信用等级公告

联合[2018] 1212 号

联合资信评估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/16 文城投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

文山城市建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

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
16 文山债/16 文城投	11.60 亿元	2023/9/13	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	26.00	20.31	19.14
资产总额(亿元)	116.53	174.74	189.76
所有者权益(亿元)	71.38	73.79	73.93
短期债务(亿元)	3.60	2.30	23.73
长期债务(亿元)	39.65	59.25	50.63
全部债务(亿元)	43.25	61.55	74.35
营业收入(亿元)	9.42	9.05	7.97
利润总额(亿元)	3.13	2.48	0.75
EBITDA(亿元)	4.27	3.09	1.17
经营性净现金流(亿元)	-2.83	-18.74	-11.14
营业利润率(%)	9.31	1.40	16.20
净资产收益率(%)	4.38	3.33	0.71
资产负债率(%)	38.74	57.77	61.04
全部债务资本化比率(%)	37.73	45.48	50.14
流动比率(%)	2032.63	430.09	284.99
经营现金流动负债比（%）	-51.42	-47.48	-17.18
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	19.94	63.41

注：2016 年财务数据为差错更正后数据。

分析师

张龙景　张　铖

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

跟踪期内，文山州区域经济稳步增长，文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为文山州政府直属国有资产运营主体，在基础设施建设方面专营优势明显，政府支持力度较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司其他应收款和存货占比高、营业收入下降、短期债务偿还压力大等因素对公司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，基础设施投资大幅增长，为公司业务发展提供了良好的外部环境，公司经营前景较好。

“16 文山债/16 文城投”设立了本金分期偿付条款，公司经营活动现金流入量对分期偿还本金保障程度较好。

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，“16 文山债/16 文城投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，文山州经济稳步增长，基础设施投资大幅增加，为公司发展提供了良好的外部环境。
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专营性优势。

关注

1. 跟踪期内，公司其他应收款、存货占比高，资产质量一般。
2. 公司在建项目投资规模较大，有息债务规模快速增长，短期支付压力大。
3. 跟踪期内，公司营业收入、利润总额下降，盈利能力弱。

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。

文山城市建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

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文山城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍由文山州住房和城乡建设局代表文山州人民政府履行出资人职责，实际控制人为文山州人民政府。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元。

跟踪期内，公司营业范围增加房地产经纪服务。变更后营业范围：城市道路以及城市基础设施、市政公共设施的投资建设；给排水管网投资建设与管理；城市燃气管网投资建设与管理；房地产开发经营，房地产经纪服务；建筑材料销售；旧城拆迁改造、土地整理(不含爆破作业)；房屋建筑工程（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的一级子公司 5 家。公司本部内设人事部、工程部、审计部、财务部等 8 个职能部门。截至 2017 年底，公司本部员工总数 49 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 189.76 亿元，所有者权益合计 73.93 亿元（其中少数股东权益 0.16 亿元）；2017 年公司实现营业收入 7.97 亿元，利润总额 0.75 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噶社区城南大桥头（原云锡会所）；法定代表人：李奎。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评公司债券余额合计 11.60 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期足额支付债券利息。截至 2018 年 5 月底，“16 文山债/16 文城投”募集资金已使用完毕。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 文山债/16 文城投	11.60	11.60	2016/9/13	7 年
合计	**11.60**	**11.60**	--	--

资料来源：联合资信整理

公司“16 文山债/16 文城投”募集资金主要投向惠民家园、樱花山谷公租房项目，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 2017 年底，惠民家园公共租赁住房项目已完工，正在等待最终验收；樱花山谷（一、二）期公共租赁住房项目主体已完工，正在进行室内外装饰装修；登高片区保障性住房项目已完工，正在等待最终验收；老保黑片区保障性住房项目主体已完工，正在进行室内外装修及基础配套设施建设；老实小片区城市棚户区改造项目征地拆迁已基本完工。

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导、融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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措施，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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交

		易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司承担着文山州城市基础设施建设职能。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。

