

信用等级公告

联合[2018]1533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兴义市信恒城市建设投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第二期兴义市信恒城市建设投资有限公司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 2018 年第二期兴义市信恒城市建设投资有限公司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

评级总监：

二零一八年七月二十七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2018 年第二期兴义市信恒城市建设投资有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA₊
 公司主体信用等级：AA₊
 评级展望：稳定
 发行规模：8 亿元（含）
 本期债券期限：7 年
 还本付息方式：按年付息，分期还本
 评级时间：2018 年 7 月 27 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	178.63	190.27	209.29
所有者权益 (亿元)	75.42	78.28	83.81
长期债务 (亿元)	34.55	49.48	38.30
全部债务 (亿元)	44.47	60.17	78.67
营业收入 (亿元)	13.60	15.93	11.19
净利润 (亿元)	2.87	2.85	2.53
EBITDA (亿元)	3.61	3.72	3.23
经营性净现金流 (亿元)	-33.38	-18.29	-6.51
营业利润率 (%)	10.45	7.37	3.64
净资产收益率 (%)	3.81	3.64	3.02
资产负债率 (%)	57.78	58.86	59.96
全部债务资本化比率 (%)	37.09	43.46	48.42
流动比率 (倍)	4.03	5.66	2.93
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.06	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.25	5.93	5.78
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.45	0.46	0.40

注：其他非流动负债计入长期债务。2017 年审计报告对 2016 年进行追溯调整，2016 年数据为 2017 年期初数。公司执行旧企业会计准则。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面获得兴义市政府的支持。同时，联合评级也关注到公司应收类款项规模大对资金占用明显、土地抵押比率高、利润总额主要依赖政府补助、存在一定短期债务支付压力、未来融资压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，兴义市经济稳步发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境；同时随着兴义市城市化建设进程的推进，公司基础设施建设业务有望稳步提升，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券偿债资金来源主要为项目配套商铺、住宅及停车位未来销售收入。本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力；贵阳银行股份有限公司兴义分行（以下简称“贵阳银行”）提供的流动性贷款支持对本期债券本息偿付提供了一定保障。

基于对公司主体长期信用状况及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，兴义市经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

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

3. 贵阳银行为本期债券提供流动性贷款支持，提高了本期债券按时兑付的安全性。

关注

1. 公司应收账款、其他应收款和存货规模较大，对公司资金形成较大占用。存货受限规模大，资产流动性偏弱，公司整体资产质量一般。

2. 随着公司业务扩展，整体债务规模快速增加，债务负担不断加重，存在一定短期偿债压力。

3. 公司利润总额对财政补贴的依赖程度高，经营性现金流表现为净流出，且未来投资规模较大，公司对外融资压力上升。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与兴义市信恒城市建设投资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

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，系根据兴义市人民政府出具的《七届市人民政府第一次常委会议纪要》（兴府常议【2012】9 号）、《关于兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司出资成立兴义市信恒城市投资有限公司的通知》（兴府通【2012】50 号），由兴义市博大弘鼎房地产开发有限责任公司（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。经多次股权变动和增资，截至 2017 年底，公司注册资本 8.62 亿元，兴义市基础建设投资管理中心（以下简称“基建管理中心”）持有公司全部股权。根据 2018 年 4 月 4 日印发的兴府常议【2018】7 号，公司股东变更为兴义市财政局国有资产管理局（以下简称：兴义国资局）。兴义国资局成为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2017 年底，公司本部内设办公室、融资发展部、人力资源部、计划运营部、财务管理部、工程管理部和资产管理部等 7 个职能部门（见附件 1）。截至 2017 年底，公司拥有 9 家全资子公司，员工 41 人。

公司经营范围：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；家政服务；物业管理；停车场服务（以上经营项目涉及到前置许可的凭许可证经营）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 209.29 亿元，负债合计 125.48 亿元，所有者权益 83.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 83.81 亿元。2017 年，公司实现营业收入 11.19 亿元，净利润 2.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元；公司经营活动产生的现金流净额为-6.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.34 亿元。

公司注册地址：贵州省黔西南布依族苗族自治州兴义市桔山办民族风情街 20-5 号；法定代表人：杨怡。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司于 2016 年 12 月 30 日获国家发改委（发改企业债券[2016]380 号）核准发行不超过 16 亿元的公司债券，并于 2017 年 12 月 28 日取得国家发改委批复同意延长核准文件（发改办财金[2017]2144 号）有效期至 2018 年 12 月 30 日。公司于 2018 年 1 月发行第一期公司债券 8 亿元，公司计划发行 2018 年第二期公司债券（以下简称“本期债券”）8 亿元，期限为 7 年。

本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3~7 年，每年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金。

贵阳银行股份有限公司兴义分行（以下简称“贵阳银行”）与公司签订了《流动性贷款支持协议》，承诺为本期债券付息和本金兑付提供流动性贷款支持。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金为 8 亿元，全部用于公司负责实施的兴义市洗布河城市棚户区（二期）

改造项目，募集资金使用情况如下：

表1 本期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
兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目	236,101.41	80,000.00	33.88

资料来源：公司提供

（1）项目概况

本期债券的募投项目为兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目。项目地点位于兴义市老城黄草街道办，为《贵州省兴义市旧城更新与控制性详细规划》内的核心控制范围，多条城市道路从域内通过，交通便利。

按照《贵州省兴义市旧城更新与控制性详细规划》及片区实际需求，项目建设用地规划总用地面积 96,560.23 平方米（约 144.7 亩），总建设规模 472,548.5 平方米，其中计容面积 387,648.50 平方米，建设内容包括配套商铺 88,303.50 平方米，住宅 294,345.00 平方米，物管用房 1,500 平方米，其中还迁面积 123,700 平方米，可解决拆迁安置入住人数 4,000 人（还迁户 1,250 户，按 98.96 平方米/户估算），幼儿园 3,500 平方米，配套地下室面积 84,900 平方米。

