

信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪0253 号

牡丹江市国有资产投资控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；
维持“14牡国投债/PR牡国资”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十六日

牡丹江市国有资产投资控股有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 牡丹江市国有资产投资控股有限公司
 本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期限	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 牡国投债/PR 牡国资	18.00	2014/04/14~2021/4/14	AA	AA

注：14 牡国投债/PR 牡国资债券余额为 10.80 亿元。

概况数据

牡国投（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	431.66	475.27	522.81
所有者权益合计（亿元）	256.27	265.89	259.45
总负债（亿元）	175.39	209.38	263.36
总债务（亿元）	110.10	166.09	218.84
营业总收入（亿元）	27.27	26.20	25.52
净利润（亿元）	4.14	4.37	1.52
EBIT（亿元）	6.38	6.60	4.21
EBITDA（亿元）	6.96	9.23	6.85
经营活动净现金流（亿元）	4.85	-24.02	3.13
营业毛利率(%)	25.81	24.52	24.41
总资产收益率(%)	1.41	1.46	0.84
资产负债率(%)	40.63	44.05	50.37
总资本化比率(%)	30.05	38.45	45.75
总债务/EBITDA(X)	15.81	18.00	31.94
EBITDA 利息倍数(X)	1.28	0.98	0.55
牡国投（母公司）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	140.40	160.06	173.58
所有者权益合计（亿元）	76.52	80.51	81.61
总负债（亿元）	63.88	79.55	91.97
总债务（亿元）	52.04	50.64	76.15
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	2.39	2.55	0.0001
EBIT（亿元）	--	--	--
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	9.75	-5.19	4.07
营业毛利率(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
资产负债率(%)	45.50	49.70	52.98
总资本化比率(%)	40.48	38.61	48.27
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、各期财务报表均执行新会计准则；2、中诚信国际将公司其他流动负债中的带息债务调整至短期债务；将公司长期应付款中的带息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2015~2017 年母公司现金流量补充表资料，故相关指标失效。

分析师

项目负责人：段晋璇 jxduan@ccxi.com.cn

项目组成员：盛蕾 lsheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 牡国投债/PR 牡国资”信用等级为 **AA**。

2017 年以来，牡丹江市区域经济稳步增长，为公司提供了良好的发展环境；公司造纸业务销量增长，收入水平提升；公司能够持续得到牡丹江市政府的支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模增长较快、基础设施建设业务面临一定的资本支出压力以及公司盈利水平下降较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- 牡丹江市区域经济稳步增长。2017 年，牡丹江市实现地区生产总值 1,404.7 亿元，同比增长 6.4%；实现固定资产投资 1,318.4 亿元，同比增长 8.3%，稳定增长的区域经济水平为公司提供了良好的发展环境。
- 公司造纸业务销量增长，造纸业务收入水平提升。公司下属上市子公司牡丹江恒丰纸业股份有限公司（以下简称“恒丰纸业”）是全国造纸行业首家高科技上市公司，具有较强的技术优势和规模优势；2017 年以来，恒丰纸业销量的增长带动了公司造纸板块收入水平的提升，2017 年，公司实现造纸板块收入 14.44 亿元，较上年增长 5.48%。
- 持续的外部支持。公司作为牡丹江市重要的国有资本运营主体，在资金方面持续得到了牡丹江市政府的支持，2017 年，公司获得政府补贴款 1.97 亿元。

关注

- 债务规模增长较快。截至 2017 年末，公司合并口径总债务为 218.84 亿元，较上年末增加 52.75 亿元；母公司口径总债务为 76.15 亿元，较上年末增加 25.51 亿元，合并及母公司口径债务规模均增长迅速。
- 资本支出压力较大。随着棚户区改造及光伏园区等基建项目的持续推进，公司基础设施建设任务加重，公司未来面临一定的资本支出压力。
- 公司盈利水平下降较大。2017 年受获得财政补贴款减少影响，公司盈利下降较大。2017 年，公司净利润为 1.52 亿元，较上年减少了 2.85 亿元，下降幅度较大。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

公司于 2014 年 4 月 14 日发行了“14 牡国投债/PR 牡国资”，募集资金 18 亿元，截至目前剩余 10.8 亿元。“14 牡国投债/PR 牡国资”用于牡丹江市逸品尚城棚户区改造建设项目、牡丹江市怡馨园小区公租房建设项目和牡丹江市保障性住房区域基础设施建设改造项目。截至 2017 年末，募集资金已全部使用完毕。

表 1: 募集资金项目进展 (亿元)

项目名称	计划投资情况	
	总投资	募集资金使用额度
牡丹江市逸品尚城棚户区改造建设项目	4.03	4.00
牡丹江市怡馨园小区公租房建设项目	8.30	4.00
牡丹江市保障性住房区域基础设施建设改造项目	19.06	10.00
合计	31.39	18.00

资料来源：公司提供

基本分析

2017 年牡丹江市 GDP 和固定资产投资水平实现平稳增长，但增速持续放缓

牡丹江市位于黑龙江省东南部，是东北亚陆海联运大通道和欧亚大陆桥重要节点，东部毗邻俄罗斯滨海边疆区，边境线长 211 公里。牡丹江市辖绥芬河、宁安、海林、穆棱 4 市和林口、东宁 2 县及东安、西安、爱民、阳明 4 城区。截至目前，牡丹江市总面积 4.06 万平方公里，总人口 280 万人，有朝鲜族、满族、回族、蒙古族等少数民族 38 个，少数民族人口 24 万人。

