

信用等级公告

联合[2018] 1385 号

联合资信评估有限公司通过对毕节市开源建设投资（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持毕节市开源建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，“14 毕节开源债/PR 毕开源”和“16 毕节开源小微债/16 毕小微”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十六日



毕节市开源建设投资（集团）有限公司

跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 毕节开源债/ PR 毕开源	7.80 亿元	2021/2/25	AA	AA
16 毕节开源小微债 /16 毕小微	8.00 亿元	2019/7/29 ¹	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	32.71	26.52	52.73
资产总额(亿元)	281.14	371.38	416.75
所有者权益(亿元)	133.75	180.19	182.62
短期债务(亿元)	10.23	21.02	39.35
长期债务(亿元)	29.27	55.53	87.01
全部债务(亿元)	39.50	76.56	126.36
营业收入(亿元)	17.36	13.31	10.54
利润总额(亿元)	2.87	3.43	3.34
EBITDA(亿元)	3.77	4.33	4.92
经营性净现金流(亿元)	-19.82	-24.76	-20.00
营业利润率(%)	10.94	10.10	5.46
净资产收益率(%)	1.83	1.79	1.84
资产负债率(%)	52.43	51.48	56.18
全部债务资本化比率(%)	22.80	29.82	40.90
流动比率(%)	474.06	409.89	435.96
经营现金流动负债比(%)	-34.23	-28.03	-21.39
全部债务/EBITDA(倍)	10.47	17.68	25.69

分析师

张龙景 朱煜

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

¹ 在存续期内第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

评级观点

跟踪期内，毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“开源建投”或“公司”）作为毕节市城市基础设施项目建设及公交运营主体，继续保持其在外经营环境、股东支持等方面的优势。跟踪期内，公司新增房产销售收入，未来持续建设项目较多，业务收入有望持续。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司城建项目回款受政府拨付进度影响大、往来款流出规模较大等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。随着毕节市经济稳定发展，公司面临良好的外部环境；随着毕节市基础设施建设的推进，公司整体业务有望稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“14 毕节开源债/PR 毕开源”和“16 毕节开源小微债/16 毕小微”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司在资产置换和财政补贴方面持续获得股东支持。
2. 公司是毕节市城市基础设施建设的主要主体之一，在公交客运领域具备较强的区域专营优势。
3. 跟踪期内，公司新增房产销售收入，随着房产项目的陆续建成，未来该板块业务有望持续。

关注

1. 公司项目回款受政府拨付效率影响大，收现情况存在不确定性。
2. 公司存货中土地抵押比例高；应收七星关区政府及相关单位款项占比很大，对资金形成较大占用，存在资金周转压力。
3. 跟踪期内，公司往来款现金流出规模较大；

- 未来投资规模大，对外部融资依赖较大。
4. 公司对外担保规模较大，集中度高，存在一定或有负债风险。
 5. 公司债务规模增长较快，长期偿债能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由毕节市开源建设投资(集团)有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

毕节市开源建设投资（集团）有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为毕节市人民政府，持股比例 100%。截至 2017 年底，公司实收资本和注册资本均为 30000 万元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设行政人事部、审计监察部、资产管理部、项目管理部、计划财务部和投资发展部共 6 个职能部门；纳入合并范围子公司合计 12 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 416.75 亿元，所有者权益合计 182.62 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2017 年公司实现营业收入 10.54 亿元，利润总额 3.34 亿元。

公司注册地址：贵州省毕节市七星关区松山路（市财政局办公楼二楼）；法定代表人：李明亮。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，联合资信所评“14 毕节开源债/PR 毕开源”和“16 毕节开源小微债/16 毕小微”尚需偿还债券余额 15.80 亿元。跟踪期内，上述债券均已按期足额支付债券利息，“14 毕节开源债/PR 毕开源”已按期足额进行分期还本。

截至 2017 年底，“14 毕节开源债/PR 毕开

源”募集资金已使用 12.78 亿元，用于毕节市七星关区东关坡棚户区改造项目，项目已基本完工，累计投资 26.91 亿元；“16 毕节开源小微债/16 毕小微”募集资金已使用 4.1 亿元，全部以委托贷款形式，投放于毕节地区或经毕节市七星关区人民政府同意的其他地区的 41 家小微企业。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 毕节开源债/PR 毕开源	13.00	7.80	2014/2/25	7 年
16 毕节开源小微债/16 毕小微	8.00	8.00	2016/7/29	3+1 年
合计	21.00	15.80	--	--

