信用等级公告

联合[2018] 1189 号

联合资信评估有限公司通过对黔西南州宏升资本营运有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黔西南州宏升资本营运有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 宏升小微债/16 宏小微”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

黔西南州宏升资本营运有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

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	到期日	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	2020/03/16	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：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)	12.45	23.83	13.52
资产总额(亿元)	167.95	222.44	221.63
所有者权益(亿元)	78.85	81.64	84.75
短期债务(亿元)	7.33	9.78	11.53
长期债务(亿元)	51.66	77.82	75.71
全部债务(亿元)	58.99	87.59	87.24
营业收入(亿元)	1.33	1.70	0.81
利润总额(亿元)	0.58	0.56	0.98
EBITDA(亿元)	1.66	1.66	1.45
经营性净现金流(亿元)	-19.84	-5.36	-9.70
营业利润率(%)	57.38	62.29	71.87
净资产收益率(%)	0.80	0.63	1.05
资产负债率(%)	53.05	63.30	61.76
全部债务资本化比率(%)	42.80	51.76	50.72
流动比率(%)	415.42	301.19	343.18
经营现金流动负债比(%)	-66.76	-9.85	-19.29
全部债务/EBITDA(倍)	35.54	52.83	60.27

注：已将长期应付款及其他应付款中有息部分调整入全部债务。

分析师

孙宏辰　郝一哲　赵起锋

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

黔西南州宏升资本营运有限责任公司（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资及建设主体，主要承担了区域内城市基础设施以及拆迁安置房等建设项目，同时为区域内中小企业提供转贷、担保等金融服务。跟踪期内，黔西南州经济实力持续增长，财政实力有所增强，公司获得政府在资产划拨、财政补贴、债务置换等方面的持续支持。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、应收类账款资金占用明显和对外担保规模较大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 宏升小微债/16 宏小微”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，黔西南州经济实力持续增长，财政实力有所增强，为公司营造了良好的外部发展环境。
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资产划拨、财政补贴、债务置换等方面的大力支持。
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。

4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“16宏升小微债/16宏小微”本金覆盖程度高。

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、其他应收款及长期应收款为主，资金占用明显，整体资产质量一般。
3. 跟踪期内，受房地产开发及代建管理费收入明显减少影响，公司营业收入大幅下降，补贴收入在利润总额中占比高，公司盈利能力弱。
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。
5. 跟踪期内，公司对外担保规模较大，担保比例较高，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由黔西南州宏升资本营运有限责任公司（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有限责任公司跟踪评级报告

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有限责任公司（以下简称“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

跟踪期内，黔西南州国资局召集股东会议，并形成三项决议：①公司名称由黔西南州宏升资本营运公司变更为黔西南州宏升资本营运有限责任公司；②公司类型由全民所有制变更为有限责任公司；③变更出资人及出资比例，具体为以公司 2016 年底合并报表中净资产 81.64 亿元和国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展公司”）投入基金 29.85 亿元为基数（共 111.49 亿元），按比例对公司注册资本 1.74 亿元进行重新分配（原为黔西南州国资局全资持股），形成新的股权结构：截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 17369 万元，其中黔西南州国资局持有公司 73.23%股权，国开基金公司持有 26.77%，黔西南州人民政府为公司实际控制人。上述股权变更均已于 2017 年 8 月完成工商变更登记并在公开渠道公告。

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生变化。

截至 2017 年底，公司资产总额 221.63 亿元，所有者权益 84.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 0.81 亿元，利润总额 0.98 亿元。

公司注册地址：兴义市民航村机场大道州公积金管理中心大楼 5 楼；法定代表人：吕纪焱。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

公司存续债券“16 宏升小微债/16 宏小微”余额 9 亿元，期限 4 年，并在第 3 年末设置公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权[1]，募集资金主要用于向贵州省黔西南州及兴义市的小微企业发放委托贷款，跟踪期内，公司已按时付息。