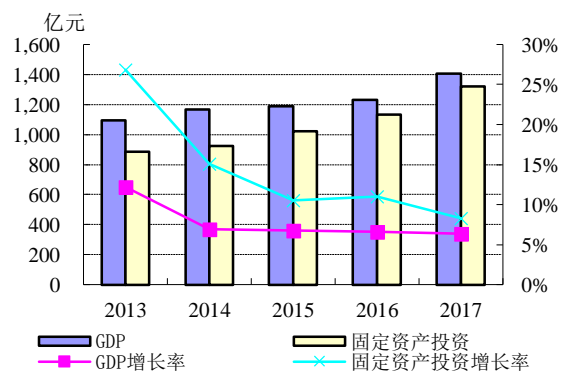
工业生产方面，牡丹江市主导产业包括造纸、化工、能源、装备制造、木材加工、食品加工等。其中造纸产业依托本地和俄罗斯林木资源，以恒丰集团有限公司为龙头，形成了多层次、多样化的产

品结构。

2017 年，牡丹江市实现地区生产总值 1,404.7 亿元，同比增长 6.4%。其中第一产业完成增加值 237.3 亿元，同比增长 4.5%；第二产业完成增加值 478.1 亿元，同比增长 3.2%；第三产业完成增加值 689.3 亿元，同比增长 9.4%。2017 年，牡丹江市三次产业结构为 16.9:34.0:49.1；人均地区生产总值 51,407 元，同比增长 7.3%。

随着城市化和工业化的推进，近年来牡丹江市固定资产投资力度较大，但增速有所放缓。2017 年，牡丹江市固定资产投资 1,318.4 亿元，同比增长 8.3%。分经济类型看，国有及国有经济控股投资 317.9 亿元，同比下降 3.2%；民间投资 994.4 亿元，同比增长 12.8%。分产业看，第一产业完成投资 131.8 亿元，同比增长 25%；第二产业完成投资 603.0 亿元，同比增长 3.8%，其中工业完成投资 577.0 亿元，同比增长 5.3%；第三产业完成投资 583.5 亿元，同比增长 9.8%。从投资构成看，建筑安装工程完成投资 990.6 亿元，同比增长 14.8%；设备工器具购置完成投资 288.0 亿元，同比下降 2.2%。从投资规模看，计划投资亿元以上项目 253 个，完成投资 260.4 亿元，占全部固定资产投资的 19.7%。

图 1: 2013-2017 年牡丹江市 GDP 和固定资产投资



资料来源：牡丹江市统计公报

总体来看，牡丹江市具有一定的工业基础，2017 年以来 GDP 和固定资产投资水平实现平稳增长，但增速情况均有所放缓。

公司造纸业务销量增长，造纸业务收入水平有所提升

公司的造纸业务主要由公司全资子公司恒丰集团控股的上市公司恒丰纸业负责运营，牡丹江恒丰纸业是全国造纸行业首家高科技上市公司，具有较强的技术优势和规模优势，主要从事烟草工业用纸、机械光泽纸、薄型印刷纸三大品种多系列产品的生产和销售。

恒丰纸业生产的产品所需主要原材料为针叶木浆和阔叶木浆，因此木浆价格的波动对烟配用纸行业的成本影响较大，能源主要为电和煤。2017年，恒丰纸业木浆平均采购价格为4,326元/吨，较2016年上升较大，主要系原材料价格上涨所致；同期，木浆海外采购比例仍为100%，国外采购的结算方式一般采用信用证及进口代收的方式，其中进口木浆一般为90天远期信用证。对进口货物，一般采用远期售汇的方式，锁定购汇汇率，以此来规避汇率风险。木浆占产品成本的比例为43%，与2016年持平。

表 2：2015~2017 年恒丰纸业木浆采购情况

项目名称	2015	2016	2017
木浆采购数量（吨）	166,397	88,379	91,225
木浆平均价格（元/吨）	4,135	3,659	4,326
木浆海外采购比例	100%	100%	100%
木浆占产品成本比例	43%	43%	43%

资料来源：公司提供

2017年，恒丰纸业年产能为167,323吨，较上年产能未发生变化。2017年产量为120,554吨，较上年增加4,487吨；综合产能利用率为72.05%，较上年提升了2.68个百分点。目前，扩建的生产线尚处于磨合期，新增产能仍在释放过程中，公司未来产能、产量尚有一定增长空间。

2017年，公司实现机制纸销售收入14.44亿元，较上年增加了0.75亿元；其中，恒丰纸业实现收入14.37亿元，仍为公司机制纸销售板块主要收入来源。2017年，恒丰纸业收入较上年增加了0.80亿元，主要系烟草工业用纸和薄型印刷纸产品销量增长所致。

