

信用等级公告

联合[2018]053号

兴义市信恒城市建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对兴义市信恒城市建设投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

兴义市信恒城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

2018 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限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：

二零一八年一月十二日



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>

2018 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司

公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AA₊
 公司主体信用等级: AA₊
 评级展望: 稳定
 本次发行规模: 8 亿元
 本次债券期限: 7 年
 还本付息方式: 按年计息, 存续期第 3 年至第 7 年, 每年偿还 20% 债券本金, 到期利息随本金一起支付

发行目的: 用于兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目

评级时间: 2018 年 1 月 12 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	124.06	178.63	189.27
所有者权益(亿元)	72.55	75.42	78.28
长期债务(亿元)	19.32	59.21	77.92
全部债务(亿元)	23.17	69.12	88.35
主营业务收入(亿元)	8.91	13.60	15.93
净利润(亿元)	2.91	2.87	2.85
EBITDA(亿元)	3.31	3.64	3.72
经营性净现金流(亿元)	-7.28	-33.38	-18.29
主营业务利润率(%)	11.20	10.45	7.37
净资产收益率(%)	5.06	3.89	3.71
资产负债率(%)	41.52	57.78	58.64
全部债务资本化比率(%)	24.21	47.82	53.02
流动比率(倍)	3.75	4.03	5.67
EBITDA 全部债务比(倍)	0.14	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	1.28	0.66
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.41	0.46	0.47

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3、报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币; 4、其他非流动负债计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对兴义市信恒城市建设投资有限公司(以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体, 在项目储备、资产划拨、财政补贴、应收款项偿还计划方面获得当地政府大力支持。近几年公司收入和利润较快增长。此外, 近年来公司的基础设施建设项目规模逐年增大, 房地产开发销售、民爆用品经销、工程车辆经销、建筑垃圾处置等业务对公司收入及利润有一定贡献。同时, 联合评级也关注到公司应收类款项快速增长、整体盈利能力较弱、资产流动性较差、经营性现金大规模净流出、债务规模快速增长、未来融资压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来, 兴义市经济稳步发展, 财政实力呈增长态势, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。未来随着兴义市城市化建设进程的推进, 公司基础设施建设业务有望稳步提升。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券期限为 7 年, 还款资金来源主要为项目配套商铺、住宅及停车位未来拟对外销售获得的收入。本次公司债券设置提前还款安排, 有效地降低了公司资金集中偿付压力; 贵阳银行股份有限公司兴义分行(以下简称“贵阳银行”) 提供的流动性贷款支持对本次公司债券本息偿付提供一定保障。

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

优势

1. 近年来, 兴义市经济稳步增长, 地方可控财力呈增长态势, 为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司在项目储备、资产划拨、资本金注入和政府补贴等方面获得了兴义市政府的大力支持。

3. 公司近年来资产规模大幅增长，随着基础设施建设项目规模逐年增大，公司主营业务收入增长较快。

4. 贵阳银行为本期债券提供流动性贷款支持，提高了本期债券按时兑付的安全性。本期债券设置分期偿还条款，降低了未来集中偿付压力。

关注

1. 兴义市地方财力中上级补助收入和土地出让金占比较大，地方政府债务负担偏重。

2. 公司应收款项规模较大，增长较快，对公司资金形成占用。公司资产中存货规模较大，对资金占用较多，资产流动性较差，公司整体资产质量一般。

3. 随着公司业务扩展，整体债务规模快速增加，债务负担不断加重。

4. 公司利润总额对财政补贴的依赖程度高，经营性现金流表现为净流出，且未来投资规模较大，公司对外融资压力上升。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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兴义市信恒城市建设投资有限公司提供，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，未因兴义市信恒城市建设投资有限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、评级人员与兴义市信恒城市建设投资有限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，联合评级将对兴义市信恒城市建设投资有限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

兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“兴义信恒”）成立于 2012 年 4 月 26 日，系根据兴义市人民政府出具《七届市人民政府第一次常委会议纪要》（兴府常议【2012】9 号）、《关于兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司出资成立兴义市信恒城市投资有限公司的通知》（兴府通【2012】50 号），由兴义市博大弘鼎房地产开发有限公司（以下简称“博大弘鼎”）出资成立的有限责任公司，初始注册资本为 200 万元。

2012 年 4 月，根据兴义市人民政府《关于兴义市信恒城市投资公司筹建工作有关事宜的专题会议纪要》（兴府专议【2012】131 号）、兴义市财政局国有资产管理局《关于变更兴义市信恒城市投资建设有限公司出资人的通知》（兴市财资字【2012】14 号），公司股东由博大弘鼎变更为兴义市财政局国有资产管理局。

2012 年 11 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《兴义市信恒城市建设投资有限公司增资决议》，由兴义市财政局国有资产管理局以货币形式向公司增资 0.10 亿元，公司注册资本由 0.02 亿元变更为 0.12 亿元。

2013 年 1 月，根据兴义市人民政府《七届市人民政府第十五次常务会议纪要》（兴府常议【2013】4 号）、兴义市财政局国有资产管理局《关于<兴义市信恒城市建设投资有限公司请求增加注册资本金的请示>的批复》（兴市财资字【2013】8 号），兴义市财政局国有资产管理局同意博大弘鼎以货币形式向公司增资 2.00 亿元，公司注册资本由 0.12 亿元变更为 2.12 亿元，其中兴义市财政局国有资产管理局占 6.00%，博大弘鼎占 94.00%。

2013 年 5 月，根据兴义市人民政府《市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司股权划转及增资有关事宜的专题会议纪要》（兴府专议【2013】98 号）、兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司股权划转及增资的批复》（兴市财资字【2013】56 号），公司股东决定将兴义市财政局国有资产管理局出资的 0.12 亿元股权、博大弘鼎出资的 2.00 亿元股权划转到兴义市博大基本建设投资有限责任公司（以下简称“市博大公司”），股权变更后，市博大公司持有公司 100.00% 股权。另外，兴义市财政局国有资产管理局同意划拨 2.00 亿元至市博大公司，用于市博大公司以货币形式向公司增资 2.00 亿元，公司注册资本由 2.12 亿元变更为 4.12 亿元。

2013 年 8 月，根据兴义市人民政府《关于增加市信恒城投公司注册资本金有关事宜的专题会议纪要》（兴府专议【2013】163 号）、兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的批复》（兴市财资字【2013】103 号），兴义市财政局国有资产管理局同意向市博大公司拨款 1.50 亿元，用于市博大公司以货币形式向公司增资 1.50 亿元，公司注册资本由 4.12 亿元变更为 5.62 亿元。

2013 年 12 月，根据兴义市人民政府《关于市信恒城投公司出资人变更有关事宜的专题会议纪要》（兴府专议【2013】250 号）、兴义市财政局国有资产管理局《关于市信恒城投公司股权划转的批复》（兴市财资字【2014】47 号），公司股东变更为兴义市基本建设投资管理中心，2014 年 7 月 29 日，公司完成工商变更登记。公司的出资人及实际控制人为兴义市基本建设投资管理中心（以下简称“兴义市基建投中心”），出资比例占公司注册资本的 100%。截至 2016 年底，公司注册资本 5.62 亿元。

2017 年 9 月，根据兴义市人民政府《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的专题会议纪要》（兴府市议【2017】90 号），兴义市基建投中心向公司增加注册资本金 3 亿元。

2017年12月19日，公司完成工商变更登记。本次增资由贵州诚隆会计师事务所有限公司审验并出具黔诚隆（验）字【2017】Y11102号验资报告。截至2017年底，公司注册资本8.62亿元，兴义市基建投中心为公司唯一股东和实际控制人。

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：市政公共设施投资及管理；对政府授权的国有资产进行运营管理；非金融性投资运营及管理；道路改造、建设；土地开发整理；农业产业园区基础设施投资、建设及运营，农业农村基础设施投资、建设及运营，投资发展特色农业产业；工业基础设施、能源、交通的投资及管理；投资咨询服务；教育产业投资；文化传媒投资及管理；酒店投资及管理；电子产品、五金交电、办公用品、机械设备、装饰材料、建材材料的销售；家政服务；物业管理；停车场服务（以上经营项目涉及到前置许可的凭许可证经营）。

截至2016年底，公司本部内设办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部及资产管理部等7个职能部门（见附件1）；公司拥有一级子公司9家，均为全资子公司；公司及下属公司共有在职员工43人。

截至2016年底，公司合并资产总额189.27亿元，负债合计111.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.28亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入15.93亿元，净利润（含少数股东损益）2.85亿元，全部为归属于母公司净利润2.85亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.29亿元，现金及现金等价物净增加额3.14亿元。

