

信用评级公告

联合〔2022〕5259号

联合资信评估有限公司通过对兴义市信恒城市建设投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“15兴义信恒债/PR兴义债”“18兴义信恒债01/PR兴义01”和“18兴义信恒债02/PR兴义02”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

兴义市信恒城市建设投资有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
兴义市信恒城市建设投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
15 兴义信恒债/PR 兴义债	AA	稳定	AA	稳定
18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01	AA	稳定	AA	稳定
18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02 ¹	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 兴义信恒债 /PR 兴义债	10.00 亿元	2.00 亿元	2022/12/16
18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01	8.00 亿元	4.80 亿元	2025/01/31
18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02	8.00 亿元	6.40 亿元	2025/11/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

发行人评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		AA	
	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	盈利能力	2
			现金流量	1
			资产质量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为兴义市重要的基础设施和保障房建设主体，在资产注入、股权注入和政府补助等方面继续得到外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金占用明显、未来资金支出压力较大和存在一定或有负债风险等因素给其信用水平带来的不利影响。

公司以土地使用权为“15 兴义信恒债/PR 兴义债”进行抵押担保。

“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”设置的分期偿还本金条款降低了公司的集中偿付压力。

随着兴义市城镇化建设的推进，公司基础设施建设业务有望稳定经营发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 继续得到外部支持。**公司是兴义市重要的基础设施和保障房建设主体，跟踪期内，公司在资产注入、股权注入和政府补助等方面继续得到外部支持。
- 分期偿付降低集中偿付压力。**“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”债券偿还方式均为分期偿付，可降低公司集中偿付压力。

关注

- 对外担保存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额 34.39 亿元，担保比率为 21.47%，其中被担保对象贵州义龙（集团）投资管理有限公司因工程款纠纷被列入被执行人名单，公司存在一定的或有负债风险。

¹ 2021 年，债券简称由 PR 兴义 02 变更为 PR 兴义 02，本报告中均使用最新简称

分析师:

崔莹 (R0040218080002)

黄旭明 (R0040218040012)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

2. 资金占用明显。截至2021年末,公司其他应收款占公司资产总额的28.57%,对公司资金占用明显。
3. 未来资金支出压力较大。公司在建和拟建项目尚需投资规模较大,未来存在较大的资金支出压力。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2019年	2020年	2021年
现金类资产(亿元)	23.57	19.10	23.07
资产总额(亿元)	250.48	264.88	325.65
所有者权益(亿元)	100.66	123.31	160.18
短期债务(亿元)	10.07	14.99	14.03
长期债务(亿元)	67.55	62.56	59.06
全部债务(亿元)	77.62	77.55	73.09
主营业务收入(亿元)	13.06	11.04	12.55
利润总额(亿元)	5.20	4.19	4.46
EBITDA(亿元)	5.82	5.47	5.71
经营性净现金流(亿元)	3.76	-6.71	11.07
营业利润率(%)	23.62	5.40	4.84
净资产收益率(%)	4.82	3.12	2.76
资产负债率(%)	59.82	53.45	50.81
全部债务资本化比率(%)	43.54	38.61	31.33
流动比率(%)	300.94	316.18	286.50
经营现金流动负债比(%)	4.60	-8.54	10.45
现金短期债务比(倍)	2.34	1.27	1.64
EBITDA利息倍数(倍)	1.19	1.76	2.35
全部债务/EBITDA(倍)	13.33	14.17	12.80
本部(母公司)			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	251.93	266.78	318.96
所有者权益(亿元)	101.32	124.12	160.92
全部债务(亿元)	76.01	73.56	60.12
主营业务收入(亿元)	19.87	10.40	9.72
利润总额(亿元)	4.95	4.37	4.40
资产负债率(%)	59.78	53.48	49.55
全部债务资本化比率(%)	42.86	37.21	27.20
流动比率(%)	290.22	299.68	271.93
经营现金流动负债比(%)	-5.63	-12.62	11.03

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异,这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算
资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18兴义信恒债02/PR兴义02	AA	AA	稳定	2021/06/29	黄旭明、郭雄飞	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
18兴义信恒债01/PR兴义01	AA	AA	稳定	2018/06/28	孙宏辰、区起锋、边沁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年)	阅读全文

						城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	
18 兴义信恒 债 01/PR 兴 义 01	AA	AA	稳定	2018/01/10	赵起锋、 郝一哲	城市基础设施投资企业 主体信用评级方法 (2017年) 城投行业企业主体信用 评级模型（2016年）	--
15 兴义信恒 债/PR 兴义 债	AA	AA	稳定	2015/06/05	李小建、 张庆扬	基础设施建设投资企业 信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

兴义市信恒城市建设投资有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于兴义市信恒城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2021 年，兴义市住房和城乡建设局（以下简称“兴义市住建局”）将公司 51.00% 的股权无偿划转至黔西南州兴州产业投资（集团）有限公司（以下简称“兴州产投”）。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 36.07 亿元，兴州产投为公司控股股东，兴义市住建局为公司参股股东，兴州产投唯一股东为黔西南州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黔西南州国资委”），公司实际控制人变更为黔西南州国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司本部内设投资发展部、人力资源部、财务部等职能部门，纳入合并范围内子公司共 17 家。

