跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 999 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河池市城市投资建设发展有限公司主体长期信用等级为AA^{-}，评级展望为稳定，并维持“13河池投/13河池债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

河池市城市投资建设发展有限公司
企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻		评级展望：稳定	
上次评级结果：AA⁻		评级展望：稳定	

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 河池投/13 河池债	11 亿元	2013/12/18~2020/12/18	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 29 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	6.06	15.14	18.44
资产总额(亿元)	62.44	96.52	110.03
所有者权益合计(亿元)	44.69	67.68	68.98
长期债务(亿元)	12.53	20.49	31.48
全部债务(亿元)	12.53	22.59	34.05
主营业务收入(亿元)	2.48	2.34	3.68
利润总额(亿元)	1.16	1.17	1.40
EBITDA(亿元)	1.18	1.18	1.51
经营性净现金流(亿元)	-2.46	0.36	-6.14
主营业务利润率(%)	10.43	10.42	10.29
净资产收益率(%)	2.46	1.65	1.88
资产负债率(%)	28.43	29.88	37.31
全部债务资本化比率(%)	21.89	25.02	33.05
流动比率(%)	1409.53	1421.46	1547.81
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	19.12	22.60
经营现金流动负债比(%)	-56.78	5.43	-86.46

注：2012~2013 年公司有息拆借款计入其他应付款科目，2014 年公司有息拆借款计入长期应付款科目，本报告将其调至长期债务。

分析师

周 潇　唐 岩
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

河池市城市投资建设发展有限公司（以下简称“公司”）是河池市唯一的城市基础设施建设的投融资主体。跟踪期内，公司资产规模持续扩大、债务负担保持适宜水平、政府资金划拨支持持续。但同时，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公益性质明显，整体盈利能力弱和债务规模增长快等因素对其整体偿债能力的不利影响。

随着未来公司代建项目移交及土地出让收入的实现，公司收入规模有望得以提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。“13河池投/13河池债”由公司自有部分土地资产进行抵押，跟踪期内，抵押资产价值对“13河池投/13河池债”保护程度良好。“13河池投/13河池债”设置分期偿付机制以降低集中兑付风险，2014年公司经营活动现金流入量对分期偿还额度覆盖程度尚可。

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13河池投/13河池债”AA的信用等级。

优势

1. 公司作为河池市唯一的基础设施建设主体，跟踪期内获得政府资金补贴。
2. 跟踪期内，公司资产总额、营业收入和利润规模均有所增长。
3. “13 河池投/13 河池债”抵押土地价值对待偿还债券覆盖程度良好。

关注

1. 公司主营业务投资与经营对政府政策依赖度高，跟踪期内整体盈利能力仍旧偏弱。
2. 公司资产中，应收账款及土地存货占比大，整体资产流动性较弱。
3. 跟踪期内公司 BT 项目回购款仍未有实际现

金流入，收现质量较差；公司经营活动现金流大幅流出。

4. 跟踪期内，公司债务规模有所增加，债务负担有所加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河池市城市投资建设发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河池市城市投资建设发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河池市城市投资建设发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河池市城市投资建设发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于河池市城市投资建设发展有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于2005年7月25日，是经河池市人民政府河政函【2005】109号批文批准设立，由河池市人民政府国有资产监督管理委员会以货币资金4500万元及土地使用权作价1500万元出资设立。2011年12月23日，河池市人民政府国有资产监督管理委员会将原以土地使用权出资1500万元变更为货币资金出资1500万元，广西华信会计师事务所有限公司对其出具了“华信验字【2011】第290号”验资报告。截至2014年底，公司注册资本6000万元，河池市人民政府国有资产监督管理委员会全资持股并为实际控制人。

