区）市政基础设施建设工程	382,873.92	109,700.00
合计	1,487,554.30	653,961.00

资料来源：公司提供

多元化的业务发展丰富了公司收入来源，有利于降低公司经营风险

2016年公司新闻传媒、旅游、投资担保等业务丰富了公司的营业收入和利润来源。公司新闻传媒业务由子公司牡丹江新闻传媒集团有限公司（以下简称“传媒集团”）负责运营，传媒收入主要系数字电视收看维护费、入网费、频道收转费及广告收入等。2016年公司实现传媒收入2.01亿元，但由于广告行业整体发展放缓，行业竞争加剧、监管趋于严格，公司运营成本增加导致2016年新闻传媒业务实现毛利率34.98%，同比下降7.67个百分点。

公司旅游业务主要由子公司牡丹江镜泊湖旅游集团有限公司（以下简称“旅游集团”）负责运营，主要景区有地下森林、吊水楼瀑布、镜泊峡谷、镜泊名镇、百里长湖等。2016年，公司主要景点门票价格稳定，但游客人数有所下降，导致2016年公司旅游服务收入同比下降41.13%。

公司担保业务主要由子公司新创新担保运营。新创新担保主要为牡丹江市的各类企业提供贷款担保和委托贷款，其担保行业覆盖石油机械加工、木材加工、化工、能源、造纸、食品、快消品等，主要收入来自担保费收入和利息收入。截至2016年末，在保责任余额为

9.24亿元，2016年代偿额为3,238万元，目前新创新担保已向法院提起诉讼。由于区域经济发展趋缓，部分企业经营风险和财务风险上升，新创新担保面临一定的担保代偿风险及委托贷款损失风险。

整体来看，公司新闻传媒、旅游、投资担保等多元化的业务发展丰富了公司收入来源。

公司在财政补贴方面继续得到当地政府大力支持

为扶持公司发展，当地政府继续在政府补贴方面给予公司大力支持，2016年公司收到政府补助合计4.18亿元，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2016年公司合并报表范围无变化，纳入合并范围的子公司仍为10家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但应收款项规模较大，对资金形成占用，且部分资产使用受限，资产流动性偏弱

截至2016年末，公司资产总额为475.27亿元，同比增长10.10%。从资产结构看，公司资产仍以流动资产为主，2016年末流动资产占总资产的比重为58.32%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	303,879.31	6.39%	281,349.56	6.52%
应收账款	117,581.63	2.47%	118,043.95	2.73%
预付账款	183,069.61	3.85%	134,725.96	3.12%
其他应收款	700,166.07	14.73%	626,352.49	14.51%
存货	1,380,405.38	29.04%	1,148,292.99	26.60%
流动资产合计	2,771,610.90	58.32%	2,384,920.74	55.25%
固定资产	701,803.42	14.77%	708,939.53	16.42%
在建工程	327,723.87	6.90%	274,801.54	6.37%
无形资产	917,172.93	19.30%	921,859.68	21.36%

非流动资产合计	1,981,053.65	41.68%	1,931,664.01	44.75%
资产总计	4,752,664.55	100.00%	4,316,584.75	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。2016 年末，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中包括使用受限的押汇保证金和开立信用证保证金 1,877.74 万元。公司应收账款主要为应收财政局回购款及下游客户货款，2016 年末账面价值为 117,581.63 万元，应收对象主要为牡丹江市财政局、牡丹江日报社、云南中烟物资（集团）有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司、川渝中烟工业有限责任公司等，应收对象前五名应收款占应收账款总额的比重为 70.98%，应收对象较为集中，其中账龄在一年以内的占比为 93.43%，由于部分应收账款账龄较长，对资金形成占用。预付账款主要为预付施工单位工程款等，2016 年末账面价值为 183,069.61 万元，随着公司项目建设推进，2016 年末预付账款同比增长 35.88%。其他应收款主要为应收牡丹江新区城市投资有限公司、牡丹江市发展和改革委员会哈牡铁路客运专线项目建设指挥部、牡丹江中俄科技信息产业经济园区建设指挥部、牡丹江市交通运输局、牡丹江市三溪一河综合治理工程指挥部等单位的往来款，其中账龄在一年以上的占比为 46.41%，部分款项账龄较长，对公司资金形成占用。2016 年末，公司存货账面价值为 1,380,405.38 万元，主要为土地、在建项目投入以及恒丰纸业生产所需原材料及产品等。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。截至 2016 年末，公司固定资产规模为 701,803.42 万元，主要包括房屋、生产及运输设备以及路桥、公园、绿化带等公益性资产。公司在建工程主要为建设中的代建项目，随着项目投资增加，2016 年末公司在建工程账面价值同比增加 19.26%。公司无形资产主要为政府 2010 年注入公司、按评估价值入账的商品林地资产以及 2012 年划拨给公司的、按评估价值入账的水域养殖使用权，截至 2016 年末公司无形资产主要包括账面价值 461,014.99 万元的水域养殖使用权、278,949.48 万元的林地使用权以及账面价值 75,187.91 万元的土地使用权。

