

信用等级公告

联合[2019] 436 号

联合资信评估有限公司通过对遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司拟发行的 2019 年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券进行综合分析和评估，确定 2019 年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇一九年二月二十八日



2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券信用评级报告

评级结果：

担保方遵义市投资（集团）有限责任公司主体
长期信用等级：AA⁺
本期债券信用等级：AA⁺
评级展望：稳定

本期债券发行金额：10.00 亿元

本期债券期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，在存续期的第 3、4、5 年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40% 的比例偿还本金

募集资金用途：全部用于遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目的建设及运营

评级时间：2019 年 2 月 28 日

本期债券概要

债券名称	2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券
募集规模	10.00亿元
债券期限	5年
还本付息方式	每年付息一次，在存续期的第3、4、5年末分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还本金
信用增级	遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司为本期债券的差额补偿人和担保方；遵义市投资（集团）有限责任公司为本期债券的担保方
发行人/ 项目实施主体	遵义市保障性住房建设投资开发有限公司

分析师

黄海伦 辛纯璐 邱 成

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券”（以下简称“本期债券”）的评级反映了遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目（以下简称“募投项目”）具有较强的社会效应，同时本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，受项目建设进度、建设承包、经营期收入等不确定因素影响，募投项目收益、现金流以及取得时点存在不达预期的风险，债务偿还可能需要外部支持。

本期债券设置了差额补偿机制，遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司作为本期债券的差额补偿人，承诺为本期债券到期应付本金和利息的偿还承担不可撤销的差额补偿责任。同时，遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司和遵义市投资（集团）有限责任公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；经联合资信评定，遵义市投资（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。上述增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

优势

1. 本期债券募投项目是遵义市重要的民生工程，项目经营期间将产生经营性收入，具有较强的社会效应。
2. 本期债券设置了差额补偿机制；同时，遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司和遵义市投资（集团）有限责任公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，上述增信措施有效提升了本

期债券到期偿还的安全性。

3. 本期债券设置了本金分期偿付条款，有效降低了公司的集中偿付压力；且募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 募投项目开发周期较长且存在一定延期竣工风险，募投项目后续资金能否到位存在不确定性，进而影响施工进度，最终将影响收益和现金流的产生。
2. 募投项目经营期收入、现金流和取得时点存在不达预期的风险，债务偿还可能需要一定的外部支持。

声 明

一、本报告引用的资料主要由遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司（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。

2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券信用评级报告

一、本期债券概况

1. 基本概况

遵义市保障性住房建设投资开发有限公司（以下简称“遵义住投”或“公司”）计划注册并发行10.00亿元的“2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券”（以下简称“本期债券”），期限为5年。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，附本金提前偿还条款，在存续期的第3、4、5年末分别按照债券发行总额30%、30%和40%的比例偿还本金。

本期债券募集资金将全部用于遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目（以下简称“募投项目”）的建设与运营，募投项目实施主体为遵义住投。本期债券的偿债资金来源为募投项目运营产生的配套商业用房销售收入、车位的出租与销售收入、房屋安置差价收入和保障性住房出租收入。

遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司（以下简称“遵义国投”）为本期债券差额补偿人，为本期债券到期应付本金和利息的偿还承担不可撤销的差额补偿责任；同时，遵义国投作为担保方为本期债券本息提供全额连带责任保证。

遵义国投和遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵投集团”）为本期债券担保方，为本期债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任担保。

贵州银行股份有限公司遵义分行营业部

（以下简称“监管银行”）为本期债券的监管银行，遵义住投在监管银行开立募集资金使用账户、项目收入归集账户和偿债资金账户，由监管银行对募集资金使用、项目收入归集和偿债资金划付进行监管，确保募集资金用于募投项目建设及运营、项目收入及时归集和本期债券本息按时足额偿付。

2. 基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表1 本期债券基本要素

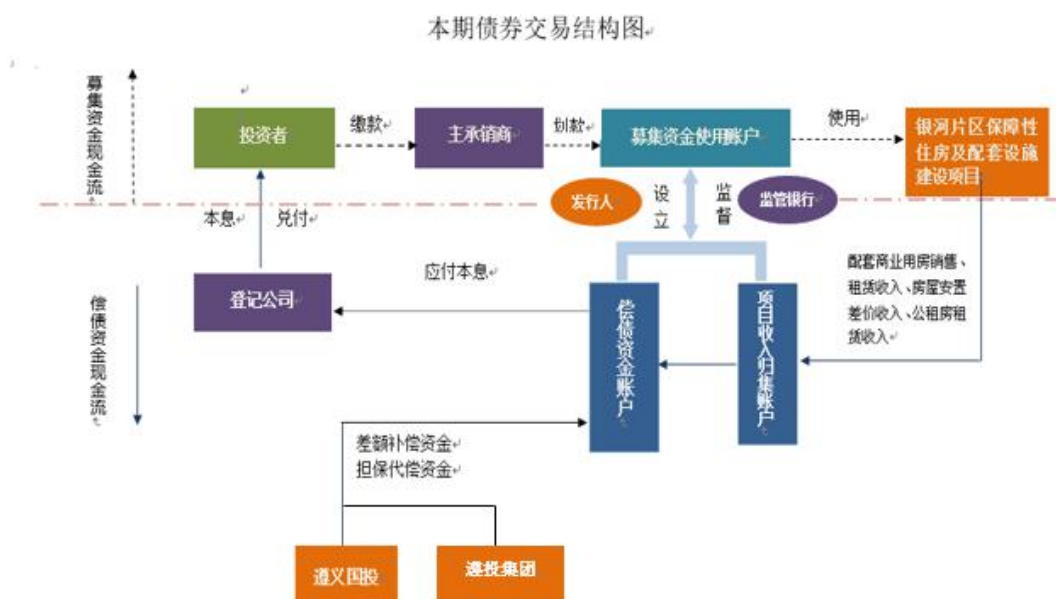
序号	名称	内容
1	债券名称	2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目项目收益债券
2	发行人/项目实施主体	遵义市保障性住房建设投资开发有限公司
3	募投项目	遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目
4	募集规模	10.00亿元
5	债券期限	5年
6	还本付息方式	按年付息，债券存续期存续期的第3、4、5年末分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还本金。
7	信用增级	遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司为本期债券的差额补偿人和担保方；遵义市投资（集团）有限责任公司为本期债券的担保方
8	主承销商/簿记管理人	中国银河证券股份有限公司
9	债权代理人	中国银河证券股份有限公司
10	监管银行	贵州银行股份有限公司遵义分行营业部
11	项目可行性研究报告编制单位	贵州航天江南建筑设计院有限公司 北京市市政工程设计研究总院有限公司
12	项目收益未来现金流测算评估机构	立信会计师事务所（特殊普通合伙）

资料来源：联合资信整理

3. 交易结构

本期债券交易结构图示如下：

图 1 本期债券交易结构



资料来源：公司提供

二、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（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。

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。

（2）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。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，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项

债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预〔2017〕50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预〔2017〕87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金〔2017〕55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预〔2017〕89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金〔2017〕92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 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、区域化以及新型城镇化建设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，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

近年来遵义市经济保持较快增长，固定资产投资增长较快，第二产业对经济的拉动作用较大；基础设施投资快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

遵义市位于贵州省北部，北依大娄山，南临乌江，是首批中国历史文化名城、贵州省第二大工业城市，以生产世界三大名酒之一的茅台酒而驰名中外。遵义市下辖 3 区 2 市 9 县和新蒲新区及南部新区。

遵义市统计局公布的统计数据显示，2016~2018 年，遵义市地区生产总值分别为 2403.94 亿元、2748.59 亿元和 3000.23 亿元，按可比价格计算同比增速分别为 12.4%、12.1% 和 10.4%。2016~2018 年，遵义市规模以上工业增加值分别增长 11.9%、11.7% 和 12.1%，全

市 500 万元以上固定资产投资分别为 22.1%、22.0% 和 17.8%。产业结构方面，2018 年，遵义市三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 13.7%、45.8% 和 40.5%，与上年相比，第一产业比重下降 0.9 个百分点，第二、三产业比重分别提高 0.6 和 0.3 个百分点。三次产业贡献率分别为 9.1%、51.2% 和 39.7%，分别拉动经济增长 1.0、5.3 和 4.1 个百分点。整体看，第二产业为遵义经济保持较快增长发挥了重要的支撑作用。

近年来，遵义市基础设施投资保持快速增长，为当地企业发展创造了良好的外部环境。2017 年，除原有新舟机场外，遵义茅台机场正式通航，贵遵复线、道南高速建成通车，渝贵铁路通车，遵义市进入了“双机场”和高铁时代。2018 年，遵义市基础设施投资保持了 30% 以上的增长速度，纳入年度计划的重大工程和重点项目 858 个，完成投资 2118 亿元。公路方面，2018 年遵义市高速公路通车总里程达 1141 公里，完成国道改造 260 公里；水利方面，2018 年 15 个骨干水源项目取得初设批复，新开工骨干水源工程项目 13 个；铁路机场方面，渝贵铁路建成通车，川黔铁路外迁工程全面完成，遵义新舟机场改扩建工程、通用航空产业布局发展等有序推进。

近年来，遵义市财政实力逐步增强，但财政自给能力弱，对上级补助依赖性较强，政府债务负担很重。

伴随着遵义市经济持续快速发展，其财政总收入规模稳步增长。根据《遵义市市级财政决算（草案）报告》和《遵义市 2018 年全市和市级预算执行情况》及 2019 年市级预算草案报告》，2016~2018 年，遵义市财政总收入分别为 480.11 亿元、586.31 亿元和 718.08 亿元。同期，遵义市一般公共预算收入不断增长，年均复合增长 15.96%；2018 年实现 252.14 亿元，较上年增长 22.5%。其中税收收入 201.71 亿元，占比 80.00%，遵义市一般公共预算收入质量较好。近三年，遵义市财政自给率分别为 35.81%、

33.99%和 37.36%。遵义市财政自给能力弱。

近三年，遵义市政府性基金收入大幅增长，年均复合增长 64.39%；2018 年，遵义市政府性基金收入为 269.05 亿元，其中土地出让收入完成 261.95 亿元，同比增长 48.5%。

遵义市得到上级政府财政支持力度大，上级补助收入（包括返还性收入、一般性转移支付收入和专项转移支付收入）在遵义市财政收入中占有较大比重，且稳定增长。2016~2017 年分别为 323.53 亿元和 380.50 亿元，系遵义市地方综合财力的主要构成。

地方政府性债务方面，2018 年底，遵义市政府债务余额 1365.64 亿元，其中市本级（不含新蒲新区）172.03 亿元。遵义市债务负担很重。

三、本期债券募投项目情况

1. 募投项目实施主体概况

本期债券募投项目的实施主体为遵义住投，公司于 2012 年 5 月由遵义市政府出资设立，初始注册资本 1 亿元。2018 年 4 月，根据中国共产党遵义市委员会（通知）遵委〔2017〕134 号文，公司股东由遵义市政府变更为遵投集团，遵投集团为公司唯一股东，遵投集团实际控制人为遵义市国有资产监督管理委员会（以下简称“遵义市国资委”），故遵义住投实际控制人为遵义市国资委。截至 2018 年 9 月底，遵义住投资本金和实收资本均为 1.00 亿元。

遵义住投经营范围包括：棚户区危旧房及城中村改造和新农村建设危房改造；保障性住房投融资、开发建设及运营管理；国有资产租赁、转让等的经营管理；城市基础设施建设、管理；设商业性房地产开发建设、资产运营管理；新型建材产业、康养产业、新能源产业等投资运营管理；工程设计、工程施工、工程管

