信用等级公告

联合〔2019〕1514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及其相关存续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，“16宏升小微债/16宏小微”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

二〇一九年六月十九日

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

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	5.10 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：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	23.83	13.52	6.06
资产总额(亿元)	222.44	224.15	230.78
所有者权益(亿元)	81.64	86.62	92.08
短期债务(亿元)	9.78	11.53	17.80
长期债务(亿元)	77.82	75.71	68.38
全部债务(亿元)	87.59	87.24	86.18
营业收入(亿元)	1.70	0.80	3.41
利润总额(亿元)	0.56	1.11	0.71
EBITDA(亿元)	1.66	1.36	0.86
经营性净现金流(亿元)	-5.36	-9.70	-1.07
营业利润率(%)	62.29	71.24	19.34
净资产收益率(%)	0.63	1.11	0.73
资产负债率(%)	63.30	61.36	60.10
全部债务资本化比率(%)	51.76	50.18	48.34
流动比率(%)	301.19	335.78	286.98
经营现金流动负债比(%)	-9.85	-19.04	-1.81
全部债务/EBITDA(倍)	52.83	64.23	100.37

注：1.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；2.2018年审计进行会计差错调整，涉及科目数量及规模变动较大，2017年数据使用2018年审计报告追溯数据

分析师：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，公司获得政府在股权注入和财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司整体盈利能力弱、应收类账款及代建项目资金占用明显和短期偿付压力进一步增大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“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股权注入和财政补贴方面的有力支持。
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”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，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司现金类资产继续下降，短期债务较快上升，公司短期偿付压力进一步加大；公司在建项目尚需投资规模较大，整体上公司存在较大的对外融资压力。
4. 跟踪期内，公司盈利能力弱，政府补贴在利润总额中占比高。
5. 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（以下简称“联合资信”）关于黔西南州宏升资本营运有限责任公司（以下简称“公司”）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，公司在股权结构、部门设置方面未发生变化。截至 2018 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。

跟踪期内，公司经营范围变更为：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；城市基础设施投融资；市政公用工程建设施工；土地开发整理；房地产开发经营、出租商业用房、房地产信息咨询、从事房地产经纪业务、物业管理、出租办公用房、销售本企业开发的商品房。

截至 2018 年底，公司资产总额 230.78 亿元，所有者权益 92.08 亿元。2018 年，公司实现营业收入 3.41 亿元，利润总额 0.81 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

截至评级报告出具日，由联合资信评定的公司存续债券为“16 宏升小微债/16 宏小微”，债券发行规模 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，债券持有人于 2019 年 3 月 16 日回售该债券本金 3.90 亿元，截至本报告出具日“16 宏升小微债/16 宏小微”债券余额为 5.10 亿元，利率自 5.5%调升至 7.5%，公司已按时付息。

截至 2019 年 5 月底，募集资金已通过贵阳银行兴义分行发放委托贷款 84 笔，共计 5.08 亿元，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”	5.10	2020/3/16	7.5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和

[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。

上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为

16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

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公司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〔2019〕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。

资源来源：联合资信整理

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公司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。

2. 区域经济环境

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和兴义市经济和财政实力密切相关。

根据《2018 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报》数据，2018 年，黔西南州实现地区生产总值 1163.77 亿元，比上年增长 12.0%。按产业分，第一产业增加值 212.92 亿元，增长 6.9%；第二产业增加值 375.80 亿元，增长 11.5%；第三产业增加值 575.05 亿元，增长 14.3%；人均地区生产总值 40608 元，同比增长 11.4%。

2018 年，黔西南州规模以上工业增加值比上年增长 11.4%。分经济类型看，国有控股企业增加值增长 4.8%，股份制企业增长 12.9%，外商及港澳台商投资企业增长 28.2%，私营企业增长 18.4%。分门类看，采矿业增长 5.3%，

