

# 信用等级通知书

[2017]跟踪0327

信评委函字

号

## 安顺市西秀区城镇投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；  
维持“16西秀债”信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十七日

## 安顺市西秀区城镇投资发展有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 安顺市西秀区城镇投资发展有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期限	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
16 西秀债	15	2016/11/22-2023/11/22	AA	AA

### 概况数据

西秀城投（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	55.50	82.07	250.95
所有者权益合计（亿元）	42.29	45.70	113.98
总负债（亿元）	13.21	36.38	136.98
总债务（亿元）	8.92	23.49	89.08
营业总收入（亿元）	4.00	4.69	7.25
净利润（亿元）	1.51	1.84	2.45
EBIT（亿元）	1.58	2.04	2.84
EBITDA（亿元）	1.59	2.04	2.85
经营活动净现金流（亿元）	-1.12	-1.29	-69.37
营业毛利率(%)	5.36	5.58	5.85
总资产收益率(%)	3.28	2.97	1.71
资产负债率(%)	23.80	44.32	54.58
总资本化比率(%)	17.42	33.95	43.87
总债务/EBITDA(X)	5.62	11.49	31.28
EBITDA 利息倍数(X)	4.95	2.65	1.29

注：1、公司各期财务报告均执行新会计准则；2、将其他非流动负债中带息负债调整至长期借款。

### 分析师

项目负责人：段晋璇 jxduan@ccxi.com.cn

项目组成员：付一歌 ygfu@ccxi.com.cn

骆传伟 chluo@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 27 日

### 基本观点

中诚信国际维持安顺市西秀区城镇投资发展有限公司（以下简称“西秀城投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 西秀债”的债项信用等级为 **AA**。

2016 年以来，安顺市的经济和财政实力不断增强，为公司发展提供了较好的外部条件，作为西秀区基础设施和保障房建设的主体，公司得到了政府的有力支持，营业收入大幅增长。同时，中诚信国际也关注到公司未来资本支出压力较大、债务规模及资产负债率快速上升、经营活动现金流大幅流出、应收款规模较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- ▶ **安顺市经济财政实力持续增强。**2016 年，安顺市完成地区生产总值 701.35 亿元，同比增长 12.4%；同期，安顺市实现公共财政预算收入 70.32 亿元，同比增长 5.6%；经济和财政实力持续增强。
- ▶ **政府的有力支持。**作为西秀区基础设施和保障房建设的主体，公司承担了西秀区绝大部分保障房建设项目；此外，公司资金补贴和资产划转等方面得到了政府的大力支持，2016 年，西秀区政府向公司注入价值为 40.52 亿元的土地资产，并划拨财政资金 24.64 亿元，使得公司资本公积增加至 99.84 亿元，资本实力不断增强。
- ▶ **营业收入大幅增长。**2016 年，随着较多建设项目的完工并实现结算，公司代建工程业务收入较上年大幅增长 82.19%至 7.16 亿元，带动了营业收入的大幅增长。

### 关注

- ▶ **未来资本支出压力较大。**公司承担的基础设施建设和保障性住房项目较多，截至 2016 年末，公司代建业务在建和拟建基础设施项目总投资 76.81 亿元，已投资 20.72 亿元，未来资本支出压力较大。
- ▶ **债务规模及资产负债率快速上升。**随着公司业务规模的拓展，公司债务水平及资产负债率均快速提升。截至 2016 年末，公司总债务为 89.08 亿元，较上年大幅增长 279.20%。同期，公司资产负债率升至 54.58%。
- ▶ **经营活动现金流大幅流出。**2016 年，公司经营活动净现金流由 2015 年的 -1.29 亿元减少至 -69.37 亿元，呈大幅流出状态，资金回笼情况较差，垫资情况较为严重。
- ▶ **应收款规模较大。**截至 2016 年末，公司其他应收款 58.72 亿元，大幅增长 649.52%，主要系与西秀区政府部门及其出资企业之间的往来款，中诚信国际将保持对公司资金往来的关注。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年或每半年进行定期或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

公司于 2016 年 11 月 22 日发行了“16 西秀债”，募集资金 15 亿元，资金拟用于西秀区 2016 年北部新区大水沟、帆布厂、北门党校、林业局片区城市棚户区改造项目和补充流动资金。根据公司提供的资料，截至 2017 年 3 月 24 日，募集资金已使用 8.85 亿元，全部用于西秀区 2016 年北部新区大水沟、帆布厂、北门党校、林业局片区城市棚户区改造项目和补充公司流动资金。

## 基本分析

### 安顺市不断优化产业结构，经济实力和财政收入稳步增长

安顺市位于贵州省中西部，毗邻贵州省省会贵阳。全市总面积 9,267 平方公里，总人口 289.98 万人，其中少数民族人口占 39%。安顺市辖西秀区、平坝区、普定县、镇宁布依族苗族自治县、关岭布依族苗族自治县、紫云苗族布依族自治县以及黄果树风景名胜区。

安顺历史悠久、文化底蕴深厚，是贵州省历史文化名城，拥有穿洞文化、夜郎文化、牂牁文化、屯堡文化等独特的历史文化遗存。其中国家级重点文物保护单位 5 处，省级文物保护单位 27 处。安顺素有“中国瀑乡”、“屯堡文化之乡”、“蜡染之乡”、“西部之秀”的美誉。安顺市风景区面积占幅员面积的 12% 以上，远高于全国 1% 和贵州省 4.2% 的比例。安顺市境内有黄果树、龙宫以及格凸河 3 个国家级风景名胜区，其中黄果树和龙宫为国家首批 5A 级旅游景区；有关岭古生物化石群国家地质公园、九龙山国家森林公园；有夜郎洞、旧州古镇、云峰屯堡和兴伟石博园 4 个国家 4A 级旅游景区；有花江大峡谷、夜郎湖、斯拉河等一批省级风景名胜区；还有亚洲跨度第一、世界第六的坝陵河大桥。

