

信用等级公告

联合 [2016]352 号

黔西南州宏升资本营运公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 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进行了主动评级，确定：

黔西南州宏升资本营运公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

黔西南州宏升资本营运公司拟发行的 2016 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为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华

二零一六年五月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

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主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pr}

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA_{pr}

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：2016 年 5 月 3 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
净利润(亿元)	3.01	0.87	1.43
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
EBITDA/全部债务(倍)	0.13	0.05	0.09
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.43	0.18	0.30

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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。联合评级同时也关注到，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。联合评级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和本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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较大，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。

分析师

周赓

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

程家女

电话：010-85172818

邮箱：chengjn@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由株洲循环经济投资发展集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因株洲循环经济投资发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与株洲循环经济投资发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对株洲循环经济投资发展集团有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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 17,369 万元。截至 2014 年底，公司注册资本为 17,369 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、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，公司合并资产总额为 130.82 亿元，负债合计 52.70 亿元，所有者权益合计 78.12 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2014 年，公司实现营业收入 7.27 亿元，净利润 1.43 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；公司经营活动现金流量净额为 -1.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.53 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、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

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. 本期债券募集资金用途

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。

募集资金投资项目情况如下：

（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。

3. 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。

4. 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账户中的资金划拨至公司在贵阳银行开立的“偿债资金专项账户”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。

联合评级认为，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、行业分析

公司主营业务为城市基础设施和房地产开发建设，受地区经济实力和财政实力影响较大，并与城市基础设施建设和城市发展规划密切相关。

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

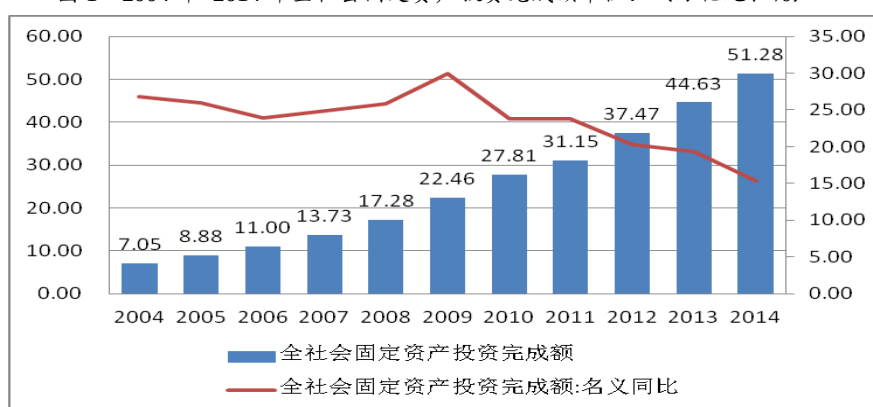
城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。

城市基础设施建设是城市化进程的重要支撑，是国民经济发展的重要物资基础，对于促进国家及地区经济持续健康发展、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有着积极的作用，城市化水平很大程度上标志着一个国家或地区的现代化程度。

中国是全球最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持在较高水平，2014 年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，同比增速 15.30%，较上年减少 4.00 个百分点。具体到基础设施相关领域的投资方面，近年来基础设施相关领域建设越来越受到重视，投资规模不断增长，2014 年城镇交通运输、仓储和邮政业完成固定资产投资 4.30 万亿元，比上年增长 18.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 2.29 万亿元，比上年增长 17.1%；水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资 4.63 万亿元，比上年增长 23.6%，均保持近年来较高水平。2015 年，全国固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，比上年名义增长 10%（扣除价格因素，实际增长 12%），增速比 1~11 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.68%。分产业看，第一产业投资 15,561 亿元，比上年增长 31.8%，增速比 1~11 月份提高 3.1 个百分点；第二产业投资 224,090 亿元，增长 8%，增速回落 0.1 个百分点；第三产业投资 311,939 亿元，增长 10.6%，增速回落 0.4 个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力）101,271 亿元，比上年增长 17.2%，增速比 1~11 月份回落 1 个百分点。其中，水利管理业投资增长 21%，增速回落 2.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 20.2%，增速回落 0.3 个百分点；道路运输业投资增长 16.7%，增速回落 0.8 个百分点；铁路运输业投资增长 0.6%，增速回落 0.2 个百分点。

