

跟踪评级公告

联合[2016] 2080 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，评级展望为稳定，并维持“15兴义信恒债/15兴义债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年八月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

兴义市信恒城市建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 兴义信恒债	10 亿元	2015/12/16	AA	AA
/15 兴义债		-2022/12/16		

跟踪评级时间：2016 年 8 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	57.84	124.06	178.63
所有者权益(亿元)	42.54	72.55	75.42
长期债务(亿元)	10.10	19.32	59.21
全部债务(亿元)	10.20	23.17	69.12
主营业务收入(亿元)	6.03	8.91	13.60
利润总额(亿元)	1.56	3.01	3.08
EBITDA(亿元)	1.60	3.31	3.64
经营性净现金流(亿元)	-13.67	-7.28	-33.38
主营业务利润率(%)	12.41	11.20	10.45
净资产收益率(%)	3.48	4.02	3.81
资产负债率(%)	26.46	41.52	57.78
全部债务资本化比率(%)	19.34	24.21	47.82
流动比率(%)	1081.35	375.00	402.51
全部债务/EBITDA(倍)	6.38	6.99	18.98
EBITDA 利息倍数(倍)	338.21	18.79	8.33

注：报表采用旧准则编制。

分析师

赵起锋 薛琳霞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：Http: //www.lhratings.com

评级观点

兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体。跟踪期内，在项目储备、财政补贴、应收政府款项偿还计划方面获得当地政府大力支持，公司的基础设施建设项目规模逐年增大，公司收入和利润总额持续增长。此外，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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体盈利能力受房地产板块影响而下滑，资产流动性较差，经营性现金净流出规模扩大，未来融资压力较大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

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；同时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。此外，多元化经营格局可对公司收入形成一定补充。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 兴义信恒债/15 兴义债” AA 的信用等级。

优势

- 跟踪期内，兴义市社会经济稳步发展，地方可控财力同比增长，为公司提供了良好的外部环境。
- 跟踪期内，公司在项目储备、政府补贴和应收政府款项偿还安排等方面获得了兴义市政府的持续支持。
- 跟踪期内，公司资产规模增长，随着基础设施建设项目规模逐年增大，公司收入与利润增长较快。

关注

- 兴义市地方财力中上级补助收入和土地出

- 让金占比较大，跟踪期内地方政府债务负担加重。
2. 公司从事的基础设施建设业务主要受政府主导，易受政策波动影响。
 3. 公司资产中存货规模较大，对资金占用较多，资产流动性偏弱，公司整体资产质量一般。
 4. 跟踪期内，公司债务规模快速增加，债务负担加重。
 5. 公司整体盈利能力较弱，利润总额对财政补贴的依赖程度高，经营性现金流出规模扩大，且未来投资规模较大，公司对外融资压力可能上升。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与兴义市信恒城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信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。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由兴义市信恒城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于兴义市信恒城市建设投资有限公司主体长期信用及“15 兴义信恒债/15 兴义债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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），兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司（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 0.1 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 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%，博大弘鼎占 94%。

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% 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，出资比例占公司注册资本的 100%。截至 2015 年底，公司注册资本 5.62 亿元。

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（以上经营项目涉及到前置许可的凭许可证经营）。

截至 2015 年底，公司本部下设办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部和资产管理部等 7 个职能部门。截至 2015 年底，公司拥有二级子公司 9 家，均为全资子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 178.63 亿元，所有者权益 75.42 亿元；2015 年实现主营业务收入 13.60 亿元，利润总额 3.08 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：何正翔。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济及政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造

业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批

专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域环境分析

1. 基础设施建设行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地

位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资

机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债

务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域概况

公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体，主要从事兴义市市政工程代建和保障房建设等业务，兴义市社会经济的发展对公司具有较大影响。

区域概况

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2915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。

区域经济和财政实力

兴义市经济总量近年来持续增长，根据兴义市统计局发布的《2015年全市主要经济运行情况》，2015年全市预计实现国内生产总值318.60亿元，较上年增长14.7%。其中，第一产业增加值34.74亿元，同比增长6.7%；第二产业增加值115.38亿元，同比增长15.0%；第三产业增加值168.48亿元，同比增长15.6%。

2015年兴义市实现规模以上工业总产值314.89亿元，同比增长5.3%；全市规模以上工业增加值110.3亿元，同比增长13.7%。

2015年兴义市限额以上固定资产投资403.1亿元（其中兴义市片区270.0亿元），增长26.9%。其中：产业投资59.5亿元，占总投资的比重为14.7%；亿元项目完成投资238.8亿

