跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1612 号

贵安新区开发投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵安新区开发投资有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

贵安新区开发投资有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

贵安新区开发投资有限公司公开发行的“17 贵安 01”、“18 贵安 01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月二十一日

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

贵安新区开发投资有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 贵安 01	28 亿元	7 年（3+2+2）	AA+	AA+	2018.12.28
18 贵安 01	72 亿元	7 年（3+2+2）	AA+	AA+	2018.12.28

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,546.04	2,629.56
所有者权益（亿元）	1,277.29	1,280.40
长期债务（亿元）	818.93	673.17
全部债务（亿元）	906.61	828.81
营业收入（亿元）	87.02	91.17
净利润（亿元）	9.71	5.55
EBITDA（亿元）	18.00	16.48
经营性净现金流（亿元）	-10.48	-51.60
营业利润率（%）	15.69	13.93
净资产收益率（%）	0.77	0.43
资产负债率（%）	49.83	51.31
全部债务资本化率（%）	41.51	39.29
流动比率（倍）	5.55	3.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.29
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.18	0.16

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，贵安新区开发投资有限公司（以下简称“公司”）作为国家级新区贵州贵安新区最重要的开发投资主体，业务具有区域垄断性，在资产划拨、政府补贴及债务置换等方面继续获得贵州省政府和贵安新区管委会的大力支持。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务开展及回款情况受贵安新区发展状况及政府影响较大，在建项目资金支出压力大，债务负担重，存在很大的短期支付压力及资产受限比率较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

贵安新区为国务院批准设立的国家级新区，受国家政策支持明显，未来随着贵安新区建设进程的加快，发展前景稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“17 贵安 01”和“18 贵安 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司作为贵安新区最重要的开发投资主体，业务具有区域垄断性，在政府补贴及债务置换等方面继续获得较多外部支持。

2. 2018 年，公司完成政府债务置换 105.07 亿元，一定程度上缓解了公司的债务压力。

关注

1. 2018 年，公司工程施工业务新签合同金额有所下降，暂未开展土地整理业务，在手保障房项目未来收入持续性存在一定不确定性，回款情况存在滞后，公司业务开展及回款情况受贵安新区规划及政府拨付效率影响较大。

2. 公司债务负担重，在建项目投资额较大，仍面临较大资金支出压力。

3．公司资产构成以土地资产为主，流动性弱，公司以自有土地抵押贷款，抵押比率高。

4．公司应付债券将于 2019 年集中进入行权回售期，公司面临很大的集中偿付压力。

分析师

王金磊
电话：010-85172818
邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

张　蔚
电话：010-85172818
邮箱：zhangw@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

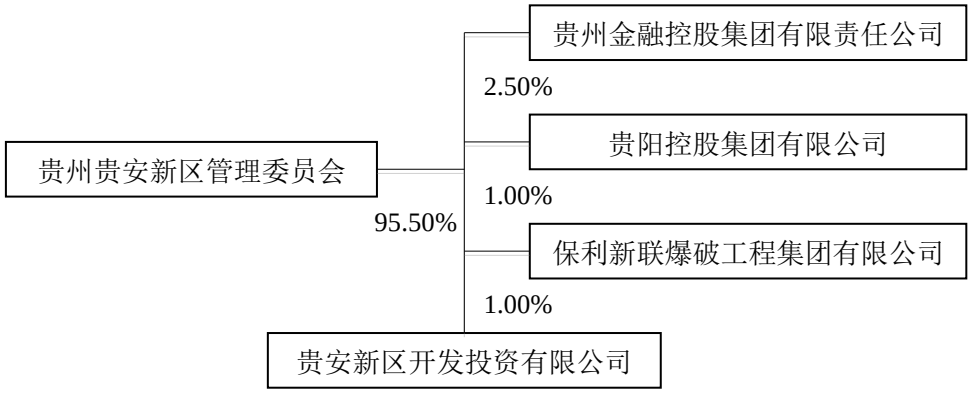
分析师：王玲 张蔚

联合信用评级有限公司

一、主体概况

跟踪期内，贵安新区开发投资有限公司（以下简称“公司”）股权结构及注册资本均未发生变化。截至 2018 年末，公司注册资本 200.00 亿元，实收资本 195.90 亿元（其中以货币出资 160.90 亿元，以土地使用权出资 35.00 亿元），公司控股股东和实际控制人均为贵州贵安新区管理委员会（以下简称“贵安管委会”）。