（2）资金来源

募投项目总投资 23.61 亿元，拟发行债券 16.00 亿元，拟使用本期债券募集资金 8.00 亿元，其余由公司通过自有资金和其他渠道解决。

（3）项目审批情况

兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造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	《关于兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目立项批复》	兴市发改字【2016】335号
兴义市发展和改革委员会	《关于兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目可行性研究报告的批复》	兴市发改字【2016】336号
兴义市环境保护局	《关于对<兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造工程环境影响报告书>的批复》	兴市环审字【2016】234号
兴义市城乡规划局	建设项目选址意见书	兴规字【2016】第1-025号
	建设用地规划许可证	兴规字【2016】第1-040号
	建设工程规划许可证	兴规字【2016】第1-036号
兴义市国土资源局	《关于兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目用地的预审意见》	兴市国土资预审【2016】37号
兴义市发展和改革委员会	兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目固定资产投资节能登记表	--
兴义市维稳办	《关于兴义市洗布河城市棚户区(二期)改造项目社会稳定风险评估审查意见》	兴维稳办【2016】13号

资料来源：公司提供

（4）项目进度

募投项目建设工期估计为 3 年（36 个月），预计为 2016 年 5 月至 2019 年 5 月。截至 2017 年底，兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目已完成投资约 7.20 亿元，目前已完成项目的前期审批手续、项目用地的土地出让手续并缴纳土地出让金、项目用地场平等工作。目前项目总体实

施工进度百分比已完成 33.88%。

(5) 项目经济效益

募投项目建设过程中逐步完成的配套商铺、住宅及地上、地下停车位将对外转让，转让收入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。配套商铺、商品住宅和停车位的出让价格依据兴义市住房和城乡建设局出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司 2016 年公司债券募集资金用于棚户区改造项目有关情况的说明》（兴市住建字[2016]71 号）。

表 3 商业出售部分预计获得收益

收益类型	数量	单价（单位：万元/m ² 或万元/个）	项目收益（万元）
配套商铺	8.8303.5m ²	2.65	234,004.28
商品住宅	17,0645m ²	0.30	51,193.50
停车位	2,549个	15.00	38,235.00
合计	--	--	323,432.78

资料来源：兴义市住房和城乡建设局出具的《关于兴义市信恒城市建设投资有限公司 2016 年公司债券募集资金用于棚户区改造项目有关情况的说明》（兴市住建字[2016]71 号）

三、行业分析

公司主要业务属于基础建设行业，以下行业分析将围绕该行业展开。

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，

已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 4 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司作为兴义市重要的基础设施和保障房建设主体，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经营发展具有较大影响。

（1）区域概况

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，是贵州省四大中心城市之一。全市总面积 2,915 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。

（2）区域经济和财政实力

近三年来，兴义市经济总量持续增长，根据兴义市人民政府发布的《2015 年国民经济和社会发展统计公报》、《2016 年国民经济和社会发展统计公报》和《2017 年全市主要经济指标运行情况》，2015~2017 年全市地区生产总值分别为 318.6 亿元、366.90 亿元和 416.63 亿元。2017 年全市地区生产总值 416.63 亿元，较上年增长 12.70%。其中：第一产业增加值 39.1 亿元，增长 6.4%；第二产业增加值 143.26 亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 234.27 亿元，增长 14.90%。2015~2017 年，兴义市居民人均可支配收入逐年稳步增加，分别为 16,131 元、18,104 元和 29,561 元。

2015~2017 年，兴义市规模以上工业增加值分别为 110.3 亿元、121.95 亿元和 137.5 亿元。2017 年兴义市实现规模以上工业总产值 382.92 亿元，同比增长 19.6%。2015~2017 年，兴义市固定资产投资（计划总投资 500 万元及以上项目投资）波动下降，分别完成 403.07 亿元、322.90 亿元和 387.31 亿元。

2015~2017 年，兴义市财政总收入分别为 74.38 亿元、75.78 亿元和 70.94 亿元。2015~2017 年，兴义市一般公共预算收入分别为 34.98 亿元、36.66 亿元和 36.30 亿元。2017 年，兴义市税收收入 26.50 亿元，同比增长 2.41%；非税收入 9.80 亿元，同比增长 9.37%。一般公共预算支出完成 70.47 亿元，增长 1.06%。

2017 年底兴义市政府性债务余额为 115.71 亿元，未超过核定限额。2017 年共收到省级置换债券 21.16 亿元，已全部用于置换政府存量债务。

总体看，兴义市近年来经济总量持续增长，地方一般预算收入波动中小幅增长。

四、基础素质分析

1. 规模

公司作为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融资建设和保障性住房投资经营等工作。2017 年底，兴义市区域内存在的平台企业 4 家，除公司外，另有兴义市万峰林旅游集团有限公司（简称“万峰林旅游”）、兴义市万峰工业贸易有限公司（简称“万峰工贸”）、贵阳兴义阳光资产管理集团有限公司（简称“阳光资产”），其中万峰旅游主要负责万峰林、万峰湖、马岭峡谷等景区的建设和管理，万峰工贸主要经营贸易业务，阳光资产主要系国有资产的运营，如自来水等。公司与其他 3 家平台不存在竞争关系。

2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司高管人员 3 名，包括董事长 1 名，总经理 1 名、财务总监 1 名。

杨怡先生，1971 年 7 月生，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、财务总监等职务，现任公司董事长，兼任万峰工贸总经理。

龙飞先生，1988 年 10 月生，本科学历；曾任兴义万丰村镇银行业务发展部总经理助理，阳光资产资本运营部经理，先后兼任兴义市阳光物流有限公司副总经理、总经理，现任公司董事、总经理，兼任阳光资产董事、副总经理。