图 1 2004 年~2014 年全社会固定资产投资完成额单位：（万亿元、%）



资料来源：国家统计局

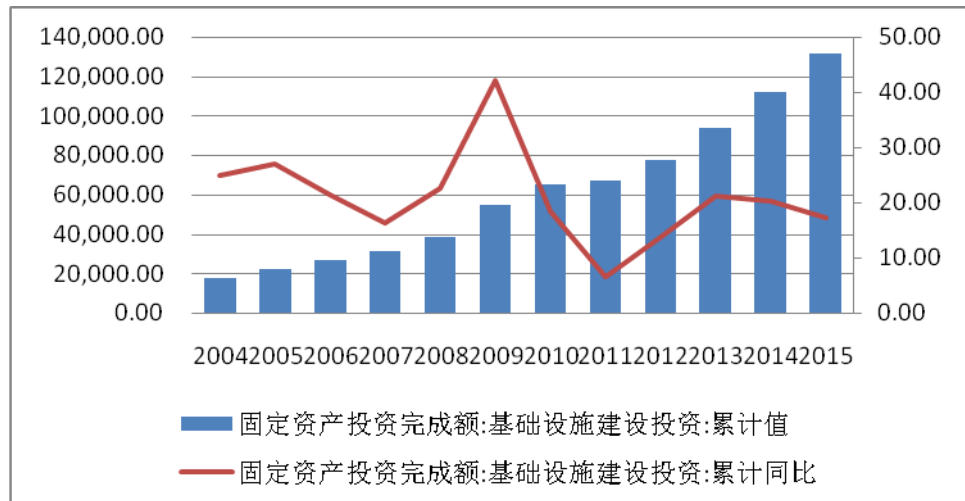
注：图中固定资产投资额含农户

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。受欧债危机和国内需求不足影响，我国经济调整压力加大，经济增长率 25 年来首次“破 7”，全社会固定资产投资增速继续下降，根据国家统计局《2014 年国

民经济和社会发展统计公报》数据，2014 年中国全社会固定资产投资较上年增长 15.30%，中国全社会固定资产投资（不含农户）名义增长 15.7%；2015 年中国全社会固定资产投资较上年名义增长 10%，增速进一步放缓。

受全社会固定资产投资增速下降影响，2011 年国内城市基础设施建设行业增速大幅下降，但 2012 年以来在国家保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，城市基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 11.13 万亿元，同比累计增长了 17.29%，增速较上年同期下降 3 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图 2 全国基础设施投资建设增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2014 年的 54.77%，以年均增长 1.02 个百分点的速度稳步提高，截至 2014 年底，中国城镇化率达到 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点。目前，合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

（2）行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2013 年 9 月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（下称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，

推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

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：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；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；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8月，国家发改委颁布的《项目收益债券管理暂行办法》规定：发行项目收益债券募集的资金，只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，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督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）行业关注

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较

长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

（4）未来发展

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，我国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜力。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