跟踪期内，文山州经济稳步增长，基础设施投资大幅增加，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

2017 年文山州实现地区生产总值 809.1 亿元，同比增长 10%。其中：第一产业增加值 163.03 亿元，同比增长 6%；第二产业增加值 291.67 亿元，同比增长 11.9%。其中全部工业增加值 182.21 亿元，同比增长 13.4%，建筑业增加值 110.19 亿元，同比增长 8.9%；第三产业增加值 354.4 亿元，同比增长 10.3%。全州三次产业比重由上年的 21.1:35.8:43.1 调整为 20.2:36.0:43.8。2017 年全州完成固定资产投资 758.07 亿元，同比增长 20.8%，高于上年 4.8 个百分点。其中：基础设施投资 338.48 亿元，同比增长 77.7%；按三次产业分：第一产业投资 659.51 亿元，同比增长 27.5%；第二产业投资 88.95 亿元，同比增长 6.2%；第三产业投资 633.91 亿元，同比增长 26.2%。总体看，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”，地区生产总值较快增长，区域经济综合实力持续增强。

五、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2017 年底，公司注册资本 2.00 亿元，文山州人民政府授权文山州住房和城乡建设局（以下简称“文山住建局”）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. 人员素质

跟踪期内，公司董事会、监事会、高级管理人员换届。根据《文山城市建设投资(集团)有限公司第四届第一次董事会决议》，选举李奎任公司董事长兼法定代表人，任命杨熙为副董事长兼公司总经理，任命覃雨林为公司财务负责人。

李奎，55 岁，本科学历，公路与桥梁工程专业，曾任麻栗坡县统计局局长、交通局局长、经济商务局局长以及公司总经理助理、副总经理。

杨熙，29 岁，本科学历，土木工程专业，2012 年 7 月进入公司任职，先后担任工程部副经理、工程部经理、总经理助理。

覃雨林，25 岁，本科学历，会计学专业，2015 年 3 月进入公司任职，曾担任财务部副经理。

总体看，公司现任高管人员专业学历水平较好，均具备一定的经营管理经验。

3. 外部支持

跟踪期内，文山州财政收入保持稳定，公司获文山州政府债务置换、上调代建服务费支持。

根据文山州 2017 年地方财政预算执行情况，全州一般公共预算收入 56.88 亿元，同比增长 4.0%，其中税收收入 39.15 亿元，同比增长 4.0%，占地方一般公共财政预算收入 68.8%；全州一般公共预算支出 321.57 亿元，财政自给率低。政府性基金收入 23.47 亿元，同比增长 22.7%；上级补助收入 216.06 亿元。全州政府债务限额 243.50 亿元（其中：一般债务 216.83 亿元、专项债务 26.67 亿元），全州政府债务余额 191.97 亿元（其中：一般债务余额 172.60 亿元、专项债务余额 19.37 亿元），占债务限额的 78.8%。总体看，文山州政府财力保持稳定，但对上级补助依赖大。

跟踪期内，文山州政府出具《关于提高政府建设项目服务费结算标准的批复》（文政复〔2016〕674 号），同意从 2017 年起未竣工项目及今后实施的政府建设项目按照实际投资额的 20%收取代建费。同时，2018 年 5 月文山州政府提前置换了公司存续债券“14 文山债/PR 文城投”。

4. 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 2018 年 5 月 16 日，公司无不良和关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月 16 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

公司为加强国有企业党组织领导核心作用，跟踪期内设立了党支部委员会。根据公司最新章程，公司重大经营管理事项必须经党支部会议研究讨论后，再由董事会或经理层做出决定。

除成员换届外，公司董事会、监事会机构职权、运行机制等方面较上期未发生变化。公司内部各项经营管理制度较上期未发生调整。

七、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，营业收入下降，但毛利率大幅提高。

公司主要从事城市基础设施建设及保障房开发业务，同时开展少量租赁、物业服务业务。2017 年公司工程代建收入同比减少 10.65%，由于本期代建服务费比例上调，工程代建毛利率上升至 15.49%；公司可售房源减少，房地产销售收入下降 67.51%；公司承接了市政府及各单位的公务用车租赁业务，租赁收入增长 78.53%，资产折旧增加，毛利率降为负值；公司其他业务收入增长主要系三七市场摊位租金收入增加。

表3 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程收入	86794.95	95.93	0.96	77549.93	97.30	15.49
房地产销售	3255.98	3.60	25.56	1057.72	1.33	40.00
租赁收入	240.05	0.27	89.76	428.57	0.54	-0.73
其他收入	186.91	0.20	79.24	662.12	0.83	82.42
合计	**90477.89**	**100.00**	**2.24**	**79698.34**	**100.00**	**16.28**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程代建业务

跟踪期内，公司工程代建服务费比例上调，主要在建项目有序推进，在建项目后期投资规模较大，存在一定的筹资压力。

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项目建设实际支出和代建服务费。2016 年 12 月，文山州政府出具《关于提高政府建设项目服务费结算标准的批复》（文政复〔2016〕674 号），同意从 2017 年起未竣工项目及今后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 2017 年统一按 20%比例核算代建服务费。

