跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1125 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，维持“13河池投/13河池债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	15.14	18.44	20.91
资产总额(亿元)	96.52	110.05	123.71
所有者权益(亿元)	67.68	68.99	79.97
长期债务(亿元)	20.49	31.48	31.36
全部债务(亿元)	22.59	34.05	36.51
营业收入/主营业务收入(亿元)	2.34	3.68	1.54
利润总额(亿元)	1.17	1.40	1.08
EBITDA(亿元)	1.18	1.51	1.27
经营性净现金流(亿元)	0.36	-6.14	-2.90
营业利润率/主营业务利润率(%)	10.42	10.33	11.05
净资产收益率(%)	1.65	1.89	1.35
资产负债率(%)	29.88	37.31	35.36
全部债务资本化比率(%)	25.02	33.05	31.34
流动比率(%)	1421.46	1547.81	1379.47
全部债务/EBITDA(倍)	19.12	22.60	28.64
EBITDA 利息倍数	5.43	2.02	0.94

注：1. 2013 年财务数据基于旧会计准则；2014~2015 年财务数据基于新会计准则
2.2014~2015 年公司有息拆借款调整至长期债务。

分析师

黄琪融　赵起锋
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；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，且“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”保障程度良好，“13河池投/13河池债”设置的分期偿付机制有效降低了公司集中兑付的风险。

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”的信用等级为AA。

优势

1. 公司作为河池市唯一的基础设施建设主体，跟踪期内获得政府支持。
2. 跟踪期内，公司资产总额增长较快，货币资金存量较大。
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. 跟踪期内，公司 BT 项目回购款未有实际现金流入，代建工程项目未确认管理费收入，收现质量较差；公司经营活动现金大幅流出。
3. 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“13 河池投/13 河池债”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2015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公司实际控制人。2015年10月，根据河池市市委、市政府的部署，河池市土地储备中心（以下简称“土储中心”）和公司从“一套人马两套牌子”运营模式分立，分立后，公司由财政全额拨款事业单位变更为国有独资企业。

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2015年底，公司资产总额为123.71亿元，所有者权益为79.97亿元。2015年，公司实现营业收入1.54亿元，利润总额1.08亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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

贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

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

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

2015年6月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等10条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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

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

2. 区域经济

根据《2015年河池市国民经济和社会发展统计公报》，河池市2015年实现全地区生产总值618.03亿元，比上年同期增长4.5%。其中第一产业增加值140.81亿元，增长2.2%；第二产业增加值200.01亿元，增长3.7%；第三产业增加值277.21亿元，增长6.8%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为22.78%、32.36%和44.85%，对经济增长的贡献率分别为9.94%、36.59%和53.47%。

2015年河池市全社会固定资产投资454.48

亿元，比上年增长13.7%。其中，固定资产投资（不含农户）395.69亿元，增长15.3%；农村私人建房投资58.79亿元，增长4.2%。

2015年全年河池市财政收入56.14亿元，比上年增长2.7%。地方一般预算收入31.45亿元，增长5.1%，其中税收收入19.16亿元，下降3.3%。公共财政预算支出260.17亿元，增长15.0%。

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。

3. 地方政府债务

河池市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2015 年底，河池市政府全部债务余额 121.39 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 46.54%，总体债务水平较低。

总体来看，河池市经济保持稳定增长、一般预算收入有所增长，地方政府债务率较低。

表 1　2015 年河池市地方政府债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年）	金额
（一）直接债务余额	**1198284.66**	（一）地方一般预算收入	**314475.00**
1、外国政府贷款		1．税收收入	191571.00
2、国外金融组织贷款	17098.43	2．非税收入	122904.00
（1）世界银行贷款	17098.43	（二）转移支付和税收返还收入	**2182122.00**
3、国债转贷资金	489.09	1．一般性转移支付收入	1247353.00
4、农业综合开发借款		2．专项转移支付收入	858813.00
5、解决地方金融风险专项借款		3．税收返还收入	75956.00
6、国内金融机构借款		（三）国有土地使用权出让收入	**111420.00**
（1）政府直接借款		1．国有土地使用权出让金	109291.00
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		2．国有土地收益基金	1902.00
7、债券融资	447168.00	3．农业土地开发资金	227.00
（1）中央代发地方政府债券	447168.00	4．新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		（四）预算外财政专户收入	
8、粮食企业亏损挂账		（五）其他基金收入	
9、向单位、个人借款	5917.13		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	727612.01		
（二）担保债务余额	**31233.68**		
1、政府担保的国内金融机构借款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	31233.68		
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**1213902.00**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**2608017.00**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**46.54%**	