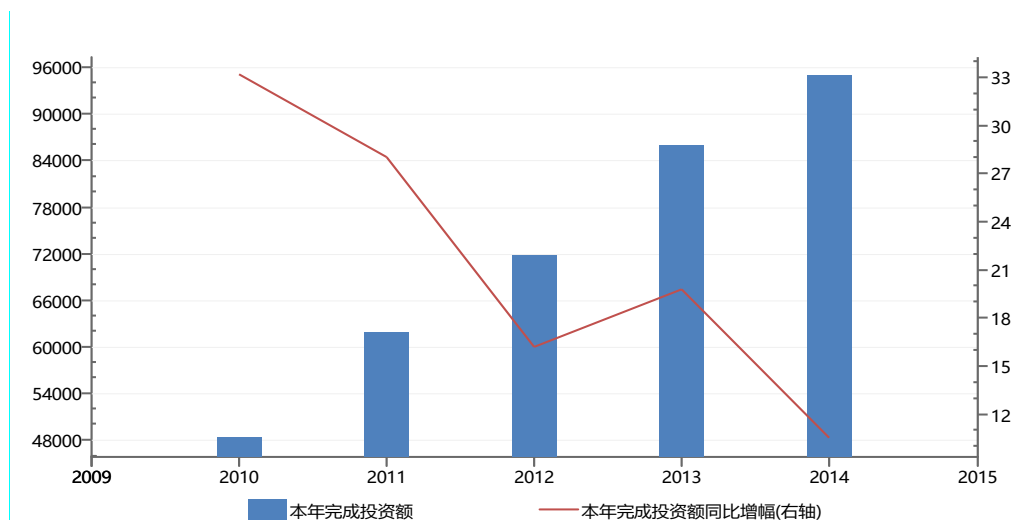
总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 房地产开发行业

行业概况

经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速具体情况如下图所示。

图 3 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯。

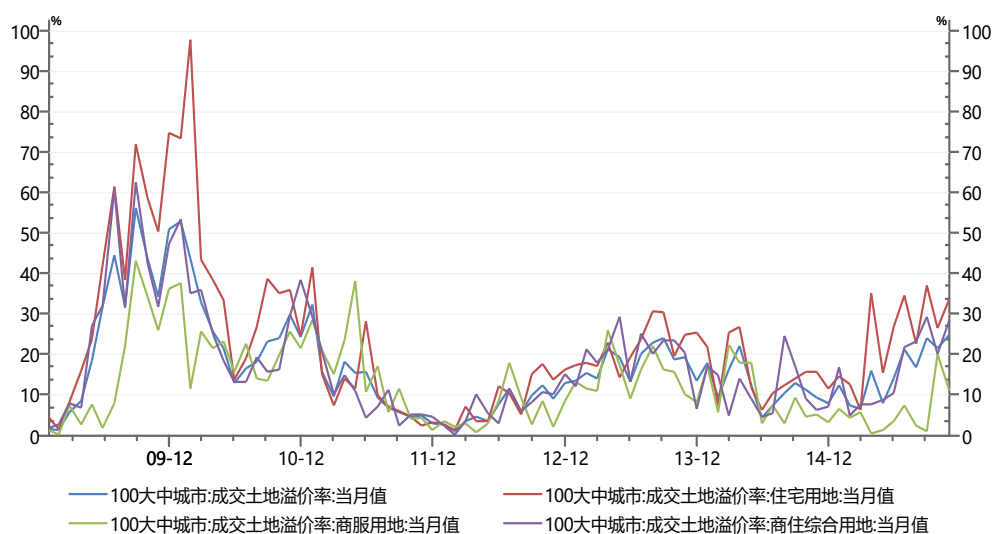
总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。2009年以来全国100个大中城市土地成交溢价率见下图。

图4 2009年以来全国100个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind 资讯。

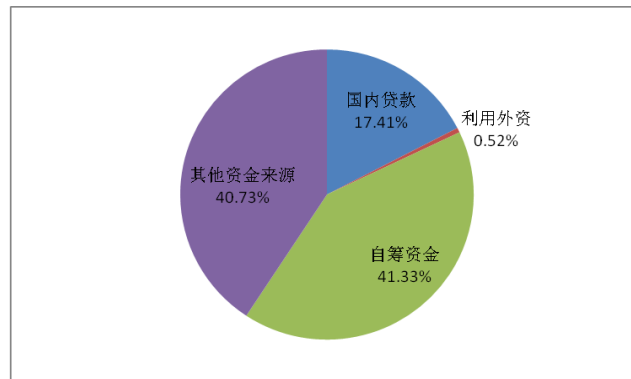
2015年以来，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。

(2) 开发资金来源状况

2009年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013年平均增速22.26%，进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元，比上年减少0.1%，增速较上年下降26.6个百分点，其中，国内贷款21,243亿元，比上年增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%，具体情况如下图所示。

