

信用等级公告

联合[2017] 195 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拟发行的 2017 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，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

2017 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月五日



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

电话：（010）85679696

传真：（010）85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

2017 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：8 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：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

募集资金用途：用于兴义市洗布河城市棚户区
(二期) 改造项目

评级时间：2017 年 7 月 5 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	9.90	28.84	24.51
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)	3.86	37.48	47.72
调整后全部债务(亿元)	23.17	69.12	88.35
主营业务收入(亿元)	8.91	13.60	15.93
利润总额(亿元)	3.01	3.08	2.95
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(%)	4.02	3.81	3.64
资产负债率(%)	41.52	57.78	58.64
全部债务资本化比率(%)	5.05	33.20	37.88
调整后全部债务资本化比率(%)	24.21	47.82	53.02
流动比率(%)	375.00	402.51	567.25
经营现金流动负债比(%)	-22.63	-76.66	-55.95
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	10.29	12.83
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.99	18.98	23.75
EBITDA 利息倍数(倍)	18.79	8.33	5.93

注：报表采用旧准则编制。调整后全部债务=全部债务+其他长期负债。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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、财政补贴等方面获得当地政府大力支持，主营业务收入增长较快。同时，联合资信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。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期公司债券期限为7年，还款资金来源主要为项目配套商铺、住宅及停车位未来销售收入。本期公司债券设置提前还款安排，有效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期公司债券本息偿付提供了一定保障。

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

优势

- 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。
- 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。

分析师

赵起锋 郝一哲

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: www.lhratings.com

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, 资产流动性偏弱, 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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2017 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

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的《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 0.1 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%，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（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。

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。截至 2016 年底，公司拥有 1 级子公司 9 家，均为全资子公司。

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、本期债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司计划于 2017 年发行公司债券 8 亿元（以下简称“本期债券”），债券期限为 7 年。本期债券采用固定利率形式，利率在存续期内固定不变。

本期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。

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

2. 本期债券募集资金额度及用途

本期债券募集资金总额为 8 亿元，全部用于公司负责实施的兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目，拟使用募集资金情况如下：

表 1 本期募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

项目名称	项目总投资	募集资金使用额度	比例
兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目	236101.41	80000.00	33.88

资料来源：公司提供

（1）项目概况

本期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 96560.23 平方米（约 144.7 亩），总建设规模 472548.5 平方米，其中计容面积 387648.50 平方米，包括配套商铺 88303.50 平方米，住宅 294345.00 平方米，物管用房 1500 平方米，其中还迁面积 123700 平方米，可解决拆迁安置入住人数 4000 人（还迁户 1250 户，按 98.96 平方米/户估算），幼儿园 3500 平方米，配套地下室面积 84900 平方米。

（2）资金来源

募投项目总投资 236101.41 万元，拟使用本期债券募集资金 8 亿元，其余由公司通过自有资金和其他渠道解决。

（3）项目审批情况

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）改造工程项目环境影响报告书>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

（4）项目进度

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 2016 年底，该项目已完成投资 44067.71 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 18.66%。

（5）项目经济效益

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 商业出售部分预计获得收益（单位：万元）

收益类型	数量	单价 (单位:万元/ m ² 或万元/个)	项目收益
配套商铺	88303.5m ²	2.65	234004.28
商品住宅	170645m ²	0.30	51193.50
停车位	2549个	15.00	38235.00
合计			323432.78

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）

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 6.7%，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，固定资产投资稳中趋稳，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% 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% 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 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，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 0.5 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。

固定资产投资稳中趋稳，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 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）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（15.7%）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（6.9%）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 4.2%，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 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，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 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，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 0.6%，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 9.2 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 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域环境分析

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，全国各地区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。

综上所述，《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，联合资信认为，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，联合资信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。

4. 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，较上年增长 14.1%。其中：第一产业增加值 37.06 亿元，增长 6.4%；第二产业增加值 125.95 亿元，增长 13.1%；第三产业增加值 203.89 亿元，增长 16.3%。

