信用等级公告

联合〔2019〕1457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

二〇一九年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://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：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	20.31	19.14	7.93
资产总额(亿元)	174.74	189.76	170.21
所有者权益(亿元)	73.79	73.93	75.44
短期债务(亿元)	2.30	23.73	8.22
长期债务(亿元)	59.25	50.63	37.54
全部债务(亿元)	61.55	74.35	45.76
营业收入(亿元)	9.05	7.97	9.37
利润总额(亿元)	2.48	0.75	1.29
EBITDA(亿元)	3.09	1.17	1.59
经营性净现金流(亿元)	-18.74	-11.14	10.11
营业利润率(%)	1.40	16.20	16.52
应收类款项/资产总额(%)	25.51	25.25	21.93
净资产收益率(%)	3.33	0.71	1.32
资产负债率(%)	57.77	61.04	55.68
全部债务资本化比率(%)	45.48	50.14	37.75
流动比率(%)	430.09	284.99	293.90
经营现金流动负债比（%）	-47.48	-17.18	18.19
全部债务/EBITDA(倍)	19.94	63.41	28.79

分析师：张龙景　马晓驭
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”）作为文山州重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，在区域专营地位、外部支持等方面保持突出优势，公司业务经营较稳定，营业收入有所增长。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、短期债务偿还压力大、盈利能力弱以及筹资活动净流出规模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，固定资产投资加大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

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，固定资产投资加大，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在文山州城市基础设施建设方面具有专营性优势，能够获得一定的外部支持。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务负担减轻。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项、存货占比高，资产质量一般。
2. 公司短期债务规模大，可自由支配现金类资产少，短期支付压力大。
3. 跟踪期内，公司形成一笔关注类贷款，目前相关贷款已进行展期。
4. 跟踪期内，受到期债务规模大，公司筹资

活动现金流呈大规模净流出。

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（以下简称“文山住建局”）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2018年底，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元。

跟踪期内，公司营业范围未发生变化，仍主要从事文山州城市基础设施投资建设。截至2018年底，公司纳入合并范围的一级子公司6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2018年底，公司本部员工总数50人。

截至2018年底，公司资产总额170.21亿元，所有者权益合计75.44亿元；2018年，公司实现营业收入9.37亿元，利润总额1.29亿元。

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

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2018年底，惠民家园公租房项目已投入使用；樱花山谷（一、二）期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已完工。

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。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 年以来与城投企业相关的主要政策

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，固定资产投资加大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

根据《文山壮族苗族自治州 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年文山州实现地区生产总值 859.06 亿元，同比增长 10.3%。其中：第一产业增加值 170.19 亿元，同比增长 6.3%。第二产业增加值 307.39 亿元，同比增长 14.4%；其中工业增加值 173.92 亿元，同比增长 14.0%；建筑业增加值 134.11 亿元，同比增长 15.0%。第三产业增加值 381.49 亿元，同比增长 8.5%。全州三次产业比重由上年的 20.5:34.4:45.1 调整为 19.8:35.8:44.4。全年固定资产投资比上年增长 10.6%，第一产业同比下降 35.0%，第二产业同比增长 29.8%，第三产业同比增长 9.5%。其中：民间投资增长 29.0%，占全部固定资产投资比重为 31.6%；产业投资增长 14.0%，占全部固定资产投资比重为 19.4%。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”，地区生产总值不断增长，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 2018 年底，公司注册资本 2.00 亿元，文山州人民政府授权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. 外部支持

跟踪期内，文山州一般预算收入稳定增长，财政自给能力弱；公司获得政府少量资本金注入支持。

根据《关于文山壮族苗族自治州 2018 年地方财政预算执行情况和 2019 年地方财政预算草案的报告》，文山州一般公共预算收入 60.33 亿元，较上年决算数增长 6.1%；全州一般公共预算支出 343.30 亿元，财政自给率低。政府性基金收入 35.38 亿元，较上年末决算数增长 50.7%；上级补助收入 254.86 亿元。全州政府债务限额 269.38 亿元（其中：一般债务 223.31 亿元、专项债务 46.07 亿元），全州政府债务余额 214.45 亿元（其中：一般债务余额 175.71 亿元、专项债务余额 38.74 亿元），占债务限额的 79.6%。总体看，文山州政府一般预算收入稳定增长，但财政自给能力弱。