制造业增长 20.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 8.0%。

2018 年，黔西南州固定资产投资比上年增长 18.8%。其中，第一产业投资增长 58.2%，占固定资产投资的比重为 9.8%；第二产业投资增长 18.3%，比重为 21.7%；第三产业投资增长 16.4%，比重为 68.5%。基础设施投资比上年增长 0.75%。同期，黔西南州房地产开发投资比上年增长 42.5%，其中住宅投资增长 53.9%。商品房销售面积 408.95 万平方米，比上年增长 21.8%。

黔西南州财政实力持续增长。根据黔西南州财政局官网公布数据，2017-2018 年，黔西南州地方可控财力分别达 244.74 亿元和 261.01 亿元。2018 年，黔西南州一般预算收入 117.89 亿元，同比增长 3.1%，其中税收收入为 82.36 亿元，同期，一般公共预算支出为 373.39 亿元，同比增长 12.7%，财政自给能力较弱。2018 年，黔西南州政府性基金收入 85.82 亿元，去年同期为 58.08 亿元，国有资本经营预算收入 0.05 亿元，社保基金保险费收入 57.25 亿元。

截至 2018 年底，黔西南州政府性债务限额为 448.75 亿元，债务余额为 443.72 亿元，2018 年收到省级置换债券 96.20 亿元，已全部用于置换政府存量债务。

兴义市为黔西南州首府，根据兴义市 2019 年政府工作报告，2018 年兴义市生产总值完成 450.07 亿元，同比增长 12.2%。同期，500 万元以上固定资产投资增长 19.2%。城镇、农村居民人均可支配收入分别达 32369 元、12078 元，同比增长 9.5%、10.4%。社会消费品零售总额完成 144.6 亿元，增长 8.9%。财力方面，兴义市一般公共预算收入完成 36.34 亿元，其中兴义市本级完成 32.43 亿元，同比增长 0.8%，义龙新区兴义片区完成 3.91 亿元，同比下降 5%。

总体看，黔西南州经济保持较快增速，可控财力稳定增长，一般预算收入稳步增长，但债务负担仍很重。

六、基础素质分析

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，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。

跟踪期内，黔西南州和兴义市各级政府在股权注入和财政补贴方面给予公司支持。①根据《关于划转望谟县垚鑫开发有限公司股权的通知》望国资〔2018〕39 号文以及《十七届县人民政府第十五次常务会议纪要》望府常议〔2018〕4 号文，望谟县财政局国有资产管理局（以下简称“望谟国资局”）将原自持的望谟县垚鑫开发有限公司（以下简称“望谟开发公司”）100%股权无偿划转到公司，增加公司资本公积 4.18 亿元；②2018 年公司收到兴义市财政局财政补贴 0.91 亿元，计入“其他收益”。

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），截止 2019 年 3 月 26 日，公司有 1 笔已结清的欠息记录（2008 年），23 笔已结清关注类贷款，均为正常收回。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。近年来公司无新增关注类或不良贷款记录。

七、管理分析

公司于 2019 年 6 月 12 日发布公告：根据黔西南州政府下发的州府任（2019）13 号任免文件，黔西南州政府任免吕纪焱为公司董事长，免去其总经理职务，任周龙为公司总经理。

周龙，男，侗族，1970 年 3 月出生，籍贯贵州三穗，出生地贵州册亨，1991 年 11 月加入中国共产党，1990 年 7 月参加工作，大学本科学历。历任中国建设银行黔西南州分行营业部副主任、中国建设银行黔西南州分行沙井街办事处副主任及主任、中国建设银行黔西南州分行营业部主任、中国建设银行兴义市遵义路支行党支部书记及行长、中国建设银行黔西南州分行党委委员、纪委书记及副行长、中国建设银行贵州省分行公司业务部副总经理、中国建设银行黔西南州分行党委副书记及副行长（主持工作）、中国建设银行黔西南州分行党委书记及行长、贵州银行兴义瑞金支行党支部书记及临时负责人、贵州银行兴义瑞金支行党支部书记及行长、贵州银行黔西南州分行党委书记及行长。现任公司总经理。