截至 2016 年末，公司部分货币资金及固定资产使用受限，账面价值合计 568,894.10 万元，占公司资产总额的比重为 11.97%。整体来看，2016 年公司资产规模有所增长，但公益设施、林地、水域养殖使用权规模较大，应收款项规模较大且部分款项账龄较长，对资金形成占用，同时部分资产使用受限，公司资产流动性偏弱。

盈利能力

公司营业收入及毛利率水平有所下降，且期间费用率较高对利润形成侵蚀

随着机制纸销售收入下降以及市政工程建设业务确认收入规模减少，导致2016年公司实现营业收入262,049.73万元，同比下降3.90%；同时由于传媒业行业竞争加剧以及房屋销售业务毛利率下降影响，2016年公司综合毛利率水平同比下降1.29个百分点。公司期间费用主要包括折旧、摊销、职工薪酬、利息支出等，2016年公司期间费用率为20.34%，同比下降1.06个百分点，但仍对公司利润形成较大侵蚀。2016年政府收到政府补贴合计41,805.56万元，占公司利润总额的比重为82.23%，有效提升了公司的利润水平。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	262,049.73	272,697.93
营业利润	4,278.18	6,566.60
补贴收入	41,805.56	39,104.73
利润总额	50,838.96	48,083.75
综合毛利率	24.52%	25.81%
期间费用率	20.34%	21.40%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流出规模较大且在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金压力，同时公司对外部融资依赖较高

2016年公司经营获现能力有所提升，收现比为1.13。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为机制纸销售收入、市政项目回购收入等。公司收到与支付的其他与经营活动的现金主要系公司收到的政府补助以及收到与支付的往来款，由于2016年公司支付的往来款规模较大，导致经营活动现金呈净流出状态。

投资活动方面，公司保障房建设投资支出规模仍较大，投资活动现金流仍表现为净流出状态，截至2016年末，公司在建项目尚需投资规模为83.36亿元，经营活动现金流无法满足项目建设需求，未来项目建设或仍将依赖外部融资。2016年公司筹资活动现金流入主要为通过银行借款收到现金525,900.00万元以及发行债券收到现金287,000.00万元，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款及债券本息所支付的现金。

整体来看，2016年公司经营活动现金净流出规模较大且在建项目尚需投资规模较大，经营活动现金流无法满足项目建设投资资金需求，公司对外部融资依赖性较高。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
----	-------	-------

收现比	1.13	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	297,066.01	221,278.57
收到的其他与经营活动有关的现金	889,725.44	1,032,287.87
经营活动现金流入小计	1,186,803.51	1,253,803.85
购买商品、接受劳务支付的现金	359,638.30	246,384.91
支付的其他与经营活动有关的现金	1,013,912.86	909,439.26
经营活动现金流出小计	1,427,035.52	1,205,284.61
经营活动产生的现金流量净额	-240,232.01	48,519.24
投资活动产生的现金流量净额	-79,147.70	-54,403.12
筹资活动产生的现金流量净额	340,775.01	106,844.51
现金及现金等价物净增加额	22,086.90	100,960.63

