

信用等级公告

联合[2015] 1484 号

联合资信评估有限公司通过对黔西南州宏升资本营运公司及其拟发行的 2016 年度黔西南州宏升资本营运公司小微企业增信集合债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

黔西南州宏升资本营运公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年度黔西南州宏升资本营运公司

小微企业增信集合债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月十日



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

2016 年度黔西南州宏升资本营运公司 小微企业增信集合债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 9 亿元

本期债券期限: 3+1 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 向小微企业发放委托贷款

评级时间: 2015 年 8 月 10 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	116.73	114.13	130.82
所有者权益(亿元)	49.78	51.40	78.12
长期债务(亿元)	28.02	29.31	28.40
全部债务(亿元)	29.18	30.12	30.13
营业收入(亿元)	5.92	3.58	7.27
利润总额(亿元)	2.80	0.54	1.64
EBITDA(亿元)	3.91	1.61	2.70
经营性净现金流(亿元)	-8.10	8.70	-1.36
营业利润率(%)	12.98	14.51	25.14
净资产收益率(%)	6.05	1.69	1.83
资产负债率(%)	57.35	54.96	40.29
全部债务资本化比率(%)	36.96	36.94	27.84
流动比率(%)	284.75	283.71	331.31
全部债务/EBITDA(倍)	7.46	18.70	11.16
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.43	0.18	0.30

分析师

霍 焰 喻宙宏

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对黔西南州宏升资本营运公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为黔西南州及兴义市重要的城市基础设施投融资及建设主体,在资产及股权注入、财政补贴及专项工程款等方面获得黔西南州及兴义市政府的大力支持。同时联合资信也关注到,公司经营性净现金流波动大、房地产项目单一及对外融资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

黔西南州经济稳步增长,财政实力持续增强,良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

为增强本期债券偿付能力,公司设立了包括政府风险缓释基金在内的多重还款保障,并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券偿付风险低。

优势

1. 近年来黔西南州经济稳步增长,财政实力不断增强,为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为黔西南州及兴义市重要的城市基础设施投融资及建设主体,在资产及股权注入、财政补贴及专项工程款等方面获得黔西南州及兴义市政府的大力支持。
3. 公司设立了包括政府风险缓释基金在内的多重还款保障,并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户,本期债券偿付风险低。

关注

1. 公司经营运作市场化程度较低，利润总额对政府补贴依赖大；房地产项目单一。
2. 公司经营性净现金流波动大，且受政府回购款支付进度影响大。
3. 公司在建及拟建项目投资规模大，未来将面临一定融资压力。
4. 小微企业贷款回收风险较大，相关基金吸收损失效用有限，公司面临一定代偿风险，若发生代偿，公司集中偿付压力较大。

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）与黔西南州宏升资本营运公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与黔西南州宏升资本营运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，未因黔西南州宏升资本营运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黔西南州宏升资本营运公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年度黔西南州宏升资本营运公司小微企业增信集合债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

黔西南州宏升资本营运公司（以下简称“公司”）成立于 2005 年 7 月 4 日，系根据《州人民政府关于成立黔西南州宏升资本营运公司的决定》（府州府发【2005】52 号）由黔西南州财政局全额出资设立的国有独资公司，成立时注册资本为人民币 17369 万元。截至 2014 年底，公司注册资本为 17369 万元，黔西南州财政局持有公司 100% 股权，为公司唯一股东，黔西南州政府为实际控制人。

公司经营范围：国有资产股权管理；融资与投资、产（股）权收购、兼并与转让；资产托管与处置；国有资产经营与管理；城市基础设施建设投融资；市政公用工程施工；土地开发整理等（需前置许可的除外）。

公司本部设立办公室、工程管理部、项目部、转贷部、监管部、财务部和国有资产管理部共 7 个职能部门（详见附件 1）。截至 2014 年底，公司纳入合并报表范围子公司 5 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 130.82 亿元，所有者权益 78.12 亿元；2014 年公司（合并）实现营业收入 7.27 亿元，利润总额 1.64 亿元。

公司注册地址：兴义市瑞金路州财政局会计大楼 3 楼；法定代表人：陈学农。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行小微企业增信集合债券总额为 9 亿元（以下简称“本期债券”）。

本期债券为 3+1 年期，并设置公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。在本期债券存续期的第 3 年末，公司可选择在本期债券原票面利率基础上上调或下调 0 至 300 个基点（含本数），债券票面年利率为本期债券存续期前 3 年票面年利率加上或减去调整基点，在债券存续期第 4 年内固定不变。公司将于本期

债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日在主管机关指定的媒体上刊登关于是否上调或下调本期债券票面利率以及上调或下调幅度的公告和本期债券回售实施办法公告，投资者在回售登记期内有权按回售实施办法所公告的内容进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计息，本金自其兑付日起不另计息。

本期债券无担保。

2. 本期债券投向

公司将本期债券募集资金全部委托贵阳银行股份有限公司兴义分行（以下简称“贵阳银行”），以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于黔西南州人民政府管辖区域内或者黔西南州人民政府同意的其他区域的小微企业。

3. 募集资金使用操作流程

① 确定小微企业名单。由贵阳银行严格按照自营贷款的标准和程序，协助公司认真审慎选择符合条件的小微企业贷款发放对象，并确定小微企业名单，提交公司最终书面确定。

② 募集资金的归集和投放与监管。募集资金归集至公司在贵阳银行开立的募集资金专项账户，通过贵阳银行以委托贷款形式投放给小微企业，贵阳银行负责债券募集资金按发行文件与合同约定使用。

③ 债券存续期内资金的监控与回收。根据公司的专项委托，湘财证券股份有限公司（以下简称“湘财证券”）与贵阳银行负责监管募集资金使用情况，并协助公司督促小微企业在委托贷款到期时还本付息，并在债券到期时协助公司归集偿债资金，办理本金及利息偿付。

4. 委托贷款利率的确定

贵阳银行对向合格的小微企业发放委托贷款的贷款规模、期限、利率、结息方式等提供建议，由公司最终确定。

5. 偿债资金来源

本期债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，为保证投资者利益，公司与黔西南州人民政府、贵阳银行、湘财证券签订了《关于合作发行“小微企业增信集合债券”的框架协议》（以下简称“《四方协议》”），设置了包括风险储备基金和政府风险缓释基金在内的多层风险缓释措施。

公司本期债券募集资金偿还来源将按照下列资金来源顺序偿还。

① 小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。

② 风险储备基金：公司在本期债券募集资金投放过程中获得的利差收入（即公司已收到的委托贷款利息与已支付的债券兑付利息之间的差额）组成本期债券的风险储备基金，由贵阳银行统一在募集资金专项帐户中进行管理和监督，在本期债券本息全部到期清偿前，公司不得自行提取，从而形成本期债券的第一层风险缓释机制。

③ 政府风险缓释基金：黔西南州政府承诺将按照本期债券发行规模的5%由当地财政直接划拨资金，作为债券的风险缓释基金。若本期债券到期时，公司使用小微企业归还的贷款本息（含罚息）及风险储备基金仍不足以对债券本息进行清偿，黔西南州政府和公司双方不可撤销地授权贵阳银行将专项帐户中的资金划拨至公司在贵阳银行开立的“偿债资金专项帐户”中，用于清偿债券的本金及利息。

④ 如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由公司以自身日常经营资金补偿。

联合资信认为，小微企业贷款回收风险较大，且公司负责贵阳银行遴选推荐的小微企业

的最终确认，并自行确定发放贷款利率，对公司风险管控能力提出了一定的挑战。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共

财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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放松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续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 小微企业发展意义

小型微型企业是社会主义市场经济的基础组成部分，在国民经济体系中发挥着不可或缺的重要作用。支持小微企业发展：一是有利于促进经济增长和实现社会发展。小微企业数量众多、分布行业及区域广泛，丰富了我国多元化实体经济成分，对国内生产总值和财政收入的贡献逐步提高，已经成为经济社会发展的主要动力之一。二是有利于切实改善民生和维护社会稳定。小微企业能创造大量就业机会，提供惠及大众的产品和服务，在增加收入、改善民生、稳定社会方面发挥着不可替代的关键作用。三是有利于推动经济调整与鼓励创业创新。小微企业经营机制灵活、敢于尝试创新，在战略性新兴产业中发挥着独特积极作用，有效带动了产业升级、经济结构优化，加快经济发展由要素驱动向创新驱动的转变速度。因此，不断改进和完善小微企业金融服务，有效支持小微企业健康发展和科学转型，体现了促进小微企业更好发挥维护社会稳定作用、夯实经济可持续发展基础和践行“稳中求进”理念。