邹良琼女士，1979 年 12 月生，大专学历；曾任万峰林旅游任财务部长，现任公司财务总监兼任万峰林旅游财务管理部总监。

截至 2017 年底，公司及下属公司共有在职员工 41 人，按学历划分，具有大专及以上学历人员占 85.37%、高中及中专学历人员占 14.63%；按年龄结构划分，30 岁及以下人员占 65.85%、30 岁~50 岁员工占 34.15%。

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

3. 外部支持

公司作为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，在资金注入、资产注入和财政补贴等方面得到兴义市人民政府的大力支持。

（1）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，兴义国资局以货币资金形式出资，对公司增加注册资本 1,000.00 万元，变更后公司注册资本为 1,200.00 万元。2013 年 1 月和 5 月，根据兴义国资局批示，由博大弘鼎和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”）以货币形式出资分别对公司增资 20,000.00 万元，变更后公司注册资本为 41,200.00 万元。2013 年 8 月，根据兴义国资局批复，仍由博大公司以货币形式出资公司增加注册资本 15,000.00 万元，变更后公司注册资本 56,200.00 万元。2017 年 9 月，基建管理中心以货币增资的形式向公司增加注册资本金 3 亿元。截至 2017 年底，公司实收资本、注册资本为 8.62 亿元。

（2）资产注入

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（以下简称“桔山房开公司”）、贵州省兴义市物资总公司（以下简称“物资总公司”）

100%股权。公司以桔山房开公司和物资总公司 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（以下简称“支重公司”）100%股权，公司以支重公司 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。2013 年 8 月，兴义市国资局《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坐落土地、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，合计土地资产 2,412.97 亩、房产建筑物 45,118.64 平方米、土地面积 13.15 亩。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 亿元，扣除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。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契税后为 27.10 亿元，计入资本公积。

（3）财政补贴

近年来，兴义市财政局持续向公司拨付财政补贴，2015~2017 年分别拨付 2.50 亿元、2.76 亿元和 3.24 亿元，计入“营业外收入”。

总体看，公司近年来在资金、资产及土地注入、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，增强了公司的外部融资能力。

五、公司治理

1. 治理结构

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，兴义市国资局为公司唯一的出资人。公司不设股东会，设董事会、监事会和经营管理机构。

公司董事会成员为 5 人，由股东决定产生。董事任期每届三年（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。董事长为公司的法定代表人，由股东委派产生。

公司监事会成员为 5 人，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生，其他监事由股东委派。监事任期三年，任期届满，可连选连任。监事会设监事主席一人，由股东从监事会成员中指定。监事可以列席董事会会议。

公司设经理 1 名，由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责，并接受监事会监督，经理列席董事会会议。

总体看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

2. 管理体制

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、工程管理部和资产管理部等 7 个职能部门。

公司办公室主要负责公司行政办公综合管理工作；融资发展部主要负责公司资金筹措管理工作；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；财务管理部主要负责公司财务管理工作；工程管理部主要负责公司工程管理工作；资产管理部主要负责公司所属实物资产经营管理工作。

为加强公司的内部管理、维护工作秩序，提高工作效率制定了《兴义市信恒城市建设投资有限公司管理制度》，其中对各项工作均有详细的规范和准则。为规范公司的会计确认、计量和报告行为，保证会计信息质量，公司制定了《兴义市信恒城市建设投资有限公司会计核算暂行办法》。其中规定公司执行财政部 2006 年以前的企业会计准则和《企业会计制度》及相关规定，适用于公司本部及其全资子公司和控股子公司。

总体看，公司建立了较为规范的法人治理结构、完备的公司制度，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资建设主体。

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，2015~2017 年，公司分别实现主营业务收入 13.60 亿元、15.93 亿元和 11.19 亿元。主营业务收入波动主要受基础设施项目结算进度影响。从收入构成看，基建业务仍是公司主要收入来源，2017 年基础设施建设业务实现收入 11.00 亿元，占主营业务收入的 98.29%。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，但整体收入占比较小，对公司收入及利润具有一定贡献。

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率持续下降，分别为 14.03%、11.40%和 9.92%。由于公司与兴义市人民政府签订的基建项目协议中约定的加成比例减少，故公司基础设施建设业务板块毛利率下降。

表5 2015~2017年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设收入	125,996.59	92.66	13.79	155,017.13	97.30	11.21	110,001.40	98.29	9.48
房地产销售收入	8,296.05	6.10	15.71	2,473.37	1.55	9.40	631.24	0.56	32.16
民爆用品销售收入	1,357.80	1.00	20.39	1,455.12	0.91	21.52	832.27	0.74	24.97
工程车辆销售收入	37.86	0.03	2.26	12.70	0.01	-113.93	50.60	0.05	1.69
建筑垃圾处置收入	294.36	0.22	41.42	363.00	0.23	69.93	396.75	0.35	66.10
合计	135,982.66	100.00	14.03	159,321.32	100.00	11.40	111,912.27	100.00	9.92

资料来源：公司提供

总体看，公司收入波动增长，受基建项目阶段影响较大，毛利率较低且持续下降。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设业务

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

兴义市人民政府每年与公司针对当年结算项目签订收购合同确定收购项目，收购价格原则按照项目验收合格后公司实际发生成本加成确定，待项目最终决算后按决算成本进行调整。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个月内支付。

表6 2015~2017年公司基础设施建设业务收入（单位：万元）

项目名称	2015年		2016年		2017年	
	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入	工程成本	确认收入
江平大道	61,688.63	71,558.81	--	--	--	--
机场南路	46,929.12	54,437.78	--	--	--	--
桔丰大道	--	--	136,806.26	154,073.07	-	-
体育场项目	--	--	--	--	79,407.49	87,726.37
七星路延伸段	--	--	--	--	17,199.49	19,001.34
前期回购项目新增投资(丰都新区道路建设项目)	--	--	838.26	944.06	2963.25	3,273.69
合计	108,617.75	125,996.59	137,644.52	155,017.13	99,570.23	110,001.40