公司注册地址：兴义市桔山办民族风情街20-5号；法定代表人：王家贤。

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“2018年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为不超过8亿元，发行期限为7年，本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。本次债券设置提前偿还条款，自债券存续期第3年至第7年，每年按照债券发行总额的20%偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。本次债券以簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设置的发行网点向境内机构投资者（国家法律法规另有规定除外）公开发行人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）协议发行。

本次债券无担保。贵阳银行股份有限公司兴义分行（以下简称“贵阳银行”）为本次债券提供流动性贷款支持。

本次债券已于2016年12月30日取得国家发改委核准批复（发改企业债券[2016]380号），并于2017年12月28日取得国家发改委同意延长核准文件有效期的函（发改办财金[2017]2144号），有效期延长至2018年12月30日。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金 8 亿元，计划全部投资于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目：

表 1 本次债券项目建设情况（单位：万元，%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目投资总额比例
兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目	236,101.41	80,000.00	33.88

资料来源：项目可研报告

（1）项目整体概况

本次债券的募投项目为兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目，性质为新建。项目拟建地点位于兴义市老城黄草街道办，为《贵州省兴义市旧城更新与控制性详细规划》内的核心控制范围，多条城市道路从域内通过，交通条件十分便利。

按照《贵州省兴义市旧城更新与控制性详细规划》及片区实际需求，项目建设内容：建设用地规划总用地面积 96,560.23 平方米（约 144.70 亩），总建设规模 472,548.50 平方米，其中计容面积 387,648.50 平方米，包括配套商铺 88,303.50 平方米，住宅 294,345.00 平方米，物管用房 1,500.00 平方米，其中还迁面积 123,700.00 平方米，可解决拆迁安置入住人数 4,000 人（还迁户 1,250 户，按 98.96 平方米/户估算），幼儿园 3,500.00 平方米，配套地下室面积 84,900.00 平方米。

项目整体批复情况

兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目已经获得相关主管部门的批复。具体的批复文件见下表所示：

表 2 募投项目具体批复文件情况

审批单位	文件名称	文号
兴义市发展和改革委员会	《关于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目立项批复》	兴市发改字【2016】335 号
兴义市发展和改革委员会	《关于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目可行性研究报告的批复》	兴市发改字【2016】336 号
兴义市环境保护局	《关于对<兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造工程环境影响报告书>的批复》	兴市环审字【2016】234 号
兴义市城乡规划局	建设项目选址意见书	兴规字【2016】第 1-025 号
	建设用地规划许可证	兴规字【2016】第 1-040 号
	建设工程规划许可证	兴规字【2016】第 1-036 号
兴义市国土资源局	《关于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目用地的预审意见》	兴市国土资预审【2016】37 号
兴义市发展和改革委员会	兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目固定资产投资节能登记表	--
兴义市维稳办	《关于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目社会稳定风险评估审查意见》	兴维稳办【2016】13 号

资料来源：公司提供

资金筹措与经济效益

募投项目总投资 236,101.41 万元，拟使用本次债券募集资金 8 亿元，其余由公司通过自有资金和其他渠道解决。

募投项目建设过程中逐步完成的配套商铺、住宅及地上、地下停车位将对外转让，转让收入作为首要偿债保障措施，上述项目可转让部分预计收益如下表。配套商铺、商品住宅和停车位的出让价格依据兴义市住房和城乡建设局出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司 2016 年公司债券募集资金用于棚户区改造项目有关情况的说明》（兴市住建字【2016】71 号）。

表 3 募投项目预计销售收入

序号	收益类型	数量 (m ² 或个)	单价 (万元/m ² 或万元/个)	项目收益 (万元)
1	配套商铺	88,303.5m ²	2.65	234,004.28
2	商品住宅	17,0645m ²	0.30	51,193.50
3	停车位	2,549 个	15.00	38,235.00
合计	--	--	--	323,432.78

资料来源：兴义市住房和城乡建设局出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司 2016 年公司债券募集资金用于棚户区改造项目有关情况的说明》（兴市住建字【2016】71 号）

整体看，根据可行性研究报告的测算，项目自身收入 32.34 亿元，扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为 5.18 亿元，所得税后利润为 3.88 亿元。项目收入可以覆盖项目成本。

项目建设进度

募投项目建设工期估计为 3 年（36 个月），预计为 2016 年 5 月至 2019 年 5 月。截至 2017 年 9 月底，兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目已完成投资约 7.2 亿元，目前已完成项目的前期审批手续、项目用地的土地出让手续并缴纳土地出让金、项目用地场平等工作。目前项目总体实施进度百分比已完成 30.5%。

（2）结论

上述项目完成后，将推动兴义市城镇化的有序发展，提高居民生活质量，对促进兴义市国民经济的发展具有积极意义。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.70%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51.00% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52.00% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.50%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.40%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.80%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.50 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.10%（实际增长 8.80%），增速较上年小幅回

落。其中，民间投资增幅（3.20%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.70%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.90%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.20%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.40%（实际增长9.60%），增速较上年小幅回落0.30个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.60%。2016年，中国居民人均可支配收入23,821.00元，较上年实际增长6.30%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.90%，降幅比上年收窄6.10个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.00%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.60%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.20个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.50%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

公司业务以工程施工业务为主，属于城市基础设施建设行业。

1. 行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（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，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，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

兴义市位于贵州省西南部，地处黔、滇、桂三省（区）结合部中心地带，是黔西南布依族苗族自治州州府所在地和全州政治、经济、文化、信息中心，位于南（宁）贵（阳）昆（明）经济圈的中心，地理区位优势，素有“三省通衢”之称，是贵州省四大中心城市之一。全市总面积 2,915 平方公里，市区面积 70 余平方公里，现辖 8 个街道办事处，17 个镇，5 个乡，364 个村委会、18 个社区居委会。

（1）兴义市经济概况

兴义市经济总量近年来持续增长，根据兴义市人民政府发布的《2016 年全市主要经济指标运行情况》，2016 年全市预计实现国内生产总值 366.90 亿元，同比增长 14.10%。其中：第一产业增加值 37.06 亿元，同比增长 6.40%；第二产业增加值 125.95 亿元，同比增长 13.10%；第三产业增加值 203.89 亿元，同比增长 16.30%。

2016 年兴义市实现规模以上工业总产值 362.55 亿元，同比增长 14.90%；全市规模以上工业增加值 121.95 亿元，同比增长 12.50%。

2016 年兴义市 500 万元以上固定资产投资完成 322.90 亿元，同比增长 21.90%；房地产商品房销售面积完成 185.70 万平方米，同比增长 22.90%。建筑业总产值完成 43.90 亿元，同比增长 30.30%。总体看，近年来兴义市经济发展较快，经济结构加快优化，固定资产投资增速较快。

(2) 兴义市政府财力及债务

伴随兴义市经济总量的持续增长，市地方可控财力呈上升趋势。2016年兴义市地方可控财力为98.60亿元，同比增长10.78%。其中，地方财政一般预算收入36.66亿元，较上年增长4.80%，全年完成各项地方税收收入27.32亿元，较上年增长4.78%，地方税收收入占地方财政一般预算收入的比重为74.52%。

2016年，兴义市地方综合财力主要由转移支付和税收返还收入（占42.56%）、地方一般预算收入（占37.18%）和国有土地使用权出让收入（占19.74%）构成。其中国有土地使用权出让收入有所回升，2016年为19.46亿元。

表4 兴义市财政状况（单位：万元）

科目	2014年	2015年	2016年
(一) 地方一般预算收入	305,789	349,829	366,626
其中：税收收入	228,933	260,764	273,240
非税收入	76,856	89,065	93,386
(二) 转移支付和税收返还收入	318,905	383,873	420,523
一般性转移支付	100,816	173,603	222,083
专项转移支付收入	142,271	198,691	174,253
税收返还收入	75,818	11,579	24,187
(三) 国有土地使用权出让收入	238,544	152,255	194,646
国有土地使用权出让金	243,840	152,255	194,646
国有土地收益基金	--	--	--
农业土地开发资金	187	--	--
新增建设用地有偿使用费	-5,483	--	--
(四) 预算外财政专户收入	3,946	4,104	4,187
地方可控财力	867,184	890,061	985,982

资料来源：兴义市财政局

截至2016年底，兴义市地方债务余额87.74亿元，其中主要包括36.86亿元银行贷款及34.95亿元供应商应付款。结合2016年兴义市综合财力测算，兴义市政府债务率88.99%，债务水平较高（根据兴义市财政局统计口径，债务数据未按担保债务、或有债务分类）。

