信用评级公告

联合〔2021〕3989 号

联合资信评估股份有限公司通过对文山城市建设投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持文山城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“16 文山债/PR 文山债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

文山城市建设投资（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
发行人主体	AA⁻	稳定	AA⁻	稳定
16 文山债/PR 文山债	AA⁻	稳定	AA⁻	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 文山债/PR 文山债	11.60 亿元	6.96 亿元	2023/09/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是文山市重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事文山市道路、保障房、环境治理等城市基础设施代建业务。跟踪期内，公司保持区域专营优势，债务规模持续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司停工项目较多，在建、拟建项目投资规模较小；公司现金类资产规模进一步快速下降，短期债务偿还压力显著上升；公司涉诉案件坏账损失较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，文山市经济持续增长，财政实力有所增强，为公司业务发展提供了良好的外部环境。未来随着文山市内基础设施项目建设的逐步推进及公司项目的陆续结算，公司有望保持稳定发展。

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⁻，维持“16文山债/PR文山债”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境保持良好。**2020 年，文山市实现地区生产总值（GDP）324.45 亿元，比上年增长 3.0%；完成地方一般公共预算收入 23.18 亿元，同比增长 3.5%。
2. **公司保持区域专营优势，在业务开展过程中能够获得一定外部支持。**公司作为文山市重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，具有业务区域专营优势。
3. **公司债务规模持续下降。**截至 2020 年底，公司全部债务 20.56 亿元，较上年底下降 7.43%；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 49.41%、13.81%和 21.10%，较上年底分别下降 3.68 个百分点、1.64 个百分点和 1.45 个百分点。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb+		评级结果	AA−
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 王 治　夏妍妍
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

关注

1. **公司董事、监事及高管人员变更较为频繁，未来公司股权结构可能发生变更，联合资信将持续关注其对公司生产经营和管理的影响。**
2. **停工项目较多，在建、拟建项目投资规模较小，业务持续性有待关注。**截至 2020 年底，公司有 6 个在建项目因征地拆迁资金问题而停工，停工项目较多；在建及拟建项目投资规模较小。
3. **现金类资产规模快速下降，短期偿付压力很大。**截至 2020 年底，公司现金类资产快速下降 70.59%至 0.31 亿元，规模小，现金短期债务比为 0.04 倍，公司短期偿付压力很大。
4. **公司涉诉案件坏账损失风险较大。**截至目前，公司涉诉案件 11 例，要求云南金昆房地产集团有限公司、云南三鑫集团有限公司、文山市智新科技有限公司等民营企业偿还借款余额合计 1.17 亿元，因部分企业名下无可供执行财产，截至 2020 年底，公司已计提坏账准备 0.88 亿元。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	7.93	1.05	0.31
资产总额(亿元)	170.21	162.62	151.97
所有者权益(亿元)	75.44	76.28	76.88
短期债务(亿元)	8.22	8.27	8.24
长期债务(亿元)	39.18	13.94	12.32
全部债务(亿元)	47.40	22.21	20.56
营业收入(亿元)	9.37	11.48	8.07
利润总额(亿元)	1.29	1.06	0.85
EBITDA(亿元)	1.59	1.58	1.14
经营性净现金流(亿元)	7.32	10.37	3.50
营业利润率(%)	16.52	17.72	15.45
净资产收益率(%)	1.32	1.14	0.81
资产负债率(%)	55.68	53.09	49.41
全部债务资本化比率(%)	38.59	22.55	21.10
流动比率(%)	293.90	214.70	230.52
经营现金流动负债比(%)	13.17	14.32	5.58
现金短期债务比(倍)	0.96	0.13	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.66	0.97	0.20
全部债务/EBITDA(倍)	29.83	14.05	17.97
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	166.10	158.24	147.53
所有者权益（亿元）	72.46	73.33	74.08
全部债务(亿元)	45.57	21.08	19.46
营业收入(亿元)	9.17	10.92	7.93
利润总额(亿元)	1.38	1.04	0.98
资产负债率（%）	56.38	53.66	49.79
全部债务资本化比率(%)	38.61	22.33	20.80
流动比率（%）	290.32	214.39	230.90
经营现金流动负债比(%)	13.83	14.38	5.64

注：本报告已将长期应付款中的有息部分纳入全部债务计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 文山债/PR 文山债	AA⁻	AA⁻	稳定	2020/08/25	张婷婷 王治 黄焘	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
16 文山债/16 文城投	AA	AA	稳定	2016/08/04	闫蓉 张宁	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读正文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

文山城市建设投资（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2020 年 6 月，文山州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“文山州国资委”）将持有的公司全部股权划至文山市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“文山市国资局”），公司控股股东由文山州国资委变更为文山市国资局。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，文山市国资局为公司唯一股东，文山市人民政府是公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围减少旧城拆迁改造、土地整理（不含爆破作业）；增加土地整理、建筑物拆除（不含爆破作业），建筑装饰装修工程，土石方工程，机械设备租赁，再生资源回收（不含固体废物、危险废物、报废汽车等经相关部门批准的项目）。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司 5 家。公司本部内设财务部、融资部、风控部、人事部和办公室等 5 个职能部门。