截至 2017 年底，公司已竣工项目包括：文山六小、实验小学东校区、十二中、三七园区（高登片区）二期道路工程、三七园区（高登片区）场平收尾工程等。2017 年公司确认工程收入 7.75 亿元，结转项目主要涉及保障性住房、三七园区（高登片区）二期道路工程、西山中寨片区棚户区改造项目、三七园区（高登片区）场平收尾和道路工程等。

截至 2017 年底，公司在建项目约 39 个，预计总投资 61.88 亿元，截至 2017 年底已累计完成投资 34.41 亿元，仍需投入 27.47 亿元。

截至 2017 年底，公司拟建项目 8 个，预计总投资约 4.44 亿元，目前已获得发改委立项审批。

表4 截至2017年底公司主要在建项目概况

（单位：万元）

项目名称	总投资（预期）	已完成投资	已回款金额
保障性住房	199474.03	65761.25	655.13
省道 206 线	95181.79	64721.17	20000

12A 号道路	82000.00	72737.00	7018.07
盘龙河综合治理工程	77783.00	27329.28	13190.00
马塘小集镇建设工程	50000.00	1794.93	3000.00
城南片区 5 号道路	18970.00	4140.00	-
思源实验学校	13186.00	3584.96	3678.20
鲜三七市场	10713.00	10294.67	8461.82
合计	**547307.82**	**250363.26**	**56003.22**

资料来源：公司提供，联合资信整理

表5　截至2017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
文山市城南片区 9 号道路项目	19701.79	已立项
文山市城南片区 13 号市政道路下段延长线	11314.00	已立项
文山市城南片区 3 号桥桥梁工程项目	3087.00	已立项
文山市城南新区 21 号道路（B 段）延长线	2995.00	已立项
文山市城南新区 21 号道路（A 段）延长线	2972.00	已立项
合计	**40069.79**	-

资料来源：公司提供，联合资信整理

房地产、租赁及其他业务

跟踪期内，房地产业务处于停滞，租赁、物业费收入有所增加，但整体规模小，增长空间有限。

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。2017 年房地产销售收入来自城投春天项目剩余房屋销售。截至 2017 年底，公司无待售、在建和拟建地产项目。

公司子公司文山市城市交通服务有限公司（以下简称“交通服务公司”）在配合交警部门继续开展拖车业务基础上，2017 年新增汽车租赁业务，现有租赁车辆 55 辆，实现汽车租赁收入 263.34 万元。

公司其他业务收入主要来自三七市场摊位出租费、交通服务公司清障拖车收入、子公司文山馨宁物业管理有限公司（以下简称“馨宁物业”）收取的车位费、清洁处理费和动态管理服务费。馨宁物业目前管理的项目包括文山三七综合交易市场、瑞民家园、城投绿叶和泰民家园。2017 年公司实现其他业务收入 662.12 万元，同比大幅增长。

3. 未来发展

公司未来仍将以工程代建为主业，加快推进在建项目，同时进一步加强内部管理，完善融资体系。

公司坚持“稳中谋增长，发展聚合力”工作思路，确定了提升公司竞争实力、融资实力、加强工程质量管理等几个方面目标。竞争实力提升方面，公司计划完善董事、监事以及领导班子建设；加强财务管理，优化财务管理体制；转变子公司经营模式，由集团公司大包大揽转变为自主经营、自负盈亏。融资实力提升方面，公司计划加强金融机构协调对接力度；争取中央和省里政策专项资金，增加可抵押资产；加强集团资金归集与调度；推进 PPP、EPC 等新型项目融资方式，构建多元化融资体系。工程质量管理方面，公司要求积极推进项目建设，保证完成项目建设 12 个；加强项目施工过程监管，有效控制工程造价，保证施工进度；完善项目审计结算手续，申请及时拨付项目代建费用。

八、财务分析

公司提供的 2017 年度合并财务报告已由大华会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，该事务所出具了标准无保留意见的审计结论。同时，大华会计师事务所对公司 2016 年度合并财务报告进行了差错更正，恢复了预付账款和其他应付款抵消金额，增加预付账款 30.30 亿元，减少其他应收款 0.10 亿元，增加其他应付款 30.20 亿元。