跟踪期内，公司在管理体制、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，公司房地产开发收入大幅增长，同时因并入望谟开发公司而新增代建收入，导致整体收入规模大幅上升。

2018 年，公司主营业务收入 3.33 亿元，大幅增加 2.60 亿元。其中，房地产开发业务确认收入 1.38 亿元，为穿云洞商业街项目结转收入；望谟开发公司完成代建收入 1.41 亿元，占比为 42.48%，成为主营业务收入重要构成；国开基金转贷融资管理费稳定增长，为 4988.76 万元；担保费收入明显下降至 386.18 万元，对公司主营业务收入影响不大。同期，公司未移交代建项目，未产生代建管理费收入。

毛利率方面，近两年公司综合毛利率受业务板块及收入构成变动影响波动较大，2018 年为 24.19%。2018 年公司追溯调整了一部分之前年度的房地产开发成本，导致房地产开发业务毛利率水平大幅下降至 7.03%；望谟开发公司代建业务毛利率为 12.05%；融资及担保业务对应成本采用费用化核算，毛利率均为 100.00%。

表 3　2017—2018 年公司主营业务收入分类情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	1806.78	24.63	61.37	13753.46	41.36	7.03
代建管理费	304.79	4.15	100.00	--	--	--
代建收入	--	--	--	14126.21	42.48	12.05
融资管理费	3541.43	48.27	99.94	4988.76	15.00	100.00
担保费收入	1683.43	22.95	100.00	386.18	1.16	100.00
合计	**7336.43**	**100.00**	**90.46**	**33254.62**	**100.00**	**24.19**

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，2018 年公司新增的望谟开发公司主要承做纳坝水库项目。

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。

望谟开发公司承做了纳坝水库项目，该水库主要用于望谟县城乡饮水及农业灌溉，项目总投资 4.80 亿元，目前已基本建成。2016 年望谟县人民政府与望谟开发公司签订了政府购买服务协议，根据该协议购买服务包括水库工程建设、移民安置、水保及环保建设和其他配套建设，服务期限自协议签订起到 2026 年，购买服务协议总价款为 5.62 亿元。2018 年公司实现代建收入 1.41 亿元，均来自于纳坝水库项目。

在建项目方面，截至 2018 年底，公司在建项目总投资 83.45 亿元，已完成投资 46.40 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。

总体看，公司在建项目未来仍存在较大的资本支出压力及融资压力。

表 4　截至 2018 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 2018 年底已完成投资
义龙试验区土地整治项目	250597.00	91314.10
兴义市北环线工程	132569.25	37947.50
兴义市威舍至鲁屯公路工程	131500.00	87900.00
兴义桔山新月湾项目	110000.00	90000.00
兴义桔山新月湾安置区棚户区建设项目	63859.40	62524.76
纳坝水库	47999.00	47999.00
滿滿河流域治理工程	98000.00	46300.00
合计	**834524.65**	**463985.36**

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 2018 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 5.76 亿元，存货中剩余账面价值 2.62 亿元）。

截至 2018 年底，公司穿云洞商业街项目已实现销售收入 8.96 亿元，其中 2018 年结转销售收入 1.39 亿元，已进入销售收尾期，成本中包含部分调整追溯之前年度的房地产开发成本，毛利率明显下降至 7.03%。目前该项目可售面积均已售完，预收房款余额为 1.53 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 4988.76 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3.0‰/年的融资管理费。

截至2018年底，公司已承接国开基金共29.85亿元，2018年偿还0.36亿元，其余体现在“长期应付款”，余额为29.49亿元；公司已向各地方财政转借款项27.73亿元，“长期应收款”中国开基金余额为27.37亿元（2018年偿还0.36亿元），尚未转借款项2.12亿元，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”。

