

信用等级公告

联合〔2019〕1588号

联合资信评估有限公司通过对兴义市信恒城市建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/18 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/18 兴义 02”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 兴义信恒债/PR 兴义债	8 亿元	2022/12/16	AA	AA
18 兴义信恒债 01/18 兴义 01	8 亿元	2025/01/31	AA	AA
18 兴义信恒债 02/18 兴义 02	8 亿元	2025/11/21	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	24.51	23.12	29.08
资产总额(亿元)	190.27	209.29	229.16
所有者权益(亿元)	78.28	83.81	87.81
短期债务(亿元)	10.69	40.36	29.36
长期债务(亿元)	78.67	55.14	64.63
全部债务(亿元)	89.35	95.50	93.99
主营业务收入(亿元)	15.93	11.19	4.49
利润总额(亿元)	2.95	2.54	4.00
EBITDA(亿元)	3.72	3.23	7.88
经营性净现金流(亿元)	-18.29	-6.51	5.74
主营业务利润率(%)	7.37	3.64	-8.94
净资产收益率(%)	3.64	3.02	4.55
资产负债率(%)	58.86	59.96	61.68
全部债务资本化比率(%)	53.30	53.26	51.70
流动比率(%)	565.98	293.06	294.73
经营现金流动负债比(%)	-55.53	-9.32	7.53
全部债务/EBITDA(倍)	10.12	17.05	11.92
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.91	2.10

注：其他流动负债计入“短期债务”；其他非流动负债和长期应付款计入“长期债务”；公司执行 2006 年以前颁布的企业会计准则和《企业会计制度》

分析师：孙宏辰 汪星辰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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”）是兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体，跟踪期内，公司在债务置换方面获得兴义市政府的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主营业务收入大幅下降、盈利能力较弱、资产流动性较弱、债务负担较重和未来筹资压力较大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

公司以土地使用权为“15兴义信恒债/PR 兴义债”进行抵押担保，对“15兴义信恒债/PR 兴义债”本息偿付提供了一定保障。

“15兴义信恒债/PR 兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”设置的分期偿还本金的还款方式可有效降低集中偿付压力。

兴义市经济稳步发展，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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“15兴义信恒债/PR 兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，兴义市经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 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，在债务置换方面获得了兴义市政府的持续支持。

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：www.lhratings.com

3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券当年分期偿还金额的覆盖程度较好。

关注

1. 公司受限资产规模较大，且存在以土地使用权作为第二顺位担保情况，公司资产流动性偏弱。
2. 公司在建及拟建项目投资规模较大，对外筹资压力较大。
3. 跟踪期内，公司主营业务收入同比大幅下降，盈利能力较弱。
4. 跟踪期内，公司债务负担仍较重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

兴义市信恒城市建设投资有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本概况

2018年，根据《兴义市人民政府常务会议纪要》（兴府常议〔2018〕7号），公司股东由兴义市基本建设投资管理中心变更为兴义市财政局国有资产管理局（以下简称“兴义国资局”），并于2018年5月完成工商变更。截至2018年底，公司注册资本及实收资本8.62亿元。兴义国资局持有公司全部股份，为公司唯一股东和实际控制人。

2018年8月，公司经营范围变更为：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（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；棚户区改造和保障房建设。

截至2018年底，公司资产总额229.16亿元，所有者权益87.81亿元；2018年，公司实

现主营业务收入4.49亿元，利润总额4.00亿元。

公司注册地址变更为：贵州省黔西南州兴义市桔山办汇金中心A栋8-1；法定代表人：杨怡。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券包括“15兴义信恒债/PR兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”，债券余额总计24.00亿元，详情见表1。上述债券均设置存续期内第3—7年，分期偿还本金20%。跟踪期内，“18兴义信恒债02/18兴义02”尚未到付息日；“18兴义信恒债01/18兴义01”已按时偿还利息；“15兴义信恒债/PR兴义债”已按时偿还本息。

表1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
15兴义信恒债/PR兴义债	8.00	2015/12/16	7	5.40
18兴义信恒债01/18兴义01	8.00	2018/01/31	7	7.90
18兴义信恒债02/18兴义02	8.00	2018/11/21	7	8.00

资料来源：联合资信整理

截至2018年底，“15兴义信恒债/PR兴义债”募集资金已全部用于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程。截至2018年底，该项目已完成投资22.99亿元。

“18兴义信恒债01/18兴义01”于2018年1月30日发行，发行总额8亿元，期限7年；“18兴义信恒债02/18兴义02”于2018年11月20日发行，发行总额8亿元，期限7年期。上述债券募集资金均用于洗布河棚改（二期）项目。截至2018年底，该项目已完成投资20.39亿元，募集资金均全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性

预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,中国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优

化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理

充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资

增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致

地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方政府性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年上半年，政策上整体延续了对于地方政府债务和城投公司 2017 年的严监管态势。但下半年来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度。随后国办发〔2018〕101 号文件正式出台，对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持。作为基础设施投资载体的城投企业，政策的定向调整为城投企业经营和融资环境改善提供了有利支撑。