截至 2020 年底，公司资产总额 151.97 亿元，所有者权益合计 76.88 亿元；2020 年，公司实现营业收入 8.07 亿元，利润总额 0.85 亿元。

公司注册地址：云南省文山壮族苗族自治州文山市新平街道里布嘎社区城南大桥头（原云锡会所）。法定代表人：李睿飞。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年底，联合资信所评公司债券余额 6.96 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期足额支付债券利息及分期兑付本金。截至 2020 年底，“16 文山债/PR 文山债”募集资金已使用完毕。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 文山债/PR 文山债	11.60	6.96	2016/9/13	7

注：上述债券设置分期偿还条款，在存续期的第3~7年分别偿还本金的20%
资料来源：联合资信整理

公司“16 文山债/PR 文山债”募集资金主要投向惠民家园、樱花山谷（一、二）公租房项目，登高片区、老保黑片区保障性住房项目和老实小片区棚户区改造项目。截至 2020 年底，惠民家园公租房项目已投入使用；樱花山谷（一、二）公租房项目已进入收尾阶段；登高片区、老保黑片区保障性住房项目已投入使用；老实小片区城市棚户区改造项目已完工。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力

较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，

明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”

2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，文山市经济持续增长，固定资产投资显著下滑；财政实力有所增强，但政府债务负担仍很重。

公司主要负责文山市城市基础设施建设，公司的可持续发展直接受地区经济实力影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

根据文山市《2020 年 1－12 月综合月报》，2020 年文山市地区生产总值（GDP）324.45 亿元，比上年增长 3.0%。分产业看，第一产业增加值 27.14 亿元，比上年增长 5.2%，拉动 GDP 增长 0.4 个百分点，对 GDP 增长的贡献率为 12.7%；第二产业增加值 137.14 亿元，增长 3.6%，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，对 GDP 增长的贡献率为 58.4%；第三产业增加值 160.17 亿元，增长 1.9%，拉动 GDP 增长 0.9 个百分点，对 GDP 增长的贡献率为 28.9%。三次产业结构由上年的 7.6：42.5：49.9 调整为 8.4：42.3：49.3。全年规模以上固定资产投资完成 136.01 亿元，同比下降 51.0%。其中，工业投资完成 33.48 亿元，同比下降 48.1%；交通运输业投资完成 43.47 亿元，同比增长 17.6%；农田水利投资完成 4.61 亿元，同比下降 54.2%，房地产开发投资完成 28.02 亿元，同比下降 77.8%。

根据《关于文山市 2020 年地方财政预算执行情况和 2021 年地方财政预算草案报告》，2020 年，文山市完成地方一般公共预算收入 23.18 亿元，同比增长 3.5%，其中税收收入 13.92 亿元，占 60.06%，财政收入质量一般；完成地方一般公共预算支出 58.25 亿元，同比增长 3.9%；财政自给率为 39.79%，自给能力弱。同期，文山市完成政府性基金收入 9.89 亿元，同比增长 18.4%；共收到上级补助 31.56 亿元。文山市 2020 年地方政府债务限额 156.21 亿元，其中一般债务限额 106.55 亿元，专项债务限额 49.66 亿元。截至 2020 年底，文山市政府债务余额 133.87 亿元，其中一般债务余额 86.97 亿元，专项债务余额 46.9 亿元。

六、基础素质分析

1. 股权状况

未来公司股权结构可能发生变更，联合资信将持续关注其对公司生产经营和管理的影响。

根据《云南省深化国有企业改革三年行动方案（2018－2020 年）》，云南省国有资产规模介于 300 亿元到 2000 亿元之间的州市，保留不超过 5 户平台企业；县（市、区）最多可保留 1 户平台企业。2020 年 6 月，公司唯一股东由文山州国资委变更为文山市国资局，实际控制人由文山州人民政府变更为文山市人民政府，公司定位由文山州重要的城市基础设施建设主体变更为文山市重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体。

根据《文山市国有企业集团组建整合方案》，公司及下属子公司 100%股权将划转至文山市城乡建设投资经营管理有限公司（以下简称“文山市城乡投公司”），受原董事长、董事、监事涉嫌犯罪案件正在办理中，股权划转将于结案后划转。

截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，公司唯一股东为文山市国资局，实际控制人为文山市人民政府。公司在业务范围、业务模式、代建项目回款保障方面未发生实质变化，公司仍主要负责文山市基础设施建设，代建协议签订方及回款方均为文山市政府相关单位。目前，公司仍为文山州唯一公开发行债券的平台企业。但未来公司股权结构可能发生变更，联合资信将持续关注其对公司生产经营和管理的影响。

