

信用等级公告

联合[2018]2233 号

黔南州投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2018 年第一期黔南州投资有限公司停车场专项债券进行了主动评级，确定：

黔南州投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

黔南州投资有限公司拟发行的 2018 年第一期黔南州投资有限公司停车场专项债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：13

二零一八年十二月十四日

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 年第一期黔南州投资有限公司 停车场专项债券主动评级报告

本期债券信用等级：AApi

公司主体信用等级：AApi

评级展望：稳定

发行规模：6.3 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，债券存续的第 3~7 年每年偿还 20% 本金

评级时间：2018 年 12 月 14 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	331.57	666.43	896.89	1,003.49
所有者权益（亿元）	162.82	290.20	339.25	389.11
长期债务（亿元）	96.24	249.55	301.47	328.24
全部债务（亿元）	105.13	266.10	353.05	364.53
营业收入（亿元）	12.78	27.60	34.82	11.15
净利润（亿元）	2.02	3.76	2.34	1.78
EBITDA（亿元）	3.54	6.79	4.44	--
经营性净现金流（亿元）	-28.25	-101.65	31.16	-15.06
营业利润率（%）	26.54	15.50	9.24	20.68
净资产收益率（%）	1.64	1.66	0.74	--
资产负债率（%）	50.89	56.46	62.18	61.22
全部债务资本化比率（%）	39.24	47.83	51.00	48.37
流动比率（倍）	5.10	5.47	3.23	3.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.01	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.81	24.28	16.76	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.56	1.08	0.70	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司长期应付款及其他非流动负债已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对黔南州投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为黔南州区域内基础设施建设以及建筑安装业务的重要主体，在政府支持和业务获取能力等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司代建业务回款情况较差、资产流动性较弱、有息债务规模快速增长且存在一定集中偿付压力、对外担保金额较大以及盈利稳定性较弱等因素对公司经营及信用水平所带来的不利影响。

随着黔南州经济发展和城市建设的全面推进，公司代建业务等核心业务板块收入有望保持增长；而随着公司逐渐尝试向供水销售、水电站运营等实体业务发展，未来有望实现多元化的经营格局，其竞争力有望得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量对本期专项债券保障能力较好。本期专项债券设置本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力；专项债券账户封闭运行的模式有利于偿债资金管理。

基于对公司主体长期信用状况及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期专项债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，黔南州经济增速较快，固定资产投资不断增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2. 作为黔南州区域内基础设施建设以及建筑安装业务的重要主体，黔南州政府在资产注入、政府补贴和国有企业股权整合置换等方面对公司提供了有力支持。

3. 本期专项债券设置了分期偿还条款，可有效缓解公司的集中偿付压力；本期专项债

券账户封闭运行的模式利于偿债资金管理。

关注

1. 由于代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，且公司代建业务收入加成比例降低等因素影响，公司代建业务回款质量较差且盈利能力有所下降。

2. 公司下辖子公司数量多且地域分散，主要由黔南州下辖区县政府平台公司构成，公司本部对子公司直接管理能力有待提高。

3. 近年来，公司有息债务规模快速增长，未来三年存在较大的偿债压力；公司存续债券存在一定集中兑付风险。

4. 公司土地资产和应收类款项占比较大，对资金形成一定占用，资产流动性较弱；财政补贴、资产减值损失及投资收益等对公司利润水平影响较大，其盈利稳定性较弱；此外，公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@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评级对象提供，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，未因评级对象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、评级人员与评级对象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，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



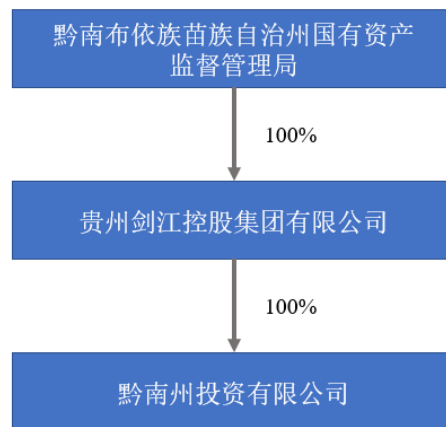
罗子驰

联合信用评级有限公司

一、主体概况

黔南州投资有限公司（以下简称“公司”）成立于 2010 年 3 月 18 日，系经黔南布依族苗族自治州人民政府（以下简称“黔南州人民政府”）批准并出资设立的国有独资公司。公司初始注册资本 1 亿元人民币。其中以货币资金出资 3,000 万元；以股权投资出资 7,000 万元，系向公司划转黔南州国有资产营运有限公司持有的黔南州水利水电开发有限公司的 95% 股权价值（股权价值时点为 2008 年 12 月 31 日），该股权价值评估价值为 7,084.99 万元。后经历次增资及股权变更，截至 2018 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，贵州剑江控股集团有限公司（以下简称“剑江控股公司”）为公司的唯一股东，由于剑江控股公司为黔南州人民政府出资设立的国有独资公司，公司实际控制人为黔南州人民政府。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围：州重大建设项目投资、融资，受政府委托从事新增耕地开发和土地收储，水利发电，货物及技术的进出口及代理业务，不动产出租。

截至 2017 年底，公司内设综合部、风控合规部、计划财务部、投融资管理部等 6 个职能部门；拥有 22 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 896.89 亿元，负债合计 557.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 339.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 339.14 亿元。2017 年，公司实现营业收入 34.82 亿元，净利润（含少数股东损益）2.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.54 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 1,003.49 亿元，负债合计 614.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 389.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益 389.00 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.15 亿元，净利润（含少数股东损益）1.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -15.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 -7.82 亿元。

公司注册地址：贵州省黔南布依族苗族自治州都匀市云鹤路 101 号（新都汇购物广场）1 栋 3 层 39 号；法定代表人：杨林。

二、本期专项债券及募投项目概况

1. 本期专项债券概况

公司计划发行“2018年第一期黔南州投资有限公司停车场专项债券”（以下简称“本期专项债券”）6.30亿元，期限7年。本期专项债券每年付息一次，分次还本，从第3个计息年度开始，每年按照发行金额20%的比例偿还债券本金，本期专项债券存续期后五年的当期利息随当期应付本金一起支付。

2. 本期专项债券募集资金用途

本期专项债券募集资金共6.30亿元，拟全部用于黔南州城市·风景区旅游集散中心停车场及配套设施建设项目（以下简称“募投项目”）的投资、建设。

表1 募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

项目名称	投资总额	拟使用本期专项债券资金	募集资金占比
黔南州城市·风景区旅游集散中心停车场及配套设施建设项目	299,266.00	63,000.00	21.05

资料来源：公司提供

3. 本期专项债券投资项目概况

（1）项目概况

募投项目建设主要为满足民生基本需求和提高城市综合承载力，以解决路内停车现象，释放道路通行压力，使道路资源得到有效的利用。

根据贵阳市建筑设计院有限公司出具的《黔南州城市·风景区旅游集散中心停车场及配套设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），项目分为黔南州都匀市、都匀经济开发区、福泉市、平塘县、瓮安县、三都水族自治县、长顺县、罗甸县8个地区86个项目建设工程。主要分为两大类型：一是城市停车场：城市地面停车场、智能立体、地下车库；二是风景区旅游集散中心停车场：生态、智能立体、地下车库。募投项目总用地面积为1,285,649.67平方米（约1,927.5亩），地下车库建筑面积为284,997.1平方米，配套商业及附属用房面积为88,500平方米，共计32,380个车位。

募投项目总投资29.93亿元。其中建设投资27.13亿元、建设期利息2.80亿元；项目资本金为9.93亿元、融资资金20.00亿元。

（2）项目审批情况

募投项目已于2016年5月31日取得黔南州发展和改革委员会出具的《关于〈黔南州城市·风景区旅游集散中心停车场及配套设施建设项目可行性研究报告〉的批复》（黔南发改投资【2016】401号），募投项目各子项目已取得其所在县级市发展和改革局、住房和城乡建设局、国土资源局、环境保护局和维稳办公室等相关政府部门的批复。

（3）项目经济效益

根据可行性研究报告，募投项目收益主要来自于停车场地营业收入、充电桩收入、广告牌收入、配套商业租金收入和政府补贴收入。募投项目计算期共10年，其中第1~2年为建设期，3~10年为运营期，募投项目从项目计算期第3年起开始产生投资收益，项目运营期内合计可产生收入40.87亿元。（具体项目收益测算，详见后文“九、本期债券偿债能力分析”）。