截至 2021 年末，公司资产总额 325.65 亿元，所有者权益 160.18 亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）。2021 年，公司实现主营业务收入 12.55 亿元，利润总额 4.46 亿元。

公司注册地址：贵州省黔西南州兴义市桔山街道万峰林大道与桔丰东路交汇处（杨柳郡 6 栋）；公司法定代表人：杨怡。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕。“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”均设置本金提前偿还条款，即

自债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20.00% 偿还债券本金，公司已按时支付利息和偿还部分本金。

表 1 联合资信跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
15 兴义信恒债/PR 兴义债	10.00	2.00	2015/12/16	7 年
18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01	8.00	4.80	2018/01/31	7 年
18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02	8.00	6.40	2018/11/21	7 年

资料来源：Wind，联合资信整理

“15 兴义信恒债/PR 兴义债”募集资金已全部用于兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程（以下简称“丰都棚改工程”）。截至 2021 年末，丰都棚改工程计划总投资 27.19 亿元，已完成投资 26.06 亿元。

“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”和“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”募集资金已全部用于洗布河棚改（二期）项目。截至 2021 年末，洗布河棚改（二期）项目计划总投资 23.61 亿元，已完成投资 21.99 亿元。

公司以土地使用权对“15 兴义信恒债/PR 兴义债”进行抵押担保。根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司 2021 年 3 月 8 日出具的《兴义市信恒城市建设投资有限公司拟了解已用于债券发行担保土地使用权市场价值评估项目资产评估报告》（中瑞评报字（2021）第 000244 号），用于“15 兴义信恒债/PR 兴义债”抵押的土地评估价值合计为 24.35 亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增

加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房

地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收

入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务

风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解

不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内，兴义市经济及财政实力有所增长，固定资产投资额持续增长。

根据兴义市人民政府披露的《2021年全市经济运行情况》，2021年，兴义市实现地区生产总值548.40亿元，较上年增长9.3%。分产业看，

其中，第一产业增加值51.10亿元，增长7.1%；第二产业增加值195.64亿元，增长8.6%；第三产业增加值301.66亿元，增长10.1%。2021年，全市规模以上工业增加值增长10.1%，固定资产投资增长2.2%。

根据《兴义市2021年财政预算执行情况与2022年财政预算草案的报告》，2021年，兴义市完成一般公共预算收入38.15亿元，同比增长26.48%（主要系义龙新区兴义片区快速发展所致），一般公共预算支出完成75.40亿元，同比增长1.7%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为50.60%。公司政府性基金收入为78.37亿元，同比增长5.05%。

根据《2022年1-3月全市经济运行情况》，2022年1-3月，兴义市地区生产总值完成138.85亿元，较上年同期增长5.5%，固定资产投资增长17.2%。同期，兴义市一般公共预算收入完成11.30亿元，增长12.53%；一般公共预算支出完成19.13亿元，增长25.77%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

2021年，兴义市住建局将公司51.00%股权转让至兴州产投。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为36.07亿元，兴州产投持有公司51.00%的股权，为公司控股股东，兴义市住建局为公司参股股东，公司实际控制人为黔西南州国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍为兴义市重要的基础设施建设和保障房建设主体。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版，中征码：5223010000203506），截至2022年4月21日，公司本部无已结清或未结清的关注/不良类贷款。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版，中征码：5223210000049080），截至2022年6月6日，公司子公司兴义茂行置

地开发公司(以下简称“茂行置地”)无未结清的关注/不良类贷款,茂行置地已结清贷款中有一笔次级贷款,已于2002年9月9日还清。关注类担保余额为18.24万元,不良类担保余额为15.59万元,均为对购房人员个人住房商业贷款担保所形成的关注/不良类担保余额。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2022年6月21日,联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司法人治理结构和部门设置有所调整。

跟踪期内,因股东变动,公司相应调整公司章程。调整后,公司仍不设股东会,董事会成员由5人调整为3人,公司法人治理结构无其他重大变化。此外,公司新设成本部、工会办公室和纪检监察室。

公司董事、监事和高级管理人员无变动,管理团队稳定,主要管理制度连续,管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

受公司拓展经营性业务及政府收购项目规模增长影响,公司主营业务收入有所提升,毛利率水平有所下降。

2021年,公司收入主要来自于基础设施建设业务收入,主营业务收入较上年增长13.68%。分业务类型看,公司基础设施建设业务收入较上年大幅增长,主要系政府收购项目规模增长所致;公司房地产销售情况不佳,收入较上年下降74.99%;公司其他业务收入中包括民爆用品销售收入、工程施工收入、贸易收入和停车场收入等,受2021年拓展经营性业务影响,公司其他业务收入中贸易收入和工程施工业务收入大幅增长,对公司主营业务收入形成补充。

毛利率方面,2021年,受其他业务出现亏损影响,公司综合毛利率较上年下降0.81个百分点。公司基础设施建设业务毛利率较为稳定;房地产销售业务毛利率有所提升,主要系公司本年销售的高铁壹号项目成交单价有所提升所致;公司其他业务中停车场业务出现亏损,且贸易业务和工程施工业务毛利率低,其他业务整体呈现亏损状态。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元)

业务板块	2020年			2021年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
基础设施建设	62778.09	56.86	9.85	97179.10	77.42	9.63
房地产销售	42815.61	38.78	3.53	10708.62	8.53	7.50
其他	4816.68	4.36	24.02	17627.43	14.04	-6.39
合计	110410.38	100.00	8.01	125515.16	100.00	7.20