公司主要职能是按照河池市国民经济和社会发展纲要、城市总体规划、土地利用规划和建设发展的需要，重点从事河池市重大基础设施建设、履行项目建设融资。

公司经营范围主要包括：国家政策性、商业性的城市公共基础设施及重点工程建设融资、投资管理；城市房地产开发及旧城改造；城市工业加工区的基础设施建设；承接政府委托的建设项目物资采购；城市公共资源经营管理；土地收储（涉及资质证的凭证经营）。

截至2014年底，公司资产总额为110.03亿元，所有者权益为68.98亿元。2014年，公司实现主营业务收入3.68亿元，利润总额1.40亿元。

公司住所：河池市西环路107号；法定代表人：黄家烈。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货

币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供

了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

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

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

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

2. 区域经济

根据《2014年河池市国民经济和社会发展统计公报》，河池市2014年实现全地区生产总值601.39亿元，较2013年上升8.1%。其中第一产业增加值137.27亿元，增长3.7%；第二产业增加值205.27亿元，增长12.4%；第三产业增加值258.85亿元，增长5.6%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为22.8%、34.1%和43.0%，对经济增长的贡献率分别为9.6%、65.2%和25.3%。

2014年河池市全社会固定资产投资399.65亿元，比上年增长14.5%，扣除价格因素，实际增长12.7%。其中，固定资产投资（不含农户）343.22亿元，增长15.6%；农村私人建房投资56.43亿元，增长8.0%。

2014年全年河池市全口径财政收入54.67亿元，比上年增长8.8%。公共财政预算收入29.93亿元，增长11.0%，其中税收收入19.82亿元，增长17.4%。公共财政预算支出226.19亿元，增长14.2%。

整体来看，公司所处的河池市经济发展水平持续增长，固定资产投资力度不断加大，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

河池市国资委为公司出资人，出资占公司实收资本的100%，公司实际控制人为河池市人民政府。

2. 企业规模

公司是河池市唯一的城市基础设施建设的投融资主体，主要负责河池市区基础设施建设项目和河池市政府重大基础设施建设项目的投资，主营业务涵盖国家政策性、商业性的城市公共基础设施及重点工程建设融资、投资管理；城市房地产开发及旧城改造；城市工业加工区的基础设施建设；承接政府委托的建设项目物资采购；城市公共资源经营管理；土地收储（涉及资质证的凭证经营）等领域，河池市政府对于公司职能定位明确，业务区域垄断性强。

3. 政府支持

2014年公司收到0.70亿元财政贴息及0.32亿元运营补贴，且根据河池市人民政府河政函【2014】254号文件，公司收到的上述财政贴息和运营补贴应缴纳的所得税由河池市财政承担。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度及高级管理人员任职等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块并未发生变化，主要业务为BT项目。其中BT项目收入仍为投资建设的公益基础设施项目，其他类收入主要为公司持有的物业租金收入。

2014年，公司收入仍以BT项目收入为主，为36814.56万元（按完工进度确认收入），反映在主营业务收入科目。由于受完工结算的影响，公司2014年BT项目收入相较2013年增长了57.16%。同往年相似，公司以持有物业的出租收入为主的其他类收入所占规模很小，2014年为15.40万元，计入其他业务利润科目。

表1　2013~2014年公司收入情况（单位：万元）

主营业务	2013 年		2014 年	
	收入	成本	收入	成本
BT	23425.45	20194.36	36814.56	31736.69
其他	73.09	--	15.40	--
合计	**23498.54**	**20194.36**	**36829.96**	**31736.69**

资料来源：公司提供

1. 基础设施建设

目前公司进行基础建设项目的资金主要来源为财政补贴款、专项建设资金和外部融资，其中外部融资主要来自银行借款和发行债券。2014年公司共计收到财政补贴款10203.00万元和专项建设资金1526.60万元。专项建设资金在拨付时同时计入公司专项应付款科目。在核算BT项目时，项目完工后专项应付款冲减项目应收的回购款；在核算公司自用的固定资产项目时，专项应付款在工程完工后结转入资本公积。