图5 2014年房地产行业资金来源构成



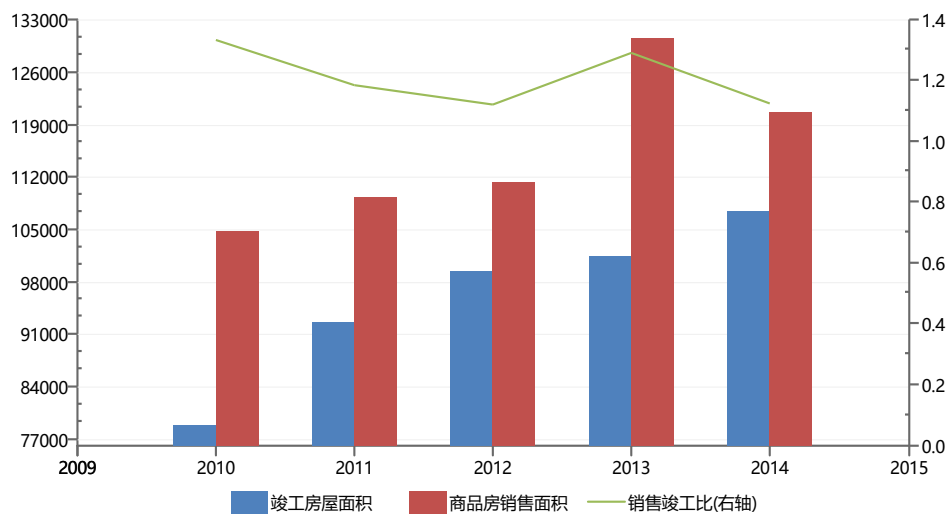
资料来源：国家统计局。

总体看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图6 2008~2014年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2015年以来，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。

总体看，在经历了几年来的景气后，2014年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，但2015年以来，住宅销售价格正在逐渐提高，具体情况如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：元）



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind 资讯。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势出现波动，未来房价走势仍待进一步观察。

行业竞争

从2003年至今，房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。2014年以来，行业集中度进一步提升，具体情况见下表。

表1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源: 联合评级搜集整理。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。进入2015年，国家房地产调控政策相继出台，下调基准利率等一系列相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。2011年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表 2 2011 年至今主要房地产调控政策汇总

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。

行业关注

（1）房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，如果遇到加息、人民币贬值等因素，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

（2）市场格局持续分化

近些年国内房地产市场出现了明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。

（3）房企利润率下降

在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外部分资金成本被金融机构获得。单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化和融资成本等不确定性风险，土地储备质量以及资金成本的控制成为房地产行业的关键竞争力。

未来发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。

（2）参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。

（3）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。

3. 区域经济环境和地方财力

(1) 区域经济

黔西南州经济概况

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 16,804 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、铊、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 7,000~8,000 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 1,000 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 1,017.33 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 23,821 元，按年平均汇率折算为 3,831 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%。

总体看，黔西南州物产资源丰富，且近几年经济发展较快，未来经济增长空间较大；未来随着“十二五”规划的进一步落实，基础设施投资力度将加大，公司面临着良好的产业政策及投资环境。

(2) 政府财力及负债

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财政实力密切相关。

黔西南州政府财力及债务

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%。

表 3 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	644,207	813,778	944,954	21.11	29.96
其中：税收收入	374,585	526,125	706,911	37.37	22.41
非税收入	269,622	287,653	238,043	-6.04	7.55
基金收入	381,567	666,586	732,991	38.60	23.24
其中：土地出让金	258,484	465,642	540,118	44.55	17.12
其他	123,083	200,944	192,873	25.18	6.12
上级补助收入	1153,757	1208,302	1435,588	11.55	45.52
其中：返还性收入	32,652	33,483	32,491	-0.25	1.03
一般性转移支付	553,302	627,742	688,136	11.52	21.82
专项转移支付	567,803	547,077	714,961	12.21	22.67
预算外财政专户资金	14,562	39,173	40,493	66.76	1.28
地方可控财力	2194,093	2727,839	3154,026	19.90	100.00