表5 兴义市地方政府债务及综合财力情况（单位：万元）

地方财力（2016年）	金额	地方债务（截至2016年）	金额
(一) 地方一般预算本级收入	366,626	(一) 直接债务余额	877,413
1、税收收入	273,240	1、银行贷款	368,636
2、非税收入	93,386	(1) 政策性银行	147,680
(二) 转移支付和税收返还收入	420,523	(2) 大型商业银行	62,000
1、一般性转移支付收入	222,083	(3) 城市商业银行	81,806
2、专项转移支付收入	174,253	(4) 农村信用社	22,150
3、税收返还收入	24,187	(5) 银行业非存款类金融机构	55,000
(三) 国有土地使用权出让收入	194,646	2、发行债券	77,365
1、国有土地使用权出让金	194,646	(1) 地方政府债券	2,165
2、国有土地收益基金	--	(2) 企业债券	75,200
3、农业土地开发资金	--	3、转贷债务	4,391
4、新增建设用地有偿使用费	--	(1) 世界银行转贷债务	4,291

(四) 预算外财政专户收入	4,187	(2) 其他转贷债务	100
		4、非银行金融机构融资	74,464
补充资料:		(1) 信托融资	40,000
(五) 上年结余		(2) 融资租赁	29,464
1. 一般公共预算上年结余	--	(3) 其他	5,000
2. 政府性基金预算上年结余	--	5、供应商应付款	349,485
3. 预算外财政专户上年结余	--	(1) BT 项目融资	8,914
		(2) 应付工程款	296,565
		(3) 其他应付款	44,006
		6、个人借款	226
		7、其他	2,846
		(二) 担保债务余额	
		(三) 或有债务	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	985,982	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	877,413
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			88.99%

资料来源:兴义市财政局

注:表4与表5中部分数据存在差异,系统统计口径差异导致

根据兴义市政府公布的《兴义市统计局关于2017年1-11月全市主要经济指标运营情况》,2017年1-11月,兴义市规模以上工业总产值完成338.39亿元,增长19.7%,1-11月固定资产投资(500万元统计口径)完成283.64亿元,增长15.8%;同期一般公共预算收入(地方收入)完成36.24亿元,增长2.84%。

总体看,兴义市地处黔西南州,经济实力一般,债务水平较高。随着近年来经济总量持续增长,地方可控财力整体呈增长趋势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资有限责任公司,兴义市基本建设投资管理中心是公司的实际控制人。兴义市基本建设投资管理中心是隶属于兴义市人民政府的事业单位。

2. 企业规模

公司作为兴义市的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体,主要从事市内城市基础设施融资建设和保障性住房投资经营等工作。

截至2016年底,公司合并资产总额189.27亿元,所有者权益78.28亿元;2016年,实现主营业务收入15.93亿元,利润总额2.95亿元。

公司现有一级子公司9家:兴义市信恒城市资源管理有限公司、兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司、兴义市支援重点工程物资公司、兴义市伟图广告有限公司、兴义市信恒工程咨询有限公司、兴义市信恒商贸有限公司、兴义市信恒商品混凝土有限公司、兴义市同为建筑工程有限公司。

3. 人员素质

(1) 公司高管人员情况

目前公司高管人员 4 名，包括总经理 1 名、副总经理 2 名、财务总监 1 名。

公司董事长兼总经理王家贤先生，1977 年 5 月生，大学本科学历；曾任兴义市第一纪工委委员、派驻投资管理中心纪检组组长、兴义市市政设施管理局局长、市住房和城乡建设局副局长、兴义市基本建设投资管理中心副主任。现任公司董事长兼总经理、法定代表人，同时兼任兴义市博大基本建设投资有限责任公司执行董事兼总经理、法定代表人，任兴义市基建投中心主任。

公司副总经理王天荣先生，1974 年 9 月生，大学本科学历；曾任兴义市捧扎办事处工作人员、兴义市国有资产管理局副局长；现任兴义市基本建设投资管理中心副主任，兴义信恒副总经理。

公司副总经理龚正海先生，1980 年 10 月生，大学本科学历；曾在则戎乡干夏小学、则戎乡卧夏小学、兴义市重点工程指挥部、丰都水利站工作。

公司财务总监杨怡先生，1971 年 7 月生，大专学历；曾任兴义市民族贸易公司财务工作人员、副经理、经理、党支部书记，兴义市博大基本建设投资有限责任公司财务部经理、财务负责人等职务。

(2) 公司员工情况

截至 2016 年底，公司及下属公司共有在职员工 43 人。按学历划分，具有大专及以上学历人员占 86.05%、高中及中专学历人员占 13.95%；按年龄结构划分，30 岁及以下人员占 67.45%、30 岁~50 岁员工占 32.55%。

总体看，公司高管具有政府工作背景及丰富的公司业务管理经验，公司员工整体素质较高，年龄结构合理，高管人员和员工素质能满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

作为兴义市的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面得到兴义市人民政府的大力支持。

(1) 资本金注入

公司成立于 2012 年 4 月，初始注册资本为人民币 200 万元。

2012 年 11 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《兴义市信恒城市建设投资有限公司增资决议》及修改后的公司章程，公司增加注册资本 1,000 万元，全部由兴义市财政局国有资产管理局以货币形式出资，变更后公司注册资本为 1,200 万元。

2013 年 1 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于<兴义市信恒城市建设投资有限公司请求增加注册资本金的请示>的批复》（兴市财资字【2013】8 号），公司增加注册资本 20,000 万元，由博大弘鼎以货币形式出资，变更后公司注册资本为 21,200 万元。

2013 年 5 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司股权划转及增资的批复》（兴市财资字【2013】56 号），公司增加注册资本 20,000 万元，由市博大公司以货币形式出资，变更后公司注册资本为 41,200 万元。

2013 年 8 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的批复》（兴市财资字【2013】103 号），公司增加注册资本 15,000 万元，全部由市博大公司以货币形式出资，变更后公司注册资本 56,200 万元。

2017 年 9 月，根据兴义市人民政府《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的专题

会议纪要》（兴府市议【2017】90号），兴义市基建投中心以货币增资的形式向公司增加注册资本金3亿元。本次增资由贵州诚隆会计师事务所有限公司审验并出具黔诚隆（验）字[2017]Y11102号验资报告。变更后公司注册资本86,200万元。

（2）资产注入及划拨

2012年6月，根据兴府发【2012】95号文件，兴义市人民政府无偿划入兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司100%股权。公司以兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司2012年6月30日净资产计入资本公积9,564.66万元、2,241.37万元。

2012年12月，根据兴府发【2012】189号文件，兴义市政府无偿划入兴义市支援重点工程物资公司100%股权，公司以兴义市支援重点工程物资公司2012年12月31日的净资产计入资本公积586.26万元。

2013年4月5日，根据兴义市人民政府《关于向市信恒城投公司注入土地的通知》（兴府通【2013】55号），兴义市人民政府将位于兴义市水库村、黄草办红旗社区、沙井街等地的10宗土地注入公司，合计629.14亩。2013年8月，兴义市财政局国有资产管理局《关于征收信恒城投公司名下土地的通知》（兴市财资字【2013】107号），将注入公司坐落在兴义市两江食品有限公司的1宗土地产权予以征收。2013年9月1日，根据兴府通【2013】125号文件，兴义市人民政府将位于兴义市桔山民航村大扁山、丰都街道办事处、景峰大道等16宗土地、位于兴义市柯沙路、兴义市川祖街8号等4处房产建筑物及其所座落土地、位于兴义市黄草街道办事处大佛洞地下的A、B、C三区停车库注入公司，合计土地资产2,412.97亩、房产建筑物45,118.64平方米、座落土地面积13.15亩。

根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司对上述25宗土地使用权价值、4项房地产价值以及建筑物作价入账项目资产评估报告（中瑞国际评字【2013】120010033号），以上土地、房地产以及建筑物评估价值41.05亿元，扣除已缴纳的土地出让金及契税后为34.19亿元，计入资本公积。

2014年4月22日，根据兴义市人民政府《关于向市信恒城投公司注入土地的通知》（兴府通【2014】42号），兴义市人民政府将位于兴市民航村、兴义市绿水沟旁的17宗土地和位于丰都街道办事处赵家渡村的37宗土地注入公司，土地面积合计6,353.15亩。

根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司拟以土地使用权作价入账项目资产评估报告（中瑞评报字【2014】1201170号），以上土地资产评估价值33.57亿元，扣除应缴纳的土地出让金后为27.10亿元，计入资本公积。

