

信用等级公告

联合 [2015]782 号

兴义市信恒城市建设投资有限公司：

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 2015 年兴义市信恒城市建设投资有限公司 10 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

兴义市信恒城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

兴义市信恒城市建设投资有限公司拟发行的 2015 年兴义市信恒城市建设投资有限公司 10 亿元公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：  8418

二零一五年十一月二十六日

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>

2015 年兴义市信恒城市建设投资有限公司 10 亿元公司债券主动评级报告

本次公司债券信用等级: AA_{pi}

发行人主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 10 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年计息, 存续期第 3 年至第 7 年, 每年偿还 20% 债券本金, 到期利息随本金一起支付

评级时间: 2015 年 11 月 26 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	2.14	57.84	123.87
所有者权益(亿元)	1.36	42.54	72.51
长期债务(亿元)	0.00	10.10	19.32
全部债务(亿元)	0.00	10.10	23.07
主营业务收入(亿元)	0.21	6.03	8.86
净利润(亿元)	0.00	1.48	2.87
EBITDA(亿元)	0.01	1.60	3.27
经营性净现金流(亿元)	-0.10	-13.67	-7.28
主营业务利润率(%)	23.70	12.41	10.79
净资产收益率(%)	0.15	3.48	3.96
资产负债率(%)	36.44	26.46	41.46
全部债务资本化比率(%)	0.00	19.19	24.14
流动比率(%)	182.93	1081.35	376.67
EBITDA/全部债务(倍)	--	0.16	0.14
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.00	0.16	0.33

注: 1, 本报告中, 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; 2, 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3, 若无特别说明, 本报告货币单位均为人民币。

评级观点

兴义市信恒城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)是兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对公司的评级, 反映了在项目储备、资产注入和财政补贴方面获得当地政府大力支持。近年来公司的基础设施建设项目规模逐年增大, 公司收入和利润较快增长。联合评级同时也关注到, 公司整体盈利能力较弱, 利润总额对财政补贴的依赖程度高, 资产主要以流动性较差的存货为主, 经营性现金流为大规模净流出, 未来融资压力较大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

未来, 随着兴义市财政实力的不断增强以及对城市基础设施建设的持续投入, 公司的经营有望保持稳定, 盈利水平有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次公司债券期限为 7 年, 还款资金来源主要为项目商业配套及地上、地下停车位未来拟对外销售获得的收入。本次公司债券设置提前还款安排, 有效地降低了公司资金集中偿付压力; 土地使用权抵押担保对本次公司债券本息偿付提供一定保障, 但由于公司受限资产占比高, 该土地使用权的抵押信用增进效果不强。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体, 在项目储备、资产划拨、资本金注入和政府补贴等方面获得了兴义市政府的大力支持。

2. 公司近年来资产及所有者权益规模大幅

增长，随着基础设施建设项目规模逐年增大，公司收入与利润增长较快。

3. 本次债券募投项目商业配套及地上、地下停车位未来可对外销售，公司未来收入有一定保障。

4. 土地使用权抵押担保对本次公司债券本息偿付提供一定保障。

5. 本次公司债券设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。

关注

1. 兴义市地处贵州省黔西南州，地方财力中上级补助收入和土地出让金占比较大。

2. 公司从事的基础设施建设业务主要受政府主导，易受政策波动影响。公司整体盈利能力较弱，利润对财政补贴的依赖程度高。

3. 公司资产中存货规模较大，抵押资产占比较高，资产流动性较差，公司整体资产质量一般。

4. 近年来公司债务规模快速扩大，且未来投资规模较大，公司对外融资压力可能继续上升。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

施 星

电话：010-85172818

邮箱：shix@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兴义市信恒城市建设投资有限公司提供，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，未因兴义市信恒城市建设投资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、评级人员与常州钟楼经济开发区投资建设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，联合评级将对兴义市信恒城市建设投资有限公司及本次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

兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“兴义信恒”）成立于 2012 年 4 月 26 日，是由兴义市博大弘鼎房地产开发有限公司（以下简称“博大弘鼎”）出资成立的有限责任公司，初始注册资本为 200 万元。2012 年 8 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于变更兴义市信恒城市建设投资有限公司出资人的通知》（兴义财资字[2012]14 号），博大弘鼎将持有的公司 100% 股权全部转让给兴义市财政局国有资产管理局。2012 年 11 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《兴义市信恒城市建设投资有限公司增资决议》及修改后的公司章程，公司增加注册资本 1,000.00 万元，全部由兴义市财政局国有资产管理局出资，变更后公司注册资本为 1,200.00 万元。2013 年 1 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于<兴义市信恒城市建设投资有限公司请求增加注册资本金的请示>的批复》（兴市财资字[2013]8 号），公司增加注册资本 20,000.00 万元，由博大弘鼎出资，变更后公司注册资本为 21,200.00 万元，其中兴义市财政局国有资产管理局占 6%，博大弘鼎占 94%。2013 年 5 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司股权划转及增资的批复》（兴市财资字[2013]56 号），兴义市财政局国有资产管理局将持有公司 6% 股权、博大弘鼎将持有公司 94% 股权分别转让给兴义市博大基本建设投资有限公司（以下简称“市博大公司”）。同时，公司增加注册资本 20,000.00 万元，由市博大公司出资，变更后公司注册资本为 41,200.00 万元。2013 年 8 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的批复》（兴市财资字[2013]103 号），公司增加注册资本 15,000.00 万元，全部由市博大公司出资，变更后公司注册资本 56,200.00 万元。

2014 年 7 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于市信恒城投公司股权划转的批复》（兴市财资字[2014]47 号），市博大公司将持有公司 100% 股权全部转让给兴义市基本建设投资管理中心。兴义市基本建设投资管理中心为隶属于兴义市人民政府的事业单位。2014 年 7 月，公司完成工商变更登记。公司的出资人及实际控制人为兴义市基本建设投资管理中心，出资比例占公司注册资本的 100%。

经营范围：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（市政公共设施投资及管理；对政府授权的国有资产进行运营管理；非金融性投资运营及管理；道路改造、建设；土地开发整理；农业产业园区基础设施投资、建设及运营，农业农村基础设施投资、建设及运营，投资发展特色农业产业；工业基础设施、能源、交通的投资及管理；投资咨询服务；教育产业投资；文化传媒投资及管理；酒店投资及管理；电子产品、五金交电、办公用品、机械设备、装饰材料、建材材料的销售。）。

截至 2014 年底，公司本部下设办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部及资产管理部等 7 个职能部门，员工 122 人。

截至 2014 年底，公司拥有兴义市信恒城市资源管理有限公司、兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司、兴义市支援重点工程物资公司 4 家二级子公司。

截至 2014 年底，公司资产总计 123.87 亿元，负债合计 51.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 72.51 亿元。2014 年度公司实现营业收入 8.86 亿元，实现净利润（含少数股东损益）2.87 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为-7.28 亿元，现金及现金等价物增加额 4.25 亿元。

公司注册地址：兴义市桔山办民族风情街 20-5 号；法定代表人：何正翔。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

公司计划于 2015 年发行公司债券 10 亿元（以下简称“本次债券”），债券期限为 7 年。本次债券采用固定利率形式，利率在存续期内固定不变。

本次债券设置提前偿还条款，自债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

公司以其持有的 994,228.30 平方米国有土地使用权为本次债券提供抵押担保，经中瑞国际资产评估（北京）有限公司（评估基准日：2015 年 5 月 27 日，土地估价报告编号：中瑞评报字[2015]060011132 号），抵押资产总评估价值 22.87 亿元。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 10 亿元，全部用于公司负责实施的兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程。拟使用募集资金情况如下：

募集资金投资项目情况如下：

表 1 本次募集资金投资项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用额度	比例
兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程	271,945	100,000	36.77%
合计	271,945	100,000	36.77%

资料来源：公司提供

项目整体概况

本次保障性住房建设项目共分三期实施，将用于安置丰都街道办事处龙塘村、江岸村、新建村拆迁户。本项目共涉及改造户数 7,820 户，一期拟建设 1,464 套，其中 831 套已纳入兴义市 2013 年城市棚户区改造计划和 2013 年与黔西南州人民政府签订的《黔西南州住房保障工作目标责任书（2013 年）》，633 套已纳入兴义市 2014 年城市棚户区改造计划和 2014 年与黔西南州人民政府签订的《兴义市住房和城乡建设工作 2014 年目标责任书》，二期拟建设 3,814 户，其中 52 套已纳入兴义市 2014 年城市棚户区改造计划和 2014 年与黔西南州人民政府签订的《兴义市住房和城乡建设工作 2014 年目标责任书》，3,762 套拟纳入兴义市 2015 年城市棚户区改造计划和 2015 年与黔西南州人民政府签订的目标责任书；三期拟建设 2,542 户，拟全部纳入 2015 年城市棚户区改造计划和部分纳入 2015 年与黔西南州人民政府签订的目标责任书。