元，增长 27.3%；房地产投资 38.3 亿元，下降 9.6%；工业及工业园区项目投资 132.5 亿元，增长 10.4%。房地产商品房销售面积完成 151.2 万平方米，增长 13.8%。

表 1 兴义市财政状况（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
（一）地方一般预算收入	273192	305789	349829
其中：税收收入	168208	228933	260764
非税收入	104984	76856	89065
（二）转移支付和税收返还收入	266054	318905	383873
一般性转移支付	76487	100816	173603
专项转移支付收入	101993	142271	198691
税收返还收入	87574	75818	11579
（三）国有土地使用权出让收入	329705	238544	152255
国有土地使用权出让金	329705	243840	152255
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		-5483	
（四）预算外财政专户收入	3635	3946	4104
地方可控财力	872586	867184	890061

资料来源：兴义市财政局

伴随兴义市经济总量的持续增长，市地方可控财力（地方可控财力=地方一般预算收入+

转移支付和税收返还收入+国有土地使用权出让收入+预算外财政专户收入）呈上升趋势。2015 年兴义市地方可控财力为 89.01 亿元，同比增长 2.64%。其中，地方财政一般预算收入 34.98 亿元，较上年增长 14.40%，全年完成各项地方税收收入 26.08 亿元，增长 13.90%，地方税收收入占地方财政一般预算收入的比重为 74.54%。

2015 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 43.13%）、地方一般预算本级收入（占 39.30%）和国有土地使用权出让收入（占 17.11%）构成。其中国有土地使用权出让收入逐年下降，2015 年为 15.23 亿元。

截至 2015 年底，兴义市地方债务余额 88.40 亿元，其中主要包括 36.86 亿元银行贷款及 35.77 亿元供应商应付款。结合 2015 年兴义市综合财力测算，兴义市政府债务率 99.32%，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 2 兴义市地方政府债务及综合财力情况（单位：万元）

地方财力（2015 年）	金额	地方债务（截至 2015 年）	金额
（一）地方一般预算本级收入	349829	（一）直接债务余额	883995
1、税收收入	260764	1.银行贷款	368636
2、非税收入	89065	（1）政策性银行	147680
（二）转移支付和税收返还收入	383873	（2）大型商业银行	62000
1、一般性转移支付收入	173603	（3）城市商业银行	81806
2、专项转移支付收入	198691	（4）农村信用社	22150
3、税收返还收入	11579	（5）银行业非存款类金融机构	55000
（三）国有土地使用权出让收入	152255	2.发行债券	77365
1、国有土地使用权出让金	152255	（1）地方政府债券	2165
2、国有土地收益基金		（2）企业债券	75200
3、农业土地开发资金		3.转贷债务	2724
4、新增建设用地有偿使用费		（1）世界银行转贷债务	2624
（四）预算外财政专户收入	4104	（2）其他转贷债务	100
		4.非银行金融机构融资	74464
补充资料：		（1）信托融资	40000
（五）上年结余	36486	（2）融资租赁	29464
1.一般公共预算上年结余	15923	（3）其他	5000
2.政府性基金预算上年结余	16687	5.供应商应付款	357733
3.预算外财政专户上年结余	3876	（1）BT 项目融资	8914
		（2）应付工程款	304813
		（3）其他应付款	44006
		6.个人借款	226
		7.其他	2846
		（二）担保债务余额	

		(三) 或有债务	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	890061	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	883995
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		99.32%	

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，系统口径差异导致。

总体看，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，2015 年转移支付和税收返还收入的大幅增长，导致 2015 年兴义市地方可控财力同比有所增加。

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，截至 2015 年底，公司注册资金 5.62 亿元。兴义市基本建设投资管理中心持有公司 100% 股权，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 2015 年底，公司合并资产总额 178.63 亿元，所有者权益 75.42 亿元；2015 年实现主营业务收入 13.60 亿元，利润总额 3.08 亿元。

公司现有二级子公司 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. 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，跟踪期内公司在财政补贴和应收政府款项的偿还安排等方面得到兴义市人民政府的大力支持。

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。

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。

总体看，跟踪期内，公司在财政补贴及应收款项偿还安排等方面得到兴义市人民政府的稳定支持，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

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

公司原副总经理伍乾贵先生因年龄原因退休。公司任命龚正海先生为副总经理。龚正海先生，现年 34 岁，大学本科学历；曾在则戎乡干戛小学、则戎乡卧戛小学、兴义市重点工程指挥部、丰都水利站工作。