图 1　截至 2018 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：2018年，公司股东贵州省金融控股有限责任公司更名为贵州金融控股集团有限责任公司；公司股东贵州新联爆破工程集团有限公司更名为保利新联爆破工程集团有限公司

2018年，公司仍主要从事基础设施建设、城市公共配套设施建设、土地一级开发等业务，经营范围新增咨询与调查（会计、审计及税务服务）。

截至2018年末，公司组织结构较上年无变化；公司拥有一级子公司22家，在职员工1,877人。

截至2018年末，公司合并资产总额2,629.56亿元，负债合计1,349.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,280.40亿元，其中归属于母公司所有者权益1,268.59亿元。2018年，公司实现营业收入91.17亿元，净利润（含少数股东损益）5.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.11亿元；经营活动产生的现金流量净额-51.60亿元，现金及现金等价物净增加额-122.52亿元。

公司注册地址：贵州省贵安新区百马大道99号；法定代表人：向昀。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2017 年 12 月 18 日发行的“贵安新区开发投资有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“17 贵安 01”，债券代码“143441.SH”。“17 贵安 01”发行规模 28.00 亿元，票面利率 6.80%，期限为 7（3+2+2）年，附第 3 年末及第 5 年末的发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；“17 贵安 01”起息日为 2017 年 12 月 19 日，每年付息一次，采取单利按年计息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

公司于 2018 年 4 月 25 日发行的“贵安新区开发投资有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18 贵安 01”，债券代码“143477.SH”。“18 贵安 01”发行规模 72.00 亿元，票面利率 7.60%，期限为 7（3+2+2）年，附第 3 年末及第 5 年末的发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；“18 贵安 01”起息日为

2018 年 4 月 26 日，每年付息一次，采取单利按年计息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

截至 2018 年末，“17 贵安 01”和“18 贵安 01”债券募集资金扣除承销费后，已按照募集说明书约定用途全部使用，其中 53.71 亿元用于偿还金融机构借款，44.54 亿元用于补充公司流动资金。公司已于 2018 年 12 月 19 日支付“17 贵安 01”自 2017 年 12 月 19 日至 2018 年 12 月 18 日期间利息，已于 2019 年 4 月 26 日支付“18 贵安 01”自 2018 年 4 月 26 日至 2019 年 4 月 25 日期间利息。

三、行业分析及区域经济分析

公司位于贵州贵安新区，主要从事贵安新区的征地拆迁、土地平整和城市基础设施建设等工作，属于基础设施建设行业。贵安新区经济发展、财政收支状况和城市化进程对公司的经营业绩和投资方向影响较大。

1．基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90%增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，

剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。 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。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1　2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“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‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一

定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2．区域环境分析

（1）贵州省

2018 年贵州省生产总值 14,806.45 亿元，较上年增长 9.1%。其中，第一产业增加值 2,159.54 亿元，增长 6.9%；第二产业增加值 5,755.54 亿元，较上年增长 9.5%；第三产业增加值 6,891.37 亿元，较上年增长 9.5%。产业结构方面，第一产业、第二产业和第三产业增加值占生产总值的比重分别为 14.6%、38.9%和 46.5%。

2018 年贵州省工业经济平稳增长，规模以上工业增加值较上年增长 9.0%，高技术制造业增加值比上年增长 14.8%，占规模以上工业增加值的比重为 7.6%。

2018 年固定资产投资比上年增长 15.8%。其中，第一产业投资增长 29.0%，占固定资产投资的比重为 4.2%；第二产业投资增长 13.2%，比重为 12.7%；第三产业投资增长 15.6%，比重为 83.1%。基础设施投资比上年增长 15.8%，高技术产业投资增长 27.7%

2018 年贵州省财政收入快速增长，财政总收入 2,975.66 亿元，较上年增长 12.4%；一般公共

预算收入 1,726.80 亿元，较上年增长 7.0%，其中税收收入 1,265.97 亿元，增长 7.3%；一般公共预算支出 5,017.32 亿元，较上年增长 8.8%，财政自给率为 34.42%，处于较低水平。2018 年贵州省政府性基金收入 1,249.89 亿元，较上年增加 288.73 亿元，增长 30%；政府性基金支出 1,075.92 亿元，较上年增加 197.21 亿元，增长 22.4%。

