信用等级公告

联合〔2019〕1648号

联合资信评估有限公司通过对信阳华信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，确定维持信阳华信投资集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“14信阳债/PR信阳债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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

信阳华信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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 信阳债/PR 信阳债	4.80 亿元	2021/04/15	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产（亿元）	9.04	22.50	18.56
资产总额(亿元)	136.55	180.25	216.37
所有者权益(亿元)	70.70	93.73	94.45
短期债务（亿元）	11.10	7.18	33.15
长期债务(亿元)	32.53	33.03	29.75
全部债务(亿元)	43.63	40.22	62.90
营业收入(亿元)	7.82	8.78	6.25
利润总额(亿元)	1.84	1.25	2.15
EBITDA(亿元)	4.48	4.65	7.87
经营性净现金流(亿元)	2.72	2.41	-26.03
应收类款项/资产总额（%）	30.84	26.78	37.50
营业利润率(%)	58.90	56.59	52.50
净资产收益率(%)	1.69	1.04	1.69
资产负债率(%)	48.23	48.00	56.35
全部债务资本化比率(%)	38.16	30.02	39.98
流动比率(%)	228.91	419.13	179.29
经营现金流动负债比(%)	9.14	11.02	-37.69
全部债务/EBITDA(倍)	9.75	8.64	7.99

分析师：姚玥　姜泰钰

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

信阳华信投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）是信阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。跟踪期内，信阳市整体经济发展平稳，公司资产规模进一步扩张，在区域专营、政府支持等方面保持优势。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、债务负担增加、偿债能力有所弱化及自身经营获利能力较弱等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

随着公司代建项目陆续完工回款、往来款的收回及其他经营性业务收入对利润的持续贡献，公司未来将获得较为稳定的收入来源，未来经营情况稳定向好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“14信阳债/PR信阳债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，信阳市整体经济实力和财政实力进一步增强，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府在资产注入和财政补贴方面的支持。

关注

1. 公司其他应收款占比较大，占用资金较多，影响资产流动性，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模不断增长，债务负担加重，偿债能力差，目前银行授信已全部使用，间接融资渠道有待拓宽。
3. 跟踪期内，公司营业收入及盈利能力均出现不同程度的下降，自身经营获利能力较弱，利润对政府补贴的依赖程度上升，期间费用对营业利润侵蚀较严重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由信阳华信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。

信阳华信投资集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于信阳华信投资集团有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为信阳市建设投资总公司（以下简称“信阳建投”），实际控制人为信阳市人民政府。2018年底，公司注册资本和实收资本均为30169.00万元。

公司是信阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内职能定位和营业范围未发生变化。2018 年底，公司内设综合部、财务部、资产管理部、物业部和办公室 5 个职能部门；公司合并范围全资子公司 16 家、控股子公司 5 家。

截至2018年底，公司资产总额216.37亿元，所有者权益合计94.45亿元（包含少数股东权益3.17亿元）；2018年，公司实现营业收入6.25亿元，利润总额2.15亿元。

公司注册地址：河南省信阳市文化街华银玫瑰园 4 号楼；法定代表人：虎卫红。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“14信阳债/PR信阳债”债券余额4.80亿元，跟踪期内公司于2018年4月15日和2019年4月15日分别偿还分期本金2.40亿元及利息，公司既往还本付息情况良好。公司存续债券募集资金已全部用于石武客专信阳东站站前交通枢纽配套设施建设项目建设，计划总投资20.00亿元，目前已完工，尚未产生收益。

表1　截至跟踪日公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14信阳债/PR信阳债	12.00	4.80	2014/04/15	7

资料来源：联合资信整理

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，

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，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投行业相关的主要政策

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

		并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司作为信阳市重要的国有资产和公用事业运营主体，业务涉及城市基础设施建设、供水、土地整理、旅游等领域，信阳市经济状况及财政实力对公司经营及财务状况均有较大影响。