三、行业分析及区域经济情况

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

中国目前基础设施发展还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。2016 年，宏观经济下行压力增大，为稳定投资及经济增长，中央、省、市各级政府继续推进城市基础设施建设，提出加快地下综合管廊建设步伐，规划启动海绵城市建设，全面推进政府与社会资本合作（PPP）等，并通过政策引导、安排中央预算内投资和专项建设资金、推行地方政府债务置换等方式推动基础设施建设。2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，较上年增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2010 年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全社会固定资产投资总额继续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2017 年，全社会固定资产投资总额继续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，较上年增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.8%，增速较上年下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.5%，增速较上年下降 1.4 个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但自 2013 年起，基础设施建设投资增速逐年有所回落。2017 年，全国基础设施建设投资额继续高位运行，较上年增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

图 2 2011~2017 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2017 年的 58.52%，

基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求，我国基础设施建设仍面临投资需求。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济面临一定下行压力，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国政府支持基础设施建设行业发展；近年来陆续出台一系列规范政府投融资平台融资行为的政策文件，城投公司的融资环境有所收紧，但 2018 年 7 月以来，为保证基础设施项目的资金供应，行业相关融资政策有所放松。

2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）、《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）等政策出台，明确了政府性债务的举借主体、偿还责任、清理甄别方式等，融资公司不得新增政府债务，地方政府性债务只能采取政府债券形式举借，这对于规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极作用。

2016 年 7 月 5 日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》，明确了政府资金只能投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、生态环境修复等公共领域；此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设等重大项目和工程的资金支持力度。

2016 年 11 月，国务院办公厅发布《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》（国办函〔2016〕88 号），要求财政部建立地方政府性债务风险评估和预警机制，定期评估各地区政府性债务风险情况并作出预警；按照风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为四个等级，对不同等级的风险事件都制定了不同的量化指标相对应，便于风险的有效识别。同年，财政部印发《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预〔2016〕152 号），明确了地方政府性债务的分类处置原则：对于地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内转换为政府债券的，政府承担全部偿还责任；对于清理甄别认定的存量或有债务，政府不承担偿还责任等。

2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017 年 6 月，《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《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），对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资等。上述规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资。

2018年2月24日，财政部发布《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34号），重申了要对规范地方政府的限额管理和预算管理，着力加强债务风险监测和防范、通过强化监管和市场化手段最大限度防范和化解地方政府债务风险。

2018年3月28日，财政部刊发《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），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

2018年7月23日，国务院常务会议提出，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾，加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行推动早见成效。7月31日召开的中央政治局会议提出，要加大基础设施领域补短板的力度。为保证基础设施建设领域的资金供应，国家对于城投企业的融资政策有所放松。

2018年9月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平；对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。该政策加强了对地方政府投融资平台的监管，理论上讲，不合规、自身现金流对债务覆盖能力较差的政府融资平台可能面临破产。

2018年10月，国务院出台了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号），与城投公司相关的内容主要包括：①合理保障融资平台正常融资需求，在严格依法解除违法违规担保关系的基础上，对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾；②在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，但政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用的关联将进一步弱化。2017年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严，国家出台政策规范城投类公司的融资行为；2018年7月，为保证必要的基础设施项目的资金供应，行业相关融资政策有所放松。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

2017 年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017 年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）未来发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较上年提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局 and 形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展，作为国家拉动经济发展的重要抓手，基建行业未来仍面临较好的发展前景；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

2. 区域经济情况

公司经营和投资项目均位于黔南州辖区内，公司的经营范围、投资方向直接受黔南州区域经济发展的影响。

（1）黔南州经济发展情况

2015~2017 年，黔南州地区生产总值持续增长，年均复合增长 13.38%。2017 年，黔南州实现生产总值 1,160.59 亿元，同比增长 12.1%。其中第一产业增加值 202.30 亿元，同比增长 6.6%；第二产业增加值 412.91 亿元，同比增长 11.5%；第三产业增加值 545.38 亿元，同比增长 14.5%。全年人均地区生产总值 3.55 万元，同比增长 11.4%。

2015~2017 年，黔南州固定资产投资规模不断增长，年均复合增长 22.00%。2017 年，黔南州固定资产投资 1,284.83 亿元，同比增长 21.9%。其中，工业投资 257.37 亿元，同比增长 6.5%。

整体看，近年来，黔南州经济持续增长，产业结构相对合理；固定资产投资规模不断增长，为公司创造了良好的外部环境。

（2）黔南州财政实力情况

2015~2017 年，黔南州全年财政总收入不断增长，年均复合增长 10.62%。2017 年，黔南州全年财政总收入 208.59 亿元。其中，一般公共预算收入 119.00 亿元，同口径比增长 13.00%。其中，税收收入 85.83 亿元，同口径比增长 14.50%；非税收入 33.17 亿元，同口径比增长 9.50%。一般

预算支出 378.35 亿元，财政自给率 31.45%，财政自给能力弱。2017 年，黔南州政府性基金收入 104.97 亿元，同口径比增长 36.70%。截至 2017 年底，黔南州纳入政府债务系统进行管理的债务余额为 751.08 亿元。其中一般债券 428.37 亿元、专项债券 322.71 亿元，债务规模大。整体看，黔南州政府财政实力较弱，债务规模较大。

总体看，黔南州经济总量及财政收入保持增长，为公司发展提供良好外部环境；但黔南州自身财政实力较弱，债务规模较大，需关注其地方债务风险。

四、基础素质分析

1. 企业规模及竞争优势

公司在黔南州委、州政府统一部署下，主要承担州级相关国有资产的盘活、经营州级国有企业的任务，并为州重大建设项目提供投融资服务。自公司成立后，根据黔南州委、州政府的进一步统一部署，福泉市供排水有限责任总公司、都匀工业聚集区资本营运有限公司等多家原州级国有企业相继划入公司。

当地另有一家与公司处于同一区域内行使类似职能的公司，为黔南州国有资本营运有限责任公司（以下简称“黔南国资”）。黔南国资的经营范围为涉及城区以及道路交通基础设施建设、租赁、自来水供应、交通运输、房地产、担保以及红砖生产等，与公司的营业范围有所区分。

总体看，公司作为黔南州基础设施建设项目工程代建的重要主体，相关业务专营优势明显。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司主要管理人员包括董事长兼总经理 1 人、副总经理 1 人。

公司董事长兼总经理杨林先生，1969 年出生，专科学历；历任贵州中商印刷有限公司副总经理，香港中华商务联合印刷有限公司中国营业部经理，黔南州水利水电开发有限责任公司市场部副经理、财务部经理、副总经理，公司董事、副总经理；2017 年 12 月起任公司董事长兼总经理，同时兼任剑江控股公司副总经理。

公司本部仅行使管理职能。截至 2017 年底，公司共有员工 61 人。从学历来看，本科及以上学历 42 人、大专学历 14 人、中专及以下学历 5 人；从年龄来看，30 岁以下 12 人、30~50 岁 39 人、50 岁以上 10 人。

总体看，公司高级管理人员具有较好的专业素质及管理经验，员工整体文化素质较高，能够满足公司日常管理和经营的需要。

3. 政府支持

（1）经营性资产注入

为支持公司发展，黔南州政府自公司成立以来陆续向公司划拨资产（详见表 2）。

表 2 公司资产注入情况表（单位：万元）

年份	企业名称	资产总额	资本公积增加额
2010 年	福泉市供排水有限责任总公司	2,422.21	1,621.20
	都匀工业聚集区资本营运有限公司	135,269.47	131,896.90
	惠水县自来水公司	949.23	723.30
	瓮安县城镇建设投资开发有限责任公司	45,581.80	13,403.80
	贵州省都匀汽车运输公司	14,945.91	4,923.08

	黔南印务发行有限责任公司	360.13	349.74
	黔南州交通设计院	1,639.24	1,280.11
	黔南州交通建设公司	15,250.30	8,459.73
小计	--	216,418.29	162,657.86
2011 年	黔南州水电机械化工程队	8,467.03	2,661.82
	都匀经济开发区城市投资开发建设有限公司	9,453.05	996.09
	罗甸国有资本营运有限责任公司	88,264.00	77,994.92
	平塘国有资本营运有限责任公司	83,757.19	82,969.04
小计	--	189,941.27	164,621.87
2012 年	贵定县金海投资开发有限责任公司	209,105.74	187,758.50
	瓮安县工业园区投资开发有限责任公司	153,497.66	56,649.60
小计	--	362,603.40	244,408.10
2015 年	龙里县自来水公司	--	2,507.36
小计	--	--	2,507.36
2017 年	独山县金城市政投资有限责任公司	863,855.93	386,300.00
2017 年	惠水县濛江建设工程有限公司	132,712.08	106,000.00
小计	--	996,568.01	492,300.00
合计	--	2,534,493.93	1,640,690.38

资料来源：公司提供

在以上被划转的公司中，黔南州水电机械化工程队和黔南州交通建设公司承担公司主要的建筑安装业务，贵州省都匀汽车运输公司承担公司主要的汽运业务和驾校业务¹。其余公司的业务范围涵盖了政府工程代建、供水、供电、设计、印刷以及旅行社等行业。