注：在存续期内第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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國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 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

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	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

	合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	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：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。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。

4. 区域经济

公司是毕节市从事基础设施建设、市区公交运营主体。毕节市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，毕节市经济稳定发展，固定资产投资和房地产开发投资保持增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2017年，毕节市地区生产总值1841.61亿元，同比增长13.27%。分产业来看，2017年毕节市第一产业增加值378.61亿元，比上年增长6.8%；第二产业增加值692.2亿元，比上年增长10.1%；第三产业增加值770.8亿元，比上年增长15.6%；三次产业结构比为20.6:37.6:41.8。2017年人均地区生产总值为27690元，同比增加3146元。

工业方面，2017年毕节市实现全部工业增加值545.95亿元，同比增长9.3%。规模以上工业增加值455.5亿元，同比增长10.6%。

固定资产投资方面，2017年完成固定资产投资1730亿元，同比增长18.1%。其中，工业投资331.5亿元，比上年增长6.8%。2017年，毕节市房地产开发完成投资210.1亿元，比上年增长18.5%；商品房施工面积2118.74万平方米，比上年增长12.3%；商品房销售面积450.81万平方米，比上年增长23.2%。其中，

住宅销售面积 377.89 万平方米，比上年增长 22.6%；商品房销售额为 188.03 亿元，比上年增长 42.0%。

2017 年底，毕节市常住人口为 665.97 万人，比上年底增加 1.79 万人。其中，城镇人口占 41.22%，比上年提高 1.2 个百分点。2017 年，毕节市城镇常住居民人均可支配收入、农村常住居民人均可支配收入分别为 27320 元和 8473 元，分别比上年名义增长 9.1% 和 10.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为毕节市政府。

2. 外部支持

毕节市政府系公司的实际控制人，跟踪期内，毕节市一般公共预算收入持续增长，财政自给能力差；公司作为毕节市城市基础设施投资建设和运营主体，获得政府在财政补贴和资产置换方面的支持。

财政收支方面，2017 年，毕节市实现一般公共预算收入 123.84 亿元，同比增长 9.98%。2017 年，毕节市实现税收收入 90.79 亿元，同比增长 11.4%。同年，全市政府性基金收入累计完成 103.7 亿元，比上年增长 8.9%。其中，国有土地使用权出让收入 91.97 亿元。同期，毕节市一般公共预算支出 510.32 亿元，同比增长 12.85%，其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计 290.90 亿元，占一般公共预算支出的 57.00%，财政支出弹性尚可。财政自给率为 24.27%，较上年的 24.38% 基本稳定，财政自给能力差。

政府债务方面，2017 年，财政厅核定毕节市地方政府债务限额 1016.4 亿元，其中市级地方政府债务限额 223.5 亿元（含金海湖新区和百里杜鹃风景区）。2017 年全市及市级政府债务余额均未超过本地区政府债务限额。毕节市

政府未公布政府债务具体金额及明细。

2017 年，公司共获得政府补助 4.96 亿元，主要为城市棚户区改造项目补助、基础设施建设项目补贴和票价补贴。2017 年，财政局拨款 3 亿元给公司用于置换公益性资产 2.76 亿元，其余 0.24 亿元用于转增资本公积。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1052050100032140F），截至 2018 年 5 月 3 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 24 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司收入结构有较大变动：受当年结算收入较少影响，公司项目开发收入大幅减少；由于水务公司划出，公司不再有水费收入；当年新增房产销售和土地出让收入。由于土地出让收入毛利率较低，公司当年综合毛利率有所下降。

2017 年，受项目开发收入下降影响，公司实现营业收入 10.54 亿元，同比下降 20.79%。其中，项目开发、城市公交客运和土地出让收入占营业收入的比重分别为 42.06%、3.77% 和 41.11%。公司新增土地出让收入 4.33 亿元；由于贵州毕节水务有限责任公司（以下简称“水务公司”）划出合并范围，公司自 2017 年起不再有水务收入。2017 年，公司客运收入小幅增加；新增安装项目收入和景区观光车票收入（计入其他收入），收入规模小，对公司利润