2014年公司基础设施BT项目建设按照计划进行。根据政府回购协议，2014年公司BT项目总回购额为BT项目投资总额加上项目投资收益（为投资总额的16%）。公司2014年确认BT项目收入为36814.56万元。

2014年公司完工的基础设施建设项目为高速路河池城西出口工程，该项投资总额1151万元，依照政府回购协议，其计划回购额为1335.16万元。

目前公司在建的BT项目主要为河池市旧城路网设施建设一期工程项目、河池市城西新区芝田片区路网基础设施建设工程项目、河池

市龙江河综合整治项目等九个工程项目，投资总额183413.17万元。截至2014年底，公司在建BT项目已累计完成投资总额约104694.44万元。

表2　截至2014年底公司在建BT项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	截至 2014 年底累计投资完成额	2015 年计划投资
河池市旧城路网设施建设一期工程项目	14508.00	3915.73	1000.00
河池市城西新区芝田片区路网基础设施建设工程项目	20155.00	11085.85	500.00
河池市龙江河综合整治项目	29911.00	16042.47	500.00
河池市民族公园建设项目	20060.00	11222.45	500.00
河池市金城江公园改造项目	6089.98	6089.98	--
河池市文体中心项目	12894.46	12894.46	--
河池市城区路网基础设施建设工程项目	51188.00	29105.13	1000.00
市城区雨水设施及管网建设工程	9988.00	1325.44	1000.00
保障性住房-碧水龙湾小区	18618.73	13012.94	1000.00
合计	**183413.17**	**104694.44**	**5500.00**

资料来源：公司提供

除BT项目外，公司另有部分政府委托代建市政项目，公司收取3%项目管理费。截至2014年底，公司在建工程中项目计入存货-工程施工成本中。该部分项目由于未完工故无相应收入体现。

综合看，受竣工移交进度的不确定性影响，公司BT项目收入波动较大，且目前确认的BT项目收入在冲减专项应付款后均计入公司应收账款科目，未产生现金流入。公司BT项目对公司形成一定的资金占用，联合资信将对后续项目回款到位情况保持关注。

2. 其他

公司其他收入主要是持有的物业租金收入，收入规模较小，2014年收入为15.04万元。

截至2014年底，公司拥有土地资产约2655.27亩（78宗地块，计入存货科目），入账价值约为57.05亿元，平均价格约为215万/亩。其中，2011年为增强公司实力，政府向公司注入了超过1100亩土地（计入资本公积），该部分土地相关手续已办理完成，土地性质主要为商住综合用地；2013年，公司收到政府注入的面积为1111.59亩（计入资本公积），入账价值为23.49亿元的39块土地，土地使用权类型全部为出让地，用途全部为商住用地。考虑到河池市经济持续发展，土地升值潜力大。未来随部分土地出让收益实现，公司收入有望实现较快增长。

整体看，政府土地的注入增强了公司融资能力，同时也提升了公司的实力。

八、募集资金使用情况及抵押资产情况

公司于2013年发行7年期额度为11亿元的“13河池投/13河池债”，募集资金用于河池市城西片区市政道路及附属工程、河池市城东片区市政道路及附属工程和河池市百旺片区市政道路及附属工程三个项目。截至2014年底，募投项目实际共使用募投资金10.70亿元，剩余0.30亿元未使用。

表3　“13河池投/13河池债”募投项目的建设情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用债券金额	债券资金实际使用情况	截至 2014 年底累计投资额	2015 年计划投资额

河池市城西片区市政道路及附属工程	130208.00	55000.00	52578.00	87611.86	15000.00
河池市城东片区市政道路及附属工程	93973.00	40000.00	39706.00	61595.10	10000.00
河池市百旺片区市政道路及附属工程	38096.00	15000.00	14760.00	36107.10	500.00
合计	**262277.00**	**110000.00**	**107044.00**	**185314.06**	**25500.00**