整体看，公司成立以来，黔南州人民政府为公司划入大量经营性资产，使公司整体资产规模快速扩大。

（2）国有企业股权整合置换

2016 年，根据《黔南州人民政府办公室关于州投资有限公司申请整合置换部分国有企业的批复》，为增强黔南州下辖各县市承担基础设施建设任务企业的协同效应，并剥离公司原有合并范围内经营不善的企业，黔南州人民政府将都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司（以下简称“绿茵湖置业公司”）、福泉市福润城镇基础设施开发有限公司、贵州长顺久安产业发展有限公司等 8 家企业与公司原纳入合并范围内的贵州省都匀汽车运输公司、黔南州交通建设公司和黔南州交通设计院共 3 家企业进行股权置换。股权置换前，上述 8 家新纳入公司合并范围的国有企业原股东或原实际控制人均为企业所在县市的当地政府部门。股权置换后，公司资本公积增加 123.65 亿元。

表 3 截至 2017 年底公司合并范围内国有企业股权置换情况（单位：亿元）

置换情况	企业名称	资产总额	资本公积增加额
注入股权	都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司	72.62	35.55
	贵州长顺久安产业发展有限公司	23.67	9.00
	荔波锦福投资有限责任公司	0.12	--
	三都水族自治县城镇建设投资有限公司	37.44	11.80
	独山县恒通置业开发有限公司	27.21	14.14
	龙里县贵龙基础设施建设开发有限公司	--	--

¹ 2016 年起，黔南州交通建设公司和贵州省都匀汽车运输公司不再纳入公司合并范围。

	惠水县工业投资经营有限公司	59.46	53.50
	福泉市福润城镇基础设施开发有限公司	0.36	--
	合计	220.88	123.99
置换情况	企业名称	资产总额	资本公积减少额
剥离股权	贵州省都匀汽车运输公司	1.92	0.30
	黔南州交通建设公司	5.75	0.03
	黔南州交通设计院	0.20	--
	合计	7.87	0.33

资料来源：公司提供

注：已剥离股权企业数据为2016年年初数据。

（3）土地资产注入

2015年，公司获得惠水县政府注入3宗土地，账面价值42.53亿元；获得都匀经开区管委会注入5宗土地，账面价值15.05亿元；获得黔南州政府注入土地资产账面价值10.96亿元，合计增加资本公积68.54亿元，面积2,739.92万平方米。

（4）政府补贴

2015~2017年，公司持续获得来自黔南州及下辖区县政府的补贴。2015年公司获得都匀开发区财政局注入的7.54亿元财政拨款，计入资本公积；2015~2017年公司收到政府补贴确认为补贴收入的金额分别为0.80亿元、1.59亿元和2.74亿元，该部分补贴对公司利润总额形成一定补充。

总体看，黔南州政府财政实力较弱，但在资产注入、政府补贴和国有企业股权置换等方面给予公司的支持力度较大。

五、管理分析

1. 法人治理结构

根据公司章程，由于黔南州人民政府未设有专门的国有资产监督管理机构，黔南州人民政府行使公司股东职权，并任命公司的董事、监事和其他高级管理人员。

公司设立董事会，董事会成员5人。其中1名职工董事由公司职工代表大会选举产生，其余董事由出资人委派；设董事长1人，由出资人委派或由有任免权的机构任命、指定或委派。董事任期为三年，任期届满连派连选可以连任。

公司设立监事会，监事会成员5人。其中3人由出资人委派；设职工监事2名，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由出资人在监事会成员中指定。监事会任期三年，任期届满可连任。

公司设总经理1人，董事会成员经出资人批准，可兼任总经理、副总经理。总经理负责公司的日常生产经营管理工作，并对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理体制与管理水平

管理体制方面，公司制定了由董事会决议通过的《总经理办公会议事规则》，规定总经理办公会是公司经营层的议事决策机构，实行总经理负责制。公司本部内设综合部、计划财务部、资产经营管理部、投融资管理部、风控合规部和审计监督办公室共6个部门。其中综合部和计划财务部由总经理直接管理，其余4个部门由副总经理负责分管，公司实行分层管理。

公司制定了《黔南州投资有限公司制度汇编》，包含63个具体的管理制度，涵盖公司组织运

行、战略决策、风险控制、安全生产、财务管理及投融资业务管理等方面，管理制度较为完善。

投融资业务方面，公司主要制定了《投融资业务合规指引》《融资管理制度》和《重大投融资决策管理制度》，对投融资业务全过程及业务开展中涉及的重大决策事项进行了规范。公司投融资管理部负责公司投融资具体业务的管理。

资产管理方面，公司主要制定了《固定资产维护管理制度》《固定资产投资项目管理制度》和《资产清算管理办法》，公司对于其各投产电站、生产子公司及附属三产制定了技改、小建设工程实行报批制度，所有为安全稳定运行、为经济、高效生产以及结算费用在500元以上的设备、部件、小建设设施的报废处理均须申报。资产经营管理部负责公司资产管理相关制度的执行工作。

财务管理方面，公司制定了《计划财务会计管理制度》、《计划财务预算管理制度》和《现金管理制度》对财务开支、报销流程、资金收支、筹融资、采购管理、固定资产以及下属企业财务上报等方面进行了具体规定和管理。财务管理相关制度的具体执行部门为公司计划财务部。

公司下辖子公司数量多，截至2017年底，公司合并范围内共有22家全资子公司，区域分布较为分散，覆盖都匀市、都匀经济开发区、福泉市、惠水县、罗甸县、平塘县、瓮安县和贵定县等黔南州下辖区县，子公司的业务管理主要仍由所属地区县政府直接管理。公司经营管理部负责对子公司人、财、物及其他运营方面的统筹管理。公司本部对子公司的直接管理能力有待加强。

总体看，公司整体运作较为规范，管理制度较为完善，但下辖子公司数量多，公司对子公司业务经营的直接管理能力有待加强。

六、经营分析

1. 经营概况

自公司成立以来，黔南州人民政府向公司注入多项经营性资产以增强公司实力，2015~2017年，公司经营业务涉及建筑安装、土地整治、代建、汽车运输、驾校、供水供电、房地产及工程设计等，但近三年公司合并范围变化导致业务板块发生变动；其中，2015年公司新增房地产收入；同期，公司未实现代建收入，主要系公司前期承接的代建项目已陆续完工，新开工项目尚未达到回购条件。2016年，公司未实现汽运收入、工程设计收入和驾校收入，新增管理服务收入，规模较小。公司业务种类多样，分散了单一行业波动所带来的系统性风险。2017年公司新增加建材销售收入，规模较小。

2015~2017年，公司主营业务收入持续增长，分别为12.25亿元、27.30亿元和34.14亿元。从主营业务收入构成来看，公司建筑安装、土地整治、代建业务和供水业务收入近三年分别合计占公司营业收入的89.75%、95.19%和97.64%，公司业务集中度进一步加强。公司代建业务快速增长，其中2015年公司未确认代建收入，2016年为18.34亿元，代建业务收入大幅增长，公司代建业务的确认模式较2014年发生变化，公司由原来仅将代建管理费确认收入转变为将项目实际投入成本加代建管理费确认为代建收入，且合并范围内新增从事基础设施建设的子公司也产生了部分代建收入，上述两个因素导致2016年公司代建收入规模较大。2017年公司代建收入确认规模较大，代建收入增长至28.46亿元。

从毛利率看，2015~2017年，公司主营业务毛利率分别为29.27%、15.97%和9.41%，公司主营业务毛利率下降幅度较大，主要系在主营业务收入中毛利率较低的代建收入大幅增加及建筑安装毛利率下降等因素影响所致。

表 4 2015~2017 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
建筑安装	71,656.16	12.14	58.49	43,807.22	16.86	16.05	32,011.33	2.58	9.38
土地整治	33,229.00	59.52	27.12	19,587.68	56.57	7.17	3,617.53	29.24	1.06
水电发电	405.61	62.05	0.33	238.49	37.96	0.09	229.42	46.73	0.07
代建业务	--	--	--	183,356.33	11.49	67.16	284,609.77	8.33	83.37
印务	632.56	14.69	0.52	781.90	28.20	0.29	855.34	39.46	0.25
设计	2,121.18	46.39	1.73	--	--	--	--	--	--
汽运	3,297.74	50.24	2.69	--	--	--	--	--	--
供水	5,075.66	36.53	4.14	13,127.00	35.32	4.81	13,088.75	26.56	3.83
驾校	1,127.22	51.96	0.92	--	--	--	--	--	--
酒店旅行	921.95	79.32	0.75	831.31	67.70	0.30	516.86	64.10	0.15
劳务	1,334.45	22.09	1.09	1,157.76	-0.87	0.42	987.82	7.33	0.29
房地产	2,708.10	34.31	2.21	9,835.49	-16.05	3.60	1,593.21	-15.45	0.47
管理服务	--	--	--	283.36	46.33	0.10	2,495.50	96.66	0.73
建材销售	--	--	--	--	--	--	1,363.40	3.18	0.40
合计	122,509.63	29.27	100.00	273,006.53	15.97	100.00	341,368.93	9.41	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.15 亿元，同比增长 35.81%，主要系 2017 年上半年公司未开展代建业务所致；实现净利润 1.78 亿元，同比增长 40.16%；净利润增速高于营业收入增速主要系营业外收入增长所致。