影响小。

从毛利率看，受土地出让收入毛利率较低和客运业务收入成本倒挂影响，2017年公司综合毛利率为7.41%，较2016年下降3.62个百

分点。其中，新增的房屋销售板块毛利率较高，为35.78%；其他板块业务毛利率较上年基本保持稳定。

表3 公司2016~2017年营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目开发	12.17	91.43	10.35	4.44	42.06	10.71
客运	0.36	2.72	-62.06	0.40	3.77	-76.49
水费	0.60	4.52	56.19	0.00	0.00	0.00
土地出让	0.00	0.00	0.00	4.33	41.11	0.85
房屋销售	0.00	0.00	0.00	1.22	11.52	35.78
其他	0.18	1.34	52.92	0.16	1.53	52.97
合计	13.31	100.00	11.03	10.54	100.00	7.41

注：其他业务收入包括咨询服务收入、物业管理费收入、农作物收入、安装项目收入和景区观光车票收入等。

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司仍从事毕节市基础设施建设工程，2017年政府结算项目少，导致工程施工收入规模下降。公司项目回款受政府拨付效率影响大，收现情况存在不确定性。

公司城市基础设施建设业务以子公司毕节市天河城建开发投资有限公司（以下简称“天河城建”）为主体开展建设。对于委托代建项目，天河城建与七星关区政府签署了委托代建协议，采用建设-移交模式，由政府承担建设成本及融资利息，公司获得此类市政相关投资总额的12%作为投资收益。对于自营项目，由公司自行融资建设。截至目前，公司的在建项目主要包括棚户区改造、环境治理等城市基建项目，包括碧海新区安置房工程、七星关区人民医院等。

表4 截至2017年底公司主要代建项目建设情况
（单位：亿元、%）

单位名称	总投资	已完成投资金额
东关坡棚户区改造项目	26.91	16.85
桂花市场项目	2.50	0.96
幸安路项目	0.80	0.25

七星关区停车场	15.00	0.56
碧海片区城棚改造项目	7.65	0.22
合计	52.86	18.84

资料来源：公司提供

跟踪期内，毕节市七星关区财政局对同心城市公园项目2017年度工程进行结算，确认工程价款为4.44亿元。

跟踪期内，公司公交客运收入稳定增长，但是由于成本投入较高，业务持续亏损。

公司的公交客运业务主要由子公司毕节市公交客运有限责任公司（以下简称“公交公司”）运营。截至2017年底，公司共有196辆运营公交车，同比增加83辆，覆盖13条公交线路，运营总长度为501公里；2017年，公交公司客运总量达225万人次，实现客运收入3975.90万元，同比增长9.91%。受客运车辆更新、成本上升影响，毛利率同比下降较快，为-76.49%。

跟踪期内，由于房屋结算交付，公司房产销售收入增长较快，未来随着房屋建设的完工，该板块收入持续性较好。

2017年，公司房产销售收入主要来自子公司毕节市天厦房地产开发有限公司（以下简称“天厦房产”），天厦房产主要从事房地产开发

经营，及部分城市基础设施建设业务。公司目前主要在建项目基本完工，2017年实现商品房销售收入1.22亿元。公司拟建项目包括景溪苑、天郡华府和德溪铭城，总投资7.20亿元。2018年，公司计划投资共计0.48亿元。

表5 截至2017年底公司在建、拟建房地产项目情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	总投资	已投资金额	2018年度计划投资
天厦·景溪苑	2.20	0.01	0.40
天厦·天郡华府	1.00	--	0.03
天厦·德溪铭城	4.00	--	0.05
合计	7.20	0.01	0.48

资料来源: 公司提供

跟踪期内，公司土地出让对营业收入贡献大；由于水务公司划出，公司不再产生水费收入。

2017年，公司实现土地出让收入为4.33亿元。根据毕节市人民政府要求，公司先后出让了6块土地：2015-CR-073号地块和2015-CR-070号地块，位于七星关区德溪区街道办事处碧玉村，土地性质为住宅兼商业，面积分别为5.10万平方米和2.51万平方米，出让金额1.66亿元；2017-CR-020、2017-CR-021、2017-CR-022和2017-CR-023号地块，位于七星关区观音桥街道办事处五里坪村，面积16.49万平方米，出让金额2.96亿元（含税）。