跟踪期内，公司获文山市住建局对公司资本金投入 5500 万元，用于城市地下综合管廊项目的建设，计入“资本公积”科目。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况一般；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》（自主查询版）（机构信用代码为 G10532601000300002），截至 2019 年 6 月 14 日，公司已还清债务信息中无关注、不良类贷款；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，贷款余额 2.70 亿元，到期日 2019 年 3 月 31 日。公司已于 2019 年 3 月 30 日同富滇银行股份有限公司文山分行签订借款展期协议，约定 2019 年底前分期还清。总体看，公司过往债务履约情况一般。

截至 2019 年 6 月 14 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、高管人员、管理制度等无重大变化。

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，营业收入有所增长，综合毛利率变动较小。

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。2018 年，公司营业收入主要来自工程代建，占比 98.44%，其他业务收入规模小。同期，公司工程代建收入 9.22 亿元，较上年增长 18.91%；工程代建毛利率较上年略有上升。

表3 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程代建	77549.93	97.30	15.49	92212.02	98.44	16.35
房地产销售	1057.72	1.33	40.00	19.73	0.02	41.27
租赁收入	428.57	0.54	-0.73	480.21	0.51	27.69
其他收入	662.12	0.83	82.42	964.28	1.03	42.49
合计	**79698.34**	**100.00**	**16.28**	**93676.25**	**100.00**	**16.68**

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有所增长；在建项目大部分处于完工结算审计过程中，后期在建、拟建项目投资规模较小。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。

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。2018 年，公司确认工程收入 9.22 亿元，同比增长 18.91%，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、三七产业园区（登高片区）道路工程、12A 号道路等。

截至 2018 年底，公司前十大在建项目总投资 77.91 亿元，已完成投资 44.57 亿元，已累计确认收入 16.52 亿元，累计回款 12.23 亿元。截至 2018 年底，公司存货中尚未结转开发成本 38.57 亿元。不考虑停工及处于完工结算审计中的项目，公司主要在建项目未来尚需投资 5.90 亿元。截至 2018 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。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4 截至2018年底公司前十大在建项目概况 （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	2019 年计划投资	2020 年计划投资
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	46251.42	28800.00	--	--
保障性住房	文山市住建局	199474.03	2018.09	191950.00	28782.61	655.00	完工结算审计中	
12A 号道路	文山市住建局	82000.00	2020.12	75023.00	18121.64	18121.64	5000.00	1977.00
盘龙河综合治理工程	文山市人民政府	77783.00	停工	39416.00	41247.61	41247.61	--	--
马塘小集镇建设工程	文山市移民局	50000.00	2020.12	1794.93	1724.79	1724.79	25000.00	23206.00
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	10871.60	988.00	完工结算审计中	
13 号道路工程	文山市住建局	13800.00	2020.07	10000.00	9877.95	13,00.00	2000.00	1800.00
思源实验学校	文山市教育局	13186.00	2019.07	13349.58	3830.78	13186.00	完工结算审计中	
十二中	文山市教育局	11572.00	2017.05	7811.11	922.03	9884.80	完工结算审计中	
七中	文山市教育局	9385.00	2017.05	12704.31	3538.55	7685.00	完工结算审计中	
合计	--	**779075.03**	--	**445714.04**	**165168.98**	**122292.84**	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

表5 截至2018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	已立项
文山市城南片区 3 号桥桥梁工程项目	3087	已立项
文山市城南新区 21 号道路（B 段）延长线	2995	已立项
文山市城南新区 21 号道路（A 段）延长线	2972	已立项
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	已立项
文山市城南新区 21 号道路工程	1694	已立项
文山市城南片区 10 号市政道路项目	780	已立项
合计	**44373.79**	-