表3 2018年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。

资料来源：联合资信整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06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。2019年3月5日，中央政府发布的《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风

险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，企业信用风险在一定程度上有所缓和。

2. 区域经济环境

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。

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相关信息，2018年，兴义市地区生产总值完成450.07亿元，增长12.2%。其中：第一产业增加值41.29亿元，增长7.3%；第二产业增加值156.46亿元，增长12.0%；第三产业增加值252.33亿元，增长13.1%。第一、二、三产业对地区生产总值的贡献率为6.5%、39.5%、54.0%，分别拉动经济增长0.8、4.8、6.6个百分点。

2018年,兴义市限额以上固定资产投资增长19.2%。商品房销售面积253.4万平方米,增长15.6%。产业投资占全部固定资产投资比重为24.8%。建筑业总产值71.6亿元,增长29.5%。

2018年,兴义市财政一般公共预算收入36.34亿元,其中兴义市本级完成32.43亿元,同比增长0.8%,义龙新区¹兴义片区完成3.92亿元,同比下降5.0%。同期,兴义市政府性基金预算51.63亿元,同比增长30.08%;其中,兴义市本级完成42.94亿元,同比增长28.62%,义龙新区兴义片区完成8.70亿元,同比增长37.81%。

2018年底,兴义市(不含义龙新区)政府性债务限额117.82亿元,地方政府债务余额116.44亿元;其中,一般债务52.56亿元,专项债务63.88亿元。

跟踪期内,兴义市经济稳定增长,地方一般公共预算收入有所增长,为公司提供了良好的外部环境,但政府债务负担较重。

六、基础素质分析

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

跟踪期内,兴义市政府对公司在债务置换方面给予了较大支持。根据《兴义市财政局关于下达专项经费的通知》(兴市财预字〔2018〕325号),将2018年第一批定向债权债务资金52772.00万元作为财政补助收入,计入公司“营业外收入”。

根据中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码:G1052230100064670N),截止2019年5月15日,公司本部无未结清和已结清的关注类、不良类贷款,过往信用记录中存在3笔欠息,最近一笔已于2018年12月

25日结清,主要系公司与贵阳贵银金融租赁有限责任公司经协商,于2018年12月20日优先偿还融资租赁款利息部分,本金及相应产生利息于2018年12月25日偿还,上述事项于2018年12月25日执行完毕。

七、管理分析

跟踪期内,公司高管人员、法人治理结构和管理体制均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2018年,公司实现主营业务收入4.49亿元,同比下降59.86%,主要受基础设施建设项目工期较长,当年竣工结算量较少所致;公司收入结构较上年变化不大,仍以基础设施代建收入为主,占主营业务收入的97.78%。同期,公司新增砂石销售业务和停车场业务,分别实现收入16.88万元和71.85万元,由于新增业务尚处起步阶段,对公司主营业务收入贡献较小(占0.20%)。

毛利率方面,跟踪期内,公司综合毛利率下降至8.81%,同比下降1.11个百分点。其中,基础设施建设业务毛利率为8.01%,同比下降1.47个百分点,主要系基础设施建设项目约定加成比例下降所致。同期,公司房产销售毛利率77.01%,同比增加44.85个百分点,主要系收入来自尾房收入,且相关项目已基本完工,新增投资很少所致。

¹义龙新区的成立是黔西南州委州政府贯彻落实国发2号文件发展战略,推动贵州省委省政府“加速发展,加快转型,推动跨越”主基调,“工业强省”、“城镇化带动”主战略的关键举措,是黔西南与全国2020年同步建设小康社会的重要布局。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设收入	110001.40	98.29	9.48	43921.91	97.78	8.01
房地产销售收入	631.24	0.56	32.16	73.50	0.16	77.01
民爆用品销售收入	832.27	0.74	24.97	544.21	1.21	24.83
工程车辆销售收入	50.60	0.05	1.69	6.53	0.01	1.32
建筑垃圾处置收入	396.75	0.35	66.10	285.26	0.64	61.25
砂石销售收入	--	--	--	16.68	0.04	64.01
停车场收入	--	--	--	71.85	0.16	81.78
合计	111912.27	100.00	9.92	44919.94	100.00	8.81

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

基础设施建设业务

公司作为兴义市基础设施建设的重要主体，主要承担了丰都新区道路工程等项目（机场南路、东南环线、桔丰大道、兴丰大道、平江大道和七星路延伸段）和兴义市体育中心的投资建设任务。2018年，公司基础设施建设业务新增完工胖山保障性住房A区和胖山保障性住房B区项目。

兴义市人民政府每年与公司针对当年结

算项目签订收购合同确定收购项目，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个月内支付。

2018年，公司确认基础设施建设收入4.39亿元（具体项目见表4），较上年下降60.07%，主要系完工项目大幅减少所致；2018年公司收到工程代建回款共11.34亿元。