2. 外部支持

2020 年，公司获得扶贫车间补贴款 1.43 万元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增关注/不良类贷款；未发现公司有其他不良信用记录；公司另有涉诉案件 11 例，因部分企业名下无可供执行财产，公司坏账损失风险较大。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：915326216979630090），截至 2021 年 5 月 12 日，公司未结清债务信息中有 1 笔关注类贷款，授信机构为富滇银行股份有限公司文山分行（以下简称“富滇银行”），贷款余额 1.40 亿元。已还清债务信息中，有 1 笔关注类贷款。公司于 2016 年 3 月 31 日在富滇银行办理 4 亿元项目贷款，于 2020 年 3 月 31 日到期，公司申请办理政府隐性债务置换（借新还旧），同时，富滇银行根据银监发（2007）54 号文，将上述借新还旧业务调整为关注类，因此，公司同时新增 1 笔已结清的关注类贷款和 1 笔未结清的关注类贷款。

截至 2021 年 6 月 3 日，公司涉及被执行信息一起，执行总金额 16.36 万元，系与中国建设银行股份有限公司文山壮族苗族自治州分行的金融借款合同纠纷所致。根据公司提供的说明，上述强制执行系公司投资开发建设的城投春天小区业主未按时足额偿还按揭贷款本息所致，公司作为连带担保责任人，一并成为被执行人。另外，公司涉诉案件 11 例，系公司作为原告对云南金昆房地产集团有限公司、云南三鑫集团有限公司、文山市智新科技有限公司等民营企业提起诉讼，要求上述企业偿还借款余额合计 1.17 亿元，部分企业名下已无可供执行财产，截至 2020 年底，公司已计提坏账准备 0.88 亿元，公司存在较大的坏账损失。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事、高管成员及组织架构有所调整，联合资信将持续关注其对公司生产经营和管理的影响。

2020年4月，公司董事会研究决定，任命闵陈位为财务负责人。2020年7月，公司任命袁世琼为财务部经理，兼任财务负责人。

2020年5月，公司董事毛海华和监事薛国奎涉嫌严重违纪违法接受纪律审查和检查调查。2020年5月底，经公司股东文山市国资局决定，免去毛海华和薛国奎相关职务，公司聘任沈家印为新任董事，免去薛国奎、刘基林、袁世琼监事职务，聘任温德荣、李晓江、张晓敏、蓬云武为新任监事，监事会主席为温德华。同时，公司修改了公司章程的相关内容。

2020年11月，公司董事长李奎因非法收受他人财物，并涉嫌贪污罪、受贿罪，被移送文山市检察院审查起诉。根据《文山城市建设投资（集团）有限公司股东决定》文件，聘任李睿飞为公司董事长、总经理、法定代表人，免去李奎公司董事长、法定代表人职务，免去杨熙公司总经理职务。聘任李睿飞、黄钟、赵英、沈家印、李赵梅为公司董事，免去李奎、杨熙、高凤庆公司董事职务。聘任周碧海、李孝梅、黄国龙、石明艳、王子毅为公司监事，免去艾宏、蓬云武、李晓江、张晓敏、温德荣公司监事职务。

李睿飞，1988 年 3 月出生，大专学历；曾任公司副总经理，现任公司董事长、总经理、法定代表人，任鑫宁物业管理有限公司总经理。

袁世琼，大专学历；曾任文山市向丰房地产开发有限公司会计，现任公司财务部经理，兼任财务负责人。

跟踪期内，公司董事、监事及高管人员变更较为频繁，联合资信将持续关注其对公司生产经营和管理的影响。

此外，跟踪期内，公司法人治理结构与管理制度无重大变化，组织架构有所调整，由原来的 8 个部门调整为目前的 5 个部门，上述变化对公司生产经营和日常管理无重大不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事基础设施代建业务，营业收入大幅下降，综合毛利率小幅下降。

公司主要从事文山市道路、保障房、环境治理等城市基础设施代建业务，同时开展少量物业服务业务。2020 年，公司实现营业收入 8.07 亿元，同比下降 29.72%，仍主要来自工程代建，占比 98.45%，其他业务收入规模小。同期，公司综合毛利率较上年小幅下降至 15.53%。

表4　2019－2020年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程代建	113600.14	98.98	17.40	79402.18	98.45	14.87
房地产销售	22.30	0.02	32.66	212.15	0.26	52.25
其他收入	1146.87	1.00	55.33	1040.62	1.29	57.32
合计	**114769.31**	**100.00**	**17.78**	**80654.95**	**100.00**	**15.53**

注：其他收入主要包括租赁收入、公厕管理费、卫生费等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1） 工程代建业务