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2） 房地产、租赁及其他业务

跟踪期内，公司房地产业务在建项目规模小；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。2017 年房地产销售收入来自城投春天项目剩余房屋销售。目前，公司开发的项目文山市鲜三七市场现已竣工，该项目主要由商住楼和大棚构成，目前大棚已投入运营，对外租赁；商住楼已基本全部认购完毕，现正与客户签订购房协议，预计 2019 年确认销售收入，预计回款 2500 万元。

公司租赁收入主要来自子公司文山市城市交通服务有限公司的拖车及汽车租赁业务。公司现有拖车 7 辆、租赁车辆 87 辆，2018 年实现汽车租赁收入 480.21 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收取的车位费、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文山三七综合交易市场、瑞民家园、城投绿叶和泰民家园。2018 年公司实现其他业务收入 964.28 万元。

3. 未来发展

现阶段，公司将防范化解债务风险，保证工程项目建设作为重点经营工作。未来，公司仍将聚焦主业，同时加强业务拓展，提升盈利能力。

未来一年，公司明确了五个方面的经营工作内容：加快资金筹集，按期偿还公司债务；聚焦整体发展，突破公司发展瓶颈；深化内部管理，提高队伍素质；狠抓工程管理，按质按量完成工程建设。资金筹集方面，公司提出拓宽融资渠道，开展多元化融资产品；加快应收债权的回收，做好项目审计结算工作，加快资金回笼。工程项目建设方面，公司要求完善工程项目管理体系建设；以公司制订的年度工程进度计划作为控制重点，严格监督施工单位的执行情况；完善项目审计结算手续，申请及时拨付项目代建费用。对于未来业务经营，公司提出聚焦集团现有优势，通过内部挖潜和对外拓展，进一步提升主营业务收入；坚持“走出去，引进来”两步走战略，大力支持各分子公司向外拓展，开展风险可控的业务，切实提升盈利能力和水平。

八、财务分析

公司提供的 2018 年度合并财务报告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。

2018 年，公司新设子公司文山城市渣土运输服务有限公司，其注册资本为 5000 万元，尚未实缴。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司合计 6 家，较上期增加 1 家。公司新增子公司规模小，近两年公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所下降，往来款、土地资产占比高，可支配货币资金不足，公司资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 170.21 亿元，较上年底下降 10.30%，主要系货币资金、其他应收款减少。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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.14	10.09	7.93	4.66
预付款项	35.49	18.70	25.82	15.17
其他应收款	47.87	25.22	37.30	21.92
存货	82.20	43.32	92.22	54.18
流动资产	**184.79**	**97.38**	**163.36**	**95.98**
无形资产	3.95	2.08	3.82	2.24
非流动资产	**4.97**	**2.62**	**6.85**	**4.02**
资产总额	**189.76**	**100.00**	**170.21**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司流动资产 163.36 亿元，较上年底下降 11.59%，主要系货币资金、预付款项和其他应收款减少。公司货币资金 7.93 亿元，较上年底下降 58.56%，其中专款专用资金 7.59 亿元。公司预付款项 25.82 亿元，较上年底下降 27.25%，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，账龄集中 2~3 年。其他应收款 37.30 亿元，较上年底下降 22.07%，主要为同文山市财政局、文山市国土资源收购储备交易中心、文山市交通运输局等的往来款，其中前五大应收单位合计应收账款 31.58 亿元，占比 83.60%，集中度高。公司存货 92.22 亿元，较上年底增长 12.20%，主要系开发成本增加。公司存货主要为拟开发土地（占 58.16%）和开发成本（占 41.82%），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 2018 年底，公司非流动资产 6.85 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和无形资产构成。公司可供出售金融资产 1.03 亿元，主要投资单位包括文山民丰村镇银行、广南县农村信用合作联社以及文山州城投安居建设工程有限公司等。公司长期股权投资 1.64 亿元，较上年底大幅增长，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 1.57 亿元。公司无形资产 3.82 亿元，主要为土地使用权。

截至2018年底，公司应收类款项合计37.34亿元，占资产总额比重21.93%，较上年下降3.31个百分点。公司应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 9.55 亿元，占资产总额 5.61%，主要为存货中用于抵押的土地。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定；有息债务规模减少，债务负担明显减轻。