表4 公司基础设施建设业务收入（单位：万元）

项目名称	2017 年		2018 年	
	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入
桔丰大道	-	-	1458.35	1611.14
体育场项目	79407.49	87726.37		
七星路延伸段	17199.49	19001.34		
前期回购项目新增投资(丰都新区道路建设项目)	2963.25	3273.69		
胖山保障性住房 A 区	--	--	6763.79	6763.79
胖山保障性住房 B 区	--	--	32176.14	35546.98
合计	99570.23	110001.40	40398.28	43921.91

资料来源：公司提供

2018年，公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司前期回购项目补充协议书》（以下简称“《补充协议书》”），《补充协议书》约定，兴义市政府对机场南路、东南环路、桔丰大道、兴丰大道、江平大道等项目按竣工决算成本补充收购，补充收购价格为1691.70万元（不含税收入1611.14万元）。

同期，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市信恒城市建设投资有限公司兴义市丰都街道办胖山保障性住房（B区）及附属项目协议书》（以下简称“《协议书》”）。《协议书》约定，兴义市人民政府

府以3.73亿元（不含税收入3.55亿元）收购兴义市丰都街道办胖山保障性住房（B区）及附属项目。

2017年，公司与兴义市水库和生态移民局签订《回购丰都胖山保障性住房异地（生态）扶贫搬迁对象协议书》（以下简称“《搬迁协议书》”），协议约定回购价格按最终审计审定的建设成本竣工结算。2018年底，根据最终审计价格，公司实现胖山保障性住房A区回购收入0.68亿元。

截至2018年底，公司主要的在建项目共19个，总投资176.38亿元，已完成投资88.74亿元，仍需投资87.64亿元。未来投资相对于

公司现有经营规模较大，仍面临较大筹资压力。

表 5 截至 2018 年底公司主要在建项目情况（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 2018 年底已完成投资
			贷款	自筹		
丰都新区道路建设项目	代建	407211.57	--	407211.57	60 个月	386850.99
桔山新区 B9 路项目	代建	21056.00	16845.00	4211.00	24 个月	230.86
桔山新区 B10 路项目	代建	15416.00	12333.00	3083.00	12 个月	85.36
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	229906.28
洗布河棚户区改造项目（一期）	货币化安置	15700.00	12559.99	3140.01	24 个月	13396.25
洗布河棚户区改造项目（二期）	货币化安置	236101.41	188881.13	47220.28	24 个月	203900.75
东北环线项目	代建	103322.06	--	103322.06	12 个月	6231.26
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	171.95
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	55.24
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	代建	2500.00	1750.00	750.00	12 个月	2250.00
兴义市丰都新区新建村安马安置区建设工程	代建	18665.88	13066.12	5599.76	14 个月	14932.70
兴义市湾塘河环境整治（桔山段）及湿地公园工程（一期）	代建	11247.00	7872.90	3374.10	24 个月	10122.30
兴义市黄草街道办水泥厂片区安置工程	代建	6534.05	5227.24	1306.81	24 个月	5227.24
兴义市纳录新村安置区建设工程	代建	4214.05	3371.24	842.81	24 个月	3792.65
兴义市下午屯殡仪馆服务站	自建	3200.00	2560.00	640.00	12 个月	960.00
兴义市海绵城市绿地—中央公园周边路网工程设计、施工总承包（EPC）项目	代建	3500.00	2800.00	700.00	18 个月	710.12
兴义市龙塘大道至东南环线（含 1 号路、2 号路、3 号路）道路建设工程	代建	12026.58	9621.26	2405.32	24 个月	2405.32
兴义市建设路道路改造工程	代建	19651.90	15720.80	3931.10	12 个月	5895.57
兴义市桔山新区碧云路（B4-B6 路段）道路建设工程	代建	574.68	459.74	114.94	12 个月	229.87
合计		1763751.34	842212.57	921538.77	--	887354.71

资料来源：公司提供

注：2018 年确认收入的东南环路、东南环线支线、江平大道、机场南路属丰都新区道路建设项目的子项目。

截至 2018 年底，公司拟建项目较多，总投资 9.01 亿，自筹资金 2.25 亿元。投资 11.26 亿元；其中以贷款方式的筹措资金

表 6 截至 2018 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	项目性质
		贷款	自筹		
兴义市花月路道路建设工程	10080.00	8064.00	2016.00	24 个月	代建
兴义市桔山街道办 B11 路道路建设工程	12408.00	9926.40	2481.60	12 个月	代建
兴义市园陵路道路改造工程	5636.25	4509.00	1127.25	24 个月	代建
兴义市桔山街道办殡仪服务站	2713.76	2171.01	542.75	12 个月	自建
兴义市 B7 道路建设工程	4500.00	3600.00	900.00	12 个月	代建
峡谷大道延伸段道路建设工程	7500.00	6000.00	1500.00	24 个月	代建
B6 延伸路	10136.00	8108.80	2027.20	24 个月	代建
将军环线（下 7 路）	2000.00	1600.00	400.00	24 个月	代建
环北线（下 2 路）	13200.00	10560.00	2640.00	24 个月	代建
桔 1 路	5351.00	4280.80	1070.20	24 个月	代建