跟踪期内，公司确认的代建收入大幅下降，在建项目进展缓慢；在建项目中因征地拆迁资金问题而停工的项目较多，后期在建、拟建项目投资规模较小，经营可持续性值得关注。考虑到公司未结转开发成本规模较大，公司未来仍能形成一定规模的工程代建业务收入。

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主要与文山市政府及相关单位签订委托建设协议，公司负责项目工程的前期规划、施工及分包管理、工程进度、工程质量管理等工作，根据项目工程主体的不同部分的专业要求，公

司会将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项目建设实际支出和代建服务费。根据文政复〔2016〕674 号文，从2017 年起，公司未竣工项目及新实施的政府建设项目按照实际投资额的 20%收取代建费。公司从2017 年起统一按 20%比例核算代建服务费。

公司按照当期实际投入成本加成代建费确认收入。2020 年，公司确认工程收入 7.94 亿元，同比下降 30.10%，主要系受新冠肺炎疫情的不利影响所致。当期结转收入项目主要涉及西山中寨片区棚户区改造项目、保障性住房、三七园区（高登片区）二期道路工程以及 12A 号道路等。同期，工程代建业务毛利率为 14.87%，较上年小幅下降 2.53 个百分点。

截至2020年底，公司主要在建项目总投资82.04亿元，已完成投资48.16亿元，已累计确认收入34.59亿元，累计回款26.17亿元。截至2020年底，公司存货中尚未结转开发成本26.24亿元。西山中寨片区棚户区改造项目、12A号道路、盘龙河综合治理工程和13号道路工程等6个项目因征地拆迁安置问题未解决而暂处于停工状态。除停工项目外，其他主要在建项目均处于已完工正结算状态。截至2020年底，公司拟建项目5个，预计总投资约3.66亿元，目前均已获得发改委立项审批。总体看，公司在建、拟建项目后期投资规模较小，考虑到公司未结转开发成本规模较大，公司未来仍能形成一定规模的工程代建业务收入。

表5　截至2020年底公司主要在建项目概况（单位：万元）

项目名称	委托方	总投资（预期）	预计竣工时间	已完成投资	累计确认收入	累计回款金额
西山中寨片区棚户区改造项目	文山市住建局	296700.00	停工	77146.11	165559.20	123800.00
保障性住房	文山市住建局	199474.03	2018.09	191950.00	63945.13	655.00
12A 号道路	文山市住建局	82000.00	停工	75023.00	20077.80	18121.64
盘龙河综合治理工程	文山市人民政府	77783.00	停工	39416.00	41552.92	41346.61
马塘小集镇建设工程	马塘镇人民政府	50000.00	2019.12	1794.93	2466.44	1724.79
三七园区（高登片区）二期道路工程	文山市三区园区管理委员会	25175.00	2017.12	16519.00	15496.06	988.00
13 号道路工程	文山市住建局	13800.00	停工	10000.00	10063.78	--
思源实验学校	文山市教育局	13186.00	2019.07	13349.58	3831.87	13330.10
十二中	文山市教育局	11572.00	2017.05	7811.11	1129.65	13995.20
七中	文山市教育局	9385.00	2017.05	12704.31	3550.22	7685.00
其他 13 个代建项目	文山市教育局、文山市住建局等	41283.50	--	35934.63	18250.00	40087.56
合计	**--**	**820358.53**	**--**	**481648.67**	**345923.07**	**261733.90**

资料来源：公司提供

表6　截至2020年底公司主要拟建项目概况（单位：万元）

项目名称	总投资（预期）	项目进展安排	资金筹集方案
文山市城南片区 9 号道路项目	19701.80	已立项	自筹为主
文山市城南片区 10 号市政道路项目	780.00	“三证一书”，未动工	自筹
文山市城南片区 13 号市政道路下段延长线	11314.00	“三证一书”，已完成一段，完成投资 2760 万元。	自筹
文山市城南新区 21 号道路工程	1694.00	可研报告、环评报告，未动工	自筹为主
文山市城南片区 3 号桥桥梁工程项目	3087.00	“二证一书”，未动工	自筹为主
合计	**36576.80**	--	--

资料来源：公司提供

（2）房地产及其他业务

跟踪期内，公司房地产销售及其他业务收入规模小，增长空间有限。

公司房地产业务采用市场化运营模式，从土地招拍挂市场购入土地，自筹资金进行建设。2020年房地产销售收入来自城投春天项目剩余房屋销售。公司房地产销售收入规模仍很小，2020年为212.15万元。

公司其他业务收入主要来自子公司文山馨宁物业管理有限公司收取的车位费、摊位费、清洁处理费和动态管理服务费。文山馨宁物业管理有限公司目前管理的项目包括泰民家园、复烤厂、锦绣大厦、瑞民家园、鲜三七市场、城投绿叶等。2020年公司实现其他业务收入1040.62万元。