2014年9月17日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步扶持小微企业发展推动大众创业万众创新，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难。

会议指出，小微企业是发展的生力军、就业的主渠道、创新的重要源泉。在推进简政放权，尤其是实施商事制度等改革后，新设企业大幅增加。加大对小微企业、个体工商户特别

是在改革中新生者的扶持，让它们在公平竞争中搏击壮大，可形成示范效应，推动大众创业、万众创新，也能增添社会活力和发展内生动力，促进经济稳定增长和民生改善。会议确定，在继续实施好现有小微企业支持政策的同时，重点推出以下新政策：一是加大进一步简政放权力度。加快清理不必要的证照和资质、资格审批，为小微企业降门槛、除障碍。二是加大税收支持。在现行对月销售额不超过2万元的小微企业、个体工商户和其他个人暂免征收增值税、营业税的基础上，从2014年10月1日至2015年底，将月销售额2—3万元的也纳入暂免征税范围。对小微企业从事国家鼓励类项目，进口自用且国内不能生产的先进设备，免征关税。三是加大融资支持。采取业务补助、增量业务奖励等措施，引导担保、金融和外贸综合服务为小微企业提供融资服务。鼓励银行业金融机构单列小微企业信贷计划，鼓励大银行设立服务小微企业专营机构。推动民间资本依法发起设立中小银行等金融机构取得实质性进展。四是加大财政支持。对吸纳就业困难人员就业的小微企业，给予社会保险补贴。政府以购买服务等方式，为小微企业免费提供技能培训、市场开拓等服务。高校毕业生到小微企业就业，由市、县公共就业人才服务机构免费保管档案。五是加大中小企业专项资金对小微企业创业基地的支持，鼓励地方中小企业扶持资金将小微企业纳入支持范围。六是加大服务小微企业的信息系统建设，方便企业获得政策信息，运用大数据、云计算等技术提供更有效服务。会议要求，各地各部门要确保政策尽快落实，并适时提出进一步措施，帮助小微企业赢得“大未来”。

3. 区域经济和财政实力

公司主要承担黔西南州内的基础设施建设任务，其经营发展与黔西南州经济和财政实力密切相关。

（1）区域经济

黔西南州全称黔西南布依族苗族自治州，位于滇黔桂三省（区）结合部，贵州省西南隅、云贵高原东南端，东与黔南布依族苗族自治州罗甸县接壤，南与广西隆林、田林、乐业3个县隔江相望，西与云南省富源、罗平县和六盘水市的盘县特区毗邻，素有“西南屏障”和“滇黔锁钥”之称。

黔西南州下辖1市、7县、1区，即兴义市、兴仁县、安龙县、贞丰县、普安县、晴隆县、册亨县、望谟县和顶效开发区，全州国土总面积16804平方千米，占贵州省国土面积的9.7%。

黔西南州物产丰富，境内已发现矿藏41种，占全省发现矿种的一半，正式提交储委批准有开发价值的21种。已探明的地下矿藏有煤、金、锑、铈、铅、锌、铁、汞、铜、铝土、砷、磷、萤石、大理石、石灰石、粘土、石英砂、铝、石膏、白云石、钼、冰洲石、水晶、硅石、钴、高岭土等。其中煤炭资源是“西南煤海”的重要组成部分，已探明储量75.28亿吨，远景储量190多亿吨，名列贵州省第三位，多数发热量为7000~8000大卡/千克，主要分布在普安、兴仁、贞丰、安龙、晴隆、兴义等地，可采量39.8亿吨。金矿资源已探明的特大型矿床1处、大型矿床4处、中型矿床1处、小型矿床4处及矿点、矿化点数十处，保有储量占贵州省的90%以上，已探明的地质储量约500金属吨，远景储量1000吨以上，被中国黄金协会命名为“中国金州”。

黔西南州是黔桂滇三省（区）毗邻地区重要的商品集散地和商贸中心。州境内铁路有南昆线、威红线，南昆线境内长187千米，威红线境内长9千米；公路有沪昆高速、汕昆高速公路和342和320国道，其中沪昆高速公路境内长65千米，汕昆高速公路境内长127千米，州境内的晴兴高速公路已建成通车。境内通航河道50条，航道总长1017.33千米，其中北盘江航道289.21千米，南盘江航道267.38千米，

红水河航道 107 千米，北盘江支流航道 88.8 千米，南盘江支流航河道 82.49 千米，红水河支流航道 78.11 千米，最大通航能力为 500 吨级船舶，内河航线有 17 条，定期航班有 85 次。兴义机场客运航线已先后开通了兴义-贵阳、兴义-昆明、兴义-深圳、兴义-广州、兴义-贵阳-郑州、兴义-北京航线。

2012~2014 年，黔西南州地区生产总值保持高速增长，分别为 462.30 亿元、558.91 亿元和 670.96 亿元，其中 2014 年度，黔西南州实现的地区生产总值按可比价格计算增长 14.6%。

2014 年，黔西南州第一产业实现增加值 113.42 亿元，较上年增长 6.6%；第二产业实现增加值 240.55 亿元，较上年增长 16.0%；第三产业实现增加值 316.99 亿元，较上年增长 16.1%；全州人均地区生产总值为 23821 元，按年平均汇率折算为 3831 美元。全州固定资产投资（计划总投资 50 万元及以上项目投资）完成 786.31 亿元，比上年增长 31.0%，其中，基本建设投资完成 645.92 亿元，比上年增长 43.3%。全州全年规模以上工业增加值 224.65 亿元，比上年增长 14.1%，其中，轻工业增加值 18.41 亿元，增长 12.2%；重工业增加值 206.24 亿元，增长 14.7%。

（2）政府财力

黔西南州近年来财政实力得到了较快增长。2012~2014 年，黔西南州地方可控财力分别为 219.41 亿元、272.78 亿元和 315.40 亿元，年均复合增长 19.90%；其中一般预算收入分别为 64.42 亿元、81.38 亿元和 94.50 亿元，年均复合增长 21.11%；受益于国家对西部开发的支持，上级补助收入分别为 115.38 亿元、120.83 亿元和 143.56 亿元，年均复合增长 11.55%；基金收入分别为 38.16 亿元、66.66 亿元和 73.30 亿元，年均复合增长 38.60%。黔西南州地方可控财力主要来自上级补助收入、一般预算收入及基金收入，2014 年，上述三类收入在地方可控财力中的占比分别为 45.52%、29.96%和 23.24%。

2012~2014 年，黔西南州一般预算收入中税收收入占比分别为 58.15%、64.65%和 74.81%，税收收入为一般预算收入的主要来源，且所占比重持续上升；上级补助收入主要由一般性转移支付收入和专项转移支付收入构成，2014 年，上述两项收入在上级补助收入中合计占比为 97.74%。

总体看，黔西南州地方财力对转移支付收入依赖程度较高，同时，以税收收入为主的一般预算收入持续增长。

表 1 黔西南州 2012~2014 年地方综合财力构成情况表（单位：万元、%）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率	2014 年各项占比
一般预算收入	644207	813778	944954	21.11	29.96
其中：税收收入	374585	526125	706911	37.37	22.41
非税收入	269622	287653	238043	-6.04	7.55
基金收入	381567	666586	732991	38.60	23.24
其中：土地出让金	258484	465642	540118	44.55	17.12
其他	123083	200944	192873	25.18	6.12
上级补助收入	1153757	1208302	1435588	11.55	45.52
其中：返还性收入	32652	33483	32491	-0.25	1.03
一般性转移支付	553302	627742	688136	11.52	21.82
专项转移支付	567803	547077	714961	12.21	22.67
预算外财政专户资金	14562	39173	40493	66.76	1.28
地方可控财力	2194093	2727839	3154026	19.90	100.00

资料来源：黔西南州财政局

近年来黔西南州经济平稳发展，地方可控财力稳步提升，其中地方一般预算收入增长迅速，税收收入为其主要来源；黔西南州地方财力对转移支付收入依赖程度较高。总体看，黔西南州整体经济的发展和财政实力的增强，为公司持续发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本为 17369 万元，黔西南州财政局持有公司 100% 股权，为公司唯一股东，黔西南州政府为实际控制人。