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司先后完成了桔丰大道、江平大道等城市主干道以及体育场项目的投资建设。2015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支线、兴丰大道项目的协议书》和《兴义市人民政府关于收购兴义市信恒城市建设投资有限公司江平大道、机场南路项目协议书》，公司实现基础设施建设收入12.60亿元，当年收到回款金额10.43亿元。

2016年，公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司前期回购项目补充协议书》（以下简称“《补充协议书》”）和《兴义市人民政府关于收购兴义市信恒城市建设投资有限公司桔丰大道项目协议书》（以下简称“《协议书》”）。《补充协议书》约定，兴义市政府对机场南路、东南环线、东南环线支线、兴丰大道、平江大道等按竣工决算成本补充收购，补充收购价格为972.38万元（不含增值税价格为944万元）。《协议书》约定，兴义市政府以15.41亿元收购公司的桔丰大道项目。《补充协议书》和《协议书》均约定由兴义市政府安排财政预算资金，在公司提出申请后3个月内予以支付。2016年，公司确认基础设施建设收入合计15.50亿元，收到回款11.24亿元。

2017年，公司与兴义市人民政府签订《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司前期回购项目补充协议书》（以下简称“《补充协议书》”）、《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司兴义市七星路延长线道路建设项目协议书》和《兴义市人民政府关于兴义市信恒城市建设投资有限公司兴义市体育中心（二期）建设项目协议书》（以下简称“《协议书》”）。《补充协议书》约定，兴义市政府对机场南路、东南环路、桔丰大道、兴丰大道、江平大道等按竣工决算成本补充收购，补充收购价格为3,437.38万元。《协议书》约定，兴义市人民政府以9.21亿元收购公司兴义市体育中心（二期）建设项目和以2.00亿元收购七星路延长线道路建设项目。2017年，公司确认基础设施建设收入11.00亿元，较上年下降29.04%；2017年公司收到

工程代建回款共10.78亿元。

公司目前主要的在建项目共17个，总投资188.56亿元。公司目前就丰都新区道路建设项目等工程项目与兴义市人民政府签订框架协议，部分项目以会议纪要的形式签订。截至2017年底，已完成投资76.94亿元。未来投资相对于公司现有经营规模较大，面临一定对外融资需求。

表7 截至2017年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目模式	预计总投资	资金筹措方案		项目进展 安排	截至2017年底已完成 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	368,960.92
桔山新区B5路项目	代建	10,776.15	--	10,776.15	12个月	703.35
桔山新区B9路项目	代建	21,056.00	16,845.00	4,211.00	24个月	209.87
桔山新区B10路项目	代建	15,416.00	12,333.00	3,083.00	12个月	77.60
丰都街道办事处棚户区改	代建	389,708.16	203,958.75	185,749.41	60个月	164,570.50
洗布河棚户区改造项目	货币化安置	251,801.41	12,700.00	3,000.00	24个月	89,888.17
东北环线项目	代建	103,322.06	--	103,322.06	12个月	6,231.26
兴义市体育中心建设工程	代建	88,000.00	--	88,000.00	24个月	88,000.00
七星路延长线道路工程	代建	32,000.00	--	32,000.00	12个月	32,000.00
兴义市景峰大道至红椿道	代建	50,000.00	35,000.00	15,000.00	12个月	171.95
丰都新区水体湿地公园建	代建	443,122.00	310,185.40	132,936.60	36个月	55.24
兴义市文化路延伸段道路	代建	30,000.00	21,000.00	9,000.00	12个月	1,123.83
兴义市兴泰办事处休闲广	代建	2,500.00	1,750.00	750.00	12个月	1,814.94
兴义市丰都新区新建村安	代建	18,665.88	13,066.12	5,599.76	14个月	2,600.00
兴义市湾塘河环境整治	代建	11,247.00	7,872.90	3,374.10	24个月	6,000.00
兴义市黄草街道办水泥厂	代建	6,534.05	--	--	24个月	3,487.77
兴义市纳录新村安置区建	代建	4,214.05	--	--	24个月	3,512.55
合计	--	1,885,574.33	634,711.17	1,004,013.65	--	769,407.95

资料来源：公司提供

注：2015~2017年确认收入的东南环线、东南环线支线、江平大道、机场南路属丰都新区道路建设项目的子项目。

截至2017年底，公司拟建项目较多，总投资12.22亿元，其中以贷款方式的筹措资金9.18亿；2018年公司预计投资5.40亿元，投资规模较大。

表8 截至2017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	2018年项目 进展进度	项目性质
		贷款	自筹			
兴义市乌沙道路建设工程	60,000.00	42,000.00	18,000.00	12个月	30%	代建
兴义市花月路道路建设工程	17,312.00	13,849.60	3,462.40	24个月	50%	代建
兴义市建设路道路改造工程	19,651.90	15,720.80	3,931.10	12个月	70%	代建
兴义市桔山街道办B11路道路建设工程	12,408.00	9,926.40	2,481.60	12个月	50%	代建
兴义市园陵路道路改造工程	5,636.25	4,509.00	1,127.25	24个月	50%	代建
兴义市桔山街道办殡仪服务站	2,713.76	2,171.01	542.75	12个月	70%	自建
兴义市B7道路建设工程	4,500.00	3,600.00	900.00	12个月	60%	代建
合计	122,221.91	91,776.81	30,445.10	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要承担了丰都新区道路工程等项目的投资建设任务；未来投资相对于现有经营规模较大，面临一定对外融资需求。