项目整体批复情况

兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程项目已经获得相关主管部门的批复。具体的批复文件见下表所示：

表 2 募投项目具体批复文件情况

审批单位	文件名称	文号
兴义市发展和改革委员会	《关于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程立项通知》	兴市发改字【2013】61 号
兴义市发展和改革委员会	《关于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程可行性研究报告的批复》	兴市发改字【2013】93 号
兴义市环境保护局	《关于对<兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程环境影响报告书>的批复》	兴市环审字【2013】01 号
兴义市城乡规划局	建设项目选址意见书	兴规字【2013】第 1-012 号
	建设用地规划许可证	兴规字【2013】第 1-015 号
兴义市国土资源局	《关于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程的预审意见》	兴市国土资预审【2013】3 号
兴义市发展和改革委员会	兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程固定资产投资节能登记表	-
兴义市住房和城乡建设局	《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司 2015 年公司债券用于保障性住房项目有关情况的说明》	兴市住建字【2015】18 号

资料来源：公司提供

项目建设进度

该工程分三期实施，于 2013 年 10 月开工建设。截至 2015 年 1 月底，该项目已完成投资 34,731 万元，占预计总投资的 12.77%。目前已完成项目的前期审批手续，征地拆迁，以及一期、二期工程的场地平整。

资金筹措与经济效益

本项目建设过程中逐步完成的商业配套及地上、地下停车位将对外转让，作为首要偿债保障措施，上述项目可转让部分预计收益如下。

表 3 商业出售部分预计获得收益（单位：万元）

序号	收益类型	数量	单价	项目收益
1	商业配套	110,209.34m ²	1.20	132,251.21
2	停车位	2,354 个	10.00	23,540.00
	合计			155,791.21

资料来源：兴义市住房和城乡建设局出具的《关于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程商业配套、停车位估价的说明》

三、行业分析

公司现阶段主营业务为代理城市建设服务；保障房开发、经营；城市基础设施工程建设。公司营业收入主要来源于城市基础设施建设，属于城市基础设施建设行业。

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，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。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定

融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体，主要从事兴义市市政工程代建和保障房建设等业务，兴义市社会经济的发展对公司有较大影响。

（1）区域经济

兴义市位于贵州省西南部，地处黔、滇、桂三省（区）结合部中心地带，是黔西南布依族苗族自治州州府所在地和全州政治、经济、文化、信息中心，位于南（宁）贵（阳）昆（明）经济圈的中心，地理区位优势，素有“三省通衢”之称。全市总面积2915平方公里，市区面积70余平方公里，现辖8个街道办事处，17个镇，5个乡，364个村委会、18个社区居委会。

兴义市经济总量近年来持续增长，2014年全市预计实现国内生产总值282.43亿元，较上年增长16.1%。其中，第一产业增加值30.7亿元，同比增长6.9%；第二产业增加值106.67亿元，同比增长17.4%；第三产业增加值145.05亿元，同比增长16.6%。产业结构从2012年的10.6: 40.1: 49.3调整为10.8: 37.8: 51.4，第三产业比重进一步扩大。

2014年兴义市实现工业增加值93.23亿元，较上年增长16.1%，其中规模以上工业企业完成增加值96亿元，同比增长18%。

（2）政府财力及负债

伴随兴义市经济总量的不断增长，该市一般预算收入增长迅速，2014年兴义市地方财政一般

预算收入 30.58 亿元，较上年增长 11.93%，全年完成各项地方税收收入 22.89 亿元，增长 36.10%，地方税收收入占地方财政一般预算收入的比重为 74.87%。但 2014 年该市土地出让金收入较上年同期降幅较大，为 23.82 亿元，降幅达 27.75%。

表 4 兴义市财政状况（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	245,700	273,192	305,789
税收收入	140,696	168,208	228,933
非税收入	105,004	104,984	76,856
基金收入	189,619	337,903	249,709
土地出让金	180,982	329,705	238,197
其他	8,637	8,198	11,512
上级补助收入	172,636	279,161	293,540
返还性收入	10,975	87,291	75,818
一般转移支付	70,144	89,877	100,816
专项转移支付	91,517	101,993	116,906
预算外财政专户资金	3,639	3,635	3,946
地方可控财力	611,594	893,891	852,984

资料来源：兴义市财政局

截至 2014 年 10 月底，兴义市地方债务余额 66.84 亿元，其中，地方直接债务余额 64.97 亿元，政府担保债务余额 0.42 亿元，其中主要为政府担保的国内金融机构借款 0.23 亿元。结合 2014 年兴义市综合财力测算，兴义市政府债务率 77.07%，债务水平偏高。

表 5 兴义市地方政府债务及综合财力情况（单位：万元）

地方财力（2014 年）	金额	地方债务（截至 2014 年 10 月 30 日）	金额
（一）地方一般预算收入	305,789	（一）直接债务余额	649,665.49
1、税收收入	228,933	1、外国政府贷款	
2、非税收入	76,856	2、国际金融组织贷款	2,799.73
（二）转移支付和税收返还收入	318,905	（1）世界银行贷款	2,799.73
1、一般性转移支付收入	100,816	（2）其他国际金融组织贷款	
2、专项转移支付收入	142,271	3、国内金融机构借款	324,502.00
3、税收返还收入	75,818	（1）政府直接借款	59,850.00
（三）国有土地使用权出让收入	238,544	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	264,652.00
1、国有土地使用权出让金	243,840	4、债券融资	184,114.36
2、国有土地收益基金		（1）中央代发地方政府债券	101,114.36
3、农业土地开发资金	187	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	83,000.00
4、新增建设用地有偿使用费	-5,483	5、粮食企业亏损挂账	2,435.74
（四）预算外财政专户收入	3,946	6、向单位、个人借款	10,159.44

		7、拖欠工资和工程款	125,539.22
		8、其他	115.00
		(二) 担保债务余额	4,203.35
		1、政府担保的外国政府贷款	
		2、政府担保的国际金融组织贷款	
		3、政府担保的国内金融机构借款	2,279.94
		4、政府担保的融资平台债券融资	
		5、政府担保向单位、个人借款	100.00
		6、其他	1,823.41
		(三) 或有债务	33,202.81
地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	867,184	地方政府债务余额= (一) + (二) × 50% + (三) × 50%	668,368.57
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%		77.07%	

资料来源：兴义市财政局

注：表 4 与表 5 中部分数据存在差异，系统计口径差异导致。

总体看，兴义市近年来经济总量增长，地方可控财力整体呈波动增长趋势，2014 年出现下降，系 2014 年兴义市土地出让金收入大幅减少所致。其构成以上级补助收入、一般预算收入和基金收入为主，财政稳定性较弱

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司的出资人及实际控制人为兴义市基本建设投资管理中心，兴义市基本建设投资管理中心为隶属于兴义市人民政府的事业单位。

2. 公司规模

公司作为兴义市的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，主要从事市内城市基础设施融资建设和保障性住房投资经营等工作。

公司现有一级子公司 4 家：兴义市信恒城市资源管理有限公司、兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司、兴义市支援重点工程物资公司。

3. 人员素质

目前公司高管人员 4 名，包括总经理 1 名、常务副总经理 1 名、副总经理 1 名、财务总监 1 名。

公司董事长何正翔先生，现年 44 岁，大学本科学历；曾任兴义市巴结镇林业站工作人员、副站长、站长，兴义市巴结镇人民政府副镇长、兴义市鲁屯镇党委副书记、兴义市兴泰办事处副主任、兴义市黄草街道办副主任、兴义市基本建设投资管理中心主任等职务。现任公司董事长、总经理兼法定代表人。

公司常务副总经理伍乾贵先生，现年 52 岁，大专学历；曾任兴义市原七舍区财政所工作人员、贵州省兴义市财政局工作人员、贵州省兴义市财政局国资科科长、贵州省兴义市国有资产管理局副

局长、贵州省兴义市国有资产管理办公室主任、兴义市博大基本建设投资有限责任公司常务副总经理等职务。现任公司常务副总经理。

公司副总经理王天荣先生，现年 40 岁，大学本科学历；曾任兴义市捧扎办事处工作人员、兴义市国有资产管理局副局长、兴义市基本建设投资管理中心副主任等职务。现公司副总经理。