2. 企业规模

公司是黔西南州及其州府兴义市主要的城市基础设施投融资及建设主体，担负着黔西南州和兴义市城市基础设施的建设和运营任务。

截至 2014 年底，公司资产总额为 130.82 亿元，所有者权益为 78.12 亿元。2014 年，公司实现营业收入 7.27 亿元，利润总额 1.64 亿元。公司纳入合并报表范围子公司 5 家，涉及业务包括基础设施建设、中小企业融资服务、房地产开发等。

3. 人员素质

(1) 公司高管人员情况

截至 2014 年底，公司高级管理人员中有董事长兼总经理 1 人、副总经理 1 人，财务总监 1 人，共 3 人。

公司董事长、总经理陈学农，男，1964 年 11 月出生，大学学历。历任兴义市农业办公室任副主任，兴义市敬南镇党委副书记、镇长，兴义市威舍镇党委副书记、镇长，顶效开发区管委会主任，黔西南州旅游局副局长，贞丰县副书记、县组织部长，黔西南州委宣传部部长、州文化产业办公室主任。现任公司董事长兼总经理、党组书记、法定代表人。

(2) 公司员工情况

截至 2014 年底，公司共有职工 28 人。从年龄构成看，30 岁以下的员工 11 人，30~50 岁的 15 人，50 岁以上的 2 人；从学历构成看，本科及以上学历的员工 12 人、大专学历 15 人、高中及同等学历 1 人；从岗位构成看，管理人员 11 人、其他人员 17 人。

总体看，公司高级管理人员有丰富政府工作经历，员工以中青年为主，整体文化素质程度能满足公司日常经营需要。

4. 政府支持

公司作为黔西南州及兴义市主要的基础设施建设和土地开发主体，在资金注入、资产及股权划拨、代建成本返还及财政补贴等多方面获得了黔西南州政府及兴义市政府的大力支持。

(1) 资本注入

公司系 2005 年 7 月根据《州人民政府关于成立黔西南州宏升资本营运公司的决定》（州府发【2005】52 号）设立的国有独资公司，注册资本为 1.74 亿元，系通过黔西南州政府将州政府大院办公用地、原州支铁办办公楼和州政府行政处土地以国有资产注入的形式形成。

(2) 资产及股权注入

根据《市人民政府关于将兴义市博大基本建设投资有限责任公司的国有股权整体划拨给黔西南州宏升资本营运公司的决定》（兴府通【2007】92 号），兴义市政府将兴义市柯沙商场服务中心和兴义市木浪河管理所分别持有的兴义市博大基本建设投资有限责任公司（以下简称“博大公司”）21.88% 和 78.12% 股权收回后再整体划拨给公司，按照划拨时博大公司账面净资产 0.54 元计入资本公积—资本溢价。

根据《市人民政府关于划拨部分国有资产的通知》（兴府通【2008】74 号）和《关于资产划拨的通知》（兴市财政字【2008】88 号），兴义市政府将兴义桔山花月牛头山土地等 17 宗国有资产（房产及土地使用权）划拨注入到

公司子公司博大公司，评估价值为 22.73 亿元（经贵州海天房地产资产评估事务所有限公司评估），其中扣除幸福乐园需要缴纳的土地出让金 2.97 亿元、柯沙商场 0.12 亿元计入实收资本外其他的全部计入资本公积。上述注入资产中土地使用权评估价值合计 18.41 亿元（计入无形资产），均已办理土地使用权证，土地性质为出让。

根据《对州宏升公司<关于划转州直行政事业单位部分国有资产的报告>的复函》（州财资综字【2009】4 号）的规定，黔西南州财政局将原州体育中心位于兴义市沙井街商业用地等 12 宗国有土地使用权资产作价 5.36 亿元注入到公司，其中 11 块土地按照评估价值 4.43 亿元入账（经贵州海天房地产资产评估事务所有限公司评估），另一宗国有土地使用权由原所属单位摘牌后注入，按照摘牌时实际缴纳的土地出让金 0.93 亿元作价入账（均计入投资性房地产-土地和资本公积）。上述注入土地资产均已办理土地使用权证，其中 7 块合计账面价值 1.58 亿元的土地为划拨性质，其余均为出让。

根据《贵州顶效开发区管理委员会关于投资公司将所属国有资产收回后划转至州宏升资本运营公司使用的批复》（区管函【2010】51 号），贵州顶效开发区管理委员会将坐落于顶效开发区的 3 块商业用地按评估价值（经贵州亚太房地产土地评估有限公司评估并出具“黔亚太土评【2011】027 号”评估报告）4.55 元注入公司（计入无形资产和资本公积），土地性质均为出让。

根据《市人民政府关于将桔山办事处储备土地划拨给市博大公司的批复》（兴府发【2010】88 号），兴义市政府将坐落于兴义市桔山街道办事处的综合用地按照评估价值（经贵阳天创房地产资产评估事务所评估并出具“天创【2011】（估）兴土 0701 号”评估报告）7.53 亿元注入博大公司（计入无形资产和资本公积，土地性质为出让），2011 年根据《市政府关于置换建行贷款抵押物的批复》（兴府发【2011】

103 号），兴义市政府将该土地转变用途并连同兴义市马岭镇龙井一块土地（经贵州海天房地产资产评估事务所有限公司评估并出具报告号为“黔海天土评(2011)评字第 012 号”评估报告，评估价值为 0.79 亿元）用于置换博大公司的幸福乐园 3 块土地（兴市国用（2009）第 0106 号-第 0108 号），置换时该 3 块土地账面净资产为 7.12 亿元。

根据《市人民政府关于使用国有资产抵押贷款的批复》（兴府发【2011】23 号），将坐落于坪东办事处幸福乐园一块土地按评估价值（该土地业经贵阳天创房地产资产评估事务所评估并出具“天创【2011】（估）地 3-13 号”评估报告）4.43 元注入公司（计入无形资产和资本公积）。上述土地已办理土地使用权证，土地性质为出让。

根据《关于黔西南州牂牁文化产业发展有限公司变更为黔西南州牂牁创业服务有限公司的会议纪要》（州府专议【2013】141 号），黔西南州政府将黔西南州牂牁创业服务有限公司（以下简称“牂牁创业公司”）股权整体划转至公司，使其成为公司全资子公司。由于公司对牂牁创业公司属于同一控制下企业合并，故对该股权划拨而增加资本溢价 0.04 亿元进行追溯调整至 2012 年度牂牁创业公司成立时。

根据《黔西南州国资局关于州宏升资本运营公司收购威鲁公路股份的批复》（州国资【2013】63 号）和 2013 年 6 月 17 日《黔西南州人民政府关于筹资建设威鲁公路的承诺函》规定，由公司作为收购兴义市威鲁公路投资建设有限公司（以下简称“威鲁公路公司”）的收购主体，收购资金由黔西南州人民政府解决。黔西南州国资局拨入的用于并购威鲁公路公司股权投资款 3.70 亿元，作为资本金注入到公司而增加资本溢价（计入长期股权投资及资本公积）。

兴义市财政局国有资产管理局 2013 年 9 月 5 日与博大公司签署《资产置换协议书》，将位于兴义市两江绿色食品有限公司的土地使用权

(权证号为兴市国用【2013】第 044 号)与属于博大公司的柯沙商场房产及土地使用权(账面价值 0.87 亿元)进行置换,该地块经北京亚超资产评估有限公司贵州分公司评估并出具“北京亚超评估字【2013】040137 号”评估报告,评估价值为 1.51 亿元。根据《资产置换协议书》,置入资产价值超过置出资产价值部分作为兴义市财政局国有资产管理局对博大公司的资产注入,故产生资本溢价 0.63 亿元(计入资本公积)。

根据黔西南州财政局义龙新区分局《关于将贵州义龙(集团)投资管理有限公司的 19 宗国有土地使用权划至贵州宏义资产管理有限公司的批复》(区财办【2014】45 号)规定,将位于义龙新区的 19 宗土地作为资本金注入公司子公司宏义公司,增加资本溢价 30.90 亿元。上述土地已办理土地使用权证,土地性质均为出让。

(3) 政府回购

公司承担的城市基础设施项目主要为公益性项目,实行“公司投资,政府回购”的运作模式。

自公司成立以来,公司与兴义市人民政府签订了多项回购协议,兴义市人民政府授予博大公司对标的项目独家进行投资、融资和施工建设的权利,兴义市人民政府负责建设用地的征地、拆迁和补偿等工作。博大公司负责项目的建设及移交的全部资金的筹措,项目竣工决算后,兴义市人民政府按审定决算数的 120%计算回购金额,回购款分 5 年等额支付。