截至 2018 年底，公司所有者权益规模与结构基本保持稳定；公司资本公积增加 0.71 亿元，系文山市住建局对本公司资本金投入 0.55 亿元，以及子公司文山市开发投资有限公司少数股东退出而放弃其少数股东权益 0.16 亿元，均计入资本公积。

表7 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
其他应付款	39.28	33.91	46.33	48.89
一年内到期的非流动负债	23.73	20.48	7.78	8.21
流动负债	**64.84**	**55.98**	**55.58**	**58.65**
长期借款	23.30	20.12	18.39	19.41
应付债券	27.33	23.59	19.15	20.21
非流动负债	**50.99**	**44.02**	**39.18**	**41.35**
负债总额	**115.83**	**100.00**	**94.77**	**100.00**
实收资本	2.00	2.71	2.00	2.65
资本公积	57.24	77.43	57.95	76.81
未分配利润	13.00	17.59	13.86	18.37
所有者权益合计	**73.93**	**100.00**	**75.44**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债合计 94.77 亿元，较上年底下降 18.19%，主要系一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券减少。从负债结构来看，公司流动负债占比 58.65%，非流动负债占比 41.35%，较上期流动负债占比增加。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 55.58 亿元，较上年底下降 14.28%，主要系偿还一年内到期的非流动负债。公司其他应付款 46.33 亿元，较上年底大幅增长 16.51%，主要为应付工程款（占 78.53%）和往来单位无息借款（占 19.26%）。公司一年内到期的非流动负债大幅减少至 7.78 亿元，主要为一年内到期的长期借款 4.40 亿元、一年内到期的应付债券 2.32 亿元和一年内到期的长期应付款 1.06 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 39.18 亿元，较上年底下降 23.16%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款 18.39 亿元，较上年底下降 21.08%，其中质押借款占 43.00%、抵押借款占 17.11%、质押及保证借款占 28.04%、抵质押及保证借款占 11.85%；应付债券余额 19.15 亿元（其中“16 文山债”11.53 亿元“16 文山 01”4.96 亿元“17 文山债”4.98 亿元），较上年底下降 29.93%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债以及偿还部分应付债券所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司有息债务 45.76 亿元，较上年底下降 38.46%。2019~2021 年，公司到期需偿还的债务分别为 19.14 亿元[1]、5.55 亿元和 5.64 亿元。若将长期应付款中的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 47.40 亿元，较上年底下降 36.55%。其中短期债务 8.22 亿元，占调整后全部债务的 17.34%；调整后长期债务 39.18 亿元，占调整后全部债务的 82.66%。

从债务指标上看，截至 2018 年底，随着债务的偿还，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下降至 55.68%、34.18%和 38.59%。总体看，公司有息债务规模减少，债务负担明显减轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润规模增加；受营业收入和利息收入增加的影响，公司各项盈利指标均有所提升，但公司盈利能力仍然弱。

2018 年，公司实现营业收入 9.37 亿元，同比增长 17.54%，主要系工程代建收入增加；公司营业成本 7.80 亿元，增长 16.98%；公司营业利润为 1.29 亿元，较上年增加 0.54 亿元。

2018 年，公司期间费用为-0.19 亿元，其中管理费用 0.24 亿元，财务费用-0.43 亿元，财务费用为负数主要系当期实现利息收入 0.70 亿

[1] 假设公司存续债券“16 文山 01”和“17 文山债”2019 年回售

元，当期利息收入的产生主要来自公司一笔往年未确认过利息收入的大额存单（3 年期，金额 4.50 亿元），该笔存单于 2018 年到期；期间费用率由上年同期的 5.07%下降为-1.98%。2018 年公司实现利润总额 1.29 亿元，较上年增加 0.54 亿元。

从盈利指标来看，公司营业利润率、调整后总资本收益率和净资产收益率较上年均有所提升，分别为 16.52%、0.92%和 1.32%。总体看，公司盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受往来款增加影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流入、流出规模较小；受到期债务规模大，筹资活动现金净流出增加。联合资信将持续关注公司筹资活动现金流变动情况。