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。

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，2015 年公司实现主营业务收入 13.60 亿元，同比增长 53.42%。从收入构成看，由于代建工程业务快速发展，公司基础设施建设收入占比逐年快速上升，2015 年实现收入 12.60 亿元，占主营业务收入的 92.66%。

毛利率方面，由于公司与兴义市人民政府签订的收购协议中约定的收购加成为 16%，故公司基础设施建设业务板块毛利率较为稳定。受房地产行业影响，公司实行了降价促销，导致跟踪期内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，但整体占比较小，对公司收入及利润具有一定贡献。

表3 2013~2015年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	2013年			2014年			2015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	47246.49	78.39%	13.79%	83446.33	94.14%	13.79%	125996.59	92.66%	13.79%
房地产销售收入	3833.65	6.36%	30.25%	1392.00	1.57%	44.28%	8296.05	6.10%	15.71%
民爆用品销售收入	7232.49	12.00%	23.61%	1991.89	2.25%	20.88%	1357.80	1.00%	20.39%
工程车辆销售收入	1956.91	3.25%	1.88%	1616.82	1.82%	2.25%	37.86	0.03%	2.26%
建筑垃圾处置收入	--	--	--	667.38	0.21%	46.25%	294.36	0.21%	41.42%
合 计	60269.53	100.00%	15.63%	89014.43	100.00%	14.29%	135982.66	100%	14.03%

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项目的投资建设任务。

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4 2014~2015年公司基础设施建设业务收入
(单位: 万元)

项目名称	2014年		2015年	
	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入
东南环线支线	21725.68	25201.78	--	--
兴丰大道	50210.82	58244.55	--	--
江平大道	--	--	61688.63	71558.81
机场南路	--	--	46929.12	54437.78
合计	71936.50	83446.33	108617.75	125996.59

资料来源: 公司提供

截至2015年底，公司先后完成了东南环线、东南环线支线、兴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83446.33万元与125996.59万元，当年收到的工程代建回款金额37757.10万元和104302.38万元。

公司目前主要在建工程代建项目共13个，总投资164.63亿元。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，其他项目以会议纪要的形式签订。截至2015年底，已完成投资39.24亿元，2016~2017年分别计划投资53.17亿元及66.37亿元，未来投资相对公司现有营业规模较大，面临一定对外融资需求。

表5 截至2015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2015年底已完成投资	2016年计划投资	2017年计划投资
			贷款	自筹				
丰都新区道路建设项目	代建	407211.57		407211.57	60个月	276845.39	69284.44	61081.74
桔山新区B5路项目	代建	10776.15		10776.15	12个月	68.67	9091.06	1616.42
桔山新区B9路项目	代建	21056.00	16845.00	4211.00	24个月	15.67	3142.73	17897.60
桔山新区B10路项目	代建	15416.00	12333.00	3083.00	12个月	4.80	2307.60	13103.60
丰都街道办事处棚户区改造及周边配套工程	代建	389708.16	203958.75	185749.41	60个月	77628.77	114130.42	139492.74
万峰国际旅游城项目	代建	40000.00		40000.00	36个月	31964.75	2035.25	6000.00
洗布河棚户区改造项目	代建	15700.00	12700.00	3000.00	24个月	4626.58	8718.42	2355.00
东北环线项目	代建	103322.06		103322.06	12个月	888.49	86935.26	15498.31
兴义市体育中心建设工程项目	代建	88000.00		88000.00	24个月	117.96	74682.04	13200.00
七星路延长线道路工程	代建	32000.00		32000.00	12个月	64.80	27135.20	4800.00
兴义市景峰大道至红椿道路工程项目	代建	50000.00	35000.00	15000.00	12个月	69.42	42430.58	7500.00
丰都新区水体湿地公园建设项目	代建	443122.00	310185.40	132936.60	36个月	28.30	66440.00	376653.70
兴义市文化路延伸段道路工程项目	代建	30000.00	21000.00	9000.00	12个月	84.51	25415.49	4500.00
合计		1646311.94	612022.15	1034289.79	--	392408.11	531748.49	663699.11

注: 丰都街道办事处棚户区改造及周边配套工程, 其中, 棚户区改造项目271945万元, 采用回购方式, 周边配套工程采用代建模式

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

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 3 月底，该项目工程已完成投资约 5.56 亿元，目前已完成一期、二期的部分主体工程和基础配套设施。