跟踪期内，信阳市经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

2018 年，信阳市全年生产总值 2387.80 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 446.28 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 897.54 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 1043.98 亿元，增长 12.6%。三次产业结构为 18.7：37.6：43.7。全年人均生产总值 36941 元，比上年增长 8.6%。

2018 年，信阳市全年固定资产投资比上年增长 9.7%。其中，第一产业投资增长 19.7%；第二产业投资增长 16.6%；第三产业投资增长 6.7%。基础设施投资增长 18.0%，民间投资增长 5.0%，工业投资增长 16.6%。全年亿元及以上固定资产投资在建项目 406 个，其中新开工项目 244 个。全年确定 421 个重点项目，计划总投资 2487 亿元。其中省重点项目 27 个，计划总投资 246 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东未发生变化，股东为信阳建投，实际控制人为信阳市人民政府。

2. 外部支持

信阳市政府为公司实际控制人。2018 年信阳市财政收入大幅增长，但财政自给能力仍偏弱；跟踪期内，当地政府在资产注入及财政补贴方面给予公司大力支持，为公司可持续发展提供了较强的保障。

2018 年，信阳市全年地方财政总收入 168.14 亿元，比上年增长 13.3%；一般公共预算收入 110.74 亿元，增长 10.2%，其中税收收

入 77.59 亿元，增长 15.8%，占一般公共预算收入的比重为 70.07%。一般公共预算支出 528.98 亿元，增长 18.6%，其中教育支出 119.80 亿元，增长 18.7%；社会保障和就业支出 71.51 亿元，增长 14.8%，民生支出 416.80 亿元，增长 15.6%，占一般公共预算支出的比重 78.8%。2018 年，信阳市财政自给率（公共预算收入/公共预算支出*100%）为 20.93%，财政自给能力弱。

2018 年，信阳市国有资产监督管理委员会将淮滨县发展投资有限公司全部股权划入公司，增加资本公积 1.16 亿元。

按公司与信阳市财政局签订的代建协议约定，在建项目完工后，信阳市财政局将支付公司项目工程款及工程款应计利息，由于代建协议中约定的利率低于同期银行贷款利率，项目工程款或不足以平衡在建项目的全部资金需求，为确保公司在建项目顺利开展以及银行贷款本息按时偿还，信阳市财政局每年向公司拨付一定的财政补贴。2018 年，公司收到政府补贴 1.35 亿元，计入“其他收益”科目。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G1041150200030070V），截至 2019 年 6 月 20 日，公司无未结清的不良借贷记录，已结清的信贷记录中存在一笔欠息记录，根据企业提供的说明，主要系银行系统原因产生，已于 2016 年 4 月 27 日结清。

截至 2019 年 6 月 8 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司收入主要来源构成发生变化，收入规模及盈利能力均出现不同程度的下降。

2018 年，公司实现营业收入 6.25 亿元，较上年大幅下降 28.82%，主要系项目代建收入及其他收入大幅减少所致。2018 年公司营业收入主要来源于房地产、供水和其他收入，占营业收入的比重分别为 40.20%、22.87%和 17.55%

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率由上年的 57.79%下降至 53.46%，主要系当期毛利率高的项目代建收入和其他收入规模大幅减少所致。

表3 2018年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目代建	19303.00	22.00	89.72	5153.10	8.25	100.00
供水	13442.77	15.32	25.13	14288.16	22.87	24.60
旅游	1859.71	2.12	30.06	2095.95	3.35	21.81
房地产	22327.79	25.44	28.96	25117.58	40.20	71.50
管道安装	2316.29	2.64	13.36	4865.01	7.79	24.90
其他	28503.32	32.48	79.57	10963.30	17.55	46.59
合计	**87752.89**	**100.00**	**57.79**	**62483.10**	**100.00**	**53.46**

注：“其他”收入主要包括资金占用费、房屋租赁、出售存量物业收入

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司城市基础设施建设业务模式未发生变化，代建收入出现大幅下滑；在建项目未来剩余投资支出压力不大。