截至 2017 年底，募集资金已通过贵阳银行兴义分行发放委托贷款 8.76 亿元，其中 5 亿元为公司先发放至各区县财政局，再由其通过贵阳银行兴义分行发放至符合资质的小微企业，共计发放委托贷款 119 笔，每家企业获得资金不超过 0.10 亿元，根据贵阳银行的监测，募集资金投向企业均为正常类，目前风险可控。募集资金已按照既定要求逐步投放，资金使用合理。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
“16 宏升小微债/16 宏小微”	9.00	2020/3/16	5.50

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居

[1] 在本债券存续期第 3 年末，公司可选择在原债券票面年利率基础上上调或下调 0~300 个基点，投资者有权将持有的部分或全部债券回售给公司。

民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对

美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（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，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。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 年以来与城投债券相关的主要政策

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	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、

会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	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：联合资信综合整理

（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。

2. 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。

根据《2017 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报》数据，2017 年，黔西南州实现地区生产总值 1160.59 亿元，比上年增长 12.10%。按产业分，第一产业增加值 202.30 亿元，增长 6.6%；第二产业增加值 412.91 亿元，增长 11.5%；第三产业增加值 545.38 亿元，增长 14.5%；人均地区生产总值 35481 元，同比增长 11.4%。

2017 年，黔西南州工业增加值 306.47 亿元，比上年增长 10.7%；规模以上工业总产值 1524.71 亿元，同比增长 18.4%。其中，轻、重工业总产值分别为 391.08 亿元和 1133.62 亿元，分别增长 26.5%和 15.8%。2017 年，黔西南州完成固定资产投资 1284.83 亿元，同比增长 21.9%。其中，工业投资 257.37 亿元，同比增长 6.5%。

近年来黔西南州财政实力持续增长。根据黔西南州财政局提供数据，2016~2017 年，黔西南州地方可控财力分别达 336.90 亿元和 380.77 亿元。

从财政收入结构看，2017 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 30.04%、15.26%和 54.70%。2017 年黔西南州一般预算收入 114.38 亿元，同比变化不大；政府性基金收入 58.09 亿元，同比大幅增长 85.89%，主要来源于土地出让收入；上级补助收入 208.30 亿元，同比增长 9.83%，其中一般性转移支付、返还型收入和专项转移支付均有所增长。

总体看，黔西南州可控财力稳定增长；其中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；受土地市场行情好转影响，土地出让金收入明显增加，政府性基金收入相应上升。

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 2017 年底，黔西南州政府全部债务余额 440.25 亿元，主要构成为发行地方政府债券 380.86 亿元（占 86.51%）和供应商应付款 33.30 亿元（占 7.56%）；黔西南州政府债务率为 115.62%（2016 年底为 142.17%），受黔西南州财力增长和债务下降影响，政府债务负担有所下降，但债务水平仍很高。

总体看，跟踪期内黔西南州综合财政实力持续增强，但债务负担仍重。

六、基础素质分析

1. 股权结构及企业规模

公司是黔西南州及兴义市重要的城市基础设施投资及建设主体，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。自 2015 年起，国开基金公司陆续对公司投入基金 29.85 亿元，公司通过承接上述基金逐步开展资本营运业务，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；2017 年根据黔西南州人民政府对州内国企重组的安排，将贵州省时进融资担保有限责任公司（以下简称“时进担保公司”）无偿划转至公司，作为公司涉足担保业务的载体；未来为黔西南州区域内中小微企业提供金融服务将逐步成为公司业务及收入的增长点。

2. 外部支持

跟踪期内，黔西南州政府和兴义市政府在资产划拨、财政补贴、债务置换等方面给予公司一定支持。①根据《七届州人民政府第五十一次常务会议纪要》（州府常议【2015】8 号），黔西南州人民政府将时进担保公司[2]100%股权无偿划转至公司，实际于 2017 年 9 月并入公司报表并办理工商登记；②2017 年公司收到兴义市财政局财政补贴 0.90 亿元，计入其他收益；③公司与黔西南州财政局、银行签订三方债务解除或置换协议，置换公司债务共 3.85 亿元，相关债务到期由黔西南州财政局偿付，账面自长期借款调至专项应付款。

