孙吴兴城资本运营有限责任公司
2015 年度企业信用评级报告

大公报 SD【2015】492 号

信用等级：BBB

受评主体：孙吴兴城资本运营有限责任公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014	2013	2012
总资产	3.42	2.40	2.32
所有者权益	2.07	1.67	1.57
营业收入	0.30	0.34	0.27
利润总额	0.10	0.14	0.07
经营性净现金流	0.02	0.09	0.06
资产负债率（%）	39.38	30.43	32.57
流动比率（倍）	2.50	1.92	1.73
毛利率（%）	62.82	71.00	58.80
总资产报酬率（%）	3.32	6.01	3.20
净资产收益率（%）	3.06	6.03	3.07
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.61	46.43	56.36
经营性净现金流/总负债（%）	2.34	12.36	7.98

评级观点

孙吴兴城资本运营有限责任公司（以下简称“孙吴兴城”或“公司”）主要从事黑龙江省黑河市孙吴县政府授权范围内的国有资本运营和城乡基础设施建设投资业务。评级结果反映了公司是孙吴县重要的国有资本运营主体，大小兴安岭生态功能区建设提升到国家战略层面为孙吴县社会经济发展提供了较好的外部条件，公司得到了孙吴县政府财政补贴支持等优势；同时也反映了孙吴县工业基础薄弱，财政实力较弱，公司经营性净现金流有所波动，对债务保障能力不稳定等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险一般。

预计未来 1～2 年，公司在全县国有资本运营和城乡基础设施建设投资方面将继续发挥重要作用并继续得到政府的支持，大公对孙吴兴城的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是孙吴县重要的国有资本运营主体，在国有资产保值和民生保障方面发挥了重要作用；
- 大小兴安岭生态功能区建设提升到国家战略层面，为孙吴县社会经济发展提供了较好的外部条件；
- 公司作为孙吴县重要的城乡基础设施建设投融资主体，继续得到了孙吴县政府在财政补贴和资产划拨方面的有力支持。

主要风险/挑战

- 孙吴县工业基础薄弱，经济发展水平较低，财政实力较弱；
- 2012～2014 年，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定。

评级小组负责人：李晓然
评级小组成员：王疆婷　王佳林
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年七月二十二日

大公保留对企业信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期集合票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

受评主体

孙吴兴城是根据孙政发【2005】26 号文件，于 2005 年 11 月由孙吴县资本运营中心（以下简称“资本运营中心”）、孙吴县基建工程管理审查评估中心（以下简称“基建评估中心”）共同出资组建的有限责任公司，初始注册资本为 200 万元，资本运营中心和基建评估中心分别持有公司 86%和 14%的股份。资本运营中心和基建评估中心均由孙吴县财政局全资控股，因此孙吴县财政局是公司实际控制人。2007 年 8 月，股东依持股比例增加对公司投资 10,800 万元，其中货币出资 3,000 万元，房屋建筑物作为实物出资 7,800 万元。截至 2014 年末，公司注册资本为 11,000 万元，公司股东资本运营中心和基建评估中心仍然分别持有公司股份 86%和 14%，实际控制人仍为孙吴县财政局。

公司是孙吴县重要的国有资本运营和城乡基础设施建设投资主体，目前主要承担孙吴县授权范围内的国有资本运营工作。公司主要从事国有资产出租、自来水供应及水力发电等业务。截至 2014 年末，公司拥有 2 家全资子公司，分别为孙吴县二门山水能开发有限责任公司（以下简称“二门山水能”）和孙吴县自来水公司（以下简称“孙吴自来水”）。

大公承做的孙吴兴城存续债券共计 1 期（详见表 1）。

表 1　目前大公承做的孙吴兴城存续期债券及募集资金概况

债券简称	公司募集资金金额	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 黑重建/14 黑重建债 02[1]	0.5 亿元	2014.11.20～2020.11.20	项目建设	截至 2014 年末，1,200 万元计划用于道路硬化及排水项目，已完成招标手续，并进行施工。430 万元计划用于延长人行道，380 万元计划用于铺设路灯。

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012～2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓。经济增长的放缓制约

[1] 14 黑重建/14 黑重建债 02 由孙吴兴城、汤原县兴原城镇建设投资有限公司、富锦市锦程城市基础设施建设投资有限公司、萝北县力云开发投资有限责任公司、绥滨县宏基投资开发有限公司责任公司和黑河市鸿兴资本运营有限公司联合发行，债项发行额度为 7 亿元，孙吴兴城募集资金金额为 0.50 亿元。

财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速持续收窄，2014年公共财政预算收入增速仅为8.6%，政府性基金收入仅为3.5%。2015年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 7.0%，较上年同期下降0.4个百分点；全国公共财政预算收入3.64万亿元，同比增长3.90%；政府性基金预算收入为0.87万亿元，同比下降33.30%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度。预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响