2017年，根据毕节市政府要求，公司子公司水务公司转至毕节市水务投资有限责任公司，故2017年公司不再产生水费收入。由于水费收入规模相对较小，对公司收入水平影响小。

2017年公司其他业务收入0.16亿元，主要来自咨询服务收入、物业管理费收入、农作物收入、安装项目收入和景区观光车票收入等。

随着毕节市基础设施建设的推进，公司未来将有多项重大项目获得批复并投入建设，公司投资规模较大，存在一定融资压力。

公司承担了毕节市中心城区环境整治工

程，包含同心休闲街、黑滩广场等项目，预计总投资19.39亿元，公司投资规模较大，存在一定融资压力。

表6 2018年公司主要投资项目情况(单位: 万元)

项目	总投资	计划开工时间	2018年计划投资
毕节市七星关区草堤片区城市棚户区改造项目	46187	2018.7	2000
草海路规划路网工程(草海路至文安路支线路网工程)	9200	2018.6	800
毕节市七星关区2017年草海路茶亭片区城市棚户区改造项目	70000	2018.10	1000
环城北路改造(六洞桥西侧段)项目	11000	2018.5	50
环城北路改造(福音堂至观水路)项目	57500	2018.5	50
合计	193887	--	3900

资料来源: 公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报表，大信会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年，公司减少1家子公司，为水务公司；新纳入1家子公司，为七星关区农业发展有限公司。变动子公司均由公司100.00%持股。其中，水务公司划出后，公司无水费收入，对当年营业收入有一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增加，存货和应收类款项占比较大，对公司资金形成占用；公司现金类资产占比有所提高，土地储备较多且抵押比例高，整体资产质量一般。

2017年，公司资产总额416.75亿元，同比增长12.22%，以流动资产为主，资产结构同比稳定。

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.52	7.14	52.73	12.65
应收账款	10.86	2.92	15.33	3.68
预付款项	22.21	5.98	22.12	5.31
其他应收款	112.37	30.26	120.86	29.00
存货	190.03	51.17	196.68	47.19
流动资产	361.98	97.47	407.81	97.85
非流动资产	9.40	2.53	8.94	2.15
资产总额	371.38	100.00	416.75	100.00

资料来源:公司审计报告

2017年底,公司货币资金52.73亿元,同比增长98.83%,系银行存款增长。货币资金中现金0.02亿元,银行存款52.71亿元。

2017年底,公司预付账款22.12亿元,同比基本稳定,主要是预付工程款。从账龄来看,账龄1年以内的占31.21%、1~2年的占35.18%、2~3年的占24.55%、3年以上的占9.06%。

应收类款项方面,2017年底,公司应收账款15.33亿元,同比增长41.25%,主要系财政未结算的工程款增长所致,欠款方主要为毕节市七星关区财政局(12.37亿元,占80.68%)。另有应收毕节悦城房地产开发有限公司款项2.96亿元,为应收土地出让款。2017年底,公司其他应收款120.86亿元,同比增长7.56%,主要系往来款增多所致。其中,按照账龄分析法计提坏账准备的其他应收款金额43.77亿元,共计提坏账准备0.18亿元。从款项性质来看,其他应收款以往来款项(占96.62%)为主。从金额前五名来看,除应收毕节市七星关区房屋征收管理局款项为房屋征收款外,其余四名全部为往来款,账龄均在1年以内。其他应收款综合账龄较短,且应收单位以政府及相关部门为主,回收风险小。

表8 截至2017年底其他应收款前五名概况

(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占期末余额合计数的比例
毕节市七星关区房屋征收管理局	16.63	13.76
毕节市七星关区财政局	16.58	13.72

毕节市七星关区财政局综合股	10.80	8.93
毕节市七星关区益民住房建设投资有	7.07	5.85
毕节市七星关区土地储备开发中心	5.83	4.82
合计	56.90	47.08