理；其他法律法规及国家政策无明文禁止的投资经营管理业务。

截至 2017 年底，遵义住投资产总额 125.44 亿元，所有者权益 14.01 亿元。2017 年，遵义住投实现营业收入 1.58 亿元，利润总额为 0.47 亿元。

遵义住投注册地址：贵州省遵义市红花岗区凤凰山文化广场科技馆三楼；法定代表人：杜忠俊。

2. 募投项目建设内容及规模

本期债券募集资金全部用于遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目。

依据《遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”）及《遵义市银河片区保障性住房及配套设施建设项目收益及现金流预测专项审核报告》（以下简称“现金流预测报告”），本期债券募投项目包括幸福苑保障性住房（以下简称“幸福苑项目”）和龙景小区棚改还房（以下简称“龙景小区项目”）两个子项目，同时配套建设区域范围内给排水、强弱电、道路、绿化等基础设施工程。募投项目位于遵义市红花岗区银河片区，是遵义市中心城区与南部新城的连接区域，内涵盖城市主干道多条公交线路，距遵义会议会址 4 公里，距高铁新火车站 15 公里，具有较好的区位优势。

（1）幸福苑项目

幸福苑项目用地面积 5.74 万平方米，保障性住房总建筑面积 33.75 万平方米，其中住宅建筑面积 21.10 万平方米，共计 4172 套。

（2）龙景小区项目

龙景小区项目涉及改造户数约 1000 户，改造面积约 10 万平方米。项目用地面积合计 4.48 万平方米，建筑面积 26.46 万平方米，其中住宅面积 16.24 万平方米，共计 1626 套住房。

表3 募投项目主要技术参数

项目	幸福苑保障性住房	龙景小区棚改还房		合计
		龙景一区	龙景二区	
用地面积（平方米）	57446.70	27777.00	17025.00	102248.70

总建筑面积（平方米）	337494.48	164005.80	100574.00	602074.28
住宅建筑面积（平方米）	210996.68	93261.33	69156.00	373414.01
商业配套建筑面积（平方米）	47797.98	26109.45	5391.00	79298.43
地下建筑面积（平方米）	78699.82	43551.02	25186.00	147436.84
项目配套用房面积（平方米）	0.00	1084.00	841.00	1925.00
住房套数（套）	4172	906	720	5798
地下车位（个）	2292	813	520	3625
地上车位（个）	198	81	52	331
容积率	4.50	4.34	4.43	4.43
建筑密度（%）	33.00	57.50	22.70	--
绿地率（%）	30.00	30.00	30.00	30.00

资料来源：可研报告

3. 募投项目建设必要性

遵义市银河片区地处遵义中心城区和南部新城之间夹心地域，属于典型的城乡结合部，发展相对滞后。银河片区内有遵义市电厂、遵义市八七厂等工矿企业，随着社会的发展，以及产业布局调整、企业外迁进入工业园区等因素，几十年形成了较多的危旧员工住宅小区（棚户区）。片区内房屋年久失修，基础设施落后。遵义市对银河片区保障性住房建设和棚户区改造建设，有利于提高遵义市环境质量，改善棚户区居民生活环境。

募投项目位于桃溪寺以南，银河路以东地块，距离遵义市会址纪念馆不到4公里，地理位置优越，是遵义市老城区向南连接新城的重要通道和对外扩展的必经之处。募投项目满足了遵义市城市规模扩大的需要，不仅能盘活片区内土地资源，实现了土地资源的集约化利用，还能有效完善遵义市城市功能、优化城市布局。项目建成后，银河片区将成为遵义市未来承担城市转型发展、功能提升的重点区域。同时，募投项目的开展也可以有效带动相关产业的发展，创造新的工作岗位，有效拉动投资、消费需求。

4. 募投项目资金来源

本期债券募投项目计划总投资额17.38亿元。其中，通过本期债券筹集资金10.00亿元，占比57.54%。项目总投资扣除债券募集资金后剩余7.38亿元由遵义住投自筹，其中建设期利息由项目资本金支付。

募投项目建设初期，由于资金紧缺，遵义住投与兴业银行股份有限公司遵义分行（以下简称“兴业银行遵义分行”）签订了项目融资贷款合同，向兴业银行遵义分行申请6.60亿元项目融资贷款，截至2018年底已收到贷款3.20亿元。抵押物方面，遵义住投将募投项目中项目用地作为抵押物（土地证号分别为遵市国用（2014）第144号、遵市国用（2014）第145号、遵市国用（2014）第146号，评估值8.01亿元）。2018年，公司对遵市国用（2014）第144号、遵市国用（2014）第145号分别办理解押手续，并以相应在建项目办理抵押手续。截至2018年底，抵押物为遵市国用（2014）第146号、龙景二区1-6号楼房屋共计323套。同时，遵义住投承诺，待本期债券发行成功之后，将及时置换出被抵押土地及在建项目。在项目竣工之后，将建设、运营所形成的资产或授权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向债权人代理人办理抵质押手续。截至2018年底，遵义住投已落实募投项目资本金总计3.90亿元。

5. 募投项目建设进度

募投项目建设期为3年，已于2014年7月开工建设，原计划2017年12月完工，于2018年年初开始销售，但由于融资进度等原因导致项目进度缓慢，项目实际建设期有所延长，预计实际将于2019年建成完工。截至2018年底，募投项目已完成建设总投资约12.94亿元¹，已完成

¹ 其中包括已落实项目资本金 3.90 亿元、银行借款 5.70 亿元和 3.34 亿元其他公司垫款。

总投资额的74.45%。若募投项目后续资金能否到位存在不确定性，进而影响施工进度，最终将影响收益和现金流的产生。

项目进度方面，龙景小区安置楼房已基本完工，正进行外墙装饰和各类安装工程，已完成建设投资约5.22亿元；幸福苑项目1~8号楼目

前已竣工验收，9号楼已完成主体施工，正在进行商业部分外墙装饰工作及各类安装工程，已完成建设投资约7.72亿元。

募投项目已纳入全国保障性安居工程，在可研、立项、环评、维稳、用地等方面已经政府相关部门审批通过。

表4 募投项目批复情况

审批单位	批文类型	文号
遵义市红花岗区发展和改革局	可研批复	区发改投资〔2014〕199号
遵义市红花岗区发展和改革局	立项批复	区发改投资〔2014〕133号
遵义市环境保护局	环评批复	遵市环函〔2014〕231~232号
遵义市红花岗区维稳办	维稳批复	区维稳〔2016〕6号
遵义市国土资源局	用地预审	遵市国用〔2014〕第144号~147号
遵义市城乡规划局	用地规划	地字第520000201333779号、地字第520000201333780号、地字第520000201435541号

资料来源：公司提供

四、本期债券募投项目收益预测

1. 募投项目收益预测

本期债券募投项目收益预测依据为可研报告及现金流预测报告。募投项目计算期为7年（含建设期3年），全部投资回收期为5.16年，税后财务内部收益率为10.31%，税后财务净现值为5679.32万元（ $i=8\%$ ）。

（1）募投项目建设投资估算

募投项目总投资由建筑工程直接费用、其他费用、工程预备费和建设期利息构成，详见下表。

表5 募投项目投资估算（单位：万元、%）

类别	金额	占总投资比例
建筑工程直接费用	134903.41	77.63
其他费用	16313.73	9.39
工程预备费	7560.86	4.35
建设期利息（利率7.5%）	15000.00	8.63
合计	173778.00	100.00

资料来源：联合资信根据可研报告整理

（2）募投项目收入估算

本期债券募投项目用途为安置原棚户区居民；收入来源包括棚改安置还房超面积补差

收入、配套商业用房销售收入、车位的出租与销售收入、保障性住房出租收入和。根据现金流预测报告，估算依据如下：

棚改安置还房超面积补差收入

棚改安置还房超面积补差收入指遵义市保障性住房及配套设施建设项目相关安置住房按新建安置房与拆迁补偿标准的差异所收的差价补偿款。根据遵义市红花岗区人民政府出具的《银河片区棚户区改造项目房屋征收补偿方案》与被征收人签署的房屋征收补偿安置协议等文件相关规定，还房与原房等面积部分，由被征收人向征收人补结构成新价差200~300元/平方米；选房超过原房面积在30平方米内的由被征收人向征收人按1800元/平方米补款；选房超过原房面积在30平方米以外的由被征收人向征收人按3900元/平方米补款。

本期债券募投项目的拆迁补偿主要采用“拆一还一”的实物补偿和货币补偿两种方式。募投项目因户型大小因素需补偿差价的棚改还房建筑面积约为128075.84平方米，补差单价评估值取3120元/平方米，经营期内销售比例按60%、40%、0%和0%预计，则募投项目预计可实现补差收入39959.66万元。

配套商业用房销售收入

参照周边相邻地段商铺/车位实际成交价格、物价及时间等因素，募投项目中保障性住房建设地块的商铺均价按 19000 元/平方米，拆迁安置还房小区配套商铺按 15000 元/平方米进行估算。保障性住房的配套商铺面积为 47797.98 平方米，预计销售收入为 90816.16 万元；拆迁安置还房小区配套商铺面积为 31500.45 平方米，预计销售收入为 47250.68 万元；合计配套商业用房销售收入为 138066.84 万元。上述配套商业用房经营期内销售比例均按 40%、30%、30%和 0%预计。

配套停车位租售收入

参照项目周边地块的车位实际销售成交价格，募投项目中配套用于销售的 2000 个停车位的价格按 100000 元/个进行估算，经营期内销售比例按 40%、30%、30%和 0%预计，可

实现销售收入为 20000.00 万元。

募投项目中另有 1625 个用于出租的地下停车位，按 600 元/月/个的价格和 100%的出租率预计，可实现租金收入 4680 万元；331 个用于出租的地上停车位，按 500 元/月/个的价格和 100%的出租率预计，可实现租金收入 794.40 万元。

总体来看，募投项目可实现配套停车位租售收入合计 25474.40 万元。

保障性住房出租收入

根据《市人民政府办公室关于明确 2014 年度中心城区申请保障性住房相关事项的通知》（遵府办发〔2014〕96 号）的规定，募投项目中 210996.68 平方米的保障性住房以 10 元/平方米/月出租，按 100%出租率预计，经营期内可实现租金收入 10127.84 万元。

表6 本期债券募投项目未来收入预测表（单位：万元）

序号	项 目	建设期	经营期					合计
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年		
1	棚改安置还房超面积补差收入	--	23975.80	15983.86	--	--	39959.66	
2	配套商业用房销售收入	--	55226.73	41420.05	41420.05	--	138066.84	
2.1	保障性住房的配套商铺	--	36326.46	27244.85	27244.85	--	90816.16	
2.2	拆迁安置还房小区配套商铺	--	18900.27	14175.20	14175.20	--	47250.67	
3	配套停车位租售收入	--	9368.60	7368.60	7368.60	--	25474.40	
3.1	车位出售收入	--	8000.00	6000.00	6000.00	--	20000.00	
3.2	地下车位出租收入	--	1170.00	1170.00	1170.00	1170.00	4680.00	
3.3	地上车位出租收入	--	198.60	198.60	198.60	198.60	794.40	
4	保障性住房出租收入	--	2531.96	2531.96	2531.96	2531.96	10127.84	
合 计		--	91103.09	67304.48	51320.61	3900.56	213628.74	

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入原因所致

资料来源：根据现金流预测报告整理

总体看，2020年进入经营期后，募投项目可产生经营性收入。根据上述假设估算，募投项目在经营期内合计可实现经营收入21.36亿元。配套商业用房销售收入及配套停车位的租售收入的预期收益依赖于项目运营后实际的销售价格、租金情况、销售进度及出租率。受项目建设进度、建设承包、经营期收入等不确定因素影响，募投项目收益、现金流以及取得