资料来源：河池市财政局

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国资委。

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

2015年，公司收到政府补助1.08亿元。其中，根据河池市财政局《关于2015年拨付的专项款确认为贷款贴息收入的通知》，公司收到的0.96亿元专项贷款利息作为公司2015年的专项贷款贴息收入，用于归还本年专项贷款利息款。

根据公司2015年审计报告，公司获得河池市人民政府国资委的土地注资，增加公司资本公积。

根据公司2015年审计报告，跟踪期内，公司分别收到保障性住房贷款配套资金2632.46万元、城市棚户区改造项目补助资金169.66万元、河池市教育局-城西幼儿园项目建设资金750.00万元、江北西路道路改造工程项目资本金460.00万元以及中国农发重点建设基金有限公司项目资本金3600.00亿元；计入公司“专项应付款”中。

总体看，跟踪期内，公司获得的政府支持持续有力。

六、管理分析

跟踪期内，公司与土储中心于2015年10月分立，公司组织架构相应有所改变。公司原有5个部门经调整后，变更为行政综合部、融资财务部、工程管理部、资产经营部和投资发展部；其中，投资发展部为2016年新成立部门。

跟踪期内，河池市委员会及河池市国资委分别出文（河委[2015]49号文、河国资干[2015]10号文）提名蒙家义先生为公司副董事长兼副总经理、石师先生为公司副总经理；公司董事长仍为黄家烈先生。

公司副董事长兼副总经理蒙家义，1971年生人，本科学历。1991年参加工作，曾任广西罗成仫佬族自治县东门镇副镇长、四把镇党委副书记、纳翁乡党委书记、宝坛乡党委书记；广西罗成仫佬族自治县发改局党组副书记、局长；广西罗成仫佬族自治县人民政府副县长。现任公司副董事长兼副总经理。

公司副总经理石师，1971年生人，本科学历。1991年参加工作，曾任河池车辆有限责任公司办公室主任；广西宜州内燃机配件厂党委委员、副厂长。现任公司副总经理。

跟踪期内，受公司结构调整的影响，公司在职职工减少至29人，从年龄上看，30岁以下的占34.48%，30~50岁的占58.62%，50岁以上的占6.90%。从学历上看，高中或中专占3.45%，大专学历的占31.03%，本科及以上学历的占65.52%。

经营资产处置方面，公司与土储中心分立后，将已收储并由土储中心出租经营的房产（包括农贸市场、原农机局空地、原中级法院房产、原保险公司房产、先办公楼1-4楼对处出租部分）划由公司经营管理。

跟踪期内，公司管理机制有所变化，股权结构未发生变化；由于公司分立时间较短，对公司经营管理未产生较大影响。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块并未发生变化，主要业务仍为BT项目，该业务收入仍来自

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。

2015年，公司BT项目按工程完工进度确认收入15282.76万元，同比下降58.49%，主要系公司的BT项目大部分已于往年完工并确认收入，而2015年新开工的基础设施建设项目（包括BT项目以及市政代建项目）尚处于建设初期，未能产生收入所致。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，2015年为113.91万元，计入其他业务收入科目。

从毛利率看，公司BT项目毛利率保持相对稳定，仍为13.79%；其他业务毛利率为100.00%。

表2　2013年~2015年公司收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
BT	23425.45	13.79	36814.56	13.79	15282.76	13.79
其他	73.09	100.00	15.40	100.00	113.91	100.00
合计	**23498.54**	**14.06**	**36829.96**	**13.83**	**15396.67**	**14.43**

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。2015年公司共计收到财政补贴款10835.90万元和专项建设资金34200.59万元。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。

根据政府回购协议，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%）。2015年，公司完成BT项目投资金额13174.79万元，确认BT项目收入15282.76万元。

对于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，依照政府回购协议，其计划回购额为1335.16万元，截至2015年底暂未收到该笔回购款。