3. 过往信用记录情况

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 2018 年 5 月 23 日，公司有 1 笔未结清的关注类信贷信息记录（2008 年），22 笔已结清关注类贷款和 1 笔已结清欠息。根据公司说明，上述贷款录入为关注类贷款主要是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。近七年公司无新增关注类或不良贷款记录。

七、管理分析

近年来公司逐步引入国开基金公司股权投资，2017 年国开基金公司成为公司股东之一，公司从全民所有制变更为有限责任公司，公司新设股东会，作为最高权力机构，国开发展基金有限公司不向公司委派董监高，但委托国开行贵州省分行代为行使其享有的股东权利（包括但不限于行使股东表决权等），同时对公司章程进行修订，其他事项不变。

黔西南州人民政府于 2018 年 4 月 19 日下发州府任【2018】7 号文，委派吕纪焱担任公司总经理，董事长暂时空缺，待黔西南州人民政府任命，原董事长兼总经理陈学农根据工作安排不再担任上述职务。

吕纪焱先生，男，汉族，1967 年 6 月出生，中央党校在职大学学历，中共党员，1986 年毕业于贵州省安顺财政学校财政专业，历任黔西南州财政局预算科工作人员、行政科办事员、行财科科员、办公室副主任（主持工作）、经济发展科科长、国有资产管理办公室主任，党组成员、国有资产管理局局长。2018 年 4 月，任公司总经理。

跟踪期内，公司管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是黔西南州和兴义市重要的城市基础设施建设主体，公司业务主要为兴义市新老

[2] 该公司原名贵州省时进融资担保中心，系由黔西南州基本建设投资管理中心管理的全民所有制企业，注册资本 1.50 亿元，2015 年根据州府常议【2015】8 号，撤销黔西南州基本建设投资管理中心，并将其相关资产及其管理的贵州省时进融资担保中心划归公司管理，但未并入公司报表。2017 年 9 月完成股权变更，且贵州省时进融资担保中心更名为贵州省融资担保有限公司，同时由全民所有者企业变更为有限责任公司。

城区土地整理、城市基础设施建设、房地产开发、中小企业金融服务及中小企业担保。跟踪期内，公司代建及房地产业务完工确认收入规模较小，导致整体收入规模有所下降；受并入时进担保公司影响，公司新增担保费收入，该业务成为收入构成的重要部分之一。

2017 年，公司主营业务收入 7336.43 万元，同比下降 55.17%。其中，房地产开发业务确认收入 1806.78 万元，为穿云洞商业街项目结转收入；国开基金转贷融资管理费相对稳定，为 3541.43 万元，占比提升至 48.27%，成为公司主营收入最大构成；担保费收入为新纳入合并口径时进担保公司产生，为 1683.43 万元，成为公司主营收入的重要补充；同期，公司代建项目仅完工移交少量项目，收入下降明显，为 304.79 万元，未来随着公司对存量代建项目持续开发，代建管理费收入有望提升。

毛利率方面，受公司将代建项目工程成本以往来款核算，融资及担保板块对应成本采用费用化核算影响，各版块毛利率处于较高水平，公司综合毛利率为 90.46%。

表 5　2016~2017 年公司主营业务收入分类情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	8744.93	53.44	67.97	1806.78	24.63	61.37
代建管理费	2835.77	17.33	100.00	304.79	4.15	100.00
融资管理费	4784.21	29.23	100.00	3541.43	48.27	99.94
担保费收入	--	--	--	1683.43	22.95	100.00
合计	**16364.90**	**100.00**	**82.88**	**7336.43**	**100.00**	**90.46**

资料来源：公司审计报告

2．业务运营分析

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，由下属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”）负责。

