跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1017 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持文山城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14文山债/14文城投”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十二日

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

文山城市建设投资（集团）有限公司
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
14 文山债/14 文城投	10 亿元	2014/2/27~2021/2/27	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 22 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.97	2.80	26.00
资产总额（亿元）	47.89	90.87	116.53
所有者权益（亿元）	40.06	68.25	71.38
短期债务(亿元)	0.87	2.71	3.60
全部债务（亿元）	3.48	16.09	43.25
营业收入（亿元）	4.18	11.63	9.42
利润总额（亿元）	1.24	3.13	3.13
EBITDA（亿元）	1.49	4.01	4.27
经营性净现金流（亿元）	-0.56	-10.21	-2.83
营业利润率(%)	1.41	1.09	9.31
净资产收益率（%）	3.09	4.59	4.38
资产负债率（%）	16.36	24.89	38.74
全部债务资本化比率（%）	7.99	19.08	37.73
流动比率（%）	836.80	932.96	2032.63
全部债务/EBITDA(倍)	2.34	4.02	10.13
经营现金流动负债比(%)	-10.87	-110.50	-51.42

分析师

闫 蓉　张 宁
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

文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“文山城投”）作为文山州政府直属国有资产运营主体，在基础设施建设垄断经营、政府支持等方面的优势明显。跟踪期内，文山州经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，文山州目前地方可控财力对上级补助收入的依赖性大，公司存货对公司资金形成较大占用、未来投资规模大等因素对其整体经营及信用水平带来的不利影响。

文山州以云南省“桥头堡”建设为契机，加快推进云南面向泛珠三角和东盟开放的“新高地”，地区生产总值不断增长，稳定的政府支持对公司信用基本面形成良好支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14文山债/14文城投”设立了分期偿付条款，公司经营活动现金流入量对“14文山债/14文城投”每年应偿还本金金额的覆盖程度良好。公司以自有10宗土地使用权为“14文山债/14文城投”提供抵押担保。跟踪期内，抵质押资产评估价值保持稳定，有助于保障“14文山债/14文城投”的到期偿还。

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“14文山债/14文城投”AA的信用等级。

优势

1. 文山州基础设施建设和城镇化建设持续发展，地区生产总值不断增长，综合财力保持稳定。
2. 公司是文山州直属最大的国有资产运营主体，在城市基础设施建设方面具有垄断优势，并获得政府在资本金及资产注入、财政补贴拨付等多方面支持，为公司持续发展提供了

较强的保障。

3. 公司经营活动现金流入量对“14 文山债/14 文城投”每年应偿还本金的覆盖程度良好。公司抵质押资产有助于保障“14 文山债/14 文城投”的到期偿还。

关注

1. 文山州地方可控财力对上级补助收入依赖性强。
2. 公司存货对公司资金形成较大占用。
3. 公司计划投资规模大，对外融资压力较大。

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）与文山城市建设投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与文山城市建设投资（集团）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，未因文山城市建设投资（集团）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文山城市建设投资（集团）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（以下简称“联合资信”）关于文山城市建设投资（集团）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

文山城市建设投资（集团）有限公司前身系2009年经文山县人民政府文政复【2009】403号文批准设立的国有独资公司—文山县城市建设投资有限公司，原注册资本为1000万元，股东为文山市国有资产（持股）经营有限责任公司。根据文山州人民政府文政复【2012】191号《关于划转文山城市建设投资有限公司国有股权的批复》，文山市国有资产（持股）经营有限责任公司持有的公司100%股权无偿划转至文山壮族苗族自治州住房和城乡建设局（以下简称“文山州住房和城乡建设局”），文山州住房和城乡建设局变更为公司唯一股东，公司实际控制人为文山州人民政府。2013年11月，经文山州住房和城乡建设局（文住建复【2013】95号文）批复同意，公司更名为文山城市建设投资（集团）有限公司。公司自成立以来，先后历经2010年4月、2010年7月两次股东增资，截至2015年底，公司注册资本2亿元，文山州人民政府授权文山州住房和城乡建设局履行出资人职责，持有公司100%股权。

公司作为文山州直属最大的国有资产运营主体，承担着文山州城市基础设施建设项目的投资、融资、建设、运营和管理职能，同时，公司具有经营政府授权的土地等城市资产，对城市建设用地进行前期开发的职能。

截至2015年底，公司本部设人事部、工程部、办公室、审计部、财务部等11个职能部门。公司纳入合并范围的二级子公司5家，包括：文山市开发投资有限公司（公司持股96%，以下简称“开发公司”）、云南建瓴建设工程有限公司（公司持股90%，以下简称“工程公司”）、文山城市园林绿化有限公司（公司持股90%，以下简称“绿化公司”）、文山馨宁物业管理有限公司（公司持股100%，以下简称“物业公司”）和文山市城市交通服务有限公司（公司持股100%，以下简称“交通公司”）；三级子公司1个，系文山市融资担保有限责任公司（公司持股96%，以下简称“融资担保公司”）。

截至2015年底，公司合并资产总额为116.53亿元，所有者权益为71.38亿元（其中少数股东权益0.22亿元）。2015年，公司实现营业收入9.42亿元，利润总额3.13亿元。

公司住所：云南省文山壮族苗族自治州文山市新平街道里布噶社区城南大桥头（原云锡会所）；法定代表人：杨立伟。

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，我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，显示我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，我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，我国国内生产总值（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我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我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，我国固定资产投资（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，我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；我国消费与人均收入情况大致相同，我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，我国进出口总值 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。我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（相对于美元）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 年是我国“十三五”开局之年，我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. 区域经济及财政实力

公司目前是文山州直属最大的国有资产运营主体，承担着文山州城市基础设施建设项目的投资、融资、建设、运营和管理等职能，其

业务领域主要包括城市道路以及城市基础建设、市政公共设施的投资建设等。公司经营范围、投资方向直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

区域环境

文山壮族苗族自治州地理位置优越，地处中国西南边陲的云南省东南部，素有“滇桂走廊”之称，东与广西百色市接壤，南与越南社会主义共和国接界，西与红河哈尼族彝族自治州毗邻，北与曲靖市相连。同时，文山还是云南通往“两广”、港澳及东南沿海地区、华南地区和越南的重要通道，处于云南省参与中国—东盟自由贸易区建设和中越“两廊一圈”合作、泛珠三角区域合作的前沿地带和结合部，在区域经济发展中的战略位置十分重要。