2011年以来我国全社会固定资产投资保持较快增长，基础设施建设不断推进，未来随着城镇化战略的推进，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资平台在我国城市建设领域发挥重要作用，其开展投融资业务所形成的债务是地方政府性债务的重要组成部分，截至2013年6月末融资平台债务占地方政府三类债务合计的39%。2014年以来国务院、财政部等在地方政府债务管理、平台融资模式等方面进行多次政策调整，调整城市建设投融资模式，推进地方政府债务甄别，明确融资平台各类债务的偿债主体，长期来看投融资平台面临整体的转型压力，转型过程中面临一定的风险分化，但由于融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内仍将发挥一定的投融资职能，融资平台债务整体仍将维持较高的安全度。

孙吴县工业基础较为薄弱，经济增长主要依托第一产业，经济发展水平较低；大小兴安岭生态功能区建设为孙吴县经济发展提供了较好的外部条件

孙吴县地处小兴安岭北麓，位于黑龙江省北部，隶属于黑河市。黑河市面积68.73万平方公里，下辖2市3县1区[2]，代管五大连池风景区，境内有林场34个，各类农场103个[3]。截至2014年末，黑河市总人口169.7万人，全市生产总值420.3亿元，同比增长7.8%，公共财政预算收入26.4亿元，同比增长14.2%。

[2] 黑河市所属2市3县1区分别为北安市、五大连池市、嫩江县、逊克县、孙吴县、爱辉区。
[3] 其中省农垦农场25个，部队农场57个，其他国营农场21个。

孙吴县位于黑河市中部，南侧为五大连池市，西为嫩江县，东为逊克县，是黑河市的重要交通枢纽。全县总面积 4,318.9 平方公里，下辖 1 个街道办事处、2 个镇、9 个乡和 10 个农牧林场[4]。截至 2014 年末，总人口 10.25 万人。孙吴县在黑河中所属市县中，经济实力较弱，2014 年孙吴县地区生产总值占黑河市地区生产总值比重仅为 3.31%。

表 2　2014 年黑河市及所属各区县（市）主要经济指标（单位：亿元）

项目	地区生产总值	固定资产投资
黑河市	420.30	244.70
嫩江县	178.16	83.69
北安市	100.03	57.48
五大连池市	-	-
爱辉区	23.02	32.04
五大连池风景区	5.56	3.63
逊克县	24.52	12.42
孙吴县	**13.92**	**8.86**

资料来源：根据公开资料整理

2014 年，孙吴县实现地区生产总值 13.92 亿元，同比增长 8.5%。孙吴县三次产业结构为 51.6:13.5:34.9，第一产业占比有所提高，经济增长主要依靠第一产业带动。孙吴县工业基础较为薄弱，规模以上工业企业仅有 5 家，全年实现产值 8.58 亿元，同比增长 16.9%。

表 3　2012～2014 年孙吴县主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	13.92	8.5	12.69	8.1	11.36	13.3
进出口总额（亿美元）	0.12	-97.5	5.02	7.9	4.65	13.3
财政总收入	1.58	5.4	1.50	-8.6	1.64	16.5
规模以上工业总产值	8.58	16.9	7.45	24.5	5.99	36.5
全社会固定资产投资	8.86	24.2	7.13	8.0	6.60	31.0
社会销费品零售总额	6.09	12.0	5.43	14.0	4.77	15.1
三次产业比例	51.6:13.5:34.9		50.5:13.7:35.8		50.6：14.1：35.3	

资料来源：2012～2014 年孙吴县国民经济和社会发展统计公报

大小兴安岭生态功能区的建设为孙吴县的经济发展提供了较好的外部条件。2011 年 11 月 1 日，国务院批复《大小兴安岭林区生态保护与经济转型规划（2010—2020 年）》（以下简称“《规划》”），将大小兴

[4] 截至 2014 年 6 月，孙吴县行政区域包括城区办事处、孙吴镇、辰清镇沿江满族达斡尔族乡、腰屯乡、西兴乡、卧牛河乡、清溪乡、正阳山乡、红旗乡、奋斗乡、群山乡；8 个林场：大河口林场、平山林场、正阳山林场、沿江林场、前进林场、向阳林场、红旗林场、辰清林场；1 个良种场、1 个种畜场；合计 94 个行政村。

安岭生态功能区建设正式上升到国家战略层面，规划范围涵盖了黑龙江省 39 个县（市、区），其中，孙吴镇被列为重点发展扶持的 70 个重点镇之一，规划目标为建设成以生态型经济为主的综合型城镇。