时点存在不达预期的风险。

2. 募投项目收益对本期债券的偿还能力

本期债券还本付息的首要资金来源是募投项目经营收入。假设本期债券于2019年发行，债券存续期间（2019~2024年）募投项目经营可产生现金流入合计21.36亿元，现金流量净额合计19.24亿元。

本期债券拟于债券存续期的第3~5个计息年度末分别按照债券发行总额30%、30%和

40%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

表7 募投项目预测现金流入及净现金流对本期债券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

利率	项目	合计	债券存续期					
			项目建设期	项目经营期				
			2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
--	经营性现金流入量	213628.74	--	91103.09	67304.48	51320.61	3900.56	--
--	经营性现金流净额	192366.23	--	81975.20	60852.89	46104.01	3434.13	--
--	本期债券期初余额	--	100000.00	100000.00	100000.00	100000.00	70000.00	40000.00
6%	当期还本付息额	124600.00	--	6000.00	6000.00	36000.00	34200.00	42400.00
	累计可偿债现金流量净额	192366.23	--	81975.20	136828.09	176932.10	144366.23	110166.23
	经营性现金流入量保障倍数	1.71	--	15.18	11.22	1.43	0.11	--
	累计可偿债现金保障倍数	1.54	--	13.66	22.80	4.91	4.22	2.60
8%	当期还本付息额	132400.00	--	8000.00	8000.00	38000.00	35600.00	42800.00
	累计可偿债现金流量净额	192366.23	--	81975.20	134828.09	172932.10	138366.23	102766.23
	经营性现金流入量保障倍数	1.61	--	11.39	8.41	1.35	0.11	--
	累计可偿债现金保障倍数	1.45	--	10.25	16.85	4.55	3.89	2.40
10%	当期还本付息额	141000.00	--	10000.00	10000.00	40000.00	37000.00	44000.00
	累计可偿债现金流量净额	192366.23	--	81975.20	132828.09	168932.10	132366.23	95366.23
	经营性现金流入量保障倍数	1.52	--	9.11	6.73	1.28	0.11	--
	累计可偿债现金保障倍数	1.36	--	8.20	13.28	4.22	3.58	2.17

注：累计可偿债现金为上期末偿债后盈余现金加上本期经营性现金流净额；现金流预测报告未对2024年募投项目收入、现金流入量及经营性现金流净额进行测算，若按照出租率100%预计，2024年募投项目将产生3900.56万元现金流入（租金收入）和3434.13万元经营性现金流净额，对整体测算结果影响小

资料来源：根据现金流预测报告整理

（1）现金流总额保障分析

根据现金流预测报告测算，当利率为6%、8%和10%时，本期债券存续期间募投项目累计现金流入对本期债券应偿还本息的覆盖倍数分别为1.71倍、1.61倍和1.52倍，保障能力尚可。剔除经营性现金流出后，存续期现金流量净额合计19.24亿元，在上述利率水平下，保障倍数分别为1.54倍、1.45倍和1.36倍，保障能力尚可。

（2）现金流分期保障分析

募投项目预计将于2019年建成完工，假设本期债券于2019年发行，2020~2022年募投项目将进入经营期产生现金流入，但现金流入量和现金流量净额均呈逐年下降趋势，对本期债券本息保障能力快速下降。当利率水平为8%时，

现金流入量保障倍数由2020年的11.39倍下降至2023年的0.11倍；累计可偿债现金流量净额保障倍数由10.25倍下降至2023年的3.89倍，保障能力尚可；当利率水平为10%时，各指标保障能力有一定减弱。

总体看，本期债券存续期内前两年（即2019~2021年），债券利息支付可完全依靠募投项目自身现金流进行覆盖，项目现金流入量和现金流量净额对其利息保障程度高；存续期第3~5年，由于当年需兑付部分本金，募投项目累计可偿债现金流量净额对当年需还本付息金额保障倍数尚可。若募投项目实际收入不及预期，本期债券兑付可能需要依靠差额补偿人和担保方的差额补足。

五、增信措施

1. 差额补偿机制

(1) 差额补偿协议

遵义国投为本期债券差额补偿人，承诺为本期债券到期应付本金和利息的偿还承担不可撤销的差额补偿责任。

根据公司、监管银行和遵义国投三方签订的《差额补偿协议》，在每期债券每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第21个工作日（T-21日，差额补偿核算日），监管银行对偿债资金账户进行核算，若偿债资金账户内资金未到达当年付息金额（或本息偿付总额）的，则监管银行应于次日（T-20日）前同时通知公司和遵义国投补足偿债资金。遵义国投应于差额补偿划款截止日（T-15日）前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金账户。

2. 保证担保

(1) 担保协议

遵义国投为本期债券本息提供全额连带责任保证；同时，遵投集团为本期债券本息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述担保具有较强的增信作用。

根据本期债券《偿债资金账户监管协议》和遵义国投、遵投集团为本期债券出具的《担保函》，监管银行将于每期债券每个付息日（或本息支付日，T日）前第14个工作日（T-14日）对偿债资金账户进行核算，若账户内资金仍未达到当年付息金额（或本息偿付总额）的，将于次日（T-13日）前通知公司及本期债券担保人补足偿债资金。遵义国投和遵投集团将根据《担保函》履行担保义务，在不晚于每期债券每个付息日（或本息支付日，T日）前第10个工作日（T-10日）将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金账户。

(2) 遵义国投信用状况分析

遵义国投是遵义市资产经营管理的主体，主要负责遵义市国有资产经营管理以及基础设施项目投融资。遵义国投成立于2007年9月

20日由遵义市人民政府投资组建，初始注册资本为60亿元，由遵义市人民政府分期注资。2007年，遵义市人民政府通过土地使用权等方式对公司首次注资27.58亿元人民币，占注册资本的45.96%。2012年，根据《遵义市人民政府办公室关于同意对遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司用资本公积转增资本的通知》（遵府办发〔2012〕216号），遵义市人民政府通过资本公积转增资本的方式认缴剩余注册资本32.42亿元人民币。2016年国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）与遵义市人民政府签订《国开发展基金投资合同》，以人民币21.63亿元对公司增资，遵义国投注册资本增加至81.63亿元。增资完成后，遵义市人民政府和国开基金分别持股73.49%和26.51%。2018年2月，遵义市人民政府将其持有的遵义国投全部股权划转给遵义金控集团有限公司（以下简称“遵义金控”），遵义市国资委为遵义金控的唯一股东和实际控制人。截至2018年9月底，遵义国投资本和实收资本均为81.63亿元，实际控制人为遵义市国资委。

遵义国投经营范围包括：从事授权范围内的国有资产经营管理，并行使出资者职能，通过资产出让、资产出租、资产收购、资产置换、参股、控股、委托贷款、发行企业债券、培植上市公司等资本营运方式经营好授权范围内的国有资产，管理国有资产收益，根据市人民政府的安排，投资城市基础设施建设项目，经济建设重点项目和骨干企业，负责监管各子公司建设资金，实现投资、建设、经营一体化服务，为被投资企业提供融资信息服务；土地开发和土地整治。公司注册地址：贵州省遵义市红花岗区凤凰山文化广场科技馆三楼；法定代表人为卢麟。

截至2017年底，遵义国投资产总额262.88亿元，所有者权益140.02亿元。2017年，遵义国投实现营业收入1.74亿元，利润总额为0.65亿元。

2018年以来，遵义市进行了市级平台的整

合，对遵义国投经营（公司主营业务由基础设施建设项目回购和房屋销售转变为产业发展和金融股权类投资）、财务等方面造成了重大影响。根据《遵义市人民政府关于印发遵义金融控股（集团）组建方案的通知》（遵府函〔2017〕222号），遵义市政府以遵义市新世纪资产营运有限责任公司（以下简称“世纪资产”）为母公司组建遵义金融控股集团（以下简称“遵义金控”），并于2018年2月将所持遵义国投的股权全部划转至世纪资产，划转完成后世纪资产成为遵义国投的第一大股东；2018年4月，世纪资产更名为遵义金控。遵义金控是遵义市平台整合后保留的四大国资集团之一，唯一股东和实际控制人是遵义市国资委，主要负责金融类投资和国有资产的运营管理。

根据遵义国投2018年三季度财务报表，截至2018年9月底，遵义国投资产总额138.31亿元，所有者权益61.65亿元；2018年前三季度，遵义国投实现主营业务收入0.17亿元，利润总额0.32亿元，均较2017年大幅下滑，主要系资产划转和业务结构调整所致。由于2018年以来遵义国投在股权结构、职能定位（剔除原有基建和土地开发职能，仅保留国有资产管理职能）方面发生了重大变化，联合资信将持续关注遵义国投对本期债券补偿能力的变化。

（3）遵投集团信用状况分析

遵投集团主体概况

遵投集团前身为遵义市城市建设投资经营有限公司，是经遵义市人民政府办公室发文（遵府发〔2003〕4号）批准，于2003年3月20日成立的国有独资公司；2010年12月28日遵投集团变更为现名。2017年，根据《遵义市人民政府关于组建遵义城建投资（集团）有限公司涉及有关国有股权划转的通知》（遵府函〔2017〕228号）文件，遵义市人民政府以无偿划转遵义市水务投资（集团）有限责任公司（以下简称“水务集团”）股权形式对遵投集团进行增资。2018年12月，遵义市人民政府将遵投集团100%的股权划转给遵义市国资委，由遵义市国资委

代政府行使出质人职责。截至2018年底，遵投集团注册资本和实收资本均为20.00亿元，遵义市国资委持有公司100%股权，为遵投集团的实际控制人。

遵投集团经营范围：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。（投资、融资、资产经营、房地产开发及销售、建材经营、独资或合资开发项目、土地收储、城市开发）

截至2017年底，遵投集团纳入合并范围的子公司共52家，其中直接控股子公司共10家；遵投集团本部内设战略投资部、融资管理部、财务管理部、质量管理部和综合办公室等9个职能部门；本部在职员工共计85人。

遵投集团依照现代化企业制度要求，建立了包括董事会、监事会和经理层在内较为完善的法人治理结构，且运行情况良好；部门设置和内部控制制度完善合理，能够满足公司日常经营需求，整体管理水平较高。

截至2017年底，遵投集团合并资产总额420.99亿元，所有者权益245.58亿元；2017年，遵投集团实现营业收入18.06亿元，利润总额2.05亿元。

截至2018年9月底，遵投集团合并资产总额430.40亿元，所有者权益249.72亿元；2018年前三季度，遵投集团实现主营业务收入9.33亿元，利润总额-0.06亿元。

遵投集团注册地址：遵义市汇川区北海路遵投大厦；法定代表人：李征强。

根据人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1052030200030100L），截至2018年11月13日，遵投集团无未结清或已结清的不良信贷信息记录；有2笔已结清的关注类贷款，根据中信银行股份有限公司遵义分行出具的情况说明，银行系统操作失误造成的扣款不及时和银行总行系统分类原因导致；已结

清欠息1笔，根据贵阳银行股份有限公司出具的说明，系该笔欠息结清时间征信采集有误。截至本报告出具日，未发现遵投集团有其他不良信用记录。

遵投集团经营概况

遵投集团主要负责遵义市城区的土地开发整治、保障性住房建设及棚户区改造、城市市政及公共服务设施投融资建设和运营管理。

2015~2017年，遵投集团主营业务收入快速增长，分别为4.85亿元、15.51亿元和16.52亿元。2016年，遵投集团主营业务收入同比大幅增长219.73%，主要系2016年遵投集团新增房屋销售、开发项目转让和基建项目代建业务，并产生较大规模收入所致。2017年，遵投集团