资源方面，安顺市境内矿产资源比较丰富，有

煤炭、铅锌矿、铝土矿、锑矿、金矿、重晶石、萤石、石膏、硅石、方解石、炼镁白云石、饰面用灰岩、水泥用灰岩等矿产资源分布。

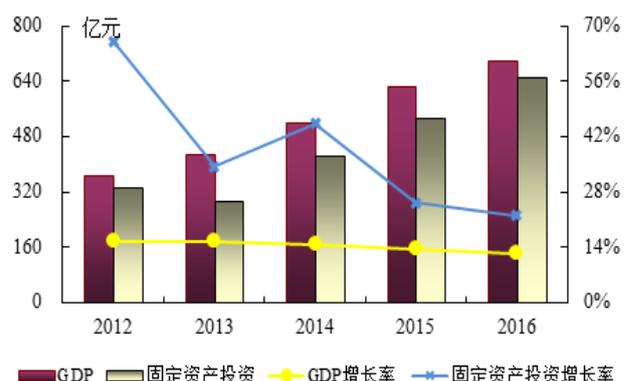
交通方面，安顺市境内已形成二横一纵二连线一环线的基本构架；株六铁路横贯全境，长昆快速铁路将在境内设置三个站点；军民两用的黄果树机场距市区仅 6 公里；位于珠江水系上游北盘江的镇宁坝草码头，是距省会贵阳最近的出海码头。

产业方面来看，机械装备制造业、能源工业、化学工业以及制药工业为安顺市四大支柱性产业。目前正在着力打造石材产业成为安顺的支柱性产业，旅游业也是日渐强盛。近年来安顺市经济平稳较快发展，2016 年完成地区生产总值 701.35 亿元，比上年增长 12.4%。分产业看，第一产业增加值 124.07 亿元，增长 6.3%；第二产业增加值 227.12 亿元，增长 12.5%；第三产业增加值 350.16 亿元，增长 14.5%。三次产业结构比由上年的 18.1:33.2:48.7 调整为 17.7:32.4:49.9，产业结构不断优化。

2016 年，安顺市规模以上工业增加值 174.63 亿元，增长 11.5%。其中，公有制工业增加值 53.73 亿元，增长 4.3%；非公有制工业增加值 120.91 亿元，增长 16.4%。按轻重工业分，轻工业增加值 41.60 元，增长 12.9%；重工业增加值 133.04 亿元，增长 12.1%。

2016 年，安顺市固定资产投资 652.95 亿元，比上年增长 21.9%。其中第一产业投资 31.19 亿元，增长 29.3%；第二产业投资 124.08 亿元，下降 4.6%；第三产业投资 497.68 亿元，增长 30.5%。

图 1：2012-2016 年安顺市 GDP、固定资产投资及增速



资料来源：安顺市统计公报

随着区域经济的不断发展，安顺市财政实力持续增长。2016年，安顺市实现一般公共预算收入70.32亿元，同比增长5.6%；政府性基金收入方面，2016年安顺市实现政府性基金收入46.57亿元，同比增长12.90%，主要系土地出让收入的增加。财政支出方面，2016年，安顺市一般公共预算支出222.59亿元，同比增长12.8%，主要用于国防、教育科学、文化体育、社会保障和就业等民生支出。政府性基金支出方面，2016年，安顺市政府性基金预算支出完成36.10亿元，同比增长10%。财政平衡能力方面，2016年，安顺市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为31.59%，财政自给能力较差，缺口主要依赖转移支付和税收返还。

表 1：2014-2016 年安顺市财政收支情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入	58.48	69.86	70.32
其中：税收收入	44.64	54.65	53.65
非税收入	13.84	15.21	16.67
转移支付和税收返还	112.01	138.11	153.86
其中：一般性转移支付	56.12	71.79	73.32
专项转移支付	51.91	62.31	72.66
返还性收入	3.98	4.01	7.87
政府性基金收入	38.77	37.91	46.57
其中：土地出让收入	34.42	34.31	45.06
公共财政预算支出	172.82	196.99	222.59
政府性基金支出	38.09	32.82	49.10

资料来源：公司提供

总体来看，安顺市交通便利，资源丰富，地区生产总值增速较快，但经济规模处贵州省下游水平。随着经济的增长，安顺市财政实力不断增强。

## 西秀区经济财政实力

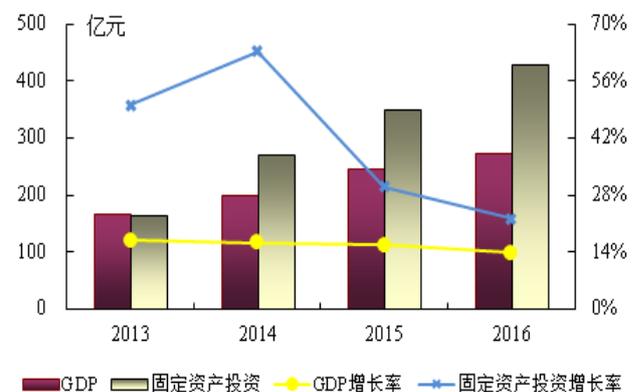
西秀区地处黔中腹地，距省会贵阳 90 公里，总面积 1,710 平方公里，是安顺市的政治、经济、科技、文化中心，全区辖 20 个乡(镇、办事处)、3 个新型社区，总人口 76 万，居住有汉、苗、布依、回、仡佬等 32 个民族。