（3）财政补贴

2013年11月28日，根据兴市财预字【2013】100号，将兴义市财政局于2013年11月分三次向公司拨付的累计1.28亿元借款转作对公司的财政补贴。

2014年11月24日，根据兴市财预字【2014】425号文件，兴义市财政局对公司补贴1.00亿元。

2014年12月31日，根据兴市财预字【2014】566号文件，将兴义市财政局于2014年1~5月向公司拨付的累计1.72亿元借款转作对公司的财政补贴。

2015年6月底和12月底，根据兴市财预字【2015】236号文件、兴市财预字【2015】610号文件，兴义市财政局将对公司的两笔借款转作对公司的财政补贴，金额分别为0.50亿元和2.00亿元。

2016年3月和5月，根据兴市财预字【2016】48号和兴市财预字【2016】164号，兴义市财政局将对公司的两笔借款转作对公司的财政补贴，金额分别为0.47亿元和2.29亿元。

（4）应收款项偿还计划

兴义市人民政府、兴义市财政局及其他相关部门协商一致后，于2016年7月6日出具《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复》（兴府函【2016】231号），对公司2015年审计报告中列示的应收账款和其他应收款中存在部分对政府部门的应收款项进行偿还安排。其中，对兴义市财政局的应收账款为6.33亿元，主要为用于基础设施建设工程结算款项；政府负有直接或间接还款责任的其他应收款共计7.61亿元。兴义市人民政府将位于兴泰办水新社区11号地块、下五屯永康社区、马岭镇平寨村、丰都街道办事处等地的8宗合计约643.81亩土地的出让收益约6.45亿元作为应收账款的还款来源。同时，将位于丰都街道办事处、桔山街道办事处和下五屯街道办事处约687.89亩土地的出让收益约7.69亿元作为其他应收款的还款来源。上述地块出让收益可以覆盖政府对公司的应收款项。截至2016年底，上述地块尚未出让。

2016年12月，兴义市财政局下达《关于同意市信恒公司调整资金用途的通知》（兴市财政字【2016】139号），同意公司将财政局拨付的贷款利息、工程款等借款合计11.24亿元抵消对兴义市政府的应收账款。

总体看，公司近年来在资金、资产及土地注入、财政补贴及应收款项偿还安排等多方面得到兴义市人民政府的大力支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，增强了公司的外部融资能力。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》规定设立的公司制企业。根据公司章程，兴义市基本建设投资管理中心为公司的唯一出资人。公司不设股东会，公司设董事会、监事会、总经理及经营管理机构。

公司不设股东会，股东作出《公司法》第三十八条第一款所列下列决定时，采取书面形式，由股东签名后置备于公司。股东享有如下权利：（1）决定公司的经营方针和投资计划；（2）选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；（3）审议批准董事会（或执行董事）的报告；（4）审议批准监事会或监事的报告；（5）审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；（6）审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案；（7）对公司增加或者减少注册资本作出决议；（8）对发行公司债券作出决议；（9）对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；（10）修改公司章程。

公司设董事会，成员为5人，由股东书面决定产生。董事任期三年（注：不得超过三年），任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人。董事长由董事会选举和罢免。

公司设监事会，成员为5人，其中职工监事2人，由职工代表大会选举产生，其他监事由股东书面决定产生。监事任期三年，任期届满，可连选连任。监事会设监事长一人，由股东委派。监事可以列席董事会会议。

公司设经理1名，由董事长兼任。经理对董事会负责，并接受监事会监督，总经理列席董事会会议。

2. 管理水平

为加强公司内部管理，规范运作，公司设立了办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部和资产管理部等 7 个职能部门，并制定了关于财务会计等方面的内部管理制度。

公司办公室主要负责公司行政办公综合管理工作。主要包括：文秘管理；会务、接待、信息、党务、宣传、文印、档案管理、印鉴管理；负责公司法务、安全管理、维稳信访和保密工作；负责办公用品、办公设备、车辆管理、后勤服务和保障工作的统筹协调与监管；负责部门内的预算管理、环境、安全、廉政风险防范等工作。

公司融资发展部主要负责公司资金筹措管理工作。主要包括：负责根据公司经营发展需要筹措资金，安排和监督资金的合理使用；审核对外担保或互保事宜，及时跟踪、分析被对外担保或互保企业的财务状况和经营情况，有效降低和化解风险；办理、跟踪金融措的有关事宜；建立健全融资资料档案等工作。

公司计划运营部主要负责公司战略管理与计划运营及项目前期手续办理工作。主要包括：负责组织制定公司的中长期发展战略和年度发展规划；根据公司战略发展规划制定公司年度经营计划进行目标分解；协调制定部门目标管理考核指标体系并定期组织考核；负责公司重大投资项目的项目策划工作；负责投资项目的立项、可行性论证、项目评估，提供项目决策意见；负责协调完成面向政府相关管理部门的项目投标、立项、报批、报审及报验等手续办理等方面的工作。

公司财务管理部主要负责公司财务管理工作。主要包括：严格专项基本建设资金管理；严格资本金管理和资金管理；健全完善公司财会管理制度，严格执行财务管理相关要求；加强成本核算，规范财务管理及会计核算，确保国有资产保值增值等工作

公司工程管理部主要负责公司工程管理工作。主要包括：配合所属工程项目管理招投标工作、合同拟定、项目施工现场管理及工程预结算；负责工程进度、质量、安全和现场管理安全文明施工等工作，配合市政府相关部门组织工程项目施工图纸审查、前置审计、招标代理机构的公开选择，及时组织工程项目的设计、地勘、监理及施工、采购的招投标工作；负责工程项目预（决）算和项目竣工验收，完善基本建设程序的报建手续；根据工程竣工资料编制或审核工程决算；负责项目合同会签、工程计量、签证、项目工程管理及技术的协调处理工作，审核工程进度报表审核；协助对工程项目设计、监理、大宗设备采购合同的审核工作；负责工程档案资料的收集、归档和保管工作。负责本部门预算管理、环境、安全、廉政风险防范工作；完成上级交办的其他工作任务。

公司资产管理部主要负责公司所属实物资产经营管理工作。主要包括：公司土地、房产、等资产相关证照手续办理、变更、年审工作；负责出租、出让土地、房产管理；公司所属办公设施设备管理；完成公司下达的经营目标任务；负责本部门预算管理、环境、安全、廉政风险防范工作；完成上级交办的其他工作任务。

为规范公司的会计确认、计量和报告行为，保证会计信息质量，公司制定了《兴义市信恒城市建设投资有限公司会计核算暂行办法》。其中规定公司执行财政部 2006 年以前的企业会计准则和《企业会计制度》及相关规定，适用于公司本部及其全资子公司和控股子公司。

总体看，公司产权结构清晰，治理结构完善，部门设置较为合理，但管理制度有待完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是兴义市重要的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，主要从事市内城市基础设施和保障性住房行业的经营投资业务。

2014~2016年，受益于近年来公司承担的基础设施建设项目业务量大幅增加，公司主营业务收入快速上升，分别为8.91亿元、13.60亿元和15.93亿元，年均复合增长33.71%。从收入构成看，基础设施建设收入为公司营业收入的主要来源。由于代建工程业务快速发展，公司基础设施建设收入占比快速上升，2016年实现收入15.50亿元，占主营业务收入的97.30%。

毛利率方面，由于公司与兴义市人民政府2016年签订的新收购协议中约定的加成比例减少，故公司基础设施建设业务板块毛利率下降。受房地产行业影响，公司实行了降价促销，导致房地产销售毛利率下降。

同时，公司利用自有资金进行房地产开发销售、民爆用品经销、工程车辆经销、建筑垃圾处置等业务，但整体收入占比较小，对公司收入及利润具有一定贡献。

表6 2014~2016年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
基础设施建设收入	83,446.33	94.14	13.79	125,996.59	92.66	13.79	155,017.13	97.30	11.21
房地产销售收入	1,392.00	1.57	44.28	8,296.05	6.10	15.71	2,473.37	1.55	9.40
民爆用品销售收入	1,991.89	2.25	20.88	1,357.80	1.00	20.39	1,455.12	0.91	21.52
工程车辆销售收入	1,616.82	1.82	2.25	37.86	0.03	2.26	12.70	0.01	-113.93
建筑垃圾处置收入	667.38	0.21	46.25	294.36	0.21	41.42	363.00	0.23	69.93
合计	89,114.43	100.00	14.29	135,982.66	100.00	14.03	159,321.32	100.00	11.40

资料来源：公司提供

2. 基础设施建设业务

公司作为兴义市基础设施建设的重要投融资建设主体，主要承担了丰都新区道路工程等项目投资建设任务。

2013年5月，公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于收购兴义信恒城市建设投资有限公司丰都新区道路工程框架协议书》（以下简称“框架协议”），根据框架协议，公司负责丰都新区道路工程项目的投资建设，丰都新区道路工程主要包括城市主干道兴丰大道、B4路、东南环线支线、机场南路、桔丰大道、东南环线，城市次干道B1路、B2路、B3路、龙塘大道、B6路、B7路、B8路、A1路、A2路、A3路、A4路等道路工程。项目由公司先行向施工方垫付资金，待项目竣工经相关部门验收合格后，交付兴义市人民政府相关部门投入使用。兴义市人民政府与公司就收购项目每年另行签订收购合同确定，收购价格原则按照项目验收合格后公司实际发生成本加成确定，待项目最终决算后按决算成本进行调整。收购由政府安排财