主营业务收入主要由基建项目代建收入/土地整理开发收入构成，占比40.33%；除项目转让收入为非经营性收入外，其余各业务板块收入均呈不同幅度增长。

2015~2017年，遵投集团毛利率波动下降但处于较高的水平，分别为46.79%、27.99%和33.36%。2015年，遵投集团毛利率水平较高系当年收入占比较大的自来水销售及运输物流服务业务毛利率较高所致；2016年新增业务板块毛利率均较低，收入占比最大的基建项目代建及土地开发整理业务毛利率仅18.45%，降低了遵投集团综合毛利率水平；2017年，遵投集团主营业务毛利率同比增长5.37个百分点至33.36%。

表8 2015~2017年遵投集团主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基建项目代建收入/土地整理开发收入	--	--	--	5.94	38.29	18.45	6.66	40.33	26.88
商品房销售收入	--	--	--	2.22	14.32	23.92	2.72	16.44	38.95
自来水销售收入	1.25	25.75	49.32	1.87	12.08	30.55	2.31	14.00	34.45
项目转让收入	--	--	--	1.82	11.74	24.44	--	--	--
运输、物流服务收入	1.19	24.45	69.37	1.18	7.63	68.67	1.19	7.22	62.34
商品销售收入	1.15	23.77	20.57	0.95	6.11	16.15	1.33	8.05	13.16
其他收入	1.26	26.03	47.01	1.52	9.83	48.00	2.31	13.97	41.04
合 计	4.85	100.00	46.79	15.51	100.00	27.99	16.52	100.00	33.36

注：合计数不等主要系四舍五入所致

资料来源：遵投集团审计报告

遵投集团财务概况

资产质量方面，2015~2017年，遵投集团资产总额快速增长，年均复合增长25.42%。截至2017年底，遵投集团资产总额420.99亿元，其中流动资产占83.45%，非流动资产占16.55%。同期，遵投集团受限资产合计54.72亿元，占资产总额的13.00%。受合并范围新增习水城投等子公司影响，遵投集团资产规模实现快速增长，但其以土地资产和基建项目投入为主的存货以及应收类款项规模较大，对资金形成一定占用，遵投集团整体资产质量尚可但流动性一般。

所有者权益方面，2015~2017年，遵投集团所有者权益快速增长，年均复合增长27.39%。截至2017年底，遵投集团所有者权益为245.58

亿元，其中实收资本20.00亿元，占所有者权益的8.14%，投资者为遵义市政府；资本公积191.06亿元，占比77.85%，主要来自遵义市政府对遵投集团及下属子公司的资金、股权及土地资产的注入；未分配利润12.64亿元，占比5.15%；少数股东权益20.33亿元，占比8.28%，主要为子公司贵州绿景新城开发投资有限责任公司和遵义市水务投资（集团）有限责任公司中的少数股东权益。

2015~2017年，遵投集团负债总额快速增长，年均复合增长22.81%。截至2017年底，遵投集团负债总额为175.41亿元，其中流动负债占37.39%，非流动负债占62.61%，近年遵投集团非流动负债占比逐年增长。有息债务方面，

遵投集团债务结构以长期为主，借款以保证借款为主，近年遵投集团债务规模快速增长，但整体债务负担尚可。

盈利能力方面，2015~2017年，受收入板块结构调整，遵投集团营业收入规模大幅增长，分别为5.41亿元、16.39亿元和18.06亿元，营业成本亦呈同趋势增长态势。同期，遵投集团营业利润率分别为46.92%、25.88%和32.96%，净资产收益率分别为0.60%、0.73%、0.61%，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

现金流方面，2017年，遵投集团经营活动产生的现金流量净额-33.90亿元，投资活动产生的现金流量净额5.47亿元，筹资活动产生的现金流量净额27.26亿元。受往来款及拆借款收支规模较大影响，遵投集团经营活动现金净流量波动较大，现金流状况不佳，随着遵投集团业务规模的扩大以及资金需求增长，近年遵投集团对外部融资有较强的依赖性。

偿债能力方面，2015~2017年，遵投集团流动比率分别为359.68%、560.92%、535.632%；速动比率分别为161.31%、201.34%、150.89%。近两年，遵投集团经营活动现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力。2017年，遵投集团扣除受限的现金类资产为短期债务的0.86倍，保障程度较弱。2015~2017年，遵投集团EBITDA不断增长，年均复合增长16.72%，调整后全部债务/EBITDA分别为15.73倍、15.80倍和22.79倍，遵投集团长期偿债能力一般。考虑到遵义市政府对政府信用额度内借款的偿还责任以及政府对遵投集团多方面的支持，遵投集团整体偿债能力很强。

截至2018年9月底，遵投集团资产、权益规模较2017年底变化小，应收类款项增幅较大，其他应付款快速增长，主要构成为应付遵义市财政局的往来款；长期借款、应付债券等长期债务有所下降。同期遵投集团资产负债率和全部债务资本化比率分别为42.98%和30.42%，较2017年底变动不大，债务负担尚可。2018年1~9月，遵投集团实现营业收入9.33亿

元，相当于2017年的51.66%；受财政补贴未到位影响，利润总额为负。总体看，遵投集团2018年前三季度财务情况较2017年底变化不大。

截至2018年9月底，遵投集团共获得各金融机构授信额度合计105.88亿元，已使用75.41亿元，未使用授信额度30.47亿元，遵投集团间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年9月底，遵投集团对外担保共1笔，担保余额4.50亿元，担保比率为1.80%。被担保方为遵义湘江投资建设有限公司（4.50亿元），系遵义道桥建设（集团）有限公司的全资子公司。目前被担保公司正常经营，遵投集团或有负债风险相对可控。

经联合资信评定，遵投集团主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定（详见附件4）。

（3）遵投集团对本期债券保障能力分析

2015~2017年，遵投集团EBITDA分别为本期债券待偿还本金的0.54倍、0.72倍和0.73倍，分别为本期债券分期待偿还本金上限的1.34倍、1.79倍和1.83倍；经营活动现金流入量分别为本期债券的1.77倍、2.28倍和2.38倍，分别为本期债券分期待偿还本金上限的4.43倍、5.69倍和5.95倍；经营活动现金净流量持续为负，对本期债券无保障能力。总体看，遵投集团经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金上限的保障能力较强。

总体看，本期债券设置了差额补偿和担保两项保障措施，对本期债券的担保责任有效提升本期债券偿付安全性。

六、资金账户监管情况

贵州银行股份有限公司遵义分行营业部为本期债券的监管银行，将为本期债券分别设立募集资金使用账户、项目收入归集账户和偿债资金账户。

募集资金使用账户专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用做其他用途。

募集资金使用账户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。募集资金只能用于本期债券募投项目建设，以及支付本期债券发行费用。募集资金使用账户内的临时闲置的募集资金，只能用于银行存款、国债等流动性较好、低风险的保本投资，且不得转出募集资金使用账户，公司应按约定定期将投资情况告知债权代理人。

公司应在本期债券发行首日前5个工作日开立唯一的项目收入归集账户，专门用于收取并归募投项目竣工后的所有项目收入，包括项目运营产生的配套商业用房等销售收入、房屋安置差价收入、保障性住房出租收入、停车位销售及租赁收入，以及募投项目获得的城镇保障性安居工程专项资金的财政补贴等监管银行需依照《募集说明书》及归集账户监管协议约定向专项偿债账户划付项目收入，作为本期债券偿债准备金。偿债准备金以当期待偿付的债券本息为限，不得用作其他用途。

偿债资金账户用于本期债券偿债准备资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金账户用于接收由本期债券项目收入归集账户划入的偿债资金、差额补偿人划入的本期债券本息差额补偿资金（如有）和担保人划入的本期债券本息的担保代偿资金（如有）。偿债资金账户内的偿债资金只能用于偿还本期债券的本息，不得挪作他用。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款（含银行协议存款）、国债等流动性好、低风险保本投资，并在付息日或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。监管银行在本期债券每个付息日（或本息支付日，T日）前第21个工作日（T-21日）对偿债资金账户进行第一次核算，若账户内资金未达到当年付息金额（或本息偿付总额）的，应于次日（T-20日）前通知公司及本期债券差额补偿人补足偿债资金。在本期债券每个付息日（或本息支付日，T日）前第14个工作日（T-14日）对偿债资金账户进行第二次核算，若账户内资金未达到当年付息金额（或本息偿付总额）的，应于次

日（T-13日）前通知公司及本期债券担保人补足偿债资金。

上述账户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期债券的还本付息提供了制度保障。

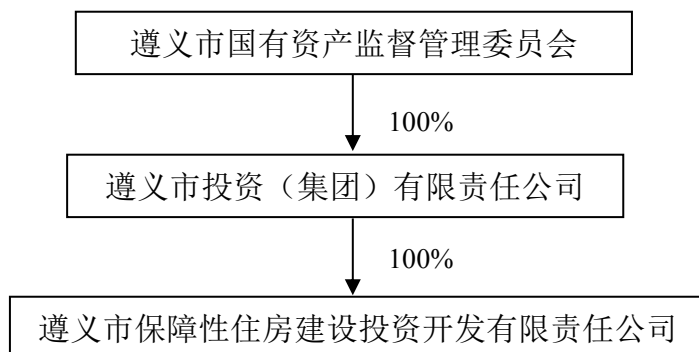
七、结论

本期债券募投项目作为重要的民生工程，具有较强的社会效应，同时本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，受项目建设进度、建设承包、经营期收入等不确定因素影响，募投项目收益、现金流以及取得时点存在不达预期的风险，债务偿还可能需要外部支持。

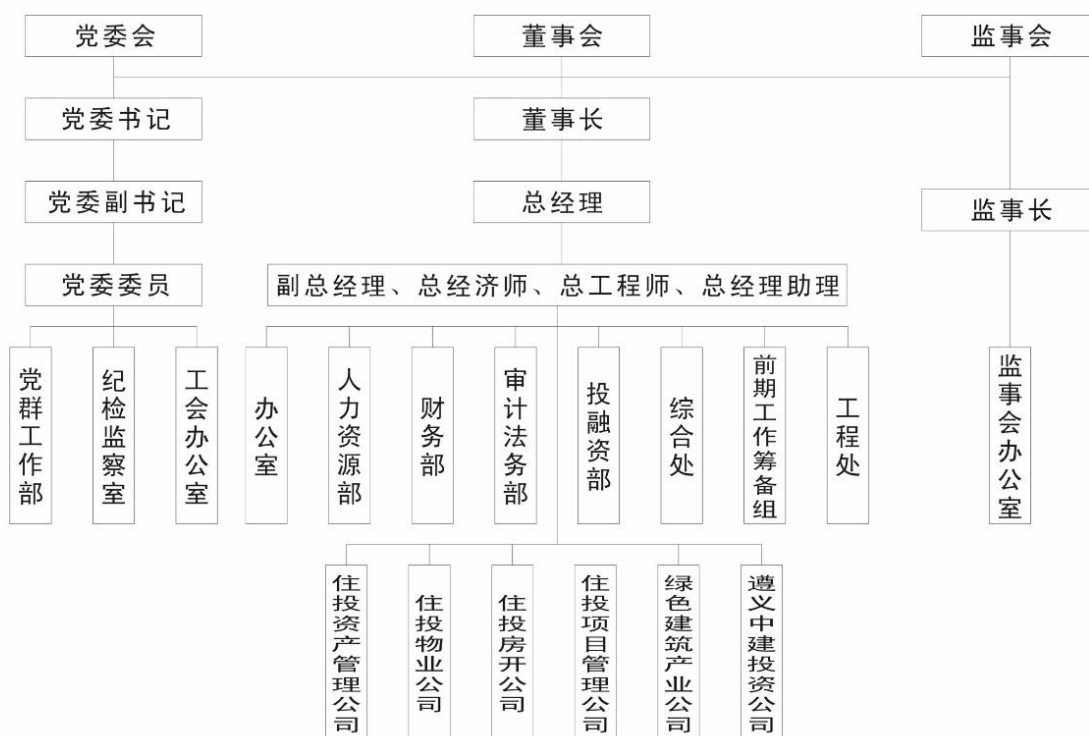
本期债券设置了差额补偿机制，遵义国投作为本期债券的差额补偿人，承诺为本期债券到期应付本金和利息的偿还承担不可撤销的差额补偿责任。同时，遵义国投和遵投集团为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还风险很低。

