跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 992 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持黔西南州宏升资本营运公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16宏升小微债/16宏小微”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

黔西南州宏升资本营运公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 宏升小微债/16 宏小微	9 亿元	2016/03/15-2020/03/16	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	6.53	12.45	23.83
资产总额(亿元)	130.78	167.95	222.44
所有者权益(亿元)	78.22	78.85	81.64
短期债务(亿元)	1.73	6.29	7.95
长期债务(亿元)	28.40	38.27	47.97
全部债务(亿元)	30.13	44.56	55.91
调整后全部债务(亿元)	30.13	57.95	85.76
营业收入(亿元)	7.27	1.33	1.70
利润总额(亿元)	1.68	0.58	0.56
EBITDA(亿元)	2.75	1.66	1.66
经营性净现金流(亿元)	-1.36	-19.84	-5.36
营业利润率(%)	25.60	57.38	62.29
净资产收益率(%)	1.83	0.80	0.63
资产负债率(%)	40.19	53.05	63.30
全部债务资本化比率(%)	27.81	36.11	40.65
调整后全部债务资本化比率(亿元)	27.81	42.36	51.23
流动比率(%)	333.95	415.42	301.19
经营现金流动负债比(%)	-7.95	-66.76	-9.85
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	26.85	33.72
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.97	34.91	51.73

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

评级观点

黔西南州宏升资本营运公司（以下简称“公司”）是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，主要承担了黔西南州城市基础设施以及拆迁安置房等建设项目。跟踪期内，黔西南州经济实力持续增长，公司获得政府在财政补贴、项目资金等方面的持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司资产流动性较弱、整体盈利能力弱，债务负担明显加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着黔西南州地区经济的稳定发展，区域内基础设施建设的进一步推进，公司业务模式逐步成熟，未来盈利能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

为增强“16 宏升小微债/16 宏小微”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。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 宏升小微债/16 宏小微”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，黔西南州经济实力持续增强，为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司是黔西南州的开发建设主体，在跟踪期内得到政府在财政补贴、专项资金等方面的大力支持。
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，提高了债券本息偿付的安全性。

分析师

赵起锋　郝一哲

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. 跟踪期内，黔西南州地方政府债务规模较大，债务负担重。
2. 公司资产以存货、其他应收款及无形资产为主，无形资产中土地使用权占比大，整体资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司债务规模较快增长，债务负担进一步加重。
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，公司面临或有风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由黔西南州宏升资本营运公司（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。

黔西南州宏升资本营运公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于黔西南州宏升资本营运公司主体长期信用及“16 宏升小微债/16 宏小微”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 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，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；市政公用工程建设施工；土地开发整理等（需前置许可的除外）。

公司本部设立办公室、投资融资部、项目开发部、财务转贷部、人力资源部、法律事务部、督查部共 7 个职能部门（参见附件 1）。截至 2016 年底，公司纳入合并报表范围子公司 5 家。

截至 2016 年底，公司资产总额 222.44 亿元，所有者权益 81.64 亿元。2016 年，公司实现营业收入 1.70 亿元，利润总额 0.56 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。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

公司于 2016 年 3 月发行 2016 年黔西南州宏升资本营运公司小微企业增信集合债券 9 亿元，简称“16 宏升小微债/16 宏小微”，存续期限 4 年。

“16宏升小微债/16宏小微”募集资金9亿元，全部用于向小微企业发放委托贷款，主要集中于贵州省黔西南州及兴义市的小微企业，行业分布主要为纺织、食品、农业、建筑等国家政策支持且关系国计民生的行业。其中，贵州宏达环保科技有限公司、贵州信信生态农业发展有限公司、贵州省黔西南州兴客隆超市有限公司、贵州光秀生态食品有限责任公司等企业的经营情况尤为良好，目前“16宏升小微债/16宏小微”所投资的小微企业均正常经营。

截至2017年3月底，募集资金已全部使用，共计发放委托贷款107笔，每家企业获得资金不超过0.10亿元。募集资金已逐步投放，资金使用合理。

截至2017年3月底，公司政府风险缓释基金余额为0.38亿元，资金投放利差收入779.50万元，共计0.46亿元，占“16宏升小微债/16宏小微”本金的5.11%，目前政府风险缓释基金运营情况良好，提高了“16宏升小微债/16宏小微”偿付的安全性。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造

业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是

受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，

分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 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、望谟县和义龙新区，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，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。2016 年兴义万峰林机场顺利开通了成都、福州、海口、西安、杭州、武汉、长沙航线，可通达 16 个城市，全年完成旅客吞吐量 50 余万人次，同比增长 68.18%；完成货邮吞吐量 225.90 吨，同比增长 9.35%。

根据《2016 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报》数据，2016 年，黔西南州实现地区生产总值 929.14 亿元，比上年增长 13.30%。按产业分，第一产业增加 188.62 亿元，增长 12.07%；第二产业增加值 298.25 亿元，增长 9.13%；第三产业增加值 442.27 亿元，增长 22.83%。三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为 20.30%、32.10%和 47.60%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 32833 元，比上年增长 12.80%，按年平均汇率折算为 4733 美元。