资料来源:公司审计报告

2017年底,公司存货196.68亿元,同比小幅增长3.50%,公司存货构成同比未发生较大变动。其中工程施工占19.00%;待开发土地占80.77%。2017年,当年待开发土地共计158.86亿元,较2016年底减少1.04亿元,变动包括:公司置换待开发土地中的公益性资产,导致其减少4884.06万元;出让合计账面价值1.64亿元的两宗土地,新购一宗价值为7248.39万元的土地;缴部分土地税款。2017年底,公司存货中新增971.00万元地热探矿权,系经毕节市人民政府同意由天河城投公司取得。公司存货中75.22亿元(占47.35%)的土地使用权已用于抵押,抵押比例较高。

2017年底,公司非流动资产8.94亿元,同比小幅下降,主要由长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。2017年底,公司长期股权投资2.63亿元,较2016年底基本稳定,主要系对联营企业的投资。其中以对毕节市天骄教育投资有限公司的投资为主,金额为2.32亿元。2017年底,公司固定资产0.66亿元,同比下降44.23%,主要系水务公司划出所致。同期,公司在建工程3.86亿元,同比增长197.84%,主要是2017年鸡鸣三省旅游开发项目投资增加至2.14亿元。2017年底,公司其他非流动资产为1.41亿元,同比下降61.63%,主要系公益性资产划出导致房屋建筑物与土地减少,剩余1.41亿元为预交税费。

2. 资本结构

跟踪期内,公司所有者权益保持基本稳定,资本公积占比大,稳定性较强。总体看,跟踪期内,公司债务规模上升较快,债务负担有所加重,债务结构仍以长期负债为主。

2017年底,公司所有者权益合计182.62

亿元（含少数股东权益 0.59 亿元），规模与结构较上年基本保持稳定。2017 年，公司资本公积 161.06 亿元，同比下降 0.82%。其中本期增加的资本公积为 0.24 亿元，系财政局给公司拨款 3 亿元，用于置换公司公益性资产 2.76 亿元，其余 0.24 亿元用于转增资本公积；减少的资本公积为 1.57 亿元，系将水务公司资产整体划转所致。2017 年底，公司未分配利润 16.54 亿元，同比增长 23.81%。

2017 年底，公司负债合计 234.13 亿元，同比增长 22.45%，仍以非流动负债为主。

表9 公司主要负债及所有者权益构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	0.33	0.17	3.43	1.47
其他应付款	64.01	33.48	47.61	20.33
一年内到期的非流动负债	21.02	11.00	39.35	16.81
流动负债	88.31	46.19	93.54	39.95
长期借款	37.13	19.42	71.21	30.41
长期应付款	46.72	24.43	49.88	21.31
非流动负债	102.88	53.81	140.59	60.05
负债总额	191.20	100.00	234.13	100.00
资本公积	162.39	90.12	161.06	88.19
未分配利润	13.36	7.41	16.54	9.06
所有者权益合计	180.19	100.00	182.62	100.00
负债和所有者权益合计	371.38	--	416.75	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司其他应付款 47.61 亿元，同比下降 25.63%，主要系往来款下降所致。从构成来看，公司其他应收款仍以往来款（占 95.96%）为主，主要为与毕节市七星关区政府控股企业毕节市碧海新区建设投资有限责任公司和开源建设集团物资商贸有限公司的往来。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 39.35 亿元，同比增长 87.15%，主要为一年内到期的长期应付款、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券（为“14 毕节开源债/PR 毕开源”分期偿还本金）。

2017 年底，公司非流动负债合计 140.59

亿元，较上年增长 36.65%，其中长期借款 71.21 亿元，同比增长 91.79%，主要系抵押借款（占 64.44%）和保证借款（占 9.45%）大幅增长；应付债券 15.80 亿元，为“14 毕节开源债/PR 毕开源”7.80 亿元和“16 毕节开源小微债/16 毕小微”8.00 亿元。2017 年底，公司长期应付款 49.88 亿元，同比增长 6.78%，全部为非银行金融机构借款，已调至调整后长期债务中列示。

从债务结构看，2017 年底，公司全部债务为 126.36 亿元，同比上升 65.06%。其中长期债务占比 68.86%。如将长期应付款中有息债务调整至长期债务，公司调整后长期债务为 136.89 亿元，调整后全部债务为 176.24 亿元。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均有所上升，2017 年底分别为 56.18%、49.11% 和 42.84%。公司债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受政府结算进度影响，公司收入规模有所下降。公司期间费用有所增长，自身盈利能力较弱，对政府补助依赖性较大。