公司财务总监杨怡先生，现年 43 岁，大专学历；曾任兴义市民族贸易公司财务工作人员、副经理、经理、党支部书记，兴义市博大基本建设投资有限责任公司财务部经理、财务负责人等职务。现任公司财务总监。

截至 2014 年底，公司及下属公司共有在职员工 122 人，按学历划分，具有本科及以上学历人员占 25.41%、大专学历人员占 27.87%、高中及中专学历人员占 37.70%、初中及以下学历人员占 9.02%；按年龄结构划分，30 岁及以下人员占 25.41%、30 岁~50 岁员工占 64.75%、50 岁及以上人员占 9.84%。

总体看，公司员工整体素质较高，年龄结构合理，公司高管具有政府工作背景及丰富的公司业务管理经验，高管人员和员工素质能满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

作为兴义市的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，公司在资产划拨和财政补贴等方面得到兴义市人民政府的大力支持。

资本金注入

公司成立于 2012 年 4 月，初始注册资本为人民币 200 万元。

2012 年 11 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《兴义市信恒城市建设投资有限公司增资决议》及修改后的公司章程，公司增加注册资本 1,000.00 万元，全部由兴义市财政局国有资产管理局以货币形式出资，变更后公司注册资本为 1,200.00 万元。

2013 年 1 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于<兴义市信恒城市建设投资有限公司请求增加注册资本金的请示>的批复》（兴市财资字[2013]8 号），公司增加注册资本 20,000.00 万元，由博大弘鼎以货币形式出资，变更后公司注册资本为 21,200.00 万元。

2013 年 5 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司股权划转及增资的批复》（兴市财资字[2013]56 号），公司增加注册资本 20,000.00 万元，由市博大公司以货币形式出资，变更后公司注册资本为 41,200.00 万元。

2013 年 8 月，根据兴义市财政局国有资产管理局《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司增资的批复》（兴市财资字[2013]103 号），公司增加注册资本 15,000.00 万元，全部由市博大公司以货币形式出资，变更后公司注册资本 56,200.00 万元

资产划拨

2012 年 6 月，根据兴府发[2012]95 号文件，兴义市人民政府无偿划入兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司 100% 股权。公司以兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司 2012 年 6 月 30 日净资产计入资本公积 9,564.66 万元、2,241.37 万元。

2012 年 12 月，根据兴府发[2012]189 号文件，兴义市政府无偿划入兴义市支援重点工程物资公司 100% 股权，公司以兴义市支援重点工程物资公司 2012 年 12 月 31 日的净资产计入资本公积 586.26 万元。

2013 年 4 月 5 日，根据兴义市人民政府《关于向市信恒城投公司注入土地的通知》（兴府通

[2013]55号), 兴义市人民政府将位于兴义市水库村、黄草办红旗社区、沙井街等地的 10 宗土地注入公司, 合计 629.14 亩, 已由公司补缴土地出让金, 土地性质变更为出让地。2013 年 8 月, 兴义市财政局国有资产管理局《关于征收信恒城投公司名下土地的通知》(兴市财资字[2013]107 号), 将注入公司坐落在兴义市两江食品有限公司的 1 宗土地产权予以征收。2013 年 9 月 1 日, 根据兴府通[2013]125 号文件, 兴义市人民政府将位于兴义市桔山民航村大扁山、丰都街道办事处、景峰大道等 16 宗土地、位于兴义市柯沙路、兴义市川祖街 8 号等 4 处房产建筑物及其所座落土地、位于兴义市黄草街道办事处大佛洞地下的 A、B、C 三区停车库注入公司, 其中划拨地已全部补缴土地出让金, 土地性质变更为出让地。

根据中瑞国际资产评估(北京)有限公司对上述 25 宗土地使用权价值、4 项房地产价值以及建筑物作价入账项目资产评估报告(中瑞国际评字[2013]120010033 号), 以上土地、房地产以及建筑物评估价值 41.05 元, 扣除公司已缴纳的土地出让金及契税后为 34.19 亿元, 计入资本公积。

2014 年 4 月 22 日, 根据兴义市人民政府《关于向市信恒城投公司注入土地的通知》(兴府通[2014]42 号), 兴义市人民政府将位于兴义市民航村、兴义市绿水沟旁的 17 宗土地和位于丰都街道办事处赵家渡村的 37 宗土地注入公司, 土地面积合计 6,353.15 亩。其中部分仍是划拨地, 部分已变更为出让地, 但暂未缴纳土地出让金, 缓缴的土地出让金计入公司其他应付款, 截至 2014 年底, 公司应付兴义市国土资源局 6.46 亿元。

根据中瑞国际资产评估(北京)有限公司拟以土地使用权作价入账项目资产评估报告(中瑞评报字[2014]1201170 号), 以上土地资产评估价值 33.57 亿元, 扣除应缴纳的土地出让金后为 27.10 亿元, 计入资本公积, 欠缴的土地出让金计入公司对兴义市国土资源局的其他应付款。

财政补贴

2012~2014 年, 公司分别获得财政补贴 40 万元、1.28 亿元和 2.72 亿元。

总体看, 公司近年来在资金注入、资产划拨和财政补贴等多方面得到兴义市人民政府的大力支持, 较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力。

五、公司管理

1. 法人管理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》的规定设立的公司制企业。根据公司章程, 兴义市基本建设投资管理中心为公司唯一的出资人。公司不设股东会, 公司设董事会、监事会、总经理及经营管理机构。

公司不设股东会, 股东作出《公司法》第三十八条第一款所列下列决定时, 采取书面形式, 由股东签名后置于公司。股东享有如下权利: (1) 决定公司的经营方针和投资计划; (2) 选举和更换非由职工代表担任的董事、监事, 决定有关董事、监事的报酬事项; (3) 审议批准董事会(或执行董事)的报告; (4) 审议批准监事会或监事的报告; (5) 审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案; (6) 审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案; (7) 对公司增加或者减少注册资本作出决议; (8) 对发行公司债券作出决议; (9) 对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议; (10) 修改公司章程。

公司设董事会, 成员为 5 人, 其中职工董事 1 人, 由职工代表大会选举产生, 其他董事由股东书面决定产生。董事任期三年(注: 不得超过三年), 任期届满, 可连选连任。董事会设董事长

一人。董事长由董事会选举和罢免。

公司设监事会，成员为 5 人，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生，其他监事由股东书面决定产生。监事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设监事长一人，由股东委派。监事可以列席董事会会议。

公司设总经理 1 名，由董事长兼任。总经理对董事会负责，并接受监事会监督，总经理列席董事会会议。

2. 管理制度

为加强公司内部管理，规范运作，公司设立了办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部 and 资产管理部等 7 个职能部门，并制定了关于财务会计等方面的内部管理制度。

公司办公室主要负责公司行政办公综合管理工作。主要包括：文秘管理；会务、接待、信息、党务、宣传、文印、档案管理、印鉴管理；负责公司法务、安全管理、维稳信访和保密工作；负责办公用品、办公设备、车辆管理、后勤服务和保障工作的统筹协调与监管；负责部门内的预算管理、环境、安全、廉政风险防范等工作。

公司融资发展部主要负责公司资金筹措管理工作。主要包括：负责根据公司经营发展需要筹措资金，安排和监督资金的合理使用；审核对外担保或互保事宜，及时跟踪、分析对外担保或互保企业的财务状况和经营情况，有效降低和化解风险；办理、跟踪资金融措的有关事宜；建立健全融资资料档案等工作。

公司计划运营部主要负责公司战略管理与计划运营及项目前期手续办理工作。主要包括：负责组织制定公司的中长期发展战略和年度发展规划；根据公司战略发展规划制定公司年度经营计划进行目标分解；协调制定部门目标管理考核指标体系并定期组织考核；负责公司重大投资项目的项目策划工作；负责投资项目的立项、可行性论证、项目评估，提供项目决策意见；负责协调完成面向政府相关管理部门的项目投标、立项、报批、报审及报验等手续办理等方面的工作。

公司财务管理部主要负责公司财务管理工作。主要包括：严格专项基本建设资金管理；严格资本金管理和资金管理；健全完善公司财会管理制度，严格执行财务管理相关要求；加强成本核算，规范财务管理及会计核算，确保国有资产保值增值等工作。