2016 年兴义市实现规模以上工业总产值 362.55 亿元，同比增长 14.9%；全市规模以上工业增加值 121.95 亿元，同比增长 12.5%。

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 21.9%；房地产商品房销售面积完成 185.7 万平方米，同比增长 22.9%。建筑业总产值完成 43.9 亿元，同比增长 30.3%。

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	305789	349829	366626
其中：税收收入	228933	260764	273240
非税收入	76856	89065	93386
（二）转移支付和税收返还收入	318905	383873	420523

一般性转移支付	100816	173603	222083
专项转移支付收入	142271	198691	174253
税收返还收入	75818	11579	24187
(三) 国有土地使用权出让收入	238544	152255	194646
国有土地使用权出让金	243840	152255	194646
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	3946	4104	4187
地方可控财力	867184	890061	985982

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。

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	366626	(一) 直接债务余额	877413
1、税收收入	273240	1.银行贷款	368636
2、非税收入	93386	(1) 政策性银行	147680
(二) 转移支付和税收返还收入	420523	(2) 大型商业银行	62000
1、一般性转移支付收入	222083	(3) 城市商业银行	81806
2、专项转移支付收入	174253	(4) 农村信用社	22150
3、税收返还收入	24187	(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	194646	2.发行债券	77365
1、国有土地使用权出让金	194646	(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	4391
4、新增建设用地有偿使用费		(1) 世界银行转贷债务	4291
(四) 预算外财政专户收入	4187	(2) 其他转贷债务	100
		4.非银行金融机构融资	74464
		(1) 信托融资	40000
		(2) 融资租赁	29464
		(3) 其他	5000
		5.供应商应付款	349485
		(1) BT 项目融资	8914
		(2) 应付工程款	296565
		(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)	985982	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	877413
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

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，兴义市基建投中心是公司的实际控制人。兴义市基建投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。

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. 人员素质

目前公司高管人员 4 名，包括董事长兼总经理 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，贵州兴义人，本科学历，助理工程师。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；现任兴义市基建投中心副主任，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，现任公司副总经理。

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，现任公司财务总监。

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。

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 1000.00 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 1200.00 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 20000.00 万元，由博大弘鼎以货币形式出资，变更后公司注册资本为 21200.00 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 20000.00 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 41200.00 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 15000.00 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 56200.00 万元

资产注入

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 9564.66 万元、2241.37 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 2412.97 亩、房产建筑物 45118.64 平方米、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义市民航村、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 6353.15 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。

财政补贴

2013 年 11 月 28 日，根据兴市财预字[2013]100 号文件，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 亿元。

2014 年 12 月 31 日，根据兴市财预字[2014]566 号文件，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。

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》的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唯一的出资人。公司不设股东会，设董事会、监事会、总

经理及经营管理机构。

公司设董事会，成员为 5 人，由股东书面决定产生。董事任期每届三年（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。董事长为公司的法定代表人，由股东委派产生。

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，其他监事由股东委派。监事任期三年，任期届满，可连选连任。监事会设监事主席一人，由股东从监事会成员中指定。监事可以列席董事会会议。

公司设经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责，并接受监事会监督，经理列席董事会会议。

2. 部门设置及管理制度

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、工程管理部及资产管理部等 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；融资发展部主要负责公司资金筹措管理工作；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；财务管理部主要负责公司财务管理工作；工程管理部主要负责公司工程管理工作；资产管理部主要负责公司所属实物资产经营管理工作。

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，公司建立了较为规范的法人治理结构，部门结构较为完善，有助于公司的稳健运营。

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，2014~2016年，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，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	83446.33	94.14	13.79	125996.59	92.66	13.79	155017.13	97.30	11.21
房地产销售收入	1392.00	1.57	44.28	8296.05	6.10	15.71	2473.37	1.55	9.40
民爆用品销售收入	1991.89	2.25	20.88	1357.80	1.00	20.39	1455.12	0.91	21.52
工程车辆销售收入	1616.82	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	89014.43	100.00	14.29	135982.66	100	14.03	159321.32	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个月内支付。