按照《规划》的发展布局，沙棘产业区，农副产品加工集聚区和矿产开发将作为孙吴县经济发展的重心。孙吴县现已形成系统化的沙棘产业基地和规模化、标准化的产业化发展布局。全县年加工沙棘果能力 5,000 吨，实际年加工 600 吨，加工成品主要为沙棘果汁饮料、原浆、沙棘冰酒和沙棘籽油等。作为黑龙江省和国家确定的商品粮、大豆出口、大豆超早熟种子基地和亚麻生产基地，孙吴县农副产品加工集聚区主要生产和加工大豆、玉米、马铃薯及山产品，如木耳、蘑菇等。孙吴县辖区内现已发现煤、钼沸石、玛瑙、石油等矿藏 20 余种，已被纳入“伊春、延寿、孙吴有色金属成矿区”，其中正阳钼矿和四季屯煤矿估算储量分别在 2 万吨和 2 亿吨以上。

综合而言，孙吴县自身经济实力较弱，但大小兴安岭生态功能区建设提升为国家发展战略为孙吴县经济发展提供较好的外部条件。沙棘栽培及加工产业、农副产品加工业和采矿业的发展将有助于带动孙吴县经济发展。

地方政府财政分析

财政收入分析

孙吴县财政实力较弱，一般预算收入规模较小，上级转移支付仍是孙吴县财政本年收入的主要来源

近年来，孙吴县财政本年收入保持增长，但地方财政实力仍较弱。2012～2014 年，孙吴县地方财政收入在财政本年收入中的占比分别为 12.50%、10.38%和 9.32%，占比逐年下降。转移性收入是孙吴县财政本年收入的主要来源，2014 年孙吴县转移性收入 11.29 亿元，同比增长 19.98%，在财政本年收入中的占比为 90.68%，占比有所提高。

地方财政收入中，以税收收入为主的一般预算收入保持平稳增长。2012～2014 年，税收收入在一般预算收入中的占比保持在 65%以上。税收收入是一般预算收入的重要组成部分，其中，增值税、营业税和企业所得税收入合计占一般预算收入 47.71%。孙吴县政府性基金收入中主要为土地出让收入，由于土地出让收入受国家政策及房地产行业等宏观环境影响较大，2014 年，孙吴县政府性基金收入占地方财政收入 18.97%，同比有所下降。

表 4　2012～2014 年孙吴县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
财政本年收入合计	**12.45**	**10.50**	**10.24**
地方财政收入	1.16	1.09	1.28
一般预算收入	0.93	0.73	0.61
其中：税收收入	0.62	0.50	0.42
基金预算	0.22	0.35	0.66
预算外	0.01	0.01	0.01
转移性收入	11.29	9.41	8.96
财政本年支出合计	**12.38**	**10.50**	**10.23**
地方财政支出	12.31	10.47	10.20
一般预算支出	11.99	10.05	9.17
基金预算	0.31	0.41	1.02
预算外	0.01	0.01	0.01
转移性支出	0.07	0.03	0.03
本年收支净额	**0.07**	**0.00**	**0.01**

资料来源：根据孙吴县财政局提供资料整理

2014 年，孙吴县纳税前十名企业合计纳税 929 万元，其中农村信用联社（所）和哈药集团三精儿童大药厂（有限公司）分别占比 34.77% 和 13.13%。

表 5　2014 年孙吴县纳税前十名企业情况（单位：万元）

项目	企业名称	国税	地税	合计
1	农村信用联社（所）	145	178	323
2	哈药集团三精儿童大药厂（有限公司）	58	64	122
3	孙吴县电业局	39	44	83
4	林河贸易公司	35	43	78
5	中油股份黑龙江黑河销售分公司	29	34	63
6	中国移动通信集团黑龙江有限公司孙吴分公司	25	36	61
7	孙吴县烟草专卖局	23	34	57
8	中国邮政储蓄银行股份有限公司孙吴县支行	13	39	52
9	中国人民财产保险股份有限公司孙吴县分公司	9	38	47
10	中国联合网络通信有限公司孙吴县分公司	21	22	43
合计		**397**	**532**	**929**

资料来源：根据孙吴县财政局提供资料整理

综合而言，孙吴县财政实力较弱，一般预算收入规模较小，转移性收入是孙吴县财政本年收入的主要来源。

财政支出及政府债务

2012～2014 年，孙吴县公共财政预算支出逐年增长，刚性支出占比较高

2012～2014 年，孙吴县财政本年支出分别为、10.23 亿元、10.50 亿和 12.38 亿元，地方一般预算支出逐年扩大，刚性支出占比较高。农林水事务、教育、社会保障和就业三个项目支出较大，2014 年的支出规模分别为 3.84 亿元、1.97 亿元和 1.68 亿元。

表 6　2012～2014 年孙吴县公共财政预算支出情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	11.99	100.00	10.05	100.00	10.23	100.00
狭义刚性支出[5]	5.33	44.47	4.63	46.12	4.17	45.47
一般公共服务	0.85	7.07	0.62	6.18	0.48	5.21
教育	1.97	16.44	1.80	17.86	1.95	21.26
社会保障和就业	1.68	13.98	1.55	15.46	1.21	13.15
医疗卫生	0.84	6.98	0.67	6.62	0.54	5.84
广义刚性支出[6]	6.34	52.88	5.60	55.71	5.11	55.70