注:1. 合计数与各数据加总存在尾数差异,系四舍五入所致;2. 其他业务收入包括民爆用品销售收入、工程施工收入、贸易收入、停车场收入等;3. 除主营业务外,公司2020年和2021年其他业务收入分别为3697.07万元和544.43万元
资料来源:公司提供

2. 业务运营分析

(1) 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务收入提升明显,考虑到在建及拟建项目尚需投资规模较大,公司未来资金支出压力较大。

公司作为兴义市重要的基础设施建设主体,承担了区域内大量基建项目的投资建设任务。

兴义市人民政府每年与公司就当年结算项

目签订收购协议,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一定比例收益确定,待项目最终决算后按照决算审计进行调整。

2021年,公司新增完工确认收入的项目数量较多,当年共计确认收入9.72亿元,并于当年全额收到回款。

保障房建设

公司作为兴义市重要的保障性住房建设主

体，承接多项棚户区改造项目。

根据公司与兴义市人民政府签订的《兴义市丰都街道办事处棚户区改造工程投资建设及转让收购协议》，兴义市人民政府将丰都棚改工程委托公司进行投资建设，项目共分三期，完工后将用于安置丰都街道办事处龙塘村、江岸村、新建村拆迁户，并由兴义市人民政府负责自2016年至2023年逐年进行回购。丰都街道棚改工程预计总投资27.19亿元，截至2021年末，公司已完成投资26.06亿元，已累计确认相关收入12.98亿元。

洗布河棚改(二期)项目涉及棚户区改造户数1250户，总投资23.61亿元，共建住房2500套，其中规划1250套用于安置黄草街道办辖区内被拆迁户，剩余1250套以优惠价格面向社会销售，且优先面向选择货币补偿的黄草街道办辖区内以及其他片区被拆迁户。截至2021年末，洗布河棚改(二期)项目已完成投资21.99亿元，公司尚未确认收入。丰都龙塘片区棚户区改造项目涉及棚户区改造户数580户，计划总投资15.89亿元，共建住房3212套，其中规划1160套用于安置被拆迁户，剩余2052套以优惠价格面向社会销售，截至2021年末，丰都龙塘片区棚户区改造项目已完成投资5.61亿元。洗布河棚改(二期)项目和丰都龙塘片区棚户区改造项目未签订政府回购协议，后续主要通过剩余土地出让和市场化房产销售实现资金平衡。

根据公司与兴义市住建局签订的《兴义市2018年那坡立交桥及湖南街片区棚户区改造项目政府购买服务协议》，公司受托承接那坡立交桥及湖南街片区棚户区改造项目(以下简称

“那坡立交桥棚改项目”)，主要负责项目区域内征地、房屋征收等工作，并对黄草片区共计2125户居民、合计43.25万平方米的房屋进行货币化安置。那坡立交桥棚改项目是经兴府函(2017)185号文件审批，由兴义市人民政府授权兴义市住建局作为购买主体主导实施的棚改类项目，其政府购买服务资金已纳入兴义市财政预算及中期财政规划，实行逐年滚动管理。

那坡立交桥棚改项目总投资14.91亿元，其中公司自筹项目资本金3.11亿元，贷款融资11.80亿元；同时根据约定，兴义市住建局购买服务的协议约定总价款为21.50亿元，包括项目融资建设成本、项目资本金和各种费用等。按照政府购买服务的支付安排，兴义市住建局在项目实施后的10年内分批支付购买价款。截至2021年末，那坡立交桥棚改项目已完成投资10.13亿元。收入确认方面，公司根据项目进度确定工程成本和项目收入。2021年，政府向公司支付回购款项1.28亿元，公司确认收入1.17亿元。

在建及拟建项目

公司在建项目数量较多，主要为代建的基础设施类项目。截至2021年末，公司在建项目计划总投资191.28亿元，已完成投资115.24亿元(因下述项目均涉及多个工程项目，部分项目实际已完工结算，未结算部分计入公司“存货”)，尚需投资76.04亿元。公司拟建项目预计总投资11.90亿元，其中自有资金2.38亿元，通过贷款的方式筹资9.52亿元。总体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资金支出压力。

表4 截至2021年末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2021年末已完成投资
			贷款	自筹		
丰都新区道路建设项目	代建	407211.57	--	407211.57	60个月	400398.31
桔山新区B9路项目	代建	21056.00	16845.00	4211.00	24个月	330.10
桔山新区B10路项目	代建	15416.00	12333.00	3083.00	12个月	1007.50
丰都街道办事处棚户区改造及周边配套工程	自建、代建	389708.16	203958.75	185749.41	60个月	260697.39
东北环线项目	代建	103322.06	--	103322.06	12个月	9772.31
兴义市景峰大道至红椿道路工程项目	代建	50000.00	35000.00	15000.00	12个月	247.63