表 3：2015~2017 年恒丰纸业主营业务分产品收入、盈利情况

项目名称	2015		2016		2017	
	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)
烟草工业用纸	108,675.34	30.48	105,378.88	31.91	110,173.51	34.19
机械光泽纸	24,518.88	19.28	21,972.62	14.77	22,471.38	10.63
薄型印刷纸	3,660.00	-16.10	5,307.95	15.05	6,816.91	11.27
其他纸类	2,349.88	-6.04	3,017.06	6.62	4,208.80	-12.99
合计	139,204.10	26.67	135,676.51	27.92	143,670.60	28.04

资料来源：公司提供

总体来看，2017年以来，随着销量增长及产能的逐步释放，公司造纸业务收入有所提升，未来随着产能利用率的逐步增加，公司造纸业务收入有望实现进一步增长。

公司的基础设施建设项目稳步推进，同时较大的资金需求也增加了公司的融资压力

公司的基础设施建设业务主要由子公司牡丹江市城市投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）以及牡丹江龙盛投资有限公司（以下简称“龙盛公司”）负责运营。

作为牡丹江市城市基础设施建设最主要的承担者，城投集团参与所投资城建项目的工程招标，并作为投资主体对项目资金的使用与项目建设实行监管。城投集团资金平衡方式根据项目情况各不相同，主要分为以下两种：

1、城投集团承建多个棚户区改造项目，项目均通过以下两部分收入来源完成资金平衡：（1）城投集团负责融资进行征地拆迁以及土地的七通一平工程建设，进行安置房建设，除还房外，通过上靠面积弥补部分成本。同时进行配套的商铺、车库等商业开发，此部分城投集团补缴土地出让金，以

出售收入进行资金平衡；（2）城投集团负责融资进行征地拆迁以及土地的七通一平工程建设后，形成部分腾空的净地。土地通过土储中心进行招拍挂后，政府将土地出让金收入扣除计提基金后全额返还城投集团，基金提留比例约为30%。截至2017年末，此类模式的在建项目都计入在建工程，此类模式下的工程项目主要为百万平米安置房项目以及富江南麓二期工程项目。截至2017年末，百万平米安置房项目以及富江南麓二期工程在建项目的计划总投资25.15亿元，已投资16.88亿元。2017年，百万平米安置房项目中的北悦城、兴隆幸福家园、东湖丽景、民安绿苑、圣林新居和花河新城项目完工。

2、城投集团承建的牡丹江市逸品尚城棚户区改造项目和牡丹江市怡馨园小区公租房项目采用政府回购模式。公司与牡丹江市政府于2013年签订了BT回购协议，公司在项目建设期内通过银行贷款、发行债券等融资方式进行项目建设，项目完工后由牡丹江市人民政府依据项目总投资与公司签订政府采购协议对项目一次性或分期采购。

截至2017年末，城投集团在建工程计划总投资为95.63亿元，实际已投资为53.42亿元。

表 4：截至 2017 年末城投集团主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
阅江城	10.00	3.68
百万平米安置房项目		
银龙湾	3.76	3.52
西城绿都	1.40	1.35
富江南麓二期工程项目	9.99	8.33
牡丹江市逸品尚城棚户区改造项目	4.30	3.98
牡丹江市怡馨园小区公租房项目	8.30	7.82
润泽园	3.46	3.42
凤凰城 A 组团	24.55	8.76
凤凰城 A 组团二期	14.49	6.95
凤凰城三期	12.32	2.79
春晖园西苑三期	3.07	2.82
合计	95.63	53.42

注：公司部分在建项目后期规划有所调整，本年度数据与往年不可比。
资料来源：公司提供

除城投集团外，子公司牡丹江龙盛投资有限公司受市政府委托，从事哈牡绥东对俄经济带内基础

设施及市政公用项目的投融资、运营和管理业务，主要承担基础设施建设、土地开发整理等任务，所投资固定资产项目资金回收主要依靠土地出让收入、财政税收返还收入及城市基础设施配套费。截至 2017 年末，龙盛公司负责的在建项目为牡丹江经济开发区扩区（光伏园区）市政基础设施建设工程（以下简称“光伏园区项目”），项目总投资金额为 38.29 亿元，实际已投资 12.00 亿元。

总体来看，公司承担了牡丹江市基础设施建设任务，该项业务受经济形势和政策影响较大，而且随着棚户区改造及安置房等基建项目的推进，未来公司将面临较大的资金支出压力。

传媒板块盈利水平有所下降，金融服务业受宏观经济下行影响，业务持续收缩

公司传媒板块主要由公司全资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。截至 2017 年末，传媒集团拥有用户数量 28.0 万户，较 2017 年一季度末的 32.3 万户下降了 4.3 万户。数字电视服务收入来源包括基本收视维护收入、入网建设收入和节目传输收入，收入来源较为稳定。2017 年，传媒集团有线电视收看维护费、有线电视入网费以及频道收转费等多项收入合计总额为 8,228 万元，较上年的 9,545 万元下降了 13.80%，主要系当年客户数下降所致。

印刷业务方面，传媒集团拥有四套四色印刷机、四套单色双面印刷机、两套四色轮转印刷（推板）机以及一条胶钉生产线和骑马钉生产线，截至 2017 年末，传媒集团产能为 7,000 吨/年，报纸和商业印刷产能均较上年下降了 1,000 吨/年，且 2017 年报纸和商业印刷的产量较上年大幅下降，主要系受网络传媒影响，报纸和商业印刷需求减少所致。传媒集团印刷业务目前生产规模较小，客户资源较少，产能利用率较低且呈逐年下降趋势。《牡丹江晨报》、《牡丹江日报》和《牡丹江广播电视报》是由传媒集团主办并印刷发行的刊物，是公司印刷业务的主要收入来源。