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所增加，偿债压力加大

截至2016年末，公司负债总额为209.38亿元，同比增长19.38%，主要系长期借款规模增加及子公司发行规模合计18亿元的“16牡城投债01”和“16牡城投债02”。从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2016年末非流动负债占负债总额的比重为74.37%。随着公司净利润的累积，公司所有者权益同比增长3.75%，2016年末规模为265.89亿元。随着负债规模快速增长，2016年末公司产权比率为78.75%，同比增长10.31个百分点。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	2,093,776.60	1,753,913.14
其中：流动负债	536,693.18	658,747.30
非流动负债	1,557,083.41	1,095,165.83
所有者权益	2,658,887.96	2,562,671.62
产权比率	78.75%	68.44%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债。2016年末公司短期借款余额为82,150.00万元，包括质押借款51,200.00万元、保证借款24,850.00万元和抵押借款6,100.00万元。其他应付款主要为应付牡丹江市财政局、牡丹江市开发区财政局等单位的往来款以及应付哈牡铁路客运专线项目建设指挥部的项目款，其中账龄在一年之内的占比为41.28%。公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的应付债券60,000.00万元、一年内到期的长期借款6,400.00万元和一年内到期的长期

应付款378.00万元等。其他流动负债主要为2016年末尚未到期的8亿元超短期融资券16牡丹国资SCP001和3亿元短期融资券16牡丹国资CP001。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款及其他非流动负债构成。截至2016年末，公司长期借款余额为544,466.75万元，包括抵押借款387,916.00万元、保证借款106,702.39万元、信用借款28,248.36万元和质押借款21,600.00万元。2016年末公司尚未到期的债券主要包括“11牡国投债”余额15亿元、“12牡国投债”余额7.2亿元、“14牡国投债”余额18亿元、“16牡丹国资PPN001”余额10亿元以及子公司牡丹江市城市投资集团发行的“16牡城投债01”和“16牡城投债02”余额合计18亿元。2016年末公司长期应付款余额为240,227.96万元，主要为应付融资租赁款。公司专项应付款主要为基本建设项目的专项财政拨款，2016年规模同比增加59.93%。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	82,150.00	3.92%	147,011.44	8.38%
其他应付款	184,015.31	8.79%	314,162.07	17.91%
一年内到期的非流动负债	67,000.60	3.20%	222.60	0.01%
其他流动负债	114,878.15	5.49%	75,140.82	4.28%
流动负债合计	536,693.18	25.63%	658,747.30	37.56%
长期借款	544,466.75	26.00%	420,596.67	23.98%
应付债券	620,626.41	29.64%	426,000.00	24.29%
长期应付款	240,227.96	11.47%	127,145.12	7.25%
专项应付款	71,229.14	3.40%	44,538.41	2.54%
非流动负债合计	1,557,083.41	74.37%	1,095,165.83	62.44%
负债合计	2,093,776.60	100.00%	1,753,913.14	100.00%
其中：有息债务	1,660,908.30	79.33%	1,076,323.80	61.37%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要包括长期应付款中的融资租赁款23.67亿元以及银行借款、应付债券等，截至2016年末，公司有息债务规模合计166.09亿元，同比增长54.31%，占公司负债总额的79.33%，公司有息债务规模继续增加，公司偿债压力有所加大，由于目前公司在建项目尚需投资规模很大，公司未来或将进一步扩大外部融资规模。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	44.05%	40.63%
流动比率	5.16	3.62

速动比率	2.59	1.88
------	------	------

注：公司审计报告无现金流量表附注，因此无法计算 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

随着公司负债规模快速增长，2016年末公司资产负债率为44.05%，同比增长3.42个百分点。短期偿债能力指标方面，随着公司偿还部分短期借款及往来款，公司流动负债规模下降带动流动比率及速动比率均有所上升。

七、或有事项分析

截至2017年3月末，公司对外担保余额为36,500.00万元，占2016年末公司净资产的比重为1.37%，被担保方主要为牡丹江市当地国有企业及事业单位。此外子公司新创新担保为牡丹江市的各类企业提供贷款担保，2016年末在保责任余额为9.24亿元，由于区域经济发展趋缓，部分企业经营风险和财务风险上升，公司或面临一定的代偿风险。