总体看，近年来，受代建业务收入大幅增长的影响，公司主营业务收入增长明显，但各主要业务板块毛利率均有所下降。

2. 业务经营分析

（1）建筑安装业务

2016 年之前，公司建筑安装业务由下属子公司贵州双源工程建设有限公司（以下简称“贵州双源”）和黔南州交通建设公司经营；2016 年，黔南州交通建设公司不再纳入公司合并范围，公司建筑安装业务由贵州双源经营，该公司具备水利建设一级资质。

贵州双源系原州水利局事业单位，原名黔南州水电机械化工程队，现拥有一级建造师 1 人、二级建造师 25 人，拥有施工团队 20 余个。截至 2017 年底，公司主要在手工程施工合同共 53 个，合同金额合计 13.89 亿元，较上年底增长 19.74%。2017 年，公司新签合同金额 1.41 亿元。

公司建设安装业务通过市场化途径获取项目，业务模式为：获取标的项目后，公司从业主方收取部分预收款项（资产负债表中体现在“预收款项”科目）进行项目建设，在建设过程中，其余工程建设资金需求由公司使用自有资金垫付，同时通过赊账建筑材料款减少自有资金占用（建设中垫付的建设资金记“存货”，待业务完成后再冲抵，现金流量表中体现在“购买商品和接受劳务支付的现金”）。待工程完工验收后，根据实际发生的工程成本以及签订合同时约定的管理费率计算该建设安装业务的管理费率，同时将收到的工程成本和管理费一并计入营业收入。公司建设安装业务毛利率即为合同规定的管理费率。

表 5 截至 2017 年底贵州双源工程建设有限公司主要在建工程合同明细表（单位：万元、天、%）

项目名称	合同金额	预计工期	已完成工程进度
荔波尧柳水库工程	14,932.59	853	89.38
荔波县平林水电站 1 标段-土建工程	11,870.16	730	58.44
贵州省黔南州长顺县城乡供排水工程（一期）	10,410.53	324	65.85
都匀大河水库工程	8,575.06	718	60.73
贵阳市开阳县那卡河水库工程	7,045.06	935	81.93
龙里县下巴比水库工程	6,768.31	690	43.56
荔波大土水库 C1 标	5,737.05	762	85.94
都匀平省水库 C2 标	5,236.72	1092	93.84
都匀市三江堰水生态修复工程（一期）	4,987.28	112	101.26 ²
长顺县干桥水库工程	4,886.92	705	46.00
三都甲晒水库工程	4,310.56	692	102.10 ³
黔南州杉木湖水库扩建工程	4,287.15	290	113.12 ⁴
贵州省黔南州贵定县城乡供水一体化项目昌明镇水厂工程	4,032.23	180	19.45
龙里县枫槽冲水库工程	5,118.28	720	0.00
其他工程	40,706.29	--	--
合计	138,904.19	--	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司分别实现建筑安装业务收入 7.17 亿元、4.38 亿元和 3.20 亿元，2016 年公司建筑安装业务收入同比下降 38.86%，主要系黔南州交通建设公司不再纳入公司合并范围，公司工程施工项目减少所致。2017 年公司建筑安装业务收入同比下降 26.93%。同期，公司建筑安装业务毛利率 2.58%，较上年度下降 14.28 个百分点，主要系公司对 2016 年完成的贵定县花甲水库工程、高粱坝水库工程和贵定县城乡供水一体化工程的收入和成本进行了调整，调整部分计入 2017 年建筑安装业务收入和成本，且体现出亏损所致。2015~2017 年，公司建筑安装业务收入分别实际收到回款 10.67 亿元、4.48 亿元和 3.50 亿元，回款质量较好。

总体看，受合并范围变动影响，公司建筑安装业务收入有所下降，但回款质量较好。

（2）土地整治业务

公司 2014 年新增土地整治业务，主要由公司下属子公司罗甸县红水河投资有限责任公司（原“罗甸县国有资本营运有限责任公司”，以下简称“罗甸投资”）负责，具体分为土地整治和土地复垦两个部分。

土地整治

2012 年 12 月，罗甸投资与罗甸县国土局签订了《委托土地整治协议书》。根据《委托土地整治协议书》，罗甸县国土局委托罗甸投资承担罗甸县城东新区鲁断村国有土地开发整治项目，项目规模为 1,120 亩，项目资金由罗甸投资自筹，协议约定，经罗甸投资整治后已变为可直接对外出让的土地，由罗甸投资委托当地国土部门对外挂牌出让，出让价款扣除相关规费后金额全部归罗甸投资所有，由国土部门将土地出让金上缴财政部门，再由财政部门划拨到罗甸投资账户。

财务处理方面，罗甸投资将土地整治投入计入“存货”科目，土地整治完成并移交验收确认后，罗甸投资根据罗甸县财政局的相关通知确认土地出让收入及土地整治费用，土地实际出让并收到出让金后相关回款在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目体现。

近年来，罗甸投资陆续整治了一批土地，截至 2017 年底，在手的土地整治指标业务已完成，

²在建项目已完工进度已高于 100.00%，系实际施工成本超过概算成本所致。

³同注 2

⁴同注 2

预计未来将不会产生大量土地整治收入。土地出让方面，公司于 2014 年开始开展土地出让业务，截至 2015 年底，公司共出让土地面积 938.39 亩，该部分业务确认土地整治收入共计 5.38 亿元。2016 年和 2017 年该部分业务未形成收入。考虑到土地出让款的实现受土地供给市场影响较大，该业务未来实际回款存在一定的不确定性。

土地复垦

2012 年 12 月，罗甸投资与罗甸县国土局签订了《委托土地复耕协议书》。根据《委托土地复耕协议书》，罗甸县国土局委托罗甸投资承担区域内的土地开发复垦项目，建设内容为平整土地、生产道路、农田水利设施、土地培肥等。协议约定项目发生的一切费用由罗甸投资支付，土地开发复垦权属不变，罗甸投资享有耕地占用指标出让收益权。委托当地国土部门挂牌出让耕地指标，所得价款上缴当地财政部门，由财政部门将资金划入罗甸投资账户。土地复垦业务财务处理方式与上述土地整治业务一致。

2015~2017 年，公司土地复垦业务分别实现土地整治收入 0.56 亿元、1.96 亿元和 0.36 亿元。截至 2016 年底，公司复垦土地形成新增耕地指标合计 15,308.29 亩，指标出售平均单价为 3.11 万元/亩；2017 年，公司复垦土地形成新增耕地指标 852.13 亩，指标出售平均单价为 4.5 万元/亩，较 2016 年度的 3.11 万元/亩有所提升。指标出售价格与耕地种类密切相关。

2015~2017 年，公司土地整治业务毛利率不断下降，分别为 59.52%、56.57%和 29.24%，主要系不同地块土地整理成本有所差异所致。

总体看，近年来，公司土地整治业务收入和耕地指标出让数量均大幅下降；土地整治业务毛利率有所下降，系耕地复垦难易程度不同导致的成本波动所致。公司土地整治工作已基本完成，未来投资压力较小。

（3）代建业务

公司承担黔南州范围内基础设施代建职能，其模式为公司多家下属子公司分别与黔南州范围内各市县签订委托代建协议，政府在项目建设期内向公司逐年支付建设成本及代建管理费。公司将工程实际支出成本及加成一定比例的代建管理费的合计数确认为代建收入，实际加成比例在 10.00%~15.00%之间。回购方面，公司针对各项目与政府约定的回购时点存在差异，部分为分期回购，部分为项目竣工后一次性回购。

截至 2017 年底，公司主要在建基础设施项目计划投资总额 165.50 亿元，已投资额 107.03 亿元，尚需投入的金额为 58.47 亿元。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资额
罗甸县城西棚户区改造工程	5.96	5.19
都匀市七星棚户区改造工程	26.06	25.88
都匀市经济开发区高铁城	18.61	6.25
杉木湖中央公园、环西线北段	7.34	2.31
平塘县“玉水新城”旧城棚户区改造工程	26.04	9.11
贵定县县委片区棚户区改造安置房工程	8.25	6.08
都匀经济开发区道路工程	28.94	24.92
滨江路工程	16.60	10.30
独山县毋敛州古城（城市棚户区）开发项目	15.20	11.38
经开区城市棚户区改造安置区工程	12.50	5.61
合计	165.50	107.03