公司承担的城市基础设施项目主要为公益性项目，由博大公司立项，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 月前，兴义市政府与子公司博大公司签署建设投资回购协议；自 2012 年 12 月起，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，并将相应工程成本在往来款中核算。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 2017 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 34.44 亿元。

表 6　截至 2017 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	**344442.88**

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2017 年底，公司在建项目总投资 69.72 亿元，已完成投资 33 亿元。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进行，目前公司尚无拟建项目。截至 2017 年底，公司在建及拟建项目累计回款 55.45 亿元。总体上，公司在建项目未来仍需资金投入，未来仍存在较大的资本支出压力及融资压力。

表 7　截至 2017 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 2017 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	60030.16	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	35000.00	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	89080.00	未明确
兴义桔山新月湾安置区棚户区建设项目	63859.40	56210.76	未明确
合计	**697225.65**	**330020.92**	--

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。

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”，由公司子公司兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司（以下简称“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 2017 年底，实际已完成投资 8.38 亿元（其中达到交房条件存货结转成本 4.48 亿元，存货中剩余账面价值 3.90 亿元）。截至 2017 年底，公司穿云洞商业街项目已实现销售收入 7.57 亿元，其中 2017 年结转销售收入 0.18 亿元，目前预收房款 2.97 亿元。

中小企业金融服务收入

中小企业金融服务是近年来公司经营转型的重点。公司通过与国开基金公司、国家开发银行、兴义农商行等金融机构合作，为区域内中小企业提供融资服务。

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 3541.43 万元，同比有所下降，主要来源于“16 宏升小微债/16 宏小微”转贷及国开基金转贷收入。2016 年公司发行“16 宏升小微债/16 宏小微”，募集资金 9 亿元，公司向各区县财政局发放委托贷款 5 亿元，约定融资管理费 0.8%/年，其余为公司直接通过贵州银行兴义分行向小微企业发放，约定融资管理费 4.45%/年。

目前公司最大的合作金融机构为国开基金公司，公司于 2015 年与其签订《国开发展基金投资合同》，约定国开基金公司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，公司将上述款项转借各地方财政局，由各地方财政局向基础设施项目建设企业进行分配使用，并按期回笼本息返还给公司。根据 2016 年黔西南州政府的批准，公司以管理总额为基数收取 3.1‰/年的融资管理费。

截至 2017 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 22.62 亿元，计入长期应收款科目，尚未转借款项 7.23 亿元，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。

担保业务

2017 年，黔西南州人民政府对区域内国企进行重组改革，原由政府持有的时进担保公司 100%股权无偿划转至公司，公司新增担保费业务。

时进担保公司主要对省内（集中于州内）的企业进行担保，被担保企业行业分布以商业

贸易、农业加工与生产为主，辅有建材加工及学校等。截至 2017 年底，时进担保公司在保余额为 6.51 亿元，累计代偿金额 0.26 亿元，其中 2017 年担保发生额和代偿金额分别为 2.33 亿元和 0.09 亿元，公司实现担保费收入为 1683.43 万元。目前，时进担保公司融资担保净资产放大倍数为 3.88 倍。

公司在中小企业融资及担保监管上，建立了“三重一大”台帐，对融资及担保的每个环节公开、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。

总体看，跟踪期内公司代建收入及房地产收入规模显著下降，考虑到黔西南州经济发展对基础设施建设的需求以及公司存量代建、房地产项目，未来可对上述板块收入形成一定支持，但仍存在收入波动的可能性；跟踪期内，公司新增担保业务，该板块有望成为新的收入增长点，中小企业金融服务业务为公司转型发展重点方向。

3. 未来发展

未来公司将继续承担起黔西南州和兴义市城市基础设施建设项目，积极推动关系国计民生项目的实施；与此同时，公司将继续探索为中小微企业提供融资服务的路径，在管控风险的基础上提升融资管理收入，利用时进担保公司的历史经验，发挥担保服务职能，加大对州内中小企业金融扶持力度。