公司 2017 年处置了子公司文山市融资担保有限责任公司，截至 2017 年底，公司纳入合并范围子公司合计 5 家，较上期减少 1 家。文山市融资担保有限责任公司资产规模、收入规模小，公司合并财务数据较上期可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长，但往来款、土地资产占比较高，资产流动性较弱，公司资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 189.76 亿元，同比增长 8.60%。公司资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.31	11.62	19.14	10.09
预付款项	30.43	17.41	35.49	18.70
其他应收款	44.50	25.47	47.87	25.22
存货	74.02	42.36	82.20	43.32
流动资产	**169.75**	**97.15**	**184.79**	**97.38**
无形资产	4.08	2.33	3.95	2.08
非流动资产	**4.99**	**2.85**	**4.97**	**2.62**
资产总额	**174.74**	**10.00**	**189.76**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 184.79 亿元，同比增长 8.86%，主要系预付款项和存货中开发成本大幅增加。货币资金 19.14 亿元，同比减少 5.74%，货币资金中定期存款质押 4.50 亿元。预付款项 35.49 亿元，同比增长 16.63%，主要为预付文山住建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，账龄集中 1~2 年。其他应收款 47.87 亿元，同比增长 7.57%，主要是同文山财政局、文山住建局、文山市国土资源收购储备交易中心的往来款、借款，其中前五大应收单位合计应收账款 36.22 亿元，占比 75.30%，集中度高。存货 82.20 亿元，同比增长 11.05%，主要系开发成本增加。公司存货主要为拟开发土地（占比 65.26%）和开发成本（占比 34.74%），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。截至 2017 年底，用于抵押的土地金额为 27.77 亿元，占比 51.77%。2017 年底，公司非流动资产 4.97 亿元，非流动资产构成较上年底变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；有息债务规模快速增长，随着在建项目持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。跟踪期内，公司资本公积减少 0.34 亿元，系子公司文山市融资担保有限责任公司被划拨转出。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	35.92	20.56	39.28	20.70
一年内到期的非流动负债	2.30	1.32	23.73	12.50
流动负债	**39.47**	**22.59**	**64.84**	**34.17**
长期借款	19.98	11.43	23.30	12.28
应付债券	39.27	22.47	27.33	14.40
非流动负债	**61.48**	**35.19**	**50.99**	**26.87**
负债总额	**100.95**	**57.77**	**115.83**	**61.04**

实收资本	2.00	1.14	2.00	1.05
资本公积	57.59	32.96	57.24	30.17
未分配利润	12.56	7.19	13.00	6.85
所有者权益合计	**73.79**	**42.23**	**73.93**	**38.96**
负债和所有者权益合计	**174.74**	**100.00**	**189.76**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司负债合计 115.83 亿元，同比增长 14.74%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加。从负债结构来看，公司流动负债占比 55.98%，非流动负债占比 44.02%，较上期流动负债占比增加。

2017 年底，公司流动负债合计 64.84 亿元，同比增长 64.29%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债大幅增加。其他应付款 39.28 亿元，同比大幅增长 9.35%，主要为应付工程款（占比 67.11%）和往来单位无息借款（占比 29.51%）。一年内到期的非流动负债 23.73 亿元，主要为一年内到期的长期借款 6.48 亿元、一年内到期的应付债券[1]17 亿元和一年内到期的长期应付款 0.25 亿元。2017 年底，公司非流动负债合计 50.99 亿元，同比减少 17.07%，主要系部分调入一年内到期应付债券所致。长期借款 23.30 亿元，同比增长 16.65%，其中质押借款 9.80 亿元、抵押借款 13.50 亿元。应付债券余额 27.33 亿元，跟踪期内，公司非公开发行公司债券“17 文山 01”，募集资金 5 亿元。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司有息债务 74.35 亿元，同比增长 20.80%。若将应付融资租赁款计入调整后全部债务核算，公司调整后全部债务 74.71 亿元，同比增长 17.13%。其中短期债务 23.73 亿元，占比 31.75%；调整后长期债务 50.99 亿元，占比 68.25%。

从债务指标上看，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率上升，由于一年内到期债务增加，长期债务资本化比率下降。截至 2017 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 61.04%、40.82%、50.26%。总体看，公司有息债务规模快速增长，债务负担加重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入下降，由于代建服务费比例上调，营业利润率大幅上升；当期公司未获得政府补助资金，利润总额下降，盈利能力弱。

2017 年公司实现营业收入 7.97 亿元，同比下降 11.91%，主要系当期确认的工程代建收入减少；公司营业成本 6.67 亿元，同比下降 24.57%。公司营业利润率由上年 1.40%上升至 16.20%。