广告业务方面，传媒集团的广告业务在牡丹江

地区具有绝对垄断性。2017年，传媒集团广告收入为0.52亿元，较上年的0.77亿元有所下降，主要系受经济形势波动及广电总局对广告播出增加限制的影响。

此外，传媒集团作为国内首家综合广播、电视、

报纸、杂志、网站等多种媒体运营主体，除传统的数字电视、报纸、广告产业外，还涵盖影视动画制作、网络传输及增值业务、网站运营、公共信息服务、传媒教育、文化旅游等多个领域。

表 5：2015~2017 年传媒集团印刷业务产能产量情况

项目	2015		2016		2017	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
报纸（吨）	4,000	1,300	4,000	1,250	3,000	796
商业印刷（吨）	5,000	3,200	5,000	2,850	4,000	1,193
合计（吨）	9,000	4,500	9,000	4,100	7,000	1,989
产能利用率（%）	50.00		45.56		28.41	

资料来源：公司提供

公司旅游业务主要公司全资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。旅游集团在镜泊湖景区多个业务领域拥有一定的垄断或主导优势。截至2017年末，旅游集团总资产为64.06亿元，净资产为52.60亿元；2017年实现主营业务收入1.39亿元，净利润0.02亿元，旅游集团在2017年实现了扭亏为盈，但盈利能力仍较弱。

公司金融服务业务主要由子公司牡丹江市投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）负责运营，业务范围覆盖牡丹江市区及周边各区县。2017年，投资集团发生额为4.86亿元，期末在保余额为9.99亿元，在保项目数量51笔。2017年，投资集团实现担保业务收入0.20亿元，较上年的0.32亿元有所下降，主要系受宏观经济下行影响，业务量减少所致。此外，随着客户信用风险的显现，2017年投资集团发生担保代偿额0.44亿元。

财务分析

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2015~2017年审计报告。公司各期审计报告均

采用新会计准则。

盈利能力

公司主营业务涵盖造纸业务、传媒业务、城市基础设施建设业务、旅游服务业务以及金融服务业务，2017年，公司实现营业总收入25.52亿元，较上年减少0.68亿元。其中，造纸业务实现收入14.44亿元，较上年增加0.75亿元，主要系产品销量增长及销售结构变化所致；传媒板块实现业务收入1.57亿元，较上年有所减少，主要系受互联网媒体冲击及广电总局对广告播出限制影响；基础设施建设业务板块实现收入6.95亿元，较上年下降0.61亿元，主要系当期回购项目较上年有所减少所致；此外，公司分别实现旅游服务业务收入1.42亿元和金融服务业务收入0.31亿元。

毛利率方面，2017年，公司营业毛利率较上年略有下降。2017年，除旅游板块外，公司其他业务板块毛利率均较上年有所下降。公司金融服务板块受宏观经济下行影响，担保业务代偿额增加，导致毛利率为负，同期，公司传媒板块业务毛利率也较上年下降明显。

表 6：2015~2017 年公司营业收入和毛利率情况（亿元，%）

项目名称	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
造纸板块	14.41	31.90	13.69	32.04	14.44	30.90
传媒板块	1.68	42.65	2.01	34.98	1.57	22.48

基础设施建设板块	9.09	9.97	7.56	11.02	6.95	9.41
旅游板块	0.97	27.61	1.02	31.11	1.42	56.84
金融服务板块	0.65	36.34	0.32	10.14	0.31	-69.74
其他板块	0.46	68.23	1.60	9.48	0.82	2.72
合计/综合	27.27	25.81	26.20	24.52	25.52	24.41

注：公司各板块收入的统计口径有所变化；由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

期间费用方面，2017年，公司三费合计为5.00亿元，较上年小幅减少0.33亿元，三费收入占比为19.58%，较上年略有下降。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，2017年管理费用为2.86亿元，较上年有所下降；同期，公司销售费用为1.74亿元，较上年略有增长，主要系子公司旅游集团的广告宣传费增加所致；同期，公司财务费用较上年略有下降，主要由于基础设施建设项目的利息资本化处理所致。整体来看，公司对期间费用的控制能力有所加强。

表 7：2015~2017 年公司期间费用分析

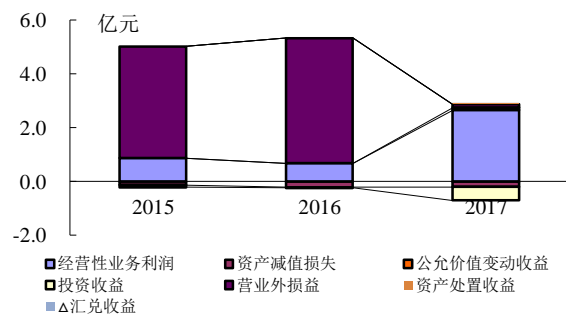
项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	1.46	1.60	1.74
管理费用（亿元）	2.68	3.29	2.86
财务费用（亿元）	1.70	0.43	0.39
三费合计（亿元）	5.84	5.33	5.00
营业总收入（亿元）	27.27	26.20	25.52
三费收入占比（%）	21.40	20.34	19.58