兴义市老城片区洗布河棚户区改造项目拆迁占地面积约 3.1 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 46.5 亩，挂牌出让单价 212 万元，预计可实现收入 9858.00 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 56152.31 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 6 月底，该项目已完成投资 4626.58 万元，目前实施拆迁、土地平整。

公司 2016 年启动的保障房项目为兴义市兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目，项目总投资 23.61 亿元，截至 2016 年 6 月底，该项目已完成投资 14618.85 万元，目前已完成项目的前期审批手续及部分征地拆迁。目前项目总体实施进度百分比已完成 6.19%。

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。

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。2015 年实现房地产开发业务收入 0.83 亿元，较上年大幅增长，

系公司通过降价销售实现房地产销售收入的大幅增加。

表6 截至2015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	42154.17	9573.00	9573.00
民族风情街三、四期	42225.80	8620.20	2336.00
合计	84379.97	18193.20	11909.00

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。2013~2015 年，公司分别实现销售和配送服务收入 0.72 亿元、0.20 亿元和 0.14 亿元。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。2013~2015 年分别实现销售和售后有偿服务收入 1956.91 万元、1616.82 万元和 37.86 万元。受宏观经济影响，2015 年工程车辆销售业务收入出现大幅下降，支重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，主要从事建筑弃土材料回收业务。2014~2015 年分别实现建筑垃圾处置收入 667.38 万元和 294.36 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，完成好各项目标任务；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 7 截至 2015 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		2016 年	2017 年	2018 年
兴义市乌沙道路建设工程	60000.00	42000.00	18000.00	12 个月	51000	9000	0
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	2500.00	1750.00	750.00	12 个月	2125	500	0
兴义市丰都新区新建村安马安置区建设工程	18665.88	13066.12	5599.76	14 个月	14932.704	3733.18	0
兴义市湾塘河环境整治（桔山段）及湿地公园工程（一期）	11247.00	7872.90	3374.10	24 个月	4498.8	5061.15	1687.05
兴义市丰都新区（公园东北区路网）道路工程	44218.99	30953.29	13265.70	24 个月	17687.596	19898.55	6632.85
兴义市丰都新区（公园西北区路网）道路工程	48727.16	34109.01	14618.15	24 个月	19490.864	21927.22	7309.07
兴义市丰都新区（公园南区路网）道路工程	44218.99	30953.29	13265.70	24 个月	17687.596	19898.55	6632.85
兴义市黄草街道办水泥片区安置工程	6534.05	4573.84	1960.21	24 个月	2613.62	2940.32	980.11
兴义市纳录新村安置区建设工程	4214.05	2949.84	1264.21	24 个月	1685.62	1896.32	632.11
合计	240326.12	168228.29	72097.83	--	131721.80	84855.28	23874.04

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司目前市政工程代建业务规模继续扩大，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，但经营效益受市场环境的影响较大。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、募集资金使用情况

2015 年 12 月 16 日，公司发行“15 兴义信恒债/15 兴义债”，发行总额 10 亿元，期限 7 年。2015 年 12 月 22 日本期债券完成发行，9.92 亿元（已扣除 800 万元承销费用）由主承销商账户划至本期债券募集资金专户。

根据募集说明书，本期企业债券投向为兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程。2013 年 10 月，公司启动了企业债券发行工作，但由于自身条件和相关政策限制，债券发行工作一度中止，为保障上述项目顺利开展，兴义市

财政局下发了《兴义市财政局关于同意协助解决丰都新区棚户区改造项目资金缺口的通知》

（兴市财政字〔2013〕547 号），由市财政局先行垫付丰都街道办事处棚户区改造工程所需资金，待债券发行后将相关资金退还财政局。兴义市财政局于 2013 年 10 月 31 日向本公司借款用于解决兴义市丰都街道办事处棚户区改造项目资金缺口，因此在 2015 年 12 月 22 日募集资金到账后，公司于 2015 年 12 月 30 日偿还市财政局 22791 万元，并支付丰都街道办事处棚户区改造项目工程款 27209 万元。截至 2015 年 12 月 31 日，本期债券募集资金剩余 4.92 亿元未使用，将按工程进度继续投入丰都街道办事处棚户区改造工程项目。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2013~2015 年财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部

2006年以前颁布的企业会计准则和《企业会计准则》及相关规定。

合并范围变动方面，2013年，公司新纳入合并范围全资子公司1家，为兴义市支援重点工程物资公司。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，新设立5家全资子公司，注册资本各为1000万元。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。

2013~2015年公司合并范围的变动对财务数据的可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额178.63亿元，所有者权益75.42亿元；2015年实现主营业务收入13.60亿元，利润总额3.08亿元。