资料来源：公司提供

“13河池投/13河池债”以公司部分土地资产进行抵押。根据广西国泰地产评估有限公司于2015年6月10日出具的深国咨土估字【2015】第06007号土地估价报告，以2015年6月5日为估价日，用于抵押的土地估值为246811.99万元，为“13河池投/13河池债”本金的2.24倍，抵押资产对“13河池投/13河池债”覆盖程度较高，有效提升了“13河池投/13河池债”的信用水平。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年度财务报表已经中审亚太会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2014年公司报表合并范围较往年无变化，报表可比性强。截至2014年底，公司资产总额为110.03亿元，所有者权益为68.98亿元。2014年，公司实现主营业务收入3.68亿元，利润总额1.40亿元。

1. 盈利能力

由于公司主营业务收入全部为BT项目收入，该部分收入受项目建设完工时间和移交等因素影响较大，导致公司近年来主营业务收入规模有所波动。

2014年公司实现主营业务收入3.68亿元，全部为BT项目收入，较2013年增长57.16%，主营业务利润率10.29%，较上年下降0.13个百分点。其他业务利润15.40万元，为公司以租金收入为主的其他业务的收入。

不同于2013年，由于跟踪期内资金拆解导致有大量利息收入冲抵财务费用（公司利息支出和利息收入同时大幅增长，2014年分别为0.10亿元和0.19亿元），2014年公司期间费用仅由管理费用构成，为879.19万元，较2013年增长138.55%。财务费用中发生利息支出0.10亿元，实现利息收入0.19亿元。2014年公司期间费用合计为负，呈收入状态。

2014年公司补贴收入分为财政贴息和运营补贴。近年来公司获得的财政贴息和运营补贴相对稳定，且占公司利润总额比例较大。2012~2014年，公司分别获得财政贴息0.73亿元、0.70亿元和0.70亿元；公司获得运营补贴0.20亿元、0.26亿元和0.32亿元。2014年公司实现利润总额1.40亿元，较2013年增长20.01%。2014年公司总资本收益率1.49%，相较2013年略微提升0.23个百分点，净资产收益率1.88%，相较2013年上升0.23个百分点。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力仍旧较弱，收入规模变化不大。受到2014年公司收入规模增长以及期间费用减少的影响，公司2014年盈利能力较2013年略有提升。公司对政府依赖程度较大，政府资金支持所形成的营业外收入在公司利润总额中占比较高，对公司的利润形成良好补充。

2. 现金流及保障

2014年公司经营活动现金流入3.69亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金较少，仅为7.38万元，公司收到其他与经营活动有关现金主要为公司承担BT项目获得的政府所拨付的项目建设资金流入，其余还有政府拨付的项目建设资金、补贴收入以及往来款等，合计3.68亿元。考虑到公司项目建设中涉及政府先期拨

付的专项建设资金，公司相关建设项目完工后现金回流可能会受影响，截至2014年底，公司未有BT项目回购款现金流入。2014年公司经营活动现金流出9.83亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金4.52亿元，系BT项目建设支出，较2013年有显著增长；公司支付其他与经营活动有关现金5.29亿元，较2013年有大幅增长，主要为支付的往来现金、付现管理费用等。

2014年公司无投资活动产生的现金流入。投资活动产生的现金流出方面，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金1.24万元。

2014年公司筹资活动产生的现金流入13.59亿元，主要系借款收到资金5.25亿元，收到其他与筹资活动有关现金8.34亿元（与广西投资集团有限公司及广西城建投资集团有限公司的拆借款）；筹资活动产生的现金流出4.14亿元，主要系偿还债务和分配股利、利息所支付的现金。

总体看，公司经营活动中BT项目未产生实际回购款现金流入，导致目前公司依赖财政资金拨款和外部融资；2014年公司通过扩大融资规模以维持资金平衡。

3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额110.03亿元，同比增长14.00%，主要来自公司流动资产中货币资金、存货和应收账款的增长。资产结构方面，流动资产占比99.95%，长期投资占比0.05%。