公司作为信阳市重要的城市基础设施建设企业，承担了较多的政府性投资项目的建设、运营、管理等职能，为确保项目资金来源，公司承接的大型基础设施项目均与信阳市政府签订工程款划拨协议。

代建项目收入及成本确认方式上，公司目前有两种确认方式：①公司部分承接的项目与市财政局签订了委托代建协议，政府除支付公司在建设代建项目过程中实际发生的项目工程款（抵减“在建工程”，工程款不包含银行利息）外，还要支付代建项目款应计利息（按协议约定利率，计入营业收入）；②子公司信阳市汇盈发展投资有限公司（以下简称“汇盈公司”）与信阳市工业城管理委员会（以下简称“工业城管委会”）签订了委托建设及管理协议，待项目完工后，工业城管委会支付的结算款（含 2%管理费和年化 9.5%的投资回报）即为营业收入，而实际发生的成本即为营业成本。

跟踪期内，公司负责的代建项目主要有羊山新区道路路网建设项目、信阳农业高等专科学校羊山新校区二期工程、石武客专信阳东站站前交通枢纽配套设施建设项目、信阳工业城城中村改造及公租房工程等。2018 年，公司确认项目代建收入 0.52 亿元，同比大幅降低，主要系当年完工的代建项目规模较小所致；受当期项目代建收入采取净额法结算影响，项目代建业务毛利率为 100.00%。2018 年公司收到政府支付的预付回购款 0.92 亿元（其中公租房项目 0.70 亿元、工程款 0.22 亿元），因尚未完成结算，公司将其计入“预收款项”。

截至 2018 年底，公司主要在建项目总投资合计 39.90 亿元，已完成投资 34.65 亿元，尚需投资 5.25 亿元。受公司新增代建项目规模较小影响，公司未来资本性支出压力不大。

表4 截至2018年底公司主要在建基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2018 年底完成投资情况
		贷款	自筹	
石武客专信阳东站站前交通枢纽配套设施建设项目	20.00	12.00	8.00	20.00
信阳工业城和谐社区、珍珠社区、祠堂社区、袁寨社区城中村改造项目	12.00	--	12.00	8.68
公租房项目包括信阳工业城袁寨社区、企业服务广场公租房工程项目、孵化园和电子产业园公租房工程项目、信阳市产业集聚区中小企业孵化园公租房工程项目	7.90	2.00	5.90	5.97
合计	**39.90**	**14.00**	**25.90**	**34.65**

资料来源：公司提供

跟踪期内，房地产销售业务保持稳定增长；公司土地储备尚可，为公司房地产开发的可持续发展提供了一定保障。

公司房地产业务由子公司信阳市华银房地产开发有限责任公司（以下简称“华银房产”）运营，华银房产自成立以来成功开发了鸡公山避暑山庄、四一路华银综合楼、文化街华银玫瑰园、南湾丹桂园、银珠广场、灵秀花园等精品楼盘，开发面积 30 多万平方米，商品房出租、出售率达 90%以上。

公司目前在建的房地产项目为灵美花园，该项目预计总投资 6.70 亿元，建筑面积 9.27 万平方米，截至 2018 年底已完成投资 1.19 亿元。

公司房产收入主要来自于投资性房地产处置收入及自有商品房地产销售收入。2018 年确认收入 2.51 亿元，其中投资性房地产处置收入 1.53 亿元，商品房销售收入 0.98 亿元；受当年出售的房产成本较低影响，当期房地产业务毛利率大幅提升至 71.50%。

此外，公司目前用于房地产建设的储备用地共计 4.52 万平方米，规划建筑面积 13.58 万平方米，公司土地储备尚可。

表 5　截至 2018 年底公司房地产项目土地储备情况（单位：平方米）

宗地名称	位置	用途	土地面积	房屋建筑面积	容积率
信市国用（2013）第 2002 号	信阳市法院街 4 号	商住	3073.70	23052.75	7.5
罗山国用（2016）第 160 号	罗山县灵山南路东侧	商住	42153.57	112698.46	2.2
合计	--	--	**45227.27**	**135751.21**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司其他经营性业务主要为供水、旅游和管道安装，跟踪期内收入保持稳定增长，利润水平较为稳定。