赛文中学玉碗井接七星路	1358.00	1086.40	271.60	24 个月	代建
洒金南路（洒 3 路）	376.00	300.80	75.20	24 个月	代建
下五屯规划环线（下 4 路）	11244.00	8995.20	2248.80	24 个月	代建
延安路至北环线（黄 1）	8100.00	6480.00	1620.00	24 个月	代建
桔 4 路	1685.00	1348.00	337.00	24 个月	代建
西南环线与兴陇公路交叉口直通桥	6000.00	4800.00	1200.00	24 个月	代建
富民路与南环东路直通桥	6000.00	4800.00	1200.00	24 个月	代建
那坡立交直通桥	4350.00	3480.00	870.00	24 个月	代建
合计	112638.01	90110.41	22527.60	--	--

资料来源：公司提供

保障房建设

公司作为兴义市范围内保障性住房的重要投资建设主体，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。项目预计总投资 38.97 亿元，截至 2018 年底，该项目工程已完成投资 22.99 亿元；其中，一期已完成投资 6.79 亿元、二期已完成投资 10.06 亿元，三期完成 6.14 亿元，合计完成 22.99 亿元，项目整体进程达 58.99%。截至 2018 年底，公司尚未收到该项目计划拨款。

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 25.18 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。截至 2018 年底，该项目已完成投资 21.73 亿元，目前一期项目完成 85%，二期项目完成 68%。

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。丰都街道办事处棚改项目尚未收到回款，项目资金回笼受政府安排影响较大。

其他业务

除基础设施项目和保障房项目外，公司还经营房地产开发销售业务、民爆用品经销业务、工程车辆经销业务、垃圾处置业务等，跟踪期内收入规模仍较小。

公司的房地产开发销售业务主要由子公司兴义茂行置地开发公司（以下简称“茂行置地”）负责，根据政府规划开展房地产开发。截至 2018 年底，茂行置地开发的项目有壹号金街和民俗风情街（三、四期）等项目。2018 年，公司实现房地产开发业务收入 73.50 万元，较上年下降幅度较大。2018 年，公司售房屋面积 73.27 平方米，主要来自当年完工的翠竹苑项目。目前公司房地产开发业务无拟建项目和土地储备。

表7 截至2018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
壹号金街	309175.78	123670.00	16150.00
民族风情街三、四期	42225.80	8620.20	2406.00
合计	351401.58	132290.20	18560.00

资料来源：公司提供

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。2018 年，公司实现销售和配送服务收入 544.21 万元，较上年下降 34.61%。

2018 年，公司新增砂石销售收入，由子公司兴义市信恒商贸有限公司负责运营。由于公司砂石销售业务起步较晚，于 2018 年 10 月正

式运营，公司完成砂石销售 6040.73 立方米，确认收入 16.68 万元，销售单价主要为 55—70 元/立方米。

2018 年，公司新增停车场收费收入，主要由公司本部负责运营。公司停车场主要集中在大佛洞和三角岛地区，分别拥有 400 和 90 个停车位；收费标准为 20 分钟之内不收费，超过 20 分钟收取 5 元，每超时 1 小时加收 2 元。2018 年，公司实现停车场收费收入 71.85 万元。

3. 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，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。公司仍执行财政部 2006 年以前颁布的企业会计制度。

截至 2018 年底，公司合并报表范围 12 家一级子公司，较 2017 年底增加 3 家子公司，上述新增子公司规模较小，对公司财务数据影响较小，可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 229.16 亿元，所有者权益 87.81 亿元；2018 年，公司实现主营业务收入 4.49 亿元，利润总额 4.00 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 229.16 亿元，较上年底增长 9.49%，主要系货币资金、预付款项和存货增长所致。其中，公司资产中流动资产占 98.01%，非流动资产占 1.99%。主要资产构成见表 8。

表 8 2017—2018 年底公司主要资产构成情况
(单位：亿元、%)

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.12	11.05	29.08	12.69
应收账款	12.88	6.16	6.12	2.67
其他应收款	54.17	25.88	51.58	22.51
预付款项	9.54	4.56	19.02	8.30
存货	104.93	50.13	117.07	51.09
流动资产	204.65	97.79	224.61	98.01
固定资产净值	3.07	1.47	4.43	1.93
非流动资产	4.64	2.21	4.55	1.99
资产总计	209.29	100.00	229.16	100.00