截至 2014 年底,公司与兴义市人民政府签订回购协议的基础设施建设项目包括景峰大道道路工程、桔山路道路工程、东环线道路工程(一期)、兴义市那坡立交桥工程等 9 项工程,合计总投资 30.27 亿元,2012~2014 年,公司合计确认收入 9.41 亿元,并在此期间集中收到政府支付回购款 28.82 亿元(在销售商品、提供劳务收到的现金中反映)。

(4) 财政补贴

2012 年,公司根据兴义市财政局兴义财政字【2012】64 号、兴义财政字【2012】65 号文件,共获得财政补贴 3.46 亿元;根据黔西南州财政局州财政【2012】8 号文件,获得财政补贴 0.09 亿元。

2013 年,公司根据兴义市财政局兴义财政字【2013】138 号文件,获得财政补贴 1.63 亿元;根据黔西南州财政局州财金【2013】2 号文件,获得财政补贴 0.11 亿元。

2014 年,公司根据兴义市财政局《关于对州宏升公司<关于明确市财政局拨款性质及相关会计处理的处理的请示>的复函》(兴市财政字【2014】119 号)将 1.26 元拨款计入补贴收入;根据黔西南州财政局《关于对州宏升公司<关于明确州财政局拨款性质及相关会计处理的请示>的复函》(州财金【2014】43 号),将 0.07 亿元拨款计入补贴收入。根据黔西南州投管中心《关于对州宏升公司<关于明确州投管中心拨款性质及相关会计处理的请示>的复函》(州投管中心【2014】12 号),将 0.005 亿元拨款计入补贴收入。子公司博大公司根据兴义市财政局《关于对市博大公司<关于明确市财政局拨款性质的请示>的复函》(兴市财政字【2014】120 号),将 0.28 亿元拨款计入补贴收入。

上述财政补贴收入均计入营业外收入—政府补助,并在收到其他与经营活动有关的现金反映。

(5) 专项工程款

2012~2014 年,公司获得兴义市土地储备中心、兴义市人民政府支付的包括土地开发项目、城乡社区事务公共设施、农林水事务农村道路景峰大道、桔山道路白加黑等城市基础设施建设等多项专项工程款,公司将上述款项计入专项应付款。2012~2014 年底,公司专项应付款账面值分别为 11.16 亿元、9.78 亿元和 6.90 亿元,随着专项应付款逐渐用于结清部分项目工程欠款及土地开发项目专项资金而持续减少。

(6) 其他支持

根据黔西南州人民政府出具的《黔西南州人民政府关于落实黔西南州宏升资本营运公司对政府应收账款及其他应收款的偿付计划安排的批复》，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对政

府应收账款 1.29 亿元、其他应收款 29.56 亿元，合计 30.85 亿元。根据上述批复，经黔西南州人民政府研究决定，计划于 2018 年 12 月 31 日前履行相关还款计划，如下表所示：

表 2 黔西南州政府对公司 2014 年底账面政府性应收款项出具的偿还计划（单位：万元）

	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	合计
还款金额	100000.00	100000.00	108473.08	308473.08

资料来源：公司提供

经黔西南州政府研究，决定将位于黔西南州兴义市桔山镇民航片区地块进行出让，出让收入全部用于偿还公司应收政府的款项。可供

出让的土地 3 块，合计 2000148 平方米，主要为商住用地，可出让地块的具体位置及面积如下表：

表 3 黔西南州政府土地出让计划（单位：平方米、万元/平方米、万元）

地块名称	地块面积	地块区域
A 地块	649289	兴义市桔山镇民航片区
B 地块	678225	兴义市桔山镇民航片区
C 地块	672634	兴义市桔山镇民航片区
合计	2000148	

资料来源：公司提供

注：根据黔西南州近两年土地出让市场成交平均价格、出让地块周边环境、升值预期等因素，预测上述出让区地块的出让价格为 200 万元/亩（即 0.30 万元/平方米）。

以上三块可出让土地将分别于 2015 年、2016 年和 2017 年出让，预计出让收入共约 60.00 亿元，扣除相关成本费用后净收益为 48.00 亿元，能够覆盖应收账款、其他应收款金额。

同时，黔西南州政府承诺未来将优先出让用于还款资金来源的上述三宗地块，以确保偿付资金及时到位。

联合资信认为，黔西南州政府及兴义市人民政府对公司的支持力度较大，为公司基础设施建设等业务的持续经营及整体盈利能力的提升提供了有力支撑。同时，联合资信也关注到，上述土地出让计划中出让价格预测较高，对预期出让收益的实现带来一定不确定性。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业法人登记管理条例》和国家有关法律、行政法规、政府的有关政策，制订了《黔西南州宏升资本营运公司章程》。按照《公司章程》的规定，公司建立和完善了法人治理结构，设有董事会、监事会及经理层。

根据《公司章程》，公司不设股东会，由黔西南州财政局国资部门行使股东会职权。州财政局国资部门行使股东会职权包括对公司的经营活动和日常管理进行监督，有权查阅公司章程、公司财务会计报告，对公司的经营提出建议和质询。其余股东会职权由州财政局国资部门授权公司董事会行使。

公司设立董事会，由三名成员组成：公司总经理、财政局选派一名、公司职工代表一名，

董事长由公司总经理兼任。公司董事会对州政府、州财政局国资部门负责。公司设立监事会，设监事五名，监事由财政局委派和公司职工选举产生。

2. 管理水平

公司主要按照政府的相关决策履行投资职能，针对公司经营业务及其特点，公司本部设 7 个职能部门，各部门分工明确，基本能满足公司经营管理需要。

根据政府主管机构规定及自身经营特点，公司建立了多项管理制度，涉及资金管理、融资风险控制、固定资产管理及会计档案管理等多方面。

资金管理方面，为规范和加强公司基本建设资金管理，保证资金合理、有效使用，提高投资效益，根据国家有关法律结合公司财务管理的相关规定，制定了《基本建设资金管理办法》。其中对基本建设资金管理的主要任务、基本原则、管理职责及具体支付流程做出了明确的规定。

融资风险控制方面，公司制定了《融资风

险防范与控制措施》，拟从规章制度、操作程序和内部管理等各个方面建立和健全完整的风险防范体系及风险控制制度。

固定资产管理方面，为有效地管理好固定资产，维护国家财产安全，充分发挥其使用效益，保证各项工作顺利开展，公司制定了《固定资产管理暂行办法》。

对于日常经营的其他方面，公司还分别制定了《部门工作事务例会管理制度》、《公章使用制度》、《会议管理制度》、《廉政风险评估预警暂行办法》及《三重一大民主决策制度》等多项管理制度。

总体来看，公司已建立了较完备的治理结构，内部组织机构设置合理，管理体系较为规范，管理制度较完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事黔西南州及兴义市基础设施建设、房地产开发等业务。

表 4 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	-	-	-	-	-	-	60016.60	86.86	34.46
基础设施建设	55394.93	99.84	16.67	31366.95	97.59	16.68	7362.36	10.66	16.67
代建管理费	-	-	-	-	-	-	1100.00	1.59	100.00
融资管理费	89.25	0.16	100.00	773.72	2.41	100.00	614.05	0.89	100.00
合计	55484.18	100.00	16.80	32140.68	100.00	18.69	69093.01	100.00	34.19

资料来源：公司审计报告

从近三年收入情况来看，2012~2014 年，公司基础设施建设收入持续下降，分别为 5.54 亿元、3.14 亿元和 0.74 亿元，下降主要系公司受兴义市人民政府委托，根据政府各年项目建设规划开展基础设施建设，其业务及收入规模由政府规划决定，近三年，伴随兴义市基础设施建设的日趋完善，政府适度调整基建规模与进度，致使公司相应确认收入有所下降；公司融资管理费收入增长迅速，2012~2014 年分别为 89.25 万元、773.72 万元和 614.05 万元，但

其规模小，对公司整体收入贡献程度低。2014 年，公司新增房地产开发收入，当年规模为 6.00 亿元。

从近三年毛利率情况来看，公司基础设施建设（政府回购类项目）毛利率稳定在 16.67%，主要系公司近三年确认的基础设施建设收入均依据与政府签订的回购协议，即按审定决算数的 120% 计算；融资管理业务毛利率高，均为 100%，但由于其收入占比小，对公司整体综合毛利率影响小；房地产开发板块毛利率为