表 13 截至 2017 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
牡丹江新区城市投资有限公司	16,500.00	2017 年 11 月	否
牡丹江名震投资发展有限公司	19,000.00	2022 年 12 月	否
牡丹江市第一高级中学	1,000.00	2020 年 12 月	否
合计	36,500.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2016年，牡丹江市经济和公共财政实力有所增强；公司业务种类较多，丰富了收入来源，有利于降低经营风险；2016年公司继续得到地方政府在政府补助方面的大力支持。同时我们也关注到牡丹江市经济增速有所下降且财政自给能力偏弱；公司部分资产使用受限且应收款项规模较大，部分应收款项账龄较长，对资金形成占用，公司资产流动性偏弱；公司在建项目尚需投资规模较大，且经营活动现金净流出规模较大，面临一定资金压力；有息债务规模进一步增加，偿债压力加大以及面临一定代偿风险等风险因素。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	303,879.31	281,349.56	179,174.00
应收票据	17,511.07	14,779.21	20,459.66
应收账款	117,581.63	118,043.95	74,688.79
预付款项	183,069.61	134,725.96	139,310.87
应收利息	219.29	2,103.46	1,034.00
其他应收款	700,166.07	626,352.49	633,289.97
存货	1,380,405.38	1,148,292.99	1,268,975.31
其他流动资产	68,778.55	59,273.12	48,177.65
流动资产合计	2,771,610.90	2,384,920.74	2,365,110.25
可供出售金融资产	841.80	781.80	1,852.20
长期股权投资	19,687.21	15,300.27	19,708.93
固定资产	701,803.42	708,939.53	750,431.98
在建工程	327,723.87	274,801.54	648,655.65
工程物资	54.83	34.22	96.52
固定资产清理	268.33	268.33	-
无形资产	917,172.93	921,859.68	936,971.06
商誉	1,407.75	79.47	-
长期待摊费用	9,205.68	7,485.37	7,502.01
递延所得税资产	2,099.37	1,552.06	1,113.14
其他非流动资产	788.44	561.73	2,297.02
非流动资产合计	1,981,053.65	1,931,664.01	2,368,628.50
资产总计	4,752,664.55	4,316,584.75	4,733,738.75
短期借款	82,150.00	147,011.44	143,522.20
应付账款	37,837.01	32,012.88	68,099.50
预收款项	18,561.91	58,665.53	16,475.21
应付职工薪酬	1,268.56	1,291.46	2,389.89
应交税费	25,303.39	24,869.23	16,299.63
应付利息	4,579.30	4,307.78	7,121.96
应付股利	1,098.95	1,063.50	-
其他应付款	184,015.31	314,162.07	134,379.84
一年内到期的非流动负债	67,000.60	222.60	9,822.60
其他流动负债	114,878.15	75,140.82	35,716.15
流动负债合计	536,693.18	658,747.30	433,826.97
长期借款	544,466.75	420,596.67	401,409.07
应付债券	620,626.41	426,000.00	476,422.84

长期应付款	240,227.96	127,145.12	50,719.18
专项应付款	71,229.14	44,538.41	138,267.63
递延收益	2,278.97	1,071.96	1,365.60
其他非流动负债	78,254.17	75,813.67	56,588.62
非流动负债合计	1,557,083.41	1,095,165.83	1,124,772.94
负债合计	2,093,776.60	1,753,913.14	1,558,599.91
实收资本（或股本）	200,000.00	200,000.00	200,000.00
资本公积	2,041,691.32	2,034,141.81	2,681,748.97
盈余公积	20,042.90	17,496.06	16,272.55
未分配利润	149,834.10	168,308.69	167,960.65
归属于母公司所有者权益（或股东权益）合计	2,411,568.33	2,419,946.55	3,065,982.17
少数股东权益（合并报表填列）	247,319.63	142,725.07	109,156.66
所有者权益（或股东权益）合计	2,658,887.96	2,562,671.62	3,175,138.84
负债和所有者权益（或股东权益）总计	4,752,664.55	4,316,584.75	4,733,738.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	262,049.73	272,697.93	205,849.60
其中：主营业务收入	261,942.11	272,580.96	203,667.24
其他业务收入	107.62	116.97	2,182.36
二、营业总成本	257,458.12	265,360.30	198,264.61
其中：营业成本	197,803.01	202,313.55	137,043.29
营业税金及附加	4,220.64	3,324.54	3,256.05
销售费用	16,045.81	14,574.12	19,048.10
管理费用	32,947.81	26,799.03	23,982.68
财务费用	4,317.32	16,986.22	14,812.99
资产减值损失	2,123.52	1,362.85	121.50
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	-313.44	-771.03	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,278.18	6,566.60	7,585.00
加：营业外收入	47,876.98	44,923.73	40,856.13
减：营业外支出	1,316.20	3,406.58	1,043.04
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	50,838.96	48,083.75	47,398.08
减：所得税费用	7,159.05	6,697.29	5,900.17
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	43,679.91	41,386.45	41,497.91
归属于母公司所有者的净利润	32,194.66	31,571.54	33,576.10
少数股东损益	11,485.25	9,814.91	7,921.81