经营活动方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.55 亿元，同比增长 30.81%；收到其他与经营活动有关的现金 6.33 亿元，较上年增加 4.54 亿元，主要系往来款增加。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金 5.43 亿元，同比下降 39.95%；支付其他与经营活动有关的现金 0.22 亿元，较上年减少 6.18 亿元，主要是往来款减少。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额 10.11 亿元，由净流出转为净流入。公司现金收入比 101.90%，现金收入实现质量尚可。

投资活动方面，2018 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 0.58 亿元，主要为收到市住建局资本性投入 0.55 亿元；投资活动现金流出 2.35 亿元，主要是对广南县农村信用合作联社、马关县农村信用合作联社以及文山市隆恩城投建设有限公司的投资款；投资活动产生的现金流量净额-1.77 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 20.34 亿元，同比增长 20.35%，其中取得借款收到现金 13.09 亿元，收到质押定期存款解押和融资租赁的现金合计 7.25 亿元；公司筹资活动现金流出 35.39 亿元，较上年增加 28.54 亿元，其中偿还债务支付现金 32.06 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-15.05 亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模大，可自由支配现金类资产少，短期偿付压力大；长期偿债能力弱。考虑到公司能够获得一定的外部支持，整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，2018 年底，得益于流动负债规模下降，公司流动比率由上年底的 284.99%上升至 293.90%；由于货币资金、预付款项和其他应收款下降，公司速动比率由上年底的 158.22%下降至 127.98%。2018 年，公司经营现金流动负债比由上年底的-17.18%上升至 18.19%。公司现金类资产中大部分为专款专用资金，可直接用于偿还债务的资金少，同时短期到期债务规模大，公司短期偿付压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 1.59 亿元，公司全部债务/EBITDA 为 28.79 倍，调整后全部债务/EBITDA 为 29.83 倍，指标值均大幅下降，EBITDA 对全部债务保障能力弱。考虑到公司区域专营性，且能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险较小。

截至 2019 年 3 月底，公司在银行授信总额为 31.30 亿元，其中已使用授信额度 28.40 亿元，公司间接融资渠道有待扩展。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额合计 17.44 亿元，担保比率 23.12%，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	2016/12/27 至 2036/12/26
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 2020/11/25
合计		**17.44**	--

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；母公司债务负担一般，盈利能力弱。

截至2018年底，母公司资产总额166.10亿元，占合并报表资产总额的97.59%，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、存货构成。

截至2018年底，母公司所有者权益合计72.46亿元，占合并报表所有者权益的96.05%。母公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润构成。

截至2018年底，母公司负债合计93.64亿元，占合并报表负债总额的98.81%。母公司债务构成同合并口径相近，主要由其他应付款、长期借款、应付债券构成。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为56.38%、38.58%，债务负担一般。

2018 年，母公司实现营业收入 9.17 亿元，占合并报表营业收入的 97.87%；利润总额为 1.38 亿元，占合并报表利润总额的 106.98%。母公司净资产收益率 1.50%，盈利能力弱。

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。

截至2019年3月底，公司存续债券余额16.60亿元。其中存续债券“16文山01”，账面余额5.00亿元，期限为3+2，倘若投资人在第三年末选择回售，则2019年公司存续债券达到本金偿付峰值7.32亿元。截至2018年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖倍数为1.08倍，保障能力尚可；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖倍数2.17倍，保障能力较好；经营活动现金流净额、EBITDA对未来偿债本金峰值覆盖倍数分别为1.38倍、0.22倍，保障能力弱。考虑到公司现金类资产中大部分为专款专用资金，公司存续债券短期偿付压力大。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

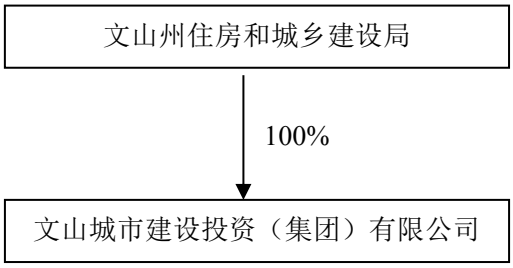
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	7.32
未来待偿债券本金峰值	7.32
现金类资产/一年内到期债券余额	1.08
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.17
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.38
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.22