2017 年，公司实现营业收入 10.54 亿元，同比下降 20.79%，一方面系工程施工收入下降较快，另一方面系公司水费和广告租赁业务不再产生收入所致。同期，公司营业成本同比下降 20.26%。

表 10 2016~2017 年公司收入、成本和利润变动情况
(单位: 亿元)

科目名称	2016 年	2017 年
营业收入	13.31	10.54
营业成本	11.84	9.76
营业利润	0.25	-1.36
利润总额	3.43	3.34
净利润	3.22	3.35

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2017 年公司期间费用为

2.06 亿元，同比增长 122.19%，主要系利息支出大幅上升导致财务费用增长所致。此外，营业外收入（主要是财政补助）是公司利润的重要组成部分。2017 年，公司营业外收入为 4.80 亿元，同比增长 43.95%，主要系政府补助较上年增加所致。另外，公司部分补贴收入计入其他收益，为 0.16 亿元。同期，公司利润总额为 3.34 亿元。

从盈利指标看，2017 年，由于营业收入降幅大于营业成本降幅，公司营业利润率同比下降 4.64 个百分点，为 5.46%；同期，受公司利润规模上升影响，净资产收益率和调整后总资产收益率同比均有所上升，分别为 1.84% 和 1.32%。公司盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司往来款资金流出规模较大，对外投资规模较小，需借助外部融资以实现现金流平衡。

2017 年，公司经营活动现金流入 37.24 亿元。其中，受主营业务收入下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 10.31 亿元，同比下降 45.63%。同期，公司现金收入比 97.81%。同比下降 44.68 个百分点，收现质量下降。2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 27.10 亿元，为 2016 年的 2.08 倍，其中往来款及押金保证金 21.87 亿元。同期，经营活动现金流出为 57.42 亿元，同比增加 1.22%。其中，支付其他与经营活动有关的现金 44.15 亿元，同比增长 20.89%，主要系往来款（42.89 亿元）大幅增长所致。2017 年，公司经营活动现金流持续体现为净流出，经营活动现金流量净额为-20.00 亿元。

投资活动方面，2017 年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流量净额为-2.80 亿元，流出为购建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.00 亿元。

2017 年，公司筹资力度明显加大。公司通过非银行金融机构借款和银行借款共获得筹

资活动现金流入 87.14 亿元；公司筹资活动现金流出主要是支付其他与筹资活动有关的现金，系偿还公司长期应付款融资利息。公司筹资活动现金流量净额 49.01 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产充裕，能够覆盖短期债务，公司短期偿债能力较好；公司长期债务规模增长较快，长期偿债能力弱；但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司偿债风险较小。

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动资产规模较大，流动负债规模较小，短期偿债能力指标较好。截至 2017 年底流动比率和速动比率分别 435.96% 和 225.71%。同时，考虑到公司现金类资产充足，能够覆盖短期债务，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 和调整全部债务/EBITDA 均有所增加，分别为 4.92 亿元和 35.83 倍，由于全部债务规模增长较快，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度 47.20 亿元，已使用 26.51 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 66.03 亿元，同比大幅增长 233.65%，担保比率 36.16%。公司担保企业为平台公司，担保类型均为保证担保，无反担保措施。截至目前，被担保企业运营情况正常。整体看，公司对外担保增长较快，规模较大且集中度高，存在一定或有负债风险。

表 11 截至 2017 年底对外担保情况

(单位：万元)

被担保单位	担保金额	担保种类	期限
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	142657	保证	2017/11/27--2037/11/13
毕节市兴农城乡建设发展有限公司	244858.4	保证	2016/12/29--2037/02/24
毕节时空旅游文化发展有限公司	30000	保证	2017/12/26--2019/12/22
毕节市德溪建设开发投资有限公司	30000	保证	2016/11/07--2018/11/07