2017 年公司期间费用为 0.40 亿元，其中管理费用 0.21 亿元、财务费用 0.19 亿元，期间费用率 5.07%，较上年略有上升。公司期间费用控制能力较好。

2017 年公司实现利润总额 0.75 亿元，同比减少 69.69%，主要系当期公司未获得政府补助资金。

从盈利指标来看，由于代建服务费比例上调，公司营业利润率大幅上升，2017 年营业利润率为 16.20%。同期，公司调整后总资本收益率与净资产收益率分别为 0.54%和 0.71%，较上年分别下降 1.61 和 2.62 个百分点。总体看，公司盈利能力弱。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入、流出较上期减少，净现金流持续为负，收入实现质量有所下降，对外部融资存在较大依赖。

经营活动方面，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 7.30 亿元，同比减少 23.54%；收到其他与经营活动有关的现金 1.79

[1] 公司非公开发行“15 文山债”将于 2018 年 12 月 16 日到期，债券余额 15 亿元。

亿元，同比减少 72.21%，主要系往来款、政府补助减少。公司购买商品、接受劳务支付的现金 13.73 亿元，同比减少 8.88%；支付其他与经营活动有关的现金 6.41 亿元，同比减少 67.02%，主要是往来款减少。公司经营活动现金流持续净流出，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额-11.14 亿元。公司现金收入比 91.56%，现金收入实现质量一般。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入、流出规模较小，当期投资活动现金流入 0.43 亿元，投资活动现金流出 0.11 亿元，投资活动产生的现金流量净额 0.32 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入 16.90 亿元，同比减少 53.72%，其中发行非公开公司债券“17 文山 01”，募集资金 5 亿元；取得借款收到现金 10.20 亿元；公司筹资活动现金流出 6.85 亿元，同比减少 69.42%，其中偿还债务支付现金 5.13 亿元，支付售后回租租赁费 1.35 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 10.05 亿元。

5．偿债能力

公司一年内到期债务规模大，短期偿债压力大，长期偿债能力弱。考虑到文山州政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，由于存货和其他应收款增加，公司流动比率、速动比率下降，2017 年底分别为 284.99%和 158.22%。同期，公司经营现金流动负债比为-17.18%。公司 2018 年到期债务规模大，现金类资产无法覆盖，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 1.17 亿元，公司全部债务/EBITDA 为 63.41 倍，调整后全部债务/EBITDA 为 63.72 倍，公司对全部债务保障能力弱。

截至 2017 年底，公司在银行授信总额为 30.90 亿元，其中已使用授信额度 28.00 亿元，公司间接融资渠道有待扩展。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额合计 17.44 亿元，担保比率 23.59%，被担保单位均为地方国有企业，担保期限较长，公司代偿风险一般。

表 8　公司对外担保明细（单位：亿元）

单位名称	类型	金额	期限
文山新型城镇化开发投资有限公司	保证	7.50	2017/11/6 至 2029/11/5
文山州城投安居建设工程有限公司	保证	7.34	2017/11/7 至 2027/11/7
文山州城乡开发投资有限公司	抵押	2.40	2014/12/31 至 2021/12/31
云南建设开发投资有限公司文山分公司	保证	0.20	2017/11/25 至 2022/11/25
合计		17.44	--

九、存续债券偿债能力分析

公司一年内到期应付债券规模大，短期偿债压力大。公司经营活动现金流入量对“16文山债/16文城投”覆盖程度较好。

截至2017年5月底，公司存续债券余额36.60亿元，若不考虑已于2018年5月提前兑付的“14文山债/PR文城投”，公司一年内到期债券金额17.00亿元，2018年达到存续债券待偿本金峰值。2017年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖倍数为1.28倍，保障能力一般；经营活动现金流入量、EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖倍数分别为0.61倍、0.08倍，保障能力弱。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

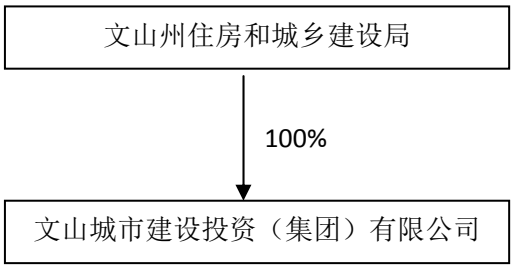
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	15.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.28
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.61
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.74
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