公司工程管理部主要负责公司工程管理工作。主要包括：配合所属工程项目管理招投标工作、合同拟定、项目施工现场管理及工程预结算；负责工程进度、质量、安全和现场管理安全文明施工等工作，配合市政府相关部门组织工程项目施工图纸审查、前置审计、招标代理机构的公开选择，及时组织工程项目的设计、地勘、监理及施工、采购的招投标工作；负责工程项目预（决）算和项目竣工验收，完善基本建设程序的报建手续；根据工程竣工资料编制或审核工程决算；负责项目合同会签、工程计量、签证、项目工程管理及技术的协调处理工作，审核工程进度报表审核；协助对工程项目设计、监理、大宗设备采购合同的审核工作；负责工程档案资料的收集、归档和保管工作。负责本部门预算管理、环境、安全、廉政风险防范工作；完成上级交办的其他工作任务。

公司资产管理部主要负责公司所属实物资产经营管理工作：公司土地、房产、等资产相关证照手续办理、变更、年审工作；负责出租、出让土地、房产管理；公司所属办公设施设备管理；完成公司下达的经营目标任务；负责本部门预算管理、环境、安全、廉政风险防范工作；完成上级

交办的其他工作任务

总体看，公司建立了较为规范的法人治理结构，部门结构较为完善，有助于公司的稳健运营。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是兴义市重要的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体，主要从事市内城市基础设施和保障性住房的经营投资业务。

受益于近年来公司承担的基础设施建设项目业务量大幅增加，2012~2014年，公司主营业务收入快速上升，分别为0.21亿元、6.03亿元和8.86亿元，年均复合增长率达552.79%。从收入构成看，受代建工程业务快速发展影响，公司基础设施建设收入占比逐年快速上升，2014年实现收入8.34亿元，占主营业务收入的94.14%。由于公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于收购兴信恒城市建设投资有限公司丰都新区道路工程框架协议》，公司基础设施建设业务板块毛利率较为稳定。

同时，公司利用自有资金进行房地产开发销售、民爆用品经销、工程车辆经销、建筑垃圾处置等业务，对公司收入及利润贡献程度较小。

从毛利率水平来看，公司房地产销售和民爆用品销售的毛利率水平较高。近三年，房地产销售收入的毛利率除2013年下降至30.25%外都保持在40%以上的水平，民爆用品的销售的毛利率近三年一直保持在20%以上的水平。由于2013年开始经营的基础设施建设板块的毛利率水平相对较低，但占比很高，使得2012年之后，公司的主营业务的毛利率水平明显下降。2013年和2014年分别为15.63%和14.29%。工程车辆销售的毛利率水平和占比均较低。建筑垃圾处置的毛利率水平虽然较高，但由于占比较低，对公司主营业务的毛利率水平影响不大。

表6 2012~2014年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项 目	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
基础设施建设收入	--	--	--	47,246.49	78.39%	13.79%	83,446.33	94.14%	13.79%
房地产销售收入	848.60	40.80%	44.35%	3,833.65	6.36%	30.25%	1,392.00	1.57%	44.28%
民爆用品销售收入	1,231.43	59.20%	21.67%	7,232.49	12.00%	23.61%	1,991.89	2.25%	20.88%
工程车辆销售收入	--	--	--	1,956.91	3.25%	1.88%	1,616.82	1.82%	2.25%
建筑垃圾处置收入	--	--	--	--	--	--	189.00	0.21%	46.25%
合 计	2,080.03	100.00%	30.92%	60,269.53	100.00%	15.63%	88,636.05	100.00%	14.29%

资料来源：公司提供

总体来看，公司主营业务中，2013年开始运营的基础设施建设占比较高且增长较快，但毛利率水平相对较低，其余板块，除工程车辆销售业务板块外，毛利率都保持在较高水平，但由于占比较低，使得公司主营业务整体毛利率水平略高于基础设施建设板块。

2. 基础设施建设

根据2010年常州钟楼经开区管委会第12号会议纪要，公司经政府授权负责和实施开发区内土地征用、拆迁安置等土地前期开发工作。公司开发的土地均位于常州钟楼经开区内，常州钟楼

经开区已成为江苏省发展速度最快、发展效益最好的园区之一，未来经济发展空间较大，为公司土地整理开发业务创造了良好的外部环境。

公司作为兴义市基础设施建设的重要投融资主体，主要承担了丰都新区道路工程等项目的投资建设任务。

2013年5月，公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于收购兴义信恒城市建设投资有限公司丰都新区道路工程框架协议书》（以下简称“框架协议”），根据框架协议，公司负责丰都新区道路工程项目的投资建设，丰都新区道路工程主要包括城市主干道兴丰大道、B4路、东南环线支线、机场南路、桔丰大道、东南环线，城市次干道B1路、B2路、B3路、龙塘大道、B6路、B7路、B8路、A1路、A2路、A3路、A4路等道路工程。项目由公司先行向施工方垫付资金，待项目竣工经相关部门验收合格后，交付兴义市人民政府相关部门投入使用。兴义市人民政府与公司就收购项目每年另行签订收购合同确定收购价格和付款方式，公司按签订的收购合同确认收入，收购价格原则按照项目完工验收合格后公司实际发生成本加成确定。待项目最终竣工决算后，根据决算结果就原合同金额进行微调。收购由政府安排财政预算资金，在年度资产收购协议签订后公司提出申请后的3个月支付。

截至2014年底，公司先后完成了东南环线、东南环线支线、兴丰大道等城市主干道的投资建设。2013~2014年，根据公司与政府签订的《兴义市人民政府关于收购市信恒城投公司东南环线项目的协议书》和《兴义市人民政府关于收购市信恒城投公司东南环线支线、兴丰大道项目的协议书》，公司分别实现基础设施建设收入47,246.49万元与83,446.33万元，当年收到的工程代建回款金额47,779.10万元和37,757.10万元。截至2014年底，公司仍有应收兴义市财政工程结算款余额4.52亿元，根据《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复（兴府函[2015]114号）》，兴义市人民政府将位于兴泰办水新社区11号地块、下五屯永康社区、马岭镇平寨村、丰都街道办事处等地的7宗合计约536.37亩土地的出让收益作为应收账款的还款来源。根据出让计划，上述地块预计于2015~2016年出让，预计出让收益5.39亿元，可全部覆盖该笔偿还计划。

表7 2013~2014年公司基础设施建设业务收入（单位：万元）

项目名称	2013 年		2014 年	
	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入
东南环线	40,729.73	47,246.49	—	—
东南环线支线	—	—	21,725.68	25,201.78
兴丰大道	—	—	50,210.82	58,244.55
合计	40,729.73	47,246.49	71,936.50	83,446.33

资料来源：公司提供

保障房建设

公司为兴义市范围内保障性住房的重要投融资建设主体。兴义市人民政府将兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程（即本次募投项目）委托公司进行投资建设，项目共分三期建设，将用于安置丰都街道办事处龙塘村、江岸村、新建村拆迁户。项目具体情况详见本次公司债券及募投项目概况。

由于该项目仍处于建设初期，尚未实现业务收入。

3. 其他业务

(1) 房地产开发销售业务

公司的房地产开发销售业务主要由子公司兴义市桔山新区房地产开发总公司负责，近几年桔山房开公司开发的项目有兴义市会展中心、兴义市桔山民俗风情街、翠竹苑等。2012~2014 年，公司分别实现房地产开发业务收入 0.08 亿元、0.38 亿元、0.14 亿元。

表8 截至2014年底公司主要房地产开发项目（单位：平方米、万元）

项目名称	规划可售面积	总投资	已完成投资	已预售面积
翠竹苑	42,154.17	9,800.00	6,970.40	30,575
民族风情街三、四期	42,225.80	8,620.20	2,188.26	0
合计	84,379.97	18,420.2	9,158.66	30,575

资料来源：公司提供

(2) 民爆用品经销业务

公司的民爆用品经销业务由子公司贵州省兴义市物资总公司（以下简称物资总公司）负责，物资总公司主要从事民爆用品的销售和配送服务。2012~2014 年，公司分别实现销售和配送服务收入 0.12 亿元、0.72 亿元、0.20 亿元。2014 年公司民爆用品经销业务出现大幅下滑的主要原因是当地的民爆用品不再由公司专营，相关业务面临市场化竞争，公司市场份额下降所致。

(3) 工程车辆经销业务

公司的工程车辆经销业务由子公司兴义市支援重点工程物资公司（以下简称“支重公司”）负责，支重公司是兴义市一家从事货物运输、支重物资的老牌国有企业，近年来，由于行业竞争加剧、原材料成本上升等原因，公司在原有主营业务领域利润逐渐缩水，为努力扩大公司盈利，公司开展业务转型，并重新确立了“主要从事工程车辆等销售和售后有偿增值服务”的业务模式。2013~2014 年分别实现销售和售后有偿服务收入 0.20 亿元、0.16 亿元。