公司供水业务主要由子公司信阳市供水集团有限公司（以下简称“供水集团”）运营。供水集团 2018 年供水量为 4685 万吨，同比增加 85 万吨；供水漏损率为 11.43%。截至 2018 年底，供水集团负责的信阳市供水管长度已达 2296.45 公里。2018 年，供水集团实现供水收入 1.43 亿元，保持稳定增长；毛利率较上年略有下降，为 24.60%。

表 6　2017~2018 年公司供水业务情况

项目	2017 年	2018 年
年供水量（万吨）	4600	4685
年销售量（万吨）	4341	5168
最高日供水量（万吨）	14.25	16.00
供水管网漏损率（%）	11.69	11.43
供水管道长度（公里）	2022.22	2296.45

资料来源：公司提供

公司旅游业务主要由信阳市南湾湖风景旅游发展有限公司（以下简称“旅游公司”）运营，主营南湾湖景区内旅游服务，园林规划设计，旅游商品开发、销售，旅游资源开发等业务。旅游公司主要依托的南湾湖风景区由素有“中原第一湖”之美称的南湾湖和南湾国家森林公园组成，森林面积 2180 公顷，水面约 75 平方公里，集“山、水、林、岛、茶、鱼”于一区之内，是国家 AAAA 级旅游景区、国家水利风景区。2018 年，旅游公司实现收入 0.21 亿元，毛利率为 21.81%，较上年下降 8.25 个百分点，主要系景区运营成本增加所致。

跟踪期内，公司实现管道安装收入 0.49 元，同比大幅增加 110.03%，主要系 2018 年市政管道铺设业务量增加所致，毛利率提高至 24.90%。

公司“其他”收入板块主要包括资金占用费、房屋租赁、出售存量物业收入，2018 年确认收入 1.10 亿元，同比大幅下降 1.75 亿元，主要系 2017 年公司将部分与其他单位借款产生的利息收入计入资金占用费，2018 年公司该部分利息收入计入“财务费用”所致；2018 年公司实现房屋租赁收入 0.81 亿元。

公司拟建项目投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

截至 2018 年底，公司拟建项目共计 4 个，分别为淮滨标准化厂房及配套设施建设项目，上罗、许信高速公路征地拆迁项目，羊山植物园项目和水环境治理项目，计划总投资 46.50 亿元，其中 2019~2020 年分别计划投资 18 亿元

和 16 亿元。资金主要通过自筹解决，公司面临较大的项目资金支出压力。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围子公司 21 家。2018 年新增 3 家子公司信阳热力有限公司、信阳市汇昇人力资源服务有限公司、信阳城发路桥建设开发有限公司，均为投资设立；无偿划拨转入 1 家子公司淮滨县发展投资有限公司；无偿划拨转出 1 家子公司信阳市汇泽实业有限公司。合并范围主体的变动，对公司财务数据得可比性有一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长，其他应收款大幅增加，对公司流动资金形成较大占用，公司整体资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 216.37 亿元，同比增长 20.04%，主要系预付账款和其他应收款增加所致。其中，流动资产占 57.22%、非流动资产占 42.78%，流动资产占比持续增加。