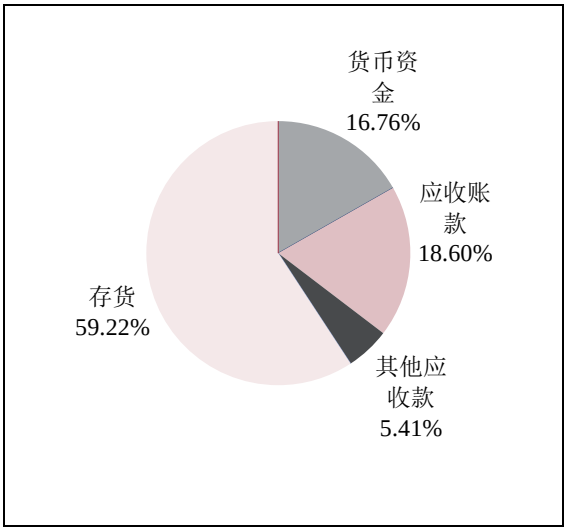
截至2014年底，公司流动资产109.98亿元，同比增长16.44%，由货币资金（占16.76%）、应收账款（占18.60%）、其他应收款（占5.41%）和存货（占59.22%）构成，和2013年的构成相比变化不大。

截至2014年底，公司货币资金18.44亿元，主要为银行存款。公司应收账款20.46亿元，较2013年增长19.05%，全部为应收河池市财政局委托代建项目款，款项增长系随着公司建设项目的推进，应收河池市财政局的工程款项增加所致。考虑到欠款单位为河池市财政局，故未计提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款5.95亿元，较2013年增长8.40%，主要由公司与河池市土地储备中心的往来款（账龄1年以内的金额为1.45亿元，1~2年的1.38亿元，2~3年的2.21亿元）和与河池市城东道路指挥部等单位的往来款构成。

截至2014年底，公司存货65.13亿元，较上年增长14.17%，增长系公司将河池市财政局委托公司建设的市政基础设施项目由在建工程转入工程施工所致，账面价值为8.08亿元，存货构成为土地资产（57.05亿元）和工程施工成本（8.08亿元）。

图 1　截至 2014 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司长期投资净额0.05亿元，较2013年无变动，为公司购买的股权和债权。

截至2014年底，公司固定资产合计22.98万元，全部为固定资产。较2013年底有较大出入的原因系期末在建工程完工结转进存货所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有大幅增长；资产增长以流动资产中的存货、应收账款和货币资金为主，非流动资产占比进一步下降。公司货币资金规模较大，为公司短期的流动性提供了有力保障。

截至2014年底，公司所有者权益68.98亿元，同比增长1.91%。其中实收资本0.60亿元（占0.87%）、资本公积61.85亿元（占89.67%）、盈余公积0.65亿元（占0.94%）、未分配利润5.87亿元（占8.52%）。跟踪期内，公司所有者权益略有增长，整体结构较2013年变化小。

截至2014年底，公司负债合计41.06亿元，同比增长42.35%，主要系长期借款和长期应付款的增长所致。公司负债结构方面，流动负债占比17.31%，非流动负债占比82.69%，流动负债占比略有下降。

截至2014年底，公司流动负债7.11亿元，同比增长6.93%。其中应付账款3.07亿元，较2013年略有增加；其他应付款0.24亿元，较2013年减少73.54%为公司与其他公司的往来款。

截至2014年底，公司非流动负债33.95亿元，较2013年增长52.95%。其中长期借款11.73亿元，较上年增长29.54%；新增长期应付款8.89亿元，为新增的对广西投资集团有限公司和广西城建投资集团有限公司的有息拆借款（计入长期债务）；另有2.48亿元专项应付款。