九、财务分析

公司提供了2017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 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，其中新增一家子公司贵州省时进融资担保有限责任公司。跟踪期内，合并范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 221.63 亿元，所有者权益 84.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 0.81 亿元，利润总额 0.98 亿元。

1. 资本及债务结构

资产

2017 年底，公司资产总额 221.63 亿元，同比下降 0.36%，主要系无形资产和货币资金减少所致。2017 年底，公司资产中流动资产占比 77.85%，非流动资产占比 22.15%，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。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**164.01**	**73.73**	**172.55**	**77.85**
货币资金	23.83	10.71	13.19	5.95
其他应收款	86.15	38.73	80.51	36.33
存货	50.82	22.84	76.53	34.53
非流动资产	**58.43**	**26.27**	**49.08**	**22.15**
长期应收款	16.57	7.45	22.62	10.21
无形资产	32.62	14.67	7.94	3.58
资产合计	**222.44**	**100.00**	**221.63**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，受存货增长影响，公司流动资产同比增长 5.20%。2017 年底，公司流动资产 172.55 亿元，主要由货币资金（占 7.64%）、其他应收款（占 46.66%）和存货（占 44.35%）构成。

2017 年底，公司货币资金 13.19 亿元，同比下降 44.66%，公司货币资金为银行存款、其他货币资金（定期存款和担保保证金）以及少量库存现金。其中受限货币资金 0.26 亿元。

公司其他应收款主要包括应收兴义市财政局、义龙试验区财政局等政府单位的转贷款、往来款和工程款；2017 年底为 80.51 亿元，

同比下降 6.55%，系收回义龙试验区财政局转贷款本息及代收国开基金投资收益所致。2017 年底，公司其他应收款中应收财政局等政府单位和其他国企部门款项共 73.77 亿元，发生坏账可能性低，未计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 7.44 亿元，计提坏账准备 0.70 亿元，占比较小。2017 年底，公司其他应收款前五名合计 53.70 亿元，占比 65.89%，公司应收兴义市财政局、黔西南州财政局往来款项已列入兴义市财政安排的城建资金计划，整体资金回收风险不大，但资金占用明显。

表9　截至2017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	25.50	31.29	应收转贷款本息、代建工程款
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	9.80	12.03	往来款
贵州思博建筑基础工程有限公司	6.43	7.89	代垫款
贵州义龙综合试验区财政局	6.07	7.44	应收转贷款本息及代收国开发展基金投资收益
安龙县由榔府城建设有限责任公司	5.90	7.24	代垫款
合计	**53.70**	**65.89.**	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 76.53 亿元，同比增长 50.60%，系自无形资产转入待开发土地资产增加所致；其中开发成本 9.90 亿元，主要由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，其余为待开发土地 66.63 亿元。

2017 年底，公司非流动资产同比下降 15.99%，主要来自无形资产的减少，2017 年底为 49.08 亿元，主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、无形资产和其他非流动资产构成。

2017 年底，公司长期应收款 22.62 亿元，同比增长 36.49%，全部为公司从 2015 年开始将国开基金投资款转借各地方财政所产生的应收款。公司按照与国开基金公司签订的《国开发展基金投资合同》条款的约定，将国开基金公司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。

2017 年底，公司无形资产 7.94 亿元，同比大幅下降 75.67%，系根据公司本部和子公司博大公司董事会决议，将无形资产中闲置土地用于开发，相关土地原值（28.69 亿元）及摊销（4.23 亿元）转入存货所致。2017 年底，无形资产共累计计提摊销 1.83 亿元。

2017 年底，公司其他非流动资产 11.32 亿元，构成为公司预缴或多交的相关税费以及发放的委托贷款，同比大幅增加 9.01 亿元，主要系公司发行“16 宏升小微债”后向各地区财政局、小微企业发放的委托贷款共 8.40 亿元。