资料来源：公司提供

收入确认方面，2015~2017 年，公司代建收入确认波动较大。2015 年，由于前期开展的代建业务已陆续完工，新开工建设项目尚未达到回购条件，故当年未确认代建业务收入；2016 年，公司确认代建业务收入 18.34 亿元，主要来自于黔南州全民健身活动中心和易地搬迁项目等 14 个基础设施项目，其中 9 个为公司新纳入合并范围的子公司承建的基础设施项目。2017 年，公司确认代建业务收入 28.46 亿元，同比增长 55.22%，主要来自于“玉水新城”棚户区一期改造项目、贵定棚户区改造项目等 32 个基础设施项目；受公司代建业务收入实际加成比例降低以及政府支付工程款及代建费用存在一定滞后性等因素影响，公司 2017 年仅实现回款 8.73 亿元，回款质量差；毛利率为 8.33%，较上年度有所下降。

总体看，公司代建业务在建项目数量较多，未来仍有较大投资需求；代建业务收入大幅增长，但受代建收入实际加成比例降低的影响，盈利能力有所下降，回款质量差。

（4）供水业务

公司的供水业务区域包括福泉市、惠水县和龙里县。2015~2017 年，公司分别实现供水业务收入 0.51 亿元、1.31 亿元和 1.31 亿元。供水收入趋于稳定。2016 年，供水业务收入同比增长 158.63%，主要系龙里县供排水总公司将管网维护收入 3,800.00 万元计入供水业务收入所致，该项收入持续性较差。

截至 2017 年底，公司自来水用户合计 12.81 万户，全年供水量 2,582.61 万立方米，售水量 2,295.35 万立方米。公司日供水能力、供水管网总长度、供水量、售水量和自用水用户数量等同比均有所增长。公司售水收入有所增长，主要系管网等配套设备陆续完工并投入施工，2017 年开始公司供水业务平稳发展，预计未来将持续为公司带来稳定的现金流收入。

表 7 2016~2017 年公司供水业务情况（单位：万立方米、公里、万户）

业务指标	2016 年	2017 年
供水区域	福泉市	
日供水能力	6.50	6.50
供水管网总长度	406	406
全年供水量	950	950
全年售水量	790	790
自来水用户	5.78	5.78
供水区域	惠水县	
日供水能力	1.60	1.60
供水管网总长度	128	139
全年供水量	530	560
全年售水量	495	540
自来水用户	1.83	2.18
供水区域	龙里县	
日供水能力	9.20	10.20
供水管网总长度	584.60	649.80
全年供水量	1,105.20	1,072.61
全年售水量	983.10	965.35
自来水用户	4.70	4.85

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司供水业务平稳开展，其 2017 年供水业务收入与上年度基本持平，为公司带来了稳定的收入来源。

（5）其他业务

除上述收入占比较高的业务外，近年来，公司下属子公司还分别经营房地产、工程项目设计、印刷品和旅行社等业务，此类业务收入占比小，但丰富了公司的收入来源。近三年其他业务板块收入波动下降，主要系房地产业务收入下降所致。2017 年，公司其他业务收入合计 0.80 亿元。

总体看，其他业务板块对公司主营业务收入形成有效补充，并分散了单一行业波动带来的系统性风险。

3. 经营关注

（1）受公司代建业务收入实际加成比例降低及政府支付工程款及代建费用存在一定滞后性以及等因素影响，公司代建业务回款质量差且盈利能力有所下降；此外，代建项目受当地政府财政收支的影响较大，考虑到黔南州政府财政实力相对较弱以及近年来公司代建业务收入占比不断提升，未来需对公司代建业务回款及盈利情况予以关注；

（2）近年来，公司建筑安装、土地整治等业务收入逐年下降，且 2017 年毛利率水平均有显著下滑；未来，若上述业务板块经营情况不能得到改善，将对公司经营状况带来一定不利影响；

（3）近年来，公司下辖子公司数量较多，地域较为分散，且主要由黔南州下辖区县政府平台公司构成，公司本部对子公司的直接管理能力有待提高。

4. 未来发展

随着公司合并范围内从事基础设施建设业务子公司数量的增加，公司在建的基础设施建设项目数量规模较大，截至 2017 年底，公司主要在建基础设施项目共 11 个，未来投资需求为 58.47 亿元，公司未来仍面临较大的外部融资需求。

近几年来，公司逐渐尝试实体化转型，在巩固原来业务板块收入基础上，公司开始发展供水销售、水电站运营等实体业务。受宏观政策、公司自身实力等内外部因素影响，目前转型板块发展成效不大，但仍是公司未来重要发展方向。

总体看，目前公司无明确的拟建项目安排，但在建项目仍有较大的投资需求。

七、财务分析

公司提供了 2015~2016 年合并财务报告，大信会计师事务所（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的审计结论。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年合并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。2018 年公司半年报未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量，在此基础上，结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的规定编制财务报表。

合并范围方面，2015 年，公司新纳入合并范围子公司 4 家，同时划出子公司 4 家；2016 年，公司新纳入合并范围子公司 8 家，同时划出子公司 3 家；2017 年，公司合并范围内通过划拨新增一级子公司 1 家，为独山县金城市政投资有限责任公司，该企业权益规模较大，合并范围的变动对公司资产总额、所有者权益等科目的可比性具有一定影响。截至 2017 年底，公司纳入合并报表范围全资子公司共 22 家。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至2017年底，公司合并资产总额896.89亿元，负债合计557.64亿元，所有者权益（含少数股

东权益)合计339.25亿元,其中归属于母公司所有者权益339.14亿元。2017年,公司实现营业收入34.82亿元,净利润(含少数股东损益)2.34亿元,其中归属于母公司所有者的净利润2.35亿元;经营活动产生的现金流量净额31.16亿元,现金及现金等价物净增加额7.54亿元。

截至2018年6月底,公司合并资产总额1,003.49亿元,负债合计614.38亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计389.11亿元,其中归属于母公司所有者权益389.00亿元。2018年1~6月,公司实现营业收入11.15亿元,净利润(含少数股东损益)1.78亿元,其中归属于母公司所有者的净利润1.78亿元;经营活动产生的现金流量净额-15.06亿元,现金及现金等价物净增加额-7.82亿元。

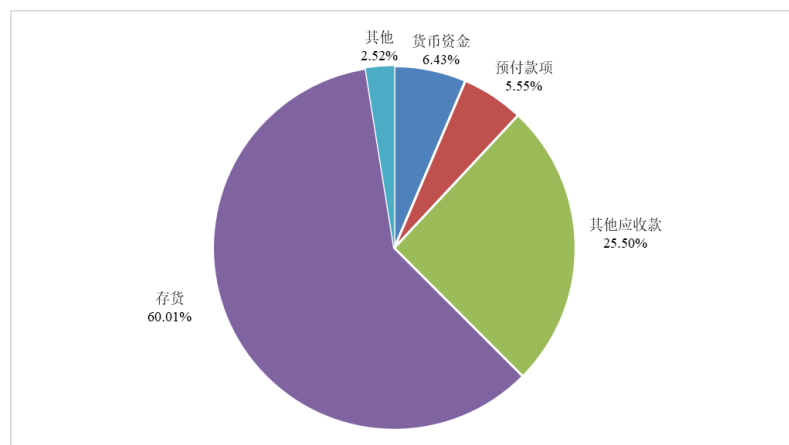
1. 资产质量

2015~2017年,公司资产总额快速增长,年均复合增长64.47%,主要系受合并范围变动等因素影响所致。截至2017年底,公司资产总额896.89亿元,较年初增长34.58%,主要系流动资产增长所致;从构成看,以流动资产为主,占比92.30%。

流动资产

2015~2017年,公司流动资产快速增长,年均复合增长67.50%,主要系存货大幅增长所致。截至2017年底,公司流动资产827.83亿元,较年初增长51.55%,主要由货币资金(占比6.43%)、预付款项(占比5.55%)、其他应收款(占比25.50%)和存货(占比60.01%)构成。

图3 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年,公司货币资金波动增长,年均复合增长4.28%。截至2017年底,公司货币资金53.19亿元,较年初增加16.43%,其中银行存款占99.54%。截至2017年底,公司货币资金中用作贷款保证金的受限资金规模为0.24亿元。

2015~2017年,公司应收账款快速增长,年均复合增长238.45%。截至2017年底,公司应收账款20.28亿元,较年初增加6.23亿元,主要系代建项目回款质量较差所致;公司共计提应收账款坏账准备0.10亿元,计提比例为0.50%。欠款方主要为黔南州下属各市、县级政府及其所属平台企业,前五名欠款额合计占公司应收账款账面价值的95.91%,集中度高。