西秀区是国家级主体功能区“黔中经济区”和贵安新区规划建设的核心区，先后列入全国第三批城镇发展改革试点城市、国家新型城镇化综合试点城市、首批国家信息消费试点城市、第三批国家智慧城市试点城市、全国休闲农业和乡村旅游示范

县、全国文明城市提名城市、全省文明城市、全省“双拥”模范城、全省首家国家级绿色能源示范县、全省生态文明先行示范区、省级农村金融信用区。西秀区区域交通发达，素有“黔之腹，滇之喉，粤蜀之唇齿”、“扼锁滇黔”之称，沪昆高铁、贵昆铁路、株六铁路复线、滇黔公路、清黄高速公路贯穿全境，黄果树机场是贵州省最早建成使用的支线机场之一。西秀区是国务院最早确定的甲类旅游开放城市，同时是“中国优秀旅游城市”和贵州省优先发展重点旅游区及西线旅游中心。自然景观有九龙山国家森林公园、虹山湖公园等。人文景观方面，有老一辈无产阶级革命家王若飞故居为红色经典旅游项目，以及宁谷汉遗址、安顺府文庙、武庙、云山屯古建筑群等多处国家级、省级重点文物保护单位。

2016年，西秀区完成地区生产总值274.5亿元，增长13.8%；全社会固定资产投资完成428.8亿元，增长22.1%；规模以上工业增加值完成67.6亿元，增长为14%；社会消费品零售总额完成69.4亿元，增长13.1%。

图 2：2013-2016 年西秀区 GDP、固定资产投资及增速



资料来源：西秀区统计公报

财政方面，2016年，西秀区实现一般公共预算收入23.91亿元，同比下降2.13%，主要系税收收入较上年有所下降所致。受“营改增”影响，西秀区2016年实现税收收入19.51亿元，较上年下降3.70%，非税收入4.40亿元，较上年略有增长。

近年来，西秀区财政对上级补助收入的依赖程度较高，2016年获得上级补助收入39.85亿元，较上年增长17.45%，对区级财政形成了有效补充。

2016年，西秀区一般公共预算支出63.50亿元，

较上年增长 13.47%，主要用于科学教育、医疗卫生、社会保障和就业等民生支出。

收支平衡方面，2016 年，西秀区财政平衡率（公共预算收入/公共预算支出）为 37.65%，较上年下降 6.01 个百分点，财政平衡能力呈逐年下降趋势，上级补助收入是财政收入的重要来源。

表 2：2014~2016 年西秀区财政收支情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入	20.07	24.43	23.91
其中：税收收入	16.48	20.26	19.51
非税收入	3.59	4.17	4.40
上级补助收入	23.87	33.93	39.85
政府性基金收入	11.34	9.76	14.18
其中：土地出让收入	10.56	9.60	5.27
公共财政预算支出	43.85	55.96	63.50
财政平衡率（%）	45.77	43.66	37.65

资料来源：公司提供

地方政府债务方面，截至 2016 年末，西秀区地方政府直接债务余额 77.11 亿元，担保债务余额 1.08 亿元。

总体上看，西秀区经济保持了较高的增长速度，但受“营改增”影响，2016 年税收收入略有下滑。中诚信国际也注意到，西秀区财政平衡能力较差，对上级政府支持的依赖程度较高。

### 基础设施建设业务模式稳定；由于代建项目结算较多，2016 年公司代建业务收入大幅增长

根据《安顺市西秀区人民政府关于明确安顺市西秀区城镇投资集团有限责任公司相关职能的批复》（西府函[2015]451 号文），西秀区政府明确公司负责承担安顺市西秀区的教育、医疗、卫生及其他机关部门办公场所和配套基础设施建设，融资和承担各乡镇小城镇建设等职能；并由西秀区财政局就代建项目与公司签订代建协议。在工程具体实施过程中，由安顺市有关职能部门配合公司进行工程具体管理及结算工作，并由西秀区政府对公司承担的重点工程项目管理给予投资利润补偿。

收入确认方面，项目定期按照完工进度由西秀区财政局按项目实际发生的成本加成 6% 进行结算，公司按此确认为代建收入，同时结转相应成本，

结算采取分期支付的方式。2016 年，公司代建业务收入为 7.16 亿元，同比增长 82.19%，主要系灯泡厂安置房项目、部分道路工程、九所小学、产业园区公租房等完工结算的项目大幅增加所致。

西秀区财政局就建设项目与公司签订代建协议，近年来，公司承接的项目包括道路、土地整理、办公大楼、市民活动广场、产业园厂房改造及西秀区其他零星工程等公益性城市配套设施。

公司承接的基础设施建设项目较多，具体包括白改黑道路白改黑工程、高级中学建设工程、屯堡古镇建设工程、黄果树大街建设工程、南出口片区工程项目、区委大院改造工程、头铺卡口工程项目、“四在农家，美丽乡村”建设工程及其他零星工程等。截至 2016 年末，公司在建项目总投资 49.81 亿元，已完成投资 20.72 亿元，2017 年拟投资 8.46 亿元。