政预算资金，在年度资产收购协议签订后公司提出申请后的3个月支付。

表7 2015~2016年公司基础设施建设业务收入(单位:万元)

项目名称	2015年		2016年	
	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入
江平大道	61,688.63	71,558.81	--	--
机场南路	46,929.12	54,437.78	--	--
桔丰大道	--	--	136,806.26	154,073.07
前期回购项目新增投资	--	--	838.26	944.06
合计	108,617.75	125,996.59	137,644.52	155,017.13

资料来源:公司提供

截至2016年底,公司先后完成了东南环线、东南环线支线、兴丰大道、桔丰大道等城市主干道的投资建设。2014~2015年,根据公司与政府签订的《兴义市人民政府关于收购市信恒城投公司东南环线支线、兴丰大道项目的协议书》和《兴义市人民政府关于收购兴义市信恒城市建设投资有限公司江平大道、机场南路项目协议书》,公司分别实现基础设施建设收入83,446.33万元与125,996.59万元,当年收到回款金额37,757.10万元和104,302.38万元。

公司目前主要在建工程代建项目共16个,总投资164.08亿元。公司目前就丰都新区道路建设项目等工程项目与兴义市人民政府签订框架协议,部分项目以会议纪要的形式签订。截至2016年底,已完成投资52.08亿元。未来投资相对于公司现有经营规模较大,面临一定对外融资需求。

表8 截至2016年底公司主要工程代建业务情况(单位:万元)

项目名称	项目模式	预计总投资	资金筹措方案		项目进展安排	截至2016年底已完成投资
			贷款	自筹		
丰都新区道路建设项目	代建	407,211.57	--	407,211.57	60个月	368,960.92
桔山新区B5路项目	代建	10,776.15	--	10,776.15	12个月	86.88
桔山新区B9路项目	代建	21,056.00	16,845.00	4,211.00	24个月	143.74
桔山新区B10路项目	代建	15,416.00	12,333.00	3,083.00	12个月	38.68
丰都街道办事处棚户区改造及周边配套工程	代建	389,708.16	203,958.75	185,749.41	60个月	96,422.90
洗布河棚户区改造项目	代建	15,700.00	12,700.00	3,000.00	24个月	46,275.68
东北环线项目	代建	103,322.06	--	103,322.06	12个月	5,755.35
兴义市体育中心建设工程项目	代建	88,000.00	--	88,000.00	24个月	2,365.14
七星路延长线道路工程	代建	32,000.00	--	32,000.00	12个月	167.39
兴义市景峰大道至红椿道路工程项目	代建	50,000.00	35,000.00	15,000.00	12个月	171.95
丰都新区水体湿地公园建设项目	代建	443,122.00	310,185.40	132,936.60	36个月	55.24
兴义市文化路延伸段道路工程项目	代建	30,000.00	21,000.00	9,000.00	12个月	286.66
消防大队坪东消防站	代建	1,700.00	--	1,700.00	12个月	0.46
马岭新区纬五路	代建	7,428.00	--	7,428.00	12个月	41.50
海绵城市绿地项目	代建	13,000.00	--	13,000.00	12个月	0.00
B11路	代建	12,408.00	--	12,408.00	12个月	0.41
合计	--	1,640,847.94	612,022.15	1,028,825.79	--	520,772.9

资料来源:公司提供

3. 保障房建设

公司作为兴义市范围内保障性住房的重要投融资建设主体，主要负责的保障房项目有兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程和兴义市老城片区洗布河棚户区改造项目等。公司与兴义市人民政府签订《兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程投资建设与转让收购协议》，根据协议，兴义市人民政府将兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程委托公司进行投资建设，项目共分三期建设，将用于安置丰都街道办事处龙塘村、江岸村、新建村拆迁户，由兴义市人民政府负责自 2016 年至 2023 年逐年进行收购。截至 2016 年底，该项目工程已完成投资 9.64 亿元，目前一期、二期分别完成总投资的 45% 和 40%。

兴义市老城片区洗布河棚户区改造项目拆迁占地面积约 3.10 万平方米，安置棚户区居民 510 户，根据居民意愿，全部采取货币化安置。项目开发建设总投入 1.57 亿元，其中货币补偿费 1.25 亿元。项目资金平衡方式主要为拆迁土地出让收入、公司自有土地转让收益。其中项目腾空土地 46.50 亩，挂牌出让单价 212.00 万元，预计可实现收入 9,858.00 万元；公司名下 227.64 亩国有土地使用权在项目实施后给予转让，预计将实现 56,152.31 万元。项目预计可实现收入总额 6.60 亿元，税后净收益 5.35 亿元，足以覆盖项目总投资。截至 2016 年底，该项目已完成投资 46,275.68 万元。

公司 2016 年启动的保障房项目为兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目，即本次债券的募投项目。项目情况可参考上文介绍。

总体看，公司保障性住房项目投资总量较大，未来对外融资需求大。项目资金回笼受政府回款时间和当地房地产行情影响较大。

4. 其他业务

（1）房地产开发销售业务

公司的房地产开发销售业务主要由子公司兴义市桔山新区房地产开发总公司（以下简称“桔山房开公司”）负责，近几年桔山房开公司开发的项目有兴义市会展中心、兴义市桔山民俗风情街、翠竹苑等。2014~2016 年，公司分别实现房地产开发业务收入 0.14 亿元、0.83 亿元和 0.25 亿元。翠竹苑项目于 2015 年 3 月竣工，其大部分房屋已于 2015 年销售。截至 2016 年底，已售房屋面积 39,849.39 平方米。

表 9 截至 2016 年底公司主要房地产开发项目（单位：平方米，万元）

项目名称	规划可售面积	总投资	已完成投资
翠竹苑	42,154.17	9,800.00	9,800.00
民族风情街三、四期	42,225.80	8,620.20	2,352.61
合计	84,379.97	18,420.20	12,183.61

资料来源：公司提供

（2）民爆用品经销业务

公司的民爆用品经销业务由子公司贵州省兴义市物资总公司（以下简称“物资总公司”）负责，物资总公司主要从事民爆用品的销售和配送服务。2014~2016 年，公司分别实现销售和配送服务收入 0.20 亿元、0.14 亿元和 0.15 亿元，呈逐年下滑态势。公司民爆用品经销业务出现下滑的主要原因是民爆用品不再实行公司专营制，相关业务面临市场化竞争，公司市场份额下降导致。

(3) 工程车辆经销业务

公司的工程车辆经销业务由子公司兴义市支援重点工程物资公司（以下简称“支重公司”）负责，支重公司是兴义市一家从事货物运输、支重物资的老牌国有企业，近年来，由于行业竞争加剧、原材料成本上升等原因，公司在原有主营业务领域利润逐渐缩水，为努力扩大公司盈利、使企业重新焕发发展活力，公司积极开展业务转型，并重新确立了“主要从事工程车辆等销售和售后有偿增值服务”的业务模式。2014~2016年，公司分别实现销售和售后有偿服务收入1,616.82万元、37.86万元和12.70万元。受宏观经济影响，2016年工程车辆销售业务收入出现大幅下降，公司正在积极调整运营方式，以适应市场变化。

(4) 建筑垃圾处置业务

公司的建筑垃圾处置业务由子公司兴义市信恒城市资源管理有限公司（以下简称“信恒城市资源管理公司”）负责，信恒城市资源管理公司成立于2013年12月19日，主要从事建筑弃土材料回收业务。2014~2016年，公司分别实现建筑垃圾处置收入667.38万元、294.36万元和363.00万元。

5. 未来发展

未来几年内，公司将以市场化的方式规范和开展公司的各项业务，加大投融资力度。一是加强资本运作，拓展融资渠道，力争完成融资目标；二是抓好丰都新区基础设施建设、丰都街道办事处棚户区改造工程和兴义市洗布河城市棚户区改造项目等重点项目建设，完成好各目标任务；三是积极寻求多种合作模式、方式，参与区域内产业的发展；四是加强对公司国有资产的经营管理力度，加大“投转固”工作，把资产进行有效归集，增加公司资产总量，实现国有资产保值增值。