2. 盈利能力

2013~2015年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长率为50.21%。2015年，公司主营业务收入13.60亿元，较上年增长53.42%，主营业务收入大幅上升主要系代建工程量增加所致。2013~2015年，受房地产销售收入规模和毛利率的影响，公司主营业务利润率逐年下降，三年分别为12.41%、11.20%和10.45%。

从期间费用看，公司期间费用以管理费用为主。2013~2015年公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为30.97%，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，2013~2015年分别为3.23万元、1518.99万元和2943.54万元。公司2015年期间费用合计0.87亿元，较上年增长18.90%，其中管理费用占62.35%。2013~2015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8.43%、8.25%和6.41%。总体看，公司期间费用控制较好，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，在主营业务收入增长的带动下，公司主营业务利润有较大增长，三年分别为0.75亿元、1.00亿元和1.42亿元。

2013~2015年，公司分别获得政府财政补贴为1.28亿元、2.72亿元和2.50亿元。利润总额分别为1.56亿元、3.01亿元和3.08亿元，公司利润总额对财政补贴的依赖程度较高。

从盈利指标看，2013~2015年，公司总资产收益率分别为3.11%、4.04%和2.93%；净资产收益率分别为3.48%、4.02%和3.81%，公司盈利能力处于较弱水平。

图1 近三年公司盈利状况



资料来源：审计报告

总体看，跟踪期内，由于基础设施建设收入的增长，公司主营业务收入继续增长，同时受房地产促销策略的影响，公司整体营业利润率有所下滑。期间费用在收入中占比较低，整体盈利能力仍处于较弱水平，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

3. 现金流

经营活动方面，随着公司收入规模的扩大，2013~2015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34.39%。2015年，公司销售商品、提供劳务收

到的现金为 10.97 亿元，同比增长 127.08%。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 100.82%、54.23% 和 80.70%，现金收入的进度与规模受当地政府根据项目收购协议与公司进行结算的影响大。2013~2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 5.59 亿元、11.51 亿元和 16.98 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。2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 11.66 亿元、16.35 亿元和 27.95 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流出量分别为 25.33 亿元、23.63 亿元和 61.33 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。2015 年经营活动现金流入大幅增加主要系工程款、往来款项和定期存款增加。由于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。2015 年，公司经营活动现金流量净额为-33.38 亿元。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入主要为投资回收收到的现金 1.25 亿元，其中主要包括赎回理财款项；2013~2015 年，公司投资活动现金流出分别为 0.49 亿元、0.18 亿元和 6.78 亿元，2015 年大幅增加主要系购买理财产品所支付的资金；公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.49 亿元、-0.18 亿元和-5.53 亿元。

跟踪期内，由于经营活动现金和投资活动现金流出较高，公司筹资活动前产生的现金流量净额持续为负，2015 年为-38.90 亿元，净流出额较上年大幅增加，公司外部融资压力明显增强。受此影响，2015 年公司筹资活动现金流入为 50.01 亿元，较上年增加 163.33%，全部为取得借款收到的现金，包括“15 兴义信恒债/15 兴义债”发行所取得的现金。同期，筹资活动现金流出为 8.94 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 15.53 亿元、11.71 亿元和 41.07

亿元。

总体看，跟踪期内公司基础设施项目建设投资支出大幅增长，扩大了对外融资需求。未来公司基础设施建项目投资规模仍维持较高水平，对外部融资需求上升。

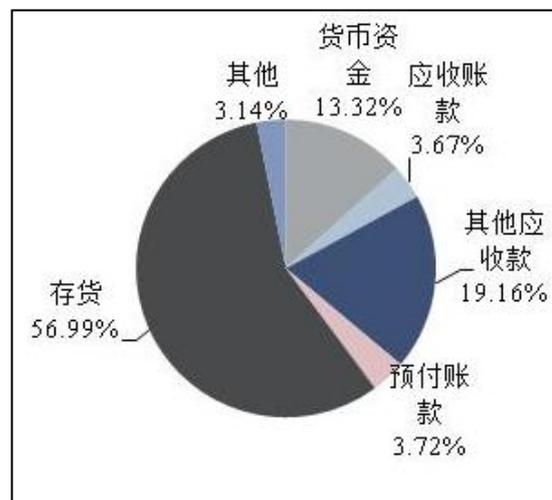
4. 资产质量

2013~2015 年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长 75.73%。截至 2015 年底，公司资产总额为 178.63 亿元，较上年底增长 43.98%，主要系其他应收账款和货币资金的增长所致。公司资产中流动资产占 98.12%。