2016 年，黔西南州规模以上工业增加值 302.48 亿元，比上年增长 11.50%。其中，轻、重工业增加值分别为 38.98 亿元和 263.50 亿元，分别增长 12.90%和 11.30%，占规模以上工业增加值的比重分别 12.9%和 87.1%。全州四大传统行业（煤、电、烟、酒）实现增加值 192.65 亿元，占规模以上工业增加值的比重为 63.70%。其中，酒、饮料和精制茶制造业增加值 17.23 亿元，比上年增长 9.70%；煤炭开采和洗选业增加值 121.29 亿元，增长 5.70%；电力、热力生产和供应业增加值 54.13 亿元，增长 10.70%。

2016 年黔西南州完成固定资产投资（50 万元以上口径）800.16 亿元，比上年增长 22.30%。2016 年，全州工业完成投资 208.68 亿元，比上年增长 15.50%，占全州固定资产投资的比重为 26.10%；道路运输完成投资 106.91 亿元，比上年下降 18.10，占全州固定资产投资的比重为 13.4%。2016 年，全州房地产开发投资 90.93 亿元，比上年增长 40.00%，占全州固定资产投资的比重为 11.40%。房屋施工面积 1106.34 万平方米，比上年增长 21.90%。其中，住宅施工面积 685.23 万平方米，增长 23.50%。土地购置面积 14.31 万平方米，比上年下降 79.90%。商品房屋销售面积 277.13 万平方米，比上年增长 25.70%；商品房屋销售额 103.71 亿元，比上年增长 14.60%。

（2）政府财力

黔西南州近年来财政实力保持平稳增长。2014~2016 年，黔西南州地方可控财力分别达 315.40 亿元、334.16 亿元和 336.90 亿元。

从财政收入结构看，2016 年黔西南州可控财力中一般预算收入、基金收入和上级补助收入分别占比 33.78%、9.28%和 56.29%。2016 年，黔西南州一般预算收入 113.82 亿元，同比增长 5.16%；政府性基金收入 31.25 亿元，同比大幅下降 50.00%；上级补助收入 189.65 亿元，同比增长 16.04%，主要是由于一般性转移支付、返还型收入和专项转移支付均有所增长。跟踪期内，黔西南州一般预算收入稳定增长，成为地方可控财力的重要构成部分；上级补助收入持续增长，成为黔西南州财政的主要收入来源；受土地政策及市场波动影响，土地出让金收入有所减少，政府性基金收入相应下降。近年来，上级补助收入的持续增加一定程度上弥补了政府性基金收入持续减少带来的损失，总体看，黔西南州可控财力稳定增长。

表1 黔西南州2014~2016年财政收入构成状况（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	94.50	108.23	113.82
税收收入	70.69	79.79	80.53
非税收入	23.80	28.44	33.29
政府性基金收入	73.30	62.50	31.25
土地出让金	54.01	34.11	29.53
其他	19.29	28.39	1.72
上级补助收入	143.56	163.43	189.65
返还性收入	3.25	3.31	7.29
一般性转移支付	68.81	87.73	98.00
专项转移支付	71.50	72.39	84.36
预算外财政专户资金	4.05	--	2.18
地方可控财力	**315.40**	**334.16**	**336.90**

资料来源：黔西南州财政局

黔西南州地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2016 年底，黔西南州政府全部债务余额 478.97 亿元（直接债务余额+政府可能承担一定救助责任的债务*50%+担保债务余额*50%），其中直接债务余额为 468.10 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务 14.20 亿元，担保债务余额 7.53 亿元。黔西南州政府债务率为 142.17%，黔西南州政府债务总体水平很高。

表 2 黔西南州地方综合财力及地方政府债务（单位：亿元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	113.82	（一）直接债务余额	468.10
1．税收收入	80.53	1、一般债务	366.72
2．非税收入	33.29	2、专项债务	101.38
（二）转移支付和税收返还收入	189.65	（二）政府可能承担一定救助责任的债务	14.20
1．一般性转移支付收入	98.00	（三）担保债务余额	7.53
2．专项转移支付收入	84.36		
3．税收返还收入	7.29		
（三）基金收入	31.25		
1．土地出让金	29.53		
2．其他			
（四）预算外财政专户收入	2.18		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	336.90	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+（三）×50%	478.97
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**142.17%**		

资料来源：黔西南州财政局

总体看，近年来贵州省黔西南州综合财政实力稳定增强，但债务负担很重。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2016 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，黔西南州政府为实际控制人。

2．企业规模

公司黔西南州及兴义市主要的城市基础设施投融资及建设主体，主要业务为兴义市土地整理开发、城市基础设施建设、房地产开发及中小企业金融服务，目前公司通过承接国开基金进行资本营运业务，公司将国开基金投资

款转借各地方财政局，由其向城市基础设施建设、棚户区改造、医疗养老等项目实施主体进行分配使用，未来公司定位于黔西南州和兴义市重要的基础设施建设主体，以及区域内最大的中小企业金融服务主体。