34.46%。2012~2014 年，公司综合毛利率增长迅速，分别为 16.80%、18.69%和 34.19%，其中 2014 年毛利率大幅增长主要系房地产板块带动所致。

2. 经营模式

基础设施建设

公司是黔西南州和兴义市重要的城市基础设施投融资及建设主体，主要从事兴义市老城区土地、城市基础设施及水利、交通及其他基础设施建设任务。公司子公司博大公司为该项业务的运营主体。

从运营模式上看，公司承担的城市基础设施项目主要为公益性项目，2012 年 12 月之前，实行“公司投资，政府回购”的运作模式：兴义市人民政府授予博大公司对标的项目独家进行投资、融资和施工建设的权利，兴义市人民政府负责建设用地的征地、拆迁和补偿等工作。博大公司负责项目工程的建设及移交的全部资金的筹措，项目竣工决算后，兴义市人民政府按审定决算数的 120%计算回购金额，回购款分 5 年等额支付。

2012 年 12 月之后，兴义市人民政府不再与博大公司签订建设投资回购协议，针对基础设施建设项目采取代建管理费模式，项目最终业主单位在实际工程项目完工后向公司下发拨款文件，公司根据政府下发的拨款文件中确定的工程款金额的一定比例确认代建管理收入。对于确认的工程款及代建管理费，政府将根据公司实际建设用款需要及债务偿还需要进行支付。

已签署回购协议项目方面，截至 2012 年底，公司与兴义市人民政府共签署包含景峰大道道路工程、桔山路道路工程、东环线道路工程（一期）、兴义市那坡立交桥工程等 9 项工程的回购协议，预计总投资合计为 30.27 亿元。其中除兴义市那坡立交桥工程外的 8 项工程合计预计总投资为 22.94 亿元，2011 年及之前年度共确认成本 17.53 亿元，确认收入 21.03 亿元；那坡立交桥工程项目预算总投资为 7.33 亿元，

2012~2014 年，公司只对那坡立交桥工程确认了成本和收入，三年成本分别为 4.62 亿元、2.61 亿元和 0.61 亿元，收入分别为 5.54 亿元、3.14 亿元和 0.74 亿元。财务处理方面，公司将项目投入计入存货科目，并按年末审定决算数结转成本，同时按成本的 120%确认收入，未到位工程回款计入应收账款。从回购款支付情况来看，兴义市政府于 2012~2014 年，分别支付回购款 0.60 亿元、21.96 亿元和 6.26 亿元。截至 2014 年底，上述回购项目投入全部已结转成本，相应回购款已全部到位。

对于 2012 年 12 月之后立项的项目，在 2014 年之前，由于兴义市人民政府不再与博大公司签订建设投资回购协议，未签订回购协议的完工及在建项目建设成本均纳入存货中核算。2014 年，根据兴义市人民政府文件公司将原在存货中核算的市政基础设施建设项目（除签订 BT 回购项目外）均明确为代建项目，相应项目支出系代支付款项，在其他应收款项目核算。由于 2013 年处于经营模式转变期，当年未确认代建管理费收入；2014 年，公司根据政府下发的拨款文件确认代建管理费收入 0.11 亿元。

根据黔西南州人民政府出具的《黔西南州人民政府关于落实黔西南州宏升资本营运公司对政府应收账款及其他应收款的偿付计划安排的批复》，截至 2014 年底，公司对政府其他应收款为 29.56 亿元（包含公司代建项目工程投入），黔西南州政府计划于 2018 年 12 月 31 日前履行相关还款计划。

总体看，近三年伴随回购项目的陆续完工结算以及经营模式的转变，公司基础设施建设类收入（包含回购收入及代建管理费收入）逐年下降，并且基于此经营模式，公司未来该类收入大规模增长的可能性较小。但考虑到代建管理费模式毛利率高、黔西南州政府对已形成工程成本的偿付计划以及黔西南州经济的持续发展，公司基础设施建设业务将有望带动公司主业盈利能力的进一步提升。

房地产开发业务

公司房地产开发项目主要为“穿云洞商业街开发”，由公司子公司弘鼎房开公司负责开发。

该项目位于兴义市老城区，北接东风路，南连盘江路，西邻荷花巷。总建筑面积 85079 平方米，其中地面商铺规划建筑面积 61326.63 平方米，分 A、B、C 三个区域。该项目预计总投资 8.23 亿元，截至 2014 年底，已完成投资 8.30 亿元（其中达到交房条件存货结转成本 3.93 亿元，存货中剩余账面价值 4.36 亿元）。2014 年，穿云洞商业街结转销售收入 6.00 亿元，毛利率为 34.46%。截至 2014 年底，预收房款 2.46 亿元。总体看，穿云洞商业街项目地处兴义市核心区域，前期销售情况较好，预计剩余商铺的销售将对公司整体盈利能力起到一定支撑作用。但房地产业务易受宏观调控及行业政策影响，未来收入的实现具有一定不确定性。此外，公司目前房地产项目单一，对未来该类业务收入的持续性产生一定不利影响。

中小企业金融服务收入

2012~2014 年，公司中小企业金融服务业实现的融资管理费收入分别为 89.25 万元、773.72 万元和 614.05 万元，呈上升趋势。

公司将中小企业金融服务作为近年来公司转型经营的重点工作，通过加强与国家开发银行、兴业银行、兴义农商行等金融机构的合作，提升融资服务水平。在中小企业融资项目监管上，建立了“三重一大”台帐，对融资项目的每个环节公开、透明，并加强对重点领域、重点环节进行监督检查。2012~2014 年，公司已累计为 23 家（次）企业提供了总融资额 3.67 亿元的金融服务。未来，公司将进一步加强中小企业金融服务业务的发展力度，在完善机制、控制风险的同时为黔西南州的中小企业提供更为有力的金融服务。

其他业务

除主营业务外，公司还从事物业租赁业务，

2012~2014 年，分别实现收入 0.37 亿元、0.37 亿元和 0.36 亿元（计入其他业务收入），毛利率分别为 17.26%、17.83%和 19.89%，该项收入及毛利率保持相对稳定。

公司与黔西南州人民政府签订了土地租赁合同。上述合约下合计可出租面积为 64.59 万平方米。但由于公司签署的租赁合同并未约定租金的付款时间，故租金的回收存在一定不确定性。

表 5 2014 年公司物业出租情况表
(单位: 平方米、元/平方米·年、万元)

物业名称	面积	租金	年租金
商住土地	98043.57	107.21	1051.13
园地土地	312748.28	33.61	1051.15
商业土地	235060.41	61.51	1445.86
合计	645852.26	-	3548.14

资料来源：公司提供

注：表中数据统计口径与审计报告略有差异，导致年租金合计数与审计报告不一致。

总体看，近三年公司主营业务收入结构变化较大，规模波动增长。新增房地产收入提升了公司主营业务收入规模及主业盈利能力，但持续性有一定不确定性；基础设施建设类收入受经营模式影响持续下降，但考虑到黔西南州经济发展对基础设施建设的需求以及政府对公司的持续支持，该类收入将继续作为公司主要收入来源。公司其他板块收入规模尚较小。

3. 在建及拟建工程

截至 2014 年底，公司在建项目主要包括穿云洞商业街、景峰大道、桔山路延伸段道路工程及民航大道道路工程等项目，涉及总投资 55.10 亿元，已完成投资 23.82 亿元；截至 2014 年底，公司拟建项目主要包括兴义桔山新月湾安置区民航路小学项目和兴义桔山新月湾安置区棚户区建设项目，涉及项目总投资 7.68 亿元。综合考虑在建和拟建项目规模，公司尚需投入资金规模较大，未来将面临一定融资压力。

表 6 截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2014 年底已完成投资	经营模式
穿云洞商业街	82277.00	82971.00	商业项目，不需政府回购
景峰大道（巴结段）道路工程	127392.00	46576.00	已签署回购协议
桔山路延伸段道路工程	18597.60	18434.13	已签署回购协议
民航大道道路工程	16700.00	12787.00	已签署回购协议
黄草坝路网道路改造工程	40606.88	8047.21	代建管理
城市主干道及次干道等亮化工程项目	18108.06	14692.00	代建管理
桔山片区路网道路路面面层“白加黑”罩面改造工程	9596.82	7419.00	代建管理
幸福乐园环境整治项目	51440.39	5658.00	代建管理
桔山路道路工程	14963.00	3076.00	代建管理
龙头山隧道至那边立交桥（延安路）道路改造工程	52652.73	5997.00	代建管理
兴义桔山新月湾土地收储项目	118700.00	32500.00	工程 2013 年启动，文件明确利润分配方式
合计	551034.48	238157.34	