文山州东西横距255公里，南北纵距190公里，土地面积32239平方公里。其中：山区和半山区占总土地面积的97%。文山州下辖文山市和砚山县、麻栗坡县、西畴县、广南县、马关县、富宁县、丘北县一市七县。“十二五”期间，文山州累计投入交通建设资金482.8亿元，是“十一五”的2.1倍，新增公路里程2012公里，实现县县通高等级公路、乡乡通畅、村村通达，交通制约瓶颈得到缓解。投入水利建设资金93.2亿元，是“十一五”的4倍，建成中小型水库14件、新开工29件，完成病险水库除险加固217件，建成“五小水利”工程20万件，新增库容1.36亿立方米，改造中低产田地118万亩，有效浇灌率提高到30%。新增电力装机46万千瓦，建成变电站500千伏1座、220千伏9座、110千伏38座，输电线路4595公里。所有乡（镇）实现4G网络覆盖，97%的行政村通光纤宽带。2015年，全州实施国内经济合作项目325个，引进州外到位资金310.9亿元，增长15.7%。文山日益成为云南省通往东部沿海和东南亚国家的重要通道。

文山州编制实施了“三农”发展大规划，农村产权制度改革步伐加快，累计发放农村产权抵押贷款55.8亿元。工商登记制度改革成效显著，新注册市场主体大幅增长，内资企业达到1.36万户，增长110.7%。财税体制改革有序实施，人民币跨境结算等业务成功开办，引进11户金融机构到文山州设立分支机构。不断深化与长三角、珠三角和周边地区、周边国家的交流合作，边境经济合作区建设稳步推进，天保口岸正式对第三国人员和货物开放，都龙口岸获国家批准开放。招商引资成效显著，引进到位资金1032亿元，比“十一五”增长152%，新引进220户企业落户文山发展。

总体看，文山州作为云南通边达海的重要枢纽和门户，区位优势显著，而文山州近年来一系列招商引资优惠政策的实施也将给其带来新的经济发展动力。

经济实力

近几年，文山州以云南省“桥头堡”建设为契机，加快推进云南面向泛珠三角和东盟开放的“新高地”，经济综合实力持续增强，地区生产总值快速增长。2013~2015年，文山州经济总量保持较快增长，实现地区生产总值分别为553.36亿元、615.69亿元和670.84亿元，同比增速保持10%以上。2015年实现地区生产总值同比增速10.90%。其中：第一产业实现增加值146.45亿元，同比增长5.7%，拉动GDP增长1.0个百分点；第二产业实现增加值241.43亿元，增长12.8%，拉动GDP增长5.3个百分点；第三产业实现增加值282.95亿元，增长11.1%，拉动GDP增长4.6个百分点。

表1　文山州2013~2015年经济发展指标

（单位：亿元、%）

	2013 年		2014 年		2015 年	
	数值	增幅	数值	增幅	数值	增幅
地区生产总值	553.36	13.50	615.69	12.00	670.84	10.90
第一产业增加值	133.39	6.80	143.07	6.20	146.45	5.70
第二产业增加值	217.07	20.00	249.41	18.10	241.43	12.80
第三产业增加值	202.90	9.90	223.20	20.40	282.95	11.10

资料来源：文山州国民经济和社会发展统计公报

注：相关增幅已考虑价格因素。

“十二五”期间，文山州城镇化和城市基础设施建设取得新进展。新开发和建设了卧龙、城南、蚂蝗沟三大片区；实施了东风路片区旧城改造、盘龙河流域综合治理、盘龙体育城、市医院二院、污水处理厂、开化商贸城、丽水龙庭等一大批市政配套设施和开发项目，打通了文新商贸街接卧龙路、普阳路延长线、阳光外滩至金色水车等“丁字路”、“断头路”，城区通行能力明显提升、服务业逐渐壮大，经济辐射带动、人口吸纳和综合服务功能有所增强，经营城市的理念得到进一步强化，城镇化水平得到进一步提升。目前，文山中心城市主干道网络基本形成，各县城区规模不断扩大，全州城镇总人口已增加到127.48万人，城镇化率已从30.6%提高到35.5%，全州城市规模进一步扩大，城市功能进一步完善，辐射带动作用进一步增强，为今后文山州城镇实现快速发展打下了基础。

总体看，随着云南面向西南开放的重要“桥头堡”战略的实施、文山州面向泛珠三角和东盟开放的“新高地”的推进，文山州城镇化建设、综合交通网络建设和水利工程建设需求不断扩大，文山州将迎来新的发展机遇，也是市政建设企业大发展的历史机遇期。

3. 地方政府财力及政府债务

财政实力

文山州地方财政可支配收入由一般预算收入、基金收入、上级补助收入以及预算外收入构成。随着区域经济的快速发展，文山州地方财政可支配收入快速增长，根据文山州财政局提供的资料，2015年文山州地方财政可支配收入（全口径）达到247.15亿元，其中最主要来源为上级补助收入，2015年占可支配收入的比重达74.13%；一般预算收入和基金收入占比分别为21.05%和3.90%，文山州财力对上级补助收入的依赖性大。

总体看，文山州可控财力持续增长，但上级补助收入占比大，文山州财力对上级补助收入的依赖性大。

表 2　文山州 2013~2015 年地方可支配收入情况 （单位：万元、%）

编号	科目	2013 年	2014 年	2015 年	三年复合增长率
1	**一般预算收入**	**427200**	**507004**	**520377**	10.37
1.1	税收收入	350419	372277	358495	1.15
1.2	非税收入	76781	134727	161882	45.20
2	**基金收入**	**224859**	**172289**	**96375**	-34.53
2.1	土地出让金	181930	170181	95560	-27.53
2.2	其他	42929	2108	815	-86.22
3	**上级补助收入**	**1527512**	**1619180**	**1832198**	9.52
3.1	返还性收入	26570	26683	26707	0.26
3.2	一般性转移支付	835839	887386	1143457	16.96
3.3	专项转移支付	665103	705111	662034	-0.23
4	**预算外财政专户资金**	**17960**	**33466**	**22588**	12.15
5	**地方可支配收入总计**	**2197531**	**2331939**	**2471538**	**6.05**