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	61688.63	71558.81	--	--
机 场 南路	46929.12	54437.78	--	--

桔丰大道	--	--	136806.26	154073.07
前期回购项目新增投资	--	--	838.26	944.06
合计	108617.75	125996.59	137644.52	155017.13

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83446.33万元与125996.59万元，当年收到回款金额37757.10万元和104302.38万元。

2016年12月，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》”）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桔丰大道项目协议书》（以下简称“《协议书》”）。《补充协议书》约定，兴义市政府对机场南路、东南环线、东南环线支线、兴丰大道、平江大道等按竣工决算成本补充收购，补充收购价格为972.38万元（不含增值税价格为944万元）。《协议书》约定，兴义市政府以15.41亿元收购公司的桔丰大道项目。

《补充协议书》和《协议书》均约定由兴义市政府安排财政预算资金，在公司提出申请后3个月内予以支付。2016年，公司确认基础设施建设收入合计15.50亿元，收到回款11.24亿元。

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2016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	368960.92
桔山新区B5路项目	代建	10776.15	--	10776.15	12个月	86.88
桔山新区B9路项目	代建	21056.00	16845.00	4211.00	24个月	143.74
桔山新区B10路项目	代建	15416.00	12333.00	3083.00	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	389708.16	203958.75	185749.41	60个月	96422.9
洗布河棚户区改造项目	代建	15700.00	12700.00	3000.00	24个月	46275.68
东北环线项目	代建	103322.06	--	103322.06	12个月	5755.35
兴义市体育中心建设工程项目	代建	88000.00	--	88000.00	24个月	2365.14
七星路延长线道路工程	代建	32000.00	--	32000.00	12个月	167.39
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
兴义市文化路延伸段道路工程项目	代建	30000.00	21000.00	9000.00	12个月	286.66
消防大队坪东消防站	代建	1700.00	--	1700.00	12个月	0.46
马岭新区纬五路	代建	7428.00	--	7428.00	12个月	41.50
海绵城市绿地项目	代建	13000.00	--	13000.00	12个月	0.00
B11路	代建	12408.00	--	12408.00	12个月	0.41
合计		1640847.94	612022.15	1028825.79		520772.9

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 3.1 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，预计将实现收入 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 年底，该项目已完成投资 46275.68 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，即本期债券的募投项目。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 39849.39 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	42154.17	9800.00	9800.00
民族风情街三、四期	42225.80	8620.20	2352.61
合计	84379.97	18420.20	12183.61

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。

（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。2014~2016 年分别实现销售和售后有偿服务收入 1616.82 万元、37.86 万元和 12.70 万元。受政策及环境影响，2016 年工程车辆销售业务收入出现大幅下降，公司正在考虑转型，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 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	60000.00	42000.00	18000.00	12 个月	51000.00	9000.00	0.00
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	2500.00	1750.00	750.00	12 个月	2125.00	500.00	0.00
兴义市丰都新区新建村安安置区建设工程	18665.88	13066.12	5599.76	14 个月	14932.704	3733.18	0.00
兴义市湾塘河环境整治（桔山段）及湿地公园工程（一期）	11247.00	7872.90	3374.10	24 个月	4498.80	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，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. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年和 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，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。2016 年合并范围没有变化。2014~2016 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 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。

2. 资产质量

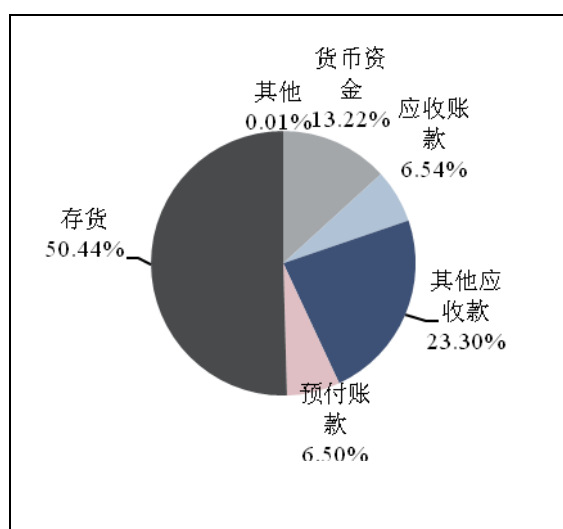
2014~2016 年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长 23.52%。截至 2016 年底，公司资产总额为 189.27 亿元，较上年底增长