资料来源：根据公司审计报告整理

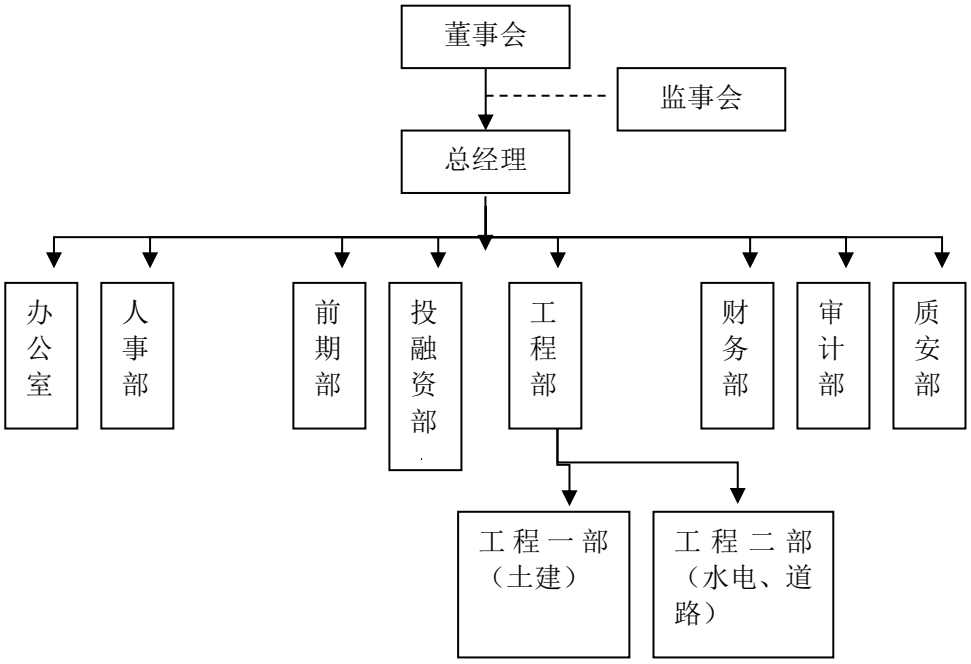
十、结论

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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.31	19.14	7.93
资产总额(亿元)	174.74	189.76	170.21
所有者权益(亿元)	73.79	73.93	75.44
短期债务(亿元)	2.30	23.73	8.22
长期债务(亿元)	59.25	50.63	37.54
调整后长期债务(亿元)	61.48	50.99	39.18
全部债务(亿元)	61.55	74.35	45.76
调整后全部债务(亿元)	63.79	74.71	47.40
营业收入(亿元)	9.05	7.97	9.37
利润总额(亿元)	2.48	0.75	1.29
EBITDA(亿元)	3.09	1.17	1.59
经营性净现金流(亿元)	-18.74	-11.14	10.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	35.54	136.90	251.35
存货周转次数(次)	0.13	0.09	0.09
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.05
现金收入比(%)	105.49	91.56	101.90
应收类款项/资产总额(%)	25.51	25.25	21.93
营业利润率(%)	1.40	16.20	16.52
总资本收益率(%)	2.12	0.54	0.92
净资产收益率(%)	3.33	0.71	1.32
长期债务资本化比率(%)	44.53	40.65	33.22
调整后长期债务资本化比率(%)	45.45	40.82	34.18
全部债务资本化比率(%)	45.48	50.14	37.75
调整后全部债务资本化比率(%)	46.36	50.26	38.59
资产负债率(%)	57.77	61.04	55.68
流动比率(%)	430.09	284.99	293.90
速动比率(%)	242.55	158.22	127.98
经营现金流动负债比(%)	-47.48	-17.18	18.19
全部债务/EBITDA(倍)	19.94	63.41	28.79
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.67	63.72	29.83

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%
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/营业利润×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　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 4-3　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