丰都新区水体湿地公园建设项目	代建	443122.00	310185.40	132936.60	36 个月	1557.24
兴义市兴泰办事处休闲广场工程	代建	2500.00	1750.00	750.00	12 个月	6173.95
兴义市黄草街道办水泥厂片区安置工程	代建	6534.05	5227.24	1306.81	24 个月	6597.24
兴义市下午屯殡仪馆服务站	自建	3200.00	2560.00	640.00	12 个月	2382.90
兴义市海绵城市绿地—中央公园周边路网工程设计、施工总承包(EPC)项目	代建	3500.00	2800.00	700.00	18 个月	3143.49
兴义市龙塘大道至东南环线(含 1 号路、2 号路、3 号路)道路建设工程	代建	12026.58	9621.26	2405.32	24 个月	8151.71
洗布河棚户区改造项目及其他	自建、代建	455224.34	359931.92	95292.42	--	451956.54
合计	--	1912820.76	960212.57	952608.19	--	1152416.31

资料来源：公司提供

表 5 截至 2021 年末公司拟建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	资金筹措方案		建设工期	项目性质
		贷款	自有		
兴义市桔山街道办 B11 路道路建设工程	12408.00	9926.40	2481.60	12 个月	代建
兴义市园陵路道路改造工程	5636.25	4509.00	1127.25	24 个月	代建
兴义市桔山街道办殡仪服务站	2713.76	2171.01	542.75	12 个月	自建
兴义市 B7 道路建设工程	4500.00	3600.00	900.00	12 个月	代建
峡谷大道延伸段道路建设工程	7500.00	6000.00	1500.00	24 个月	代建
B6 延伸路	10136.00	8108.80	2027.20	24 个月	代建
将军环线(下 7 路)	2000.00	1600.00	400.00	24 个月	代建
环北线(下 2 路)	13200.00	10560.00	2640.00	24 个月	代建
桔 1 路	5351.00	4280.80	1070.20	24 个月	代建
赛文中学玉碗井接七星路	1358.00	1086.40	271.60	24 个月	代建
洒金南路(洒 3 路)	376.00	300.80	75.20	24 个月	代建
下五屯规划环线(下 4 路)	11244.00	8995.20	2248.80	24 个月	代建
延安路至北环线(黄 1)	8100.00	6480.00	1620.00	24 个月	代建
桔 4 路	1685.00	1348.00	337.00	24 个月	代建
西南环线与兴陇公路交叉口直通桥	6000.00	4800.00	1200.00	24 个月	代建
富民路与南环东路直通桥	6000.00	4800.00	1200.00	24 个月	代建
那坡立交直通桥	4350.00	3480.00	870.00	24 个月	代建
兴义市桔 10 路道路建设工程	7257.16	5805.73	1451.43	24 个月	代建
兴义市金水南路道路建设工程	9172.00	7337.6	1834.4	24 个月	代建
合计	118987.17	95189.74	23797.43	--	--

资料来源：公司提供

(2) 房地产开发

公司房地产业务销售收入大幅下降，销售情况受市场行情影响较大。

公司房地产开发业务主要由子公司茂行置地负责。截至 2021 年末，茂行置地开发的项目均为商品房开发项目，计划总投资 17.93 亿元，已完成投资 16.27 亿元，其中主要在建房地产项目为茂行院子和杨柳郡二期，尚需投资 3.75 亿元。同期，茂行院子和杨柳郡二期尚未开始预售。

2021 年，公司房地产销售收入主要来自杨柳郡一期和高铁壹号一期项目，其中杨柳郡项目剩余可售面积为 17804.29 平方米，剩余可售面积较小，销售收入较上年有所下降；高铁壹号一期剩余可售面积为 75270.30 平方米，受疫情期间刚需人群收入下降及市场行情影响，销售情况不佳。整体看，2021 年公司房地产销售收入较上年大幅下降，销售情况受市场行情影响较大。

表 6 截至 2021 年末公司主要房地产开发项目情况
(单位: 平方米、万元)

项目名称	规划可售面积	计划总投资	已完成投资
杨柳郡一期	109240.89	37381.14	46174.34
高铁壹号一期	184735.20	71505.48	83642.12
茂行院子	55688.00	27899.89	19673.58
杨柳郡二期	94997.00	42485.53	13233.43
合计	444661.09	179272.04	162723.47

注:“杨柳郡一期”和“高铁壹号一期”均存在超概情况,超出部分系办理房屋产权证缴纳的土地出让金

资料来源:公司提供

(3) 其他业务

公司贸易业务发展迅速,但毛利率水平低,且上下游集中度高。公司自营施工业务为主营业务收入提供了较好的补充。

2021 年,公司逐步开展建筑材料销售业务。公司根据客户需求,从上游供应商采购原材料,附加一定收益销售给下游客户,以赚取中间差价。款项结算方式方面,公司与上下游企业主要采取现款现货的方式结算,对部分企业存在预付款及赊销情况。公司利用自有资金及贷款资金开展贸易业务,下游企业账期一般为一个月以内。

2021 年,公司实现贸易业务收入 0.91 亿元,业务毛利率为 0.67%,业务发展迅速。同期,公司贸易业务前五名供应商采购金额占采购总额的比例为 91%,前五名客户销售金额占销售总额的比例为 92%。公司贸易业务供应商及销售客户集中度高。

公司自营施工业务由子公司兴义市同为建筑工程有限公司(以下简称“同为建筑”)负责。同为建筑拥有建筑工程施工总承包叁级资质和市政公用工程施工总承包叁级资质,2021 年施工业务收入为 0.62 亿元。截至 2021 年末,公司在手合同共 38 个,合同金额合计 7.15 亿元,已完成产值 3.02 亿元。