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”）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2018年底，时进担保公司在保余额5.29亿元，累计代偿金额0.28亿元，其中2018年担保发生额和代偿金额分别为1.12亿元和0.03亿元，公司实现担保费收入为386.13万元。目前，时进担保公司融资担保净资产放大倍数为3.26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，跟踪期内公司房地产项目大量结转收入，以及新增代建收入对公司主营业务收入抬升作用明显，但房地产项目已进入结转尾期，未来可持续性不强，未来公司收入仍存在波动可能性。

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

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，中天运会计师事务所（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2018年底，公司纳入合并范围的子公司共7家，其中2018年新增一家子公司望谟开发公司，望谟国资局将其100%股权无偿划转至公司。跟踪期内，公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。但考虑到2018年审计进行会计政策变更调整和前期差错更正，对各会计科目进行重分类或调整，同比变化较大，为排除审计调整的影响，增强财务数据可比性，本报告2017年数据采取2018年审计报告期初追溯重述数。

截至2018年底，公司资产总额230.78亿元，所有者权益92.08亿元。2018年，公司实现营业收入3.41亿元，利润总额0.81亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额230.78亿元，同比增长2.96%，主要来自存货、预付款项、可供出售金融资产及长期应收款的增加。2018年底，公司资产中流动资产占比73.62%，同比减少2.66个百分点，公司资产结构仍以流动资产为主。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**170.98**	**76.28**	**169.89**	**73.62**
货币资金	13.19	5.88	5.82	2.52
预付款项	14.76	6.59	19.71	8.54
其他应收款	58.45	26.07	46.31	20.07
存货	83.52	37.26	97.14	42.09
非流动资产	**53.17**	**23.72**	**60.89**	**26.38**
长期应收款	22.62	10.09	27.37	11.86
其他非流动资产	23.37	10.43	23.03	9.98
资产合计	**224.15**	**53.17**	**230.78**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 169.89 亿元，同比下降 1.54%。其中，公司货币资金 5.82 亿元，同比减少 7.37 亿元，主要系公司将上年收到的国开基金转借至各地方财政局所致；受限货币资金为保证金 0.20 亿元。同期，公司预付款项同比增加 4.95 亿元至 19.71 亿元，主要为公司预付的义龙试验区棚户区改造项目拆迁款和工程款。

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、黔西南州财政局等政府单位的转贷款、往来款和工程款，2018 年底为 46.31 亿元，同比大幅减少 12.14 亿元，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。2018 年底，公司其他应收款中应收财政局等政府单位和关联方款项共 15.87 亿元，占比为 33.20%，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 31.63 亿元，主要为应收区域内国有企业往来款，1 年以内占 83.21%，1 至 2 年占 7.79%，存在部分款项账龄偏长，公司累计计提坏账准备 1.19 亿元，占比 3.75%。2018 年底，公司其他应收款前五名合计 41.33 亿元，占比 86.46%，款项集中度高。总体上，公司其他应收款回收风险可控，但资金占用明显。

表6　截至2018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
兴义市森茂资产管理有限责任公司	25.87	54.12	往来款
贵州义龙综合试验区财政局	6.00	12.55	代建工程支付款项/转贷款
兴义市财政局	4.49	9.39	往来款
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	3.09	6.47	代长期借款、代转款
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	1.88	3.93	转贷款
合计	**41.33**	**86.46**	**--**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 97.14 亿元，同比增加 13.61 亿元，系公司本部对新月湾项目土地开发、工程施工项目投入增加，以及自无形资产转入的待开发土地；构成以待开发土地为主，账面余额 67.17 亿元，共计 542.42 万亩，其余为开发成本 12.05 亿元和工程施工 17.91 亿元。

2018 年底，公司非流动资产为 60.89 亿元，同比增长 14.53%，主要来自可供出售金融资产和长期应收款的增加。

2018 年底，公司可供出售金融资产为 6.99 亿元，同比增加 3.27 亿元，系公司购买“新华基金兴利精选资产管理计划”份额，此外构成中还包括公司对兴义市威鲁公路投资建设有限责任公司（以下简称“威鲁公路公司”）的股权投资。