资料来源：文山州财政局

地方政府债务

文山州地方政府债务主要由直接债务及担保债务。截至2015年底，文山州政府债务余额为218.82亿元，较2014年小幅增长2.92亿元，主要来自直接债务的增加，债务率由2014年的92.58%下降至88.54%。总体看，文山州政府债务负担较重。

表3 文山州政府债务构成情况 （单位：万元）

文山州政府财力（2015年度）	金额	地方债务（截至2015年底）	金额
（一）地方一般预算收入	520377	（一）直接债务余额	2185035
1．税收收入	358495	1．国债转贷资金	
2．非税收入	161882	2．解决地方金融风险专项借款	
（二）转移支付和税收返还收入	1832198	3．国内金融机构借款	
1．一般性转移支付收入	1143457	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	
2．专项转移支付收入	662034	4．债券融资	
3．税收返还收入	26707	（1）中央代发地方政府债券	352000
（三）国有土地使用权出让收入	96375	5．其他（村级及其他单位借款）	
1．国有土地使用权出让金	95560	（二）担保债务余额	6289
2．国有土地收益基金	336	1．政府担保的国内金融机构借款	
3．农业土地开发资金	479	2．政府担保的融资平台债券融资	
4．新增建设用地有偿使用费			
（四）预算外财政专户收入	22588		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2471538		
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**88.54%**	**地方政府债务余额=（一）+（二）×50%**	**2188179.50**

资料来源：文山州财政局

4．区域发展规划

文山州正处在工业化、城镇化加速发展期，面临着既要加速发展经济又要寻求转型的双重任务。在新常态的宏观背景下，2015年，文山州人民政府工作的总体思路是：坚持“稳中求进、能快则快、加快发展”的总基调，积极适应新常态，充分发挥新优势，努力完成“十二五”发展目标。2015年，文山州经济社会发展的主要预期目标为：地区生产总值增长10%以上，规模以上固定资产投资增长18%以上，地方公共财政预算收入增长2.5%以上。

基础设施方面，一是全力推进综合交通建设。包括加快推进云桂铁路文山段及火车站配套设施、物流园区建设，确保2016年按期建成投入使用；加快推进广南机场、丘北机场等重点交通项目前期工作，争取纳入国家和省“十三五”规划等。二是加大农田水利建设力度。抓好在建骨干水源工程建设，确保那榔等8个水库和红旗水库引水工程年内竣工验收，清平等5个水库年内完成主体工程，全面完成病险水库除险加固任务；抓好山区“五小水利”工程建设，新解决14.8万人饮水安全问题。启动实施9个片区高效节水灌溉项目和第五批、第六批小农水重点县项目建设。三是提升能源保障水平。包括加快推进一批风能、太阳能发电项目前期工作；加快农村电网改造升级工程建设，年内全面完成农村户表改造任务等。

未来，文山州将继续提升对外开放水平，充分发挥文山州作为云南连接泛珠三角、东盟国家的桥梁纽带作用，主动服务和积极融入国家“一带一路”发展战略，深化与长三角、珠三角、北部湾以及越南等东盟国家的合作与交流，寻求新的发展机遇，拓宽发展空间。

总体看，未来文山州基础设施建设有望加速推进，为公司发展提供了良好契机。

五、基础素质分析

1．产权状况

截至2015年底，公司注册资本2亿元，文山州人民政府授权文山州住房和城乡建设局履行出资人职责，持有公司100%股权。文山州人民政府为公司实际控制人。

2．政府支持

公司作为文山州直属最大的国有资产运营主体，承担着文山州城市基础设施建设项目的投资、融资、建设、运营和管理职能，以及政府授权土地整理职能。基于公司特殊的经营职

能，政府在资产注入、资金补贴、基础设施代建管理费、土地收益返还等多方面给予公司大力支持，为公司持续发展提供了较强的保障。

（1）注册资本支持

公司成立之初注册资本为1000万元，2010年4月，原股东文山县国有资产（持股）经营有限责任公司以货币增资5000万元，已经云南知达会计师事务所有限公司云知达会验字【2010】第017号验资报表验证；2010年7月，原股东文山县国有资产（持股）经营有限责任公司向公司又一次增资14000万元，并由云南瑞中会计师事务所出具了云瑞中验字【2010】第040号验资报告。经过上述两次增资事项，公司注册资本达到2亿元人民币。

（2）资产注入

为了提升公司长期经营及融资实力，政府多次向公司注入资产，主要为土地资产及部分房屋建筑物资产。具体资产注入情况见下表：

表 4　2012~2014 年公司获得政府注入土地情况

注入时间	注入资产类型	面积（亩）	账面价值（亿元）	记账科目
2012 年	土地	1330.80	8.97	存货
	土地	313.03	3.41	无形资产
	地上建筑物	106.65	1.49	固定资产
2013 年	土地	--	--	--
2014 年	土地	1859.08	25.05	存货
合计	**--**	**3609.56**	**38.92**	**--**

资料来源：公司提供

政府注入公司土地资产全部为综合用地、住宅用地及商业用地，其中，3189.88亩土地公司计划用于二级开发或出让，反映为“存货—开发成本”和“资本公积”的增加；313.03亩土地为军供酒店和文山盘龙综合项目土地使用权，计入“无形资产”科目；政府注入地上建筑物7.11万平方米（106.65亩），为军供酒店地上建筑物，反映为“固定资产”的增加。

其中，2014年，文山州人民政府根据文政复【2014】87号文件，将文国用（2014）0116号~文国用（2014）0116号共32宗土地（土地性质全部为出让地，土地用途为城镇类单一住宅用地及商服用地，合计1859.08亩，价值25.05亿元）资产注入文山城市建设投资（集团）有限公司，作为公司因承担工程项目的补偿。

当前公司已拥有了较大的土地储备规模。截至2015年底，公司持有土地合计543.26万平方米，全部为住宅用地、商业用地或综合用地，账面价值为58.54亿元（记入“存货”与“无形资产”科目下）。抵押比例为62.60%，公司融资及实现收益的能力受到一定限制。

（3）财政建设资金补贴

为了弥补公司建设资金需求，公司每年可获得一定的财政建设资金补贴。根据文山市财政局文财发【2013】172号，【2014】86号文件和文财发【2015】65文件，公司2013~2015年分别获得财政补贴1.40亿元、3.80亿元和3.40亿元，计入“营业外收入”科目。