3. 政府支持

跟踪期内，黔西南州政府和兴义市政府在财政补贴、资金等方面给予公司一定支持。

财政补贴

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，承担了黔西南州城市基础设施以及拆迁安置房等建设项目，政府每年给予公司一定经营补贴。根据兴义市财政局《关于对州宏升公司<明确市财政局拨款性质的请示>的复函》（兴市财政字【2016】136号），公司于2016年度收到兴义市财政局财政补贴0.80亿元，会计核算时在“营业外收入——政府补助”反映。

应收账款保障

根据《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》，黔西南州政府计划于2018年12月31日前履行对公司欠款的还款计划，主要为政府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，政府计划分别于2015年、2016年及2017年出让，合计2000148平方米。截至2016年底，上述地块尚未出售，还款计划尚未履行。

专项拨款

公司部分建设项目由政府划拨资金，跟踪期内，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市土地开发项目、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”、穿云洞建设及桔山开发整理等城市基础设施建设等多项专项工程款等，财务核算时在“专项应付款”体现。跟踪期内，专项应付款增加0.82亿元，主要为兴义市土地储备中心对公司拨付的土地开发项目专项资金。2016年底，公司专项应付款余额为8.53亿元。

政府债务置换

在政府性债务甄别中，公司纳入政府一类债务（政府具有偿还责任的债务）共计4.80亿元，纳入政府二类债务（政府具有担保责任和可能承担救助责任的债务）共计4.70亿元。政府性债务的置换途径为：黔西南州财政局、银行与公司签订三方债权债务解除协议，约定通过银行定向承销政府置换债券，公司所欠银行贷款本金视同归还，相应债权债务关系解除，公司需在债权债务解除日结清贷款利息。2016年，公司置换政府性债务0.56亿元，均为与国家开发银行贵州省分行及黔西南州财政局签订协议，解除州民族师专北区一期工程、兴义火车站站前道路工程、兴义市栖霞路、坪东大道延伸段等11个项目的债权债务关系。

七、管理分析

截至2017年3月底，公司董事龙远平及监事国斌向国资委请辞，但国资委尚未委派新任董事及监事。

跟踪期内，公司工程管理部与项目部整合为项目开发部，主要负责房地产投资开发与工程建设管理；公司转贷部与财务部整合为财务转贷部，主要负责公司资金营运、资产管理、贷款本息回收等事项；公司监管部更名为督查部，负责工作督查及考核；公司本期成立人力资源部、投资融资部及法律事务部，分别负责党务人事工作、项目投融资工作及合规合法性审查工作。

跟踪期内，公司依据业务重点重新完善部门设置及业务分工，组织结构更加优化；公司法人治理结构方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

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，公司业务主要为兴义市新老城区土地、城市基础设施及水利、交通及其他基础设施建设、房地产开发、中小企业金融服务。公司子公司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”）为公司业务的运营主体。

公司主要收入来源为房地产开发收入、代建管理费及少量融资管理费。2016 年，受益于房地产开发及融资管理费收入大幅增加，公司主营业务收入 16364.90 万元，同比增长 67.82%，主要来自公司穿云洞商业街项目结转收入，以及国开基金转贷融资管理费大幅上升所致。

跟踪期内，公司房地产开发收入大幅增长 68.71%至 8744.93 万元，占主营业务收入比重同比略有增加；基础设施建设业务未确认收入，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，项目以子公司博大公司立项，具体实施主要由兴义市城市重点工程建设总指挥部负责。在 2012 年 12 月份以前立项项目，兴义市政府与子公司博大公司签署建设投资回购协议；在 2012 年 12 月份以后立项项目不再签署建设投资回购协议，子公司博大公司 2014 年与兴义市政府确定项目代建管理费及具体结算办法，并将相应的成本在往来款中核算；公司代建管理费收入有所减少，2016 年为 2835.77 万元，同比下降 26.77%，占主营业务收入比重下降至 17.33%；公司融资管理费收入大幅增长 587.86%，2016 年该板块实现收入 4784.21 万元，占主营业务收入比重上升至 29.23%，逐步成为公司主营业务收入的重要补充。

毛利率方面，公司代建管理业务和融资管理业务的毛利率均为 100%，跟踪期内，融资管理费板块收入有较大增加，占比有所提升，对公司综合毛利率的提升贡献较大；房地产开发板块毛利率为 67.97%，同比上升了 8.46 个百分点。跟踪期内，由于毛利率高的融资管理业务占主营业务收入比重同比上升，且作为公司重要收入来源的房地产开发板块毛利率有较大增加，2016 年公司主营业务毛利率为 82.88%，同比上升 4.22 个百分点，公司整体毛利率水平高。

表 3　2015~2016 年公司主营业务收入分类情况（单位：万元，%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	5183.40	53.16	59.51	8744.93	53.44	67.97
代建管理费	3872.25	39.71	100.00	2835.77	17.33	100.00
融资管理费	695.52	7.13	100.00	4784.21	29.23	100.00
合计	**9751.17**	**100.00**	**78.66**	**16364.90**	**100.00**	**82.88**