资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

利润总额方面，2017年，公司利润总额为2.16亿元，较上年的5.08亿元下降幅度较大，主要系当年公司获得的补贴款减少所致。2017年，公司经营性业务利润为2.65亿元，其中计入其他收益科目的与公司经营有关的补贴款金额为1.75亿元，为公司经营性业务利润的主要来源。此外，2017年，公司计入营业外收入的财政补贴款为0.22亿元。结合上述两种补贴款，2017年公司共获得补贴款1.97亿元，较2016年的4.18亿元下降了2.21亿元，主要系当年公司经营活动回款情况较好，政府补助相应减少所致。补贴收入仍然是公司利润的重要来源，作为牡丹江市重要的国有资产运营平台及投融资主体，公司得到牡丹江市政府的重点支持，但是2017年公司获得的补贴款金额下降幅度较大，中诚

信国际将持续关注公司获得的政府补助情况及公司盈利的变动情况。

图 2：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

从母公司口径看，由于母公司以国有股权的管理为主，不产生营业收入。2017年，母公司利润总额由2016年的2.55亿元下降至1.48万元，下降金额很大，主要系2016年母公司收到政府补贴2.52亿元，而2017年母公司未收到政府补贴款所致。2017年，母公司经营性业务利润为1.48万元，主要来自存款利息收入。由于母公司在2017年未收到政府补贴，盈利情况大大减弱，中诚信国际对此情况表示关注。

总体来看，2017年以来，造纸板块仍为公司最主要的收入来源，收入情况有所回升，除造纸板块和旅游板块外，公司其余业务板块收入水平有所下降。同时，中诚信国际关注到公司在2017年获得的政府补贴金额大幅减少，对公司盈利水平造成了很大程度的影响，中诚信国际将持续关注公司未来获得的政府补贴情况及盈利变化情况。

偿债能力

截至2017年末，公司总资产为522.81亿元，较上年末增加47.54亿元，增长主要来自货币资金和其他应收款的增加。2017年末，公司货币资金为51.48亿元，较上年末的30.39亿元增加了21.09亿

元，主要系公司当年融资规模扩大所致。2017 年末，公司其他应收款为 77.89 亿元，较上年末的 70.02 亿元增加了 7.87 亿元，主要为新增的对牡绥铁路指挥部、牡丹江市城市开发建设有限公司和中交第一公路工程局有限公司等的工程款及项目保证金。此外，公司其他非流动资产和存货变化较大，2017 年末，公司其他非流动资产为 114.53 亿元，较上年末的 0.08 亿元增加了 114.45 亿元，主要系公司将固定资产及存货科目的公益性资产调至其他非流动资产所致；2017 年末，公司存货为 88.95 亿元，较上年末减少 49.10 亿元，主要系将存货科目中的公益性资产划至其他非流动资产所致。2017 年末，公司所有者权益合计为 259.45 亿元，较上年末减少 6.44 亿元，主要系少数股东权益较上年末减少 6.75 亿元所致。

2017 年末，公司总负债为 263.36 亿元，较上年末的 209.38 亿元增加了 53.98 亿元，增长较大，主要系一年内到期的非流动负债、长期应付款、长期借款以及应付债券增加所致。2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 31.30 亿元，较上年末增加了 24.60 亿元，主要系公司一年内到期的应付债券及一年内到期的长期应付款增加所致。2017 年末，公司长期应付款为 41.63 亿元，较上年末增加了 17.61 亿元，主要系新增了对国开基金、农发基金的借款以及新增的融资租赁款。2017 年末，公司长期借款为 64.75 亿元，较上年末增加了 10.30 亿元，主要系新增保证借款所致。2017 年末，公司应付债券为 71.55 亿元，较上年末增加了 9.49 亿元，2017 年，公司发行了总额为 18.10 亿元的两期公司债、5.00 亿元的超短期融资券以及子公司旅游集团发行了 2.61 亿元的资产支持证券。

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动净现金流量为 3.13 亿元，较上年的-24.02 亿元有较大改善。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 25.86 亿元，主要系恒丰纸业销售回款以及城投集团基建回购款；收到其他与经营活动有关的现金为 88.82 亿元，主要系公司与牡丹江市财政局以及牡丹江新区城市投资有限公司等的往来款；同期，公司购买

商品、接受劳务支付的现金为 29.99 亿元，主要为公司造纸业务的成本支出以及基础设施建设项目的建设支出，公司支付的其他与经营活动的现金主要系公司与牡丹江市财政局的往来款。2017 年，公司收现比为 1.01 倍，较 2016 年的 1.13 倍略有下降，但公司仍能够收回 2017 年度确认的收入。投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动净现金流为 -2.21 亿元。投资活动现金流出 6.04 亿元，主要系公司投资支付的现金 3.57 亿元以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.47 亿元；其中，公司投资支付的现金主要为对牡丹江鑫汇资产经营公司追加的投资以及对子公司旅游集团发行的资产支持证券的投资。筹资活动现金流方面，2017 年，公司筹资力度较大，筹资活动现金流入 88.50 亿元，其中取得借款收到的现金为 45.04 亿元，发行债券收到的现金为 30.71 亿元。筹资活动产生现金流出 69.13 亿元，其中，偿还债务所支付的现金为 50.18 亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 12.57 亿元，公司筹资活动净现金流为 19.37 亿元，考虑到公司到期债务的规模较大以及公司基础设施建所需资金较多，公司筹资活动现金规模或仍将处于高位。