（4）代建协议

公司具有文山市基础设施建设投融资职能，以委托代建的方式承建城市基础设施建设项目，政府按照项目实际支出金额加上一定的代建管理费回购项目，根据“文政复【2012】262号文”，公司以委托代建模式承建的工程项目，一般情况下，按照投资总额分4个档次收取代建服务费，收费标准为项目实际投资额的1%~3%不等（特殊情况按照具体合同执行）。

2013~2015年，公司确认工程收入分别为4.09亿元、11.62亿元和7.01亿元，为公司收入的最主要来源。

总体看，跟踪期内，公司持续得到文山州政府在资金补贴等方面支持，为公司未来业务发展提供有力的支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司新增副总经理一名，李晓江先生，出生于1977年4月，本科学历，曾担任文山县古木镇人民政府办公室主任及文山县委组织部办公室副主任、公司办公室主任。

跟踪期内，公司管理体制、法人治理结构、

管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是文山州直属最大的国有资产运营主体，业务领域主要为城市基础设施建设及保障房开发业务等；同时，公司逐步开展金融服务、房屋租赁等综合服务，收入来源向多元化发展。近几年，公司营业收入波动增长，2013~2015年，分别为4.18亿元、11.63亿元和9.42亿元，年均复合增长50.08%。

收入构成方面，工程收入为公司营业收入的主要来源，2013~2015年，上述业务板块收入占比营业收入分别达97.87%、99.93%和74.39%，三年分别为4.09亿元、11.62亿元与7.01亿元，受项目收入确认进度及宏观经济景气度影响，波动较大。

盈利水平方面，由于公司基础设施建设项目采取委托代建模式，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外，一般情况下，按照项目总投资额分4档支付公司1%-3%的代建管理费，故公司工程业务毛利率水平很低；随着近几年工程板块业务收入占比的变化，公司整体毛利率水平呈波动上升趋势，2013~2015年分别为1.88%、1.29%和11.04%。

表5 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程收入	40943.02	97.87	1.30	116220.87	99.93	1.19	70092.24	74.39	5.07
房地产销售	--	--	--	--	--	--	24003.15	25.47	27.98
物业租赁收入	800.00	1.91	20.61	54.17	0.05	100.00	78.92	0.10	100.00
金融服务及其他收入	92.00	0.22	100.00	25.74	0.02	100.00	49.31	0.04	100.00
合计	**41835.02**	**100.00**	**1.88**	**116300.78**	**100.00**	**1.29**	**94223.62**	**100.00**	**11.04**

资料来源：公司审计报告

2. 业务运营

（1）工程代建业务

代建工程收入为公司收入最大来源。公司根据城市建设规划和政府统一部署实施建设项目，公司目前所承建的基础设施建设项目通过委托代建模式进行。公司所承建的基础设施建设项目与政府签订委托建设协议，项目工程的前期规划、施工及分包管理、工程进度、工程质量和竣工验收等由公司全权负责，根据项目工程主体的不同部分的专业要求，部分项目会将一部分工程分包给在相关领域专业的分包商，公司负责各分包实施单位的监督和验收，对政府承担全面责任。

公司的工程收入包括两部分：（1）项目建设期间发生的实际支出金额全部由政府承担。（2）根据“文政复【2012】262号文”，项目建设期间，政府按照项目投资总额分4个档次支付公司代建服务费，代建服务费计算方式为：项目投资总额2000万元及以下的按照实际投资额的3%收取；2000万元至5000万元（含5000万元）的按2000万元代建服务费+（实际投资额-2000万元）*2.5%收取；5000万元至10000万元（含10000万元）的按5000万元代建服务费+（实际投资额-5000万元）*2%收取；10000万元以上的按10000万元代建服务费+（实际投资额-10000万元）*1%收取。2015年确认收入的代建工程代建管理费率高于3%，故该板块毛利率上升至5.07%。

近几年，公司已完工主要项目包括：实验小学活动板房项目、城南23号道路项目、疾控中心项目、卧龙片区6号路一期工程、卧龙片区7号路一期工程、卧龙片区2号路一期工程、卧

龙片区1号路二期工程、卧龙片区3号路二期工程、卧龙四桥、卧龙九桥等。2013~2015年公司确认工程收入分别为4.09亿元、11.62亿元和7.01亿元。2011年及2012年，由于公司承建的基础设施建设项目建设资金多采取政府直付给施工单位的方式，故现金流量表中仅反映代建服务费收入。自2013年起，政府多采取将基建项目建设资金通过公司支付至施工单位的方式，现金流量表中相应科目均有较大幅度增长。

2015年，公司竣工项目主要为三七园区南北2号道路工程、三七园区用地基础设施、城南11号道路、16号道路延长线、城投春天、小冲安置地居住道路工程、城南5号桥等，项目完成投资36.08亿元。截至目前，公司主要在建项目25个，预计总投资83.69亿元，截至2015年12月底已累计完成投资15.67亿元，仍需投入68.02亿元；除在建项目外，公司未来拟建项目还包括拆迁整理、市政府部分直属单位用房、市政道路等多个项目。

总体看，公司在建、拟建项目多，未来几年投资规模大，对公司形成一定的资金压力。.