3. 未来发展

未来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。同时,推进实体化转型工作,拓展经营业务,积极参与优质项

目的投资,充分发挥主业优势,培育利润增长点,提高公司融资能力和市场竞争能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 年财务报表经北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论为标准无保留审计意见。

2021 年,公司合并范围内新设 2 家子公司,划入 1 家子公司,划出 1 家子公司。截至 2021 年末,公司合并范围内拥有子公司 17 家。公司新增及减少的子公司规模较小,公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2021 年末,公司资产规模保持增长,其他应收款规模较大,对公司资金占用明显,项目投入及土地资产形成的存货规模大,资产流动性较弱,公司整体资产质量一般。

截至 2021 年末,公司合并资产总额较上年末增长 22.94%,仍以流动资产为主。

表 7 公司资产主要构成情况(单位:亿元)

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	248.18	93.70	303.37	93.16
货币资金	19.10	7.21	23.07	7.08
其他应收款	55.08	20.80	93.05	28.57
存货	165.34	62.42	179.03	54.98
非流动资产	16.70	6.30	22.28	6.84
无形资产	0.01	0.00	4.54	1.39
其他非流动资产	12.46	4.71	13.48	4.14
资产总额	264.88	100.00	325.65	100.00

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年末,公司流动资产较上年末增长 22.24%,主要系其他应收款增长所致。公司货币资金较上年末增长 20.75%,以银行存款为主,受限货币资金规模为 16.56 亿元(主要为质押定期存单及保证金),受限比例较高。公司存货较上年末增长 8.28%,期末存货主要为开发成本 40.01 亿元(主要为在建项目成本)、开发

产品 6.52 亿元（主要为已完工待销售房地产项目成本）及拟开发土地 131.98 亿元（大部分为住宅及商业用地，少部分为商业服务业设施用地、仓储物流用地），公司未对存货计提减值准备。

截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末增长 68.92%，主要系兴义市土地储备中心有偿收回国有土地形成其他应收款所致。从集中度看，公司其他应收款前五名欠款方主要为同区域国有企业或政府机构，合计金额占其他应收款账面余额的 76.75%，集中度高，对公司资金占用明显。公司其他应收款中与民营企业往来款为 7.00 亿元，主要为对兴义聚佳房地产开发有限公司（以下简称“聚佳房地产”）的借款。公司共对其他应收款计提坏账准备 820.51 万元。

表 8 截至 2021 年末公司其他应收款前五大欠款方情况（单位：亿元）

名称	余额	占比 (%)
兴义市土地储备中心	28.57	30.92
兴义市博大基本建设投资有限责任公司	22.48	24.33
贵州金州电力集团有限责任公司	8.00	8.66
聚佳房地产	7.00	7.58
兴义市龙达交通建设投资集团有限公司	4.86	5.26
合计	70.91	76.75

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年末，公司非流动资产较上年末增长 33.44%，主要系公司无形资产增长所致。2021 年，公司无形资产增加 4.53 亿元，系公司新购入停车场经营权所致。公司其他非流动资产较上年末增长 8.18%，主要为对贵州九牛犇房地产开发有限公司的债权投资款。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 82.43 亿元，为受限货币资金 16.56 亿元（质押存单及保证金）、存货 62.89 亿元和固定资产 2.98 亿元（主要用于抵质押），受限比例为 25.31%。

3. 资本结构

受益于资产注入，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较强。

截至 2021 年末，公司所有者权益 160.18

亿元，较上年末增长 29.90%，主要系资本公积增长所致，全部为归属于母公司的所有者权益。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.52%、58.91% 和 16.73%，权益稳定性较强。

截至 2021 年末，公司实收资本较上年末未发生变化。同期，公司资本公积较上年末增长 52.43%，主要系收到资产注入（详见“外部支持”部分）所致，此外，受兴义市自然资源局无偿收回公司 3 宗土地及公司划出 1 家子公司影响，公司资本公积减少 9.07 亿元。

公司有息债务规模小幅下降，债务负担适中。

截至 2021 年末，公司负债总额较上年末增长 16.88%，流动负债占比有所提升，期末负债结构以流动负债为主。

表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	78.49	55.45	105.89	63.99
应付账款	11.72	8.28	12.04	7.28
预收款项	10.54	7.44	11.16	6.74
其他应付款	38.28	27.04	64.94	39.25
一年内到期的非流动负债	10.15	7.17	10.67	6.45
非流动负债	63.07	44.55	59.58	36.01
长期借款	19.74	13.94	26.14	15.80
应付债券	15.72	11.11	11.56	6.98
长期应付款	2.41	1.70	2.86	1.73
其他非流动负债	24.70	17.45	18.51	11.18
负债总额	141.57	100.00	165.46	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