数据来源：根据孙吴县财政局提供资料整理

公司未提供 2014 年末孙吴县政府债务数据。截至 2014 年 2 月，孙吴县政府性债务余额为 9,234.23 万元（不含粮食企业政策性挂账 1,357.30 万元）。地方政府负有直接偿还责任的债务为 7,734.23 万元，其中，县本级政府债务 6,395.8 万元、乡镇债务 1,374.43 万元；地方负有担保责任的债务为 1,500 万元，为县财政局对桦林、十里岗、协振和辰清 4 个现代农机专业合作社担保产生的担保债务。

经营与政府支持

公司作为孙吴县重要的国有资本运营主体，承担了县内国有资本运营工作；资产出租是公司营业收入和毛利润的主要来源；受上游来水量影响，水力发电收入波动较大

公司负责孙吴县国有资本运营和城乡基础设施建设投资工作，出租政府办公大楼获取租金收入仍是公司营业收入的主要来源，其他收入包括自来水供应、水力发电及安装等业务。2012～2014 年，公司营业收入有所波动，2014 年受水力发电收入下降的影响，其他业务毛利率转盈为亏。

[5] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[6] 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融（采掘电力信息、金融监管支出）等事务四个科目。

表 7　2012～2014 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**3,048**	**100.00**	**3,363**	**100.00**	**2,658**	**100.00**
资产出租	2,253	73.93	2,310	68.70	1,910	71.87
其他业务	795	26.07	1,053	31.30	748	28.73
毛利润	**1,915**	**100.00**	**2,388**	**100.00**	**1,562**	**100.00**
资产出租	1,967	102.75	2,024	84.78	1,624	103.90
其他业务	-53	-2.75	364	15.22	-61	-3.93
毛利率		**62.82**		**71.00**		**59.23**
资产出租		87.31		87.62		85.02
其他业务		-6.63		34.53		-8.21

数据来源：根据公司提供的资料整理

资产出租是公司营业收入和毛利润的主要来源，2012～2014 年，资产出租收入占公司营业收入的分别为 71.87%、68.70%和 73.93%，公司毛利润主要来自资产出租业务。同期，受经营成本倒挂影响，自来水供应业务利润为负。同期，水力发电业务营业收入和毛利润均波动较大，主要是由于 2013 年受上游来水量大幅增加、水力发电量远高于历史水平影响，水力发电收入大幅增加，2014 年水力发电量恢复正常，水力发电收入大幅下降所致。

综合看来，公司营业收入有所波动，资产出租是公司营业收和利润的主要来源，受上游来水量影响，水力发电量波动较大。

● 资产出租

资产出租是公司营业收入和毛利润的主要来源；2012～2014 年，受公司租金波动影响，资产出租收入有所波动

公司资产出租业务由公司本部承担，出租面积约为8.53万平方米。2012～2014 年，资产出租收入有所波动，2012～2013 年，资产出租收入逐年增加，2014 年受房价下跌影响，公司下调租金，平均租金费率有所减少影响，出租收入略有下降，毛利润有所下滑。

表 8　2012～2014 年公司资产出租情况

指标	2014 年	2013 年	2012 年
平均租金费率（元/平方米）	257.60	269.50	223.80
出租面积（平方米）	85,338	85,338	85,338
出租收入（万元）	2,253	2,310	1,910
出租率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司作为孙吴县重要的国有资本运营主体，承担了孙吴县内国有资本运营工作，资产出租是公司营业收入和毛利润的主要

来源。

● 其他业务

公司其他业务主要包括自来水供应、水力发电及安装业务。自来水供应业务主要由子公司孙吴自来水承担，水力发电由子公司二门山水能承担。

受自来水供应业务实际供水成本高于供水价格影响，孙吴自来水处于亏损经营

孙吴自来水是孙吴县唯一的自来水生产及供应企业，日供水能力1.5万吨，年供水能力约为150万吨，城区配水管网81公里，其中主次干线50公里，直线和进户线31公里，供水服务人口约3.70万人。2014年孙吴自来水共制水180万吨，送水140万吨，全年实现总收入633.71万元，其中水费收入451.14万元、安装收入59.40万元、水表收入87.00万元、其他收入53.00万元。2014年，自来水公司实施了孙吴县净水厂升级改造建设项目，共完成总投资1,800万元。

表9　2012～2014年公司自来水供应情况

指标	2014年		2013年		2012年	
	工业用水	居民用水	工业用水	居民用水	工业用水	居民用水
水费收入（万元）	91.20	92.80	78.30	125.80	53.10	116.30
供水量（万吨）	19.00	37.12	16.30	50.32	11.06	46.52
综合水价（元/吨）	4.80	2.50	4.80	2.50	4.80	2.50