(4) 建筑垃圾处置业务

公司的建筑垃圾处置业务由子公司兴义市信恒城市资源管理有限公司负责，信恒城市资源管理公司成立于 2013 年 12 月 19 日，主要从事建筑弃土材料回收业务。2014 年实现建筑垃圾处置收入 189.00 万元

4. 在建项目

公司目前主要在建工程代建项目共 14 个，总投资 163.36 亿元。公司目前就丰都新区道路建设项目与兴义市人民政府签订框架协议，其他项目多数以会议纪要的形式签订。截至 2014 年底，公司在建项目已完成投资 20.18 亿元，2015~2016 年分别计划投资 62.87 亿元及 37.87 亿元，未来投资相对公司现有营业规模较大，面临较大的对外融资需求。

表9 截至2014年底公司主要工程代建业务情况（单位：万元）

项目名称	项目模式	预计总投资	资金筹措方案		项目进展安排	截至 2014 年底已完成投资	2015 年计划投资	2016 年计划投资
			贷款	自筹				
丰都新区道路建设项目	代建	407,211.57		407,211.57	60 个月	138,976.61	80,000.00	80,000.00
桔山新区 B5 路项目	代建	10,776.15		10,776.15	12 个月	55.28	47,192.87	11,000.00

桔山新区 B9 路项目	代建	21,056.00	16,845.00	4,211.00	24 个月			
桔山新区 B10 路项目	代建	15,416.00	12,333.00	3,083.00	12 个月			
丰都街道办事处棚户区改造及周边配套工程	代建	380,039.39	203,958.75	176,080.64	60 个月	48,558.07	76,000.00	76,000.00
丰都新区安置区项目	代建	9,668.77		9,668.77	24 个月	6,235.54	3,433.23	
万峰国际旅游城项目	代建	40,000.00		40,000.00	36 个月	4,901.57	15,098.43	20,000.00
开明科技城项目	代建	3,000.00		3,000.00	180 天	2,869.61	130.39	
东北环线项目	代建	103,322.06		103,322.06	12 个月	70.21	103,251.85	
兴义市体育中心建设工程项目	代建	88,000.00		88,000.00	24 个月	97.68	43,902.32	44,000.00
七星路延长线道路工程	代建	32,000.00		32,000.00	12 个月	6.24	31,994.00	
兴义市景峰大道至红椿道路工程项目	代建	50,000.00	35,000.00	15,000.00	12 个月	22.82	49,977.18	
丰都新区水体湿地公园建设项目	代建	443,122.00	310,185.40	132,936.60	36 个月	28.3	147,707.33	147,707.34
兴义市文化路延伸段道路工程项目	代建	30,000.00	21,000.00	9,000.00	12 个月	16.31	29,983.69	
合计		1,633,611.94	599,322.15	1,034,289.79		201,838.24	628,671.29	378,707.34

资料来源：公司提供

5. 未来发展

未来几年内，公司在建及拟建项目较多，预计投资金额规模较大，2015~2016 年，公司拟建项目预计投资分别为 19.09 亿元和 10.16 亿元，公司将通过银行借款、财政资金借支及财政拨款、发债资金等多种途径筹集资金。

表 10 截至 2014 年底公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		建设工期	项目进展安排	
		贷款	自筹		2015 年	2016 年
兴义市乌沙道路建设工程	60,000.00	42,000.00	18,000.00	12 个月	60,000.00	
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	2,500.00	1,750.00	750.00	12 个月	2,500.00	
兴义市丰都新区新建村安马安置区建设工程	18,665.88	13,066.12	5,599.76	14 个月	17,000.00	1,665.88
兴义市桔山新区 B9 路道路建设工程	40,726.20	28,508.34	12,217.86	24 个月	20,363.10	20,363.10
兴义市桔山新区 B10 路道路建设工程	11,423.36	7,996.35	3,427.01	12 个月	11,423.36	
兴义市湾塘河环境整治（桔山段）及湿地公园工程（一期）	11,247.00	7,872.90	3,374.10	24 个月	5,623.50	5,623.50
兴义市丰都新区（公园东北区路网）道路工程	44,218.99	30,953.29	13,265.70	24 个月	22,109.50	22,109.49
兴义市丰都新区（公园西北区路网）道路工程	48,727.16	34,109.01	14,618.15	24 个月	24,363.58	24,363.58
兴义市丰都新区（公园南区路网）道路工程	44,218.99	30,953.29	13,265.70	24 个月	22,109.50	22,109.50
兴义市黄草街道办水泥片区安置工程	6,534.05	4,573.84	1,960.21	24 个月	3,267.03	3,267.05

兴义市纳录新村安置区建设工程	4,214.05	2,949.84	1,264.21	24 个月	2,107.03	2,107.02
合计	292,475.68	204,732.98	87,742.70		190,866.60	101,609.12

资料来源：公司提供

总体看，公司目前市政工程代建业务利润率较为稳定，房地产开发销售、民爆用品经销、工程车辆经销、建筑垃圾处置等业务对公司利润具有一定补充。另外，由于基础设施建设及保障房建设项目需公司前期垫资规模较大，未来公司面临较大资金压力。

七、财务分析

1、财务概况

公司 2012~2014 年财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部 2006 年以前颁布的企业会计准则和《企业会计制度》及相关规定。

合并范围变动方面，2012 年，公司新纳入合并范围全资子公司 2 家，分别为兴义市桔山新区房地产开发总公司、贵州省兴义市物资总公司，2013 年，公司新纳入合并范围全资子公司 1 家，为兴义市支援重点工程物资公司。2014 年，公司新纳入合并范围全资子公司 1 家，为兴义市信恒城市资源管理有限公司，注销子公司贵州省兴义市物资总公司的控股公司黔西南州胜鑫爆破有限责任公司。2012~2014 年公司合并范围的变动较小，对财务数据的可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司资产总计 123.87 亿元，负债合计 51.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 72.51 亿元。2014 年度公司实现营业收入 8.86 亿元，实现净利润（含少数股东损益）2.87 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为-7.28 亿元，现金及现金等价物增加额 4.25 亿元。

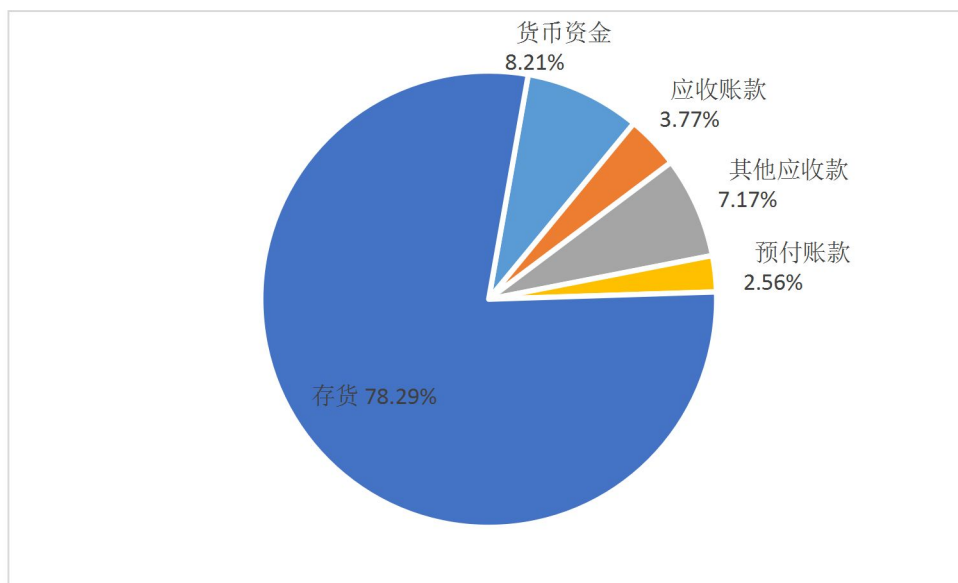
2、资产质量

2012~2014 年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长 659.99%，主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款构成；从资产构成看，流动资产所占比例较高，截至 2014 年底，公司流动资产占 97.36%，固定资产占 2.62%，无形资产占 0.02%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 818.41%，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。截至 2014 年底，公司流动资产 120.60 亿元，较年初增加 65.96 亿元，主要是由于货币资金、应收账款和存货的增长导致。

图1 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，公司货币资金快速增长，年均复合增长547.08%。截至2014年底，公司货币资金9.90亿元，较年初增加8.24亿元，主要由于近年来公司发展较快，资金缺口较大，从银行等金融机构借入较多款项所致。公司货币资金主要为银行存款。截至2014年底，公司受限资金4.06亿元，其中主要为使用受到限制的银行定期存款4.00亿元。