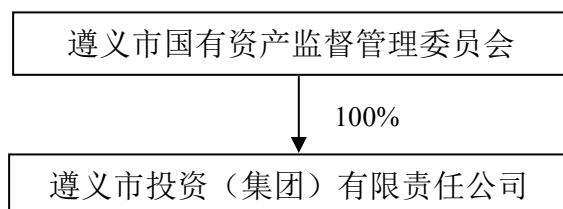
附件 1-1 截至 2018 年底遵义住投股权结构图



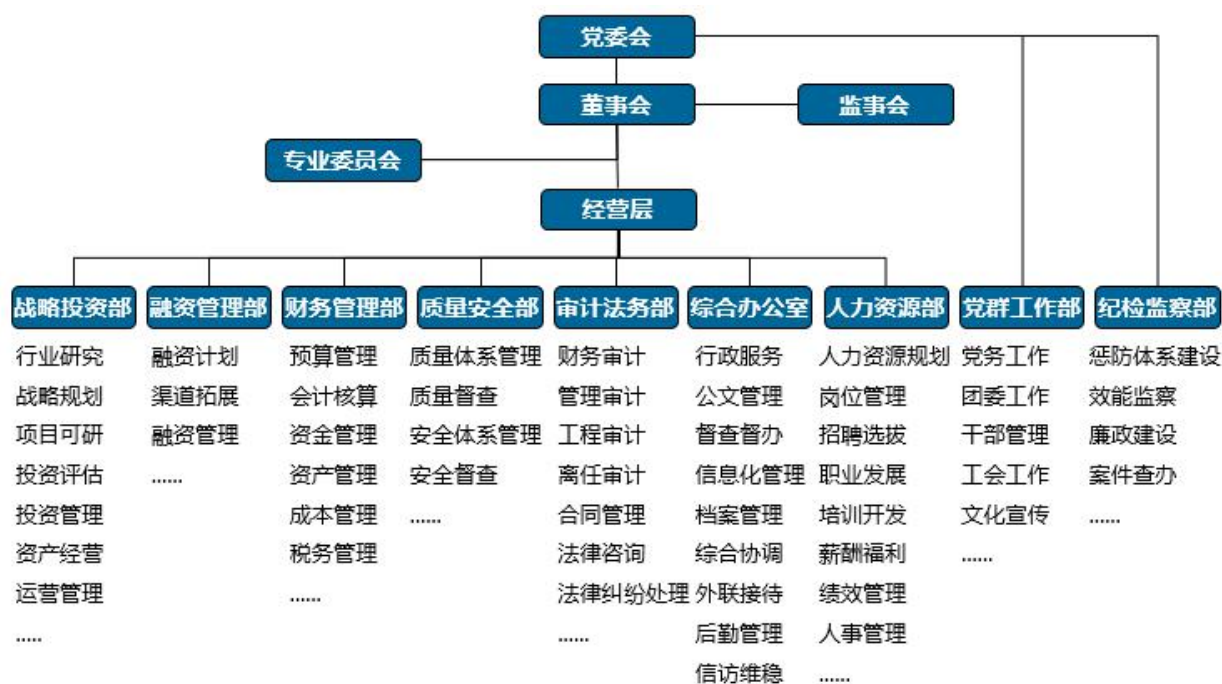
附件 1-2 截至 2018 年底遵义住投组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底遵投集团股权结构图



附件 1-4 截至 2018 年底遵投集团组织结构图



附件 2 遵投集团主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.35	45.56	42.43
资产总额(亿元)	267.63	384.17	420.99
所有者权益(亿元)	151.34	233.23	245.58
短期债务(亿元)	31.70	19.54	30.24
长期债务(亿元)	47.14	69.36	86.47
全部债务(亿元)	78.84	88.90	116.72
调整后全部债务(亿元)	84.35	113.41	166.48
营业收入(亿元)	5.41	16.39	18.06
利润总额(亿元)	1.00	1.98	2.05
EBITDA(亿元)	5.36	7.18	7.30
经营性净现金流(亿元)	6.36	-11.23	-33.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.99	2.08	2.43
存货周转次数(次)	0.02	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.05	0.04
现金收入比(%)	112.62	67.15	105.79
应收类款项/资产总额(%)	31.81	23.10	18.53
营业利润率(%)	46.92	25.88	32.96
总资本收益率(%)	2.04	1.85	1.51
净资产收益率(%)	0.60	0.73	0.61
长期债务资本化比率(%)	23.75	22.92	26.04
全部债务资本化比率(%)	34.25	27.60	32.22
调整后全部债务资本化比率(%)	35.79	32.72	40.40
资产负债率(%)	43.45	39.29	41.67
流动比率(%)	359.68	560.92	535.63
速动比率(%)	161.31	201.34	150.89
经营现金流动负债比(%)	10.83	-19.84	-51.68
全部债务/EBITDA(倍)	14.71	12.39	15.98
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.71	15.80	22.79

注：2015、2016 年财务数据为 2017 年审计报告追溯调整数；调整后全部债务=全部债务+其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息债务

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (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	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%

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

附件 4 担保方遵义市投资（集团）有限责任公司跟踪评级报告

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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 2019年贵州省遵义市银河片区保障性住房及配套设施 建设项目项目收益债券信用评级报告 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。

遵义市保障性住房建设投资开发有限责任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，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，遵义市保障性住房建设投资开发有限责任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遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对遵义市保障性住房建设投资开发有限责任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。

如遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对遵义市保障性住房建设投资开发有限责任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遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司联系，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。

信用等级公告

联合[2018] 1301 号

联合资信评估有限公司通过对遵义市投资（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持遵义市投资（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“14 遵义投资债/PR 遵义投”、“16 遵义投资小微债/16 遵小微”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
二零一八年六月二十五日



遵义市投资（集团）有限责任公司跟踪评级报告

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
14 遵义投资债 /PR 遵义投	12.80 亿元	2021/12/09	AA ⁺	AA ⁺
16 遵义投资小微债 /16 遵小微	7.00 亿元	2020/4/22 ¹	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	17.35	45.56	42.43
资产总额(亿元)	267.63	384.17	420.99
所有者权益(亿元)	151.34	233.23	245.58
短期债务（亿元）	31.70	19.54	30.24
长期债务(亿元)	47.14	69.36	86.47
全部债务(亿元)	78.84	88.90	116.72
营业收入(亿元)	5.41	16.39	18.06
利润总额(亿元)	1.00	1.98	2.05
EBITDA(亿元)	5.36	7.18	7.30
经营性净现金流(亿元)	6.36	-11.23	-33.90
营业利润率(%)	46.92	25.88	32.96
净资产收益率(%)	0.60	0.73	0.61
资产负债率(%)	43.45	39.29	41.67
全部债务资本化比率(%)	34.25	27.60	32.22
流动比率(%)	359.68	560.92	535.63
经营现金流负债比(%)	10.83	-19.84	-51.68
全部债务/EBITDA(倍)	14.71	12.39	15.98

注：2015、2016 年财务数为 2017 年审计报告追溯调整数

分析师

王 妍 辛纯璐

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

评级观点

遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）是遵义市城市基础设施建设和国有资产运营的重要平台。跟踪期内，公司通过资产重组成为遵义市四大国有集团企业之一，区域专营优势进一步增强，新增城市给排水、土地整治等业务。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司重组后内部管理及业务梳理有待加强、资产质量一般以及债务增长过快等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

未来，随着遵义市经济的增强以及城市基础设施的完善，公司主营业务持续稳健，整体抗风险能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“14 遵义投资债/PR 遵义投”、“16 遵义投资小微债/16 遵小微”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 2017 年，遵义市地方经济实现快速增长，为公司经营发展提供良好外部环境。
2. 跟踪期内，公司获得遵义市政府划入的多家国有企业股权，成为市级四大国有集团企业之一，职能定位进一步明确，区域专营优势增强。
3. 2017 年，受基础设施代建业务及房屋销售业务影响，公司盈利能力有所增强，对财政补贴依赖程度降低。

关注

1. 资产重组后，子公司业务同质化较强，且管理制度欠缺统一性，公司内部管理能力有待进一步提升。
2. 公司资产以土地使用权、基础设施建设项目投资款和往来款为主，变现能力较弱，资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司债务规模增长过快。

¹ 债券存续期第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权。

声 明

一、本报告引用的资料主要由遵义市投资（集团）有限责任公司（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。

遵义市投资（集团）有限责任公司跟踪评级报告

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”）关于遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“遵义投资”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生改变，仍为遵义市人民政府。注册资本和实收资本由人民币2.00亿元增至20.00亿元，遵义市人民政府以股权形式出资。

截至报告出具日，公司组织结构重塑，设置战略投资部、融资管理部等9个职能部门，职能划分更为明晰。跟踪期内，公司进行了资产重组，遵义市人民政府将遵义市水务投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵义水投”）等3家公司国有股权无偿划转至遵义投资，同时划出遵义投资持有的贵州省遵义市汽车运输（集团）有限责任公司（以下简称“遵义汽运”）等2家子公司股权，以2017年12月31日为基准日评估。

随着子公司的调整，公司不再承担汽、货运业务，原有保障房和棚户区改造业务得以扩容，同时新增土地整治、供水等业务，职能定位进一步明确。

截至2017年底，公司合并资产总额420.99亿元，所有者权益245.58亿元。2017年实现营业收入18.06亿元，利润总额2.05亿元。

公司注册地址：遵义市汇川区北海路遵投大厦；跟踪期内，公司法定代表人变更为李征强。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评的公司存续债券余额合计19.80亿元（详见表1）。跟踪

期内，上述债券已按期足额偿付债券本息。

根据公司2017年12月25公告，债券持有人会议已通过提前兑付“14遵义投资债/PR遵义投”的议案，公司计划于2018年7月提前兑付该期债券，具体提前兑付日暂未确定及公布。

截至2017年底，“14遵义投资债/PR遵义投”募集资金已使用16.00亿元，全部用于募投项目建设；“16遵义投资小微债/16遵小微”已按募集资金规定用途以委托贷款的方式向小微企业投放资金6.75亿元，目前账户资金余额0.18亿元（扣除承销费用）。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 遵义投资债/PR 遵义投	16.00	12.80	2014/12/9	7 年
16 遵义投资小微债/16 遵小微	7.00	7.00	2016/4/22	3+1 年 ²
合 计	23.00	19.80	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2017年底，“14遵义投资债/PR遵义投”募投项目遵义市南部片区棚户区改造建设项目除部分老房拆迁尚未完成外，已基本建设完工并已实现销售，2017年实现房屋销售收入1.89亿元；“16遵义投资小微债/16遵小微”贷款发放企业共计69家，全部委托贷款对象均位于遵义市内。

四、行业及区域经济环境

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

² 债券存续期第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权。

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國基础设施建设的重要载体。

2. 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。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，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预〔2017〕50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预〔2017〕87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金〔2017〕55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预〔2017〕89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。

2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金〔2017〕92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018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、区域化以及新型城镇化建设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，在经济去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是遵义市重要的城市基础设施建设主体，遵义市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