表 3：截至 2016 末公司在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	2017年拟投资额	是否签署代建协议
白改黑道路工程项目	4.30	4.72	-	已签订
西秀区周边道路工程	5.22	4.74	0.48	已签订
高级中学建设工程项目	4.60	2.67	0.32	已签订
黄果树大街建设工程项目	1.33	0.83	0.50	已签订
建设路周边土地整理项目	2.10	0.82	1.28	已签订
“四在农家，美丽乡村”建设工程	2.26	0.31	0.62	已签订
旅发大会景观整治工程	0.36	0.24	0.12	已签订
武当路与北航路交叉西北角改造工程	4.51	0.20	0.40	已签订
屯堡古镇建设工程	2.33	1.22	1.04	已签订
众创空间工程建设项目	0.18	0.14	0.04	已签订
华兴国有工矿改造项目	2.29	0.10	0.90	已签订
区委大院改造工程	15.00	0.65	1.30	已签订
头铺卡口工程项目	1.26	0.49	0.98	已签订
其他零星工程	4.07	3.59	0.48	已签订
<b>合计</b>	<b>49.81</b>	<b>20.72</b>	<b>8.46</b>	-

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司拟建项目包括安顺市西秀区七眼桥镇文化旅游型特色小镇建设项目等 6 个项目工程，拟建项目总投资 27.00 亿元，2017 年拟投资 7.07 亿元，拟建项目资金来源均为中央补助及地方自筹。

表 4：截至 2016 年末公司拟建基础设施建设项目情况（亿元）

拟建项目名称	总投资额	2017年拟投资额	计划建设周期
西秀区东屯乡市政广场建设项目	1.50	0.38	2017.1-2019-1
西秀区东屯乡小城镇及美丽乡村建设项目	7.57	1.26	2017.4-2020.4
西秀区七眼桥镇联桥村“四在农家，美丽乡村”安顺屯堡天池古寨建设项目	5.33	1.33	2017.4-2019.4
七眼桥镇章庄村“四在农家，美丽乡村”建设项目	2.30	1.15	2017.4-2018.4
七眼桥镇小关村“四在农家，美丽乡村”建设项目	1.50	0.75	2017.4-2018.4
七眼桥镇岚山生态旅游公园综合开发项目	8.80	2.20	2017.5-2019.5
<b>合计</b>	<b>27.00</b>	<b>7.07</b>	-

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司在建及拟建项目未来尚需投资 56.09 亿元，其中，2017 年，公司计划投资 15.53 亿元。项目未来投资额较大，公司将面临较大的资金压力。

表 5：截至 2016 末公司在建及拟建基础设施项目（亿元）

项目	总投资	已投资额	2017 年拟投资额
在建	49.81	20.72	8.46
拟建	27.00	-	7.07
<b>合计</b>	<b>76.81</b>	<b>20.72</b>	<b>15.53</b>

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担了安顺市西秀区较多基础设施建设任务，未来随着项目建设进程的推进，公司代建收入将逐步得以确认。中诚信国际将持续关注公司融资规模扩大带来偿债的压力及代建收入的到账情况。

### 保障房项目稳步推进，未来在建及拟建投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力

根据《安顺市西秀区人民政府关于明确安顺市西秀区城镇投资集团有限责任公司相关职能的批复》（西府函[2015]451 号文），西秀区政府明确公司负责承担保障性安居工程（包括公租房、廉租房、棚户区安置房）建设。公司保障性住房建设主要采取代建和自建模式。公司目前建设的保障性住房项目主要为纳入贵州省保障性住房计划的项目，得到当地政府的大力支持。

保障性住房项目委托代建模式具体为：公司与西秀区财政局签订代建协议，由公司组织对保障性住房项目进行建设。保障房代建模式的资金平衡方式、收入结算方式与基础设施代建一致。

保障性安居自建模式具体为：公司自行建设保

障性住房项目，且自行承担相关业务的融资、投资建设、业务等工作。项目竣工后，保障性住房由公司按照政府的指导价格，定向销售给政府货币安置的棚户区拆迁户或中低收入人群。

2016 年，公司实现销售安置房收入 0.06 亿元，较上年大幅下滑，主要系 2016 年基本无可供出售的安置房项目。

在建项目方面，截至 2016 年末，公司在建的保障房项目有 7 个，主要包括头铺麒麟安置房建设项目、南出口片区工程项目、大水沟、帆布厂、北门党校、林业局片区城市棚户改造项目 and 酿机厂安置房工程项目等项目，上述计划总投资 104.05 亿元，已完成投资 22.39 亿元，2017 年公司拟投资金额为 27.64 亿元。其中，大水沟、帆布厂、北门党校、林业局片区城市棚户改造项目的建设内容包含 4 个地块、4,620 户、455,041.18 平方米棚户区居民的安置房建设，还建安置小区 4 个，共建设 48 栋还建住宅楼，包括 12 栋 20 层、4 栋 24 层、22 栋 26 层及 10 栋 28 层，还建住宅共计 4,752 套，还建总建筑面积 600,654.36 平方米。项目总投资 19.02 亿元，截至 2016 年末已投资 3.61 亿元，2017 年计划投资 7.22 亿元。

拟建项目方面，截至 2016 年末，公司拟建的保障房项目有 13 个，包括龙泉片区城市棚户区改造项目、火车站片区城市棚户区改造项目、大龙潭片区城市棚户区改造项目、大屯片区城市棚户区改造项目、马槽社区城市棚户区改造项目、图书片区城市棚户区改造项目等，拟建保障房项目计划总投资 100.47 亿元，2017 年拟投资金额为 25.11 亿元，目前均处于前期拆迁工作阶段。公司在建和拟建的保障房项目较多，未来投资压力较大。