5.96%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。公司资产中流动资产占 97.97%。

流动资产

2014~2016 年底，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，同比增长 5.80%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。其中货币资金占 13.22%，其他应收款占 23.30%，存货占 50.44%。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016 年底，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，同比增长 5.01%，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 13.35 亿元资金使用受限，占比 54.48%。

2014~2016 年底，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，同比增长 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。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 64464.16 万元作为应收账款的还款来源。

2014~2016 年底，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，较上年底增长 28.66%，主要系对第三方垫付款、拆迁费和借款大幅增加所致。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公司、兴义市博大弘鼎地产开发有限公司、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 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 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

限公司			
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：审计报告

2014~2016 年底，公司预付账款波动中有所增长，年均复合增长率为 97.78%。截至 2016 年底，公司预付账款 12.06 亿元，较上年底增长 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 年底，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，同比下降 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%。

长期股权投资

2014~2016 年底，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长率为 4.57%。截至 2016 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 54.65 万元。

固定资产

2014~2016 年底，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，较上年底下降 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 1090.58 万元。同期，公司在建工程余额 153.90 万元，较上年底下降 75.59%，主要系西站店弃土场转入固定资产所致。同期，公司无形资产

111.68 万元，主要为土地使用权。

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偏弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年底，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，同比增长 3.78%。截至 2016 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 1.01 亿元，未分配利润 9.12 亿元，分别较上年底增加 39.53%和 39.20%。

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

2014~2016 年底，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，同比增长 7.55%，主要系长期借款、其他长期负债和应付债券的增长。其中流动负债占 29.45%，长期负债占 70.55%。

2014~2016 年底，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，较上年底下降 24.92%，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 年底，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 年底，公司其他应付款波动较大，年均复合变动-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%，账龄较长。

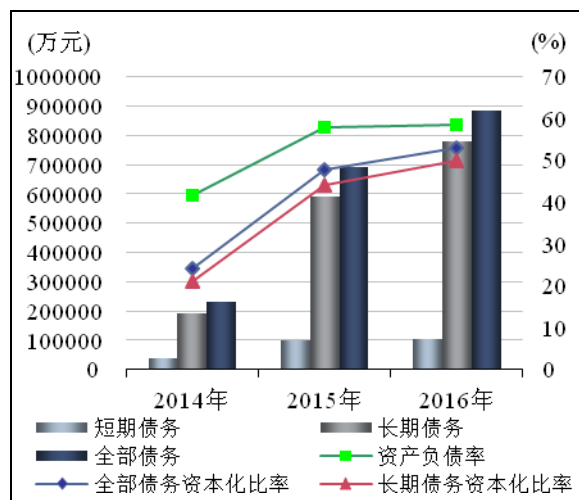
2014~2016 年底，公司长期负债快速增长，年均复合增长率 101.20%。截至 2016 年底，公司长期负债为 78.31 亿元，较上年底增长 31.25%，其中长期借款、其他长期负债和应付债券均有大幅增加。

2014~2016 年底，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。截至 2016 年底，公司长期借款较上年底增长 28.78%。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 年底，公司其他长期负债快速增长，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，公司其他长期负债 40.63 亿元，比上年同期增加 28.42%，主要系新增的资管计划。本报告已将其计入有息债务计算。

在有息债务方面，2014~2016 年，公司调整后全部债务快速增长，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%，调整后长期债务占 88.19%。近三年公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率均值分别为 54.96%、42.34%和 45.70%。2016 年底分别为 58.64%、49.88%和 53.02%，均高于三年均值。