2015年，公司主要的在建BT项目为保障性住房-碧水龙湾小区建设项目、河池市城区路网基础设施建设工程项目、河池市旧城路网设施建设一期工程项目、河池市金城江公园改造项目、河池市龙江河综合整治项目、河池市民族公园建设项目、河池市文体中心项目、市城区雨水设施及管网建设工程项目和河池市棚户区改造项目一期工程老虎山片区项目等十个工程项目，投资总额35.25亿元。2015年，公司完成投资1.12亿元。

除BT项目外，公司另有部分其他代建项目，公司收取3%项目管理费。截至2015年底，公司在建工程中项目计入“存货-已完工尚未结算工程款项”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。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

公司其他业务收入主要是持有的物业租金收入，收入规模较小，2015年为113.91万元。

公司与土储中心的分立对公司的土地资产未造成影响。截至2015年底，公司拥有土地资产约3190.34亩（93宗地块，计入存货科目），入账价值约为67.00亿元，平均价格约为210.24万/亩；其中，根据公司审计报告，公司较2014

年新增的15宗地块系划入地。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2015年底，募集资金已按募集说明使用完毕。跟踪期内，公司付息情况正常。

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 2015 年底累计投资额	2016 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	55000	128526	2000
河池市城东片区市政道路及附属工程	93973.00	40000.00	40000	93670	1000
河池市百旺片区市政道路及附属工程	38096.00	15000.00	15000	37887	500
合计	**262277.00**	**110000.00**	**110000**	**260083**	**3500**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2013~2015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审计结论。2015年公司报表合并范围较往年无变化，报表可比性强。

截至 2015 年底，公司资产总额为 123.71 亿元，所有者权益为 79.97 亿元。2015 年，公司实现营业收入 1.54 亿元，利润总额 1.08 亿元。

1. 盈利能力

由于公司营业收入大部分来自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，导致公司近年来营业收入规模有较大幅度的波动。

2015年公司实现营业收入1.54亿元，基本为BT项目收入，较2014年下降58.20%，营业利润率11.05%，较上年增长0.72个百分点。其他业务收入113.91万元，为公司以租金收入为主的其他业务的收入。

2015年，公司期间费用由管理费用和财务费用构成。跟踪期内，公司期间费用较2014年大幅增长396.02%，为0.13亿元，主要系财务费用的增加所致；其中，管理费用和财务费用分别为419.49万元和918.64万元，分别占期间费用的31.35%和68.65%。2015年，公司期间费用率由2014年的-1.23%增长至8.69%。总体看，公司期间费用控制能力有所下滑，对公司利润总额具有一定的影响。

2015年，公司补贴收入主要为财政贴息。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。2013~2015年，公司分别获得财政贴息0.70亿元、0.70亿元和1.08亿元；2013~2014年，公司分别获得运营补贴0.26亿元、0.32亿元，2015年未获得运营补贴。2015年，公司实现利润总额1.08亿元，较2014年下降23.11%。2015年，公司总资本收益率2.10%；净资产收益率1.35%，相较2014年减少0.54个百分点，公司盈利能力有所下降。

总体看，跟踪期内，公司收入规模减少，期间费用增加，盈利能力较2014年有所下降；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大，公司利润总额对政府补助依赖程度较大。

2. 现金流及保障

2015年，公司经营活动现金流入1.75亿元，同比下降52.57%。其中销售商品、提供劳务收到的现金较少，仅为69.55万元，公司收到其他与经营活动有关现金主要为收到的政府补助款1.08亿元，其余还有收到的往来款0.55亿元以及财务费用中的利息收入0.10亿元；2015年，公司未有BT项目回购款现金流入。同期，公司经营活动现金流出4.65亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金1.39亿元，系BT项目建设支出，较2014年大幅下降；公司支付其他与经营活动有关现金3.25亿元，较2015年大幅下降，主要为支付的往来现金、付现管理费用等。

2015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28.71万元。

2015年，公司筹资活动产生的现金流入10.38亿元，主要为发行“15河池债”收到的现金6.94亿元，收到其他与筹资活动有关的现金3.44亿元（主要为收到的专项建设资金）；筹资活动产生的现金流出5.00亿元，主要为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项目未产生现金流入，导致目前公司对财政资金拨款以及外部融资的依赖性较强。