表 6：截至 2016 年末公司主要在建和拟建保障房项目情况（万平方米、亿元）

在建项目名称	总建筑面积	计划投资额	已投资额	2017年拟投资额	建设模式
头铺、麒麟安置房建设项目	59.73	9.47	8.25	1.22	委托代建
虹山湖片区安置房工程项目	35.21	9.16	2.51	0.25	委托代建
南出口片区工程项目	91.88	19.50	0.70	5.00	委托代建
酿机厂安置房工程项目	42.00	11.87	0.41	0.82	委托代建
虹机厂安置房工程项目	30.97	9.03	0.53	0.37	委托代建
茶城片区城市棚户改造在项	18.09	26.00	6.38	12.76	委托代建
大水沟、帆布厂、北门党校、林业局 片区城市棚户改造项目	51.17	19.02	3.61	7.22	委托代建
<b>合计</b>	<b>329.05</b>	<b>104.05</b>	<b>22.39</b>	<b>27.64</b>	-
拟建项目名称	总建筑面积	计划投资额	2017年拟投资额		建设模式
南华菜场城市棚户区改造项目	4.06	6.74	1.68		委托代建
南关厢西片区城市棚户区改造项目	1.18	0.70	0.17		委托代建
图书片区城市棚户区改造项目	9.66	8.66	2.17		委托代建
大龙潭片区城市棚户区改造项目	13.03	12.60	3.15		委托代建
大屯片区城市棚户区改造项目	10.13	3.74	0.93		委托代建
老三〇二片区城市棚户区改造项目	4.70	12.98	3.25		委托代建
龙家湾片区城市棚户区改造项目	7.04	33.37	8.34		委托代建
龙泉片区城市棚户区改造项目	25.95	2.00	0.50		委托代建
火车站片区城市棚户区改造项目	22.77	5.79	1.45		委托代建
二级站片区城市棚户区改造项目	14.68	1.20	0.30		委托代建
凤凰社区城市棚户区改造项目	6.54	4.88	1.22		委托代建
马槽社区城市棚户区改造项目	13.94	1.41	0.35		委托代建
新太片区城市棚户区改造项目	5.85	6.40	1.60		委托代建
<b>合计</b>	<b>139.52</b>	<b>100.47</b>	<b>25.11</b>		-

注：根据实际情况，部分已投资金额超过计划投资规模。  
资料来源：公司提供

总体来看，安顺市西秀区保障房项目绝大部分由公司承建，随着项目的推进，公司将面临较大的投融资压力，但随着项目的建成，也将给公司带来较大的收益。

## 2016 年，公司租赁业务收入小幅增长，但占营业总收入比重很小

公司承担着西秀区部分国有资产管理 and 经营任务。2015 年 10 月，公司的全资子公司安顺汇资商业投资发展有限公司（以下简称“汇资公司”）成立，主要负责经营管理公司自持的廉租房、公租房、商业铺面及政府划入的其他可用于租赁的经营性资产。

截至 2016 年末，汇资公司拥有投资性房地产面积为 83,622.62 平方米，账面价值为 6.67 亿元，其中，已出租的面积为 14,303.88 平方米，账面价

值为 1.66 亿元。2016 年，公司实现租赁收入 266.27 万元，较上年小幅增长。

总体来看，物业租赁收入规模较小，但呈稳定增长趋势，预计未来将对公司的收入规模起到有益补充。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年三年连审财务报告及中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度审计报告。2016 年，公司新设立全资子公司 1 家——安顺水悦温泉旅游开发有限公司，但因实际未出资及经营，暂未纳入合并范围；截至 2016 年末，纳入公司合并范围的子公司有 2 家。

## 盈利能力

随着各项业务的发展，公司营业总收入稳步增长，2016年，公司实现营业总收入7.25亿元，较上年大幅增长，主要来自代建工程收入的增加。从收入构成来看，公司收入的主要来源是代建收入，2016年实现代建收入7.16亿元，占营业总收入的比重继续上升，达到98.76%，主要系2016年完工结算工程较多，使得代建工程收入大幅增加。此外，2016年公司售房收入下降幅度较大，仅有0.06亿

元，占营业总收入的比重下降为0.80%，主要是由于公司可售的房屋面积减少。此外，2016年租赁收入较上年小幅增长至0.03亿元，但在营业总收入中的占比很小，对营业收入贡献有限。

从毛利率水平看，2016年公司毛利率为5.85%，呈小幅上升状态，主要是因为收入占比最大的代建业务毛利率水平相对稳定。此外，2016年售房业务毛利率较上年有较大幅度提升，主要系部分售房业务的成本已于前期确认，2016年成本相对较小。

表7：2014~2016年公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2014		2015		2016	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
代建工程	3.34	5.66%	3.93	5.66%	7.16	5.43%
售房业务	0.65	2.81%	0.74	2.36%	0.06	12.80%
租赁业务	0.01	100.00%	0.02	100.00%	0.03	100.00%
合计/综合	4.00	5.36%	4.69	5.58%	7.25	5.85%

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

期间费用方面，2014~2016年，公司三费合计分别为0.05亿元、0.14亿元和0.35亿元，三费收入占比分别为1.18%、3.09%和4.87%，占比较低。期间费用由管理费用和财务费用构成，2016年管理费用和财务费用分别为0.08亿元和0.27亿元，较上年呈增长态势，其中，财务费用增幅相对较大，主要是由于2016年公司新增长短期借款规模较大所致。