2015~2017年,公司预付账款快速增长,年均复合增长106.46%。截至2017年底,公司预付款项45.94亿元,较年初增长93.53%,主要为公司向都匀市国土资源交易中心预付的土地保证金和预付工程款,账龄主要在2年以内。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长52.72%。截至2017年底，公司其他应收款211.06亿元，较年初增长15.50%，主要为公司应收黔南州各县、市政府及其下属国有企业的往来款；共计提坏账准备1.06亿元，计提比例0.50%；公司其他应收款欠款方较为分散，前五名合计欠款期末余额占比16.08%。

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长86.91%。截至2017年底，公司存货496.81亿元，较年初增长78.16%；其中，代建工程成本占35.61%、待开发土地占63.93%。公司土地资产共335宗，账面价值317.61亿元，较上年底增长20.08%，主要系合并范围变动所致。公司土地资产使用权类型以出让用地为主，另有部分划拨（占比21.56%）和国有土地（占比0.9%）。其中，88.66亿元土地资产为用于贷款抵押的受限资产，占公司“存货”科目土地资产的27.92%。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产有所波动，年均复合增长37.53%。截至2017年底，公司非流动资产69.05亿元，较年初下降42.55%，主要系在建工程变化所致；非流动资产中以可供出售金融资产（占比10.33%）、固定资产（占比15.04%）及在建工程（63.74%）为主。

2015~2017年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长205.44%。截至2017年底，公司可供出售金融资产7.13亿元，较年初变化不大，主要为公司持有的贵银平滑民生发展基金管理中心项目资金、贵州银行、贵州蒙江流域开发有限公司、国电都匀发电有限公司的股权以及公司持有的基金份额和信托资金。

2015~2017年，公司固定资产波动增长，年均复合增长50.29%。截至2017年底，固定资产10.39亿元，主要为房屋建筑物；计提折旧3.19亿元，成新率为76.05%。

2015~2017年，公司在建工程波动较大。截至2017年底，公司在建工程44.01亿元，较年初下降47.90%，主要系公司将政府工程项目转入存货核算所致；从构成上来看，在建工程主要为公司管网、污水处理、水厂、电站等自建项目的投资成本，以及都匀市棚户区改造和滨江小马路两个代建项目的投资成本。

截至2017年底，公司受限资产共计88.99亿元，受限资产占总资产的9.92%。其中货币资金受限0.24亿元；存货中待开发土地受限88.66亿元；固定资产受限0.08亿元。

截至2018年6月底，公司资产总额为1,003.49亿元，较年初增长11.89%，流动资产与非流动资产均有所增长；其中，公司长期股权投资较年初大幅增长主要系子公司独山县恒通置业开发有限公司新增子公司独山县诚融资产管理有限责任公司所致，无形资产较年初大幅增长则主要系子公司平塘国有资本营运有限公司新增土地所致；从构成看，仍以流动资产为主，占比86.96%。

整体看，近年来公司资产规模快速增长，以流动资产为主，但土地资产占比较高，应收类款项对公司资金形成较大占用，应收款项欠款单位主要为下辖区县政府单位，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

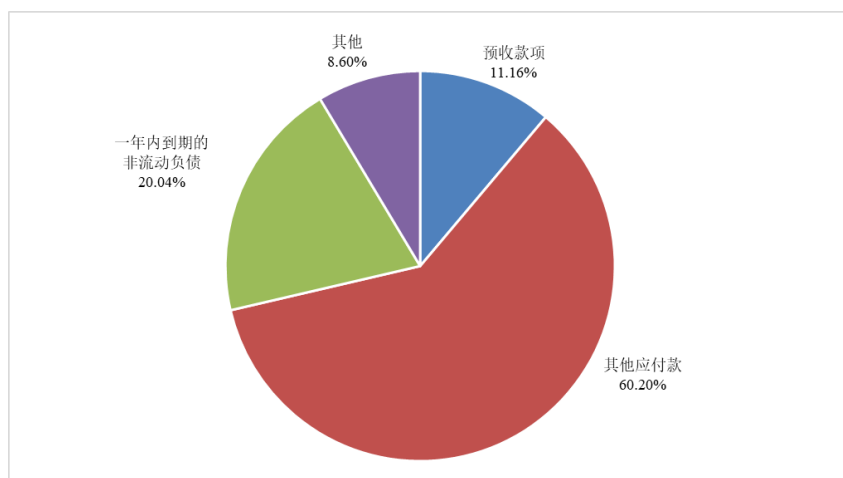
流动负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长81.78%，流动负债与非流动负债均有大幅增长。截至2017年底，公司负债总额557.64亿元，较年初增长48.22%；构成以非流动负债为主，占比54.06%。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长110.42%，主要系其他应付款和预收款项大幅增长所致。截至2017年底，公司流动负债256.17亿元，较年初增长156.54%，主要系预收款

项、其他应付款和一年内到期的非流动负债快速增长所致；从构成看，主要由预收款项（占比11.16%）、其他应付款（占比60.20%）和一年内到期的非流动负债（占比20.04%）构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司预收款项增速较快，年均复合增长122.70%。截至2017年底，公司预收款项28.60亿元，较年初增长453.79%，系预收工程款大幅增长所致。

2015~2017年，公司其他应付款年均复合增长95.76%；截至2017年底，公司其他应付款为154.21亿元，较年初增长133.64%，主要系往来款增加及上年度专项应付款全部转入其他应付款科目核算。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长176.12%；截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为51.34亿元，较年初增长216.94%；从构成看，以一年内到期的长期借款（30.79亿元）和应付债券（19.22亿元）为主。

非流动负债

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长64.88%。截至2017年底，公司非流动负债301.47亿元，较年初增长9.08%，主要系长期借款增长所致。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长126.45%；截至2017年底，公司长期借款为164.29亿元，较年初增长135.55%，其中抵押借款、信用借款和保证借款均出现大幅增长。截至2017年底，公司长期借款构成主要系质押借款（18.13%）、抵押借款（38.99%）、保证借款（21.56%）和信用借款（21.32%）。

2015~2017年，公司应付债券波动增长，年均复合增长43.57%，截至2017年底，公司应付债券为76.01亿元，较年初下降18.77%，主要系对“2016年银杏私募债券2-20号”、“15黔南州债”等部分债券进行偿还所致。截至2017年底，公司应付债券中，将于2020~2022年到期的债券本金分别为9.96亿元、44.79亿元和14.34亿元，将于2024年到期的债券本金为6.94亿元；公司未来三年将面临较大的集中偿付压力。

表 8 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 黔南州债	2015 年 3 月	7 年	18.00	14.34
国泰君安非公开公司债	2016 年 8 月	5 年	20.00	19.90
湘财证券私募债一期	2016 年 5 月	5 年	6.00	5.97

湘财证券私募债二期	2016 年 6 月	5 年	9.00	8.96
中银国际私募债一期	2015 年 12 月	5 年	10.00	9.96
中银国际私募债二期	2016 年 1 月	5 年	10.00	9.96
中泰证券（17 黔南停车场债 01 募集资金款）	2017 年 7 月	7 年	7.00	6.94
合计			80.00	76.01

资料来源：Wind

2015~2017年，公司专项应付款波动较大。截至2016年底，公司专项应付款26.83亿元；截至2017年底下降为零，主要系转入“其他应付款”科目核算所致。

2015~2017年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长49.72%；截至2017年底，公司其他非流动负债为61.17亿元，较年初下降24.96%；主要为公司向其他金融机构借款，均为有息债务。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长，主要来自长期借款和应付债券的增长。截至2017年底，公司全部债务为353.05亿元，较年初增长32.67%；从构成看，以长期债务为主，占比85.39%；债务指标方面，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62.18%、51.00%和47.05%，分别较年初上升5.72个百分点、3.16个百分点和0.82个百分点。整体看，公司债务负担较重。

截至2018年6月底，公司负债614.38亿元，较年初增长10.17%；其中仍以非流动负债为主，占比为54.69%，负债结构较年初变化不大。截至2018年6月底，公司全部债务364.53亿元，较年初变化不大，其中长期债务占比为90.04%，债务结构较年初变化不大；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61.22%、48.37%和45.76%，均较年初略有下降，但整体债务负担仍处于较高水平。

总体看，近年来随着业务规模的不断扩大，公司对外融资需求不断增长，导致其有息债务规模快速增长；债务结构以长期债务为主；整体债务负担较重。未来，随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司负债水平或将进一步上升。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长44.35%，主要来自资本公积增长，均为黔南州及下辖区县政府对公司的土地资产、财政拨付及股权划拨。截至2017年底，公司所有者权益339.25亿元，较年初增长16.90%，主要系当期划入独山县金城市政投资有限责任公司及惠水县濠江建设工程有限公司导致资本公积增长所致；其中，归属于母公司所有者权益为339.14亿元；公司归属于母公司所有者权益主要由资本公积构成（占比95.54%）；整体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018年6月底，公司所有者权益为389.11亿元，较年初增长14.70%，其中归属于母公司所有者权益为389.00亿元；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，受政府注入资产的影响，公司近年来所有者权益有所增长；构成以资本公积为主，稳定性较好。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 65.05%。2017 年，公司实现营业收入 34.82 亿元，同比增长 26.16%；实现净利润 2.34 亿元，同比下降 37.63%，主要系代建业务毛利率下降及资产处置产生损失所致。