资料来源：黔西南州财政局

总体来看，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。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。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

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。同时，公司获得的穿云洞商业街房地产建设开发项目，该项目地处兴义市核心区域，优势明显。

总体看，公司业务拥有一定区域垄断性优势，业务竞争优势明显。

2. 人员素质

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。

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。

3. 外部支持

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：

资本金注入

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。

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营运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责任公司（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）与原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。

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。

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）。

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。

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价值分别为 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。

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 4 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	100,000.00	100,000.00	108,473.08	308,473.08

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 200,0148 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 5 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	649,289	兴义市桔山镇民航片区
B 地块	678,225	兴义市桔山镇民航片区
C 地块	672,634	兴义市桔山镇民航片区
合计	2000,148	

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。

总体看，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，联合评级也关注到，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。

五、管理分析

1. 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。

总体看，公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。

2. 管理体制

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。

六、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。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。

表6 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	-	-	-	-	-	-	60,016.60	86.86	34.46
基础设施建设	55,394.93	99.84	16.67	31,366.95	97.59	16.68	7,362.36	10.66	16.67
代建管理费	-	-	-	-	-	-	1,100.00	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	55,484.18	100.00	16.80	32,140.68	100.00	18.69	69,093.01	100.00	34.19

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年公司营业收入呈现波动上升态势，2014年公司营业收入较上年大幅增长；公司毛利率呈连续上涨态势，盈利能力较好。

基础设施建设业务

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任务。公司子公司兴义市博大基本建设投资有限责任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 85,079 平方米，其中地面商铺规划建筑面积 61,326.63 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。

中小企业金融服务业务

2012~2014 年，公司中小企业金融服务业务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 19.83%，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约。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 7 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	98,043.57	107.21	1,051.13
园地土地	312,748.28	33.61	1,051.15
商业土地	235,060.41	61.51	1,445.86
合计	645,852.26	-	3,548.14

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。

2. 在建及拟建项目情况

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。

表 8 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	82,277.00	82,971.00	商业项目，不需政府回购
景峰大道（巴结段）道路工程	127,392.00	46,576.00	已签署回购协议
桔山路延伸段道路工程	18,597.60	18,434.13	已签署回购协议
民航大道道路工程	16,700.00	12,787.00	已签署回购协议
黄草坝路网道路改造工程	40,606.88	8,047.21	代建管理
城市主干道及次干道等亮化工程项目	18,108.06	14,692.00	代建管理
桔山片区路网道路路面层“白加黑”罩面改造工程	9,596.82	7,419.00	代建管理
幸福乐园环境整治项目	51,440.39	5,658.00	代建管理
桔山道路工程	14,963.00	3,076.00	代建管理
龙头山隧道至那边立交桥（延安路）道路改造工程	52,652.73	5,997.00	代建管理
兴义桔山新月湾土地收储项目	118,700.00	32,500.00	工程 2013 年启动，文件明确利润分配方式
合计	551,034.48	238,157.34	

资料来源：公司提供

表 9 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	12,803.00	8,963.00	3,840.00	土储安置，已落实	12,000.00	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	63,859.43	44,701.00	19,158.13	土储安置，棚户区改造，已落实	15,000.00	30,000.00	18,859.43
兴义市万峰林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、公交站台扩建、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		76,842.43	53,790.00	23,052.13	-	27,180.00	30,803.00	18,859.43

资料来源：公司提供

总体看，公司在建和拟建项目规模较大，公司尚需投入资金规模较大，未来将面临一定融资压力。

3. 经营效率

从运营效率指标看，2012~2014 年，应收账款周转次数呈波动上升态势，分别为 0.25 次、0.06 次和 0.43 次；存货周转次数波动上升，分别为 0.23 次、0.13 次和 0.32 次；同时，总资产周转次数也波动上升趋势，分别为 0.05 次、0.03 次和 0.06 次；随着 2014 年房地产业务的加入，公司整体经营效率于当年大幅提高。