司			
毕节市碧海新区建设投资有限公司	50000	保证	2016/01/27--2019/09/21
贵州环宇基础设施建设有限公司	56000	保证	2017/03/21--2031/05/29
毕节七星关区土地储备开发中心	20000	保证	2016/02/02--2020/01/24
贵州生态环境工程运营管理有限公司	5000	保证	2016/12/19--2020/12/18
毕节市七星关区水利发展投资有限责任公司	4500	保证	2016/12/08--2021/12/07
贵州碧兴建筑工程有限公司	10000	保证	2017/02/28--2018/11/07
毕节市天河城建开发投资有限公司	16000	保证	2017/10/30--2032/10/29
毕节盛丰农业发展有限公司	51300	保证	2017/10/30--2028/10/29
合计	660315.4		

资料来源：公司审计报告

九、存续期内债券偿还能力

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券余额 15.80 亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至 2017 年底，公司无一年内到期兑付债券（不包括“14 毕节开源债/PR 毕开源”分期还本金额，该分期还本金额已于 2018 年 2 月兑付）。如果投资者行使回售选择权，2019 年将达到存续债券待偿本金峰值 10.60 亿元。2017 年底，公司现金类资产 52.73 亿元；2017 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 37.42 亿元、-20.00 亿元和 4.92 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	10.60
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.51
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.89
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.46