资料来源：公司审计报告

2. 业务运营

基础设施建设

公司基础设施建设、安置房建设和土地整理业务均采用代建模式。

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。

截至 2016 年底，公司完工代建管理项目主要包括景峰大道（巴结段）道路工程、民航大道道路工程及黄草坝路网道路改造工程等项目，已完成投资共计 44.53 亿元。

表 4　截至 2016 年底公司主要完工项目情况

（单位：万元）

项目名称	已完成投资
景峰大道（巴结段）道路工程	127392.00
民航大道道路工程	16700.00
黄草坝路网道路改造工程	40606.88
城市主干道及次干道等亮化工程项目	18108.06
桔山片区路网道路路面面层“白加黑”罩面改造工程	9596.82
幸福乐园环境整治项目	51440.39
桔山路道路工程	14963.00
龙头山隧道至那边立交桥（延安路）道路改造工程	52652.73
兴义市万峰林风景区附属配套设施工程	180.00
兴义桔山新月湾安置区民航路小学项目	12803.00
合计	**445317.48**

资料来源：公司提供

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 2016 年底，实际已完成投资 8.37 亿元（其中达到交房条件存货结转成本 4.42 亿元，存货中剩余账面价值 3.95 亿元）。2016 年，穿云洞商业街结转销售收入 0.87 亿元，毛利率为 67.97%。截至 2016 年底，预收房款 0.88 亿元。

中小企业金融服务收入

跟踪期内，公司中小企业金融服务业务实现的融资管理费收入为 4784.21 万元，同比大幅增长 587.86%，主要系公司于 2015 年与国家开发基金有限公司（以下简称“国开基金”）签订《国开发展基金投资合同》，约定国开基金向公司以附赎回条款股权投资形式投入 29.85 亿元，年化收益率为 1.20%，用于易地扶贫搬迁工程、棚户区改造、景区升级工程建设、污水处理工程等基础设施项目建设，根据双方签订的《国开基金使用协议》，公司将上述款项转借各地方财政局，由其向基础设施项目建设企业进行分配使用，并按期偿还借款。2015~2016 年，公司分别承接国开基金 13.39 亿元和 16.46 亿元，考虑到各项相关的税费、人员费用的增加，以及若签订补充协议公司将承接更多国开基金投资款，2016 年黔西南州政府批准公司按照管理总额收取 3.1‰的融资管理费，由此本期融资管理费收入大幅增加。

截至 2016 年底，公司已承接国开基金共 29.85 亿元，计入长期应付款科目，公司已向各地方财政转借款项 16.57 亿元，计入长期应收款科目，尚未转借款项 13.28 亿元，计入货币资金科目，按照约定公司于年中向各地方财政收取国开基金投资收益及融资管理费，在未收取前计入其他应收款科目。

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。

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。

2016 年，公司租赁业务实现收入 611.14 万元（计入其他业务收入），毛利率为 28.32%，系向兴义市政府、环保局等机关单位出租办公楼所获取的租金收入。跟踪期内，租赁业务收入大幅下降，同比减少 2945.69 万元，毛利率下降了 22.30 个百分点，系公司与黔西南州人民政府签订的《土地租赁合约补充协议》已于 2015 年 12 月 31 日到期，并不再续签，公司尚未将该部分土地使用权对其他第三方进行租赁。

3. 在建工程

在建项目方面，截至 2016 年底，公司在建项目主要包括兴义桔山新月湾土地收储项目、义龙试验区土地整治项目及兴义市北环线工程等项目，涉及总投资 69.72 亿元，已完成投资 24.86 亿元。

表 5　截至 2016 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 2016 年底已完成投资	经营模式
兴义桔山新月湾土地收储项目	118700.00	47192.30	工程 2013 年启动，文件明确利润分配方式
兴义市北环线工程	132569.25	22990.73	未明确
兴义市威舍至鲁屯公路工程	131500.00	89700.00	未明确
义龙试验区土地整治项目	250597.00	80000.00	未明确
兴义桔山新月湾安置区棚户区建设项目	63859.40	8766.69	未明确
合计	**697225.65**	**248649.72**	--

资料来源：公司提供

注：兴义市威舍至鲁屯公路工程正在进行移交清算，不再投入资金。

由于公司承接项目主要系黔西南州城市基础设施以及拆迁安置房等建设项目，在项目承接和安排方面需要根据黔西南州政府的建设规划来进行，目前公司尚未接到有关安排，截至 2016 年底，公司尚无拟建项目，公司在建项目未来仍需资金投入，且政府占用公司资金明显，公司未来仍存在资本支出压力及融资压力。

总体看，跟踪期内公司代建管理收入规模有所下降，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；公司房地产开发板块为穿云洞商业街项目，地处兴义市核心区域，跟踪期内销售情况良好，但目前公司房地产业务项目单一，未来易受宏观调控及行业政策影响，一定程度上影响了该类业务收入的持续性；跟踪期内，公司与国开基金进行合作，融资管理费收入大幅增长，未来将成为公司营业收入的重要补充及增长点；公司其他板块收入规模仍较小。