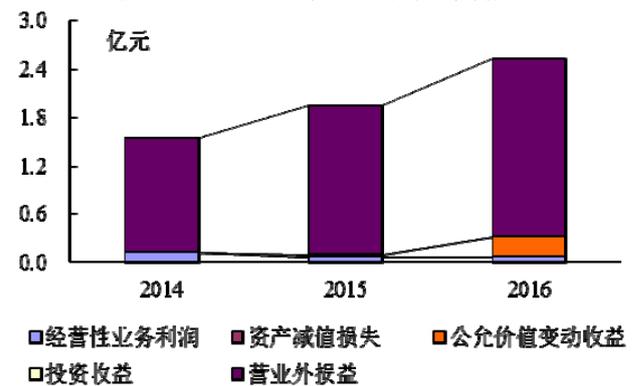
表8：2014~2016年公司期间费用分析

项目名称	2014	2015	2016
销售费用(亿元)	0.00	0.00	0.00
管理费用(亿元)	0.02	0.05	0.08
财务费用(亿元)	0.03	0.09	0.27
三费合计(亿元)	0.05	0.14	0.35
营业总收入(亿元)	4.00	4.69	7.25
三费收入占比(%)	1.18	3.09	4.87

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2014~2016年，公司利润总额分别为1.55亿元、1.95亿元和2.52亿元，逐年稳定增长；同期，公司经营性利润分别为0.12亿元、0.07亿元和0.07亿元，2015~2016年，公司经营性业务利润大幅下降，主要是由于管理费用和财务费用增长所致。公司利润主要来源于政府补助，2014~2016年，公司分别获得政府补助1.42亿元、1.86亿元和2.21亿元。

图3：2014~2016年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，公司收入规模逐年增长，但公司毛利率较低，公司盈利对政府补助的依赖较大。

## 偿债能力

截至2016年末，公司所有者权益合计达到113.98亿元，同比增长149.41%，主要来自资本公积的增长。2016年，公司资本公积新增61.05亿元至99.84亿元，主要为西秀区政府注入的土地资产和财政资金。根据西区财[2016]68号文，公司将财政拨入资金的24.64亿元确认为资本公积；根据西府函[2016]588号文和[2016]589号文，西秀区人民政府向公司共注入173.43万平方米的土地，评估价值为40.52亿元。资产构成方面，公司资产以流动

资产为主，截至 2016 年末，流动资产在总资产中的占比为 96.83%。具体来看，流动资产主要由存货、其他应收款和预付账款构成。截至 2016 年末，公司存货为 100.95 亿元，大幅增长 105.00%，系上述政府注入的土地及 2016 年新增的代建项目投入；其他应收款 58.72 亿元，大幅增长 649.52%，主要系往来款的增加，前五名欠款单位分别为西秀区国有资产管理局、西秀区财政局、贵州省安顺市西秀区国有资产运营有限公司、安顺市西秀区文化旅游发展有限公司、安顺永鑫房地产开发有限公司，合计 21.57 亿元，占其他应收款总额的 36.73%；预付账款为 41.73 亿元，大幅增长 530.93%，主要是由于 2016 年新开工项目增加，使得预付的工程款也相应增加。

截至 2016 年末，公司总债务为 89.08 亿元，较上年末增加 65.59 亿元，增幅较大，主要来源于长短期借款的大幅增加和新增的应付债券。公司债务以长期债务为主，截至 2016 年末长期债务为 79.38 亿元，占总债务的 89.11%。截至 2016 年末，公司资产负债率为 54.58%，总资本化比率为 43.87%，债务的大幅增长拉动了公司资产负债率和总资本化比率的上升。

偿债能力指标方面，2014~2016 年，公司总债务/EBITDA 分别为 5.62 倍、11.49 倍和 31.28 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 4.95 倍、2.65 倍和 1.29 倍，随着债务规模的快速增长，EBITDA 对总债务及利息的覆盖能力快速下降。2014~2016 年，由于公司经营活动净现金流持续为负数，经营性现金流对利息支出的覆盖能力不足。2016 年，由于新增开工项目较多，使得公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长；支付其他与经营活动有关的现金大幅增长至 53.94 亿元，主要是与政府部门及其出资企业之前的往来大幅增加所致；上述两项支出的大幅增加导致当年经营活动净现金流为-69.37 亿元。

表 9：2014~2016 年公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	8.92	23.49	89.08
短期债务（亿元）	0.55	1.77	9.70
长期债务（亿元）	8.37	21.72	79.38

资产负债率（%）	23.80	44.32	54.58
总资本化比率（%）	17.42	33.95	43.87
EBITDA（亿元）	1.59	2.04	2.85
经营净现金流（亿元）	-1.12	-1.29	-69.37
总债务/EBITDA（X）	5.62	11.49	31.28
经营净现金流/总债务(X)	-0.13	-0.05	-0.78
EBITDA 利息倍数(X)	4.95	2.65	1.29
经营净现金流利息倍数(X)	-3.49	-1.67	-31.54

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

截至 2016 年末，公司总债务为 89.08 亿元。从债务到期分布来看，2017~2021 年及以后的到期债务分别为 10.65 亿元、12.30 亿元、7.18 亿元、3.00 亿元和 55.95 亿元，债务集中于 2021 年以后到期。

表 10：截至 2016 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2017	2018	2019	2020	2021 及以后
到期金额	10.65	12.30	7.18	3.00	55.95

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司总债务中纳入政府性债务规模为 8.73 亿元，全部为政府一类债务，已置换 3.53 亿元，尚有 5.20 亿元未置换。

银行授信方面，截至 2016 年末，公司共计获得银行授信总额 68.92 亿元，其中已使用授信额度 20.40 亿元，尚未使用授信额度 48.52 亿元，流动性支持较充足。