跟踪期内，公司资产规模略有下降，资产结构仍以流动资产为主；公司资产中其他应收款、存货和长期应收款占比大，对资金占用明显，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

2017 年底，受资本公积增加影响，公司所有者权益同比增长 3.80%，合计 84.75 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 2.05%、78.12%、1.24%和 18.59%，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 2017 年黔西南州国资局召开的股东大会决议，黔西南州财政局及国开基金公司达成协议，仅对持股比例进行修订，并未新增对公司投资，公司实收资本不变。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

2017 年底，公司负债总额同比下降 2.78%，主要系其他应付款下降所致；公司负债总额 136.89 亿元，以非流动负债为主，非流动负债占比 63.27%，占比较 2016 年略有增长。

流动负债方面，2017 年底，公司流动负债合计 50.28 亿元，同比下降 7.67%，主要由其

他应付款和一年内到期非流动负债构成。

2017 年底，公司应付账款 4.16 亿元，同比下降 0.19%，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，其余主要为孙公司弘鼎房开公司穿云洞商业街项目工程款。2017 年底，公司预收款项 3.10 亿元，同比增加 2.05 亿元，主要系预收房款所致。

2017 年底，公司其他应付款 30.65 亿元，同比下降 21.56%，主要构成为公司与兴义市信恒城市建设投资有限公司等公司的拆借款、应付兴义市土储中心的土地款，其中 1.65 亿元系由贵民公司转贷至公司用于新月湾棚户区项目的国开贷款，本报告已将该款项调整入有息借款。

非流动负债方面，2017 年底，公司非流动负债为 86.61 亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款构成。

2017 年底，公司长期借款 29.32 亿元，同比下降 4.36%，以抵、质押借款为主；2017 年底，公司应付债券 14.54 亿元，同比下降 2.77 亿元，系分期偿还本金所致，其中“16 宏升小微债/16 宏小微”余额 8.95 亿元（发行规模 9 亿元），期限 4 年，并设置公司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”余额 5.59 亿元（发行规模 14 亿元），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。

2017 年底，公司长期应付款 31.90 亿元，同比增加 2.05 亿元，系跟踪期内公司新增浦发石漠化基金贷款，专项用于永兴大道建设工程项目，除此之外主要为国开发展基金投资 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，年化利率 1.2%。本报告已将上述款项纳入公司有息债务核算。

2017 年底，公司专项应付款 10.85 亿元，同比增长 27.20%，主要是由于本期签订政府债务置换协议解除公司债务 3.85 亿元，以及收到拨付的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）。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元）

科　目	2016 年	2017 年
短期债务	9.78	11.53
长期债务	77.82	75.71
全部债务	87.59	87.24
资产负债率	63.30	61.76
全部债务资本化比率	51.76	50.72
长期债务资本化比率	48.80	47.18

资料来源：联合资信根据审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务同比下降 0.41%，2017 年底，公司全部债务 87.24 亿元，其中短期债务占 13.21%，长期债务占 86.79%，占比略有下降，公司债务结构仍以长期债务为主。从指标看，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同比略有下降，2017 年底上述指标分别为 61.76%、50.72%和 47.18%，债务水平仍处于合理范围。

总体看，跟踪期内公司债务规模基本稳定，债务结构仍以长期债务为主，债务负担一般，符合行业特点。

2．盈利能力

公司收入来源包括房地产开发收入、代建管理费、融资管理费和担保费收入等。2017 年，公司实现营业收入 0.81 亿元，同比下降 52.07%，主要系公司房地产开发收入及代建管理费收入大幅下降所致。2017 年，公司营业成本 0.11 亿元，同比下降 64.80%，受此影响，2017 年公司营业利润率 71.87%，同比上升 9.58 个百分点。

表 11　公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	1.70	0.81

营业利润	0.06	1.19
利润总额	0.56	0.98
营业利润率	62.29	71.87
总资本收益率	0.42	0.62
净资产收益率	0.63	1.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017 年公司期间费用为 0.41 亿元，同比下降 60.86%，系公司管理费用和财务费用均明显下降所致。2017 年，期间费用占营业收入比重为 50.56%，同比下降 11.35 个百分点。