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	297,066.01	221,278.57	238,592.56
收到的税费返还	12.06	237.41	-
收到其他与经营活动有关的现金	889,725.44	1,032,287.87	506,955.70
经营活动现金流入小计	1,186,803.51	1,253,803.85	745,548.26
购买商品、接受劳务支付的现金	359,638.30	246,384.91	186,040.70
支付给职工以及为职工支付的现金	31,518.28	26,690.88	27,156.02
支付的各项税费	21,966.08	22,769.56	22,516.94
支付其他与经营活动有关的现金	1,013,912.86	909,439.26	461,899.58
经营活动现金流出小计	1,427,035.52	1,205,284.61	697,613.24
经营活动产生的现金流量净额	-240,232.01	48,519.24	47,935.02
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资所收到的现金	27,615.00	14.80	-
取得投资收益收到的现金	32.22	1,069.90	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金净额	2,414.30	18.59	118.09
收到其他与投资活动有关的现金	1,047.60	9,800.88	10,670.45
投资活动现金流入小计	31,109.12	10,904.17	10,788.54
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	57,871.80	27,522.78	291,041.56
投资支付的现金	47,210.00	31,626.00	3,979.54
取得子公司及其他营业单位支付的现金	2,150.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	3,025.01	6,158.51	2,240.00
投资活动现金流出小计	110,256.81	65,307.29	297,261.10
投资活动产生的现金流量净额	-79,147.70	-54,403.12	-286,472.56
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	18,046.73	63,140.81	1,000.00
取得借款收到的现金	525,900.00	326,250.31	309,057.91
发行债券收到的现金	287,000.00	-	180,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	40,777.50	77,071.11	-
筹资活动现金流入小计	871,724.23	466,462.23	490,057.91
偿还债务支付的现金	408,519.04	266,883.35	127,448.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	94,541.92	84,517.12	61,870.60
支付其他与筹资活动有关的现金	27,888.27	8,217.24	44,468.91
筹资活动现金流出小计	530,949.22	359,617.72	233,787.78
筹资活动产生的现金流量净额	340,775.01	106,844.51	256,270.13

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	691.61	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	22,086.90	100,960.63	17,732.59
加：期初现金及现金等价物余额	279,914.67	178,954.04	161,221.45
六、期末现金及现金等价物余额	302,001.57	279,914.67	178,954.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	1.13	0.81	1.16
综合毛利率	24.52%	25.81%	33.43%
期间费用率	20.34%	21.40%	28.10%
产权比率	78.75%	68.44%	49.09%
资产负债率	44.05%	40.63%	32.93%
流动比率	5.16	3.62	5.45
速动比率	2.59	1.88	2.53
有息债务（万元）	1,660,908.30	1,076,323.80	1,062,777.16

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
牡丹江市城市投资集团有限公司	297,306.00	75.57%	城市建设经营管理
牡丹江新闻传媒集团有限公司	10,000.00	100.00%	电视节目的制作和交流
牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司	28,910.00	100.00%	生产销售纸张、造纸机械
牡丹江镜泊湖旅游集团有限公司	10,000.00	100.00%	旅游
牡丹江新创新经济投资担保有限公司	67,700.00	99.70%	担保
牡丹江龙盛投资有限公司	24,000.00	83.33%	担保
牡丹江市新创新开发投资有限公司	24,000.00	100.00%	土地开发项目投资、土地整理
牡丹江市鑫汇经济担保有限公司	25,000.00	88.00%	担保
牡丹江市城镇投资发展有限公司	2,000.00	100.00%	城市建设
牡丹江镜泊湖酒店投资管理集团有限公司	5,678.00	100.00%	宾馆

资料来源：公司 2016 年审计报告及公开资料

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 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。