（2）保障房建设

公司作为兴义市范围内保障性住房的重要投融资建设主体，主要负责的保障房项目有兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程和兴义市老城片区洗布河棚户区改造项目等。公司与兴义市人民政府签订《兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程投资建设与转让收购协议》，根据协议，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，由兴义市人民政府负责自 2016 年至 2023 年逐年进行收购。项目预计总投资 38.97 亿元，截至 2017 年底，该项目工程已完成投资 16.46 亿元，目前一期已完成投资 6.78 亿元、二期已完成投资 9.68 亿元，分别完成投资的 90%和 82%。截至 2017 年底，公司尚未收到该项目计划拨款。兴义市老城片区洗布河棚户区改造项目拆迁占地面积约 3.1 万平方米，安置棚户区居民 510 户，根据居民意愿，全部采取货币化安置。项目开发建设总投入 25.18 亿元，其中货币补偿费 1.25 亿元。项目资金平衡方式主要为拆迁土地出让收入、公司自有土地转让收益。其中项目腾空土地 46.5 亩，挂牌出让单价 212 万元，预计可实现收入 9,858.00 万元；公司名下 227.64 亩国有土地使用权在项目实施后给予转让，预计将实现收入 56,152.31 万元。项目预计可实现收入总额 6.60 亿元，税后净收益 5.35 亿元。截至 2017 年底，该项目已完成投资 8.99 亿元，目前一期项目完成 63%，二期项目（即本期债券募投项目）完成 34%。

总体看，公司保障性住房项目投资总量较大，未来对外融资需求大，保障房项目资金回笼受政府安排影响较大。

（3）其他业务

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桔山房开公司负责，近几年桔山房开公司开发的项目有兴义市桔山民俗风情街、翠竹苑等。2015~2017 年，公司分别实现房地产开发业务收入 0.83 亿元、0.25 亿元和 0.06 亿元，主要因公司于 2016 年已将桔山风情街（一期、二期）完成开发且销售完成和翠竹苑也已完成开发并进行剩余尾房的销售。

翠竹苑项目于 2015 年 3 月竣工，其大部分房屋已于 2015 年销售。截至 2017 年底，已售房屋面积 107,443.62 平方米。截至 2017 年底，公司房地产开发项目总投资 1.84 亿元，已完成 1.22 亿元，未来投资规模一般。目前公司房地产开发业务无拟建项目和土地储备。

表9 截至2017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
翠竹苑	42,154.17	9,800.00	9,800.00
民族风情街三、四期	42,225.80	8,620.20	2,406.00
合计	84,379.97	18,420.20	12,206.00

资料来源：公司提供

民爆用品经销业务

公司的民爆用品经销业务由子公司物资总公司负责，物资总公司主要从事民爆用品的销售和配送服务。2015~2017 年，公司分别实现销售和配送服务收入 0.14 亿元、0.15 亿元和 0.08 亿元。

工程车辆经销业务

公司的工程车辆经销业务由子公司支重公司负责，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，支重公司在原有主营业务领域利润逐渐缩水。2015~2017 年分别实现销售和售后有偿服务收入 37.86 万元、12.70

万元和 50.60 万元。

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（以下简称“信恒城市资源管理公司”）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。2015~2017 年分别实现建筑垃圾处置收入 294.36 万元、363.00 万元和 396.75 万元。

总体看，公司其他业务规模较小，影响不大。

3. 未来发展

未来几年内，公司将以市场化的方式规范和开展公司的各项业务，加大投融资力度。一是加强资本运作，拓展融资渠道，力争完成融资目标；二是抓好丰都新区基础设施建设、丰都街道办事处棚户区改造工程和兴义市洗布河城市棚户区改造项目等重点项目建设，完成好各项目标任务；三是积极寻求多种合作模式、方式，参与区域内产业的发展；四是加强对公司国有资产的经营管理力度，加大“投转固”工作，把资产进行有效归集，增加公司资产总量，实现国有资产保值增值。

总体看，公司以基础设施建设业务收入为主，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具有一定补充。公司在建拟建项目较多，后续投资规模大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司仍使用 2006 年以前颁布的企业会计准则。2016 年公司存在会计核算差错，经董事会批准，2017 年进行了追溯调整，以下财务分析中 2016 年数据以 2017 年期初追溯调整数为准。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 10 家，较 2016 年合并范围无变化。截至 2017 年底，公司资产总额 209.29 亿元，所有者权益 83.81 亿元；2017 年，公司实现主营业务收入 11.19 亿元，利润总额 2.54 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 8.24%。2017 年底，公司资产总额为 209.29 亿元，较上年底增长 10.00%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。公司资产中流动资产占 97.79%。

2015~2017 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 8.06%。2017 年底，公司流动资产合计 204.65 亿元，同比增长 9.77%，主要系应收账款、其他应收款和预付账款的增长所致。

2015~2017 年，公司货币资金有所波动；2017 年底，公司货币资金为 23.12 亿元，同比下降 5.65%，主要由银行存款构成。其中有 13.31 亿元货币资金使用受限（主要为定期存款和保证金存款），占 57.56%，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 41.57%。2017 年底，公司应收账款为 12.88 亿元，同比增长 6.31%。其中对兴义市财政局的应收款为 12.77 亿元，占应收账款余额的 98.70%，集中度高。按账龄分析，公司应收账款以两年以内账龄为主（合计占 47.19%）。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长27.01%。2017年底，公司其他应收款54.17亿元，同比增长22.54%，主要系对第三方垫付款、拆迁费和借款大幅增加所致。公司其他应收款主要为应收兴义市博大基本建设投资有限责任公司、兴义市财政局的借款（包含用于代垫“代扣代缴工程税费”、拆迁费及普通往来性借款等），占其他应收款余额73.97%，其他应收账款集中度较高。