表 10 截至 2016 年底公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		建设工期	项目进展安排		
		贷款	自筹		2017年	2018年	2019年
兴义市乌沙道路建设工程	60,000.00	42,000.00	18,000.00	12个月	51,000.00	9,000.00	0.00
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	2,500.00	1,750.00	750.00	12个月	2,125.00	500.00	0.00
兴义市丰都新区新建村安马安置区建设工程	18,665.88	13,066.12	5,599.76	14个月	14,932.704	3,733.18	0.00
兴义市湾塘河环境整治（桔山段）及湿地公园工程（一期）	11,247.00	7,872.90	3,374.10	24个月	4,498.80	5,061.15	1,687.05
兴义市丰都新区（公园东北区路网）道路工程	44,218.99	30,953.29	13,265.70	24个月	17,687.596	19,898.55	6,632.85
兴义市丰都新区（公园西北区路网）道路工程	48,727.16	34,109.01	14,618.15	24个月	19,490.864	21,927.22	7,309.07
兴义市丰都新区（公园南区路网）道路工程	44,218.99	30,953.29	13,265.70	24个月	17,687.596	19,898.55	6,632.85
兴义市黄草街道办水泥片区安置工程	6,534.05	4,573.84	1,960.21	24个月	2,613.62	2,940.32	980.11
兴义市纳录新村安置区建设工程	4,214.05	2,949.84	1,264.21	24个月	1,685.62	1,896.32	632.11
合计	240,326.12	168,228.29	72,097.83	--	131,721.80	84,855.28	23,874.04

资料来源：公司提供

总体看，公司目前市政工程代建业务利润率较为稳定，房地产开发销售、民爆用品经销、工程车辆经销、建筑垃圾处置等业务对公司利润具有一定补充。另外，由于基础设施建设及保障房建设项目需公司前期垫资规模较大，未来公司面临较大资金压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司执行财政部 2006 年以前颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及相关规定。

合并范围变动方面，2014 年，公司新纳入合并范围全资子公司 1 家，为兴义市信恒城市资源管理有限公司，注销子公司贵州省兴义市物资总公司的控股公司黔西南州胜鑫爆破有限责任公司。2015 年，公司新设立 5 家全资子公司，注册资本各为 1,000 万元，经营范围涉及广告、工程咨询、商品销售、建材销售等领域。新设立全资子公司均尚未开展业务。2016 年合并范围没有变化。考虑到公司新设子公司规模较小，且主营业务未发生变化，公司财务数据的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 189.27 亿元，负债合计 111.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.28 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 15.93 亿元，净利润（含少数股东损益）2.85 亿元，全部为归属于母公司净利润；经营活动产生的现金流量净额-18.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.14 亿元。

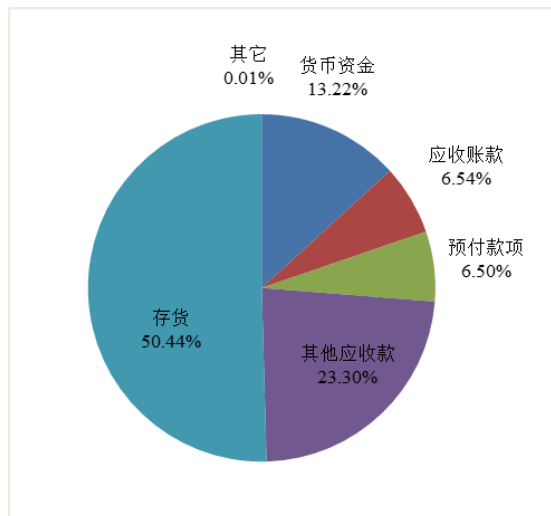
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 23.52%。截至 2016 年底，公司资产总额为 189.27 亿元，较年初增长 5.96%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。其中流动资产占 97.97%，非流动资产占比 2.03%，公司资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 23.98%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 185.43 亿元，较年初增长 5.80%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。公司流动资产构成主要以货币资金（占比 13.22%）、应收账款（占比 6.54%）、预付款项（占比 6.50%）、其他应收款（占比 23.30%）和存货（占比 50.44%）为主。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为57.31%。截至2016年底，公司货币资金为24.51亿元，较年初增长5.01%，主要系债券发行和银行贷款取得资金。公司货币资金主要由银行存款构成，占比99.99%，其中有13.35亿元资金使用受限，占比54.48%，使用受限资金占比较高。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长62.47%。截至2016年底，公司应收账款为12.12亿元，较年初增长88.53%。其中对兴义市财政局的应收款为12.00亿元，占应收账款余额的98.76%，集中度高。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款0.15亿元，其中1年以内的占36.28%，1~2年的占19.71%，2~3年的占32.72%；计提坏账准备合计0.03亿元。根据兴义市人民政府出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复》（兴府函【2016】231号），兴义市人民政府将位于兴泰办水新社区11号地块、下五屯永康社区、马岭镇平寨村、丰都街道办事处等地的8宗合计约643.81亩土地的出让收益约64,464.16万元作为应收账款的还款来源。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长123.46%。截至2016年底，公司其他应收款为43.21亿元，较年初增长28.66%，主要系对第三方垫付款、拆迁费和借款大幅增加所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款1.89亿元，其中1年以内的占12.09%，1~2年的占55.61%，账龄较短；计提坏账准备合计0.42亿元。公司其他应收款主要为应收兴义市财政局、兴义市博大基本建设投资有限责任公司、兴义市博大弘鼎地产开发有限责任公司、兴义市龙达交通建设投资有限公司和兴义市城市重点工程建设总指挥部的借款（包含用于代垫“代扣代缴工程税费”、拆迁费及普通往来性借款等），占其他应收款余额93.48%，其他应收账款集中度高。根据兴义市人民政府出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复》（兴府函【2016】231号），针对其他应收款中政府负直接或间接还款责任的款项76,081.36万元，兴义市人民政府将按照偿债计划合理安排土地出让，将位于丰都街道办事处、桔山街道办事处和下五屯街道办事处约687.89亩土地的出让收益约76,873.04万元作为其他应收款的还款来源。

表11 截至2016年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	账龄	占比
兴义市财政局	15.47	1年以内，1-2年，3年以上	35.47
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	13.26	1年以内，1-2年	30.38
兴义市博大弘鼎地产开发有限责任公司	5.32	1年以内，1-2年，2-3年,3年以上	12.19
兴义市龙达交通建设投资有限公司	4.80	1-2年	11.01
兴义市城市重点工程建设总指挥部	1.93	2-3年，3年以上	4.43
合计	40.79	--	93.48

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司预付账款逐年增长，年均复合增长97.78%。截至2016年底，公司预付账款12.06亿元，较年初增长84.85%，主要是随着工程项目的推进，预付拆迁款及与项目建设方、监理方未结算的工程款项增加而有所增加。从账龄结构看，主要以1年以内的为主，占65.77%。

2014~2016年，公司存货有所波动，年均复合下降0.47%，主要由2014年兴义市人民政府划拨拟用于开发的土地使用权构成。截至2016年底，公司存货合计93.53亿元，较年初下降6.36%。从存货结构看，开发成本17.62亿元，占18.84%，主要由公司开发建设的基础设施和

保障房项目构成，其中丰都新区道路建设项目计入开发成本为 11.73 亿元；其他 75.84 亿元，占 81.09%，为兴义市政府划转注入公司拟用于开发的土地使用权。存货中 526.13 万平方米的土地使用权用于抵押，账面价值 63.29 亿元，占存货余额 67.66%。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 5.97%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 3.84 亿元，主要由固定资产（占比 83.18%）和其他非流动资产（占比 15.62%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产净值逐年下降，年均复合下降 1.81%。截至 2016 年底，公司固定资产净值 3.19 亿元，较年初下降 2.34%，主要系累计折旧所致。子公司兴义市桔山新区房地产开发总公司自用办公楼和子公司贵州省兴义市物资总公司自用办公楼尚未办妥房屋所有权证书，合计账面价值 1,090.58 万元。

2014~2015 年，公司无其他非流动资产。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 0.60 亿元，全部来自于公司投资款。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，其中存货、应收账款和其他应收款规模较大，且存货抵质押规模大，导致公司资产流动性较差，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，公司负债快速增长，年均复合增长 46.79%。截至 2016 年底，公司负债合计 111.00 亿元，较年初增长 7.55%，主要系长期借款、其他长期负债和应付债券的增长所致。其中流动负债占 29.45%，非流动负债占 70.55%，公司负债仍以非流动负债为主。

（1）流动负债

2014~2016 年，公司流动负债有所波动，年均复合增长率为 0.80%。截至 2016 年底，公司流动负债 32.69 亿元，较年初下降 24.92%，主要系应付账款和其他应付款减少所致。截至 2016 年底，应付账款占 23.67%，其他应付款占 41.97%，一年内到期的非流动负债占 31.93%。