2012~2014年，公司应收账款快速增加，年均复合增长839.91%，主要系基础设施建设业务大幅增长所致。截至2014年底，公司应收账款4.55亿元，较年初增加4.52亿元。其中，按个别认定法计提坏账准备的应收账款4.52亿元，占全部应收账款的99.13%，债务单位系兴义市财政局，根据《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复》（兴府函[2015]114号），兴义市人民政府拟将位于兴泰办水新社区11号地块、下五屯永康社区、马岭镇平寨村、丰都街道办事处等地的7宗合计约536.37亩土地的出让收益作为应收账款的还款来源，故未计提坏账准备；按账龄分析法组合的应收账款账面余额0.04亿元，其中1年以内的占51.33%、1~2年的占7.14%、2~3年的占6.33%，3年以上的占35.20%，合计计提坏账准备0.01亿元。总体看，公司应收账款的欠款单位以政府部门为主，发生坏账的可能性小，公司坏账准备计提较为合理。

2012~2014年，公司预付款项波动增长，年复合增长1502.83%，截至2014年底公司预付款项3.08亿元，主要系预付拆迁款及与项目建设方、监理方未结算的工程款项。从账龄结构看，主要以1年以内的为主，占比达98.90%。

2012~2014年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长399.50%，主要系代扣代缴税款及与兴义市城市重点工程建设总指挥部、兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司、贵州省兴义市乡镇建筑工程公司等单位的往来款，代扣代缴税款主要为代扣代缴工程施工承包单位的营业税金等。截至2014年底，公司其他应收款账面余额8.73亿元，其中按个别认定法计提坏账准备的其他应收款8.01亿元，不计提坏账准备，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款0.71亿元，从账龄结构看，其中1年以内的占7.33%、1~2年的占97.25%、2~3年的占1.01%、3年以上的占0.41%，

共计提坏账准备 0.07 亿元。根据《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司对政府部门应收款项情况及解决措施的批复》（兴府函[2015]114 号），截至 2014 年底公司的其他应收款中，政府负直接或间接还款责任的债务 2.30 亿元，兴义市人民政府拟将位于丰都街道办事处约 261.47 亩土地的出让收益作为还款来源，上述地块预计于 2016 年出让，预计出让收益 2.35 亿元，可全部覆盖其他应收款 2.30 亿元的偿债计划。综合看，其他应收款综合账龄较短，坏账准备计提合理。

表 11 截至 2014 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	账龄	占比
代扣代缴税款	4.01	1 年以内，1-2 年	45.96
兴义市城市重点工程建设总指挥部	1.93	1 年以内，1-2 年	22.16
兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司	1.37	1 年以内	15.71
贵州省兴义市乡镇建筑工程公司	0.60	1-2 年	6.88
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	0.42	1 年以内	4.86
合 计	8.34	--	95.57

资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司存货大幅增加，年均复合增长 998.11%，截至 2014 年底，公司存货 94.41 亿元，较年初大幅增加 53.69 亿元，主要由兴义市人民政府划转注入公司拟用于开发的土地使用权增加所致。从存货结构看，开发成本 20.51 亿元，占 21.72%，主要由公司开发建设的基础设施和保障房项目构成，其中丰都新区道路建设项目计入开发成本为 13.90 亿元，丰都街道办事处棚户区改造项目（本次募投项目）及周边配套工程计入开发成本为 4.86 亿元；存货中库存商品占 0.02%，系子公司持有的待售库存商品；其他占 78.26%，主要系兴义市人民政府注入公司拟用于开发的土地使用权及相应的土地出让金。截止 2014 年底，公司用于质押、抵押及债务担保的土地使用权共 431.30 万平方米，合计账面价值 51.76 亿元，抵质押规模较大，对公司资产流动性造成一定影响。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 113.91%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 3.27 亿元，较年初变化不大。公司非流动资产的构成主要为固定资产。近三年，公司固定资产占非流动资产的比例均在 98%以上。

2012~2014 年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长 114.68%，主要为房屋建筑物、运输工具和办公设备。截至 2014 年底，公司固定资产为 3.24 亿元。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，其中货币资金受限比例较高，存货、应收账款和其他应收款规模较大，且存货中土地抵质押规模大，导致公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

3、负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债快速增长，年均复合增长 710.63%，主要系公司应付账款、其他应付款和其他非流动负债大幅增长所致。截至 2014 年底，公司负债 51.36 亿元，主要由应付账款、

其他应付款和其他非流动负债构成。从其结构看，流动负债占负债总额的比例波动下降，2012 年，公司负债全部为流动负债，截至 2014 年底，公司流动负债占 62.34%，长期负债占 37.66%。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 540.03%，主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。截至 2014 年底，公司流动负债 32.02 亿元，较年初增加 26.96 亿元，主要由于应付账款和其他应付款的增加所致。

2012~2013 年，公司无短期借款。截至 2014 年底，公司短期借款为 3.75 亿元，全部为质押借款，贷款单位为中国银行股份有限公司兴义分行和贵州银行股份有限公司兴义瑞金支行。

2012~2014 年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长 1519.54%。截至 2014 年底，公司应付账款 11.63 亿元，较年初增加 9.82 亿元，主要系公司的应付工程款。从账龄结构看，1 年以内的占 88.72%、1~2 年占 11.23%、2~3 年占 0.05%，无账龄 3 年以上的应付账款。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 762.78%。截至 2014 年底，公司其他应付款 15.26 亿元，较年初增加 12.68 亿元。其中应付兴义市国土资源局 6.46 亿元，为缓缴的土地出让金。从账龄结构看，1 年以内的占 84.25%、1~2 年的占 14.87%、2~3 年的占 0.11%、3 年以上的占 0.77%，综合账龄较短。

表 12 截至 2014 年底公司前五名其他应付款情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	账龄	占比
兴义市国土资源局	6.46	1 年以内	42.35
贵州森垚房地产开发有限公司	1.75	1 年以内，1-2 年	11.45
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	1.73	1 年以内	11.33
兴义市财政局	1.41	1 年以内	9.22
贵州沐心堂实业有限公司	0.70	1-2 年	4.59
合 计	12.05	--	78.94

资料来源：公司提供

2012 年，公司无长期负债，2013~2014 年，公司长期负债大幅增长，截至 2014 年底，公司长期负债 19.34 亿元，较年初增加 9.09 亿元，其中主要为其他长期负债。

2012~2014 年，公司长期借款波动较大，分别为 0.00 亿元、5.10 亿元和 0.01 亿元，全部为抵押借款，2014 年公司长期借款大幅减少，主要由于提前偿还贵州银行的 5 亿元银行贷款所致。

截至 2014 年底，公司其他长期负债 19.31 亿元，比上年同期增加 14.32 亿元，全部系公司向证券公司、信托公司等金融机构的借款。

在有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务快速增长，分别为 0 亿元、10.10 亿元和 23.07 亿元。从债务结构看，公司有息债务中以长期债务为主，2013~2014 年公司长期债务在全部债务中的占比分别为 100.00%和 83.75%；截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 21.04%、24.14%和 41.46%。近三年，上述三项指标平均值分别为 16.28%、17.82%和 35.96%。

所有者权益

2012~2014 年，受益于公司实收资本和资本公积的持续增长，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 629.36%。

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 42.53 亿元，较年初增加 41.17 亿元，其中实收资本增长 5.50 亿元，系博大弘鼎以货币形式向公司增 2.00 亿元、市博大公司以货币形式向公司增资 3.50 亿元所致，资本公积增长 34.19 亿元，主要系兴义市人民政府将评估价值为 41.05 亿元的 25 宗土地、4 项房屋建筑物及 3 处车库注入公司，扣除已缴纳的土地出让金及契税后计入资本公积所致，未分配利润较 2013 年初增加 1.34 亿元。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 72.51 亿元，同比增加 29.97 亿元，其中，实收资本保持不变，资本公积较年初增加 27.10 亿元，系兴义市人民政府将评估值为 33.57 亿元的 54 宗土地注入公司，扣除土地出让金后计入资本公积所致；未分配利润较年初增加 2.58 亿元。

从所有者权益结构看，截至 2014 年底的公司所有者权益中，实收资本占 7.75%、资本公积占 86.24%、盈余公积占 0.60%、未分配利润占 5.41%。

总体看，得益于实收资本和资本公积的增长，公司所有者权益保持快速增长态势；公司资本公积占比大，以土地使用权和房屋建筑物为主，所有者权益稳定性较差。

4、盈利能力

2012~2014 年，随着公司基础设施建设业务的快速发展，公司主营业务收入呈快速上升态势，年均复合增长 552.79%。2014 年，公司主营业务收入 8.86 亿元，较上一年增长 47.07%。