2015~2017年，公司期间费用波动下降，年均复合下降15.44%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017年期间费用1.22亿元，与去年相比变化不大，管理费用占比较大（占80.27%），主要为工资及福利费、折旧及摊销。同期，公司财务费用规模相对较小，主要系公司将大部分利息支出资本化所致，2017年，公司资本化利息8.01亿元。2015~2017年，公司期间费用率分别为13.30%、4.34%和3.49%。整体看，公司期间费用控制能力有所提高。

从利润构成看，2015~2016年，公司营业外收入分别为0.83亿元和1.62亿元，主要为公司获得的政府补贴；2017年，公司其他收益和营业外收入分别为1.98亿元和0.77亿元，主要为政府补助，其营业外收入占利润总额的比重为24.42%，对公司利润形成一定补充。2015~2017年，公司资产减值损失分别为0.04亿元、0.54亿元和0.76亿元；投资收益分别为0.14亿元、0.25亿元和0.24亿元；2017年公司资产处置产生损失1.04亿元，对当期营业利润影响较大。整体看，营业外收入、资产减值损失及投资收益均对公司利润水平有较大影响，公司盈利稳定性较弱。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率持续下降，分别为26.54%、15.50%和9.24%，主要系营业收入占比较大的代建收入毛利率降低所致。2015~2017年，公司总资产收益率、总资产报酬率及净资产收益率整体上均有所下降；2017年，公司上述指标分别为0.42%、0.44%和0.74%；公司整体盈利能力较弱。

2018年1~6月，公司实现营业收入11.15亿元，同比增长35.81%，主要系2017年上半年公司未开展代建业务所致；实现净利润1.78亿元，同比增长40.16%；净利润增速高于营业收入增速主要系营业外收入增长所致。

总体看，近年来公司营业收入快速增长，收入来源较为多元，财政补贴对公司利润形成有效补充；但受代建业务毛利率下降的影响，公司盈利水平略有下降，且营业外收入、资产减值损失及投资收益对公司利润水平影响较大；公司盈利稳定性较弱。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量快速增长，年复合增长78.11%。2017年，公司经营活动现金流入85.25亿元，同比增长93.93%，系营业收入回款和收到的往来款大幅增长所致；具体构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金（37.06亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（48.19亿元，主要为往来借款和工程垫付款）。2015~2017年，公司经营活动现金流出量波动下降，年均复合下降0.94%，2017年为54.09亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（23.07亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（29.29亿元，主要为代垫工程款和支付的往来款）。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-28.25亿元、-101.65亿元和31.16亿元。2015~2017年，公司现金收入比分别为128.75%、59.32%和106.44%。同期，公司应收类款项占总资产比重分别为27.83%、29.53%和25.79%，应收类款项规模较大。整体看，公司收现质量一般。

2015~2017年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，主要为棚改等委托代建回购项目投资支出。2015~2017年，公司投资活动现金流呈持续净流出状态，分别为-23.57亿元、-75.83亿元和-126.20亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入年均复合增长22.45%，2017年为155.40亿元，主要为取得借款收到的现金；2017年，公司筹资活动现金流出52.81亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流呈净流入状态，分别为92.95亿元、173.97亿元和102.59亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金净流量-15.06亿元，投资活动产生的现金净流量-25.63亿元，筹资活动产生的现金净流量32.87亿元，现金及现金等价物净增加额-7.82亿元。

总体看，受对外支付往来款规模下降等因素影响，公司经营性现金流净额由负转正；公司代建和自建项目支出规模较大，导致投资活动现金流持续呈净流出状态；公司对外融资需求较大，筹资活动现金流量净额波动增长。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别5.10倍、5.47倍和3.23倍；速动比率分别为2.64倍、2.68倍和1.29倍，均呈波动下降趋势，其中2017年下降主要系流动负债大幅增长所致；公司流动资产对流动负债的覆盖能力较强。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为5.50倍、2.76倍和1.03倍，呈逐年下降态势，整体看，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，但短期偿债压力有所上升。2015~2017年，公司经营现金流动负债比率分别为-48.83%、-101.79%和12.16%，2017年该指标同比由负转正，但对公司流动负债保障能力弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动增长，分别为3.54亿元、6.79亿元和4.44亿元；从构成来看，2017年，公司EBITDA以利润总额和折旧为主，占比分别为71.31%和20.14%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为7.81倍、24.28倍和16.76倍，呈波动增长趋势，主要系利润总额及折旧波动所致，公司EBITDA对利息的保障能力较强；EBITDA全部债务比分别为0.03倍、0.03倍和0.01倍；公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额83.01亿元，未使用额度12.00亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年6月底，公司对外担保余额39.75亿元，占净资产的10.22%，担保规模仍较大。被担保方主要为贵定县国有资本营运有限责任公司和贵州省贵定水利工程有限公司等22家国有企业及政府部门，目前被担保企业均经营正常，但被担保方数量较多，主要分布于黔南州下辖区县，且公司对外担保均未设置反担保措施。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

根据公司提供的《企业信用报告（银行版专业版）》（中征码：5227010000077749），截至2018年8月6日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，受有息债务大幅增长的影响，公司短期偿债压力上升。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

八、本期专项债券偿债能力分析

1. 本期专项债券发行对公司现有债务的影响

截至2018年6月底，公司债务总额为364.53亿元，本期债券发行规模为6.3亿元（含），本期债券发行规模占公司债务规模的1.73%，对公司整体债务规模产生的影响较小。

以2018年6月底财务数据为基础，假设本期债券发行规模为6.3亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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61.47%、48.80%和46.23%，较发行前分别提高了0.24个百分点、0.43个百分点和0.47个百分点，债务负担略有加重。

2. 本期专项债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 85.25 亿元，为本期债券发行金额（6.3 亿元）的 13.53 倍；公司 EBITDA 为 4.44 亿元，为本期债券发行金额（6.3 亿元）的 0.70 倍。整体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力较好。

本期专项债券设置了分期偿付条款，公司于债券存续期的第 3~7 年分别偿还债券本金的 20%（1.26 亿元）。假设本期专项债券于 2018 年成功发行，2021~2025 年，公司将每年兑付本期专项债券本金分期偿还额 1.26 亿元；考虑公司存续债券中“17 黔南停车场债 01”、“15 黔南投资债”、“16 黔投 01”、“16 黔投 02”和“16 黔南 01”将于 2021 年兑付本金合计 30.00 亿元，公司将于 2021 年达到存续债券偿付额峰值（31.26 亿元）。2017 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为存续债券偿付额峰值的 2.73 倍和 1.00 倍；2017 年，公司 EBITDA 为专项债券偿付额峰值的 0.14 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券偿付额峰值的保障能力一般。公司存续债券存在一定的集中兑付风险。

3. 募投项目偿债能力分析

本期专项债券募集资金 6.30 亿元，拟全部用于募投项目的投资和建设。

募投项目的投资收益主要包括停车场地营业收入、充电桩收入、广告牌收入、配套商业租金收入和政府补贴收入。

（1）停车场地营业收入

运营期第 1 年为基准年，基准年内，都匀市停车位收费标准为白天 4 元/小时、夜间 8 元/次（10 小时）；都匀市外其他地区城市停车位收费标准统一按照白天 3 元/小时、夜间 6 元/次（10 小时）；城市停车位使用率按营业时间白天 65%使用率、夜间 35%使用率核算，使用率每年 5%递增；风景区停车位使用率按营业时间白天 50%使用率、夜间 30%使用率核算，使用率每年 5%递增。

（2）充电桩收入

充电桩收费分为电费、服务费。电费收费依据平段 0.8995 元/千瓦时计算，此费用为电网公司收费，不计入销售收入及成本；服务费收费按 0.80 元/千瓦时计算，收费标准每年 5%递增。结合现有电动车使用量及未来发展情况，基准年充电桩车位使用率按照 35%核算，每年 5%递增。

（3）广告牌收入

广告牌收费按照都匀市 150 万元/年估算，其他地区 120 万元/年估算，其他地区 120 万元/年估算，收费按每年 5%递增。

（4）配套商业租金收入

配套商业建筑面积按照配套商业及附属用房工程建筑面积 90%计算，基准年都匀市配套商业租金按照 75 元/平方米/月计算，其他地区配套商业租金按照 65 元/平方米/月计算，商业租金运营期按每年 5%递增。

（5）政府补贴收入

政府给予募投项目贴息合计 80,000 万元，在运营期前 5 年发放。

表 9 募投项目收益偿债能力预测表（单位：万元）

项目	建设期	运营期							合计
	第 1~2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	
营业收入	--	43,982	45,817	47,744	49,767	51,891	54,121	56,462	349,784