总体看，近三年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率波动较大。但考虑到公司所处行业的一般特征，随着公司在城市基础设施建设、房地产开发等方面业绩的逐步释放，公司资产运营效率将进一步提升。

4. 经营关注

产业政策风险

由于公司业务收入主要以基础设施建设与房地产开发为主，国家关于城市基础设施建设与房地产开发等政策变化，将会对公司的正常经营活动与盈利能力产生较大影响。

房地产开发业务可持续性不强

目前公司负责区域范围内房地产开发规模偏小，且项目单一，对未来该业务收入的持续性有一定不利影响。

在建项目较多，对外融资需求较高

截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目有 14 个，总投资额 62.79 亿元，尚需资金总额 38.97 亿元。公司未来投资金额较大，对外融资需求较高。

5. 未来发展

公司坚持以工程建设为载体，积极从事黔西南州城市建设。未来，公司将继续立足于黔西南州的区位优势，积极参与工程建设，做大做强主营业务，积极开拓新兴经营性业务，努力将公司打造成为具有核心竞争力的市场化公司。公司未来五年经营方向为：

（1）巩固公司在城市基础设施建设行业的重要地位，谋求在城市基础设施建设领域的更大发展。

（2）扎实推进房地产项目开发建设，谋求公司业务多元化发展。

总体来看，未来公司发展仍将以基础设施建设为核心，扎实推进房地产项目开发建设，谋求公司业务多元化发展。

七、财务分析

1. 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意见。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，负债合计 52.70 亿元，所有者权益合计 78.12 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2014 年，公司实现营业收入 7.27 亿元，净利润 1.43 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；公司经营活动现金流量净额为-1.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.53 亿元。

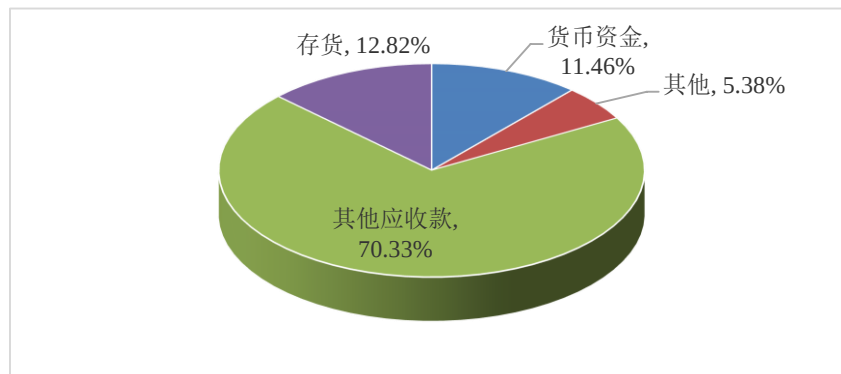
2. 资产质量

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。

流动资产

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。

图 8 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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项目回购款。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拆迁补偿款、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拆迁补偿款。

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。

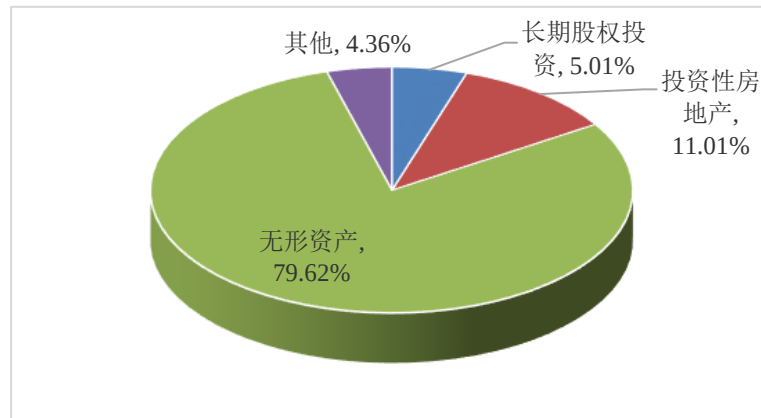
根据黔西南州人民政府出具的《黔西南州人民政府关于落实黔西南州宏升资本营运公司对政府应收账款及其他应收款的偿付计划安排的批复》，截至 2014 年底，公司对政府应收账款 1.29 亿元、其他应收款 29.56 亿元，黔西南州政府计划于 2018 年 12 月 31 日前履行相关还款