2014~2016 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 18.97%，主要为公司的应付工程款。截至 2016 年底，公司应付账款 7.74 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 19.68%、1~2 年占 30.48%、2~3 年占 40.17%，3 年以上的占 9.67%。前五名应付款总额占比 71.71%，集中度较高。

2014~2016 年，公司其他应付款波动较大，年均复合下降 5.19%。截至 2016 年底，公司其他应付款 13.72 亿元，较上年下降 36.09%。其中应付兴义市国土资源局 6.46 亿元，为缓缴的土地出让金。从账龄结构看，1 年以内的占 11.01%、1~2 年的占 28.88%、2~3 年的占 54.16%、3 年以上的占 5.95%，账龄以两年以上为主，账龄较长。

（2）非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 101.20%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 78.31 亿元，较年初增长 31.25%，其中长期借款（占比 31.28%）、其他非流动负债（占比 51.89%）和应付债券（占比 16.33%）均有大幅增加。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，分别为 0.01 亿元、17.65 亿元和 24.50 亿元，年均复合增长 4,849.45%。截至 2016 年底，公司长期借款较上年底增长 38.78%。其中质押借款 17.67 亿元，主要以银行定期存单和对兴义市政府的应收账款为质押。同期，公司应付债券 12.79 亿元，系公司于 2015 年 12 月发行的 10 亿元“15 兴义信恒债/15 兴义债”以及经贵州股权金融资产交易中心发行的 2.86 亿元银杏私募债券，公司以对兴义市人民政府应收账款为上述债券提供

质押担保。

2014~2016年，公司其他非流动负债快速增长，年均复合增长率为45.06%，全部由公司从证券公司、信托公司等金融机构取得的委托贷款、信托贷款及项目贷款等借款构成。截至2016年底，公司其他非流动负债40.63亿元，较年初增长28.42%，主要系新增的资管计划所致。

债务方面，2014~2016年，公司全部债务快速增长，分别为23.17亿元、69.12亿元和88.35亿元。截至2016年底，短期债务占11.81%，长期债务占88.19%。近三年公司资产负债率分别为41.52%、57.78%和58.64%；长期债务资本化比率分别为24.21%、47.82%和53.02%；全部债务资本化比率均值21.03%、43.98%和49.88%，近三年公司债务负担有所加重。

总体来看，随着工程建设的推进，公司对外融资需求较强，短期债务和长期债务均有明显增加，公司整体债务负担一般。

（3）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益逐年增长，主要来自未分配利润的增加。截至2016年底，公司所有者权益合计78.28亿元，较年初增长3.78%，全部为归属于母公司的所有者权益。截至2016年底，实收资本5.62亿元，资本公积62.53亿元，均与年初持平；盈余公积1.01亿元，未分配利润9.12亿元，分别较年初增加39.53%和39.20%，公司的所有者权益主要以资本公积为主，稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长率为33.71%。2016年，公司主营业务收入15.93亿元，较上年增长17.16%，主营业务收入大幅上升主要系代建工程量增加所致。2014~2016年，受基础设施建设收购加成和房地产销售毛利率下降的影响，公司主营业务利润率逐年下降，三年分别为11.20%、10.45%和7.37%。

从期间费用看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2014~2016年公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为17.29%，主要系财务费用快速增长所致。由于公司债务的快速增长，公司财务费用大幅增长，2014~2016年分别为1,518.99万元、2,943.54万元和5,875.99万元。公司2016年期间费用合计1.01亿元，较上年增长16.06%，其中财务费用占58.11%。2014~2016年，由于主营业务收入的快速增长，公司的期间费用占收入比重逐年下降，分别为8.25%、6.41%和6.35%。总体看，公司期间费用占营业收入比例较低，但考虑到公司大部分借款利息已作资本化处理，因此公司费用化利息较少，以及公司银行存款产生的利息收入，实际利息支出较高。近三年，公司主营业务利润有所波动，三年分别为1.00亿元、1.42亿元和1.17亿元。

2014~2016年，公司营业外收入分别为2.72亿元、2.50亿元和2.76亿元，均来自政府财政补贴。利润总额分别为3.01亿元、3.08亿元和2.95亿元，公司利润总额对营业外收入的依赖程度高。

从盈利指标看，2014~2016年，公司总资产收益率分别为4.16%、2.76%和2.24%；总资产报酬率分别为3.51%、2.32%和1.95%；净资产收益率分别为4.02%、3.81%和3.64%，公司盈利能力处于较弱水平。

总体看，由于基础设施建设收入的增长，公司主营业务收入快速增长，同时受基建项目合同价格较低和房地产销售业务影响，公司主营业务利润率有所下滑。期间费用在收入中占比较低，整体盈利能力较弱，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

5. 现金流

经营活动方面，随着公司收入规模的扩大，2014~2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中大幅增长，年均复合增长 55.38%。2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 11.67 亿元，同比增长 6.32%。2014~2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 11.51 亿元、16.98 亿元和 48.67 亿元，主要系公司收到其他公司的往来款，以及财政拨付的政府补贴。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 16.35 亿元、27.95 亿元和 60.34 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流出量分别为 23.63 亿元、61.33 亿元和 78.63 亿元，主要包括购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金。2016 年经营活动现金流入大幅增加主要系往来款项增加。由于较大规模的往来款以及公司为兴义市建设的基础设施建设工程项目较多，公司先行向建设方垫付项目工程款金额较大，公司经营活动现金净额持续为负。2016 年，公司经营活动现金流量净额为-18.29 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 54.23%、80.70%和 73.24%，呈波动上涨的趋势，收现质量较差。

投资活动方面，2014 年公司未形成投资活动现金流入。2015~2016 年公司投资活动现金流入主要为回收投资收到的现金，分别为 1.25 亿元和 5.50 亿元，其中主要包括赎回理财产品本金；2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 0.18 亿元、6.78 亿元和 0.01 亿元，2015 年大幅增加主要系购买理财产品所支付的资金。受上述因素影响，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.18 亿元、-5.53 亿元和 5.50 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动前产生的现金流量净额持续为负，2016 年为-12.79 亿元，虽然净流出额较上年大幅减少，但公司仍有较大的外部融资压力。受此影响，2016 年公司筹资活动现金流入为 31.74 亿元，较上年下降 36.54%，全部为取得借款收到的现金，包括私募债券发行所取得的现金。同期，筹资活动现金流出为 15.81 亿元，主要为偿还债务支付的现金。受上述因素影响，2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 11.71 亿元、41.07 亿元和 15.93 亿元。

总体看，受公司先行向建设方垫付资金以及往来款影响，公司经营活动现金流量净额持续为负；公司现金收入比受财政资金拨付效率影响较大。公司基础设施项目建设投资支出规模大，对外融资需求较强。未来公司基础设施建项目投资规模仍维持较高水平，对外部融资需求可能有所上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，随着应收账款和其他应收款快速增加，公司流动比率和速动比率逐年增长，公司三年流动比率分别为 3.75 倍、4.03 倍和 5.67 倍；速动比率分别为 0.82 倍、1.73 倍和 2.81 倍，处于较高水平。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 2.57 倍、2.36 倍和 2.35 倍，呈逐年下降的趋势，仍处于较好水平。总体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，随着公司利润总额的快速增长，公司 EBITDA 不断增长，三年分别为 3.31 亿元、3.64 亿元和 3.72 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.24 倍、1.28 倍和 0.66 倍，呈逐年下降的趋势，EBITDA 对利息覆盖能力尚可；同期公司 EBITDA 全部债务比逐年下降，三年分别为 0.14 倍、0.05 倍和 0.04 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较差，考虑到基础设施回购及返还机制，以及政府对公司的持续性支持，公司实际长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司共获得银行授信 15.00 亿元，已使用 15.00 亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

表 12 截至 2016 年底公司银行授信情况 (单位: 万元)

授信银行	授信额度	已使用数额	授信期限
贵阳银行股份有限公司兴义分行	150,000.00	150,000.00	2014.12~2019.12

资料来源: 公司提供

截至2017年9月底, 公司对外担保余额24.76亿元, 担保比率为31.02%。被担保方以当地政府、国资企业为主, 目前经营正常, 公司或有负债风险较低。

表 13 截至 2017 年 9 月底公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保方	担保余额
兴义市水务总公司	13,350.79
兴义市人民政府	68,025.23
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	2,875.00
商品房承购人	2,327.44
兴义市龙达交通建设投资有限公司	40,000.00
兴义阳光资产经营管理集团有限公司	30,000.00
黔西南布依族苗族自治州公路处	91,000.00
合计	247,578.46