资料来源：根据公司提供资料整理

2014年，在自来水供应经营中，工业用水消费量和居民用水消费量分别占33.86%和66.14%，能够经营获利的工业用水消费量占比较低，而定价较低的居民用水消费量占比较高，实际供水成本约为5.80～6.23元/吨，孙吴自来水仍处于亏损经营。

2012～2014年，水力发电业务受上游来水量变动影响较大，盈利水平不稳定

水力发电业务主要由子公司二门山水能承担。2012～2014年，水力发电收入波动较大。2013年，受洪水影响，上游来水量增加，水力发电业务收入大幅增加，2014年，上游来水量恢复正常，水力发电业务收入同比下降较多。2014年，机组利用小时数达到1,986小时，实现发电量429万千瓦时，上网电量417万千瓦时，实现效益196万元。二门山水能水力发电业务受上游来水量变动的影响较大，盈利水平不稳定。

表 10　2012～2014 年公司水力发电情况

指标	2014 年	2013 年	2012 年
发电机组运行小时数（小时）	1,986	4,965	1,954
发电量（万千瓦时）	429	1,085	427
上网电量（万千瓦时）	417	919	409
上网电价（元/千瓦时）	0.46	0.46	0.46
发电收入（万元）	196	423	189

资料来源：根据公司提供资料整理

为改善水力发电业务常年经营亏损的不利局面，二门山水能利用水库现有资源，先后和多家汽车厂商签订了寒地试车合作协议，主要有韩国现代摩比斯、东风日产和广汽集团。

由于孙吴县人口较少，工业用水规模及增幅有限，且水力发电业务受来水条件变动的影响较大，公司自来水供应及水力发电业务仍将面临一定的经营不利因素，寒地试车项目的开展或将有助于改善水力发电业务经营亏损的局面。

● 政府支持

公司在国有资产保值和民生保障方面发挥了重要作用，作为孙吴县重要的城乡基础设施建设投资主体，得到了孙吴县政府在财政补贴和资金划拨方面的支持

公司承担了孙吴县内国有资本运营工作，在国有资产保值和民生保障方面发挥了重要作用，得到了孙吴县政府的财政补贴和资产注入支持。2012～2014 年，公司得到财政补贴分别为 50 万元、70 万元和 189 万元，逐年增长。2013 年，孙吴自来水及二门山水能整体划拨至公司名下。2014 年，公司完成城区办公楼建设 3,300 平方米，维修人大等办公楼 2,500 平方米。2015 年，公司将继续承建烈士陵园建设项目。

公司治理与管理

公司是 2005 年经孙吴县政府批准并出资成立的有限责任公司。截至 2014 年末，公司注册资本为 11,000 万元，孙吴县财政局是公司实际控制人。公司实行董事会领导下的总经理负责制。总经理下设综合部、财务部及经营部三个部门，负责公司日常业务运营。公司设股东会、董事会及监事会，股东会决定公司的经营方针和投资计划，董事会对股东会负责，监事会对公司董事、高级管理人员经营管理活动进行监督。未来公司将按照市场化运作方式，有效实现国有资产保值增值；并按照孙吴县城市建设规划与任务，抓住孙吴县城乡一体化的有利时机，推进孙吴县棚户区改造项目的投融资与建设工作，扩大公司经营和业务规模。公司作为孙吴县重要的国有资本运营和城乡基础设

施建设投资主体，得到了孙吴县政府在财政补贴方面的有力支持，2014年，公司获得政府补贴收入 189 万元，未来随着孙吴县城市基础设施建设规模的扩大，公司业务规模将不断扩大。公司抗风险能力一般。

财务分析

公司提供了 2014 年财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2012～2014 年末，公司资产规模逐年增加，资产以非流动资产为主

2012～2014 年末，公司资产规模逐年增加，资产仍以非流动资产为主，非流动资产在总资产中占比分别为 61.34%、58.37%和 50.95%。

表 11　2012～2014 年末公司资产主要构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4,540	13.29	668	2.78	148	0.64
应收账款	7,791	22.80	6,089	25.35	5,201	22.40
其他应收款	4,129	12.08	3,118	12.98	3,165	13.63
预付款项	224	0.65	103	0.43	344	1.48
流动资产合计	**16,761**	**49.05**	**10,002**	**41.63**	**8,907**	**38.36**
投资性房地产	4,263	12.47	4,549	18.93	4,835	20.82
固定资产	12,433	36.38	9,076	37.78	9,096	39.18
非流动资产合计	**17,413**	**50.95**	**14,022**	**58.37**	**14,310**	**61.34**
资产总计	**34,174**	**100.00**	**24,024**	**100.00**	**23,216**	**100.00**