资料来源：公司审计报告

流动资产

2018 年底，公司流动资产合计 224.61 亿元，同比增长 9.75%，主要系货币资金、预付款项和存货增长所致。

2018 年底，公司货币资金为 29.08 亿元，同比增长 25.78%，主要系当年回款情况较好所致。公司货币资金构成中，其他货币资金 11.50 亿元为受限的按揭保证金和质押定期存单，占公司货币资金比重为 39.55%。

2018 年底，公司应收账款为 6.12 亿元，同比下降 52.50%，主要系收到回购款所致。从构成看，主要由应收兴义市财政局工程款构成，账龄主要集中在 2 年以内。2018 年底，公司应收账款账面余额 6.19 亿元，按账龄分析法计提坏账准备 699.50 万元。同期，公司应收账款前五大单位合计 6.09 亿元，占公司应收账款比重 99.47%，集中度较高。

表 9 2018 年底公司应收账款前五名单位情况
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
兴义市财政局	5.72	93.42
兴义市水库和生态移民局	0.33	5.47
贵州景顺建筑工程有限公司	0.01	0.21
重庆飞洋集团宝宇建筑工程有限公司	0.00	0.10
贵州全隆建设工程有限公司	0.02	0.27

合 计	6.08	99.47
-----	------	-------

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2018 年底，公司其他应收款为 51.58 亿元，同比下降 4.79%，主要由应收兴义市博大基础建设投资有限公司和兴义市中亿房地产开发有限公司往来款构成。2018 年底，公司其他应收款账面余额 52.78 亿元，按账龄分析法计提 1.21 亿元坏账准备。同期，公司其他应收款前五名单位合计 38.57 亿元，主要为当地国有企业，回收风险不大，占公司其他应收款比重 73.07%，集中度较高，对资金占用明显。

表 10 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元，%)

单位名称	金额	占比
兴义市博大基础建设投资有限公司	18.66	35.36
兴义市中亿房地产开发有限公司	7.94	15.05
兴义市龙达交通建设投资有限公司	4.68	8.86
兴义市博大弘鼎地产开发有限责任公司	3.94	7.48
兴义市国有资产管理局	3.14	6.32
合 计	38.57	73.07

资料来源：审计报告

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 2018 年底，上述地块尚未出让。

2018 年底，公司预付款项 19.02 亿元，同比增长 99.36%，主要由预付兴义市人民政府丰都街道办事处和黄草街道办事处的预付拆迁款构成。按账龄分析，公司预付款项账龄主要集中在 1 年以内，占预付款项比重 59.27%。同期，公司预付款项前五大合集 6.31 亿元，占比为 33.20%，集中度较低。

表 11 2018 年底公司预付款项前五名情况
(单位：亿元，%)

单位名称	金额	占比
兴义市人民政府丰都街道办事处	2.19	11.49
兴义市人民政府黄草街道办事处	1.90	9.99
重庆飞洋控股集团宝宇建筑工程有限公司	0.88	4.61
十一冶建设集团有限公司	0.70	3.70
贵州久智信建设工程有限公司	0.65	3.42
合 计	6.31	33.20

资料来源：审计报告

2018 年底，公司存货合计 117.07 亿元，同比增加 11.57%。从存货结构看，开发成本 34.32 亿元（占 29.31%），主要由公司开发建设的基础设施和保障房项目构成；拟开发土地 82.83 亿元（占 70.75%），为兴义市人民政府划转注入的拟用于开发的土地使用权。同期，公司存货中库存商品和开发产品分别为 96.88 万元和 147.94 万元，占公司存货比重较不大；其中，公司库存商品计提跌价准备 54.77 万元。

2018 年底，公司非流动资产 4.55 亿元，同比下降 1.83%，主要由固定资产构成。2018 年底，公司固定资产净值 4.43 亿元，同比增长 44.38%，主要系新增购置的房屋及建筑物所致，公司固定资产仍主要由房屋及建筑物构成（占 99.42%）。同期，公司累计折旧 0.70 亿元，未计提减值准备。

2018 年底，公司受限资产账面价值（未包含质押的应收账款）为 50.40 亿元，占净资产的 57.40%，占总资产的 21.99%，主要由受限的货币资金（11.50 亿元）和抵押土地使用权（38.90 亿元）构成。其中，21.37 亿元土地使用权进行第二顺位抵押担保。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，其中其他应收款和存货规模较大，受限资产规

模较大，应收类款项资金占用明显。整体看，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益合计 87.81 亿元，同比增长 4.77%，主要系未分配利润增长所致。2018 年底，公司所有者权益主要由实收资本 8.62 亿元（占比 9.82%），资本公积 62.53 亿元（占比 71.22%）和未分配利润 14.99 亿元（占比 17.08%）构成。总体看，公司资本公积占比大，以土地使用权和房屋建筑物为主，权益结构稳定。