此外，公司在建自营项目建瓴写字楼，一期用地面积1100平方米，总建筑面积50021平方米；二期用地面积10000平方米，总建筑面积105000平方米。项目总投资1.99亿元，资金来源为自有资金，未来收益来自写字楼租赁。截至2020年底，建瓴写字楼已投资189.00万元，2021年计划投资0.30亿元。

3. 未来发展

未来，公司仍将主要从事文山市道路、保障房、环境治理等城市基础设施代建业务。根据《文山市国有企业集团组建整合方案》，公司及下属子公司 100%股权将划转至文山市城乡投公司，受原董事长、董事、监事涉嫌犯罪案件正在办理中，股权划转将于结案后划转。

九、财务分析

公司提供的 2020 年度财务报表已由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，该事务所出具了标准无保留意见的审计结论。

2020 年，公司纳入合并范围子公司合计 5 家，较 2019 年无变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，其中预付款、往来款和土地资产占比高，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 151.97 亿元，较上年底下降 6.55%，主要系流动资产减少所致。公司资产以流动资产为主，占比仍在95%以上。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.05	0.65	0.31	0.20
预付款项	23.88	14.69	18.43	12.13
其他应收款	42.63	26.22	45.40	29.87
存货	87.44	53.77	79.93	52.60
流动资产	**155.43**	**95.58**	**144.69**	**95.21**
无形资产	3.69	2.27	3.57	2.35
非流动资产	**7.19**	**4.42**	**7.28**	**4.79**
资产总额	**162.62**	**100.00**	**151.97**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动资产 144.69 亿元，较上年底下降 6.91%，主要系预付款项和存货减少所致。公司货币资金规模小，2020 年底为 0.31 亿元，其中受限资金 136.22 万元，可支配货币资金不足。公司预付款项 18.43 亿元，较上年底下降 22.82%，主要为预付文山市住房和城乡建设局以及文山市国有土地上房屋征收与补偿办公室的工程款项，账龄 3 年以上占比 99.95%，账龄较

长，对公司资金形成较大占用。其他应收款 45.40 亿元，较上年底增长 6.49%，主要是与文山市财政局、文山市国土资源收购储备交易中心以及文山市交通建设投资有限责任公司等政府部门及国有企业的往来款，其中前五大应收单位合计占比 76.47%，集中度高；公司累计计提坏账准备 0.88 亿元。公司存货 79.93 亿元，较上年底下降 8.58%，主要系开发成本减少所致；公司存货主要为拟开发土地（占 67.10%）和开发成本（占 32.83%），拟开发土地系由文山州政府 2012－2014 年期间注入公司土地，使用权类型全部为出让，均未缴纳土地出让金。

截至 2020 年底，公司非流动资产 7.28 亿元，主要由长期股权投资、无形资产和其他权益工具投资构成。公司长期股权投资 2.26 亿元，较上年底增长 5.85%，主要系当期公司对文山市隆恩城投建设有限公司追加投资 0.09 亿元所致。公司无形资产 3.57 亿元，较上年底小幅下降 3.37%，全部为土地使用权。公司其他权益工具投资 1.03 亿元，主要为对广南县农村信用合作联社、文山民丰村镇银行以及文山州城投安居建设工程有限公司等单位的投资。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 13.20 亿元，占资产总额 8.69%，包括存货中用于借款抵押的土地 13.19 亿元和用于缴纳客户房贷保证金的银行存款 136.22 万元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定；随着债务的偿付，有息债务规模有所减少，但短期偿债压力很大。

截至2020年底，公司所有者权益76.88亿元，较上年底小幅增长。其中，实收资本和资本公积分别为2.00亿元和57.95亿元，较上年底无变化。整体看，跟踪期内，公司所有者权益规模与结构基本保持稳定。

表 8　公司所有者权益和负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	61.98	71.79	51.47	68.55
一年内到期的非流动负债	6.57	7.61	4.54	6.04
流动负债	**72.39**	**83.85**	**62.77**	**83.59**
长期借款	5.61	6.50	7.14	9.51
应付债券	6.91	8.01	4.71	6.27
非流动负债	**13.94**	**16.15**	**12.32**	**16.41**
负债总额	**86.33**	**100.00**	**75.09**	**100.00**
实收资本	2.00	2.62	2.00	2.60
资本公积	57.95	75.96	57.95	75.37
未分配利润	14.61	19.15	15.21	19.78
所有者权益合计	**76.28**	**100.00**	**76.88**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司负债总额 75.09 亿元，较上年底下降 13.02%，主要系流动负债减少所致。从负债结构来看，公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比为 83.59%。

截至 2020 年底，公司流动负债 62.77 亿元，较上年底下降 13.30%，主要系其他应付款减少所致。公司短期借款 3.70 亿元，较上年底增加 2.80 亿元，利率水平为 5.50%~7.35%。公司其他应付款 51.47 亿元，较上年底下降 16.95%，主要系应付工程款减少所致，公司其他应付款主要为应付工程款（占 55.29%）和往来单位无息借款（占 41.87%，主要是与文山市政府单位的往来款，少量与文山州平台企业的往来款）。公司一年内到期的非流动负债 4.54 亿元，较上年底大幅下降