表6　截至2015年12月底公司主要在建项目情况　（单位：万元）

项目名称	总投资（预期）	开工时间	预计竣工时间	截至 2015 年底已完成投资
三七产业园区	269445.00	2012 年 2 月	2016 年 5 月	92505.99
小以古	3845.20	2014 年 4 月	2015 年 12 月	6183.01
文山市检察院	776.00	2015 年 1 月	2016 年 3 月	404.02
110KV 卧土线改造工程	320.00	2015 年 5 月	2016 年 4 月	151.50
电力小区绿化工程	266.00	2015 年 2 月	2016 年 4 月	50.00
城南 8 号桥	2533.65	2015 年 2 月	2016 年 8 月	30.54
水泥厂路口绿化工程	275.00	2015 年 2 月	2016 年 5 月	7.00
群众信访中心工程	508.16	2015 年 4 月	2016 年 1 月	302.80
七中	10398.40	2015 年 5 月	2016 年 3 月	1721.93
十二中	11572.00	2015 年 9 月	2017 年 5 月	43.04
思源实验学校	9340.00	2015 年 9 月	2017 年 7 月	42.57
城南片区地下综合管廊建设	353300.00	2015 年 11 月	2018 年 9 月	10.00
易地扶贫搬迁	950.00	2015 年 12 月	2016 年 9 月	383.39
回民敬老院	525.00	2015 年 12 月	2016 年 11 月	2.98
学海巷	15000.00	2015 年 12 月	2017 年 3 月	10931.72
鲜三七市场安置地	508.00	2015 年 12 月	2016 年 5 月	2.00
绿化工程	30.00	2015 年 1 月	2016 年 1 月	10.65
信访中心苗木工程	28.00	2015 年 5 月	2016 年 4 月	2.80
垃圾中转站苗木工程	35.00	2015 年 5 月	2016 年 5 月	0.70
19 号道路行道树工程	24.00	2015 年 7 月	2016 年 7 月	6.20
16 号道路行道树种植工程	18.00	2015 年 7 月	2016 年 8 月	2.25
马塘小城镇建设工程	27.00	2015 年 9 月	2016 年 10 月	1.70
城投绿叶	40000.00	2015 年 8 月	2017 年 5 月	3825.50
省道 S206 线文山城区过境段公路工程	95200	2012 年 12 月	2016 年 12 月	38300
西华公园至大沟绞 32 米道路工程	22000	2013 年 1 月	2014 年 6 月	1800
合计	**836924.41**	--	--	**156722.29**

资料来源：公司审计报告
注：部分项目投资额超出预期投资额、工期超出预期完工时间

表 7　截至 2015 年 12 月底公司主要拟建项目情况 （单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		项目进展安排
		贷款	自筹	
文山市城南片区 10 号市政道路项目	780.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 13 号市政道路下段延长线	11314.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 9 号道路项目	19701.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 30A 号道路项目	9898.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 31A 号道路项目	24812.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 8A 号市政道路项目	4500.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 4 号道路项目	12789.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 2 号(暂名）道路项目	6225.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 5 号道路东段项目	18970.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 8B 号道路项目	13883.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 3 号道路东北段项目	18340.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 3 号道路西南段项目	12227.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 22 号市政道路项目	8450.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 3 号桥桥梁工程项目	3087.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 2 号桥桥梁工程项目	5616.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 13 号道路大沟绞河 2 号桥桥梁工程项目	5279.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 4 号桥桥梁工程项目	5040.00	70%	30%	项目未实施
文山市城南片区 12A 号道路大沟约河 1 号桥桥梁工程项目	1830.00	70%	30%	项目未实施
文山市民族文化中心	8000.00	70%	30%	项目未实施
文山市盘龙河综合整治工程	15137.00	70%	30%	项目未实施
文山市社会福利院	1050.00	70%	30%	项目未实施
合计	**206928.00**	**70%**	**30%**	项目未实施

资料来源：公司提供

（2）房地产业务

公司房地产业务主要由其子公司云南建瓴建设工程有限公司进行建设，该板块采用市场化运营模式，公司在土地招拍挂市场购入土地，自筹资金进行建设。目前公司完工房地产项目为城投春天项目，该项目总投资1.70亿元，已全部完工。2015年产生的房屋销售收入全部来自该项目。考虑到房地产市场行情下行趋势，公司在该板块投资有所缩减。

（3）物业租赁、金融服务及其他业务

公司物业租赁业务主要由公司旗下文山馨宁物业管理有限公司进行管理。物业公司主要经营范围包括：物业管理服务；房屋租赁服务；受委托从事餐饮管理服务等。2015年，公司实现物业租赁收入78.92万元，主要来自旗下公租房、廉租房物业管理费。

金融服务收入主要来源于公司子公司文山市融资担保有限责任公司。融资担保公司主要对符合国家产业政策和文山市国民经济发展规划，投资效益好，具有较强抗风险能力的项目和效益较好的州属市内经济组织和个人经济活动融资提供担保；同时对文山市人民政府重点建设项目和公益性基础设施建设项目融资提供担保。公司其他业务包括对基础产业、支柱产业、重点建设项目进行投资和经营管理、承担县政府批准和委托的其他业务及园林绿化、销售、施工等，近三年金融及其他版块收入分别为92.00万元、25.74万元、49.31万元。

3. 未来发展

根据公司目前工程代建项目投资情况，截至2015年12月底，公司主要在建项目预计总投资83.69亿元，已累计完成投资15.67亿元，仍需投入68.02亿元；除在建项目外，公司未来拟建项目还包括拆迁整理、市政府部分直属单位用房、市政道路等多个项目，公司未来投资规模大。

总体看，公司投资规模大，对公司构成较大资金压力，但委托代建模式可使公司获得稳定的代建收入，可有效缓解公司项目建设融资压力。公司作为文山州最大的国有资产运营主体，未来仍将以城市基础设施建设为核心，政府支持具有持续性，公司规模实力有望增强。

八、募集资金使用情况

公司于2014年2月发行“14文山债/14文城投”（以下简称“本期债券”），发行额度合计10亿元，募集资金中5亿元用于省道S206线文山城区过境段公路工程项目，4亿元将用于盘龙河（文山县城区段）综合治理工程项目，1亿元将用于西华公园至大沟绞32米道路工程项目。

截至2016年3月底，本期债券投资项目及投资额度，以及募投项目建设情况详见下表。

表8 截至2016年3月底募投项目建设情况 （单位：亿元）

募投资金投向	项目总投资	截至 2016 年 3 月底已完成投资	募集资金使用额度	截至 2016 年 3 月底已使用募集资金金额
省道 S206 线文山城区过境段公路工程	9.52	5.13	5.00	5.13
盘龙河（文山县城区段）综合治理工程	8.89	8.89	4.00	4.00
西华公园至大沟绞 32 米道路工程	2.20	0.87	1.00	0.87
合计	**20.61**	**14.89**	**10.00**	**10.00**

资料来源：公司提供

注：省道 S206 线文山城区过境段公路工程由于资金紧张，使用了其他项目的募集资金使用额度。

截止2016年3月底，省道S206线文山城区过境段公路工程、盘龙河（文山县城区段）综合治理工程以及西华公园至大沟绞32米道路工程已分别投入募集资金5.13亿元、8.89亿元以及0.87亿元。