表7　2018年底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.70	14.81	18.56	8.58
预付款项	12.83	7.12	20.65	9.54
其他应收款	46.04	25.54	75.90	35.08
存货	3.88	2.15	2.84	1.31
流动资产	**91.51**	**50.77**	**123.81**	**57.22**
投资性房地产	7.52	4.17	9.14	4.22
固定资产	38.22	21.20	32.49	15.02
在建工程	13.32	7.39	21.66	10.01
无形资产	21.51	11.94	24.26	11.21
非流动资产	**88.73**	**49.23**	**92.56**	**42.78**
资产总额	**180.25**	**100.00**	**216.37**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 123.81 亿元，同比增长 35.30%；公司货币资金 18.56 亿元，其中银行存款 8.06 亿元、其他货币资金 10.50 亿元，其他货币资金主要为定期存单和少量房产按揭质保金，其中 1.00 亿元已用于为公司提供质押担保、4.00 亿元为信阳高新区巨业建设投资有限公司借款提供质押担保；公司预付款项由上年底的 12.83 亿元增至 20.65 亿元，主要为预付信阳高铁站片区规划建设领导小组办公室高铁快乐园项目（系石武客专信阳东站站前交通枢纽配套设施建设项目）的工程款 10.97 亿元，其中 1 年以内账龄的比重为 33.56%，3 年以上的比重为 56.45%，综合账龄偏长，前 5 名单位占预付账款总额的比例为 89.78%，集中度较高；公司其他应收款 75.90 亿元，同比大幅增长 64.86%，系公司与其他单位的往来款、投资意向金和借款增加所致，其中前五名的其他应收款系公司应收信阳市财政局、信阳市信阳工业城财政局、潢川县发展投资有限责任公司、信阳农村商业银行股份有限公司筹建工作小组和信阳市羊山新区财政局的往来款，占其他应收款的比重为 57.30%，期限 1~2 年，回收风险较小；公司存货 2.84 亿元，同比下降 26.80%，其中开发产品 1.56 亿元、开发成本 1.19

亿元，主要为公司开发的房地产项目。

截至 2018 年底，公司非流动资产 92.56 亿元，同比增长 4.31%，主要系无形资产和在建工程增长所致。2018 年底，公司投资性房地产 9.14 亿元，主要包括华银房产开发的银珠商业广场部分用于商业出租的楼层以及汇盈公司位于信阳市高新技术产业开发区的孵化园综合楼、孵化园办公楼和孵化园 1#~8#厂房，采取公允价值计量模式，受公允价值变动影响较大；固定资产 32.49 亿元，主要为房屋及建筑物，受当年合并企业范围变动影响，较上年底减少 5.73 亿元；公司在建工程由于上年底的 13.32 亿元大幅增至 21.66 亿元，主要系公司项目代建业务的持续投入建设所致；公司无形资产主要为土地使用权，面积共计 213.73 万平方米，2018 年底公司无形资产 24.26 亿元，较上年底增加 2.74 亿元，系公司当年通过出让方式取得的土地，公司取得的以划拨形式入账的土地使用权未进行摊销。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，权益结构相对稳定。公司负债总额受应收往来款及融资规模增大影响而大幅增长；总债务持续增加，公司债务负担不断增长，短期债务增长且占比较高。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 94.45 亿元，其中实收资本 3.02 亿元，同比保持稳定。2018 年底，公司资本公积由上年底的 74.24 亿元减少至 70.14 亿元；公司少数股东权益由上年底的 675.72 万元大幅增至 3.17 亿元，主要系当期合并报表调整所致。

表8　2018年底公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.04	2.36	9.05	7.42
应交税费	3.07	3.55	3.64	2.99
其他应付款	9.76	11.28	29.24	23.98
一年内到期的非流动负债	5.15	5.95	24.11	19.78
流动负债	**21.83**	**25.23**	**69.06**	**56.64**
长期借款	19.50	22.54	16.11	13.21
应付债券	13.53	15.64	13.64	11.19
长期应付款	31.33	36.22	22.49	18.45
非流动负债	**64.68**	**74.77**	**52.86**	**43.36**
负债总额	**86.52**	**100.00**	**121.92**	**100.00**
实收资本	3.02	3.22	3.02	3.20
资本公积	74.24	79.21	70.14	74.26
未分配利润	15.03	16.04	16.71	17.69
所有者权益合计	**93.73**	**100.00**	**94.45**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

随着公司业务的持续开展，公司总负债规模持续增长，2018 年底公司负债总额 121.92 亿元，同比增长 40.92%，其中流动负债占负债总额比重由上年底的 25.24%大幅提高至 56.64%。