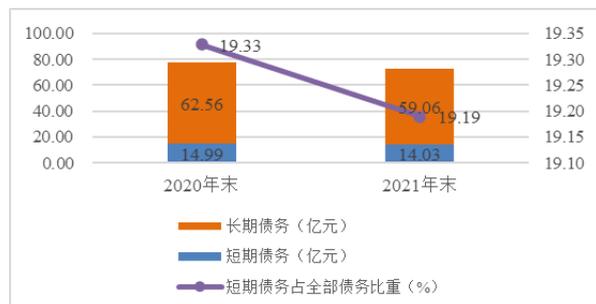
截至 2021 年末，公司流动负债较上年末增长 34.90%，主要系其他应付款增长所致。公司应付账款较上年末增长 2.75%，主要为应付工程款。公司预收款项较上年末增长 5.88%，主要为预收的房屋销售款。公司其他应付款较上年末增长 69.67%，主要系往来款增长所致，仍主要为与区域内政府机构及国有企业的往来款。公司一年内到期的非流动负债较上年末增长

5.14%，主要为一年内到期的应付债券 5.17 亿元及一年内到期的其他长期负债 3.46 亿元。

截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末下降 5.55%。公司长期借款较上年末增长 32.44%，主要系融资规模扩大所致，主要为质押借款及抵押借款。公司长期应付款较上年末增长 18.92%，为应付融资租赁款，本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。公司其他非流动负债较上年末下降 25.06%，主要系部分借款即将到期，调整至一年内到期的非流动负债核算所致，期末余额均为项目借款或信托借款，本报告将其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算。

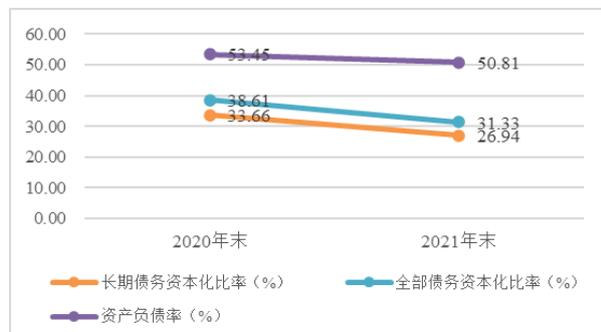
截至 2021 年末，公司应付债券较上年末下降 26.51%，系公司分期偿还部分债券本金所致。公司存续债券均设置本金提前偿还条款，即自债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20.00% 偿还债券本金，减轻了公司的集中偿付压力。

图 1 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务 73.09 亿元，较上年末下降 5.76%。债务结

构方面，公司短期债务占比有所下降，期末短期债务占 19.19%，长期债务占 80.81%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年末，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 50.81%、31.33% 和 26.94%，较上年末分别下降 2.64 个百分点、下降 7.28 个百分点和下降 6.72 个百分点。公司债务负担适中。

4. 盈利能力

2021 年，公司主营业务收入有所增长，政府补助对利润总额贡献高，整体盈利能力尚可。

2021 年，公司主营业务收入较上年增长 13.68%，主营业务成本较上年增长 14.69%，公司营业利润率较上年下降 0.55 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

科目	2020 年	2021 年
主营业务收入	11.04	12.55
主营业务成本	10.16	11.65
期间费用	-1.25	0.56
营业外收入	2.35	4.46
利润总额	4.19	4.46
营业利润率 (%)	5.40	4.84
总资本收益率 (%)	2.47	2.25
净资产收益率 (%)	3.12	2.76

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2021 年，公司期间费用较上年大幅增长，主要系 2020 年公司收到定期存款利息收入规模较大，财务费用为负，本年末收到利息收入所致，期间费用以管理费用为主。2021 年，期间费用占主营业务收入的比重为 4.46%，公司费用控制能力较强。

2021 年，公司收到政府补助 4.43 亿元，计入“营业外收入”，政府补助占利润总额的 99.33%，对利润总额贡献高。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 0.23 个百分点和 0.36 个百分点，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

2021 年，受公司收到往来款规模较大影

响，经营活动现金由净流出转为净流入。公司投资活动现金由净流入转为净流出。公司筹资活动现金保持净流出，但考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来融资需求较大。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入量和流出量分别较上年增长35.01%和0.23%。2021年，公司现金流入量主要为业务回款收入及往来款收入，现金流出量主要为项目支出、土地款支出及往来款流出。受公司项目持续投入影响，公司经营性收入无法覆盖经营性支出，但公司2021年往来款净流入规模较大，公司经营活动产生的现金由净流出转为净流入。公司现金收入比维持在100.00%以上，收入实现质量高。

表11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	51.15	69.05
经营活动现金流出小计	57.85	57.98
经营活动现金流量净额	-6.71	11.07
投资活动现金流入小计	14.73	*
投资活动现金流出小计	9.29	8.89
投资活动现金流量净额	5.44	-8.89
筹资活动现金流入小计	31.78	16.84
筹资活动现金流出小计	35.62	19.40
筹资活动现金流量净额	-3.84	-2.56
现金收入比（%）	163.89	117.09

注：2021年，公司投资活动现金流入量为3.04万元
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入主要为收回的定期存款本金及利息收入，2021年，公司投资活动现金流入量规模小。2021年，公司投资活动现金流出量主要为公司购买停车场使用权及定期存款所支出的款项，公司投资活动现金呈现净流出状态。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量较上年下降47.00%，主要为取得借款收到的现金。筹资活动现金流出量较上年下降45.53%，主要为偿还债务支付的现金。2021年，公司筹资活动现金继续小规模净流出。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来融资需求较大。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较强。公司存在一定的或有负债风险，间接融资渠道亟待拓宽。