兴义市人民政府、兴义市财政局及其他相关部门协商一致后，于2016年7月6日出具《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账款项情况及解决措施的批复》（兴府函[2016]231号），对公司2015年审计报告中列示的应收账款和其他应收款中存在部分对政府部门的应收账款项进行偿还安排。其中，对兴义市财政局的应收账款为6.33亿元，主要为用于基础设施建设工程结算款项；政府负有直接或间接还款责任的其他应收款共计7.61亿元。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8宗合计约643.81亩土地的出让收益约6.45亿元作为应收账款的还款来源。同时，将位于丰都街道办事处、桔山街道办事处和下五屯街道办事处约687.89亩土地的出让收益约7.69亿元作为其他应收款的还款来源。上述地块出让收益可以覆盖政府对公司的应收账款项。

2016年12月，兴义市财政局下达《关于同意市信恒公司调整资金用途的通知》（兴市财政字[2016]139号），同意公司将财政局拨付的贷款利息、工程款等借款合计11.24亿元抵消对兴义市人民政府的应收账款。

2015~2017年，公司预付账款波动中有所增长，年均复合增长20.94%。2017年底，公司预付账款9.54亿元，较上年底下降20.87%，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构成。从账龄结构看，主要以2年以内（占65.40%）的为主。

2015~2017年，公司存货有所波动，年均复合增长2.49%，主要由兴义市人民政府划拨拟用于开发的土地使用权构成。2017年底，公司存货合计104.93亿元，同比增加12.19%。从存货结构看，开发成本27.54亿元，占比26.24%，主要由公司开发建设的基础设施和保障房项目构成；77.37亿元为兴义市人民政府划转注入的拟用于开发的土地使用权。2017年公司存货中430.12万平方米的土地使用权用于抵押，账面价值43.44亿元，占土地资产的56.15%。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长17.38%。2017年底，公司非流动资产4.64亿元，主要由固定资产和其他非流动资产构成。

2015~2017年，公司固定资产净值逐年下降，年均复合下降3.11%。2017年底，公司固定资产净值3.07亿元，较上年底下降3.87%，主要系累计折旧所致。2017年底，子公司桔山房开公司自用办公楼和子公司物资总公司自用办公楼尚未办妥房屋所有权证书，账面价值共计0.11亿元。

截至2017年底，公司其他非流动资产1.52亿元，由公司委托黔西南州工业投资（集团）有限公司为其代持投资款和预付购房款构成，较2016年增加0.92亿元。

截至2017年底，公司受限货币资金13.31亿元，占货币资金的57.56%；公司存货中受限金额43.44亿元，占存货的41.40%，受限比例较高。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，其中存货、应收账款和其他应收款规模较大，且土地抵押规模大，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

(1) 所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年增长，主要来自实收资本、盈余公积和未分配利润的增加。2017年底，公司所有者权益合计83.81亿元，同比增长7.07%，主要系实收资本8.62亿元（占比10.29%），资本公积62.53亿元（占比74.62%）和未分配利润11.39亿元（占比13.60%）构成。

2017年，公司实收资本8.62亿元，同比增长53.38%，主要系兴义市基建投中心以货币形式增资注册资本金3.00亿元。

总体看，公司资本公积占比大，所有者权益结构稳定。

(2) 负债

2015~2017年，公司负债不断增长，年均复合增长10.27%。2017年底，公司负债合计125.48亿元，同比增长12.04%，主要系应付账款大幅增长所致；其中流动负债占55.65%，长期负债占44.35%。

2015~2017年，公司流动负债有所波动，年均复合增长26.64%。2017年底，公司流动负债69.83亿元，较上年底增长112.00%，系应付账款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致。2017年底，公司流动负债主要由应付账款（占20.71%），其他应付款（占20.24%），一年内到期的非流动负债（占56.89%）构成。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长16.12%，主要为应付工程款。2017年底，公司应付账款14.46亿元。从账龄结构看，主要以1年以内的应收账款为主（占74.68%）。

2015~2017年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降18.86%。2017年底，公司其他应付款14.13亿元，较上年增长3.02%，主要系应付兴义市国土资源局土地出让金6.46亿元，贵州万峰谷生态文化旅游发展有限公司项目资金借款2.33亿元，兴义市土地储备中心借款1.42亿元等。从账龄结构看，公司三年以上其他应付款占余额58.02%，账龄较长。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，分别为59.66亿元、79.06亿元和55.65亿元。2017年底，公司非流动负债55.65亿元，较上年底下降29.61%，主要系其他非流动负债减少所致。

2015~2017年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降6.11%。2017年底，公司长期借款15.56亿元，较上年底下降38.36%，主要系公司偿还借款所致。

2015~2017年，公司应付债券波动增长，年均复合增长0.12%。2017年底，公司应付债券9.94亿元，系公司于2015年12月发行的10亿元“15兴义信恒债/15兴义债”，较上年下降22.24%，主要因公司将经贵州股权金融资产交易中心发行的银杏私募债券重分类至一年内到期的其他非流动负债所致。

2015~2017年，公司其他非流动负债波动下降，年均复合下降3.22%。2017年底，其他非流动负债29.63亿元，主要系公司从证券公司、信托公司等金融机构取得的委托贷款、信托贷款及项目贷款等借款构成，较上年下降27.07%，主要系部分贷款重分类至一年内到期的其他非流动负债所致。本报告已将其计入长期债务计算。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长；2017年底，公司全部债务78.67亿元，其中短期债务占51.31%，长期债务占48.69%。2017年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为59.96%、31.37%和48.42%，较2016年底分别上升1.09个百分点、下降7.36个百分点和上升4.96个百分点。