图 2 近三年公司债务状况



资料来源：根据公司审计报告整理

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。

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体量增加所致。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%。

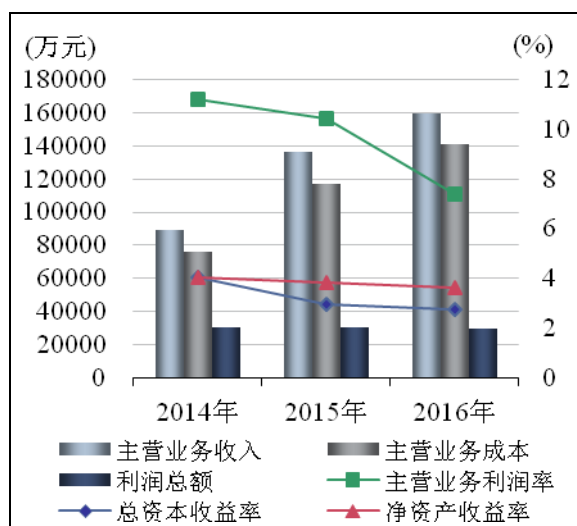
从期间费用看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2014~2016 年公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为 17.29%，主要系财务费用快速增长所致。由于公司债务的快速增长，公司财务费用大幅增长，2014~2016 年分别为 1518.99 万元、2943.54 万元和 5875.99 万元。公司 2016 年期间费用合计 1.01 亿元，较上年增长 16.06%，其中财务费用占 58.11%。2014~2016 年，由于主营业务收入的快速增长，公司的期间费用占收入比重逐年下降，分别为 8.25%、6.41%和 6.35%。总体看，公司期间费用占营业收入比例较低，但考虑到公司大部分借款利息已作资本化处理，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，公司分别获得政府财政补贴为 2.72 亿元、2.50 亿元和 2.76 亿元。利润总额分别为 3.01 亿元、3.08 亿元和 2.95 亿元，公司利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司总资产收益率分别为 4.04%、2.93% 和 2.76%；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。

图3 近三年公司盈利状况



资料来源：根据公司审计报告整理

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，公司现金收入比分别为 54.23%、80.70% 和 73.24%，收现质量较差。

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。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入很小。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；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。

近年，由于经营活动现金流出较多，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。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，且处于较高水平，三年平均值分别为479.38%和208.81%，2016年底分别为567.25%和281.13%；由于公司经营现金流净额一直为负值，公司经营现金流动负债比分别为-22.63%、-76.66%和-55.95%，考虑到公司短期债务规模较小，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不断增加，分别为3.31亿元、3.64亿元和3.72亿元；2014~2016年公司调整后全部债务/EBITDA分别为6.99倍、18.98倍和23.75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

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2016年底，公司对外担保余额15.66亿元，担保比率为20.00%。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 2016 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
兴义市龙达交通建设投资有限公司	40000.00
兴义阳光资产经营管理集团有限公司	30000.00
合 计	156578.46

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2017年4月18日，公司无未结清和已结清的关注类、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，公司过往债务履约情况正常。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况的考量，综合考虑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等有利因素，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期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年底公司调整后全部债务的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、调整后全部债务资本化比率和调整后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. 本期债券偿还能力分析

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0.46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. 本期债券保障措施

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

本期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88303.5平方米、住宅170645平方米、停车位2549个,预计分别获得销售收入234004.28万元、51193.50万元和38235.00万元,合计323432.78万元,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

本期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》。贵阳银行承诺在本期债券存续期内,当公司对本期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期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期债券偿付本息,以解决公司本期债券本息偿付困难。

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期债券的资金监管银行。为确保本期债券按时还本付息,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期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。偿债专户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本期债券还本付息日(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。联合资信关注到,偿债专户监管协议并未约定在本期债券还本付息日(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期债券的债券代理人,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。