遵义市和习水县经济持续发展，固定资产投资保持快速增长，茅台机场及高铁站投运，为公司创造了良好的外部环境。

2017年，遵义市完成地区生产总值2748.6亿元，增长12.1%；规模工业增加值1102.9亿元，增长11.7%；500万元以上固定资产投资2523.6亿元，增长22%；社会消费品零售总额811.7亿元，增长12.2%；城乡居民人均可支配收入29617元、11130元，分别增长9.3%、10.1%。

跟踪期内，除原有新舟机场外，遵义茅台机场正式通航，贵遵复线、道南高速建成通车，渝贵铁路通车，遵义市进入了“双机场”和高铁时代。

2018年，遵义市将不断推进新型城镇化，加快中心城区与仁怀、湄潭、桐梓、绥阳同城化发展，常住人口城镇化率由49%提高到51%以上。

2017年，习水县完成地区生产总值165亿元，增长13.7%；规模工业增加值完成69亿元，增长8.3%以上；500万元以上固定资产

投资完成 226.4 亿元，增长 23.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，实际控制人仍为遵义市人民政府。

2. 企业竞争力

跟踪期内，公司整合为遵义市四大国有集团公司之一，区域专营优势进一步凸显。

2017 年，根据遵义市国有企业重组方案，遵义市将现有 26 家市属国有企业重组为四大集团公司。

重组后，公司主营业务为土地开发整治；保障性住房建设和棚户区改造；城市市政和公共服务设施投融资建设和运营管理；战略性新兴产业投资开发等。

除公司外，其余三家分别是遵义道桥建设（集团）有限公司、遵义交通旅游投资（集团）有限公司和遵义金融控股（集团）有限公司。公司主营业务与其余三家集团公司在区域或性质上无重叠。

3. 人员素质

跟踪期内，公司董事长及总经理等高管人员发生变动，新任高管管理经验丰富，对公司正常经营无重大影响。

李征强，1964年生，本科学历；曾任职于红花岗区公用事业局、城管局（综合执法局）副局长，红花岗区建设局总工程师、兼红花岗区城投公司副总经理，红花岗区建设局局长，红花岗区城投公司董事长、总经理，遵义市建设局副局长，遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司、遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司总经理、董事长；现任公司董事长。

王晓星，1975年生，研究生学历；曾任职于贵州省仁怀市茅坝镇茅坝管理区副主任、主任，仁怀市茅坝镇茅坝镇副镇长，仁怀市五马

镇镇长，仁怀市人民政府副市长，湄潭县人民政府副县长，遵义红色旅游（集团）有限公司副总经理、总经理；现任公司总经理。

4. 外部支持

2017 年，遵义市财政实力持续增强，但政府债务负担重；跟踪期内，公司获得股东在股权、资产注入等方面的大力支持。

（1）股东实力

2017 年，遵义市全市实现一般公共预算收入 210.00 亿元，增长 14.4%，其中税收收入占比 78.18%；全市一般公共预算支出完成 600 亿元，财政自给率为 35.00%，较上年小幅下降。2017 年，遵义市政府性基金收入 160.00 亿元，增长 60.4%。截至 2017 年，遵义市全市存量政府债务余额为 1391.16 亿元，在上级政府核定的限额内。遵义市一般公共预算收入和政府性基金收入保持快速增长，但财政自给率低且政府债务负担重。

表 3 2016~2017 年遵义市全市财政收支情况表

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
财政总收入	480.11	580.00
一般公共预算收入	187.50	210.00
其中：税收收入	147.50	164.18
非税收入	40.00	45.82
政府性基金收入	80.00	160.00
一般公共预算支出	520.00	600.00
财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）	36.06	35.00

资料来源：遵义市财政局公布的预算执行情况草案报告

（2）股权划拨

根据遵义市人民政府于 2017 年 12 月 25 日印发的《关于组建遵义城建投资(集团)有限公司涉及有关国有股权划转的通知》（遵府函〔2017〕228 号），公司的重组方案主要包括：

一是将公司注册资本增加至 20.00 亿元，增资部分以遵义市国资委持有的遵义水投 87.9224% 股权进行出资（剩余股权分别由国开发展基金有限公司及中国农发重点建设基金有限公司持有），超出增资部分计入公司资本

公积；遵义水投拥有遵义市区内供水等经营权。

二是将遵义市国资委持有的遵义地产 100%股权、遵义市物资（集团）有限责任公司（以下简称“遵义物资”）41.11%股权（剩余股权由遵义投资持有）和遵义市城市管理局持有的遵义红城环卫能源有限公司（以下简称“遵义环卫”）100%股权，划转公司持有；

三是将公司持有的贵州省遵义市汽车运输（集团）有限责任公司（以下简称“遵义汽运”）和遵义城投担保有限责任公司（以下简称“遵义城投担保”）划出。

总体看，上述子公司的划入子公司资产、权益规模大于划出子公司，收入及盈利水平也优于划出企业（详见下表）。

表 4 主要重组子公司 2017 年财务数据（单位：亿元）

序号	划入公司名称	注册资本	资产总额	所有者权	负债	营业收入	利润总额
1	遵义市地产（集团）有限责任公司	3.00	31.31	3.09	28.22	0.71	-0.02
2	遵义市物资（集团）有限责任公司	0.08	4.48	0.91	3.57	1.72	0.05
3	遵义市水务投资（集团）有限责任公司	34.12	59.28	35.62	23.66	3.12	-0.02
4	遵义市红城环卫能源有限公司	2.80	6.55	1.45	5.10	0.28	0.06
	划入小计	--	101.62	41.07	60.55	5.84	0.06
序号	划出公司名称	注册资本	资产总额	所有者权	负债	营业收入	利润总额
1	遵义市城投融资担保有限责任公司	1.00	1.23	0.90	0.32	0.06	-0.07
2	贵州省遵义汽车运输（集团）有限责任公司	1.00	8.24	2.13	6.11	2.25	-0.16
	划出小计	--	9.47	3.04	6.43	2.31	-0.22
	净额（划入 - 划出）	--	92.15	38.03	54.12	3.53	0.28

资料来源：联合资信根据企业提供整理

此外，公司孙公司股权也涉及划入、划出，导致公司资本公积有所变动，由于孙公司规模较小且数量较多，遂不详细列示。

根据遵义市国资委会议纪要，上述股权划入冲抵公司应收遵义市财政局款项 20.10 亿元（其中应收账款冲减 4.43 亿元，其他应收款冲减 15.67 亿元），多出部分计入公司“资本公积”。

（3）资产注入

2017 年，公司及子公司收到遵义市政府及习水县政府共 7 笔资产注入，主要包括：遵义地产收到遵义市国资委增资款 2.50 亿元，红城环卫收到遵义市政府环保项目注入等合计 1.39 亿元；子公司贵州绿景新城开发投资有限公司接受习水县人民政府无偿划入 29 宗土地 27.24 亿元，公司据以增加 2017 年“资本公积”。

（4）财政补贴

2017 年，公司及子公司收到遵义市政府及习水县政府政府补助合计 0.76 亿元，较 2016 年的 1.69 亿元下降。

（5）政府债务置换

鉴于公司在承担遵义市市区基础设施建设过程中举借相应债务用于项目建设期资金投入。2017 年，公司合计置换了 5.55 亿元债务，截至 2017 年底，公司账面尚有 15.80 亿元政府性债务。

4. 企业信用记录

根据人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1052030200030100L），截至 2018 年 6 月 6 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，有两笔已结清的关注类贷款，是系统操作失误导致，公司过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 12 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化，随着公司业务的扩张及子公司数量的增长，公司内部管理能力有待进

一步提升。

跟踪期内，公司仍执行原有管理制度，但由于合并范围变动较大，且子公司业务存在同质化，公司内部管理能力有待进一步提升，内部经营业务有待重新整合。目前，公司正在根据最新企业情况及组织架构制定管理制度，联合资信将持续跟踪公司对业务及子公司的管理制度的搭建及执行情况。

七、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司收入结构小幅调整，营业收入和毛利率实现不同幅度增长。

2017 年，公司实现营业收入 18.06 亿元，同比增长 10.16%，其中主营业务收入实现 16.52 亿元，主要由基建项目代建收入/土地整理开发收入构成，占比 40.33%；除项目转让收入为非经营性收入外，其余各业务板块收入均呈不同幅度增长。2017 年，公司主营业务毛利率为 33.36%，同比增长 5.37 个百分点。

表 5 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基建项目代建收入/土地整理开发收入	5.94	38.29	18.45	6.66	40.33	26.88
商品房销售收入	2.22	14.32	23.92	2.72	16.44	38.95
自来水销售收入	1.87	12.08	30.55	2.31	14.00	34.45
项目转让收入	1.82	11.74	24.44	--	--	--
运输、物流服务收入	1.18	7.63	68.67	1.19	7.22	62.34
商品销售收入	0.95	6.11	16.15	1.33	8.05	13.16
其他收入	1.52	9.83	48.00	2.31	13.97	41.04
合 计	15.51	100.00	27.99	16.52	100.00	33.36

注：合计数不等主要系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2. 经营业务分析

（1）基础设施代建业务

跟踪期内，公司城市基础设施建设代建业务仍主要来自习水县政府委托；公司完成投资规模较大，代建业务持续性较好。

公司城市基础设施建设业务的投资主体主要为习水城投，习水县人民政府按工程投资的 18% 向公司支付代建费，费用支付期限和方式未明确。2016 和 2017 年，公司分别确认了基建项目代建收入 5.61 亿元和 5.97 亿元（含 0.92 亿元管理费收入，毛利率 100%），计入“基建项目代建收入”，公司实际收到回款 4.84 亿元和 7.11 亿元，跟踪期内收现质量有所改善。

截至 2017 年底，公司主要在在建建项目计划总投资 77.32 亿元，已完成投资 45.89 亿元，其中 2017 年完成投资 20.03 亿元，主要投资于习酒大道安置房工程、华润大道道路工程

（ABC 段）及配套工程和 2017 年习水县棚户区改造项目等。

表 6 2017 年底习水城投主要在在建建项目投资情况
（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	2017 年投资额
2016 年县城市政道路路网建设工程	8.00	0.73	0.73
华润大道道路工程（ABC 段）及配套工程	7.00	5.97	2.82
乌江南路建设工程（一标段、三标段）	6.24	4.28	0.50
关坪下道口棚户区改造工程	5.00	3.08	0.33
习水县城道路柔化工程	5.00	3.28	0.65
其他（总投资小于 5 亿元）	46.08	28.55	15.00
合 计	77.32	45.89	20.03

注：已完成投资含未结转成本部分。

资料来源：公司审计报告

此外，公司本部也从事部分项目代建业务，项目资金投入由施工方和学校等项目使用

方结算，公司仅收取代建服务费，收入规模小且不占用资金，会计核算时将其计入“其他业务收入”。

（2）土地一级开发业务

2017年遵义地产纳入合并范围，公司新增对遵义市主城区的土地整治业务，由于主城区待整理土地规模较小，公司该业务板块拓展空间有限。

遵义地产受遵义市国土局委托，承担遵义市主城区（红花岗区、汇川区）土地一级开发工作，根据2015年9月22日《第四届市人民政府第58次市长办公会议纪要》，约定公司可按总投资2%提取管理费，6%提取发展基金，公司仅将上述8%收益确认为公司营业收入。待土地整理项目审计移交并实现出让后，市土储中心收到出让金回款后方向公司回款。

截至2017年底，公司主要土地整治项目共3处，计划总投资32.07亿元，已完成投资8.98亿元（计入“其他应收款”），尚需投资23.09亿元。其中南官山土地一级开发项目已经整理完毕，东联线项目预计2018年完成，上述土地周边出让价格在220~260万元/亩，公司土地投资资金回收有保障。