总体来看，随着工程建设的推进，公司对外融资需求较强，有息债务规模持续上升，公司整

体债务负担较重。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动下降，年均复合增长率为-9.28%。2017年，公司营业收入11.19亿元，较上年下降29.76%，主要系代建工程收入和房地产销售收入下降所致。2015~2017年，受基础设施建设收购加成比例和房地产销售毛利率下降的影响，公司营业利润率逐年下降，分别为10.45%、7.37%和3.64%。

从期间费用看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2015~2017年公司期间费用逐年增长，主要系财务费用快速增长所致。由于公司债务的快速增长，公司财务费用大幅增长，2015~2017年分别为2,943.54万元、5,875.99万元和5,318.37万元。公司2017年期间费用合计1.15亿元，较上年增长13.54%。2015~2017年，由于营业收入有所下降，公司的期间费用占收入比重波动上升，分别为6.41%、6.35%和10.26%。

2015~2017年，公司分别获得政府财政补贴2.50亿元、2.76亿元和3.24亿元，计入“营业外收入”科目。同期利润总额分别为3.08亿元、2.95亿元和2.54亿元，公司利润总额对财政补贴的依赖程度高。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资本收益率波动增长，分别为2.76%、6.13%和3.36%；净资产收益率较为稳定，分别为3.81%、3.64%和3.02%。

总体看，由于基础设施建设收入有所下降，公司营业收入波动下降，同时受基建项目合同价格较低和房地产销售业务影响，公司营业利润率有所下滑。整体盈利能力一般，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长14.07%。2017年，经营活动流入金额36.38亿元，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为11.01亿元，同比下降5.61%。2015~2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为16.98亿元、48.67亿元和25.36亿元，主要系公司收到其他公司的往来款和财政拨款的政府补贴。2015~2017年，公司经营活动现金流出量波动下降，分别为61.33亿元、78.63亿元和42.89亿元，主要包括购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金。由于较大规模的往来款以及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，公司经营活动现金净额持续为负；2017年，公司经营活动现金流量净额为-6.51亿元。2015~2017年，公司现金收入比分别为80.70%、73.24%和98.41%，收现质量较差。

投资活动方面，2015~2017年公司投资活动现金流入和流出均波动下降。2015~2017年公司收回投资收到的现金分别为1.25亿元、5.50亿元和2.38亿元；2015年公司投资支付的现金6.75亿元；公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.53亿元、5.50亿元和-0.93亿元。

2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为50.01亿元、31.74亿元和20.99亿元，年均复合下降35.21%，其中2017年同比下降33.85%，系基建投管理中心注资3.00亿元和取得借款收到的现金。2015~2017年筹资活动现金流出分别为8.94亿元、15.81亿元和14.89亿元，年均复合增长29.08%，其中2017年主要为偿还债务支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为41.07亿元、15.93亿元和6.10亿元。

总体看，受公司先行向建设方垫付资金以及往来款影响，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。公司基础设施项目建设投资支出规模大，对外融资需求较高。未来公司基础设施建项目投资规模仍维持较高水平，对外部融资需求可能有所上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率波动下降，2017年底，流动比率和速动比率分别为2.93倍和1.43倍。2017年底，公司现金短期债务比为0.57倍，公司短期偿债能力较弱，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动中有所下降，分别为3.61亿元、3.72亿元和3.23亿元；2015~2017年公司EBITDA全部债务比分别为0.08倍、0.06倍和0.04倍。EBITDA对全部债务保障能力较差，考虑到基础设施回购模式，以及政府对公司的持续性支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司共获得银行授信31.34亿元，已使用29.20亿元，未使用2.14亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2017年底，公司对外担保余额25.28亿元，担保比率为30.16%。被担保方以国资企业为主，主要被担保企业为阳光资产管理集团有限公司和兴义市信恒城市资源管理有限公司。被担保公司目前经营正常，公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

总体看，公司短期偿债能力较弱，EBITDA对全部债务保障能力较差；融资渠道有限，有一定的或有负债风险；但考虑到基础设施回购模式，以及政府对公司的持续性支持，公司整体偿债能力尚可。

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

本期债券发行规模为8.00亿元，相当于2017年底公司全部债务的10.17%，长期债务的20.89%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至2017年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为59.96%、31.37%和48.42%。以公司2017年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司上述指标将分别上升至61.43%、35.59%和50.84%，公司债务负担将有所加重。

考虑到公司于2018年发行的“18兴义信恒债01/18兴义01”，以公司2017年底报表财务数据为基础，预计公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至67.60%、57.09%和45.91%，公司债务负担将明显加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行规模的3.49倍、7.54倍和4.55倍。

本期债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每年需偿还本金1.60亿元。2015~2017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17.47倍、37.71倍和22.74倍，经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障能力较强。经营活动现金流量净额持续为负，对本期债券不具有保障能力。

2015~2017年，EBITDA分别为本期债券发行规模的0.45倍、0.46倍和0.40倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为2.25倍、2.32倍和2.02倍，对每年待偿还本金覆盖能力较强。

考虑到“18兴义信恒债01/18兴义01”，公司经营活动产生的现金流入量为“18兴义信恒债01/18兴义01”和本期债券本金合计的1.75倍、3.77倍和2.27倍；EBITDA分别为本期债券本金合计的0.23倍、0.23倍和0.20倍，保障能力一般。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对每年待偿还本金保障能力较强。

3. 项目收益的测算

募投项目可售配套商铺、建筑等实现的销售收入是本期债券还本付息的首要来源。本期债券募投项目兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目的配套商铺、住宅、停车位待建成后可对外销售，其中可售配套商铺88,303.5平方米、住宅170,645平方米、停车位2,549个，预计分别获得销售收入234,004.28万元、51,193.50万元和38,235.00万元，合计323,432.78万元，可以覆盖使用于项目建设的募集资金16亿元（本期债券和“18兴义信恒债01/18兴义01”均用于兴义市洗布河城市棚户区（二期）改造项目，发行规模合计为16亿元）。联合评级也关注到，地方房地产市场运行情况，募投项目建设和销售进展等因素将会使募投项目预期收益的实现存在不确定性。