截至 2018 年底，公司流动负债大幅增长主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；其中短期借款由上年底的 2.04 亿元增至 9.05 亿元，主要为新增的通过质押房屋建筑物取得的抵押借款 4.00 亿元及股东信阳建投提供保证取得的保证借款 2.50 亿元；受往来款规模增大影响，公司其他应付款由上年底的 9.76 亿元大幅增至 29.24 亿元，账龄主

要在 1 年以内，综合账龄偏短；一年内到期的非流动负债同比增加 18.96 亿元至 24.11 亿元，主要系新增的一年内到期的长期借款、应付债券和长期应收款所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 52.86 亿元，受部分负债转入一年内到期的非流动负债核算影响，同比减少 18.27%；公司长期借款 16.11 亿元，主要为质押借款和保证借款；公司应付债券 13.64 亿元，其中债券本金由上年末的 13.60 亿元增至 18.20 亿元，主要为公司新发行的 2018 年度第一期债券融资计划 3 亿元（起息日 2018 年 11 月 9 日，3 年期，票面利率 7.0%）和“18 信阳华信 PPN001”6 亿元（起息日 2018 年 11 月 13 日，3 年期，票面利率 7.1%）并偿还“12 信阳债”和“14 信阳债/ PR 信阳债”债券本金所致；公司长期应付款 22.49 亿元，系公司取得的融资租赁借款，均为有息性质。

截至 2018 年底，公司全部债务 62.90 亿元，同比增加 56.39%，其中短期债务占比上升至 52.70%；公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别增长至 56.35%和 39.98%。若将长期应付款全部纳入有息债务核算，2018 年底，公司调整后全部债务为 85.39 亿元，同比增长 19.34%，其中长期债务占比为 61.18%，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 47.48%和 35.61%。跟踪期内，公司有息债务持续增加，主要增长来源为银行借款和债券融资，公司债务负担不断增长。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入出现大幅下滑，自身经营获利能力较弱，利润对政府补贴的依赖程度上升。

2018 年，公司实现营业收入 6.25 亿元，同比下降 28.82%，主要系项目代建收入及其他收入大幅减少所致；同期，公司产生营业成本 2.91 亿元，同比减少 21.35%，公司营业利润率为 52.50%，同比下降 4.09 个百分点。

2018 年，公司期间费用 1.88 亿元，同比大幅减少 47.19%，主要系财务费用中利息收入大幅增加所致；期间费用占营业收入比重由上年的 40.62%降至 30.01%，期间费用对利润空间侵蚀仍较为严重，公司对期间费用控制力度仍有待提高。

2018 年，公司实现利润总额由上年的 1.26 亿元增至 2.27 亿元，其中收到政府补助 1.35 亿元，是公司利润总额的重要支撑。从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.01%和1.69%，较2017年均有所提高。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动净现金流受往来款支出规模较大影响呈净流出状态，现金收入质量弱化；投资活动净现金流出规模受投资力度减弱有所缩减；公司通过筹资活动弥补经营和投资活动现金缺口，筹资活动现金净流入保持较大规模。

经营活动方面，2018 年公司经营活动产生的现金由上年的净流入 2.41 亿元大幅降至净流出 26.03 亿元，主要系当年往来款及借款净支出规模较大所致。从现金收入质量指标上看，2018 年公司现金收入比由上年的 93.53%下滑至 54.14%，公司收入实现质量弱化。

投资活动方面，2018 年公司投资活动产生的净流出规模由上年的 4.57 亿元缩减至 1.26 亿元，主要受公司收到项目退回投资意向金增加及购建固定资产、无形资产等支付现金规模下降影响。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动产生的现金流净额为18.35亿元，同比持续增加。公司主要通过吸收投资、银行借款、融资租赁款和发行债券的方式弥补日常经营和投资活动现金缺口。