2016~2017年，公司分别确认营业收入0.32亿元和0.70亿元，计入公司“土地整理开发收入”，毛利率均为100%。近年，公司均未实际收到回款。

表7 2017年底公司土地整治项目投资情况

（单位：亩、亿元）

项目名称	面积	总投资额	已投资额
红花岗区(共青大道)土地一级开发项目	710	10.38	1.15
东联线土地收储和一级开发项目	740	9.70	2.34
南官山土地一级开发项目	1864	11.99	5.49
合计	3314	32.07	8.98

资料来源：公司提供

（3）棚户区改造业务

随着遵义地产的并入，公司棚户区改造业务量增加，成为遵义市主城区重要的棚改区改造业务投资主体；2017年，原有棚改项目陆续实现房屋销售收入。

公司棚户区改造业务的投资主体主要为公司本部和2017年新并入子公司遵义地产。均主要通过房屋销售、商业资产的出租、出售实现投资平衡。遵义市棚户区改造工程主要以货币化安置为主，公司房屋销售市场较大。

目前，公司主要承担的棚户区改造项目共四个，其中北海路市民健身中心周边棚户区改造项目和南部片区棚户区改造建设项目已进入房屋销售阶段，凤冈“智慧新城”项目预计2018年6月开盘。截至2017年底，上述棚改项目计划总投资59.43亿元，已完成投资47.63亿元，尚需投资11.80亿元；2017年结转4.61亿元（其中2.72亿元确认为“房屋销售收入”，1.89亿元冲抵“长期应收款”）。

表8 2017年底公司在建棚户区改造项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	投资主体	计划总投资	已投资额	可售面积	已预售面积	2017年结转金额
1	北海路市民健身中心周边棚户区改造项目	公司本部	10.89	12.19	17.17	8.80	2.72
2	南部片区棚户区改造建设项目	公司本部	37.06	29.33	103.42	90.20	1.89*
3	凤冈“智慧新城”项目	遵义地产	7.00	3.39	13.59	0.00	0.00
4	南官山片区棚户区一期改造项目（一标段）	遵义地产	4.48	2.72	3.90	0.00	0.00
合计			59.43	47.63	138.08	99.00	4.61

注：*南部片区棚户区改造建设项目结转金额未计入房屋销售收入，部分直接冲抵“长期应收款”。

资料来源：公司提供

(4) 供排水业务

2017 年遵义水投纳入合并范围,公司新增对遵义市的供排水业务,区域专营优势明显;随着供水量的增长及水价的调升,公司供水收益实现增长。

公司供水业务的经营主体为 2017 年新并入子公司遵义水投。遵义水投主要承担遵义市重点水利设施以及遵义市全市范围(含红花岗区、汇川区、新蒲新区、南部新区)的城市供排水业务。

公司承担的重点水利设施项目不需要公司进行垫资,公司从中不赚取收益;污水处理厂及自来水厂由公司自行筹集建设或来自政府无偿划拨,上述项目资金投入均计入“在建工程”。截至 2017 年底,公司在建水利项目计划总投资 15.69 亿元,已完成投资 7.29 亿元,尚需投资 8.40 亿元,其中政府出资 9.67 亿元,公司投资压力较小。

表 9 2017 年底公司在建水利项目(单位:亿元)

项目名称	投资总额	其中政府出资	已投资额
绿塘水库工程	5.74	5.74	1.40
下坝水库工程	3.93	3.93	0.59
南部污水处理厂二期	3.28	0.00	2.60
中桥水厂	2.74	0.00	2.70
合 计	15.69	9.67	7.29

注:仅列示总投资超过 1 亿元的项目。

资料来源:公司提供

源水取水方面,公司水源取水点共 6 处,分别为南郊、北郊、水泊渡水库、红岩水库、海龙水库、中桥水库,其中中桥水库为 2017 年新增。近年公司源水取水量逐年提升,2017 年为 9229 万立方米,同比增长 30.28%,水资源费为 0.06 元/立方米。

供水能力方面,公司目前共有 4 个供水水厂,供水能力为 45 万立方米/日,其中中桥水厂为 2017 年新投入使用,主要覆盖遵义市新蒲新区。

表 10 2017 年底公司下属水厂(单位:万立方米/日)

水厂名称	供水能力	供水范围
南郊水厂	10	红花岗及南部新区

北郊水厂	10	汇川区
青山水厂	10	红花岗及南部新区
中桥水厂	15	新蒲新区
合计	45	--

资料来源:公司提供

供销量方面,2017 年,公司供、销量均呈增长态势,分别为 8829 万立方米和 6724 万立方米,产销差为 23.84%,随着新水厂的投运,公司供水量增长,产销差率下降。

表 11 公司供水情况(单位:万立方米、%)

项目	2016 年	2017 年
自来水供水量	7084	8829
自来水销售量	5141	6724
产销差	27.42	23.84

资料来源:公司提供

自来水价及收入方面,根据《遵义市发展改革委关于调整我市中心城区供水价格的通知》遵市发改费(2017)43 号文件,遵义市基础水价于 2018 年 1 月 1 日起由 2.30 元/吨调整至 2.80 元/吨。得益于售水量及水价的增长,2017 年,公司实现自来水销售收入 2.31 亿元,同比增长 23.53%,毛利率 34.45%,增长 3.90 个百分点。为补贴公司供水业务,2017 年,遵义水投收到政府补贴 0.06 亿元。

表 12 自来水价格(单位:元/立方米)

项 目		调整前	调整后
居民用水	第一阶梯（18 立方米及以下）	2.30	2.80
	第二阶梯（18~24 立方米）	3.45	4.20
	第三阶梯（24 立方米以上）	4.60	8.40
非居民用水		3.30	4.05
特种用水		12.00	14.50

资料来源:公司提供

此外,公司还承担了遵义市红花岗区、汇川区、南部新区、新蒲新区的污水处理业务。截至 2017 年底,公司下辖 4 座污水处理厂,分别是高桥污水处理厂、北部污水处理厂、海龙污水处理厂、金鼎污水处理厂,合计污水处理能力 4.80 万立方米/日,年污水处理量达 1375.92 万立方米。

(5) 运输、物流服务业务

遵运集团于 2017 年底被划出，公司将不再将承担遵义市客、货运等运输物流服务的业务。

公司运输、物流服务业务运营主体为遵运集团，业务收入包括站务提成与代理费、运输收入、承包车收入、发班费和运输服务收入等，其中客运线路辐射遵义市周边县市。2017 年，公司实现运输、物流服务业务收入 1.19 亿元，毛利率为 62.34%。

(6) 商品销售业务

跟踪期内，受新并入子公司影响，公司销售商品类型新增医药品及炸药等，其中医药品销售成为公司新的销售收入增长点；遵运集团划出后公司商品销售收入或有小幅下调。

公司商品销售业务经营主体为遵义物资及遵运集团，销售商品包括危化品、整车及配件。2017 年，公司资产重组中对遵义物资下属子公司进行调整，包括划入遵义医药有限公司等（同一控制下企业合并），重组后，遵义物资销售商品新增医药品及炸药等，2017 年，公司实现商品销售收入 1.33 亿元，其中医药品销售收入 0.72 亿元，成为该板块的重要构成；遵运集团整车销售收入 0.31 亿元，由于该子公司于 2017 年底划出，未来公司商品销售收入或有小幅下调。

(7) 其他业务

公司其他业务主要经营范围均在遵义市内，多是依托政府职能延伸的业务种类，除爆破工程存在一定安全风险外，其余业务经营风险较小。

公司其他业务种类繁多，包括押运及守护、培训/考试业务、爆破工程、平台服务、担保、资产出租、物业管理、水质检测、设计及垃圾处理等业务。2017 年，公司其他收入实现 2.31 亿元，同比增长 52%，主要来自二手车交易等平台服务费收入的增加；毛利率为 41.04%，同比下降 6.96 个百分点。公司其他业务形成的收入规模较小，对公司主营业务收入影响不大，但各业务板块毛利率水平较高，形成较好的利润补充。

3. 未来发展

公司仍将立足于承担遵义市基础设施建设、土地一级开发、棚户区改造、供排水传统业务，同时在康养、旅游等板块有所拓展。公司未来计划投资大，部分项目资金回报方案尚未完善。

未来，公司拟建项目计划总投资额 83.63 亿元，投资规模较大，仍以基础设施建设项目为主，其中习水城投项目仍以代建模式展开，自筹项目在前期由公司出资，待项目建设后期再向政府申请资源匹配。

表 13 2017 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目描述	计划总投资	资金平衡方案
武汉路项目	项目东起凤新快线。西至武汉路接规划遵仁高速下线口，路线主线全长 7.93km	27.92	自筹
习水县迎宾大道道路工程项目	11km*40m	15.00	代建
遵义市东部城区生活垃圾焚烧发电工程项目	新建 750 吨/日*2 垃圾焚烧发电系统	8.25	自筹
名城康养中心建设项目（水木花苑）	项目用地面积 71558 平方米，总建筑面积 214552 平方米，其中商业部分 18255 平方米，医疗市场 5842 平方米，住宅部 133351 平方米，（车库面积 39527 平方米，车库数为	6.70	对外销售
其他项目（总投资小于 5 亿元）	基础设施建设、河道治理、景区等	25.76	代建、自筹
合计	--	83.63	--

资料来源：公司审计报告

八、财务分析

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了三年连审，并出具了标准无保留意见审计结论。

2017 年 12 月 31 日，遵义市政府将遵义水投 87.92% 股权、遵义地产 100% 股权和环城环卫 100% 股权划转至公司，公司据以追溯调整至 2015 年年初。2017 年公司合并范围增加 17 家，处置子公司 21 家，注销子公司 1 家，其中处置子公司中包括划出遵运集团，划出日为 2017 年 12 月 31 日，公司合并范围变动子公司规模小，对公司财务可比性影响一般。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 52 家，其中公司直接控股子公司共 10 家。

1. 资产质量

跟踪期内，遵义市政府对公司的资产注入一定程度上提升了资产质量，但考虑到公司土地资产变现能力及进度存在不确定性，以及棚改投资回款受当地房地产市场影响大，公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 420.99 亿元，同比增长 9.58%，主要来自存货的增长。公司资产以流动资产为主。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	45.56	11.86	42.21	10.03
应收账款	10.27	2.67	4.36	1.04
其他应收款	56.54	14.72	50.35	11.96
存货	203.59	52.99	252.35	59.94
流动资产合计	317.58	82.67	351.31	83.45
长期应收款	21.93	5.71	23.31	5.54
其他非流动资产	25.35	6.60	25.82	6.13
非流动资产合计	66.59	17.33	69.68	16.55
资产总计	384.17	100.00	420.99	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 351.31 亿元，同比增长 10.62%。货币资金 42.21 亿元，其中质押存款及保证金等受限资金 16.12 亿元；应

收账款 4.36 亿元，同比下降 57.53%，主要系划入股权冲抵所有应收遵义市财政局款项 4.43 亿元，应收方主要为习水县财政局及遵义市事业单位及城投公司等，回收风险低；其他应收款 50.35 亿元，其中应收遵义市财政局由期初 32.66 亿元降至 14.37 亿元，应收习水县财政局由期初 4.95 亿元增至 7.88 亿元，其余主要为遵义市政府部门、关联方及项目暂借款，账龄在 1~5 年，未明确划分；存货 252.35 亿元，同比增长 23.95%，增长来自习水县政府划入的 27.24 亿元土地资产，以及公司基建、棚改等项目投入，期末公司存货项下土地使用权合计账面价值 188.38 亿元（1.25 万亩，均为商、住用地），其中 38.51 亿元用于抵押借款。