2012~2014 年，受管理费用和财务费用大幅增长的影响，公司期间费用大幅增长，年均复合增长率为 257.64%。由于公司期间费用增长率低于主营业务收入增长率，公司期间费用与主营业务收入的比例不断降低，2012~2014 年分别为 27.54%、8.43%和 8.27%，三年加权平均值为 12.17%，公司期间费用控制较好，但考虑到公司大部分借款利息已作资本化处理，因此公司费用化利息较少，以及公司银行存款产生的利息收入，因此公司 2012 年财务费用为负值，2013~2014 年财务费用规模较小。

2012~2014 年，公司分别获得政府财政补贴 0.01 亿元、1.28 亿元与 2.72 亿元，利润总额分别为 48.29 万元、1.56 亿元和 2.97 亿元，公司利润水平对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司主营业务利润率不断下降，分别为 23.70%、12.41%和 10.79%，同时公司总资产收益率和净资产收益率不断提升，截至 2014 年底两项指标分别为 4.00%与 3.96%，近三年平均值分别为 2.97%与 3.06%，公司整体盈利能力处于较弱水平。

总体看，近年来公司收入与利润增长较快，但整体盈利能力仍处于较弱水平，利润对财政补贴的依赖程度高。

5、现金流

从经营活动看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，分别为-0.10 亿元、-13.67 亿元和-7.28 亿元，主要是由于公司为兴义市建设的基础设施建设工程项目较多，公司先行向建设方垫付项目工程款金额较大所致；现金流入方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 0.19 亿元、6.08 亿元和 4.83 亿元，主要为兴义市政府向公司支付的基础设施建设工程项目工程款，收到的其他与经营活动有关的现金分别为 0.18 亿元、5.59 亿元和 11.51 亿元，主要系公司收到其他公司的往来款，以及财政拨付的政府补贴；现金流出方面，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 0.12 亿元、14.31 亿元和 14.28 亿元。从收入实现质量方面看，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 88.97%、100.82%和 54.52%，现金收入的进度与规模受当

地政府根据项目收购协议与公司进行结算的影响大。公司整体收入实现质量有待提高。

从投资活动看，2012~2014 年，投资活动产生的现金流量净额分别为 0.21 亿元、-0.49 亿元和 -0.18 亿元，公司的投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。

从筹资活动看，2012~2014 年，公司吸收投资收到的现金分别为 0.12 亿元、5.50 亿元和 0.22 亿元，主要为公司股东对公司进行注资所致，其中 2014 年公司吸收投资所收到的现金为 2215 万元，主要由于 2012 年兴义市桔山新区房地产开发总公司划入公司时作为注册资本金的实物资产存在瑕疵，该公司的原股东用 2215 万元现金置换该批实物资产所致。2012~2014 年，公司取得借款收到的现金分别为 0 亿元、12.10 亿元和 18.77 亿元。2012~2014 年，筹资活动现金流出分别为 0 亿元、2.07 亿元和 7.28 亿元，主要为偿还债务支付的现金；2012~2014 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.12 亿元、15.53 亿元和 11.71 亿元。

总体看，受近年来公司基础设施建设业务规模不断扩大，且需要公司先行向建设方垫付资金影响，公司经营活动现金流量净额持续为负；公司现金收入比受财政资金拨付效率影响较大。公司近年基础设施项目建设投资支出大幅增长，扩大了对外融资需求；同时，公司近年筹资规模逐年扩大。未来公司基础设施建项目投资规模仍维持较高水平，对外部融资需求会继续上升。

6、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，随着公司资产和负债快速增长，公司流动比率和速动比率波动较大，且处于较高水平，三年平均值分别为 549.33% 和 140.02%，2014 年底分别为 376.67% 和 81.79%；由于公司经营活动现金流金额一直为负值，公司经营现金流动负债比分别为 -13.03%、-270.59% 和 -22.74%，公司短期偿债能力较差。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，随着公司利润总额的快速增长，公司 EBITDA 不断增加，分别为 0.01 亿元、1.60 亿元和 3.27 亿元；2012 年，公司有息债务为 0，2013~2014 年公司 EBITDA/全部债务分别为 0.16 倍和 0.14 倍。总体看，公司对全部债务保护能力一般。

截至 2014 年底，公司共获得授信 15.00 亿元，尚有 14.99 亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道较为畅通。

表 13 截至 2014 年底公司银行授信情况

授信银行	授信额度（万元）	已使用数额（万元）	授信期限
贵阳银行股份有限公司兴义分行	150,000.00	100.00	2014.12~2019.12

资料来源：公司提供

根据中国人民银行《企业信用报告》（编号：G1052230100064670N），截至 2015 年 1 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2014 年底，公司对外担保余额 5.54 亿元，担保比率为 7.51%。被担保方以当地政府、国资企业为主，目前经营正常，公司或有负债风险较低。

表 14 截至 2014 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
兴义市粮食储备公司	7,100.00	2015.4.15
兴义市水务总公司	10,000.00	2021.11.6
兴义市信恒城市资源管理有限公司	28,000.00	2015.1.28

商品房承购人	2,327.44	商品房抵押登记办妥并交银行之日
兴义市基本建设投资管理中心	7,000.00	2015.1.17
合 计	54,427.44	--

资料来源：公司提供

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

本次债券计划发行额度为 10 亿元，是 2014 年底公司全部债务的 43.35%，对公司现有债务结构具有较大影响。

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 41.46%、24.14% 和 21.04%，以公司 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司上述三项指标将分别上升至 45.84%、31.32% 和 28.79%。本次公司债券的发行对公司现有债务影响较大，公司债务负担将加重，但整体仍在合理水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本次公司债券发行额度的 0.04 倍、1.17 倍和 1.63 倍。本次债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额为 2.00 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.18 倍、5.83 倍和 8.17 倍。经营活动现金流量净额分别为本次债券发行额度的 -0.01 倍、-1.37 倍和 -0.73 倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为 -0.05 倍、-6.84 倍和 -3.64 倍。

2012~2014 年，EBITDA 分别为本次债券发行额度的 0.00 倍、0.16 倍和 0.33 倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.00 倍、0.85 倍和 1.64 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对每年待偿还本金保障能力较弱。

九、债券保护条款分析

1. 本次债券的保障措施

(1) 募投项目可售商业建筑等实现的销售收入是本次债券还本付息的首要保障

本次债券募投项目兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程的商业配套及地上、地下停车位建成后对外销售，其中商业配套 110,209.34 平方米、停车位 2,354 个，预计分别获得销售收入 132,251.21 万元和 23,540.00 万元，合计 155,791.21 万元。

(2) 公司以其拥有的国有土地使用权为本次债券还本付息提供抵押担保

公司以其持有的分别位于兴义市北门社区、兴义市桔山办凤凰城旁、兴义市赵家渡村等 12 宗土地为本次债券还本付息提供抵押担保，上述 12 宗土地使用权经中瑞国际资产评估（北京）有限公司（评估基准日：2015 年 5 月 27 日，土地估价报告编号：中瑞评报字[2015]060011132 号），抵押资产总评估价值 22.87 亿元，抵押资产具体情况如下表所示。

截至 2014 年底，公司存货中和无形资产中土地资产账面价值 74.27 亿元，其中以抵押土地资产 51.76 亿元，未抵押土地资产 22.51 亿元，考虑本次抵押土地资产账面价值 9.50 亿元，公司后续可用于抵押的土地资产占总土地资产比重为 17.50%。公司受限土地资产占比高，本次土地使用

权抵押信用增进效果不强。

表 15 用于本次债券抵押的土地使用权情况（单位：平方米，万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	账面价值	评估价值
兴市国用（2013）第 047 号	出让	商住	90,148.00	26,172.86	31,503.95
兴市国用（2013）第 046 号	出让	商住	101,422.00	29,337.24	37,109.94
兴市国用（2015）第 001 号	出让	商住	91,417.00	4,503.99	18,240.22
兴市国用（2015）第 002 号	出让	商住	60,537.00	2,981.45	12,077.13
兴市国用（2015）第 003 号	出让	商住	80,923.70	3,985.49	16,144.28
兴市国用（2015）第 004 号	出让	商住	79,359.40	3,908.45	15,832.20
兴市国用（2015）第 005 号	出让	商住	81,855.40	4,031.38	16,330.15
兴市国用（2015）第 006 号	出让	商住	79,908.60	3,935.50	15,941.77
兴市国用（2015）第 007 号	出让	商住	79,947.20	3,937.40	15,949.47
兴市国用（2015）第 008 号	出让	商住	84,118.90	4,142.86	16,781.72
兴市国用（2015）第 009 号	出让	商住	81,560.20	4,016.84	16,271.26
兴市国用（2015）第 010 号	出让	商住	83,030.90	4,089.27	16,564.66
合 计			994,228.30	95,042.72	228,746.75