省道S206线文山城区过境段（环城东路）

公路工程，路线全长19.70公里，已于2014年3月29日开工建设，截至2016年3月，累计完成累计完成工程的53.6%。其中，文笔塔大桥已完成桩基44棵，承台12个，墩柱24棵，完成30片梁板吊装，目前完成梁板预制共38片；东山大桥已完成36棵桥梁桩基施工（共56棵）；花果洞立交桥主体工程已完成，3个匝道因征迁影响不能施工；盘龙河大桥完成54片梁板浇铸、吊装54片，差1片，正进行桥面铺装施工；设计安置350户的大石洞83亩安置地已完成建设，搬迁户目前已开始建房，设计安置110户的高登片区38亩安置地项目已完成，通电、通水工作已经完成，搬迁户已经开始建房。

盘龙河（文山县城区段）综合治理工程，工程自2000年开始实施，现已完成18.2公里范围内的综合治理。2008年已完成老城区段项目建设，2013年已完成城北片区段和城南片区段项目建设，同时，城区排水管网工程也已完成。截止2015年5月，盘龙河（文山县城区段）综合治理工程已完工。

西华公园至大沟绞32米道路工程总长4800米，宽32米，总面积153600平方米，道路为沥青砼路面。工程项目开工时间2012年12月，从消防队至“城投春天”段1200米道路及附属工程已经建设完成，并组织竣工验收。剩余段土方开挖已完成30%。由于征地拆迁工作未完成，现处于停工状态。

“14文山债/14文城投”由公司合法拥有的10宗土地使用权提供抵押担保，抵押土地面积合计253.93万平方米，全部为住宅用地或综合用地，土地权证齐全，无租赁、抵押等他项权利。

根据北京亚超资产评估有限公司出具的北京亚超评报字【2015】第P2015-A090号评估报告（评估基准日为2015年6月30日，评估结果有效期为1年），“14文山债/14文城投”土地抵押资产总价值215410.27万元，较上年同期（208237.29万元）上升3.44%，为“14文山债/14文城投”发行额度的2.15倍，对本期债券的保障程度良好。

九、财务分析

公司提供的2015年度财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。

2015年，公司出资成立文山市城市交通服务有限公司，注册资本100万元。上述子公司规模相对小，对公司财务数据影响不大。截至2015年底，纳入公司合并范围的子公司6家，二级子公司5家，包括：文山市开发投资有限公司（公司持股96%，以下简称“开发公司”）、云南建瓴建设工程有限公司（公司持股90%，以下简称“工程公司”）、文山城市园林绿化有限公司（公司持股90%，以下简称“绿化公司”）、文山馨宁物业管理有限公司（公司持股100%）和文山市城市交通服务有限公司（公司持股100%，以下简称“交通公司”）；三级子公司1个：文山市融资担保有限责任公司（公司持股96%）。

截至2015年底，公司合并资产总额为116.53亿元，所有者权益为71.38亿元（其中少数股东权益0.22亿元）。2015年，公司实现营业收入9.42亿元，利润总额3.13亿元。

1. 盈利能力

2013～2015年，受工程板块收入影响，公司总营业收入波动增长，三年年均增长50.08%；工程收入为公司收入主要来源，2015年占比为74.39%。2015年新增加的房地产收入对营业总收入形成补充。同期，公司营业利润率波动上升，2015年为9.31%。

2013~2015年，公司期间费用因财务费用增加呈现迅速增长态势。2015年度公司期间费用为1.14亿元，其中，公司财务费用0.93亿元，同比增长40.38%，主要系公司债务规模扩大所致。

为了支持公司经营发展，政府近三年来持续为公司提供财政补贴。2013～2015年，公司获得财政补助资金分别为1.40亿元、3.80亿元和

3.40亿元，分别占利润总额的112.90%、121.40%和108.57%。

从公司的各项盈利指标上来看，随着公司收入结构的改变及资产规模的上升，公司各项盈利指标波动上升。其中，2013～2015年公司营业利润率分别为1.41%、1.09%和9.31%，公司业务盈利性一般。2015年，公司总资本收益率和净资产收益率均较2014年均有所下滑，分别为3.60%与4.38%。

总体看，近年来公司工程收入由于确认进度及宏观经济景气度影响有所波动，公司主营业务盈利性一般；同时，公司利润对财政补助具有很强依赖性。

2. 现金流及保障

2013～2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈波动增长态势，三年分别为5.19亿元、12.60亿元和7.12亿元（2014年收到的现金大幅增加主要系当年预收房款增加所致）；同期，公司现金收入比逐年下降，分别为124.10%、108.31%和75.62%。2015年，公司收到的其他与经营活动有关的现金4.90亿元，较2014年增加0.88亿元；主要由关联单位往来款、财政补贴款等构成。经营活动现金流出方面，2013～2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动增加至7.12亿元（较2014年减少27.61%）；公司支付的其他与经营活动有关的现金主要为关联单位往来款，该科目金额近三年在波动中下降，2015年为7.38亿元。2013～2015年公司经营活动现金流量净额为-0.56亿元、-10.21亿元和-2.83亿元，受房屋预收影响，公司经营活动现金流入量及净流量波动较大，经营现金流稳定相较差。

投资活动方面，2013～2015年，公司投资活动现金流量净额分别为-4.88万元、-0.21亿元和-0.22亿元。2015年公司投资活动现金流入全部为投资收益，共计200万元，与上一年持平，全部为公司投资分红。公司投资活动现金流出持续增长至0.23亿元，全部为长期股权投资和可供出售金融资产增加额及新设立子公司的资金支出。

筹资活动方面，公司近三年筹资活动现金流入规模大幅增长，主要来自借款及发行债券；分别为1.63亿元、13.61亿元与30.27亿元。公司筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金、分配股利、利润或偿付利息支付的现金及支付的其他与筹资活动有关的现金（包括债券承销费及定期存单质押金）等流出。公司近三年筹资活动流量净额分别为0.68亿元、12.54亿元和21.46亿元。

总体看，受房屋销售板块现金流变动影响，近三年公司经营活动现金流流入波动较大。基础设施项目建设需要加大规模的资本投入，使银行借款、债券发行以及与政府相关部门的往来款成为公司滚动发展所需资金的主要来源；公司筹资规模迅速扩张，考虑到未来承建项目较多，公司存在较大融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司资产总额快速增长至115.53亿元，同比增长28.23%，主要系货币资金、其他应收款增加所致。公司资产构成以流动资产为主，截至2015年底，公司资产总额中流动资产占95.95%，非流动资产占4.06%。