资料来源：公司提供

表 7 截至 2014 年底公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	2015 年投资额	2016 年投资额	2017 年投资额
			贷款	自筹				
兴义桔山新月湾安置区民航路小学项目	总建筑面积 18274 平方米，建设内容为：教学楼、科技楼、办公楼、图书馆、运动场	12803.00	8963.00	3840.00	土储安置，已落实	12000.00	803.00	-
兴义桔山新月湾安置区棚户区建设项目	总建筑面积 320959.56 平方米，其中：住宅 225187.94 平方米、商铺 34449.98 平方米、地下部分建筑面积 61321.64 平方米	63859.43	44701.00	19158.13	土储安置，棚户区改造，已落实	15000.00	30000.00	18859.43
兴义市万峰林风景区附属配套设施工程	项目涉及下纳灰停车场、将军桥处石拱桥、公交车站扩建、错车道增设、景区电子监控设备和道路交通安全标识标牌建设等。	180.00	126.00	54.00	-	180.00	-	-
合计		76842.43	53790.00	23052.13	-	27180.00	30803.00	18859.43

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年连审财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看，2013 年公司新纳入合并范围子公司 1 家，合并子公司资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司影响不大，2014 年公司无新纳入合并范围的子公司，公司近三年财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 130.82 亿元，所有者权益合计 78.12 亿元（无少数股东权益）；2014 年，公司合并口径实现营业收入 7.27 亿元，利润总额 1.64 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 5.86%。截至 2014 年底，公司资产总计 130.82

亿元，较 2013 年底增长 14.62%，公司流动资产持续下降，非流动资产持续上升，非流动资产占比由 2012 年的 32.63% 上升至 56.46%，公司由流动资产为主变为以非流动资产为主。

2012~2014 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 14.90%。截至 2014 年底，公司流动资产为 56.96 亿元，同比下降 13.25%。公司流动资产以其他应收款（占 70.33%）、存货（占 12.82%）和货币资金（占 11.46%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金规模波动增长。截至 2014 年底，公司货币资金 6.53 亿元，主要由银行存款和现金构成，其中受限资金 3.25 亿元，公司受限资金占比较高。

2012~2014 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 73.94%，截至 2013 年底，公司应收账款为 6.94 亿元，同比下降 70.38%，主要系收到兴义市财政局对市政基础设施工程投资建设项目建设回购款。截至 2014 年，公司应收账款为 1.59 亿元，同比下降 77.08%，主要由应收黔

西南州财政局房屋租赁收入款项构成。账龄方面，1年以内的应收账款占比37.40%，1~2年的占18.27%，2~3年的占18.17%，3年以上的占26.17%。公司按组合共计提坏账准备30.90万元，计提比例较低。

2012~2014年，公司预付款项波动增长，年均复合增长131.61%。截至2014年底，公司预付款为1.47亿元，同比下降35.53%，公司预付款项主要为浙江明远建设有限公司的工程款、兴义市南盘江镇人民政府的征迁补偿款、贵州建工集团第四建筑工程有限责任公司的工程款、兴义市财政分局则戎分局和坪东新区建设管委会的征迁补偿款。

2012~2014年，公司存货规模波动下降，年均复合下降41.86%。截至2014年底，公司存货账面价值为7.30亿元，同比下降67.53%，下降主要系穿云洞商业街项目2014年度部分已交房及2014年根据市政府文件将原在存货中核算的市政基础设施建设项目（除签订BT回购项目外）均明确为代建项目，相应项目支出系代支付款项，在其他应收款项目核算。公司存货中主要由公司承担的新月湾项目土地一级开发投入2.94亿元和弘鼎房开公司开发的穿云洞商业街项目发生的开发成本4.36亿元构成。由于公司存货不存在可变现净值低于成本的情况，故公司未计提存货跌价准备。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长17.55%。截至2014年底，公司其他应收款账面余额为41.27亿元，主要为应收兴义市财政局和黔西南州财政局转贷款本金和利息、债券本金及利息、兴义市城市重点工程建设总指挥部、兴义市重点工程项目指挥部景峰大道分指挥部工程款和兴义市信恒城市建设投资有限公司的往来款、借款，其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款占比87.23%，主要系应收市财政、州财政及黔西南基本建设投资管理中心往来款，款项列入市财政安排的城建资金计划。公司按账龄分析法共计提坏账准备0.90亿元，截至2014年底，公

司其他应收款账面净额为40.06亿元。

根据黔西南州人民政府出具的《黔西南州人民政府关于落实黔西南州宏升资本营运公司对政府应收账款及其他应收款的偿付计划安排的批复》，截至2014年底，公司对政府应收账款1.29亿元、其他应收款29.56亿元，黔西南州政府计划于2018年12月31日前履行相关还款计划。

2012~2014年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长39.26%，其构成主要以长期股权投资、投资性房地产和无形资产为主。截至2014年底，公司非流动资产合计73.86亿元，同比增长52.36%，其中，投资性房地产占11.01%，长期股权投资占5.01%，无形资产占79.62%，其余为其他非流动资产、固定资产及递延所得税资产等。

2013~2014年，公司长期股权投资有所下降，截至2014年底，公司长期股权投资3.70亿元，较2013年减少5.62亿元，主要系根据黔西南州人民政府《关于变更兴义市信恒城投公司出资人有关事宜的会议纪要》（州府专议【2013】204号）规定，公司将持有的信恒公司全部股权划转至兴义市基本建设投资管理中心，具体工作由兴义市政府统一协调，信恒公司于2014年7月完成相关股权变更登记。

2012~2014年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降6.98%。截至2014年底，公司投资性房地产账面价值合计8.14亿元，主要由土地使用权组成，2014年公司无新增房屋建筑物和土地使用权，正常计提折旧和摊销。

2012~2014年，公司无形资产快速增长，年均复合增长45.45%。截至2014年，公司无形资产账面价值合计58.81亿元，全部为土地使用权，同比增长105.35%，主要系州政府注入公司子公司宏义公司19宗土地使用权，该资产经江苏博文房地产造价咨询评估有限公司评估并出具报告，基准日2014年11月21日的评估值为30.90亿元。截至2014年底，公司无形资产中土地使用权面积合计396.43万平方

米, 账面价值 58.81 亿元, 其中用于抵押土地面积合计 165.90 万平方米, 账面价值 18.91 亿元。

整体看, 公司近年资产规模波动增长, 其构成从以流动资产为主变为以非流动资产为主。公司资产中其他应收款和无形资产占比大, 考虑到黔西南州对公司应收类款项出具的偿付安排, 公司整体资产质量及流动性一般, 但上述应收类款项到位情况仍有待观察。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益年均复合增长 25.27%, 主要源自资本公积的增长。截至 2014 年底, 公司所有者权益为 78.12 亿元, 主要由实收资本 (1.74 亿元)、资本公积 (61.79 亿元) 和未分配利润 (13.67 亿元) 构成; 公司资本公积较 2013 年底大幅增加, 主要系根据黔西南州财政局义龙新区分局《关于将贵州义龙(集团)投资管理有限公司的 19 宗国有土地使用权划至贵州宏义资产管理有限公司的批复》(区财办【2014】45 号), 将位于义龙新区的 19 宗土地作为资本金注入公司子公司宏义公司, 增加资本溢价 30.90 亿元。

总体看, 受资本公积逐年增大影响, 近年来公司所有者权益规模快速增长, 所有者权益整体稳定性较好。

负债

2012~2014 年, 公司负债总额年均复合下降 11.28%, 主要源自其他应付款和专项应付款的下降。截至 2014 年底, 公司负债总额为 52.70 亿元, 其中流动负债占 32.62%, 非流动负债占 67.38%, 公司负债结构以非流动负债为主。

2012~2014 年, 公司流动负债持续下降, 年均复合下降 21.10%。截至 2014 年底, 公司流动负债为 17.19 亿元, 较 2013 年底下降 25.71%, 主要源自其他应付款的下降。

2012~2014 年, 公司短期借款快速下降, 年均复合下降 23.44%。截至 2014 年底, 公司

短期借款 0.68 亿元, 全部为保证借款。

2012~2014 年, 公司应付账款波动下降, 年均复合下降 12.37%。截至 2014 年底, 公司应付账款 4.46 亿元, 主要系应付幸福乐园土地出让金 2.62 亿元、应付市政府代建项目工程款 0.50 亿元和孙公司弘鼎房开公司开发的穿云洞商业街项目发生的应付代垫拆迁费 0.37 亿元、应付穿云洞商业街项目工程款 0.96 亿元。