2017 年末，公司资产负债率由上年末的 44.05% 升至 50.37%；2017 年，公司 EBITDA 较上年下降较大，同时由于公司总债务规模增长较快，使得 EBITDA 对总债务和利息的覆盖能力亦呈下降趋势，当年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 31.94 倍和 0.55 倍。2017 年，公司经营活动净现金流由负转正，但仍无法覆盖债务本息。

表 8：2015~2017 年末公司偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017
总债务（亿元）	110.10	166.09	218.84
长期债务（亿元）	88.38	140.18	178.03
EBITDA（亿元）	6.96	9.23	6.85
经营活动净现金流（亿元）	4.85	-24.02	3.13
资产负债率（%）	40.63	44.05	50.37
总资本化比率（%）	30.05	38.45	45.75
总债务/EBITDA（X）	15.81	18.00	31.94
EBITDA 利息倍数(X)	1.28	3.38	0.55
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	-0.14	0.01
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.89	-2.54	0.25

资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

从母公司口径来看，截至 2017 年末，母公司总债务为 76.15 亿元，较上年末增加了 25.51 亿元，增长较大，主要系一年内到期的非流动负债增加了 18.45 亿元以及应付债券增加了 7.10 亿元所致。母公司短期偿债压力增大，2017 年末，母公司短期债务为 24.53 亿元；同期，母公司资产负债率为 52.98%，较上年末增加了 3.28 个百分点。2017 年以来，母公司层面总债务水平快速上升，但考虑到公司承担着牡丹江市政府投融资职能，其借款主要用于市政府指定的市政项目建设，母公司债务偿还较有保障。

从母公司口径的债务到期分布来看，母公司到期债务主要分布于 2018 年、2019 年和 2021 年及以后，到期金额分别为 21.00 亿元、21.00 亿元和 21.70 亿元。公司将通过发行债务融资工具、取得银行借款以及经营性收入来偿还债务，但母公司层面短期仍面临一定的偿债压力。

表 9: 截至 2017 年末母公司未来债务到期金额 (亿元)

到期年份	2018	2019	2020	2021 年及以后
到期金额	21.00	21.00	13.60	21.70

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司受限资产总计 20.13 亿元，公司受限资产占公司总资产的比例为 3.85%，受限资产主要为土地使用权及房产。

截至 2017 年末，公司在金融机构的授信额度总额为 130.84 亿元，其中已使用授信额度 73.27 亿元，未使用额度 57.57 亿元。

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 12.05 亿元，占净资产总额的 4.64%。

表 10: 截至 2017 年末公司对外担保情况表 (万元)

被担保方	担保金额
牡丹江名震投资发展有限公司	19,000.00
牡丹江市第一高级中学	1,000.00
牡丹江新区城市投资有限公司	100,000.00
牡丹江市卫生学校	500.00
合计	120,500.00

资料来源：公司审计报告

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 11 日，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

评级展望

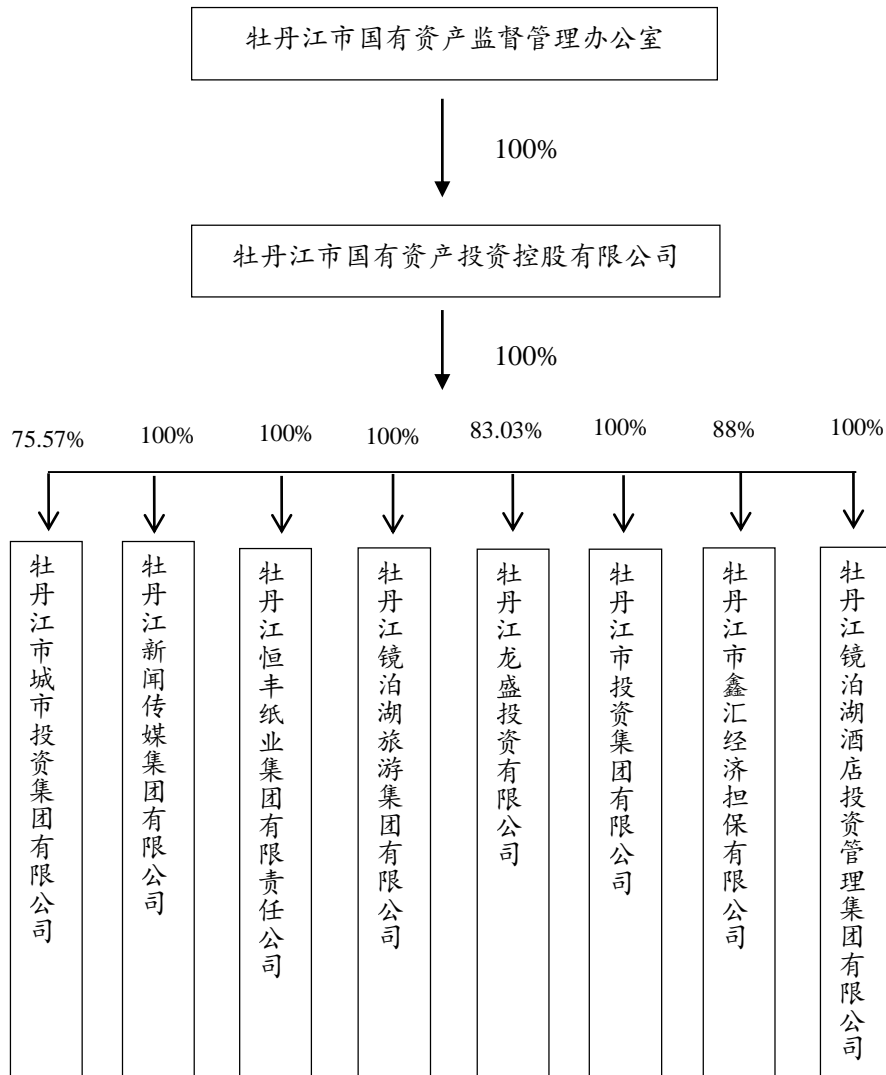
2017 年以来，牡丹江市稳定增长的区域经济为公司提供了良好的发展环境；公司造纸业务销量增长，收入水平提升；公司能够持续得到牡丹江市政府的支持。同时，中诚信国际关注到公司基础设施建设业务面临一定的资本支出压力、公司盈利水平下降较大以及债务规模增长较快等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