九、 债权保护条款分析

1. 本期债券保障措施

贵阳银行为本期债券提供流动性贷款支持。

公司与贵阳银行签署了《流动性贷款支持协议》。贵阳银行承诺在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足，并符合法律法规、规章及贵阳银行贷款相关规定时，在每次付息和本金兑付首日前45个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（该流动性支持贷款为担保贷款，具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

2. 偿债资金监管和债权代理协议

为了保证本期次债券募集资金专款专用以及按时足额还本付息，公司聘请贵阳银行兴义分行作为本期债券的资金监管银行，负责监管8亿元。为确保本期债券按时还本付息，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期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，并应按《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。偿债专户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本期债券还本付息日（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期债券还本付息日（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。

贵阳银行兴义分行同时兼任本期债券的债权代理人，在债券存续期间勤勉和忠实处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务及其他相关事务，维护债券持有人的合法权益。

总体看，债券保障条款及监管条款对本期债券有较好的保障作用。

十、综合评价

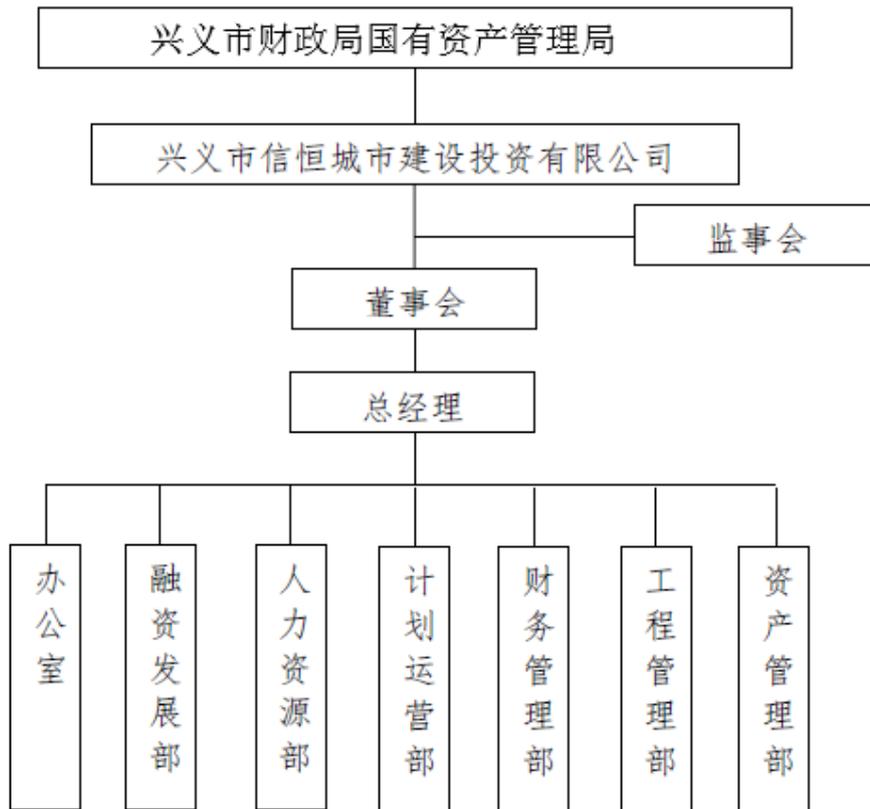
公司作为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体，在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面获得兴义市政府的支持。

同时联合评级也关注到公司应收类款项规模大对资金占用明显、土地抵押比率高、利润总额主要依赖政府补助、存在一定短期债务支付压力、未来融资压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期债券发行规模对公司现有债务规模有一定影响，但本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力；贵阳银行提供的流动性贷款支持对本期债券本息偿付提供了一定保障。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本期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。

附件 1 兴义市信恒城市建设投资有限公司组织结构图



附件 2 兴义市信恒城市建设投资有限公司 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	178.63	190.27	209.29
所有者权益 (亿元)	75.42	78.28	83.81
短期债务 (亿元)	9.91	10.69	40.36
长期债务 (亿元)	34.55	49.48	38.30
全部债务 (亿元)	44.47	60.17	78.67
营业收入 (亿元)	13.60	15.93	11.19
净利润 (亿元)	2.87	2.85	2.53
EBITDA (亿元)	3.61	3.72	3.23
经营性净现金流 (亿元)	-33.38	-18.29	-6.51
应收账款周转次数 (次)	2.12	1.72	0.90
存货周转次数 (次)	0.12	0.15	0.10
总资产周转次数 (次)	0.08	0.09	0.06
现金收入比率 (%)	80.70	73.24	98.41
总资本收益率 (%)	2.76	6.13	3.36
总资产报酬率 (%)	1.97	1.94	1.55
净资产收益率 (%)	3.81	3.64	3.02
营业利润率 (%)	10.45	7.37	3.64
费用收入比 (%)	6.41	6.35	10.26
资产负债率 (%)	57.78	58.86	59.96
全部债务资本化比率 (%)	37.09	43.46	48.42
长期债务资本化比率 (%)	31.42	38.73	31.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.25	5.93	5.78
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.06	0.04
流动比率 (倍)	4.03	5.66	2.93
速动比率 (倍)	1.73	2.82	1.43
现金短期债务比 (倍)	2.36	2.29	0.57
经营现金流动负债比率 (%)	-76.66	-55.53	-9.32
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.45	0.46	0.40

注：其他非流动负债计入长期债务。2017 年审计报告对 2016 年进行追溯调整，2016 年数据为 2017 年期初数。公司执行旧企业会计制度。

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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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。