流动资产

2013~2015 年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长 79.10%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 175.26 亿元，同比增长 45.27%，主要系其他应收账款和货币资金的增长所致。其中货币资金占 13.32%，其他应收款占 19.16%，存货占 56.99%。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2013~2015 年底，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为 274.56%。截至 2015 年底，公司货币资金为 23.34 亿元，同比增长 135.65%，主要系债券发行和银行贷款取得资金。货币资金中主要为银行存款。其中有 13.30 亿元定期存单使用受限，占比 56.98%。

截至 2015 年底，公司短期投资 5.50 亿元，

系购买的理财产品。

2013~2015 年底,公司应收账款快速增长。截至 2015 年底,公司应收账款为 6.43 亿元,同比增长 40.02%。其中对兴义市财政局的应收款为 6.33 亿元,占应收账款余额的 98.18%,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),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 64464.16 万元作为应收账款的还款来源。故未计提坏账准备;按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 0.12 亿元,其中 1 年以内的占 42.36%,1~2 年的占 41.94%,账龄较短;计提坏账准备合计 0.02 亿元。另有与兴义市人民政府的 7651.12 万元应收账款作为向中国民生银行贵阳分行贷款的质押。

2013~2015 年底,公司其他应收款快速增长,年均复合增长 101.27%。截至 2015 年底,公司其他应收款为 33.58 亿元,较上年底增长 288.11%,主要系对第三方垫付款、拆迁费和借款大幅增加所致。个别认定法计提坏账准备的其他应收款以政府部门及关联方的垫付款和往来借款为主,年末余额为 30.28 亿元,占其他应收款期末余额 89.41%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 3.59 亿元,其中 1 年以内的占 80.44%,账龄较短;计提坏账准备合计 0.29 亿元。公司其他应收款主要为应收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、兴义市财政局、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往来款(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 84.36%,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 76081.36 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 76873.04 万元作为其他应收款的还款来源。

表 8 截至 2015 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
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	11.40	1 年以内	33.66
兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司	5.30	1 年以内, 1-2 年, 2-3 年	15.65
兴义市财政局	5.14	1 年以内	15.17
兴义市龙达交通建设投资有限公司	4.80	1 年以内	14.18
兴义市城市重点工程建设总指挥部	1.93	1-2 年、2-3 年	5.71
合计	28.57	--	84.36

资料来源:审计报告

2013~2015 年底,公司预付账款波动中有所增长,年均复合增长率为 28.84%。截至 2015 年底,公司预付账款 6.52 亿元,较上年底增长 111.61%,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有所增加。从账龄结构看,主要以 1 年以内的为主,占 83.56%。

2013~2015 年底,公司存货快速增长,年均复合增长率为 56.60%,主要系 2014 年兴义市人民政府划拨拟用于开发的土地使用权。截至 2015 年底,公司存货合计 99.88 亿元,同比增长 5.79%,主要系工程项目推进和补缴部分土地出让金与契税。从存货结构看,开发成本 23.76 亿元,占 23.79%,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 75.85 亿元,占 75.94%,为兴义市政府划转注入公司你用于开发的土地使用权。存货中 570.27 万平方米的土地使用权用于抵押,账面价值 70.20 亿元,占存货余额 70.28%。

长期股权投资

2013~2015 年底，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长率为 8.91%。截至 2015 年底，公司长期投资全部为对兴义市神力爆破工程有限公司的长期股权投资 51.87 万元。同期，公司无形资产 112.82 万元，主要为土地使用权，无形资产无使用受限的情况。

固定资产

2013~2015 年底，公司固定资产净值波动中有所增长，年均复合增长率 2.40%。截至 2015 年底，公司固定资产净值 3.27 亿元，较上年底下降 1.28%，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 1370.72 万元。另有用于抵押的固定资产账面价值为 2.42 亿元，占比 74.01%。同期，公司在建工程余额 630.46 万元，较上年底下降 17.87%，主要系南环办公楼转入固定资产所致。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，其中货币资金受限比例较高，存货、应收账款和其他应收款规模较大，且存货和固定资产抵质押规模大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 75.42 亿元，同比增长 4.02%，主要来自未分配利润的增长。其中，截至 2015 年底，实收资本 5.62 亿元，资本公积 62.53 亿元，均与上年底持平；盈余公积 0.72 亿元，未分配利润 6.55 亿元，分别较上年底增加 66.22%和 66.96%。