或有事项方面，截至 2016 末，公司对外担保余额为 19.93 亿元，占所有者权益合计的 17.49%，担保方式主要是保证担保，担保金额较大的主要是对安顺市西秀区工业投资有限责任公司、安顺金财资产运营有限责任公司和安顺市城市建设投资有限责任公司贷款的担保。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司及下属子公司受限货币资金为 2.00 亿元，存货用于抵押融资的金额为 19.61 亿元，投资性房地产用于抵押担保的金额为 4.26 亿元，受限资产账面价值合计为 25.86 亿元，占公司总资产的 10.30%。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2017 年 2 月 8 日，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

## 评级展望

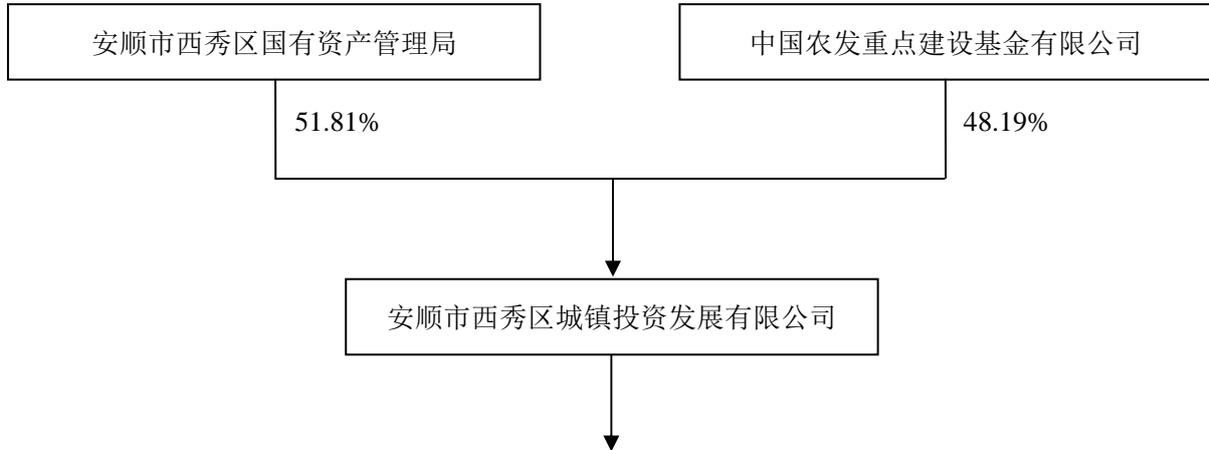
中诚信国际肯定了安顺市的经济和财政实力不断增强，为公司发展提供了较好的外部条件，作为西秀区基础设施和保障房建设的主体，公司得到了政府的有力支持，营业收入大幅增长。同时，中诚信国际也关注到公司未来资本支出压力较大、债务规模及资产负债率快速上升、经营活动现金流大幅流出、应收款规模较大等因素对公司未来信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内信用水平将保持稳定。

## 结论

综上，中诚信国际维持安顺市西秀区城镇投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 西秀债”信用等级为 **AA**。

**附一：安顺市西秀区城镇投资发展有限公司股权结构图（截至 2016 年末）**



序号	子公司名称	持股比例	2016 年末实际出资 (万元)	表决权比例	是否纳入 合并范围
1	安顺市西秀区汇盈投资有限公司	100.00%	10,100.00	100.00%	是
2	安顺汇资商业投资发展有限公司	100.00%	93,388.07	100.00%	是
3	安顺水悦温泉旅游开发有限公司	100.00%	0.00	100.00%	否
4	贵州百安房地产开发有限公司	100.00%	0.00	0.00	否
5	贵州省安顺市西秀区市政工程有限公司	91.00%	525.00	0.00	否