计划。

非流动资产

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。

图 9 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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，该资产业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。

总体看，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

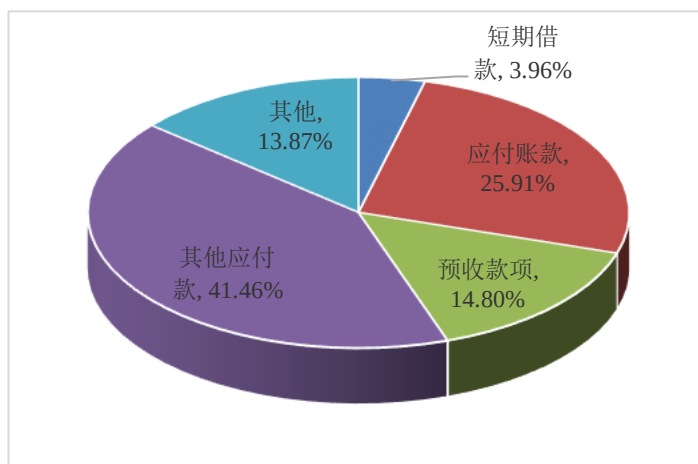
2012~2014 年，公司负债总额年均复合下降 11.28%，主要源自其他应付款和专项应付款的下降。截至 2014 年底，公司负债总额为 52.70 亿元，其中流动负债占 32.62%，非流动负债

占 67.38%，公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债

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。公司流动负债以短期借款（占 3.96%）、应付账款（占 25.91%）、预收款项（占 14.80%）、其他应付款（占 41.46%）为主。

图 10 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

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%，主要为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完全交付，故收入尚未完全结转。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。

非流动负债

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。公司非流动负债以长期借款（占 40.73%）、应付债券（占 39.25%）和专项应付款（占 19.42%）为主。

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。

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。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动增长，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，公司仍存在一定的外部筹资需求。

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。截至 2014 年底，公司 EBITDA 主要由利润总额与摊销组成，其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占 7.32%、27.04%、5.01%和 60.63%。同期，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍、0.05 倍和 0.09 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。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10522301000017307），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，基于公司在黔西南州所处地位以及对公司自身经营和财务风险的综合考虑，公司整体偿债能力较强。

八、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 45.30%、35.04% 和 34.09%，公司债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2012 年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。