有息债务方面，本报告将公司长期应付款中对广西投资集团有限公司和广西城建投资集团有限公司的8.89亿元有息拆借款调整至长期债务中。截至2014年底，公司全部债务34.06亿元，同比增长50.75%，其中短期债务占7.56%，长期债务占92.44%。

2014年公司资产负债率、全部债务资本比率和长期债务资本比率分别为37.31%，33.05%和31.33%，随着负债规模的增大，有息债务指标较2013年明显上升。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模快速增长；债务规模快速扩张，债务负担有所加重，债务期限结构合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年底，公司流动比率和速动比率分别为1547.81%和631.18%，较上年同期均有提升；2014年公司经营活动现金流动负债比为-86.46%。整体来看，公司资产流动性对短期债务的保障能力正常，但受限于业务回款能力差的影响，其现金流对短期债务不具备保障能力。

从长期偿债指标来看，2014年公司EBITDA为1.51亿元，较去年增加0.33亿元。由于债务规模增长幅度大于EBITDA增长幅度，全部债务/EBITDA倍数由2013年的19.12倍上升至22.60倍，公司长期偿债能力较弱。考虑到当地政府对公司的支持力度、BT回购款后续的逐步到位以及公司现有的土地资产，公司实际偿债能力尚可。

2014年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为3.69亿元、-6.14亿元和1.51亿元，对“13河池投/13河池债”本金的保障倍数分别为0.34倍、-0.56倍和0.14倍。截至2014年底，公司现金类资产18.44亿元，对“13河池投/13河池债”本金的保障倍数为1.68倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对“13河池投/13河池债”保障程度弱，现金类资产的保护程度较好，经营活动现金净流量对其无保护能力。公司设置分期偿还机制，从债券存续期的第3年起每年公司将偿付债券20%的本金（2.20亿元）以减轻债券到期还本的压力。因此，考虑到“13河池投/13河池债”的分期偿还机制，2012~2014年公司EBITDA对分期待偿还债券金额的加权平均覆盖倍数为0.61倍，2014年公司EBITDA对分期偿还债券的覆盖倍数为0.69倍。2012~2014年公司经营活动现金流入量对分期待偿还债券的加权平均覆盖倍数为1.54倍，2014年公司经营活动现金流入量为分期偿还债券的1.68倍，保障能力尚可。同时考虑到公司所进行的土地抵押，总体看，公司对“13河池投/13河池债”的保护能力较好。

截至2014年底，公司无对外担保。

截至2015年5月底，银行给予公司授信额度合计28.84亿元。其中，已使用的授信23.19亿元，未使用授信5.65亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

截至2015年6月16日，根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，公司有7笔未结清关注类贷款和1笔已结清的关注类贷款，被列入关注类贷款的贷款银行均为国家开发银行，列入关注的目的为保证公司将相关贷款全部列入地方政府债务统计。