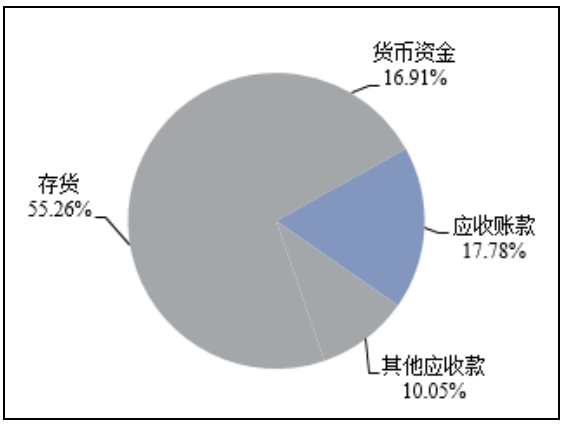
3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额123.71亿元，同比增长12.42%，主要来自公司流动资产中货币资金、存货和其他应收款的增长。资产结构方面，流动资产占比99.94%，非流动资产占比0.06%，公司资产以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产123.63亿元，同比增长12.41%，由货币资金（占16.91%）、应收账款（占17.78%）、其他应收款（占10.05%）和存货（占55.26%）构成，与2014年的构成相比变化不大。

图 1　截至 2015 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金20.91亿元，同比增长13.41%，均为银行存款。公司应收账款21.99亿元，较2014年底增长7.47%，全部为应收河池市财政局项目工程款，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2015年底，公司其他应收款12.42亿元，较2014年底增长108.66%，跟踪期内，公司无实际核销的其他应收款。公司其他应收款主要由借款和往来款构成，公司其他应收款欠款前五名合计12.26亿元，占其他应收款总额的98.44%。总体看，公司应收款项前五名集中度高，考虑到公司其他应收款的主要欠款对象为河池市土地储备中心，公司其他应收款发生坏账损失的可能性较小；但规模大，对公司资金流动性造成一定影响。

表 4　截至 2015 年底其他应收款前五名详情

（单位：万元）

单位名称	金额	欠款内容
河池市土地储备中心	94630.05	借款
河池市金城江区城乡建设有限公司	12349.95	工程项目借款
河池市财政局	9618.00	往来款
城东道路指挥部	4108.00	工程项目借款
广西河池金河源房地产开发有限公司	1559.13	工程项目借款
合计	**12226.91**	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货68.31亿元，较上年底增长4.89%，主要为土地使用权的增加，合计账面价值67.07亿元。存货构成为土地资产占98.18%，其中已用于抵押土地资产合计58.69亿元，占公司土地资产总额的87.51%；和工程施工成本（1.82%）。公司存货未计提跌价准备。整体看，公司土地抵押面积较大，对公司整体资产流动性造成一定的影响。

截至2015年底，公司可供出售金融资产净额0.05亿元，较2014年底无变动，为公司购买的股权和债权。

截至2015年底，公司固定资产合计41.39万元，同比增长80.10%，主要系公司于跟踪期内购买了大量运输工具以及电子设备所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模大幅增长；资产的增加主要来自存货、其他应收款和货币资金的增长。考虑到公司货币资金规模较大，公司资产的短期流动性尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益79.97亿元，同比增长15.91%。其中实收资本0.60亿元（占0.75%）、资本公积71.88亿元（占89.88%）、盈余公积0.76亿元（占0.95%）、未分配利润6.73亿元（占8.42%）。跟踪期内，公司所有者权益略有增长，整体结构较2014年底变化小。

负债

截至2015年底，公司负债合计43.74亿元，同比增长6.55%，主要系一年内到期的非流动负债以及应付债券的增长所致。公司负债结构方面，流动负债占20.48%，非流动负债占79.52%，流动负债占比小幅上升。

截至2015年底，公司流动负债8.96亿元，同比增长26.13%。其中应付账款2.35亿元，较2014年略有下降；其他应付款0.12亿元，较2014年减少48.23%，为公司与其他公司的履约保证金；一年内到期的非流动负债5.15亿元，同比增加99.88%，增加主要来自2016年需偿还的“13河池债”的本金金额2.20亿元。