5. 偿债能力

公司有息债务规模增长较快，长短期偿债能力弱。目前公司银行授信使用完毕，间接融资渠道亟待拓宽。

从短期偿债能力指标看，截至2018年底公司流动比率和速动比率分别为179.29%和175.17%，较上年的419.13%和401.36%均大幅下降；公司经营现金流动负债比为-37.69%，对流动负债保障能力很弱；公司现金类资产（剔除受限货币资金5.00亿元）为18.56亿元，为短期债务的0.56倍，保障能力弱。总体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为7.87亿元，同比大幅增加69.24%；调整后全部债务/EBITDA为10.85倍，较上年的15.38倍有所降低。公司EBITDA对全部债务的保证能力弱化。公司长期偿债能力弱。2019~2021年公司有息债务每年偿付规模分别为27.30亿元、22.85亿元和23.11亿元。

截至2018年底，公司合并口径内获得授信额度24.80亿元，已全部使用，融资渠道亟待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额共计8.16亿元，被担保企业中存在民营企业（担保余额0.59亿元），其他被担保企业为国有企业，目前被担保企业运营情况正常，公司或有负债风险较低。

6．母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额152.68亿元，同比增加12.80%，主要系其他应收款增加所致，其中流动资产占52.60%。母公司资产总额占合并报表资产总额的70.56%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计87.26亿元，同比增加5.38亿元，主要系资本公积增加所致。母公司所有者权益主要由资本公积构成。

截至2018年底，母公司负债合计65.42亿元，同比增长22.35%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，其中非流动负债占58.44%。母公司负债占合并报表负债的53.66%，占比不大。

2018年，母公司未确认营业收入及成本；当期其他收益1.00亿元，实现利润总额0.24亿元，同比下降52%，占合并报表利润总额的11.16%。母公司利润总额占合并报表的比重低。

九、存续期内债券偿债能力

截至2018年底，公司存续债券余额18.04亿元，其中一年内到期的应付债券4.40亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券余额4.40亿元，存续债券待偿本金峰值11.40亿元。2018年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为18.56亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为28.91亿元、-26.03亿元和7.87亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司现金类资产对一年内到期债券的保障程度较好；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保证程度较好；EBITDA对未来待偿债券本金峰值不能形成覆盖。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

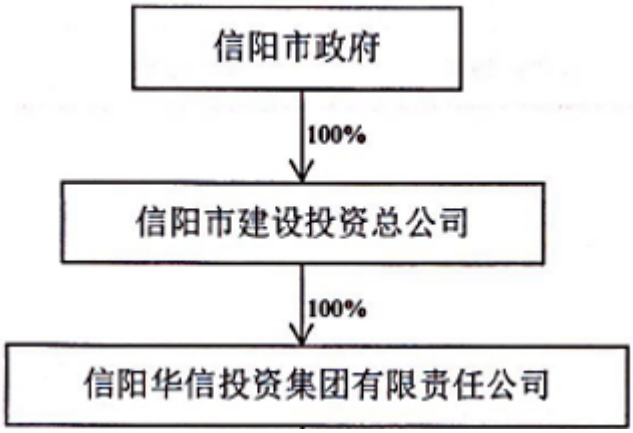
项目	2018年
一年内到期债券余额	4.40
未来待偿债券本金峰值	11.40
现金类资产/一年内到期债券余额	4.22
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.28
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.69