资料来源: 公司提供

根据中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G1052230100064670N), 截至 2018 年 1 月 8 日, 公司无未结清和已结清的关类、不良类贷款, 有 1 笔已结清欠息。经山东晨鸣融资租赁有限公司(以下简称“山东晨鸣”)出具的说明, 该笔欠息系公司、中国民生银行济南分行及山东晨鸣三方签订的《委托贷款合同》项下的第二期租金因银行扣款不及时, 导致公司账户出现逾期。该笔欠息已于 2016 年 3 月 18 日结清。

总体看, 公司债务负担有所加重, 整体盈利能力有所减弱, 偿债能力尚可。

九、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

本期债券计划发行额度为 8 亿元, 是 2016 年底公司全部债务的 9.05%, 对公司现有债务结构有一定影响。

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 58.64%、53.02%和 49.88%, 以公司 2016 年底报表财务数据为基础, 不考虑其他因素, 预计本期债券发行后, 公司上述三项指标将分别上升至 60.32%、55.18%和 52.33%。本期公司债券的发行对公司现有债务产生一定影响, 公司债务负担将有所加重, 但整体仍在合理水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2014~2016 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行额度的 2.04 倍、3.49 倍和 7.54 倍。本期债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还, 每年待偿还金额为 1.60 亿元。2014~2016 年, 公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别为 10.22 倍、17.47 倍和 37.71 倍, 经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障能力较强。经营活动现金流量净额持续为负, 对本期债券不具有保障能力。

2014~2016年，EBITDA分别为本期债券发行额度的0.41倍、0.46倍和0.47倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为2.07倍、2.28倍和2.32倍，对每年待偿还本金覆盖能力较强。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对每年待偿还本金保障能力较强。

十、债权保护条款分析

1. 本次债券保障措施

(1) 募投项目可售配套商铺、建筑等实现的销售收入是本次债券还本付息的首要保障

本次债券募投项目兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目的配套商铺、住宅、停车位待建成后可对外销售，其中可售配套商铺88,303.5平方米、住宅170,645平方米、停车位2,549个，预计分别获得销售收入234,004.28万元、51,193.50万元和38,235.00万元，合计323,432.78万元，可以覆盖使用于项目建设的募集资金8亿元。

(2) 贵阳银行股份有限公司兴义分行为本次债券提供流动性贷款支持

公司与贵阳银行股份有限公司兴义分行（以下简称“贵阳银行”或“监管银行”）签署了《流动性贷款支持协议》。贵阳银行承诺在本次债券存续期内，当公司对本次债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足，并符合法律法规、规章及贵阳银行贷款相关规定时，在每次付息和本金兑付首日前45个工作日给予公司不超过本次债券本息偿还金额的流动性支持贷款（该流动性支持贷款为担保贷款，具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本次债券偿付本息，以解决公司本次债券本息偿付困难。

2. 偿债资金监管和债权代理协议

公司聘请贵阳银行作为本次债券的资金监管银行。为确保本次债券按时还本付息，公司设置了偿债资金专户，用于偿债资金的归集和划付。

公司于国家发改委核准本次债券发行之后的一个月之内在监管银行具体经办机构开设唯一的偿债专户，并应按《募集说明书》和监管协议的约定按时足额将偿债资金存入偿债专户。偿债专户内地资金专项用于本次债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本次债券还本付息日（T日）前5个工作日（即T-5日），如账户监管人确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告。联合评级关注到，偿债专户监管协议并未约定在本次债券还本付息日（T日）前5个工作日（即T-5日）若偿债专户内的资金不能足额支付当期债券本息时，监管银行应采取的措施，以及向相关参与机构进行信息披露。

贵阳银行同时兼任本次债券的债券代理人，在债券存续期间勤勉和忠实处理债券持有人与发行人之间的谈判或者诉讼事务及其他相关事务，维护债券持有人的合法权益。

十一、综合评价

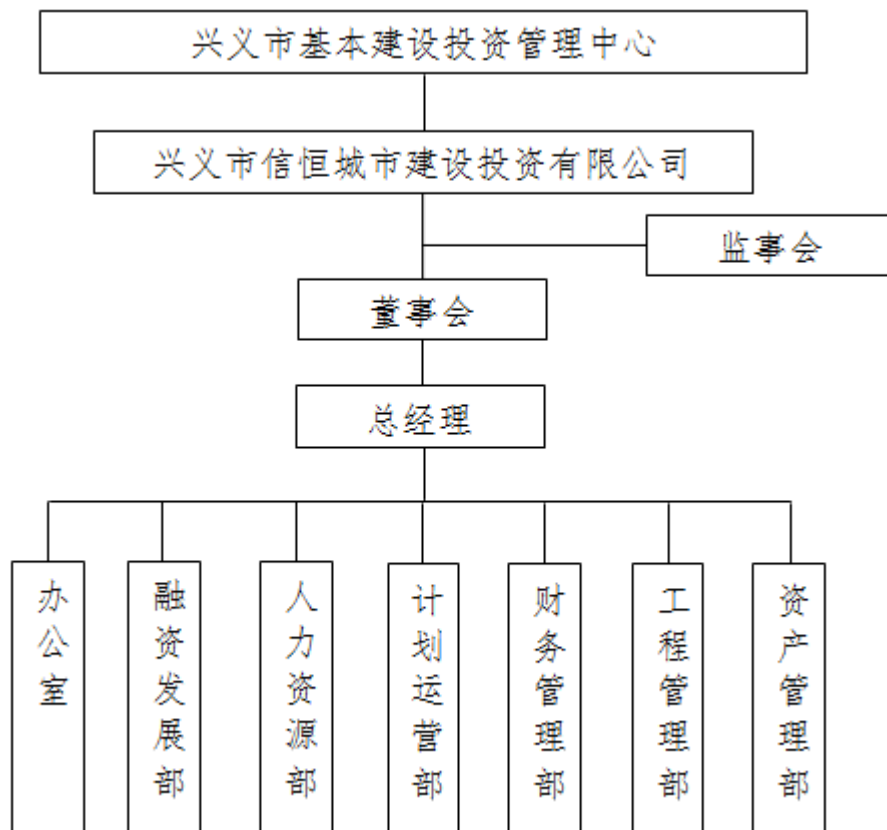
公司是兴义市重要的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，主营业务以市政工程代建及保障房建设为主，在项目储备、资产划拨和财政补贴等方面具有显著优势。

近年来公司资产规模保持快速增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中货币资金较为充裕，但存货及其他应收款项规模较大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般；公司主营业务盈利水平较弱；公司未来投资规模较大，对外融资压力加重；公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，公司对全部债务的保护能力一般。本期债券发行额度对公司现有债务规模有

一定影响，公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障能力较强。考虑到项目配套商铺、商品住宅和停车位收入作为项目资金平衡来源，并且由贵阳银行对本期债券本息偿付提供流动性贷款支持，本期债券本息足额按时偿还具有一定保障。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 兴义市信恒城市建设投资有限公司
股权结构图及组织架构图



附件 2 兴义市信恒城市建设投资有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	124.06	178.63	189.27
所有者权益 (亿元)	72.55	75.42	78.28
短期债务 (亿元)	3.85	9.91	10.44
长期债务 (亿元)	19.32	59.21	77.92
全部债务 (亿元)	23.17	69.12	88.35
主营业务收入 (亿元)	8.91	13.60	15.93
净利润 (亿元)	2.91	2.87	2.85
EBITDA (亿元)	3.31	3.64	3.72
经营性净现金流 (亿元)	-7.28	-33.38	-18.29
应收账款周转次数 (次)	3.86	2.47	1.72
存货周转次数 (次)	0.11	0.12	0.15
总资产周转次数 (次)	0.10	0.09	0.09
现金收入比率 (%)	54.23	80.70	73.24
总资本收益率 (%)	4.16	2.76	2.24
总资产报酬率 (%)	3.51	2.32	1.95
净资产收益率 (%)	5.06	3.89	3.71
主营业务利润率 (%)	11.20	10.45	7.37
费用收入比 (%)	8.25	6.41	6.35
资产负债率 (%)	41.52	57.78	58.64
全部债务资本化比率 (%)	24.21	47.82	53.02
长期债务资本化比率 (%)	21.03	43.98	49.88
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.24	1.28	0.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.05	0.04
流动比率 (倍)	3.75	4.03	5.67
速动比率 (倍)	0.82	1.73	2.81
现金短期债务比 (倍)	2.57	2.36	2.35
经营现金流流动负债比率 (%)	-22.63	-76.66	-55.95
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.41	0.46	0.47

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径;

2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成;

3、报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币;

4、其他非流动负债计入长期债务。

附件 3 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	营业成本 / [(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%
营业毛利率	(主营业务收入-营业成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(主营业务收入-营业成本-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 4 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。