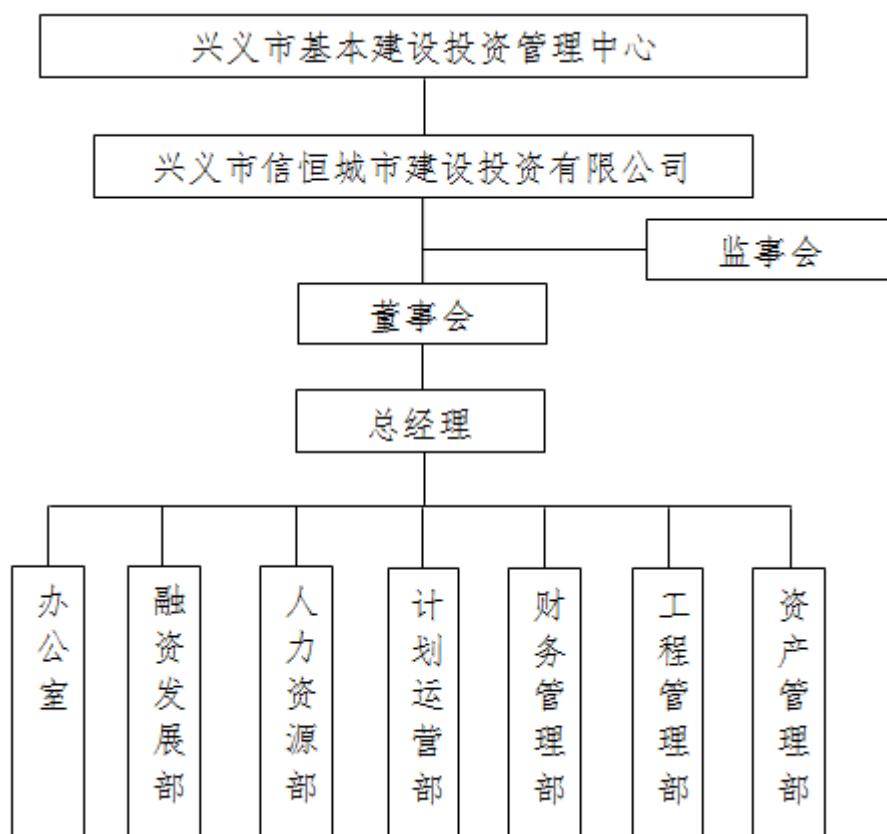
十一、 结论

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方面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，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险低。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.90	28.84	24.51
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)	0.01	27.57	37.28
调整后长期债务(亿元)	19.32	59.21	77.92
全部债务(亿元)	3.86	37.48	47.72
调整后全部债务(亿元)	23.17	69.12	88.35
主营业务收入(亿元)	8.91	13.60	15.93
利润总额(亿元)	3.01	3.08	2.95
EBITDA(亿元)	3.31	3.64	3.72
经营性净现金流(亿元)	-7.28	-33.38	-18.29
财务指标			
销售债权周转次数(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(%)	54.23	80.70	73.24
主营业务利润率(%)	11.20	10.45	7.37
总资产收益率(%)	4.04	2.93	2.76
净资产收益率(%)	4.02	3.81	3.64
长期债务资本化比率(%)	0.01	26.77	32.26
调整后长期债务资本化比率(%)	21.03	43.98	49.88
全部债务资本化比率(%)	5.05	33.20	37.88
调整后全部债务资本化比率(%)	24.21	47.82	53.02
资产负债率(%)	41.52	57.78	58.64
流动比率(%)	375.00	402.51	567.25
速动比率(%)	81.53	173.13	281.13
经营现金流动负债比(%)	-22.63	-76.66	-55.95
EBITDA 利息倍数(倍)	18.79	8.33	5.93
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	10.29	12.83
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.99	18.98	23.75

注：报表采用旧准则编制。调整后长期债务=长期债务+其他长期负债。

附件 3 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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2017 年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

兴义市信恒城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

兴义市信恒城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对兴义市信恒城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，兴义市信恒城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注兴义市信恒城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现兴义市信恒城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对兴义市信恒城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如兴义市信恒城市建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对兴义市信恒城市建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与兴义市信恒城市建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。