资料来源：联合资信整理

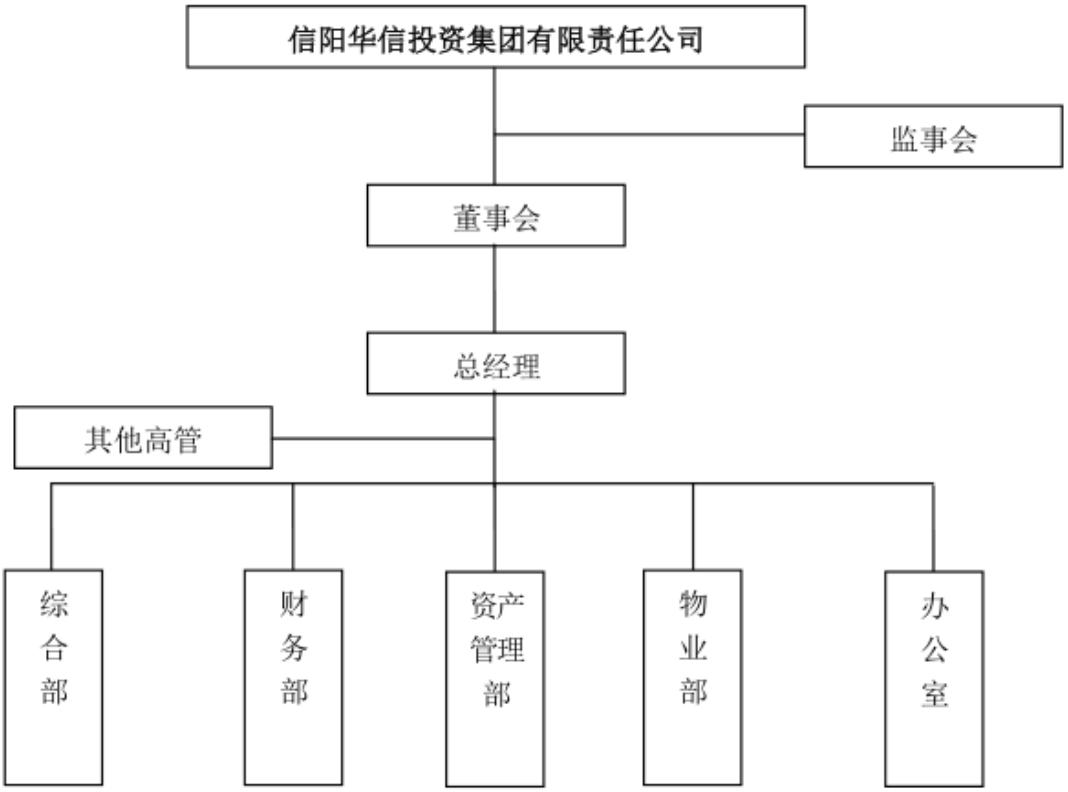
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“14信阳债/PR信阳债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　公司组织结构图



附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.04	26.70	18.56
资产总额(亿元)	136.55	180.25	216.37
所有者权益(亿元)	70.70	93.73	94.45
短期债务(亿元)	11.10	7.18	33.15
长期债务(亿元)	32.53	33.03	29.75
调整后长期债务(亿元)	35.80	64.36	52.24
全部债务(亿元)	43.63	40.22	62.90
调整后全部债务(亿元)	46.90	71.55	85.39
营业收入(亿元)	7.82	8.78	6.25
利润总额(亿元)	1.84	1.25	2.15
EBITDA(亿元)	4.47	4.65	7.87
经营性净现金流(亿元)	2.72	2.41	-26.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.37	0.38	2.03
存货周转次数(次)	0.74	0.85	0.87
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.03
现金收入比(%)	119.22	93.53	54.14
应收类款项/资产总额（%）	30.84	26.78	37.50
营业利润率(%)	58.90	56.59	52.50
总资本收益率(%)	2.77	2.59	3.01
净资产收益率(%)	1.69	1.04	1.69
长期债务资本化比率(%)	31.51	26.06	23.95
调整后长期债务资本化比率(%)	33.62	40.71	35.61
全部债务资本化比率(%)	38.16	30.02	39.98
调整全部债务资本化比率(%)	39.88	43.29	47.48
资产负债率(%)	48.23	48.00	56.35
流动比率(%)	228.91	419.13	179.29
速动比率(%)	212.76	401.36	175.17
经营现金流动负债比(%)	9.14	11.02	-37.69
全部债务/EBITDA(倍)	9.75	8.64	7.99
调整全部债务/EBITDA(倍)	10.48	15.38	10.85

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务部分

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
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	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	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×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%
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

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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