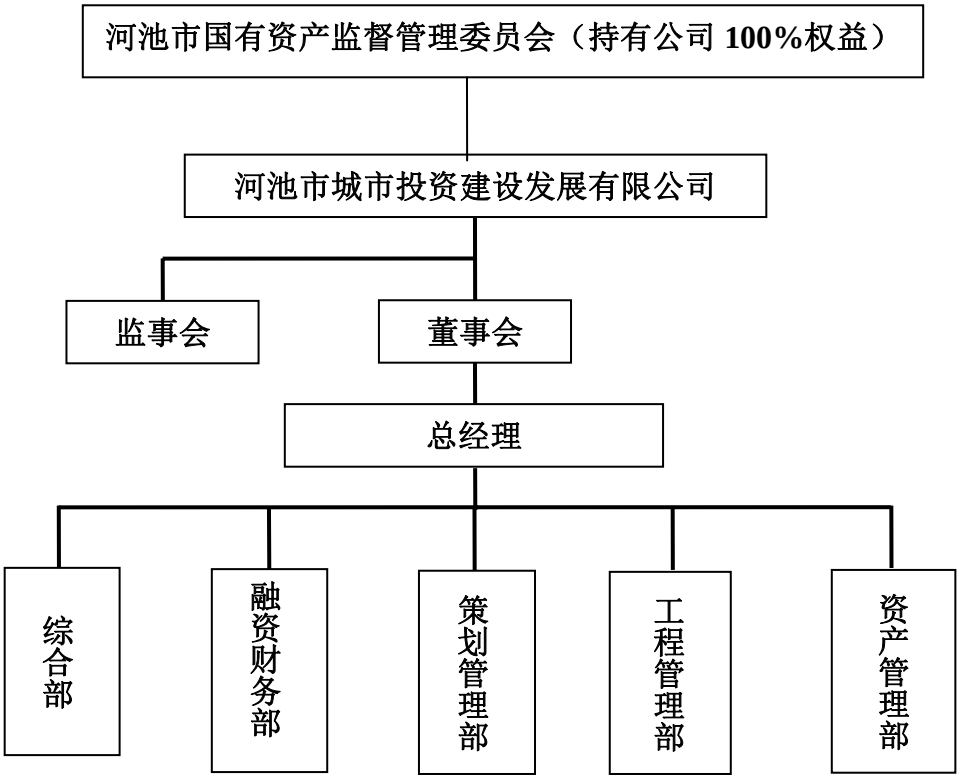
6. 抗风险能力

基于对公司生产经营情况和行业特点，以及河池市政府对公司的各项支持，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA$^-$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13河池投/13河池债”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　本期债券抵押资产情况表

序号	土地使用证编号	宗地位置	估价基准日的实际用途	估价面积(㎡)	单位面积地价(元/㎡)	土地评估总值(万元)
1	河国用（2013）第0894 号	河池市城东新区虎山路	商业、住宅综合用地	9357.1	3150	2947.49
2	河国用（2013）第0895 号	河池市虎山路	商业、住宅综合用地	48384.4	3150	15241.09
3	河国用（2013）第0912 号	河池市城东新区虎山路旁	商业、住宅综合用地	21070.9	3150	6637.33
4	河国用（2013）第0896 号	河池市城东新区虎山路	商业、住宅综合用地	16078.5	3810	6125.91
5	河国用（2013）第0914 号	河池市城东新区	商业、住宅综合用地	9824.9	3810	3743.29
6	河国用（2013）第0889 号	河池市城东新区	商业、住宅综合用地	16710.9	3810	6366.85
7	河国用（2013）第0897 号	河池市城东新区肯旺片区	商业、住宅综合用地	10000.0	3150	3150.00
8	河国用（2013）第0898 号	河池市城东新区肯旺片区	商业、住宅综合用地	6598.1	3150	2078.40
9	河国用（2013）第0924 号	河池市城东百兴片区	商业、住宅综合用地	16666.7	2020	3366.67
10	河国用（2013）第0890 号	河池市城东新区	商业、住宅综合用地	34991.7	2020	7068.32
11	河国用（2013）第0891 号	河池市金城江区百旺开发区	商业、住宅综合用地	7443.2	3270	2433.93
12	河国用（2013）第0917 号	河池市金城江区百旺开发区	商业、住宅综合用地	4803.2	3270	1570.65