结论

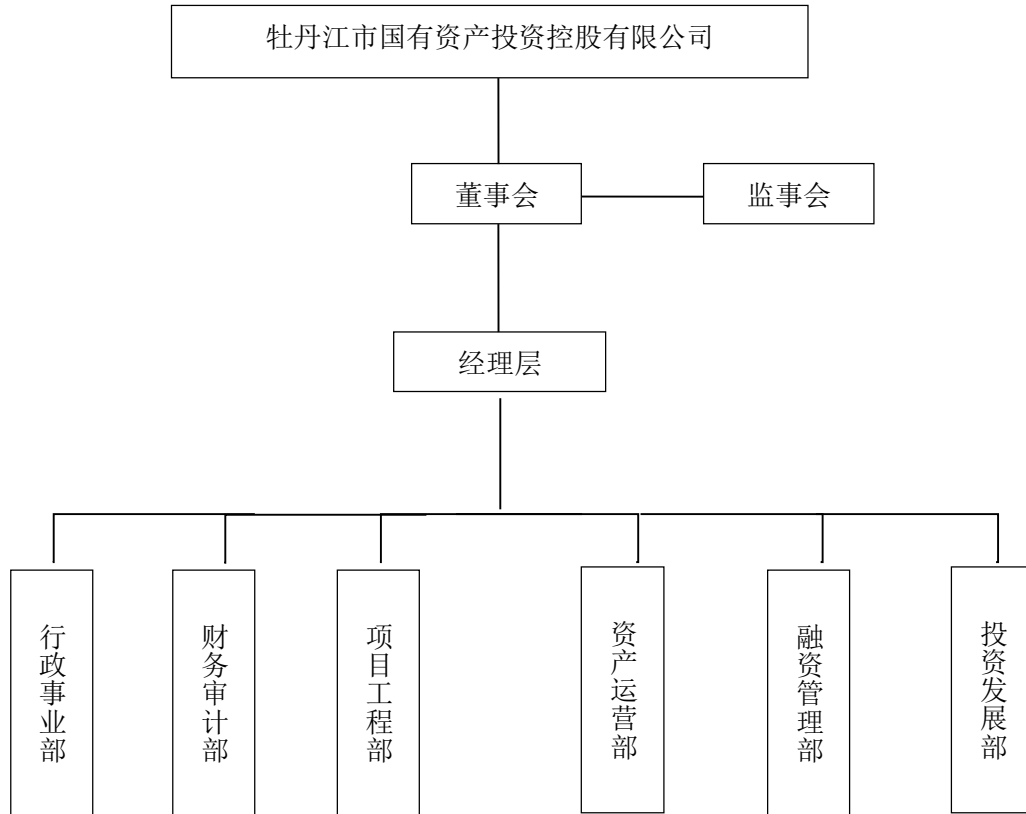
中诚信国际维持牡丹江市国有资产投资控股有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 牡国投债/PR 牡国资”信用等级为 **AA**。