截至2015年底，公司非流动负债34.78亿元，较2014年增长2.45%。其中长期借款7.14亿元，较上年减少39.12%；应付债券为15.48亿元，同比上升42.59%，增加主要来自2015年发行的7.00亿元“15河池债”（发行利率为5.58%）；长期应付款8.74亿元，较2014年减少0.15亿元，公司长期应付款均为广西投资集团有限公司向国家开发银行的借款，再由公司分别用于河池市污水处理工程项目以及河池市人民厂片区、南桥综合商店、铜厂和老虎山棚户区改造项目；另有3.42亿元专项应付款，其主要构成为保障性住房贷款配套资金、银行利息以及城西大道征地补偿款等。

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8.74亿元有息拆借款调整至长期债务中。截至2015年底，公司全部债务36.51亿元，同比增长45.08%，其中短期债务占14.10%，长期债务占85.90%。

截至2015年底，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35.36%，31.34%和28.17%，随着负债规模的增大，有息债务指标较2014年底明显上升。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模快速增长；债务结构以长期债务为主，债务结构合理；债务规模大幅上升，公司整体债务负担加重，但仍在可控范围内。

4. 偿债能力

（1）短期偿债能力

从短期偿债指标看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为1379.47%和617.22%，较上年底有所下降；2015年，公司经营现金流动负债比为-32.41%，公司经营活动现金净额对流动负债无保障能力。

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，其经营活动净现金流对短期债务不具备保障能力。

（2）长期偿债能力

从长期偿债指标来看，2015年，公司EBITDA为1.27亿元，同比下降15.39%。由于债务规模的增长，全部债务/EBITDA倍数由2014年的22.60倍上升至28.64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，公司实际长期偿债能力尚可。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司未获得银行授信额度，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

截至2016年5月20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5笔未结清关注类贷款和3笔已结清的关注类贷款，被列入关注的贷款的贷款银行均为国家开发银行。

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、存续期内债券偿债能力分析

2015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1.75亿元、-2.90亿元和1.27亿元，对“13河池投/13河池债”中的保护倍数分别为0.16倍、-0.26倍和0.12倍。截止2015年底，公司现金类资产20.91亿元，对“13河池投/13河池债”的保护倍数为1.90倍。

总体看，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一般，经营活动现金净流量对其无保障能力。

公司对“13河池投/13河池债”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，2015年，公司EBITDA对分期偿还债券的覆盖倍数为0.58倍；同期，公司经营活动现金流入量为分期偿还债券的0.80倍，公司EBITDA以及经营活动现金流入量对“13河池投/13河池债”保障能力较弱。

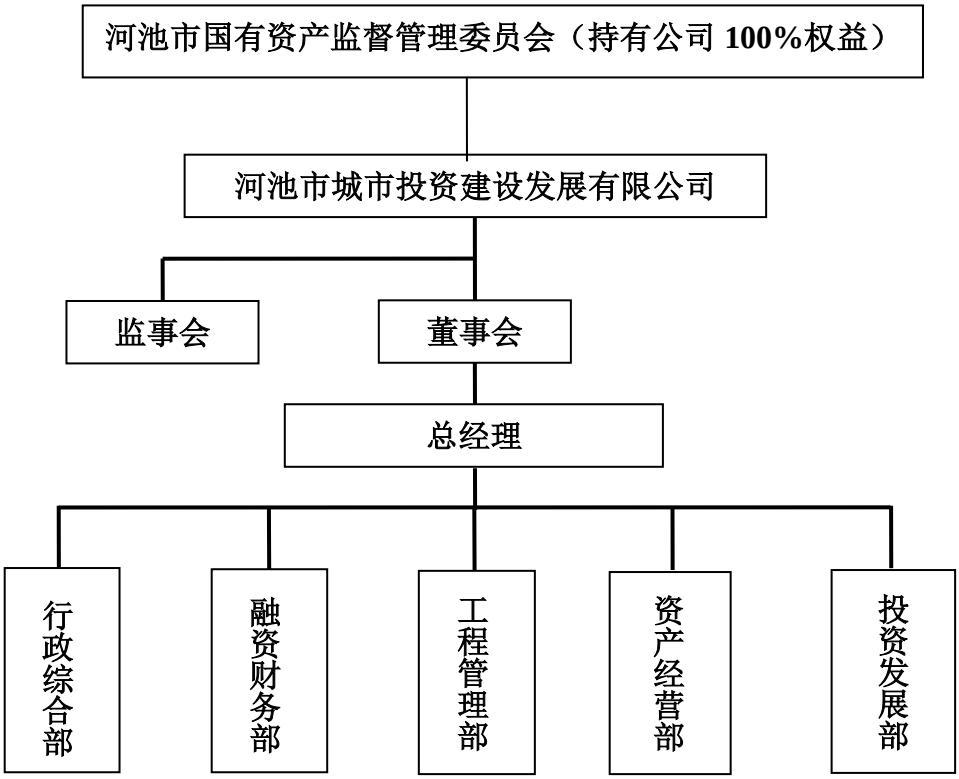
“13河池投/13河池债”以公司部分土地资产进行抵押。根据广西国泰地产评估有限公司于2016年5月23日出具的深国咨土估字[2016]第05051号土地估价报告，以2016年5月23日为估价日，用于抵押的土地估值为250167.44万元，为“13河池投/13河池债”本金的2.27倍，抵押资产对“13河池投/13河池债”覆盖程度较高，有效提升了“13河池投/13河池债”的偿债能力。