九、财务分析

公司提供了2016年度合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对合并报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 5 家，分别为黔西南州宏升中小企业融资服务有限公司、黔西南州牂牁创业服务有限公司、兴义市博大基本建设投资有限责任公司、贵州宏义资产管理有限公司和兴义市博大弘鼎房地产有限责任公司。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 222.44 亿元，所有者权益 81.64 亿元。2016 年，公司实现营业收入 1.70 亿元，利润总额 0.56 亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额 222.44 亿元，同比增长 32.44%，主要系货币资金、其他应收款、存货及长期应收款增加所致。截至

2016 年底，公司资产中流动资产占比 73.73%，非流动资产占比 26.27%，跟踪期内非流动资产占比略有下降，公司资产结构仍以流动资产为主。

跟踪期内，受货币资金、其他应收款及存货增长影响，公司流动资产同比增长 32.89%。截至 2016 年底，公司流动资产 164.01 亿元，主要由货币资金（占 14.53%）、其他应收款（占 52.53%）和存货（占 30.98%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 23.83 亿元，同比大幅增长 91.35%，公司货币资金中除少量库存现金外，其余全部为银行存款。

截至 2016 年底，公司应收账款 0.83 亿元，同比下降 36.93%，主要为应收黔西南州财政局的房屋租赁收入款和融资服务费，应收贵州义龙综合试验区财政局代建管理费和融资服务费，其余为少量个人购房款。账龄方面，1 年以内的应收账款占比 27.10%，1~2 年的占 33.88%，2~3 年的占 38.81%，3 年以上的占 0.21%；公司共计提坏账准备 302.81 万元，计提较充分。

表6　截至2016年底前五名应收账款明细

（单位：万元，%）

单位名称	期末金额	比例	性质
黔西南州财政局	3297.89	38.17	租赁款、融资服务费
贵州义龙综合试验区财政局	1934.42	22.39	代建管理费、融资服务费
周超正	1165.72	13.49	购房款
邵飞	609.25	7.05	购房款
罗生陆	359.76	4.16	购房款
合计	**7367.05**	**85.26**	--

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受新增与贵州义龙综合试验区财政局应收转贷款本金、利息和应代收国开发基金投资收益影响，公司其他应收款有所增长。截至 2016 年底，公司其他应收款合计 86.15 亿元，同比增长 26.87%。截至 2016 年底，公司采用单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 81.42 亿元，系公司应收兴义市财政局、黔西南州财政局等政府单位的国开基金转贷资金、工程款及往来款项，发生坏账可能性低，计提比例较低；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 5.86 亿元；公司共计提坏账准备 1.13 亿元，占比较小。截至 2016 年底，公司前五名其他应收款合计 63.79 亿元，占其他应收款总额的 74.04%，公司应收兴义市财政局、黔西南州财政局往来款项，该款项已列入兴义市财政安排的城建资金计划，欠款单位主要为国企性质，整体资金回收风险不大，但资金占用明显。

表7　截至2016年底前五名其他应收账款明细

（单位：亿元，%）

单位名称	期末余额	比例	性质
兴义市财政局	26.89	31.21	应收转贷款本金和利息、代建工程款
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	10.97	12.73	往来款
贵州义龙综合试验区财政局	16.62	19.29	应收转贷款本金、利息及应代收国开发展基金投资收益
兴义市城市重点工程建设总指挥部	6.39	7.42	工程款
黔西南州财政局	2.92	3.39	往来款、应代收国开发展基金投资收益
合计	**63.79**	**74.04.**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货账面余额 50.82 亿元，较 2015 年底增长 28.20%，全部为开发成本，主要由子公司宏义公司和博大公司承担的义龙试验区土地整治项目，公司承担的新月湾项目土地一级开发和孙公司弘鼎房开公司开发的穿云洞商业街项目的开发成本构成。

跟踪期内，公司非流动资产同比增长 31.22%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 58.43 亿元，主要由长期应收款（占 28.36%）、无形资产（占 55.83%）、长期股权投资（占 6.48%）和其他非流动资产（占 3.95%）构成。

截至 2016 年底，公司长期应收款 16.57 亿元，同比大幅增长 653.29%，全部为公司从 2015 年开始将国开基金转借各地方财政所产

生的应收款。公司按照与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）签订的《国开发展基金投资合同》条款的约定，将国开基金投入附赎回条款的投资款转借各地方财政局用于基础设施项目建设，并签订《国开基金使用协议》，各地方财政局按照约定时间分期偿还项目借款，公司将该部分款项确认为长期应收款，该款项不可收回风险较小。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 1.96 亿元，同比大幅下降 75.35%，构成为公司持有的房屋、建筑物和土地使用权。跟踪期内，公司投资性房地产大幅下降主要系公司与黔西南州人民政府办公室签订的《土地租赁合同补充协议》中约定对相关土地的租赁期限至 2015 年 12 月 31 日，结束后不再续签，公司将暂未租赁的土地使用权 7.10 亿元转入无形资产中核算并进行摊销。截至 2016 年底，公司投资性房地产不存在跌价情况，未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司固定资产净值为 0.44 亿元，同比增长 27.85%，主要由房屋及建筑物（占 98.10%）、运输工具（占 0.47%）和办公设备（占 1.43%）构成。跟踪期内，公司固定资产增长主要来自房屋及建筑物增加，根据州国资【2015】98 号文件，将州法院机场大道审判综合楼部分区域分配给公司办公使用。跟踪期内不存在跌价情况，未计提固定资产减值准备。