跟踪期内，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较好。

负债

2013~2015 年底，公司总负债快速增长，年均复合增长 159.68%。截至 2015 年底，公司

负债合计 103.20 亿元，同比增长 100.34%，主要系长期借款、其他长期负债和应付债券的增长。其中流动负债 42.19%，长期负债 57.81%。

2013~2015 年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长率为 193.56%。截至 2015 年底，公司流动负债 43.54 亿元，较上年底增长 35.34%，系一年内到期的非流动负债和其他应付款增加所致。截至 2015 年底，应付账款占 24.63%，其他应付款占 49.30%，一年内到期的非流动负债占 18.24%。

2013~2015 年底，公司应付账款波动中大幅增长，年均复合增长率为 143.32%。主要系公司的应付工程款。截至 2015 年底，公司应付账款 10.73 亿元。从账龄结构看，1 年以内的占 24.25%、1~2 年占 65.54%、2~3 年占 10.46%，3 年以上的占 4.99%。前五名应付款总额占比 73.97%，较集中。

2013~2015 年底，公司其他应付款快速增长，年均复合增长率为 188.28%。截至 2015 年底，公司其他应付款 21.47 亿元，较上年增长 40.65%，主要系新增重庆飞洋控股集团宝宇建筑工程有限公司、兴义市水库和生态移民局的借款。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 49.20%、1~2 年的占 42.80%、2~3 年的占 7.41%、3 年以上的占 0.58%，综合账龄较短。

2013~2015 年底，公司长期负债快速增长，年均复合增长率为 141.23%。截至 2015 年底，公司长期负债 59.66 亿元，较上年底增长 208.44%，其中长期借款、其他长期负债和应付债券均有大幅增加。

2013~2015 年底，公司长期借款波动中大幅增长，年均复合增长率为 86.04%。截至 2015 年底，公司长期借款 17.65 亿元。其中质押借款 13.81 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 9.92 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”。

2013~2015 年底，公司其他长期负债快速增长，年均复合增长率为 151.55%。截至 2015 年底，公司其他长期负债 31.64 亿元，比上年同期增加 63.85%，全部系公司从证券公司、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。

在有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务快速增长，分别为 10.20 亿元、23.17 亿元和 69.12 亿元。截至 2015 年底，短期债务占 14.34%，长期债务占 85.66%。近三年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均值分别为 46.64%、35.04% 和 32.14%。2015 年底，分别为 57.78%、43.98% 和 47.82%，均高于三年均值。

图 3 近三年公司债务状况



资料来源：审计报告

总体来看，随着公司工程建设的推进，对外融资需求较强，跟踪期内短期债务和长期债务均有明显增加，公司整体债务水平尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司资产和负债快速增加，公司流动比率和速动比率波动较大，且处于较高水平，三年平均值分别为 530.03% 和 166.08%，2015 年底分别为 402.51% 和 173.13%；由于公司经营活动现金流净额一直为负值，公司经营现金流动负债比分别为 -270.59%、-22.63% 和 -76.66%，公司

短期偿债能力较差。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司利润总额的快速增长，公司 EBITDA 不断增加，分别为 1.60 亿元、3.31 亿元和 3.64 亿元；2013~2015 年公司全部债务/EBITDA 分别为 6.38 倍、6.99 倍和 18.98 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，公司实际偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司共获得授信 15.00 亿元，已使用 15.00 亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

表 9 截至 2015 年底公司银行授信情况

授信银行	授信额度 (万元)	已使用数额 (万元)	授信期限
贵阳银行股份有限公司兴义分行	150000.00	150000.00	2014.12~2019.12

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司对外担保余额 8.66 亿元，担保比率为 11.48%。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 10 截至 2015 年底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保方	担保金额
兴义市水务总公司	13350.79
兴义市人民政府	68025.23
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	2875.00
商品房承购人	2327.44
合计	86578.46

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码：G1052230100064670N)，截至 2016 年 8 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况的考量，综合兴义市经济的持续发展、财政实力的不断增强，以及政府对公司在资产和资金等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