跟踪期内，公司货币资金大幅上升，2015年底为26.00亿元，较上年增加23.20亿元，其中4.82亿元为担保保证金、存单质押、票据保证金，受限比例为18.54%。

跟踪期内，公司应收账款持续增加。截至2015年底，公司应收账款0.43亿元，同比增加0.40亿元，其中公司应收文山州礼光道路桥梁工程有限公司0.19亿元（占42.72%），川渝建设集团有限公司工程款0.12亿元（占27.76%），云南志和建筑工程有限公司工程款0.10亿元（占24.10%）。公司应收账款账龄均在1年以内，账龄较短。

跟踪期内，公司其他应收款保持上升趋势，

2015年底为20.50亿元，较上年底增长17.95%，主要为文山市财政局、文山水利水电工程有限公司、文山供排水总公司等的暂借款。从账龄结构看，1年以内的占65.61%，1～2年的占19.32%，2～3年的占11.95%。公司其他应收款主要为与政府部门及其下属单位往来款，回收风险较小，但规模较大，账龄偏长，集中度较高，对公司资金形成较大占用。

表9　截至2015年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占总额比例
文山市财政局	9.63	47.00%
文山水利水电工程有限公司	4.98	24.30%
文山市国土资源收购储备交易中心	1.78	8.67%
文山县交通局	0.83	4.07%
文山市国土资源收购储备交易中心	0.62	3.03%
合计	**17.84**	**87.07%**

资料来源：审计报告

截至2015年底，公司存货为64.86亿元，与2014年底基本持平，主要为2012~2014年政府注入公司土地，全部为综合用地或住宅用地。存货中开发土地为53.56亿元（全部为公司本部拥有土地资产），占比82.58%，开发成本为11.28亿元，占比17.39%。截至2015年底，存货中用于抵押的土地金额为38.62亿元，抵押比例为59.54%。

截至2015年底，公司非流动资产合计4.73亿元，同比增长1.55%，主要由于可供出售金融资产增长所致。其中，主要构成科目包括：无形资产（88.78%）、可供出售金融资产（占5.02%）、固定资产（占3.58%）和其他（占2.62%）。

公司无形资产全部为土地使用权（来自公司旗下云南建瓴与文山市开发投资有限公司）。截至2015年底，公司无形资产净额为4.20亿元，同比增长下降2.91%。无形资产中土地使用权抵押比例为92.70%。

截至2015年底，公司可供出售金融资产0.24亿元，同比增加119.91%，主要包括公司对文山民丰村镇银行有限责任公司、文山惠民融资登记服务有限公司及文山城投永源实业发展有限公司所持股份构成。

截至2015年底，公司固定资产净额为0.17亿元，与2014年同期基本持平，主要包括房屋及建筑物、运输设备等。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所增加。公司资产以流动资产为主，但存货及其他应收款占比大，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，公司资产质量一般。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长4.59%，至71.38亿元，主要来自盈余公积及未分配利润的增加。截至2015年底，公司所有者权益中实收资本占2.80%、资本公积占80.65%、盈余公积占1.70%、未分配利润占14.54%。

考虑到资本公积中土地资产占比较大，总体来看，公司所有者权益结构稳定性一般。

负债

跟踪期内，公司负债规模快速扩大至45.15亿元。从负债结构来看，公司流动负债占比下降幅度较大，由2014年的40.85%下降至2015年的12.18%。

流动负债方面，截至2015年底，公司流动负债合计5.50亿元，同比减少40.48%，主要由一年内到期的非流动负债（占56.36%）和其他应付款（占18.84%）构成。

跟踪期内，公司其他应付款同比减少72.77亿元至1.04亿元，主要为由于未到结算期而形成的拆借款。应付对象主要包括应付文山州城乡开发投资有限公司、文山天成房地产开发有限公司文山市交通运输局。

同期，公司一年内到期的非流动负债同比增长46.92%至3.10亿元，全部为由长期借款转入的抵押借款。

非流动负债方面，跟踪期内，公司长期借

款同比增长324.71%至14.87亿元。2015年长期借款全部为抵押借款（8.69亿元，包括一年内到期非流动负债）与质押借款（9.28亿元）。2015年，公司新发行三年期公司债“15文山债”15.00亿元，导致公司应付债券同比增长150.77%至24.78亿元。综上原因，近三年非流动负债同比增长196.27%，截至2015年底，公司非流动负债合计39.65亿元。

有息负债方面，跟踪期内，公司债务规模迅速扩大，债务结构方面以长期债务为主。截至2015年底，公司全部债务为43.25亿元，其中长期债务39.65亿元，占比91.68%。

债务指标上看，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率有所上升，但均处于合理水平。截至2015年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为38.74%、35.71%和37.73%。

总体看，目前公司整体债务负担有所增加，整体偿付压力有所增大。考虑到未来公司承担的建设项目投入规模大，外部筹资规模将随项目建设的推进快速扩张，债务负担将有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，由于公司长期负债获得的货币资金及其他应收款规模大，账面反映的流动比率和速动比率较高，2015年底流动比率和速动比率分别为2032.63%和853.46%。2015年，公司经营现金流量净额呈现净流出，对流动负债不具备保障能力。2015年，公司现金类资产合计26.00亿元，为2015年底短期债务的7.22倍。总体来看，公司短期债务规模小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司全部债务/EBITDA指标随着债务规模迅速扩大而上升，2015年上升至10.13倍。总体看，公司EBITDA逐年上升，债务水平一般，整体偿债能力一般。

截至2015年底，公司共获得银行授信14.94亿元，已使用金额11.19亿元，尚未使用额度3.75亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2015年底，公司对外担保余额为3.29亿元，担保比率为4.60%。被担保方主要包括文山大同建材商贸有限公司、文山州城乡开发投资有限公司、文山州兴科矿业有限公司、文山宝阳商贸有限责任公司、文山州金沣药材有限责任公司等10家企业，单笔担保金额小，公司或有负债风险低。

“14 文山债/14 文城投”设立了分期偿付条款，2017~2021 年，每年应偿还本金金额为2.00 亿元。2015 年，公司经营活动现金流入量及经营活动产生的现金流量净额分别为 12.03亿元和-2.83 亿元，分别为“14 文山债/14 文城投”每年应偿还本金金额的 6.02 倍和-1.42 倍。2015 年，公司 EBITDA 对“14 文山债/14 文城投”每年应偿还本金金额的保护倍数为 2.14倍。