2018 年底，公司长期应收款 27.37 亿元，同比增长 21%，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。

2018 年底，公司其他非流动资产 23.03 亿元，同比变化不大，主要为无法获取收益的公益性资产 11.89 亿元、预缴或多交的相关税费以及发放的委托贷款，其中公司发行“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 8.33 亿元。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，受资本公积增加影响，公司所有者权益同比增长 6.30%，合计 92.08 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 1.89%、77.17%、1.13%和 19.82%，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，2018 年底为 71.06 亿元，同比增加 4.85 亿元，主要为政府无偿划入公司的望谟开发公司股权，以划转日净资产 4.18 亿元计入资本公积，以及义龙新区财政局拨入的项目资本金 0.67 亿元。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 138.70 亿元，同比变动不大，其中非流动负债占比 57.32%，同比减少 5.65 个百分点。

流动负债方面，2018 年底，公司流动负债合计 59.20 亿元，同比增长 16.26%，主要由其他应付款（占 55.54%）和一年内到期非流动负债（占 27.44%）构成。

2018 年底，公司应付账款 4.14 亿元，同比下降 0.45%，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。同期，公司预收款项 3.17 亿元，同比增长 2.39%，主要为预收房款。

2018 年底，公司其他应付款 32.88 亿元，同比下降 4.97%，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，本报告已有息拆借款项纳入有息借款核算。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.24 亿元，同比增长 66.68%，其中一年内到期的长期借款 13.45 亿元，一年内到期的应付债券 2.79 亿元。

非流动负债方面，2018 年底，公司非流动负债为 79.50 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018 年底，公司长期借款 27.93 亿元，同比下降 4.75%，以抵、质押借款为主。同期，公司应付债券 8.96 亿元，均为“16 宏升小微债/16 宏小微”债券余额，同比下降 5.58 亿元，系偿还“12 黔宏升债/PR 黔宏升”分期本金及将该债券余额转入一年内到期的非流动负债所致。

2018 年底，公司长期应付款 42.62 亿元，同比变动不大，主要构成为浦发石漠化基金贷款（专项用于永兴大道建设工程项目）2 亿、国开发展基金投资 29.85 亿元（用于基础设施项目建设），此外还包括公司收到的专项建设资金 10.84 亿元，本报告已将上述有息贷款纳入公司有息债务核算。

表 7 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
短期债务	11.53	17.80
长期债务	75.71	68.38
全部债务	87.24	86.18
资产负债率	61.36	60.10
全部债务资本化比率	50.18	48.34
长期债务资本化比率	46.64	42.61

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 1.21%，2018 年底，公司全部债务 86.18 亿元，其中短期债务占 20.65%，长期债务占 79.35%，占比下降 7.44 个百分点，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均有所下降，2018 年底上述指标分别为 60.10%、48.34%和 42.61%，同比分别下降 1.26 个、1.84 个和 4.03 个百分点，债务水平处于适宜范围。

总体看，跟踪期内公司债务规模相对稳定，短期债务占比进一步提升，债务结构仍以长期

债务为主，债务负担一般，符合行业特点。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 3.41 亿元，同比大幅增长，主要系新增子公司望谟开发公司而产生的代建收入所致。2018 年，公司营业成本 2.52 亿元，由于公司新增代建收入加成收益不高，房屋销售业务毛利率大幅下降，公司营业利润率自 71.87%下降至 19.34%。

表 8　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
营业收入	0.80	3.41
营业利润	1.32	0.71
利润总额	1.11	0.71
营业利润率	71.87	19.34
总资本收益率	0.66	0.42
净资产收益率	1.11	0.73

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年公司期间费用为 0.31 亿元，同比大幅增长 60.95%，系公司管理费用中房地产广告营销费用明显增长所致。2018 年，期间费用占营业收入比重为 9.20%，同比下降 15.27 个百分点。