负债

2018 年底，公司负债总额 141.35 亿元，同比增长 12.65%，主要系其他应付账款大幅增长所致；其中流动负债占 53.91%，非流动负债占 46.09%，公司负债结构仍以流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 76.21 亿元，较上年底增长 9.13%，主要系其他应付款增长所致。同期，公司流动负债主要由应付账款（占 19.39%）、其他应付款（占 37.03%）和一年内到期的非流动负债（37.51%）构成。

2018 年底，公司应付账款 14.78 亿元，同比增长 2.18%，主要为应付工程款。从账龄结构看，公司主要以 1—2 年的应收账款为主（占 70.15%）。同期，公司应付账款前五大单位合计 10.63 亿元，占应付账款比重为 71.93%。

2018 年底，公司其他应付款 28.22 亿元，同比增长 99.64%，主要由往来款构成。从账龄结构看，公司其他应付款主要集中在 1 年以内（57.55%），较为集中。同期，公司前五大应付单位合计 18.99 亿元，占公司其他应付款比重为 67.31%。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.59 亿元，同比下降 28.05%，主要系偿还了到期债务所致。

2018 年底，公司非流动负债 65.14 亿元，同比增长 17.06%，主要系应付债券增长和新增

长期应付款所致。同期，公司非流动负债主要由长期借款（占 31.48%）、应付债券（占 33.50%）、长期应付款（占 11.00%）和其他非流动负债（占 23.23%）构成。

2018 年底，公司长期借款 20.51 亿元，同比增长 31.78%，主要由质押借款增长所致，质押物主要由定期存单和应收账款构成。

2018 年底，公司应付债券 21.83 亿元，同比增长 119.49%，主要系 2018 年公司新发行“18 兴义信恒债 01/18 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/18 兴义 02”两期企业债券所致，发行金额均为 8.00 亿元。

2018 年底，公司长期应付款 7.17 亿元，全部由应付华融金融租赁股份有限公司、贵阳贵银金融租赁有限责任公司、平安国际金融租赁有限公司、平安国际融资租赁（天津）有限公司和远东租赁国际租赁有限公司的融资租赁款构成，已计入长期债务核算。

2018 年底，其他非流动负债 15.13 亿元，同比下降 48.93%，主要系部分贷款转入一年内到期的其他非流动负债所致。从构成来看，公司其他非流动资产主要来自贵州省贵民投资有限责任公司、华能贵诚信托有限公司和贵州中黔金融资产交易中心有限公司获得的委托贷款、信托贷款和直融工具构成。本报告已将其计入长期有息债务计算。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 93.99 亿元，同比下降 1.59%。其中，公司短期债务占 31.23%，同比下降 11.00 个百分点；公司长期债务占 68.77%。2018 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 61.68%、51.70%和 42.40%，较 2017 年底分别上升 1.73 个百分点、下降 1.56 个百分点和上升了 2.71 个百分点。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	40.36	29.36
长期债务	55.14	64.63
全部债务	95.50	93.99
长期债务资本化比率	39.68	42.40
全部债务资本化比率	53.26	51.70

资产负债率	59.96	61.68
-------	-------	-------

资料来源：联合资信整理

总体看，公司债务规模略有下降，短期偿债压力有所减缓，但总体债务负担仍较重。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现主营业务收入 4.49 亿元，较上年下降 59.86%，主要系基础设施建设业务完工项目减少所致。同期，公司受土地增值税大幅增长的影响，公司主营业务利润率为 -8.94%。

表 11 公司收入及利润情况

(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
主营业务收入	11.19	4.49
营业外收入	3.25	5.28
利润总额	2.54	4.00
主营业务利润率	3.64	-8.94
净资产收益率	3.02	4.55
总资产收益率	2.06	2.88

资料来源：公司审计报告

从期间费用看，2018 年公司期间费用合计 0.83 亿元，以管理费用为主，同比下降 27.33%，主要系利息收入大幅增长导致财务费用由正转负所致。2018 年，公司期间费用占主营业务收入比为 18.57%，公司期间费用占主营业务收入比重同比上升 8.31 个百分点。

2018 年，公司收到政府置换债务资金 5.28 亿元，作为政府补助，计入“营业外收入”科目。同期，公司利润总额为 4.00 亿元，公司政府补助为利润总额的 1.32 倍，利润总额对财政补贴的依赖程度高。从盈利指标看，2018 年，公司总资产收益率为 2.88%，同比下降 0.17 个百分点；净资产收益率为 4.55%，同比上升 1.53 个百分点，公司盈利能力处于较弱水平。

跟踪期内，公司主营业务收入下降，同时受土地增值税大幅增长影响，公司主营业务利润由正转负，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。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动流入金额 71.54 亿元，同比增长 96.53%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.44 亿元，同比增长 31.10%；收到其他与经营活动有关的现金 57.10 亿元，同比增长 125.12%，主要由往来款构成。同期，公司现金收入比为 321.42%，较上年增长 223.01 个百分点，收现质量大幅提升。2018 年，公司经营活动现金流出量 65.80 亿元，同比增长 53.43%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 25.31 亿元，同比增长 150.43%；支付的其他与经营活动有关的现金 36.91 亿元，同比增长 16.01%，主要为往来款和垫付工程款。2018 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，净流入 5.74 亿元。