2012~2014 年, 公司预收款项波动下降, 年均复合下降 8.80%。截至 2014 年底, 公司预收款项 2.54 亿元, 同比下降 18.79%, 主要系弘鼎房开公司开发的穿云洞商业街项目预售房款 2.46 亿元, 占预收账款总额的 96.61%, 因穿云洞商业街项目尚未实际交付, 故未结转收入。从账龄结构看, 账龄在 1 年以内的占全部预收款项的 1.00%, 1~2 年的占 7.20%, 2~3 年的占 17.93%, 3 年以上的占 73.87%, 账龄较 2013 年有所增加。

2012~2014 年, 公司其他应付款快速下降, 年均复合下降 34.96%。截至 2014 年底, 公司其他应付款为 7.13 亿元, 主要系与贵州省贵民投资有限责任公司的借款和兴义市土地储备中心、兴义市建设局、兴义市交通局、贵州义龙(集团)投资管理有限公司等的往来款。

2012~2014 年, 公司非流动负债年均复合下降 4.98%, 主要源于公司专项应付款的下降。截至 2014 年底, 公司非流动负债为 35.51 亿元。

2012~2014 年, 公司长期借款有所波动, 年均复合增长 1.19%。截至 2014 年底, 公司长期借款 14.46 亿元, 其中保证借款 0.30 亿元, 信用借款 0.61 亿元, 抵押借款 7.29 亿元, 质押借款 7.31 亿元。

截至 2014 年, 公司应付债券 13.94 亿元, 主要系公司 2012 年发行的 14 亿元 7 年期“12 黔宏升债”。

2012~2014 年, 公司专项应付款快速下降, 年均复合下降 21.37%, 截至 2014 年, 公司专项应付款 6.90 亿元, 主要系市土地储备中心、项目工程欠款及土地开发项目专项资金、城乡

社区事务公共设施支出、农林水事务农村道路项目资金等。

有息债务方面，2012~2014 年公司债务规模年均增长 1.62%，债务规模基本维持。截至 2014 年底，公司全部债务为 30.13 亿元，其中短期债务占比 5.76%，债务结构基本维持稳定。公司目前债务结构中长期债务占比高，债务结构较好。

债务指标方面，2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈持续下降趋势，三年均值分别为 48.10%、32.39% 和 31.43%；2014 年分别为 40.29%、27.84% 和 26.66%。

总体来看，公司近年债务规模比较稳定，债务结构中长期债务占比较高，债务结构合理。伴随所有者权益增大，公司债务负担有所减弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入收入波动增长，年均复合增加 10.82%，2014 年，公司营业收入 7.27 亿元，较 2013 年增长 102.99%，主要系当年实现房地产收入规模较大。同期，公司营业成本年均复合下降 0.92%，受此影响，公司营业利润率持续增加，分别为 12.98%、14.51% 和 25.14%。

从期间费用看，2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 19.14%、31.77% 和 13.84%，期间费用占比波动下降，主要系财务费用持续下降所致，总体看来，公司的期间费用控制能力有所加强。

非经常性损益方面，2014 年，公司营业外收入 1.61 亿元，主要为政府补助，营业外收入对利润总额影响较大，若不考虑政府补助收入，2012~2013 年，公司将处于亏损状态，2014 年处于微利状态。

盈利指标方面，2012~2014 年，公司营业利润率持续上升，分别为 12.98%、14.51% 和 25.14%；公司总资本收益率有所下降，分别为 4.11%、1.30% 和 1.45%；公司净资产收益率有所下降，分别为 6.05%、1.69% 和 1.83%。

总体看，公司近年营业利润率受到房地产收入及代建管理费收入毛利率较高影响持续增长，公司期间费用控制能力有所增强，非经常性损益对利润总额影响大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长 102.72%，分别为 1.54 亿元、22.66 亿元和 6.32 亿元，受政府回购款支付进度影响大。2014 年公司经营活动现金流入量为 13.74 亿元，同比下降 61.97%，其中收到其他与经营活动有关的现金 7.41 亿元，主要系财政专项拨款、财政补助、利息收入和往来款。同期，经营活动现金流出量为 15.09 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 10.16 亿元，主要由与兴义市财政局、兴义市信恒城市建设投资有限公司、黔西南州财政局等企业、黔西南州时进信用担保中心和兴义市土地储备中心的往来款组成。2012~2014 年，公司现金收入比三年均值为 238.58%，2014 年为 87.01%，收现质量稳定性较弱。2012~2014 年，公司经营活动现金净流量波动上升，分别为 -8.10 亿元、8.70 亿元和 -1.36 亿元。

从投资活动来看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，主要受取得子公司等支付的现金影响，2013 年，公司取得子公司所支付的现金为 7.20 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，年均复合下降 27.27%，2014 年，公司筹资活动现金流入量和净流量分别为 8.53 亿元和 2.89 亿元。2014 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金为 4.81 亿元，主要为收回质押定期存款和收到其他单位利息。同期公司支付其他与筹资活动有关的现金为 1.80 亿元，为质押银行存款。

总体来看，公司近年经营现金流净额受回购支付进度影响波动较大；投资活动正常；筹

资活动现金流处于净流入状态，公司仍存在一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率波动增长，三年均值分别为 307.72%和 241.67%。2014 年分别为 331.31%和 288.82%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为-29.33%、37.58%和-7.88%。考虑到公司短期债务规模小，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 3.91 亿元、1.61 亿元和 2.70 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 7.46 倍、18.70 倍和 11.16 倍。公司整体偿债能力指标表现一般，但考虑到政府对公司在资金资产注入、财政补贴等方面支持力度较大，且具有持续性，公司整体偿债能力有望得到提升。

截至 2014 年底，公司分别对 7 家机构进行对外担保，担保总额合计 13.30 亿元，担保比率 17.03%，公司或有负债水平较低。考虑到被担保企业均具有政府背景且经营正常，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信额度 16.80 亿元，其中未使用额度为 14.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（银行版），截至 2015 年 7 月 7 日，公司有 15 笔未结清关注类贷款，3 笔已结清关注类贷款和 1 笔不良类已结清贷款。

根据国家开发银行股份有限公司贵州省分行于 2015 年 7 月 2 日出具的《对黔西南州宏升资本营运公司关注类贷款的说明》，录入为关注类贷款是由于上述贷款由政府提供土地进行质押担保，根据国家开发银行股份有限公司贵州省分行信贷业务规范，该类业务自行划入关注类贷款，与公司无关。根据贵州兴义农村商业

银行股份有限公司于 2015 年 6 月 30 日出具的《说明》，经查上述不良记录系人民银行信息系统升级导入错误的信息所致。

总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及黔西南州及兴义市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到黔西南州和兴义市政府对于公司在资产及股权注入、补贴收入及专项工程款等方面的有力支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 9 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 31.69%，全部债务的 29.87%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响大。

截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.29%、27.84%和26.66%，以公司2014年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至44.13%、33.38%和32.38%，公司债务负担有所加重，但仍处于适宜水平。

2. 本期债券偿债能力分析

公司与黔西南州人民政府、贵阳银行、湘财证券签订了《四方协议》。根据《四方协议》，本期债券偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、政府风险缓释基金及公司自有资金在内的多层风险缓释措施。上述措施在一定程度上增强了本期债券的保障能力。

当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）、风险储备基金、政府风险缓释基金不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。2012~2014 年，公司 EBITDA 值分别为 3.91 亿

元、1.61 亿元和 2.70 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.43 倍、0.18 倍和 0.30 倍；2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 13.35 亿元、36.12 亿元和 13.74 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 1.48 倍、4.01 倍和 1.53 倍；近三年公司经营活动现金流量净额分别为-8.10 亿元、8.70 亿元和-1.36 亿元，分别为本期债券拟发行额度的-0.90 倍、0.97 倍和-0.15 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障程度尚可。

总体看，小微企业偿债能力偏低，当小微企业经营清偿贷款不利，且相关基金吸收损失效用有限时，公司面临一定代偿风险，并将通过自身经营收入及现金流入进行代偿。公司经营活动的现金流入量对本期债券的偿付存在一定的保障能力，但若发生代偿，公司集中偿付压力仍较大。