2018 年公司收到财政扶持补贴资金 9095.58 万元，占利润总额比重为 128.33%，公司利润总额对财政补贴依赖很大。从盈利指标看，2018 年公司净资产收益率和总资本收益率均有所下降，分别为 0.73%和 0.42%，同比分别增长 0.38 个和 0.24 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上升，但营业利润率明显下降，利润总额对政府补贴收入存在很大依赖，公司盈利能力弱。

5．现金流

2018年，公司经营活动以往来款及转贷款收支为主，体现在收到和支付其他与经营活动有关的现金中，分别为14.15亿元和6.38亿元，规模明显下降且以流入为主。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金1.03亿元，同比下降61.02%；现金收入比为30.27%，整体收入实现质量差；公司购买商品、接受劳务支付的现金仍保持较大规模，同比增长27.27%至9.21亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.07亿元，净流出规模明显下降。

表 9　2017—2018 年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	44.62	15.18
经营活动现金流出量	54.32	16.25
经营活动现金流净额	-9.70	-1.07
现金收入比	325.13	30.27
投资活动现金流净额	-6.06	-2.00
筹资活动现金流净额	4.36	-4.54

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入规模较小；公司投资活动现金流出 2.17 亿元，其中投资支付的现金 3.29 亿元，为购买基金管理计划份额支出，取得子公司等支付的现金净额-1.14 亿元，为政府无偿划入望谟开发公司所致。2018 年，公司投资活动净流量为-2.00 亿元，净流出规模有所下降。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入大幅下降，为 1.28 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流出为 5.82 亿元，同比下降 59.55%，主要为偿还债务本息支出。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.54 亿元。

总体来看，跟踪期内，受往来款、转贷款现金净流入增加影响，公司经营和投资活动现金净流出规模均明显下降；公司筹资活动大幅放缓，且对于政府资金拨付及借款等融资渠道依赖严重，随着未来债务到期，公司对外融资压力大。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降，2018 年底分别为 286.98%和 122.90%，公司流动资产以存货和其

他应收款为主，变现能力较弱。2018 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；公司现金类资产快速下降，短期债务持续上升，2018 年底现金类资产对短期债务的覆盖程度为 0.34 倍，公司短期存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 0.86 亿元，同比有所下降，公司全部债务/EBITDA 由 64.23 倍大幅上升为 100.37 倍，长期偿债指标进一步恶化。

截至 2018 年底，公司对外担保 25.31 亿元，担保比率 27.49%。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，公司对外担保比例偏高，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 10　截至 2018 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保方式
兴义市信恒城市建设投资有限公司	2.00	保证担保
贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司	14.80	保证担保
黔西南州畅达交通投资有限责任公司	8.51	连带责任担保
合计	**25.31**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 41.38 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

总体看，跟踪期内公司偿债指标明显弱化，公司存在较大的短期偿付压力，考虑到公司所开展业务在区域中的重要地位，以及可获取持续的外部支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为97.70亿元，同比增长3.02%。母公司资产占合并口径资产总额的42.33%。其中，流动资产为38.87亿元。从构成看，母公司资产以其他应收款（25.32亿元）和存货（9.41亿元）为主。

截至2018年底，母公司所有者权益为32.50亿元，同比增长19.19%。其中，实收资本和资本公积分别为1.74亿元和16.07亿元。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模为65.19亿元，同比略有下降，其中非流动负债占比为69.91%。同期，母公司资产负债率为66.73%，同比下降4.51个百分点，整体债务负担尚可。

2018年，母公司营业收入为0.49亿元，占合并口径营业收入的14.26%，营业成本为0亿元，母公司收入主要是国开基金转贷产生的融资管理费。母公司净利润为1.12亿元，同比增长24.83%。