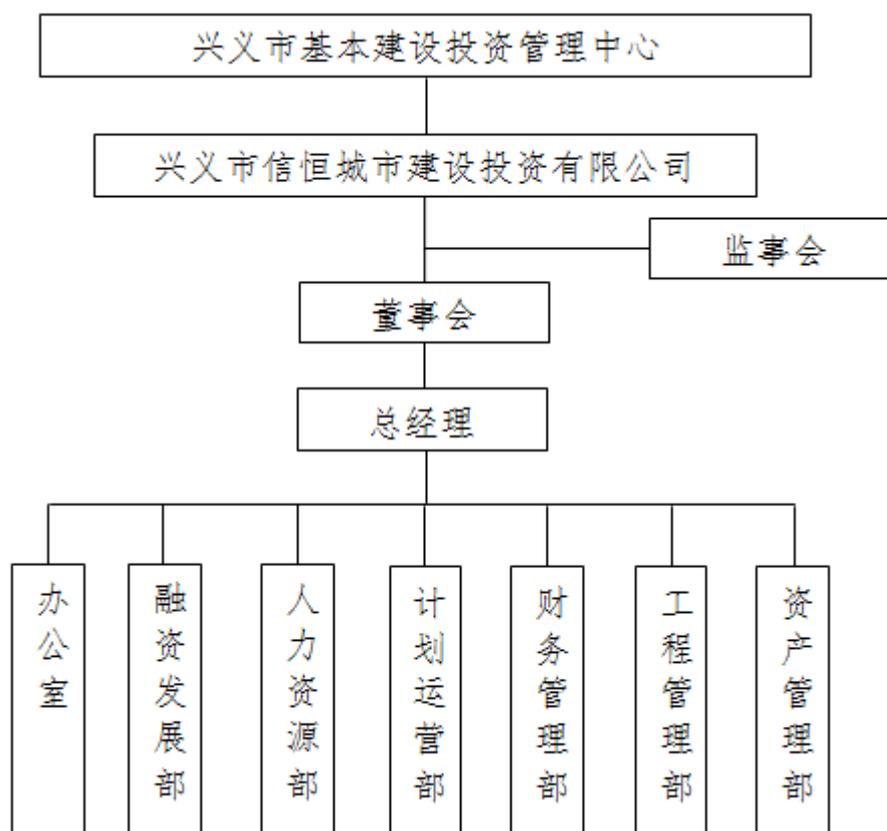
公司2015年12月16日发行的10亿元“15兴义信恒债/15兴义债”，期限为七年。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，自债券存续期第3年至第7年，每年按照债券发行总额的20%偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

2015年，公司EBITDA为3.64亿元，为公司存续期内债券发行额度10亿元的0.36倍；同期公司经营活动现金流入量和净流量分别为27.95亿元和-33.38亿元，分别为发行额度的2.80倍和-3.34倍。公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券的保障程度较好，EBITDA对公司存续期内债券的保障程度较弱，经营活动现金流净额对存续期内债券无保障能力。同时，本期债券设置本金分期偿还条款，截至2015年底，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为分期偿付单年金额（2.00亿元）的1.82倍、13.98倍、-16.69倍。公司EBITDA、经营活动现金流入量对“15兴义信恒债/15兴义债”的保证能力较强。综合考虑公司的区域竞争优势及兴义市政府的持续支持，以及本期债券的分期还本条款，公司对存续期内债券本息的偿还能力较强。

十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15兴义信恒债/15兴义债”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.66	9.90	28.84
资产总额(亿元)	57.84	124.06	178.63
所有者权益(亿元)	42.54	72.55	75.42
短期债务(亿元)	0.10	3.85	9.91
长期债务(亿元)	10.10	19.32	59.21
全部债务(亿元)	10.20	23.17	69.12
主营业务收入(亿元)	6.03	8.91	13.60
利润总额(亿元)	1.56	3.01	3.08
EBITDA(亿元)	1.60	3.31	3.64
经营性净现金流(亿元)	-13.67	-7.28	-33.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	473.86	3.86	2.47
存货周转次数(次)	0.25	0.11	0.12
总资产周转次数(次)	0.21	0.10	0.09
现金收入比(%)	100.82	54.23	80.70
主营业务利润率(%)	12.41	11.20	10.45
总资本收益率(%)	3.11	4.04	2.93
净资产收益率(%)	3.48	4.02	3.81
长期债务资本化比率(%)	19.19	21.03	43.98
全部债务资本化比率(%)	19.34	24.21	47.82
资产负债率(%)	26.46	41.52	57.78
流动比率(%)	1081.35	375.00	402.51
速动比率(%)	275.27	81.53	173.13
经营现金流动负债比(%)	-270.59	-22.63	-76.66
EBITDA 利息倍数(倍)	338.21	18.79	8.33
全部债务/EBITDA(倍)	6.38	6.99	18.98

注：报表采用旧准则编制。

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	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 所有者权益=归属于母公司所有者权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债