十、债权保障措施

公司拟聘请贵阳银行作为本期债券的资金监管银行，全面负责募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户的资金监管。

公司与贵阳银行签订了《2014 年黔西南州宏升资本营运公司小微企业增信集合债券账户及资金监管协议》。募集资金专户方面，该账户用于本期债券募集资金的债券募集资金的接收和存放、委托贷款的发放、委托贷款本金及利息的回收和存放、债券本金及利息偿付资金的归集和划转；贵阳银行应加强募集资金专户的监管，确保资金安全和按照《募集说明书》披露的用途使用。偿债资金专户方面，该账户用于本期债券偿债资金的接收、存放及债券到期本金与利息的划转、支付；贵阳银行对偿债账户内资金进行管理，并按时划付相应资金；公司应在本期债券存续期内每年兑付兑息日前 5 个工作日之前，将当期应偿付资金划付至偿债账户；贵阳银行于本期债券存续期内每年兑付

兑息日前的 20 个工作日，应核对偿债账户内资金状况，如发现不足以支付当期应偿付资金，贵阳银行应于当日通知公司，公司应尽快向偿债账户内划付当期应偿付资金额。当偿债账户的资金不足以偿还当前应偿付资金时，贵阳银行有义务禁止公司自行支配偿债账户的资金。本期债券存续期内，当公司发生偿债困难时，贵阳银行在国家法律、法规和其信贷政策和规章制度允许的前提下，给予公司流动性支持，该流动性支持仅限于为本期债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。

风险缓释基金专用独立账户方面，公司、黔西南州人民政府与贵阳银行共同签订了《关于“风险缓释基金”之监管协议》。根据上述协议，黔西南州人民政府同意在本期债券发行前 5 个工作日内从地方财政中划拨债券发行规模 5% 的专项资金到贵阳银行指定的账户中作为公司发行债券的“风险缓释基金”。在公司本期债券已届清偿期、公司已使用在贵阳银行开立的募集资金专项账户内资金余额进行本金及利息清偿，但上述资金仍不足以清偿本期债券的本金及利息的情况下，使用风险缓释基金清偿本期债券的本金及利息。

公司同时聘请贵阳银行为本期债券的债券受托管理人，在本期债券存续期限内，代理债券持有人行使权力，维护债券持有人的利益。

综合来看，针对本期债券资金来源设置了多重保障，公司对于本期公司债券整体偿付能力有所提高。公司为本期债券设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，并由贵阳银行对上述账户进行监管。综合分析，本期债券整体偿债风险低。

十一、 结论

近年来黔西南州经济稳步增长，财政实力不断增强，为公司发展创造了良好的外部环境。

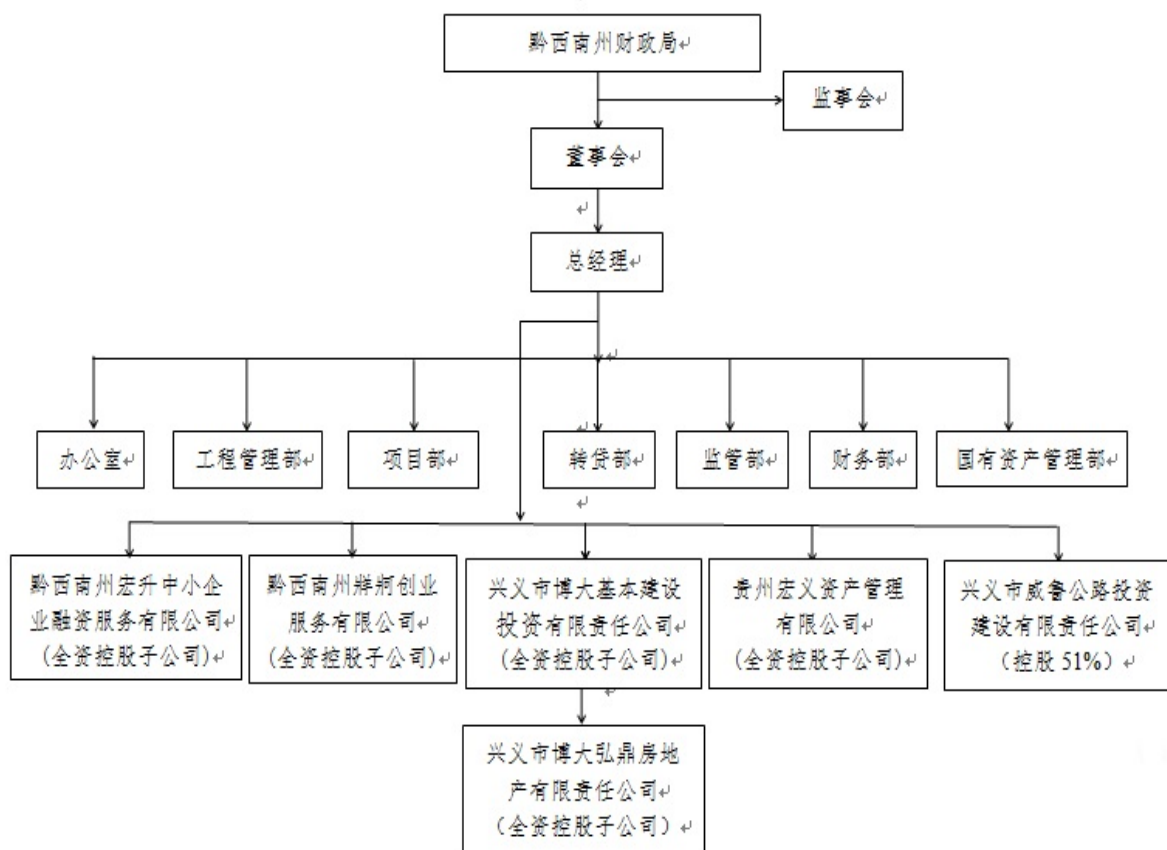
公司作为黔西南州和兴义市重要的城市基础设施投融资及建设主体，在资产及股权注入、

财政补贴及专项工程款等方面获得黔西南州及兴义市政府的大力支持。近年来，公司资产规模波动增长，整体资产质量尚可，流动性一般；债务规模比较稳定，债务结构中长期债务占比较高，债务结构合理，伴随所有者权益增大，公司债务负担有所减弱；利润总额对政府补贴依赖程度高；在建项目规模较大，未来面临一定融资压力。

本期债券偿债资金来源为小微企业归还贷款本金及利息和罚息，公司针对本期债券资金来源设置了多重保障，在一定程度上增强了本期债券的保障能力。公司为有效归集本期债券的偿债资金，设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，降低了相关操作风险。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.34	6.70	6.53
资产总额(亿元)	116.73	114.13	130.82
所有者权益(亿元)	49.78	51.40	78.12
短期债务(亿元)	1.16	0.80	1.73
长期债务(亿元)	28.02	29.31	28.40
全部债务(亿元)	29.18	30.12	30.13
营业收入(亿元)	5.92	3.58	7.27
利润总额(亿元)	2.80	0.54	1.64
EBITDA(亿元)	3.91	1.61	2.70
经营性净现金流(亿元)	-8.10	8.70	-1.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.25	0.24	1.70
存货周转次数(次)	0.23	0.13	0.32
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.06
现金收入比(%)	26.00	632.93	87.01
营业利润率(%)	12.98	14.51	25.14
总资本收益率(%)	4.11	1.30	1.45
净资产收益率(%)	6.05	1.69	1.83
长期债务资本化比率(%)	36.02	36.32	26.66
全部债务资本化比率(%)	36.96	36.94	27.84
资产负债率(%)	57.35	54.96	40.29
流动比率(%)	284.75	283.71	331.31
速动比率(%)	206.53	186.50	288.82
经营现金流动负债比(%)	-29.33	37.58	-7.88
全部债务/EBITDA(倍)	7.46	18.70	11.16
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.48	4.01	1.53
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.90	0.97	-0.15
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.43	0.18	0.30

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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，银行间债券市场中长期债券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。

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含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2016 年度黔西南州宏升资本营运公司 小微企业增信集合债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期小微企业增信集合债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

黔西南州宏升资本营运公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。黔西南州宏升资本营运公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，黔西南州宏升资本营运公司应及时通知联合资信并提供有关资料。联合资信将密切关注黔西南州宏升资本营运公司的经营管理状况及相关信息，如发现黔西南州宏升资本营运公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如黔西南州宏升资本营运公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送黔西南州宏升资本营运公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月十日