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项构成。2014 年末，政府拨付工程资金用于西部棚户区改造，公司货币资金大幅增加；应收账款主要是孙吴县财政局对公司的欠款 7,788 万元，占应收账款 99.96%。其他应收款主要为应收孙吴县资本运营中心 1,500 万元、应收孙吴县基建工程管理评估中心 1,500 万元以及应收雪城经贸有限公司 1,000 万，三者合计占其他应收款 87.70%；预付款项账龄 1 年以内和 2 至 3 年的分别占 86.58%、13.42,%，预付款项主要为对黑龙江天源市政工程项目部、孙正公路建设第三项目部和孙吴县昌源房地产开发有限公司的工程预付款，占比分别为 71.59%、14.99%和 13.42%。

公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。2014 年末，固定资产主要是房屋和建筑物，受购置房屋及建筑物影响，固定资产的账面价值有所增加。公司投资性房地产主要是供出租的房屋和建筑

物，无形资产主要为土地使用权，账面价值约 47 万元。

截至 2014 年末，公司无受限情况资产。

综合来看，公司资产规模逐年增长，资产以非流动资产为主。

资本结构

2012～2014 年末，受发行债券影响，公司负债及有息负债有所波动；2014 年，资本结构变为以非流动负债为主

2012～2014 年末，公司负债有所波动。2012～2013 年末，负债有所下降，2014 年负债大幅增加，同比增长 84.07%。2014 年，负债资本结构变为以非流动负债为主，非流动负债同比增长 219.75%，其中主要是应付债券增加 4,950 万元。

公司流动负债主要由其他应付款和应交税费构成。2014 年末，公司其他应付款为 3,437 万元，账龄均在 1 年以内，主要是应付孙吴县财政局工程往来款 3,038 万元，占其他应付款 88.40%；应交税费 3,113 万元，主要为营业税、企业所得税和房产税，三项共占 98.09%。

表 12　2012～2014 年末公司负债构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	**13,459**	**100.00**	**7,312**	**100.00**	**7,562**	**100.00**
流动负债	6,709	49.85	5,201	71.13	5,162	68.26
非流动负债	6,750	50.15	2,111	28.87	2,400	31.74
有息负债	**6,850**	**50.90**	**2,160**	**29.54**	**2,510**	**33.19**
短期借款	100	0.74	60	0.82	110	1.45
长期借款	1,800	13.37	2,100	28.72	2,400	31.74
应付债券	4,950	36.78	-	-	-	-
资产负债率		**39.38**		**30.43**		**32.57**

2012～2014 年末，公司有息负债有所波动。2012～2013 年末，有息负债有所下降，2014 年末，受公司发行债券影响，公司有息负债大幅增加，有息负债占总负债 50.90%，同比增加 21.36 个百分点，有息负债以应付债券和长期借款为主，其中长期借款为子公司二门山水能用于水电站建设的保证借款。公司短期有息债务仅占 1.48%，短期债务压力较小。

表 13　截至 2014 年末公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

项目	≤1 年	(3，4]年	＞5 年	合计
金额	100	1,800	4,950	**6,850**
占比	1.46	26.28	72.26	**100.00**

截至 2014 年末，公司无对外担保。

2012～2014 年末，公司所有者权益分别为 1.57 亿元、1.67 亿元

和 2.07 亿元，逐年增长，所有者权益的逐年增长主要是由于净利润增加及未分配利润大幅增加所致。

2012～2014 年末，公司资产负债率分别为 32.57%、30.43%和 39.38%；债务资本比率分别为 13.82%、11.45%和 24.85%。

盈利能力

2012～2014 年，公司营业收入和利润仍主要来自资产出租；期间费用逐年增长，且占比较高

2012～2014 年，公司营业收入仍主要来源于资产出租，但受二门山水能营业收入波动影响，公司营业收入有所波动；期间费用占营业收入比重分别为 15.65%、17.72%和 29.30%，公司期间费用以管理费用为主。

表 14　2012～2014 年公司损益情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	3,048	3,363	2,658
营业成本	1,133	975	1,095
期间费用	893	596	416
销售费用	41	32	26
管理费用	710	544	380
财务费用	142	20	10
资产减值损失	55	26	139
营业利润	833	1,343	666
补贴收入	189	70	50
净利润	634	1,058	480
毛利率	62.82	71.00	58.80
EBIT 利息保障倍数（倍）	7.52	72.90	74.26

2012～2014 年，公司营业利润有明显波动，2014 年营业利润同比下降 37.97%，主要是其他业务收入下降所致。营业外收入主要为用于运营补贴的政府补助，2012～2014 年，政府补贴收入分别为 50 万元、70 万元和 189 万元。2014 年，受发行债券影响，公司计入财务费用的利息支出大幅提升，导致 EBIT 利息保障倍数大幅下降。2012～2014 年，公司总资产报酬率分别为 3.20%、6.01%和 3.32%，净资产收益率分别为 3.07%、6.33%和 3.06%，均有所波动。