表 12 公司现金流情况 (单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	36.38	71.54
经营活动现金流出	42.89	65.80
经营活动净现金流量	-6.51	5.74
投资活动净现金流量	-0.93	-0.03
筹资活动净现金流量	6.10	2.06
现金收入比	98.41	321.42

资料来源：公司审计报告

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入和流出分别为 0.50 万元和 272.53 万元；投资活动产生的现金流量净额为 -272.03 万元，主要系购买固定资产所致。

2018 年，公司筹资活动现金流入为 41.15 亿元，较 2017 年增长 96.00%，主要由借款收到的现金 22.15 亿元和发行债券收到的现金 15.85 亿元构成。同期，筹资活动现金流出为 39.09 亿元，主要由偿还债务所支付的现金构成。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 2.06 亿元。

总体看，受公司收到往来款增多影响，公司经营活动现金流量净额实现净流入，收现质量较好。公司基础设施项目投资支出规模大，对外融资需求较强。未来公司基础设施建设项目投资规模仍维持较高水平，对外筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，流动比率和速动比率分别为294.73%和141.11%。2018年底，公司现金类资产为29.08亿，剔除受限的11.50亿元后，可用现金类资产17.58亿元，相当于公司同期短期债务的0.60倍，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA 7.88亿元，同比增加2.28亿元；全部债务/EBITDA为11.92倍，同比有所下降；EBITDA利息倍数为2.10倍。公司长期偿债能力有所提升。

截至2018年底，公司共获得银行授信54.57亿元，已使用36.73亿元，未使用17.84亿元。公司间接融资渠道通畅。

截至2018年底，公司对外担保余额13.05亿元，担保比率为14.86%。被担保方以当地国有企业为主（详见附件4），存在一定的或有负债风险。

考虑到公司在兴义市基础设施建设领域的重要地位，以及兴义市政府对公司的大力支持，公司总体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为231.52亿元，同比增长11.00%。母公司资产为合并口径资产总额的1.01倍。其中，流动资产为221.70亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为88.72亿元，同比增长5.86%。其中，实收资本占9.72%，资本公积占71.52%。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模较上年增长14.45%，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。母公司2018年资产负债

率为61.68%，同比有所上升，整体债务压力增大。

2018年，母公司主营业务收入为4.40亿元，占合并口径主营业务收入的97.94%。营业成本为4.04亿元。公司2018年净利润为4.00亿元，同比增长57.94%。

整体看，母公司资产和负债占合并口径比例较大，对主营业务收入和净利润的贡献较大。

十、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司由联合资信所评存续债券“15兴义信恒债/PR兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”债券余额24.00亿元。2018年，公司EBITDA为7.88亿元，为存续债券余额的0.33倍；公司经营活动现金流入量为71.54亿元，为存续债券的2.98倍。整体看，公司经营活动现金流入量对公司存续债券余额的保障能力尚可。

“15兴义信恒债/PR兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”设置了本金分期偿还条款，2021—2022年上述债券还本期重叠，每年需偿还本金5.20亿元，为单年偿还最大值。公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为分期偿付单年金额（5.20亿元）的1.52倍、13.76倍。公司经营活动现金流入量对单年偿还最大值的保证能力强。

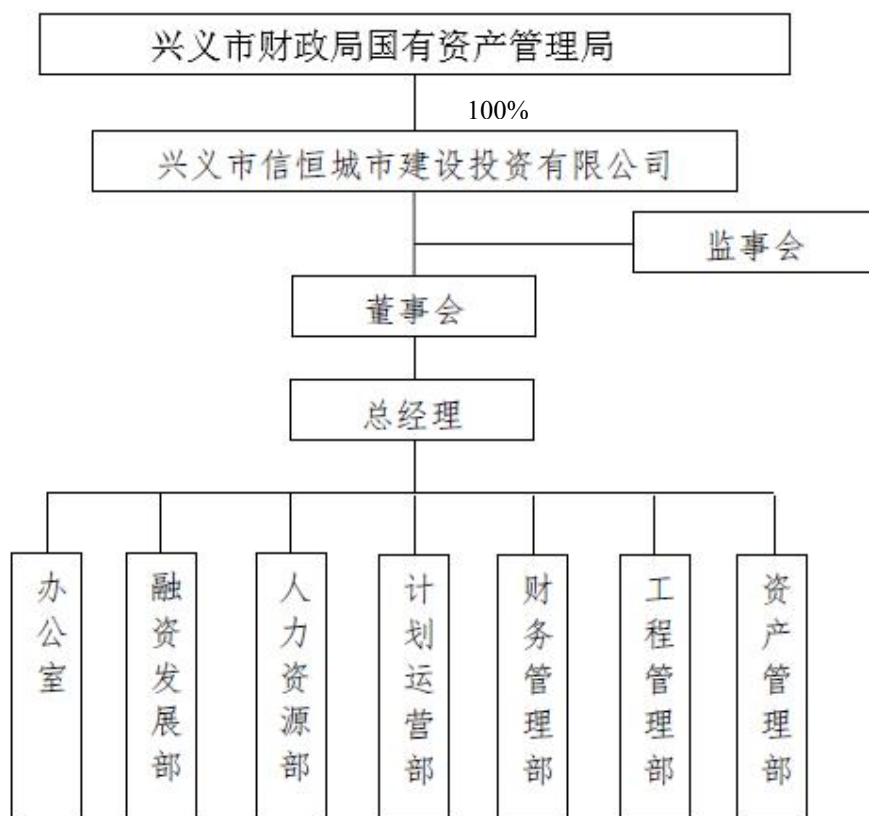
公司以土地使用权对“15兴义信恒债/PR兴义债”进行抵押担保。跟踪期，根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司2018年6月28日出具的《兴义市信恒城市建设投资有限公司已用于债券发行担保土地使用权市场价值评估项目资产评估报告》（国融兴华评（2018）第020118号），用于“15兴义信恒债/PR兴义债”抵押的土地价值合计23.07亿元，对“15兴义信恒债/PR兴义债”余额的保障倍数为2.88倍，能