表12 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年 (末)	2021年 (末)
短期偿债指标	流动比率（%）	316.18	286.50
	速动比率（%）	105.54	117.42
	现金短期债务比（倍）	1.27	1.64
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.47	5.71
	全部债务/EBITDA（倍）	14.17	12.80
	EBITDA/利息支出（倍）	1.76	2.35

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，截至2021年末，公司流动比率较上年末有所下降，速动比率上升，现金短期债务比有所提升。同期，剔除受限货币资金后，公司现金短期债务比为0.46倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

2021年，公司EBITDA同比增长4.33%。2021年，公司EBITDA对利息的覆盖程度和EBITDA对全部债务的覆盖程度均有所提升。整体看，公司长期偿债指标表现较强。

截至2021年末，除茂行置地对购房人员个人住房贷款提供担保外，公司对外担保余额34.39亿元，担保比率为21.47%。被担保公司均为同区域国有企业，其中贵州义龙（集团）投资管理有限公司因工程款纠纷被列为被执行人，执行标的为377.75万元。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

表13 截至2021年末公司对外担保情况

（单位：万元）

担保对象	担保金额
兴义市龙达交通建设投资集团有限公司	37300.00
贵州兴义阳光资产管理集团股份有限公司	30000.00
贵州兴义阳光资产管理集团股份有限公司	13575.00
兴义市万峰林旅游集团有限公司	2937.16
兴义市万峰林旅游集团有限公司	10800.00
兴义市万峰工业贸易有限公司	25300.00
兴义市电力有限责任公司	36000.00

兴义市电力有限责任公司	3000.00
兴义市电力有限责任公司	500.00
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	7540.00
贵州阳光尚贤教育投资有限公司	7000.00
贵州通达建设工程有限公司	35000.00
黔西南州宏升资本营运有限责任公司	76900.00
贵州兴义阳光资产经营管理集团股份有限公司	58000.00
合计	343852.16

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内银行授信额度合计 58.91 亿元，尚未使用额度 13.02 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2022 年 6 月 21 日，公司本部因施工合同纠纷被列为被执行人，标的金额为 14.27 万元，公司已于 2021 年 12 月 30 日实际支付该笔款项，但因执行信息更新滞后原因，公司仍未从被执行人名单中移出。

7. 母公司财务分析

公司合并口径资产、所有者权益、主营业务收入和利润均来自母公司，母公司对子公司控制力强。

公司合并口径资产和所有者权益主要来自母公司。公司基础设施建设业务主要由母公司运营，其他经营性业务由子公司运营，主营业务收入和利润均来自母公司，母公司对子公司控制力强。

截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的 97.95%；母公司负债占合并口径的 95.51%；母公司所有者权益占合并口径的 100.46%。2021

年，母公司主营业务收入占合并口径的 77.42%；母公司利润总额占合并口径的 98.52%。

截至 2021 年末，母公司全部债务 60.12 亿元（占合并口径的 82.25%），以长期债务为主，全部债务资本化比率为 27.20%，母公司债务负担适中。截至 2021 年末，母公司现金短期债务比为 1.00 倍，考虑到公司受限资金规模较大，预计母公司仍有一定短期偿债压力。

十、外部支持

跟踪期内，公司在资产注入、股权注入和政府补助等方面继续得到外部支持。

资产注入方面，2021 年，公司收到兴义市桔山街道民航片区 32 宗国有土地，增加公司资本公积 41.50 亿元。

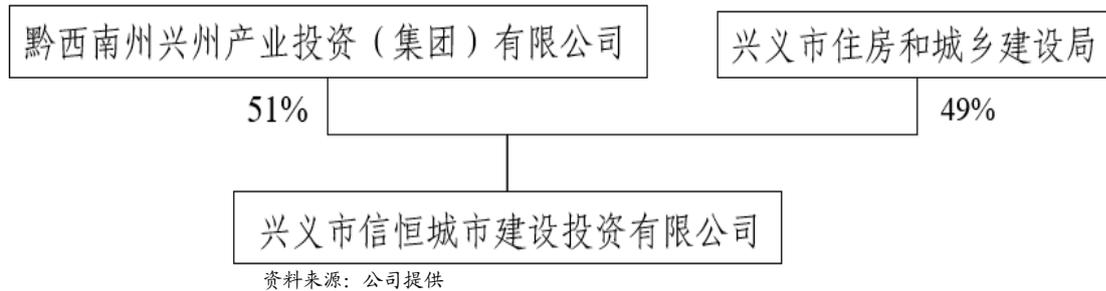
股权注入方面，2021 年，兴义市政府将兴义市城市园林绿化公司改制重组后 100.00% 的股权注入公司，增加公司资本公积 0.02 亿元。