现金流

2012～2014 年，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定

2012～2014 年，公司经营性净现金流波动较大，2014 年，受营业收入下降及预付款项增加影响，公司经营性净现金流大幅下降，预付

款项为对黑龙江天源市政工程项目部、孙正公路建设第三项目部和孙吴县昌源房地产开发有限公司的工程预付款。公司投资性净现金流均为净流出，主要由构建机器设备及运输工具等固定资产活动；同期，筹资性净现金流波动较大，2014 年，受公司发行债券影响，筹资性净现金流大幅增加，呈净流入。

表 15　2012～2014 年公司现金流情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	243	919	564
投资性净现金流	-910	-30	-233
筹资性净现金流	4,540	-370	-202
经营性净现金流/流动负债	4.08	17.74	12.36
经营性净现金流/总负债	2.34	12.36	7.98
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.61	46.43	56.36

综合来看，公司经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力较不稳定。

偿债能力

2012～2014 年，公司流动比率分别为 1.73 倍、1.92 倍和 2.50 倍，速动比率分别为 1.72 倍、1.92 倍和 2.49 倍，均有所增长，对流动负债的保障能力有所增强，但公司资产负债率和长期资产适合率均有所提高。公司收入主要来源于仍为资产出租收入，水力发电业务受上游来水情况变动影响较大，盈利水平不稳定。此外，公司经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力较不稳定。公司是孙吴县重要的国有资本运营主体，获得了政府在财政补贴和资产划拨方面的支持，在一定程度上有利于提高公司的债务偿付能力。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 5 月 14 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。公司 2014 年 11 月 20 日联合发行的 14 黑建债/14 黑重建债 02 尚未到付息日。

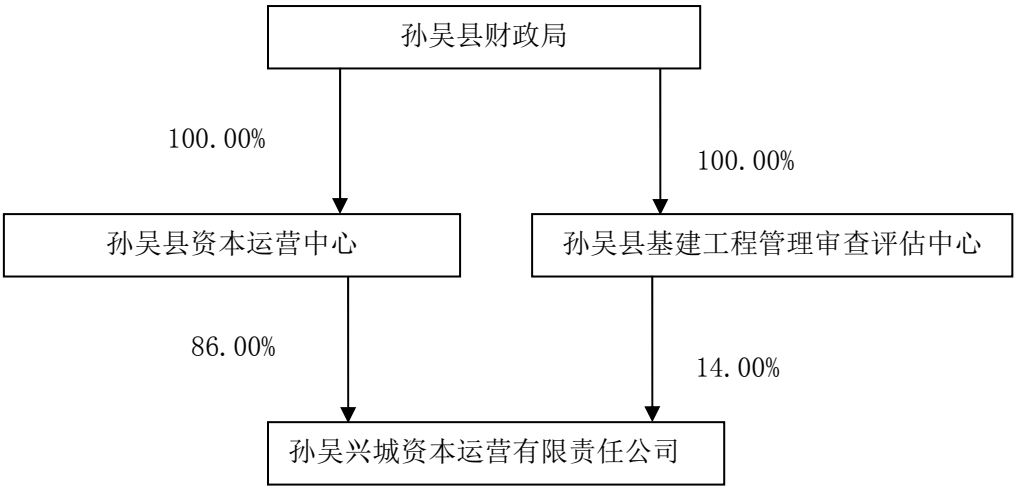
结论

孙吴县地处小兴安岭北麓、黑河市中部，大小兴安岭生态功能区的建设作为国家发展战略为孙吴县的经济发展提供了较好的外部条件，然而孙吴县工业基础较为薄弱，经济发展水平较低，财政实力较弱，一般预算收入规模较小，上级转移支付是孙吴县财政本年收入的主要来源。同时，公司是孙吴县重要的国有资本运营主体，在孙吴县国有资产保值和民生保障方面发挥了重要作用，并得到政府在财政补贴及资产划拨方面的支持，有利于公司资产规模的扩大。2012～2014

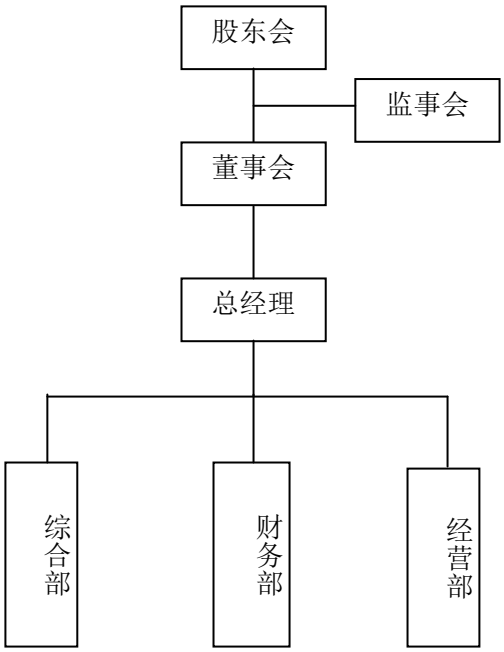
年，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险一般。