30.92%，主要为一年内到期的长期借款 1.30 亿元和一年内到期的应付债券 2.32 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 12.32 亿元，较上年底下降 11.62%，主要系应付债券的偿付所致。其中，长期借款 7.14 亿元，较上年底增加 1.53 亿元，主要为质押+保证借款（占 52.13%）、抵押+质押+保证借款（占 27.88%）以及抵押+保证借款（占 25.22%），长期借款期限主要为 3 年，最长 20 年，利率水平为 3.92%~9.00%。应付债券 4.71 亿元（全部为“16 文山债”剩余待偿本息，其中 2.32 亿元转入一年内到期的非流动负债），较上年底下降 2.21%，主要系“16 文山债”偿还部分本金所致。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 20.56 亿元，较上年底下降 7.43%，其中短期债务 8.24 亿元，占 40.07%，长期债务 12.32 亿元，占 59.93%。有息债务偿付安排方面，2021－2023 年，公司到期需偿还的有息债务分别为 8.24 亿元、4.35 亿元和 4.16 亿元。

从债务指标上看，截至2020年底，随着债务的偿还，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49.41%、13.81%和21.10%，较上年底分别下降3.68个百分点、1.64个百分点和1.45个百分点。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模大幅下降，利润总额有所下降，公司整体盈利能力仍然弱。

2020 年，公司实现营业收入 8.07 亿元，同比下降 29.72%，主要系工程代建收入减少所致；公司营业成本 6.81 亿元，同比下降 27.80%；公司营业利润为 0.85 亿元，较上年下降 21.80%。

2020 年，公司期间费用为 0.37 亿元，其中管理费用 0.22 亿元，财务费用 0.15 亿元。期间费用率为 4.60%。公司期间费用控制能力较好。

2020 年，公司实现利润总额 0.85 亿元，较上年减少 0.22 亿元。从盈利指标来看，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率较上年均有所下降，分别为 15.45%、0.66%和 0.81%。总体看，公司盈利能力仍弱。

4．现金流分析

跟踪期内，受代建项目投入及往来款支付规模较大影响，公司经营活动现金净流入明显减少；投资活动现金流入、流出规模仍较小；由于偿还债务规模下降，公司筹资活动产生的现金净流出规模有所减少。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入同比下降 24.43%至 14.02 亿元，主要为代建项目回款和收到的往来款；经营活动现金流出同比增长 28.55%至 10.52 亿元，主要为代建项目支出以及往来款的支付。同期，经营活动现金流量净额为 3.50 亿元。2020 年，公司现金收入比为 103.21%，较上年提升 11.83 个百分点，整体收入实现质量尚可。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入、流出规模仍较小。当期，投资活动产生的现金流量净额-0.43 亿元。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入 15.04 亿元，同比增长 15.48%，主要为取得借款收到现金以及往来款；公司筹资活动现金流出 18.45 亿元，较上年下降 38.93%，主要为偿还债务本息支付的现金。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净流出 3.41 亿元。

5．偿债能力

公司短期偿付压力很大；长期偿债能力指标较弱。考虑到公司能够在业务发展及回款方面获得一定的外部支持，整体偿债风险很低。

从短期偿债指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率分别由上年底的 214.70%和 93.92%%上升至 230.52%和 103.17%。2020 年，公司经营现金流动负债比由上年的 14.32%下降至 5.58%。公司现金类资产规模大幅下降，现金短期债务比为 0.04 倍，公司短期偿付压力很大。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司

EBITDA 为 1.14 亿元，全部债务/EBITDA 由上年的 14.05 倍上升至 17.97 倍；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 0.20 倍，较上年的 0.97 倍有所下降，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司能够在业务发展及回款方面获得一定的外部支持，公司整体偿债风险很低。

截至 2020 年底，公司在银行授信总额为 14.38 亿元，其中已使用授信额度 13.88 亿元，公司融资渠道亟待拓展。

截至 2020 年底，公司对外担保余额 9.34 亿元，担保比率 12.15%，被担保单位均为地方国有企业，其中对文山州城投安居建设工程有限公司担保期限较长，目前被担保企业均正常经营，公司代偿风险一般。

表 9　公司对外担保明细（单位：亿元）

单位名称	类型	金额	期限
文山州城投安居建设工程有限公司	保证	7.34	2017 年 11 月 7 日至 2027 年 11 月 6 日
文山交通投资建设集团有限公司	保证	2.00	2019 年 9 月 20 日至 2022 年 12 月 20 日
合计	--	**9.34**	--