总体看，公司对“13河池投/13河池债”的保护能力较好。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持河池市城市投资建设发展有限公司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”的信用等级为AA。

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（m^2）	单位面积地价（元/m^2）	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	3190	2984.91
2	河国用（2013）第0895 号	河池市虎山路	商业、住宅综合用地	48384.4	3190	15434.62
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	3190	6721.62
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	3850	6190.22
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	3850	3782.59
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	3850	6433.70
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	3190	3190.00
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	3190	2104.79
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	2080	3466.67
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	2080	7278.27
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	3310	2463.70
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	3310	1589.86

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	3310	2771.76
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	3390	731.12
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	3390	894.59
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	3620	9462.21
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	3310	20582.74
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	2080	5261.69
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	2080	6804.41
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	2990	6728.46
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	2990	1693.84
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	2990	6477.21
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	2990	3120.18
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	2990	423.35
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	3620	7129.55
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	3620	22582.25

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	3620	11506.79
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	3390	3912.70
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	3620	10457.02
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	3390	2509.75
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	3390	1224.57
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	3620	4814.67
33	河国用（2013）第0901 号	河池市乾霄路	商业、住宅综合用地	17252.7	3620	6245.48
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	3620	4130.89
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	3620	7873.97
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	4400	1311.82
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	4640	8958.91
38	河国用（2013）第0931 号	河池市建设路	商业、住宅综合用地	58766.8	4640	27267.80
39	河国用（2013）第0915 号	河池市建设路	商业、住宅综合用地	7863.7	4640	3648.76
合计				741057.1	--	250167.44

资料来源：土地估价报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.14	18.44	20.91
资产总额(亿元)	96.52	110.05	123.71
所有者权益(亿元)	67.68	68.99	79.97
短期债务(亿元)	2.10	2.58	5.15
长期债务(亿元)	20.49	22.59	31.36
全部债务(亿元)	22.59	25.17	36.51
营业收入/主营业务收入(亿元)	2.34	3.68	1.54
利润总额(亿元)	1.17	1.40	1.08
EBITDA(亿元)	1.18	1.51	1.27
经营性净现金流(亿元)	0.36	-6.14	-2.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.15	0.36	0.07
存货周转次数(次)	0.04	0.10	0.02
总资产周转次数(次)	0.03	0.07	0.01
现金收入比(%)	0.14	0.02	0.45
营业利润率/主营业务利润率(%)	10.42	10.33	11.05
总资本收益率(%)	1.24	2.18	2.10
净资产收益率(%)	1.65	1.89	1.35
长期债务资本化比率(%)	23.24	24.67	28.17
全部债务资本化比率(%)	25.02	26.73	31.34
资产负债率(%)	29.88	37.31	35.36
流动比率(%)	1421.46	1547.81	1379.47
速动比率(%)	562.96	631.18	617.22
经营现金流动负债比(%)	5.43	-86.46	-32.41
全部债务/EBITDA(倍)	19.12	22.60	28.64
EBITDA 利息倍数	5.43	2.02	0.94

注：1. 2013 年财务数据基于旧会计准则；2014~2015 年财务数据基于新会计准则；
2. 2013 年公司有息拆借款计入其他应付款科目，2014~2015 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%
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券（含短期融资券）待偿还额

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。