资料来源：《土地估价报告》、《资产抵押协议》。

目前，公司与贵阳银行股份有限公司兴义分行签署了《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，贵阳银行股份有限公司兴义分行作为本次债券的债权代理人 and 抵押资产监管人。

根据《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，公司抵押资产抵押担保的范围、抵押物的评估、抵押资产的替代和置换、抵押资产的释放和解除的相关条款如下所示：

a.抵押担保的范围

抵押所担保的范围为本次债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

b.抵押资产的评估

抵押资产的首次评估工作应当在本次债券发行日之前三十个工作日内完成。

在本次债券存续期间，公司应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。

在本次债券存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

i.抵押资产部分被征用；

ii.抵押资产市场行情发生显著贬值；

iii.其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

c. 抵押资产的替代和追加

本次债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，公司因此获得的相关补偿均视同为抵押资产，如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

本次债券履行期尚未届满时，抵押资产发生贬值等情形，导致抵押比率（抵押资产的价值与

本次债券未偿还本金的比率) 低于 1.5 的, 公司应就抵押资产减少部分提供同等价值的担保。

替代和追加的资产应按照资产抵押协议的规定进行价值评估, 如需要办理登记手续, 由公司负责。

d. 抵押资产的释放

本次债券存续期间, 在抵押比率不低于 2.2 的前提下, 公司可以向债权代理人申请解除部分抵押资产的抵押。

e. 抵押资产的解除

在本次债券的利息及本金全部清偿完毕后方可解除抵押。

该措施有效保障了债券本息的按期偿付, 保障债券持有人的合法权益。如债券出现兑付问题时, 公司可以通过及时出让相应的土地, 从而获得相应的收益偿付本息。

本次债券将于第 3、4、5、6、7 年分别偿还本金的 20%, 减少了公司集中支付的压力。

综合考虑, 本次债券本息足额按时偿还的保障力度较大, 募投项目商业配套及地上、地下停车位未来销售收入与本次债券本息偿还匹配性较强。但考虑到未来募投项目的具体收益情况存在不确定性, 联合评级将密切关注公司实际收到的销售收入资金到位等情况。

2. 偿债资金监管

公司聘请贵阳银行股份有限公司兴义分行作为本次债券的资金监管银行。为确保本次债券按时还本付息, 公司设置了偿债资金专户, 用于偿债资金的归集和划付。

公司于国家发改委核准本次债券发行之后的一个月之内在监管银行具体经办机构开设唯一的偿债专户, 并按《募集说明书》和监管协议的约定按时足额将偿债资金存入偿债专户。偿债专户内地资金专项用于本次债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本次债券还本付息日(T 日) 前 5 个工作日(即 T-5 日), 如账户监管人确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息, 则于当日向公司报告。联合评级关注到, 偿债专户监管协议并未约定在本次债券还本付息日(T 日) 前 5 个工作日(即 T-5 日) 若偿债专户内的资金不能足额支付当期债券本息时, 监管银行应采取的措施, 以及向相关参与机构进行信息披露。

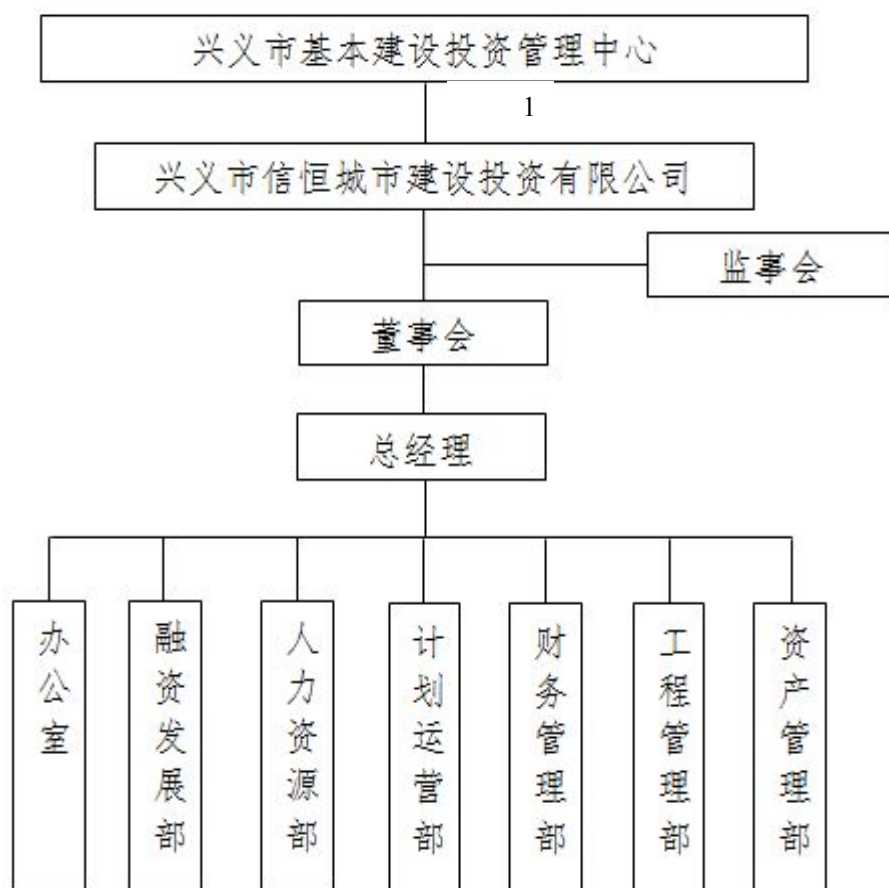
十、综合评价

公司是兴义市重要的基础设施建设及保障性住房投融资建设主体, 主营业务以市政工程代建及保障房建设为主, 在项目储备、资产划拨和财政补贴等方面具有显著优势。

近年公司资产规模保持快速增长, 资产构成以流动资产为主, 流动资产中货币资金较为充裕, 但存货及其他应收款项规模较大, 公司资产流动性偏弱, 整体资产质量一般; 公司主营业务盈利水平较弱; 公司未来投资规模较大, 对外融资压力可能加重; 公司短期偿债能力较差, 长期偿债能力一般, 公司对全部债务的保护能力一般。本次债券发行额度对公司现有债务规模影响较大, 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对每年待偿还本金保障能力较差。考虑到项目商业配套及地上、地下停车位未来销售收入, 以及公司以其合法持有的土地使用权为本次债券提供抵押担保, 本次债券本息足额按时偿还较有保障。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织架构图



附件 2 兴义市信恒城市建设投资有限公司

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	2.14	57.84	123.87
所有者权益（亿元）	1.36	42.53	72.51
短期债务（亿元）	0.00	0.00	3.75
长期债务（亿元）	0.00	10.10	19.32
全部债务（亿元）	0.00	10.10	23.07
主营业务收入（亿元）	0.21	6.03	8.86
净利润（亿元）	0.00	1.56	2.97
EBITDA（亿元）	0.01	1.60	3.27
经营性净现金流（亿元）	-0.10	-13.67	-7.28
应收账款周转次数（次）	4.04	156.75	3.88
存货周转次数（次）	0.18	0.24	0.11
总资产周转次数（次）	0.10	0.20	0.10
现金收入比率（%）	88.97	100.82	54.52
总资本收益率（%）	0.17	3.12	4.00
总资产报酬率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	0.15	3.48	3.96
营业利润率（%）	--	--	--
费用收入比（%）	--	--	--
资产负债率（%）	36.44	26.46	41.46
全部债务资本化比率（%）	0.00	19.19	24.14
长期债务资本化比率（%）	0.00	19.19	21.04
EBITDA 利息倍数（倍）	--	9.49	2.21
EBITDA 全部债务比（倍）	--	0.16	0.14
流动比率（倍）	182.93	1081.35	376.67
速动比率（倍）	82.76	275.27	81.79
现金短期债务比（倍）	--	--	--
经营现金流动负债比率（%）	-13.03	-270.59	-22.74
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.00	0.16	0.33

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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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+融资租赁款

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。