同时，“14文山债/14文城投”由公司合法拥有的10宗土地使用权提供抵押担保，根据北京亚超资产评估有限公司出具的北京亚超评报字【2015】第P2015-A090号评估报告“14文山债/14文城投”土地抵押资产总价值215410.27万元，为“14文山债/14文城投”发行额度的2.15倍，对“14文山债/14文城投”的保障程度良好。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“14 文山债/14 文城投”每年应偿还本金金额的覆盖程度良好，EBITDA 对其覆盖程度一般。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G10532601000300002），截至 2016 年 6 月 1日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

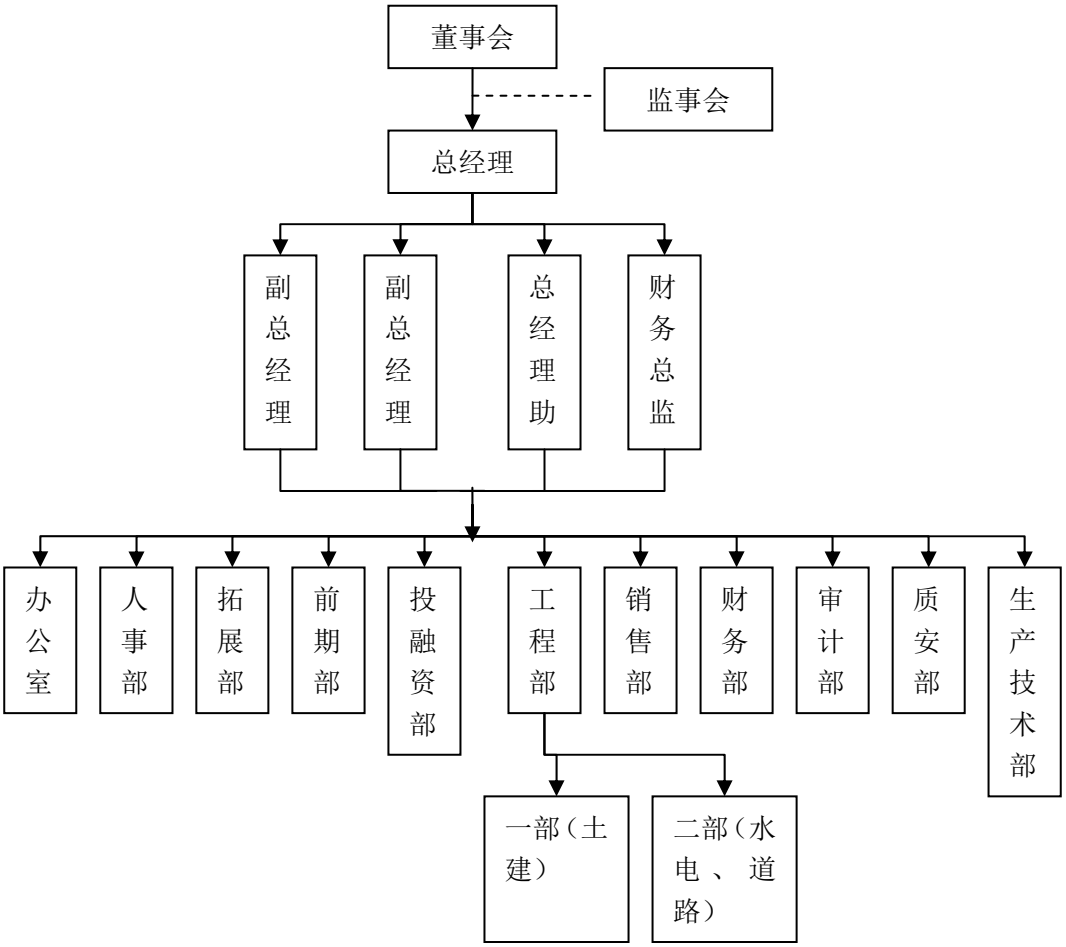
基于对公司自身经营和财务特点，以及文山州区域发展及财力水平的综合分析，并考虑

到文山州政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

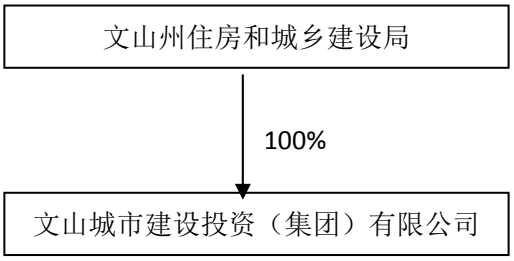
十、结论

综合考虑，联合资信维持文山城市建设投资（集团）有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“14文山债/14文城投”AA的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2　公司股权结构图



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)	0.97	2.80	26.00
资产总额(亿元)	47.89	90.87	116.53
所有者权益(亿元)	40.06	68.25	71.38
短期债务(亿元)	0.87	2.71	3.60
长期债务(亿元)	2.61	13.38	39.65
全部债务(亿元)	3.48	16.09	43.25
营业收入(亿元)	4.18	11.63	9.42
利润总额(亿元)	1.24	3.13	3.13
EBITDA(亿元)	1.49	4.01	4.27
经营性净现金流(亿元)	-0.56	-10.21	-2.83
财务指标			
销售债权周转次数(次)	77.86	422.06	40.29
存货周转次数(次)	0.15	0.24	0.13
总资产周转次数(次)	0.09	0.17	0.09
现金收入比(%)	124.10	108.31	75.62
营业利润率(%)	1.41	1.09	9.31
总资本收益率(%)	2.85	4.59	3.60
净资产收益率(%)	3.09	4.59	4.38
长期债务资本化比率(%)	6.12	16.39	35.71
全部债务资本化比率(%)	7.99	19.08	37.73
资产负债率(%)	16.36	24.89	38.74
流动比率(%)	836.80	932.96	2032.63
速动比率(%)	252.45	231.95	853.46
经营现金流动负债比(%)	-10.87	-110.50	-51.42
全部债务/EBITDA(倍)	2.34	4.02	10.13

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	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%
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	
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（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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　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银行间债券市场中长期债券信用等级。