附一：牡丹江市国有资产投资控股有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：牡丹江市国有资产投资控股有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：牡丹江市国有资产投资控股有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2015	2016	2017
货币资金	281,349.56	303,879.31	514,802.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	118,043.95	117,581.63	152,223.37
其他应收款	626,352.49	700,166.07	778,869.26
存货净额	1,148,292.99	1,380,405.38	889,451.46
可供出售金融资产	781.80	841.80	674.80
长期股权投资	15,300.27	19,687.21	29,332.22
固定资产	708,939.53	701,803.42	275,422.25
在建工程	274,801.54	327,723.87	254,984.37
无形资产	921,859.68	917,172.93	899,434.34
总资产	4,316,584.75	4,752,664.55	5,228,095.38
其他应付款	314,162.07	184,015.31	246,754.22
短期债务	217,234.04	259,150.60	408,136.58
长期债务	883,808.31	1,401,757.70	1,780,285.11
总债务	1,101,042.35	1,660,908.30	2,188,421.70
净债务	819,692.79	1,357,028.99	1,673,619.61
总负债	1,753,913.14	2,093,776.60	2,633,564.37
财务性利息支出	15,732.77	15,147.43	20,455.86
资本化利息支出	38,784.35	79,394.48	103,308.99
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	142,725.07	247,319.63	179,804.29
所有者权益合计	2,562,671.62	2,658,887.96	2,594,531.01
营业总收入	272,697.93	262,049.73	255,199.38
三费前利润	67,059.84	60,026.08	59,054.85
营业利润	6,566.60	4,278.18	20,526.95
投资收益	-771.03	-313.44	-4,996.74
营业外收入	44,923.73	47,876.98	4,205.68
净利润	41,386.45	43,679.91	15,169.82
EBIT	63,816.52	65,986.39	42,080.38
EBITDA	69,635.87	92,253.37	68,521.55
销售商品、提供劳务收到的现金	221,278.57	297,066.01	258,594.91
收到其他与经营活动有关的现金	1,032,287.87	889,725.44	888,216.25
购买商品、接受劳务支付的现金	246,384.91	359,638.30	299,895.79
支付其他与经营活动有关的现金	909,439.26	1,013,912.86	754,485.70
吸收投资收到的现金	63,140.81	18,046.73	5,650.00
资本支出	27,522.78	57,871.80	24,684.45
经营活动产生现金净流量	48,519.24	-240,232.01	31,286.38
投资活动产生现金净流量	-54,403.12	-79,147.70	-22,070.31
筹资活动产生现金净流量	106,844.51	340,775.01	193,686.64
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率(%)	25.81	24.52	24.41
三费收入比(%)	21.40	20.34	19.58
总资产收益率(%)	1.41	1.46	0.84
流动比率(X)	3.62	5.16	3.32
速动比率(X)	1.88	2.59	2.17
资产负债率(%)	40.63	44.05	50.37
总资本化比率(%)	30.05	38.45	45.75
长短期债务比(X)	0.25	0.18	0.23
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	-0.14	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	-0.93	0.08
经营活动净现金/利息支出(X)	0.89	-2.54	0.25
总债务/EBITDA(X)	15.81	18.00	31.94
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.36	0.17
货币资金/短期债务(X)	1.30	1.17	1.26
EBITDA 利息倍数(X)	1.28	0.98	0.55

注：1、各期财务报表均执行新会计准则；2、中诚信国际将公司其他流动负债中的带息债务调整至短期债务；将长期应付款中的带息债务调整至长期债务。

附四：牡丹江市国有资产投资控股有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017
货币资金	70,994.24	102,562.28	200,566.26
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	513,328.79	665,286.92	702,980.45
存货净额	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	438.80	438.80	438.80
长期股权投资	416,927.93	429,987.93	429,517.93
固定资产	212.34	201.46	182.51
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	402,140.36	402,140.36	402,140.36
总资产	1,404,042.46	1,600,617.75	1,735,826.31
其他应付款	3,000.00	33,791.13	33,595.29
短期债务	90,000.00	60,778.00	245,263.00
长期债务	430,400.00	445,600.00	516,200.00
总债务	520,400.00	506,378.00	761,463.00
净债务	449,405.76	403,815.72	560,896.74
总负债	638,822.68	795,495.52	919,702.60
财务性利息支出	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	765,219.78	805,122.23	816,123.71
营业总收入	0.00	0.00	0.00
三费前利润	0.00	0.00	0.00
营业利润	-60.41	268.46	1.48
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	24,075.50	25,200.00	0.00
净利润	23,854.44	25,468.46	1.48
EBIT	--	--	--
EBITDA	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	409,205.35	148,353.54	94,722.09
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	311,477.93	200,273.63	53,910.14
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	15.88	9.73	0.00
经营活动产生现金净流量	97,524.71	-51,920.30	40,696.23
投资活动产生现金净流量	-10,815.88	-13,069.73	470.00
筹资活动产生现金净流量	-39,300.00	96,558.07	56,837.74
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率(%)	--	--	--
三费收入比(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
流动比率(X)	6.21	3.75	3.12
速动比率(X)	6.21	3.75	3.12
资产负债率(%)	45.50	49.70	52.98
总资本化比率(%)	40.48	38.61	48.27
长短期债务比(X)	0.21	0.14	0.48
经营活动净现金/总债务(X)	0.19	-0.10	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	1.08	-0.85	0.17
经营活动净现金/利息支出(X)	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.79	1.69	0.82
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、各期财务报表均执行新会计准则；2、中诚信国际将公司其他流动负债中的带息债务调整至短期债务；中诚信国际将公司长期应付款中的带息债务调整至长期债务；3、公司未提供 2015~2017 年母公司现金流量补充表、财务性利息支出和资本化利息支出，故相关指标失效；4、2015~2017 年，由于母公司未产生营业收入和营业成本，故相关指标失效。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附七：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。