2017 年公司收到财政扶持补贴资金 8958.17 万元，占利润总额比重为 91.00%，整体看公司利润总额对财政补贴依赖很大。从盈利指标看，2017 年公司净资产收益率和总资本收益率均有所增长，分别为 1.05%和 0.62%，同比分别增长 0.42 个和 0.20 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大幅下降；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

2017年，公司经营活动现金流入44.62亿元，同比下降27.50%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金2.65亿元，收到其他与经营活动有关的现金41.98亿元，同比下降30.65%，主要构成为政府补助、利息收入和往来款；同期公司现金收入比325.13%，主营业务收现质量明显提升。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流出54.32亿元，同比下降18.82%，其中公司支付其他与经营活动有关的现金45.77亿元，同比下降28.68%，主要构成为往来款和委托贷款；2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.70亿元。

表 12　2016~ 2017 年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

科　目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	61.54	44.62
经营活动现金流出量	66.91	54.32
经营活动现金流净额	-5.36	-9.70
现金收入比	59.69	325.13
投资活动现金流净额	-14.83	-6.06
筹资活动现金流净额	31.57	4.36

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2017 年公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出 6.06 亿元，同比下降 8.77 亿元，为公司将国开发展基金款转贷至各地方财政局所产生的现金支出。2017 年，公司投资活动净流量为-6.06 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入为 18.76 亿元，同比下降 52.94%，主要为取得借款收到的现金 14.90 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 3.86 亿元（收到项目资本金及其他单位利息）。2017 年，公司筹资活动产生的现金流出为 14.40 亿元，同比增长 73.57%；其中偿还债务支付 11.30 亿元。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.36 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入受往来款、政府补助实际到位情况的影响较大，跟踪期内公司经营和投资活动现金净流量均呈大幅净流出状态；公司筹资活动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，跟踪期内公司流动比率有所提升，速动比率略有下降，2017 年底分别为 343.18%和 190.97%。公司流动资产以存货和其他应收款为主，公司流动资产变现能力一般；2017 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；公司现金类资产较为充足，为短期债务的 1.17 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 1.45 亿元，同比有所下降，公司全部债务/EBITDA 由 2016 年的 52.83 倍上升为 2017 年的 60.27 倍。跟踪期内公司偿债能力弱

化，考虑到公司获取有效的外部支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司对外担保30.50亿元，担保比率35.99%。被担保企业均为区域内国有建设投资企业，目前经营情况正常，公司对外担保比例较高，被担保企业在区域和行业方面较为集中，存在一定的或有负债风险。

表13　截至2017年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保金额	到期日期
兴义市兴岭经济技术发展有限公司	0.20	2018.12
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	5.00	2028.1
黔西南州城市建设投资有限公司	9.19	2034.9
贵州金凤凰产业投资有限公司	3.00	2018.1
黔西南州畅达交通投资有限责任公司	13.11	2034.8
合计	**30.50**	--

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司共获得银行授信额度44.72亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