截至 2016 年底，公司无形资产 32.62 亿元，同比增长 19.71%，系由投资性房地产转入 7.10 亿元土地使用权所致。公司无形资产主要构成仍为土地使用权和少量软件价值。截至 2016 年底，无形资产共计提累计摊销 5.84 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产及投资性房地产中土地使用权面积合计 470.78 万平方米，账面价值 70.34 亿元，其中用于抵押土地面积合计 157.51 万平方米，账面价值 17.56 亿元。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 2.31 亿元，同比下降 3.15%，主要构成系公司预缴的相关税费。

跟踪期内，受货币资金、其他应收款、长期应付款和存货增加影响，公司资产规模持续增长，其结构仍以流动资产为主；公司资产中其他应收款、存货和无形资产占比大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

跟踪期内，受未分配利润和资本公积增加影响，公司所有者权益同比增长 3.54%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 81.64 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 2.13%、78.47%、1.26%和 18.14%，资本公积占比较高，资本公积中主要为政府注入的土地资产。根据义龙试验区管委会管专议【2016】3 号文，贵州试验区财政局为公司子公司代建项目“黔西南州义龙试验区 2015 年土地整治项目（一期）”注入项目资本金，本期到款 2.28 亿元，计入“资本公积”科目。总体看，跟踪期内公司所有者权益稳定性较好。

跟踪期内，公司负债总额同比增长 58.02%，主要系应付债券、长期借款和长期应付款增加所致。截至 2016 年底，公司负债总额 140.80 亿元，以非流动负债为主，非流动负债占比 61.32%，占比较 2015 年略有下降。

流动负债方面，截至 2016 年底，公司流动负债合计 54.45 亿元，同比增长 83.28%，主要由应付账款（占 7.65%）、其他应付款（占 71.75%）和一年内到期非流动负债（占 14.32%）构成。

截至 2016 年底，公司应付账款 4.16 亿元，同比下降 4.37%，主要构成为子公司博大公司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 亿元和工程款 0.66 亿元。

截至 2016 年底，公司其他应付款 39.07 亿元，同比增长 144.67%，主要构成为公司与兴义市信恒城市建设投资有限公司、兴义市土储中心、四川中喻建设集团有限公司义龙分公

司和贵州辰宇建筑工程有限公司的往来款，以及公司与重庆飞扬控股集团宝宇建筑工程有限公司的拆借款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.80 亿元，同比增长 29.01%，主要来自长期借款转入。

非流动负债方面，跟踪期内，受长期借款、应付债券和长期应付款大幅增长影响，公司非流动负债同比增长 45.38%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 86.35 亿元，其中长期借款占 35.51%、应付债券占 20.04%、长期应付款占 34.57%、专项应付款占 9.88%。

截至2016年底，公司长期借款30.66亿元，同比增长 13.09%，公司长期借款主要由质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款构成。

截至2016年底，公司应付债券17.31亿元，本期新增 8.93 亿元，系 2016 年 3 月发行“16 宏升小微债/16 宏小微”，总额为 9 亿元，期限 4 年，并设置发行人票面利率选择权和投资者回售选择权。另外还有存续债券 “12 黔宏升债”，该债券募集资金总额 14 亿元，按年付息，存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%，跟踪期内公司已按时偿还债券发行总额的 20%，即 2.80 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款 29.85 亿元，同比增加 16.46 亿元，为跟踪期内国开基金追加投资。根据公司与黔西南州财政局及国开基金签订的《国开发展基金投资合同》的约定，国开基金向公司以附赎回条款股权投资形式投入 29.85 亿元用于易地扶贫搬迁工程、棚户区改造、景区升级工程建设、污水处理工程等基础设施项目建设；国开基金有权要求黔西南州财政局于约定时间以原始投资金额回购上述投资对应的全部股权，且在投资期限内通过分红及其他可行且合法的方式（包括但不限于股权受让溢价等）确保国开基金获得 1.2%的年化收益率；投资期内，国开基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员以及不参与公司日常经营管理。上述国开发展基金投资已纳入公司有息债务核算。

截至 2016 年底，公司专项应付款 8.53 亿元，同比增长 10.61%，主要是由于本期项目工程欠款及土地开发项目专项资金有所增加，其他构成主要为市土储中心（3.29 亿元）、城乡社区事务公共设施支出、农林水事务农村道路（1.27 亿元）、景峰大道、景峰大道（则戎段）、桔山路网“白加黑”、穿云洞建设及桔山土地开发整理等（1.01 亿元）和棚户区改造中央补助资金（0.06 亿元）。