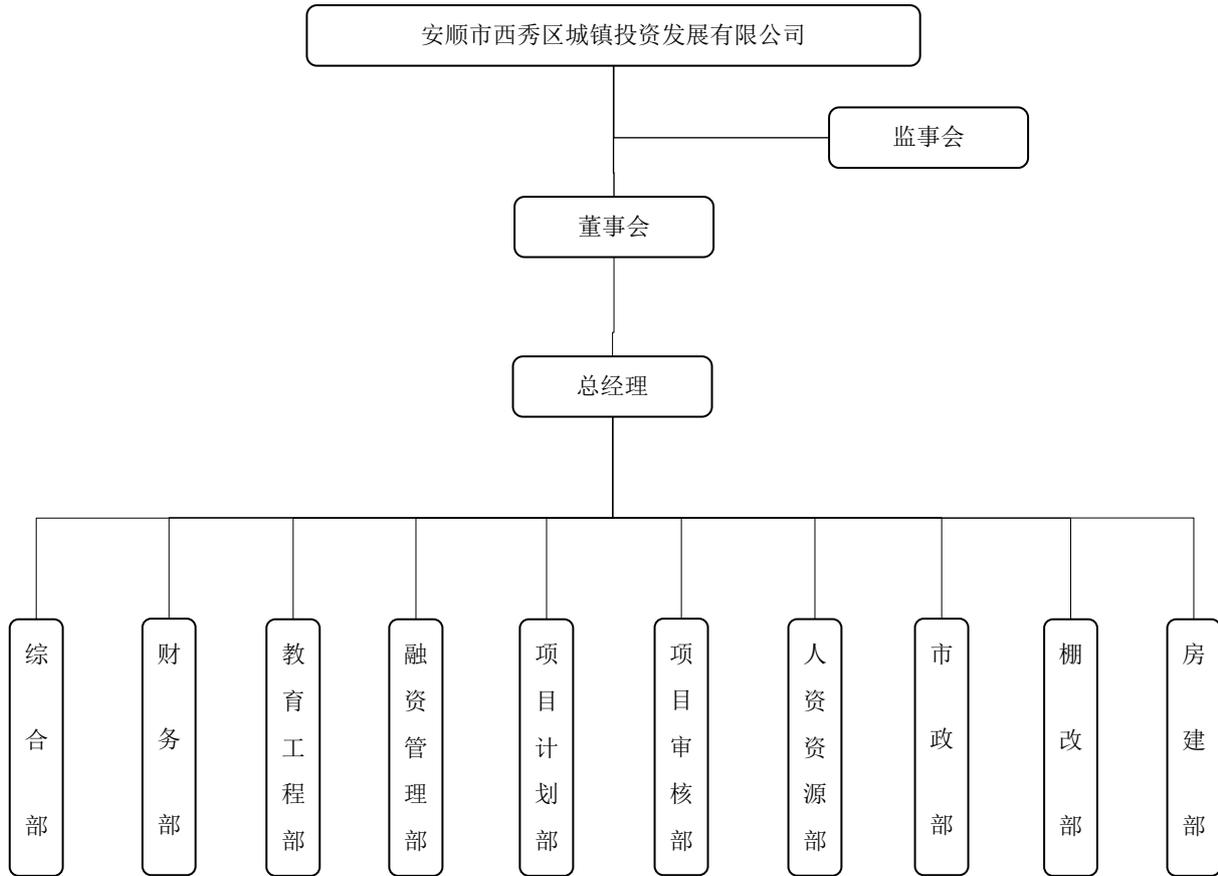
注：1、贵州百安房地产开发有限公司由自然人桑珍福出资成立，2015 年 12 月 30 日出于增信考虑将股东变更为安顺市西秀区城镇投资发展有限公司，公司没有实际控制权，故未纳入合并范围；

2、贵州省安顺市西秀区市政工程有限公司由公司和其他 15 名自然人股东出资成立，实际由吴大明等 15 名自然人控制管理，公司没有实际控制权，故未纳入合并范围；

3、安顺水悦温泉旅游开发有限公司成立于 2016 年 3 月 11 日，尚未出资及经营，故未纳入合并范围。

资料来源：公司提供

附二：安顺市西秀区城镇投资发展有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

**附三：安顺市西秀区城镇投资发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	27,208.69	75,327.11	364,468.66
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	21,391.95	28,984.07	36,572.90
其他应收款	17,499.57	78,346.41	587,222.67
存货净额	400,561.10	492,431.38	1,009,465.84
可供出售金融资产	525.00	525.00	525.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
固定资产	107.08	122.91	494.83
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	554,986.86	820,739.59	2,509,534.76
其他应付款	26,891.91	112,152.64	391,402.61
短期债务	5,500.00	17,700.00	97,000.00
长期债务	83,700.00	217,210.00	793,785.00
总债务	89,200.00	234,910.00	890,785.00
净债务	61,991.31	159,582.89	526,316.34
总负债	132,107.87	363,753.85	1,369,766.76
财务性利息支出	386.98	965.14	3,188.43
资本化利息支出	2,814.97	6,752.52	18,806.15
实收资本	11,500.00	11,500.00	11,500.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	422,878.98	456,985.75	1,139,768.00
营业总收入	40,004.95	46,916.42	72,523.64
三费前利润	1,708.48	2,116.00	4,220.31
营业利润	1,235.40	906.88	3,155.09
投资收益	0.00	0.00	4.54
营业外收入	14,220.00	18,633.00	22,111.89
净利润	15,146.55	18,422.85	24,458.36
EBIT	15,842.37	20,424.34	28,435.35
EBITDA	15,861.89	20,447.32	28,478.25
销售商品、提供劳务收到的现金	32,076.85	39,324.31	65,234.81
收到其他与经营活动有关的现金	71,972.12	115,299.49	168,991.69
购买商品、接受劳务支付的现金	102,496.10	127,038.46	388,193.62
支付其他与经营活动有关的现金	12,459.27	39,390.89	539,387.52
吸收投资收到的现金	10,000.00	13,000.00	246,375.00
资本支出	19,303.87	2,414.98	407.10
经营活动产生现金净流量	-11,181.41	-12,881.56	-693,696.73
投资活动产生现金净流量	-19,303.87	-17,814.98	-2.57
筹资活动产生现金净流量	50,898.05	74,914.95	966,740.84
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	5.36	5.58	5.85
三费收入比(%)	1.18	3.09	4.87
总资产收益率(%)	3.28	2.97	1.71
流动比率(X)	14.23	5.70	4.95
速动比率(X)	2.69	1.99	2.89
资产负债率(%)	23.80	44.32	54.58
总资本化比率(%)	17.42	33.95	43.87
长短期债务比(X)	0.07	0.08	0.12
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.13	-0.05	-0.78
经营活动净现金流/短期债务(X)	-2.03	-0.73	-7.15
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.49	-1.67	-31.54
总债务/EBITDA(X)	5.62	11.49	31.28
EBITDA/短期债务(X)	2.88	1.16	0.29
货币资金/短期债务(X)	4.95	4.26	3.76
EBITDA 利息倍数(X)	4.95	2.65	1.29

注：1、公司各期财务报告均执行新会计准则；2、将其他非流动负债中带息负债调整至长期借款。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。