十、存续期内债券偿债能力

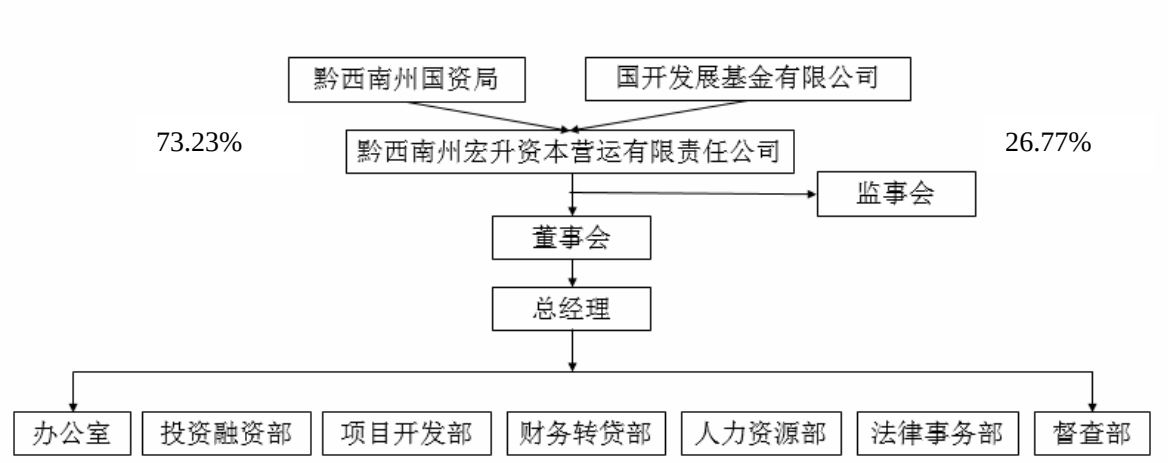
“16宏升小微债/16宏小微”于2016年3月发行，按年计息，到期一次还本，债券期限4年，附设第3年末公司票面利率选择权和投资者回售选择权。2017年，公司EBITDA规模为1.45亿元，为待偿还债券“16宏升小微债/16宏小微”本金9.00亿元的0.16倍，公司经营活动现金净流量为负，对待偿还债券不具有保障能力；经营活动现金流入量为44.62亿元，为债券本金的4.96倍。“16宏升小微债/16宏小微”偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、政府风险缓释基金及公司自有资金在内的多层风险缓释措施，当以上资金均不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。截至2018年3月底，公司政府风险缓释基金余额为4389.5万元，相当于“16宏升小微债/16宏小微”本金的4.88%，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。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”的保障能力较强。

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宏升小微债/16宏小微”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2017 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　2017 年底公司合并范围子公司明细表

子公司名称	注册资本（万元）	经营范围	持股比例
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	5440.00	新老城区土地、城市基础设施及水利、交通及其它基础设施建设等	100.00%
黔西南州宏升中小企业融资服务有限公司	4800.00	中小企业投融资管理及相关咨询服务	100.00%
黔西南州胖狗创业服务有限公司	3858.00	创业咨询服务；中小企业投融资管理、财务顾问相关咨询服务等	100.00%
贵州宏义资产管理有限公司	15000.00	资产管理、投资管理、企业管理咨询、经济信息咨询等	100.00%
贵州省时进融资担保有限责任公司	15000.00	融资担保	100.00%
兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司	1200.00	房地产开发业务	100.00%

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)	12.45	23.83	13.52
资产总额(亿元)	167.95	222.44	221.63
所有者权益(亿元)	78.85	81.64	84.75
短期债务(亿元)	7.33	9.78	11.53
长期债务(亿元)	51.66	77.82	75.71
全部债务（亿元）	58.99	87.59	87.24
营业收入(亿元)	1.33	1.70	0.81
利润总额(亿元)	0.58	0.56	0.98
EBITDA(亿元)	1.66	1.66	1.45
经营性净现金流(亿元)	-19.84	-5.36	-9.70
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.01	1.57	1.04
存货周转次数(次)	0.02	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	109.75	59.69	325.13
营业利润率(%)	57.38	62.29	71.87
总资本收益率(%)	0.60	0.42	0.62
净资产收益率(%)	0.80	0.63	1.05
长期债务资本化比率(%)	39.58	48.80	47.18
全部债务资本化比率(%)	42.80	51.76	50.72
资产负债率(%)	53.05	63.30	61.76
流动比率(%)	415.42	301.19	343.18
速动比率(%)	282.02	207.88	190.97
经营现金流动负债比(%)	-66.76	-9.85	-19.29
全部债务/EBITDA(倍)	35.54	52.83	60.27

注：已将长期应付款及其他应付款中有息部分调整入全部债务。

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。