政府补助方面，公司收到政府补助 4.43 亿元，计入公司营业外收入。

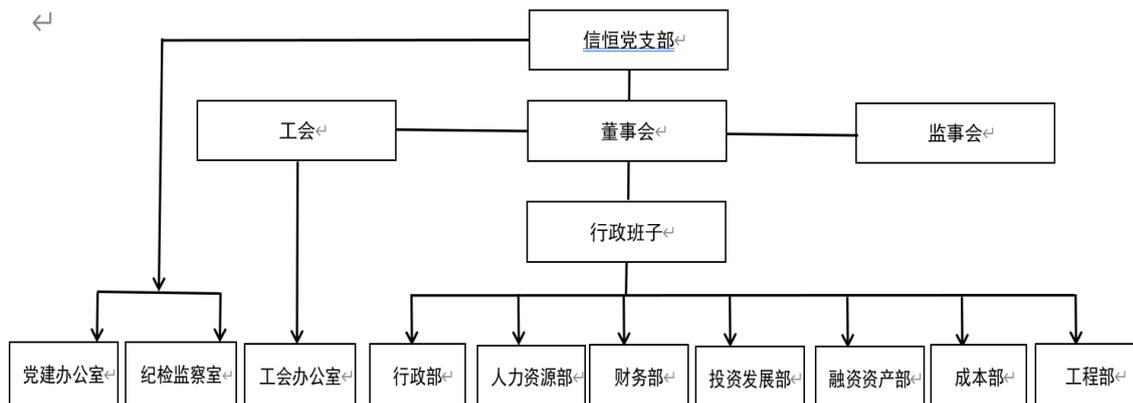
十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 兴义信恒债/PR 兴义债”“18 兴义信恒债 01/PR 兴义 01”“18 兴义信恒债 02/PR 兴义 02”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司截至 2022 年 3 月末股权结构图



附件 1-2 公司截至 2022 年 3 月末组织架构图



附件 1-3 截至 2021 年末公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	兴义市茂行置地开发有限公司	房地产业	100.00
2	兴义市信恒城市资源管理有限公司	房屋建筑业	100.00
3	兴义市伟图智能科技有限公司	商务服务业	100.00
4	兴义市信恒物资贸易有限公司	批发业	100.00
5	兴义市恭顺房屋拆迁咨询服务有限公司	房地产业	100.00
6	兴义市同为建筑工程有限公司	土木工程建筑业	100.00
7	兴义市信恒工程咨询有限公司	商务服务业	100.00
8	兴义市信恒商贸有限公司	零售业	100.00
9	兴义市信恒商品混凝土有限公司	非金属矿物制品业	100.00
10	贵州黔兴信恒建设工程有限公司	房屋建筑业	100.00
11	兴义市恒瑞美物业管理有限公司	房地产业	100.00
12	贵州省黔和盛餐饮服务有限责任公司	餐饮业	100.00
13	兴义市瑞和祥殡葬服务有限公司	殡葬业	100.00
14	兴义市信恒建筑劳务有限公司	建筑装饰、装修和其他建筑业	100.00
15	兴义市信恒园林绿化有限公司	绿化管理	100.00
16	兴义市信恒兴车汽车贸易有限公司	机动车、电子产品和日用产品修理业	100.00
17	兴义市新茂商业管理有限公司	商务服务业	100.00

注：2022 年 1 月，公司将兴义市新茂商业管理有限公司 100.00% 股权划转至兴义市财政局

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	23.57	19.10	23.07
资产总额 (亿元)	250.48	264.88	325.65
所有者权益 (亿元)	100.66	123.31	160.18
短期债务 (亿元)	10.07	14.99	14.03
长期债务 (亿元)	67.55	62.56	59.06
全部债务 (亿元)	77.62	77.55	73.09
主营业务收入 (亿元)	13.06	11.04	12.55
利润总额 (亿元)	5.20	4.19	4.46
EBITDA (亿元)	5.82	5.47	5.71
经营性净现金流 (亿元)	3.76	-6.71	11.07
财务指标			
现金收入比 (%)	119.19	163.89	117.09
营业利润率 (%)	23.62	5.40	4.84
总资本收益率 (%)	2.98	2.47	2.25
净资产收益率 (%)	4.82	3.12	2.76
长期债务资本化比率 (%)	40.16	33.66	26.94
全部债务资本化比率 (%)	43.54	38.61	31.33
资产负债率 (%)	59.82	53.45	50.81
流动比率 (%)	300.94	316.18	286.50
速动比率 (%)	112.83	105.54	117.42
经营现金流动负债比 (%)	4.60	-8.54	10.45
现金短期债务比 (倍)	2.34	1.27	1.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.76	2.35
全部债务/EBITDA (倍)	13.33	14.17	12.80

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	19.56	8.79	9.56
资产总额 (亿元)	251.93	266.78	318.96
所有者权益 (亿元)	101.32	124.12	160.92
短期债务 (亿元)	8.85	12.04	9.57
长期债务 (亿元)	67.16	61.52	50.55
全部债务 (亿元)	76.01	73.56	60.12
主营业务收入 (亿元)	19.87	10.40	9.72
利润总额 (亿元)	4.95	4.37	4.40
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-4.67	-10.17	11.79
财务指标			
现金收入比 (%)	51.93	138.47	107.83
营业利润率 (%)	14.51	4.47	5.63
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	4.54	3.24	2.70
长期债务资本化比率 (%)	39.86	33.14	23.90
全部债务资本化比率 (%)	42.86	37.21	27.20
资产负债率 (%)	59.78	53.48	49.55
流动比率 (%)	290.22	299.68	271.93
速动比率 (%)	120.10	110.77	128.79
经营现金流动负债比 (%)	-5.63	-12.62	11.03
现金短期债务比 (倍)	2.21	0.73	1.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告将母公司长期应付账款和其他非流动负债中有息部分调整至母公司长期债务核算; 3. 部分数据未获取, 以“/”表示

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AA 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持