资料来源：公司提供

6．母公司财务概况

公司资产、债务以及经营收入集中在母公司；跟踪期内，母公司权益规模相对稳定，债务负担一般，盈利能力仍弱。

截至2020年底，母公司资产总额147.53亿元，占合并报表资产总额的97.08%，母公司资产构成同合并口径相近，主要由预付款项、其他应收款和存货构成。

截至2020年底，母公司所有者权益74.08亿元，占合并报表所有者权益的96.35%。母公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润构成。

截至2020年底，母公司负债总额73.46亿元，占合并报表负债总额的97.83%。母公司债务构成同合并口径相近，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。截至2020年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为49.79%和20.80%，较上年底分别下降3.87个百分点和1.52个百分点。母公司整体债务负担一般。

2020 年，母公司实现营业收入 7.93 亿元，占合并报表营业收入的 98.31%；利润总额为 0.98 亿元，为合并报表利润总额的 114.92%，主要系子公司亏损所致。母公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 15.04%、0.96%和 1.01%，较上年均有所下降，整体盈利能力仍弱。

十、存续期内债券偿债能力分析

公司2021年到期应付债券和未来代偿债券本金峰值规模不大，但公司现金类资产规模小，且部分使用权受限，公司存续债券短期偿付压力大。

截至2020年底，公司存续债券余额6.96亿元，即“16文山债/PR文山债”待偿债券本金，公司2021年到期债券余额和未来待偿债券本金峰值均为2.32亿元。截至2020年底，公司现金类资产对2021年到期债券余额覆盖倍数为0.13倍，保障能力弱；2020年经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对未来待偿债券本金峰值覆盖倍数分别为6.04倍和1.51倍，保障能力较好；2020年EBITDA对未来偿债本金峰值覆盖倍数为0.49倍，保障能力较弱。考虑到公司现金类资产中部分使用权受限，公司存续债券短期偿付压力大。

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

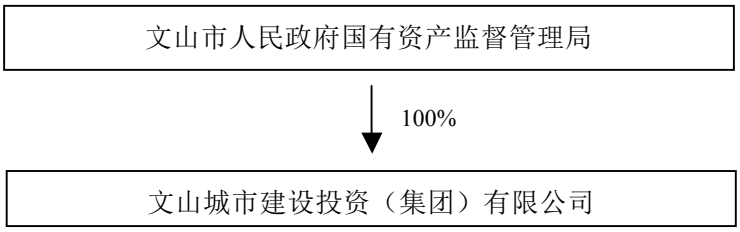
项 目	指标值
2021 年到期债券余额	2.32
未来待偿债券本金峰值	2.32
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	0.13
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.04
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.51
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.49