13	河国用（2013）第0921号	河池市城东香炉片区	商业、住宅综合用地	8373.9	3270	2738.27
14	河国用（2013）第0932号	河池市九龙片区	商业、住宅综合用地	2156.7	3350	722.49
15	河国用（2013）第0916号	河池市九龙片区	商业、住宅综合用地	2638.9	3350	884.03
16	河国用（2013）第0899号	河池市九龙大道公路机械厂东面	商业、住宅综合用地	26138.7	3580	9357.65
17	河国用（2013）第0934号	河池市东江镇百旺社区香炉一、二组	商业、住宅综合用地	62183.5	3270	20334.00
18	河国用（2013）第0925号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	25296.6	2020	5109.91
19	河国用（2013）第0904号	河池市金城江区六圩镇肯研村塘蒙屯西北面	商业、住宅综合用地	32713.5	2020	6608.13
20	河国用（2013）第0905号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	22503.2	2950	6638.44
21	河国用（2013）第0906号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	5665.0	2950	1671.18
22	河国用（2013）第0907号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	21662.9	2950	6390.56
23	河国用（2013）第0908号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	10435.4	2950	3078.44
24	河国用（2013）第0909号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	1415.9	2950	417.69
25	河国用（2013）第0910号	河池市金城江区城西新区	商业、住宅综合用地	19694.9	3580	7050.77
26	河国用（2013）第0903号	河池市城西大道旁	商业、住宅综合用地	62381.9	3580	22332.72

27	河国用（2013）第0933号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	31786.7	3580	11379.64
28	河国用（2013）第0927号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	11541.9	3350	3866.54
29	河国用（2013）第0926号	河池市城西大道旁	商业、住宅综合用地	28886.8	3580	10341.47
30	河国用（2013）第0918号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	7403.4	3350	2480.14
31	河国用（2013）第0919号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	3612.3	3350	1210.12
32	河国用（2013）第0920号	河池市乾霄路旁	商业、住宅综合用地	13300.2	3580	4761.47
33	河国用（2013）第0901号	河池市乾霄路	商业、住宅综合用地	17252.7	3580	6176.47
34	河国用（2013）第0902号	河池市乾霄路林业加油站南面	商业、住宅综合用地	11411.3	3580	4085.25
35	河国用（2013）第0900号	河池市西环路人民厂转盘片区	商业、住宅综合用地	21751.3	3580	7786.97
36	河国用（2013）第0929号	河池市西环路旁	商业、住宅综合用地	2981.4	4360	1299.89
37	河国用（2013）第0930号	河池市城西新区	商业、住宅综合用地	19308.0	4580	8843.06
38	河国用（2013）第0931号	河池市建设路	商业、住宅综合用地	58766.8	4580	26915.19
39	河国用（2013）第0915号	河池市建设路	商业、住宅综合用地	7863.7	4580	3601.57
合计				741057.1	--	246811.99

资料来源：土地估价报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.06	15.14	18.44
资产总额(亿元)	62.44	96.52	110.03
所有者权益(亿元)	44.69	67.68	68.98
短期债务(亿元)	0.00	2.10	2.58
长期债务(亿元)	12.53	20.49	31.48
全部债务(亿元)	12.53	22.59	34.06
主营业务收入(亿元)	2.48	2.34	3.68
利润总额(亿元)	1.16	1.17	1.40
EBITDA(亿元)	1.18	1.18	1.51
经营性净现金流(亿元)	-2.46	0.36	-6.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.19	0.15	0.20
存货周转次数(次)	0.06	0.04	0.05
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.04
现金收入比(%)	0.11	0.14	0.02
主营业务利润率(%)	10.43	10.42	10.29
总资本收益率(%)	1.98	1.24	1.49
净资产收益率(%)	2.46	1.65	1.88
长期债务资本化比率(%)	21.89	23.24	31.33
全部债务资本化比率(%)	21.89	25.02	33.05
资产负债率(%)	28.43	29.88	37.31
流动比率(%)	1409.53	1421.46	1547.81
速动比率(%)	597.08	562.96	631.18
经营现金流动负债比(%)	-56.78	5.43	-86.46
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	19.12	22.60

注：2012~2013 年公司有息拆借款计入其他应付款科目，2014 年公司有息拆借款计入长期应付款科目，本报告将其调至长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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	
营业收入年复合增长率	
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	主营业务成本/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	（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
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+一年内到期的长期负债+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

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。