跟踪期内，公司有息债务同比增长 47.99%，截至 2016 年底，公司调整后全部债务 85.76 亿元，其中短期债务占 9.27%，调整后长期债务占 90.73%，占比略有上升，公司债务结构仍以长期债务为主。

从负债指标看，受有息债务规模扩大影响，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率呈现上升趋势，截至 2016 年底上述指标分别为 63.30%、51.23%和 48.80%，较上年分别增加 10.25 个、8.87 个和 9.22 个百分点，债务负担明显加重，但仍处于合理范围。

总体看，跟踪期内公司债务负担明显加重，债务结构仍以长期债务为主，符合行业特点。

2. 盈利能力

公司收入来源由房地产开发收入、代建管理费及少量融资管理费构成。2016 年，公司营业收入 1.70 亿元，同比增长 27.56%，主要系公司房地产开发收入及融资管理费收入有较大增长所致。2016 年，公司营业成本 0.32 亿元，同比下降 18.71%，受此影响，2016 年公司营业利润率 62.29%，同比上升 4.91 个百分点。

跟踪期内，2016 年公司期间费用为 1.05 亿元，同比下降 1.68%，主要为公司财务费用下降所致；同期，公司管理费用 0.92 亿元，为公司期间费用的主要构成部分。2016 年，期间

费用占营业收入比重为 61.91%，较 2015 年下降 18.41 个百分点，整体看公司期间费用对营业利润的侵蚀作用仍较大。

公司营业外收入主要来自于政府补助资金，2016 年公司营业外收入 0.80 亿元，同比增长 1.10%；同期，营业外收入占公司利润总额比重为 141.00%，对公司利润总额有较大影响。2016 年，公司利润总额 0.56 亿元，同比下降 2.68%；净利润 0.51 亿元，同比下降 18.43%。

从盈利指标看，跟踪期内，公司净资产收益率 0.63%，同比下降 0.17 个百分点；公司总资本收益率 0.42%，同比下降 0.18 个百分点。公司整体盈利能力弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入快速增长；公司期间费用对营业利润的侵蚀严重；利润总额对政府补贴收入存在较大依赖，公司盈利能力弱。

3．现金流及保障

2016年，公司经营活动现金流入61.54亿元，同比增长162.07%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金1.01亿元，同比下降30.62%；收到其他与经营活动有关的现金60.53亿元，同比增长174.85%，系往来款大幅增加所致，主要构成为政府补助、财政专项拨款、利息收入和往来结算款。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流出66.91亿元，同比增长54.46%，其中，公司支付其他与经营活动有关的现金64.17亿元，同比增长61.30%，主要来自往来款增加；2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-5.36亿元。

从现金收入比看，2016年公司现金收入比为59.69%，同比下降50.06个百分点，整体看，公司收入的现金实现质量明显下降。

投资活动方面，跟踪期内公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出 14.83 亿元，同比增加 12.61 亿元，主要系公司将 14.37 亿元国开发展基金款转贷于各地方财政局导致支付其他与投资活动有关的现金大幅增加所致。2016 年，公司投资活动净流量为-14.83 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 39.86 亿元，同比增长 13.48%，主要系公司收到国开发展基金投资以及成功发行 9 亿元“16 宏升小微债/16 宏小微”所致；收到其他与筹资活动有关的现金 3.33 亿元，为收到项目资本金及其他单位利息。2016 年，公司筹资活动产生的现金流出为 8.30 亿元，同比增长 55.14%；其中偿还债务支付 7.29 亿元。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 31.57 亿元，较 2015 年增加 1.79 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入受往来款、政府补助及拨款实际到位情况的影响较大，跟踪期内，经营活动现金净流量为负，投资活动大幅净流出；公司对于政府资金拨付以及借款等融资渠道依赖较大，公司存在较大融资压力。

4．偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，受流动负债大幅增加影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2016 年底分别为 301.19%和 207.88%，较 2015 年底分别下降了 114.23 个和 74.14 个百分点。从公司流动资产构成来看，主要以存货和其他应收款为主，公司流动资产变现能力一般；2016 年，公司经营现金流量净额为负，对流动负债不具有覆盖能力；总体看，跟踪期内公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 1.66 亿元，同比变动较小；受长期借款增加影响，公司调整后全部债务/EBITDA 由 2015 年的 34.91 倍上升为 2016 年的 51.73 倍。总体看，跟踪期内公司偿债能力弱化，公司整体偿债能力弱。

截至2016年底，公司对外担保31.59亿元，担保比率 38.69%。被担保企业经营情况正常，考虑到被担保企业大部分为政府背景，公司或有负债风险可控。

表 8　截止 2016 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保形式
兴义市兴岭经济技术发展有限公司	0.20	抵押
兴义市风景区林业站	0.09	抵押
兴义市信恒城市建设投资有限公司	1.00	抵押
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	5.00	保证
黔西南州城市建设投资有限公司	9.19	保证
贵州金凤凰产业投资有限公司	3.00	保证
黔西南州畅达交通投资有限责任公司	13.11	保证
合计	**31.59**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司共获得银行授信额度 24.22 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10522301000017307），截至 2017 年 4 月 20 日，公司有 15 笔未结清的关注类信贷信息记录，9 笔已结清关注类贷款和 1 笔已结清不良类贷款。