总体看，跟踪期内母公司资产中往来款及国开转贷款占比大，收入均来源于融资管理费，代建项目相关资产和收入均体现在子公司。

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，期限4年，按年计息，到期一次还本，附设第3年末公司票面利率选择权和投资者回售选择权。截至跟踪报告出具日，“16宏升小微债/16宏小微”债券余额为5.10亿元，2018年，公司EBITDA规模为0.86亿元，为债券余额5.10亿元的0.17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15.18亿元，为债券余额的2.98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。根据公司提供凭证，截至2019年6月13日，公司政府风险缓释基金余额为2777.74万元，相当于“16宏升小微债/16宏小微”债券余额的5.45%，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

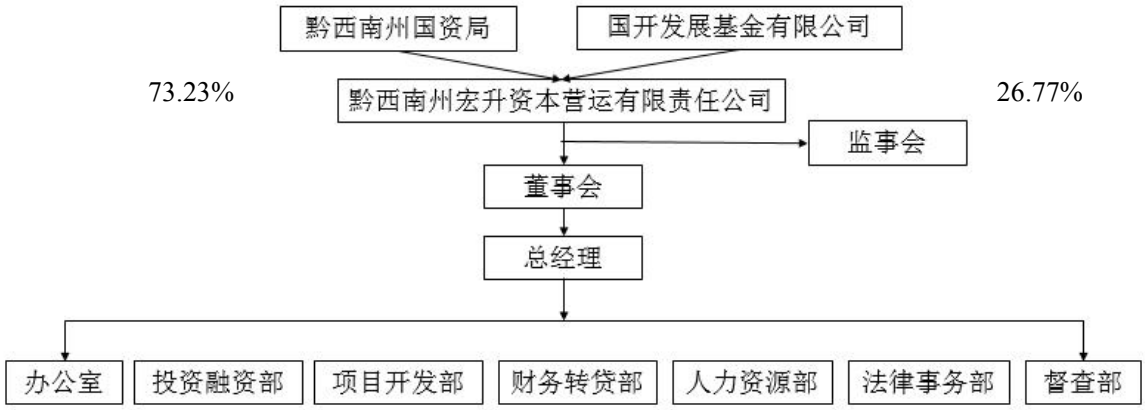
虑到黔西南州政府对公司的各项支持，跟踪期内公司对“16宏升小微债/16宏小微”的保障能力强。

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，“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　2018 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　2018 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%
黔西南州胖炯创业服务有限公司	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%
望谟县垚鑫开发有限公司	12000.00	建筑业	100.00%

注：联合资信根据公司审计报告整理

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)	23.83	13.52	6.06
资产总额(亿元)	222.44	224.15	230.78
所有者权益(亿元)	81.64	86.62	92.08
短期债务(亿元)	9.78	11.53	17.80
长期债务(亿元)	77.82	75.71	68.38
全部债务（亿元）	87.59	87.24	86.18
营业收入(亿元)	1.70	0.80	3.41
利润总额(亿元)	0.56	1.11	0.71
EBITDA(亿元)	1.66	1.36	0.86
经营性净现金流(亿元)	-5.36	-9.70	-1.07
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.57	1.02	4.87
存货周转次数(次)	0.01	0.00	0.03
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01
现金收入比(%)	59.69	332.38	30.27
营业利润率(%)	62.29	71.24	19.34
总资本收益率(%)	0.42	0.66	0.42
净资产收益率(%)	0.63	1.11	0.73
长期债务资本化比率(%)	48.80	46.64	42.61
全部债务资本化比率(%)	51.76	50.18	48.34
资产负债率(%)	63.30	61.36	60.10
流动比率(%)	301.19	335.78	286.98
速动比率(%)	207.88	171.75	122.90
经营现金流动负债比(%)	-9.85	-19.04	-1.81
全部债务/EBITDA(倍)	52.83	64.23	100.37

注：1.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；2.2018年审计进行会计差错调整，涉及科目数量及规模变动较大，2017年数据使用2018年审计报告追溯数据

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　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