九、债权保护条款分析

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。

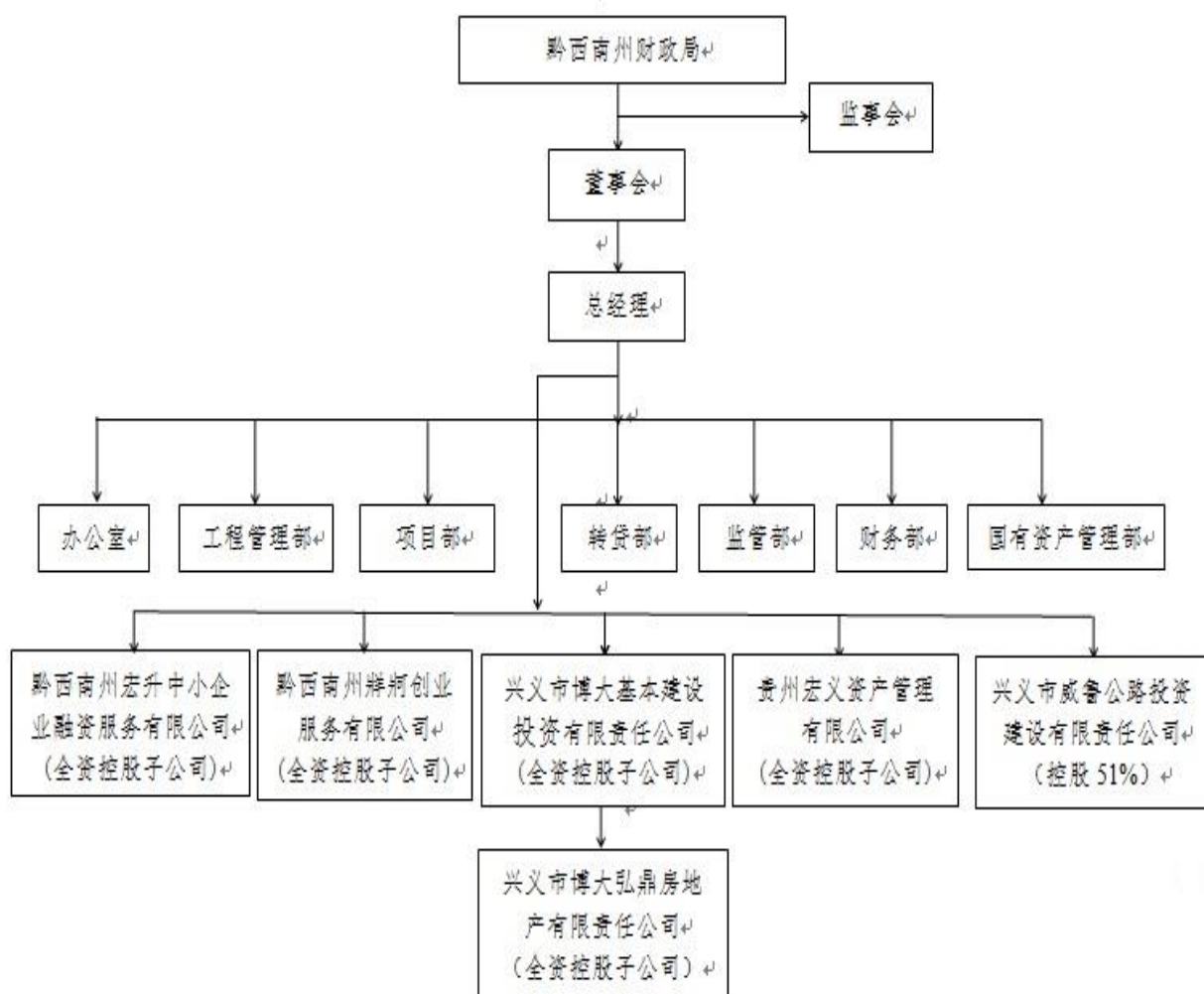
十、综合评价

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。基于对公司主体长期信用和本期公司债券偿还能力的综合分析，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司组织架构图



附件 2 黔西南州宏升资本营运公司

主要财务指标

(单位：人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	116.73	114.13	130.82
所有者权益	49.78	51.40	78.12
短期债务	1.16	0.80	1.73
长期债务	28.02	29.31	28.40
全部债务	29.18	30.12	30.13
营业收入	5.92	3.58	7.27
净利润	3.01	0.87	1.43
EBITDA	3.91	1.61	2.70
经营性净现金流	-8.10	8.70	-1.36
应收账款周转次数 (次)	0.25	0.06	0.43
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
现金收入比率 (%)	26.00	632.93	87.01
总资本收益率 (%)	4.11	1.30	1.45
净资产收益率 (%)	6.05	1.69	1.83
营业利润率 (%)	12.98	14.51	25.14
费用收入比 (%)	19.14	31.77	13.84
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
长期债务资本化比率 (%)	36.02	36.32	26.66
EBITDA 利息倍数 (%)	16.60	8.53	19.96
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.05	0.09
流动比率 (倍)	284.75	283.71	331.31
速动比率 (倍)	206.53	186.50	288.82
现金短期债务比 (倍)	3.74	8.34	3.76
经营现金流动负债比率 (%)	-29.33	37.58	-7.88
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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。