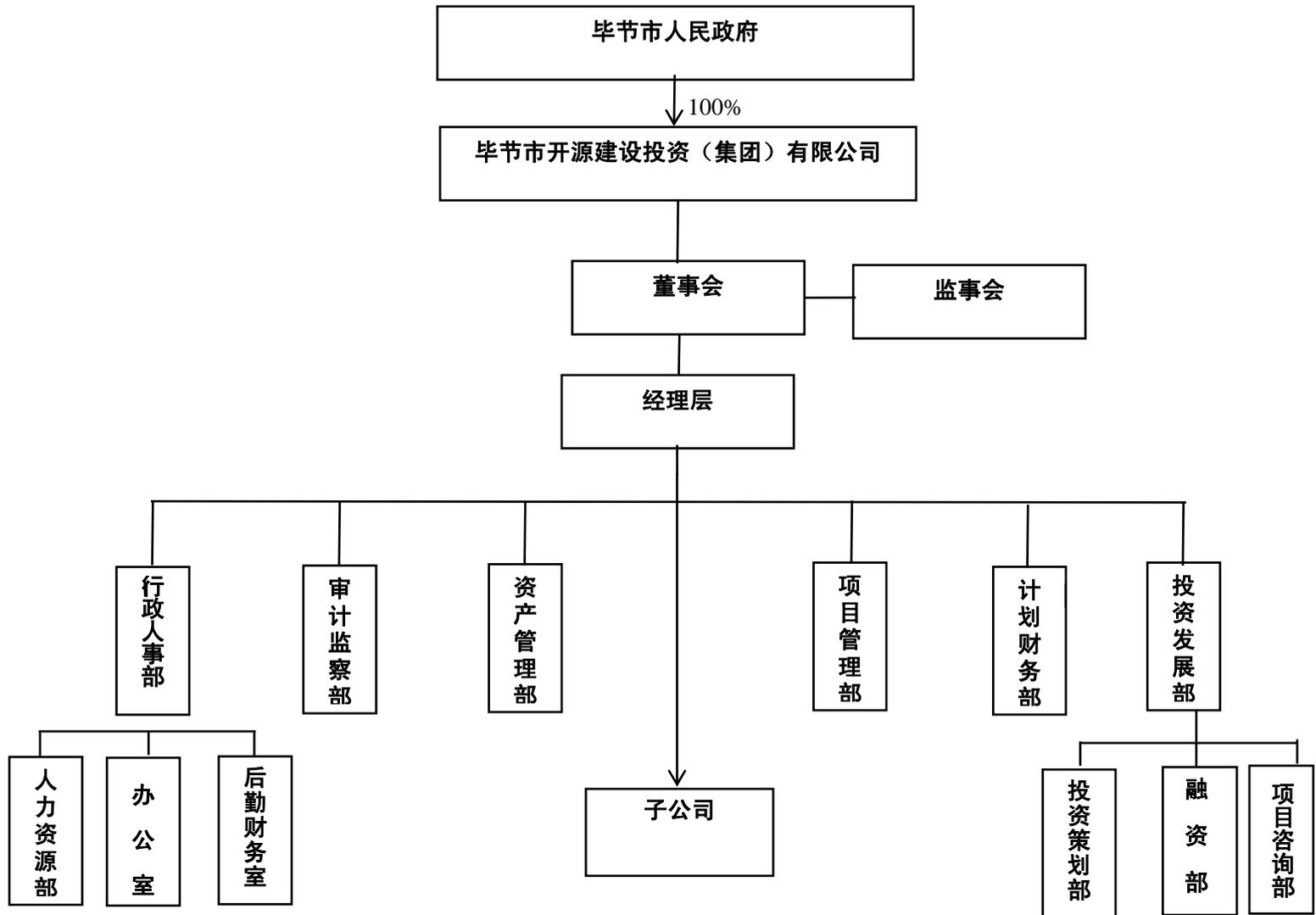
资料来源：联合资信整理

整体看，截至 2018 年 3 月底，公司无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“14 毕节开源债/PR 毕开源”和“16 毕节开源小微债/16 毕小微”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	主要经营地	持股比例(%)	享有的表决权(%)	取得方式
1	毕节市天河城建开发投资有限公司	城市基础设施建设等	毕节市	100.00	100.00	设立
2	毕节市天厦房地产开发有限公司	房地产开发经营、城市基础设施建设	毕节市	100.00	100.00	设立
3	毕节市天川房屋拆迁有限责任公司	房屋拆迁	毕节市	100.00	100.00	设立
4	毕节市天和物业管理有限公司	物业管理等	毕节市	100.00	100.00	设立
5	毕节市公交客运有限责任公司	公共汽车客运	毕节市	54.41	54.41	划拨
6	毕节市恒升房地产开发有限责任公司	房地产开发与经营，房地产销售自有房地产租赁等	毕节市	100.00	100.00	设立
7	毕节时空旅游文化发展有限公司	旅游资源开发、建设和经营管理	毕节市	100.00	100.00	设立
8	贵州富通金融服务有限公司	投资、金融咨询服务	毕节市	51.00	51.00	设立
9	毕节盛丰农业发展有限公司	农业信息咨询、农业科技、技术领域内的技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让等	毕节市	100.00	100.00	设立
10	七星关区农业发展有限公司	现代农牧业设施及设备、农业综合项目的开发等	毕节市	100.00	100.00	设立
11	贵州金惠能源开发有限公司	电力销售、配电、购电，输配电运营管理业务、消防设施承包等	毕节市	51.00	51.00	设立
12	贵州致福光谷投资管理有限公司	投资管理等	毕节市	100.00	100.00	设立

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	32.71	26.52	52.73
资产总额(亿元)	281.14	371.38	416.75
所有者权益(亿元)	133.75	180.19	182.62
短期债务(亿元)	10.23	21.02	39.35
长期债务(亿元)	29.27	55.53	87.01
调整后长期债务(亿元)	88.77	102.25	136.89
全部债务(亿元)	39.50	76.56	126.36
调整后全部债务(亿元)	99.00	123.27	176.24
营业收入(亿元)	17.36	13.31	10.54
利润总额(亿元)	2.87	3.43	3.34
EBITDA(亿元)	3.77	4.33	4.92
经营性净现金流(亿元)	-19.82	-24.76	-20.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.41	0.97	0.81
存货周转次数(次)	0.12	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.07	0.04	0.03
现金收入比(%)	105.48	142.49	97.81
营业利润率(%)	10.94	10.10	5.46
总资本收益率(%)	1.51	1.50	1.53
调整后总资本收益率(%)	1.12	1.27	1.32
净资产收益率(%)	1.83	1.79	1.84
长期债务资本化比率(%)	17.96	23.56	32.27
调整后长期债务资本化比率(%)	39.89	36.20	42.84
全部债务资本化比率(%)	22.80	29.82	40.90
调整后全部债务资本化比率(%)	42.53	40.62	49.11
资产负债率(%)	52.43	51.48	56.18
流动比率(%)	474.06	409.89	435.96
速动比率(%)	246.46	194.71	225.71
经营现金流动负债比(%)	-34.23	-28.03	-21.39
全部债务/EBITDA(倍)	10.47	17.68	25.69
调整后全部债务/EBITDA(倍)	26.65	28.47	35.83

注：调整后全部债务=长期债务+长期应付款中有息部分+短期债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

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。