补贴收入	--	32,000	20,000	15,000	10,000	3,000	0.00	0.00	80,000
销售税金及附加	--	2,639	2,749	2,865	2,986	3,113	3,247	3,388	20,987
总成本费用	--	30,974	28,231	25,490	22,753	20,019	17,288	17,361	162,116
利润总额	--	42,370	34,838	34,389	34,389	31,758	33,585	35,714	247,043
所得税	--	10,592	8,709	8,597	8,507	7,939	8,396	8,928	61,668
净利润	--	31,777	26,128	25,792	25,521	23,818	25,189	26,785	185,010
两期专项债券当年需偿还本金	--	--	14,000	26,600	26,600	26,600	26,600	12,600	133,000
项目净利润对两期专项债券当年需偿还本金合计额覆盖倍数	--	--	1.87	0.97	0.96	0.90	0.95	2.13	1.39

资料来源：联合评级根据《可行性研究报告》整理。

注：表中两期专项债券指“17 黔南停车场债 01”和本期专项债券，其中“17 黔南停车场债 01”分期偿还本金年度为项目计算期第 4~8 年，本期专项债券分期偿还本金年度为项目计算期第 5~9 年。

募投项目已于 2016 年 9 月开工建设，截至 2018 年 6 月底已完成工程进度的 70%。根据《可行性研究报告》，募投项目从项目计算期第 3 年起开始产生投资收益，假设本期专项债券于 2018 年成功发行，债券存续期内（项目计算期第 2~9 年）募投项目可产生收入合计 34.98 亿元。但考虑到募投项目各项经营性收益实现情况均受出租率的影响较大，若未达到假设情形，可能存在一定波动。

假设公司于 2018 年成功发行本期专项债券，并将募集资金用于募投项目建设，考虑到“17 黔南停车场债 01”募集资金全部用于募投项目建设，上述两期专项债券将出现本金偿还资金来源一致且部分年度本金集中兑付的情况。2020~2024 年，公司每年需偿还本期专项债券和“17 黔南停车场债 01”（以下简称“两期专项债券”）本金的 20%（2.66 亿元）。以两期专项债券存续期内募投项目净利润对两期专项债券待偿还本金覆盖倍数测算，覆盖倍数为 1.39 倍。

总体看，募投项目净利润对本期专项债券的覆盖程度一般。

九、债权保护条款分析

为了保证本期专项债券募集资金合规使用以及本息的按期足额偿还，公司与贵阳银行股份有限公司都匀分行（以下简称“贵阳银行”）签订了资金监管协议，公司聘请贵阳银行作为监管银行，在贵阳银行开立募集资金使用账户与偿债账户。

募集资金使用账户设立后，偿债账户资金只用于本期专项债券还本付息，不得用于其他用途。

当公司不能按期偿付本期专项债券本息时，贵阳银行有义务监管账户，不得允许公司自行支配监管账户资金。

总体看，资金监管协议有效保证本期专项债券募集资金按照约定方式使用，保障了投资人权益以及资金归集和偿付规范性。

十、综合评价

公司作为黔南州区域内基础设施建设以及建筑安装业务的重要主体，在政府支持和业务获取能力等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司代建业务回款情况较差、资产流动性较弱、有息债务规模快速增长且存在一定集中偿付压力、对外担保金额较大以及盈利稳定性较弱等因素对公司经营及信用水平所带来的不利影响。

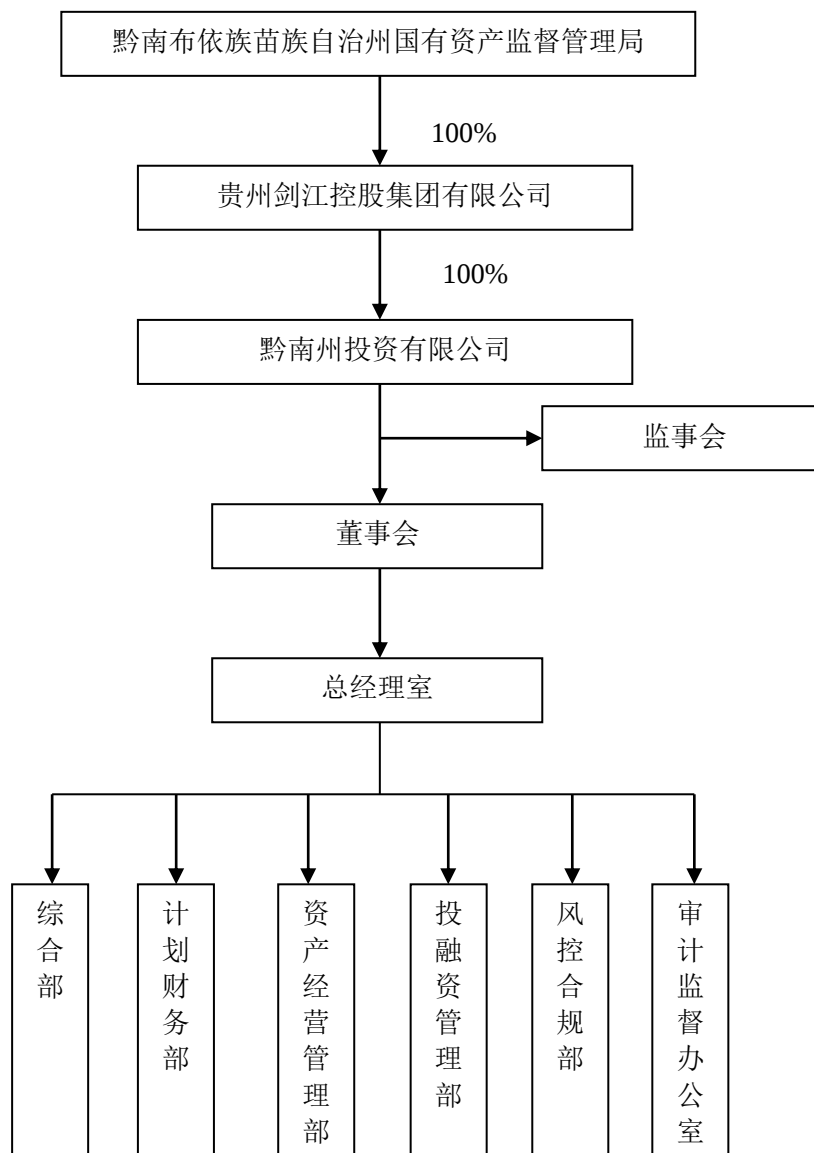
随着黔南州经济发展和城市建设的全面推进，公司代建业务等核心业务板块收入有望保持增

长；而随着公司逐渐尝试向供水销售、水电站运营等实体业务发展，未来有望实现多元化的经营格局，其竞争力有望得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量对本期专项债券保障能力较好。本期专项债券设置本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力；专项债券账户封闭运行的模式有利于偿债资金管理。

基于对公司主体长期信用状况及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期专项债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 黔南州投资有限公司股权结构图及组织结构图



附件 2 黔南州投资有限公司主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	331.57	666.43	896.89	1,003.49
所有者权益（亿元）	162.82	290.20	339.25	389.11
短期债务（亿元）	8.89	16.55	51.58	36.29
长期债务（亿元）	96.24	249.55	301.47	328.24
全部债务（亿元）	105.13	266.10	353.05	364.53
营业收入（亿元）	12.78	27.60	34.82	11.15
净利润（亿元）	2.02	3.76	2.34	1.78
EBITDA（亿元）	3.54	6.79	4.44	--
经营性净现金流（亿元）	-28.25	-101.65	31.16	-15.06
销售债权周转次数（次）	6.76	3.49	2.02	--
存货周转次数（次）	0.08	0.11	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.06	0.04	--
现金收入比（%）	128.75	59.32	106.44	81.34
总资本收益率（%）	1.33	0.98	0.42	--
总资产报酬率（%）	1.28	0.93	0.44	--
净资产收益率（%）	1.64	1.66	0.74	--
营业利润率（%）	26.54	15.50	9.24	20.68
费用收入比（%）	13.30	4.34	3.49	10.79
资产负债率（%）	50.89	56.46	62.18	61.22
全部债务资本化比率（%）	39.24	47.83	51.00	48.37
长期债务资本化比率（%）	37.15	46.23	47.05	45.76
EBITDA 利息倍数（倍）	7.81	24.28	16.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.01	--
流动比率（倍）	5.10	5.47	3.23	3.13
速动比率（倍）	2.64	2.68	1.29	1.24
现金短期债务比（倍）	5.50	2.76	1.03	1.25
经营现金流动负债比率（%）	-48.83	-101.79	12.16	-5.41
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.56	1.08	0.70	--

注：1、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2018年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化；3、公司长期应付款及其他非流动负债已计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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。