2017 年底，公司非流动资产 69.68 亿元，同比增长 4.64%。长期应收款 23.31 亿元，主要为“14 遵义投资债/PR 遵义投”募投项目投资款及“16 遵义投资小微债/16 遵小微”拨出款；公司其他非流动资产 25.82 亿元，均为遵义水投的水库等水利资产，根据遵义市政府会议纪要，上述公益性资产管养维护经费由市政全额承担。

2. 资本结构

跟踪期内，公司股权增资至 20.00 亿元，资本公积变动较大，所有者权益呈增长态势。公司长短期债务规模快速增长，但整体债务负担尚可。

2017 年底，公司所有者权益合计 245.58 亿元。其中实收资本 20.00 亿元，来自资本公积（股权）转入；资本公积为 191.06 亿元，跟踪期内，公司资本公积变动较大，主要增加包括：遵义地产收到市国资委增资款 2.50 亿元、环城环卫收到项目股权 1.39 亿元、习水城投收到无偿划入的土地 27.24 亿元，主要减少包括：以资本公积（股权）冲减对市财政局应收类款项 20.10 亿元，转增资本 18.00 亿元，划出遵运集团等公司股权 1.44 亿元。

表15 公司主要负债和所有者权益构成情况
(单位: 亿元、%)

项 目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.95	1.29	4.33	1.03
其他应付款	26.23	6.83	24.09	5.72
流动负债合计	56.62	14.74	65.59	15.58
长期借款	45.73	11.90	67.98	16.15
应付债券	23.63	6.15	18.49	4.39
长期应付款	22.77	5.93	18.73	4.45
非流动负债合计	94.32	24.55	109.82	26.09
负债合计	150.94	39.29	175.41	41.67
实收资本(或股本)	2.00	0.52	20.00	4.75
资本公积	202.26	52.65	191.06	45.38
所有者权益合计	233.23	60.71	245.58	58.33
负债和所有者权益总计	384.17	100.00	420.99	100.00

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017 年底, 公司负债合计 175.41 亿元, 同比增长 16.21%, 主要来自长期借款的增长, 其中流动负债占比为 37.39%。

2017 年底, 公司流动负债 65.59 亿元, 同比增长 15.84%, 其中其他应付款主要为暂借款, 其项下 6.16 亿元为有息债务。非流动负债 109.82 亿元, 同比增长 48.67%, 其中长期应付款为融资租赁款, 均为有息债务。

2017 年底, 公司全部债务合计 116.72 亿元, 同比增长 24.68%。其中短期债务 30.24 亿元, 占比 25.91%, 长期债务 86.47 亿元, 占比 74.09%。同期, 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 41.67%、32.22%和 26.04%, 较 2016 年均有一定提升。考虑其他应付款和长期应付款中有息债务后, 2017 年底公司调整后全部债务为 166.48 亿元, 调整后全部债务资本化比率为 40.40%。

3. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入增速高于营业成本, 自身盈利能力增强, 财政补贴金额相应减少, 公司整体盈利能力保持稳定。

2017 年, 公司实现营业收入 18.06 亿元, 同比增长 10.16%, 营业成本 11.90 亿元, 小幅增长 1.58%。公司营业利润率由 2016 年的 25.88%增至 32.96%。

公司期间费用以财务费用为主, 2017 年期间费用率为 14.85%, 同比增长 0.98 个百分点。2017 年, 公司其他收益 0.76 亿元, 主要为政府对基建项目的补贴, 较 2016 年营业外收入项下政府补贴 2.02 亿元下降幅度较大。2017 年, 公司利润总额 2.05 亿元, 同比增长 3.65%。

从盈利指标看, 2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.51%和 0.61%, 同比小幅下降。

4. 现金流分析

跟踪期内, 公司经营活动为大额净流出。为平衡项目投资资金需求, 公司筹资活动产生的现金流量入净有所扩大。

2017 年, 公司经营活动产生的现金流入量为 23.79 亿元, 其中销售商品、提供劳务所收到的现金为 19.10 亿元, 现金收入比为 105.79%, 2016 年现金收入比较低系习水城投仅并入 11~12 月财务数据所致; 同期, 公司经营活动产生的现金流出量为 57.69 亿元, 其中, 购买商品接受劳务支付的现金 37.86 亿元, 主要为对基础设施建设和土地整治项目的工程支出; 其余现金流入和流出主要由往来款构成。2017 年, 公司经营活动产生的现金流量净额为-33.90 亿元。

2017 年, 公司投资活动现金流入 25.72 亿元, 主要系当年收回资金拆借款; 同期, 公司投资活动现金流出量 20.25 亿元, 主要为支付资金拆借款及水库等项目的投入款。2017 年, 公司投资活动仍呈现金净流入状态, 现金流量净额为 5.47 亿元。

从筹资活动来看, 2017 年, 公司筹资活动现金流入量同比有所增长, 其中收到其他与筹资活动有关的现金均为借款, 与此同时, 现金流出量呈下降态势, 2017 年, 公司筹资活动现金流量净额 27.26 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内, 公司长短期债务规模增长, 现金类资产对短期债务覆盖能力较弱, 公司长期

债务规模较大，经营性利润对其覆盖能力低。考虑公司区位专营优势，公司整体偿债能力较强。

2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 535.63%和 150.89%，现金类资产为短期债务的 1.40 倍，扣除受限资金后，公司现金类资产为短期债务的 0.86 倍，保障程度较弱；2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。

2017 年，公司全部债务/EBITDA 为 15.98 倍，调整后全部债务/EBITDA 为 22.79 倍。

2017 年底，公司对外担保共 5 笔，担保余额 12.70 亿元，担保比率为 5.17%。被担保方主要为遵义市及习水县国有企业，目前均正常经营，公司或有负债风险相对可控。

截至 2017 年底，公司共获得各金融机构授信额度合计 158.62 亿元，已使用 144.57 亿元，未使用授信额度 14.05 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

九、存续债券偿还能力分析

截至2018年5月底，公司存续公开债券余额19.80亿元，一年内到期的应付债券12.80亿元，公司现金类资产对其保障能力较好，且一年内到期的债券（“14遵义投资债/PR遵义投”）已纳入政府债务置换范围，公司到期偿债能力强。

截至2018年5月底，公司一年内到期兑付债券及未来待偿还债券本金年度峰值为12.80亿元。2017年底，公司现金类资产42.21亿元，扣除受限资金为26.09亿元，一年内到期债券的覆盖倍数较好；2017年经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力较好。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	12.80
未来待偿还债券本金峰值	12.80
现金类资产/一年内到期债券余额	2.04
经营活动现金流入量/未来待偿还债券本金峰值	1.86

经营活动现金流净额/未来待偿还债券本金峰值	-2.65
EBITDA/未来待偿还债券本金峰值	0.57

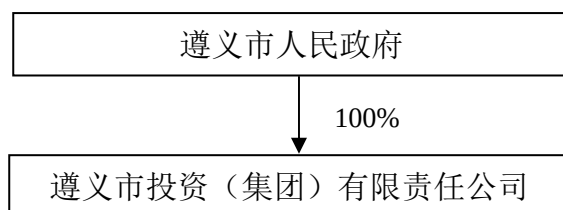
注：现金类资产已扣除受限资金

资料来源：根据公司审计报告整理

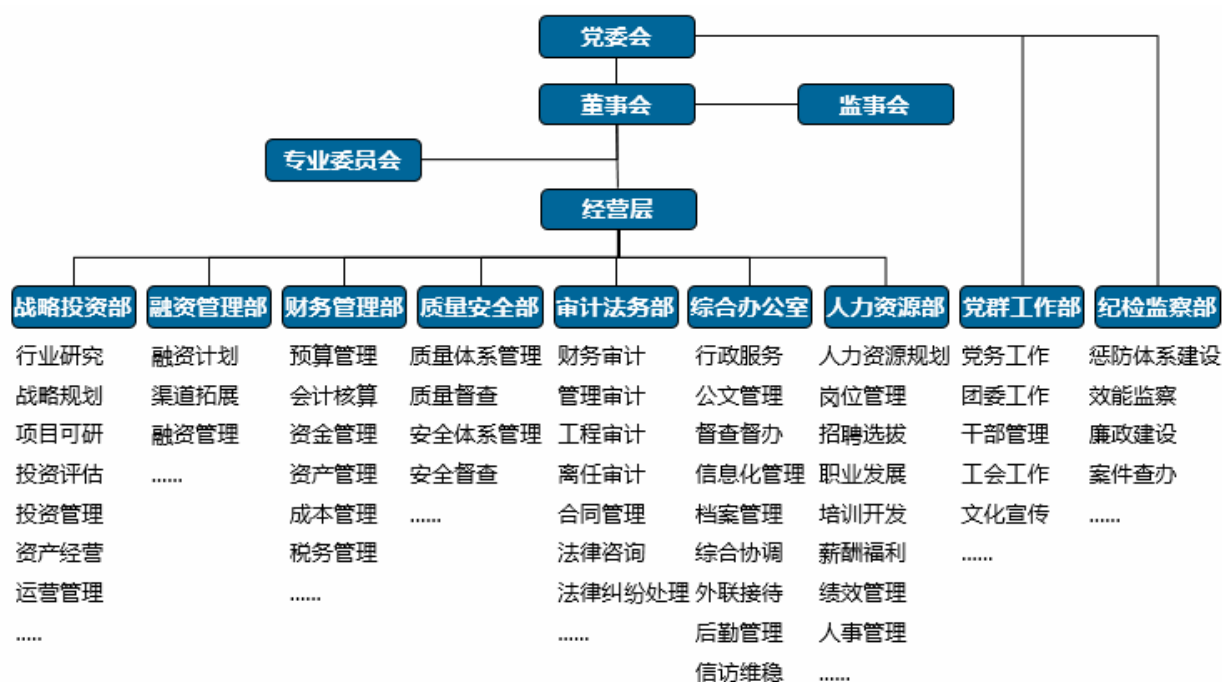
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“14 遵义投资债/PR 遵义投”、“16 遵义投资小微债/16 遵小微”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.35	45.56	42.43
资产总额(亿元)	267.63	384.17	420.99
所有者权益(亿元)	151.34	233.23	245.58
短期债务(亿元)	31.70	19.54	30.24
长期债务(亿元)	47.14	69.36	86.47
全部债务(亿元)	78.84	88.90	116.72
调整后全部债务(亿元)	78.84	113.41	166.48
营业收入(亿元)	5.41	16.39	18.06
利润总额(亿元)	1.00	1.98	2.05
EBITDA(亿元)	5.36	7.18	7.30
经营性净现金流(亿元)	6.36	-11.23	-33.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.99	2.08	2.43
存货周转次数(次)	0.02	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.02	0.05	0.04
现金收入比(%)	112.62	67.15	105.79
营业利润率(%)	46.92	25.88	32.96
总资本收益率(%)	2.04	1.85	1.51
净资产收益率(%)	0.60	0.73	0.61
长期债务资本化比率(%)	23.75	22.92	26.04
全部债务资本化比率(%)	34.25	27.60	32.22
调整后全部债务资本化比率(%)	34.25	32.72	40.40
资产负债率(%)	43.45	39.29	41.67
流动比率(%)	359.68	560.92	535.63
速动比率(%)	161.31	201.34	150.89
经营现金流动负债比(%)	10.83	-19.84	-51.68
全部债务/EBITDA(倍)	14.71	12.39	15.98
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.71	15.80	22.79

注：2015、2016年财务数为2017年审计报告追溯调整数；调整后全部债务=全部债务 + 其他应付款、其他流动负债和长期应付款中有息债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \times 100\%$
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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	营业收入 / 平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{费用化利息支出}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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%

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

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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。