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

十一、 结论

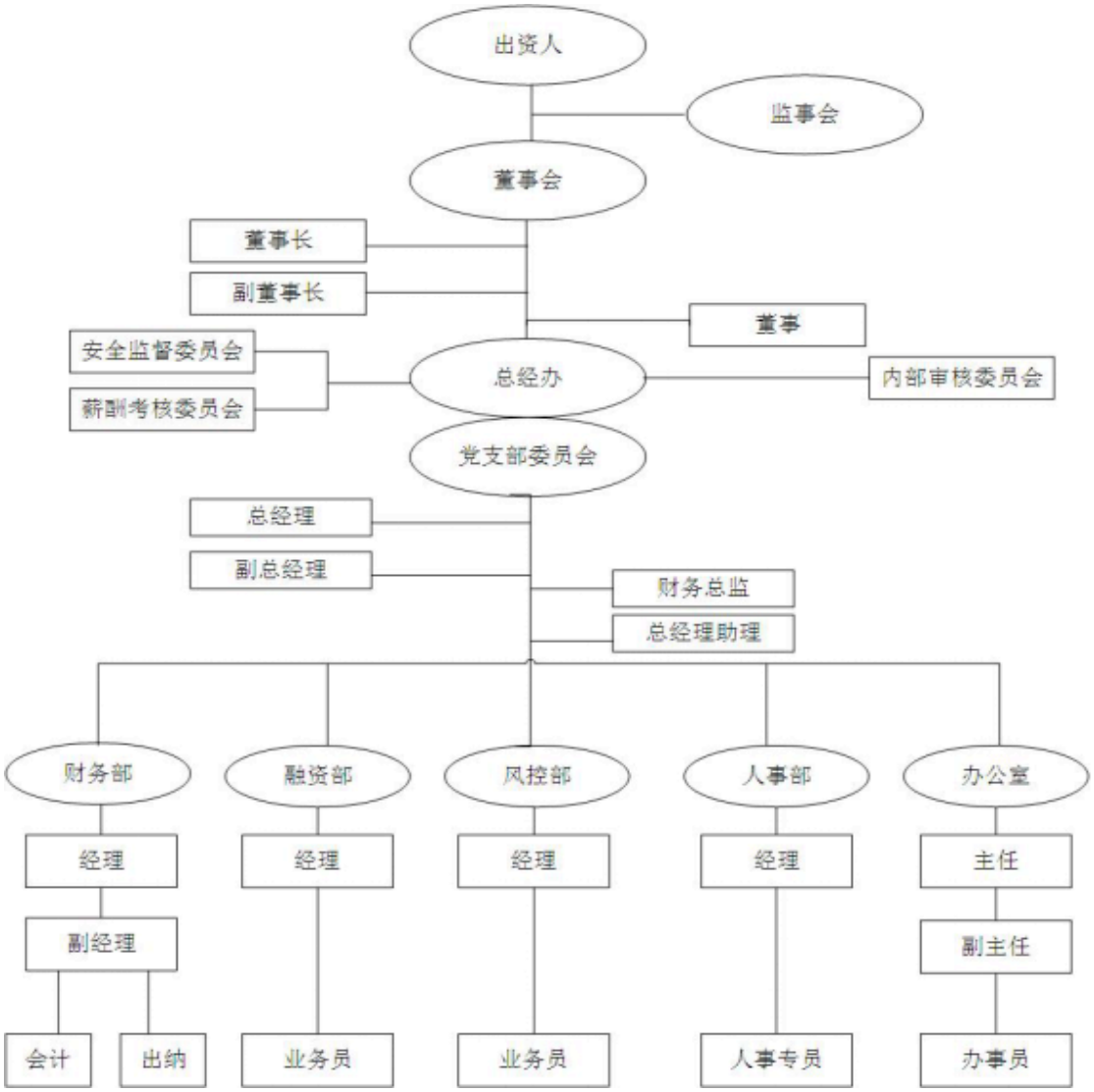
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“16文山债/PR文山债”的债项信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
文山市开发投资有限公司	文山市	对基础产业进行投资	9600.00	100.00	设立
云南建瓴建设工程有限公司	文山市	建筑施工、房地产开发	4000.00	100.00	设立
文山馨宁物业管理有限公司	文山市	物业管理服务	200.00	100.00	设立
文山城市园林绿化有限公司	文山市	园林绿化	200.00	100.00	设立
文山城市渣土运输服务有限公司	文山市	道路运输业	5000.00	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.93	1.05	0.31
资产总额(亿元)	170.21	162.62	151.97
所有者权益(亿元)	75.44	76.28	76.88
短期债务(亿元)	8.22	8.27	8.24
长期债务(亿元)	39.18	13.94	12.32
全部债务(亿元)	47.40	22.21	20.56
营业收入(亿元)	9.37	11.48	8.07
利润总额(亿元)	1.29	1.06	0.85
EBITDA(亿元)	1.59	1.58	1.14
经营性净现金流(亿元)	7.32	10.37	3.50
财务指标			
销售债权周转次数(次)	251.35	58.02	17.66
存货周转次数(次)	0.09	0.11	0.08
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.05
现金收入比(%)	101.90	91.38	103.21
营业利润率(%)	16.52	17.72	15.45
总资本收益率(%)	0.92	1.26	0.80
净资产收益率(%)	1.32	1.14	0.81
长期债务资本化比率(%)	34.18	15.45	13.81
全部债务资本化比率(%)	38.59	22.55	21.10
资产负债率(%)	55.68	53.09	49.41
流动比率(%)	293.90	214.70	230.52
速动比率(%)	127.98	93.92	103.17
经营现金流动负债比(%)	13.17	14.32	5.58
现金短期债务比(倍)	0.96	0.13	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.66	0.97	0.20
全部债务/EBITDA(倍)	29.83	14.05	17.97

注：本报告已将长期应付款中的有息部分纳入全部债务计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.81	0.97	0.04
资产总额(亿元)	166.10	158.24	147.53
所有者权益(亿元)	72.46	73.33	74.08
短期债务(亿元)	7.78	7.87	7.86
长期债务(亿元)	37.79	13.21	11.60
全部债务(亿元)	45.57	21.08	19.46
营业收入(亿元)	9.17	10.92	7.93
利润总额(亿元)	1.38	1.04	0.98
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	7.73	10.31	3.49
财务指标			
销售债权周转次数(次)	263.81	342.58	57.26
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.05
现金收入比(%)	100.51	99.90	101.44
营业利润率(%)	16.07	16.61	15.04
总资本收益率(%)	1.04	1.29	0.96
净资产收益率(%)	1.51	1.18	1.01
长期债务资本化比率(%)	34.28	15.26	13.54
全部债务资本化比率(%)	38.61	22.33	20.80
资产负债率(%)	56.38	53.66	49.79
流动比率(%)	290.32	214.39	230.90
速动比率(%)	125.49	92.45	101.73
经营现金流动负债比(%)	13.83	14.38	5.64
现金短期债务比(倍)	1.00	0.12	0.01
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：本报告已将长期应付款中的有息部分纳入全部债务计算

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%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。