预计未来 1～2 年，公司在全县国有资本运营和城乡基础设施建设投资方面将继续发挥重要作用并继续得到政府的支持。因此，大公对孙吴兴城的评级展望为稳定。

附件 1　截至 2014 年末孙吴兴城资本运营有限责任公司组织结构图



附件 2　截至 2014 年末孙吴兴城资本运营有限责任公司组织结构图



附件 3　　孙吴兴城资本运营有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	4,540	668	148
应收账款	7,791	6,089	5,201
其他应收款	4,129	3,118	3,165
预付账款	224	103	344
存货	77	24	49
流动资产合计	16,761	10,002	8,907
投资性房地产	4,263	4,549	4,835
固定资产	12,433	9,076	9,096
非流动资产合计	17,413	14,022	14,310
总资产	34,174	24,024	23,216
占资产总额比（%）			
货币资金	13.29	2.78	0.64
应收账款	22.80	25.35	22.40
其他应收款	12.08	12.98	13.63
预付账款	0.65	0.43	1.48
存货	0.23	0.10	0.21
流动资产合计	49.05	41.63	38.36
投资性房地产	12.47	18.93	20.82
固定资产	36.38	37.78	39.18
非流动资产合计	50.95	58.37	61.64
负债类			
短期借款	100	60	110
其他应付款	3,437	2,741	3,413
应交税费	3,113	2,370	1,586
流动负债合计	6,709	5,201	5,162
长期借款	1,800	2,100	2,400
应付债券	4,950	-	-
非流动负债合计	6,750	2,111	2,400
负债合计	13,459	7,312	7,562
占负债总额比（%）			
短期借款	0.74	0.82	1.45
其他应付款	25.53	37.49	45.13
应交税费	23.13	32.42	20.98
流动负债合计	49.85	71.13	68.26

附件 3　孙吴兴城资本运营有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年	2013 年	2012 年
长期借款	13.37	28.72	31.74
应付债券	36.78	-	-
非流动负债合计	50.15	28.87	31.74
权益类			
实收资本（股本）	11,000	11,000	11,000
资本公积	7,786	5,487	5,487
盈余公积	245	135	24
未分配利润	1,683	-	-
归属于母公司所有者权益	20,715	16,712	15,655
所有者权益合计	20,715	16,712	15,655
损益类			
营业收入	3,048	3,363	2,658
营业成本	1,133	975	1,095
销售费用	41	32	26
管理费用	710	544	380
财务费用	142	20	10
营业利润	833	1,343	666
利润总额	985	1,424	733
所得税	350	366	253
净利润	634	1,058	480
归属于母公司所有者的净利润	634	1,058	480
占营业收入比（%）			
营业成本	37.18	29.00	41.20
销售费用	1.34	0.97	0.98
管理费用	23.28	16.47	14.29
财务费用	4.67	0.58	0.38
营业利润	27.34	39.94	25.07
利润总额	32.30	42.33	27.57
净利润	20.81	31.45	18.06
归属于母公司所有者的净利润	20.81	31.45	18.06
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	243	919	564
投资活动产生的现金流量净额	-910	-30	-233
筹资活动产生的现金流量净额	4,540	-370	-202

附件 3　孙吴兴城资本运营有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2014 年	2013 年	2012 年
财务指标			
EBIT	1,136	1,443	743
EBITDA	1,943	2,090	1,360
总有息负债	6,850	2,160	2,510
毛利率（%）	62.82	71.00	58.80
营业利润率（%）	27.34	39.94	25.07
总资产报酬率（%）	3.32	6.01	3.20
净资产收益率（%）	3.06	6.33	3.07
资产负债率（%）	39.38	30.43	32.57
债务资本比率（%）	24.85	11.45	13.82
长期资产适合率（%）	157.72	134.24	126.17
流动比率（倍）	2.50	1.92	1.73
速动比率（倍）	2.49	1.92	1.72
保守速动比率（倍）	0.68	0.13	0.03
存货周转天数（天）	16.04	13.42	15.60
应收账款周转天数（天）	819.68	604.35	575.80
经营性净现金流/流动负债（%）	4.08	17.74	12.36
经营性净现金流/总负债（%）	2.34	12.36	7.98
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.61	46.43	56.36
EBIT 利息保障倍数（倍）	7.52	72.90	74.26
EBITDA 利息保障倍数（倍）	12.87	105.58	135.98
现金比率（%）	67.67	12.84	2.87
现金回笼率（%）	28.27	50.59	29.57
担保比率（%）	-	-	-

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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，有较高违约风险。

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。

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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。