对“15兴义信恒债/PR兴义债”本息偿付提供一定保障。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,“15兴义信恒债/PR兴义债”“18兴义信恒债01/18兴义01”和“18兴义信恒债02/18兴义02”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 截止 2018 年底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 截至 2018 年底公司合并范围内一级子公司情况

(单位: 万元、%)

企业名称	注册资本	持股比例
兴义市信恒城市资源管理有限公司	10000.00	100.00
兴义茂行置地开发公司	8215.00	100.00
贵州省兴义市物资总公司	2200.00	100.00
兴义市支援重点工程物资公司	408.00	100.00
兴义市伟图广告有限公司	1000.00	100.00
兴义市信恒工程咨询有限公司	1000.00	100.00
兴义市信恒商贸有限公司	1000.00	100.00
兴义市信恒商品混凝土有限公司	1000.00	100.00
兴义市同为建筑工程有限公司	1000.00	100.00
兴义市恭顺房屋拆迁咨询服务有限公司	500.00	100.00
贵州黔兴信恒建设工程有限公司	10000.00	100.00
兴义市恒瑞美物业管理有限公司	500.00	100.00

资料来源: 审计报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.51	23.12	29.08
资产总额(亿元)	190.27	209.29	229.16
所有者权益(亿元)	78.28	83.81	87.81
短期债务(亿元)	10.69	40.36	29.36
长期债务(亿元)	78.67	55.14	64.63
全部债务(亿元)	89.35	95.50	93.99
主营业务收入(亿元)	15.93	11.19	4.49
利润总额(亿元)	2.95	2.54	4.00
EBITDA(亿元)	3.72	3.23	7.88
经营性净现金流(亿元)	-18.29	-6.51	5.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.72	0.90	0.47
存货周转次数(次)	0.15	0.10	0.04
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.02
现金收入比(%)	73.24	98.41	321.42
主营业务利润率(%)	7.37	3.64	-8.94
总资本收益率(%)	5.06	2.06	2.88
净资产收益率(%)	3.64	3.02	4.55
长期债务资本化比率(%)	50.12	39.68	42.40
全部债务资本化比率(%)	53.30	53.26	51.70
资产负债率(%)	58.86	59.96	61.68
流动比率(%)	565.98	293.06	294.73
速动比率(%)	282.04	142.81	141.11
经营现金流动负债比(%)	-55.53	-9.32	7.53
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.91	2.10
全部债务/EBITDA(倍)	10.12	17.05	11.92

注：其他流动负债计入“短期债务”；其他非流动负债和长期应付款计入“长期债务”；公司执行 2006 年以前颁布的企业会计准则和《企业会计制度》

附件 4 截至 2018 年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额(万元)	担保到期日	担保方式
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	15444.00	2019.05.25	保证
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	1000.00	2027.10.27	保证
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	10230.88	2022.11.13	保证
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	14950.00	2033.07.26	保证
兴义市龙达交通建设投资有限公司	30000.00	2026.09.29	保证
兴义市城市公交公司	10000.00	2021.07.12	保证
兴义市万峰林旅游集团有限公司	13757.23	2022.06.13	保证
兴义市万峰林旅游集团有限公司	5725.24	2022.10.16	保证
兴义市峰泰商贸有限公司	10000.00	2021.12.20	质押
兴义市峰林园林绿化有限公司	9700.00	2021.12.20	质押
兴义市阳光物流有限公司	9700.00	2021.12.20	质押
合计	130507.35	--	--

资料来源：公司提供

附件 5 主要财务指标的计算公式

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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加) / 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 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变