资料来源：根据公司审计报告整理

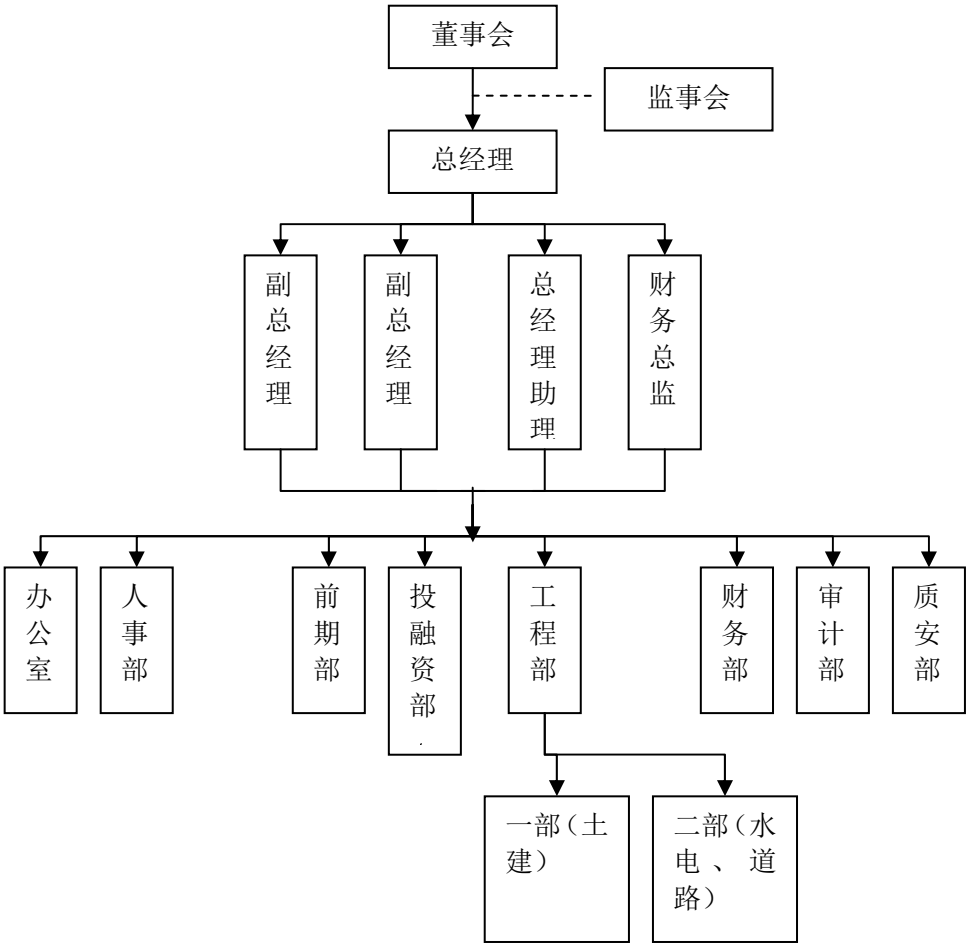
十、结论

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/16 文城投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	26.00	20.31	19.14
资产总额(亿元)	116.53	174.74	189.76
所有者权益(亿元)	71.38	73.79	73.93
短期债务(亿元)	3.60	2.30	23.73
长期债务(亿元)	39.65	59.25	50.63
全部债务(亿元)	43.25	61.55	74.35
调整后全部债务(亿元)	43.25	63.79	74.71
营业收入(亿元)	9.42	9.05	7.97
利润总额(亿元)	3.13	2.48	0.75
EBITDA(亿元)	4.27	3.09	1.17
经营性净现金流(亿元)	-2.83	-18.74	-11.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	40.29	35.54	136.90
存货周转次数(次)	0.13	0.13	0.09
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.04
现金收入比(%)	75.62	105.49	91.56
营业利润率(%)	9.31	1.40	16.20
总资本收益率(%)	3.60	2.12	0.54
净资产收益率(%)	4.38	3.33	0.71
长期债务资本化比率(%)	35.71	44.53	40.65
调整后长期债务资本化比率(%)	35.71	45.45	40.82
全部债务资本化比率(%)	37.73	45.48	50.14
调整后全部债务资本化比率(%)	37.73	46.36	50.26
资产负债率(%)	38.74	57.77	61.04
流动比率(%)	2032.63	430.09	284.99
速动比率(%)	853.46	242.55	158.22
经营现金流动负债比(%)	-51.42	-47.48	-17.18
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	19.94	63.41
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.13	20.67	63.72

注：长期应付款中有息部分计入调整后全部债务核算。

附件 3　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-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%

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

附件 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。