录入为关注类贷款主要是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。不良记录系人民银行信息系统升级导入错误的信息所致。公司无未结清不良类信贷信息记录。

6. 抗风险能力

近年来，黔西南州财政实力稳步增强，地方可支配财力持续增长，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为黔西南州开发建设的主体，在专项款拨付、财政补贴等方面获得政府支持力度较大，未来随着黔西南州经济的发展，公司有望保持稳定增长。

总体看，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

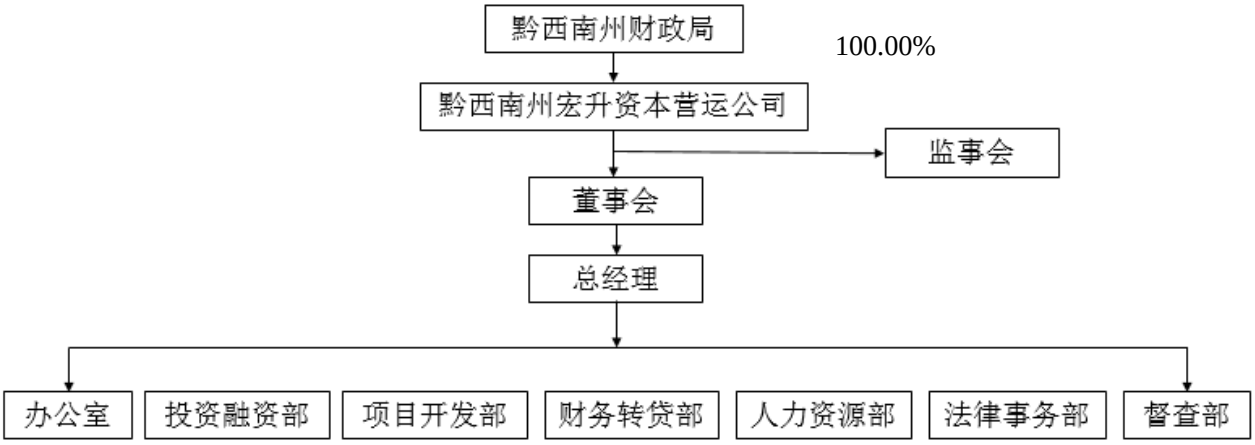
“16宏升小微债/16宏小微”于2016年3月发行，债券期限为4年，单利计息，到期一次还本。2016年，公司EBITDA规模为1.66亿元，为待偿还债券“16宏升小微债/16宏小微”本金9.00亿元的0.18倍。2016年公司经营活动现金净流量为负，对待偿还债券不具有保障能力；经营活动现金流入量为61.54亿元，为债券本金的6.84倍。“16宏升小微债/16宏小微”偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、政府风险缓释基金及公司自有资金在内的多层风险缓释措施，当以上资金均不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。考虑到黔西南州政府对公司的各项支持，跟踪期内，公司对“16宏升小微债/16宏小微”的保障能力尚可。

总体看，目前“16 宏升小微债/16 宏小微”所投资的小微企业运营情况良好，但小微企业整体偿债能力偏低，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。跟踪期内，公司经营活动的现金流入量对债券偿付的保障能力较强，但若发生大规模代偿，公司集中偿付压力仍较大。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16宏升小微债/16宏小微”AA的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.53	12.45	23.83
资产总额(亿元)	130.78	167.95	222.44
所有者权益(亿元)	78.22	78.85	81.64
短期债务(亿元)	1.73	6.29	7.95
长期债务(亿元)	28.40	38.27	47.97
全部债务（亿元）	30.13	44.56	55.91
调整后全部债务(亿元)	30.13	57.95	85.76
营业收入(亿元)	7.27	1.33	1.70
利润总额(亿元)	1.68	0.58	0.56
EBITDA(亿元)	2.75	1.66	1.66
经营性净现金流(亿元)	-1.36	-19.84	-5.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.70	0.91	1.57
存货周转次数(次)	0.32	0.02	0.01
总资产周转次数(次)	0.06	0.01	0.01
现金收入比(%)	87.01	109.75	59.69
营业利润率(%)	25.60	57.38	62.29
总资本收益率(%)	1.45	0.60	0.42
净资产收益率(%)	1.83	0.80	0.63
长期债务资本化比率(%)	26.64	32.67	37.01
全部债务资本化比率(%)	27.81	36.11	40.65
调整后全部债务资本化比率(%)	27.81	42.36	51.23
资产负债率(%)	40.19	53.05	63.30
流动比率(%)	333.95	415.42	301.19
速动比率(%)	291.13	282.02	207.88
经营现金流动负债比(%)	-7.95	-66.76	-9.85
全部债务/EBITDA(倍)	10.97	26.85	33.72
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.97	34.91	51.73

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1　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。