总体看，2018 年贵州省整体经济运行平稳，财政收入保持增长。

（2）贵安新区

2018 年，贵安新区全年完成地区生产总值 138.3 亿元，较上年增长 12.9%；工业总产值完成 263.7 亿元，增长 42.9%，其中规模以上工业总产值完成 251.5 亿元，增长 36.3%；大数据产业规模达 376.1 亿元，增长 10%，大数据服务业营业收入完成 32.4 亿元，增长 188.3%；新建续建项目 144 个，完成固定资产投资 221.7 亿元，增长 8.5%；民间投资完成 99.9 亿元，增长 373.9%，对投资增长贡献率达 455.9%。

2018 年，贵安新区财政总收入完成 40.36 亿元，同口径较上年增长 31.7%，一般公共预算收入完成 20.18 亿元，同口径较上年增长 25.9%，其中税收收入 18.32 亿元（占一般公共预算收入的 90.8%），非税收入 1.86 亿元；政府性基金收入完成 53.73 亿元。支出方面，2018 年，贵安新区一般公共预算支出 46.85 亿元，整体看，贵安新区财政自给率为 43.07%，较上年略有提升。

总体看，贵安新区经济发展较快，但贵安新区成立时间较短，财政收入规模小，且刚性支出规模较大，未来随着新区建设规模扩大，财政实力有望进一步扩大。

3．外部支持

政府补贴方面，2018 年公司收到贵安管委会拨付的基础设施建设奖励金及招商引资综合运营补贴等政府补助 6.02 亿元，较上年增长 49.12%，计入“其他收益”。在债务保障方面，根据中华人民共和国审计署对贵州省人民政府省本级政府性债务审计报告（审财报〔2013〕202 号），公司债务纳入贵州省本级政府性债务，省政府对公司债务负有偿还责任和担保责任；2018 年，公司完成政府债务置换 105.07 亿元，一定程度上缓解了公司的债务压力。截至 2018 年末，公司纳入政府性债务的债务余额全部置换完毕。

总体看，公司作为贵安新区最重要开发投资主体，在政府补贴及债务置换等方面继续获得贵州省政府和贵安新区管委会的大力支持。

四、管理分析

公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律法规，制定《公司章程》。2018年12月，公司对《公司章程》进行修改[1]。

根据中国共产党贵州省委员会《关于孙登峰等同志任免职的通知》（黔干任〔2018〕792号），宗文不再担任公司董事长、董事职务，公司董事长变更为孙登峰；王春雷不再担任公司总经理职务，公司总经理变更为向昀。

公司董事长孙登峰先生，1962年生，研究生学历；曾任贵州省对外贸易合作厅进出口处处长、贵州省贸易合作厅计划财务处处长、贵州省黔东南州副州长、贵州省商务厅副厅长、党组副书记、省政府副秘书长、贵安新区党工委副书记、贵安综合保税区党工委书记。现任贵安新区党工委副

[1] 公司将原《公司章程》中第五条“董事长为公司的法定代表人”修改为“董事长或总经理为公司的法定代表人”；另外，公司针对股东名称变更及公司营业范围变更修改了《公司章程》。

书记、贵安新区管委会主任、公司董事长。

公司总经理向昀，1969年生，博士研究生学历；曾任河南省郑州市经济技术开发区管委会副主任及党委委员、河南省郑州市人民政府办公厅金融联络办公室副主任、贵州省供销合作社联合社副主任及党组成员、贵州省六盘水市委常委及市纪委书记、贵州省纪委常委、贵州省监察委员会委员。现任贵州省委统战部副部长、贵州省工商业联合会党组书记、常务副主席、公司总经理。

总体看，公司新任董事长及董事具有丰富的政府部门工作经验，可以满足公司的经营需要。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司作为贵安新区的建设主体，继续承担贵安新区直管区基础设施和大型公共服务设施开发建设、土地一级开发、房地产开发、基础产业融资、投资、建设和资本运作等各项工作。2018年，公司实现营业收入91.17亿元，较上年增长4.77%，其中主营业务在营业收入中的占比为95.72%，较上年变化不大，主营业务突出。

2018年，公司实现主营业务收入87.27亿元，较上年变化不大。其中贸易收入仍是公司主要收入来源之一，2018年为41.69亿元，与上年基本持平；公司安置房销售收入30.64亿元，较上年增长4.35%，主要系房屋交付结转金额增加所致；公司实现土地整理及流转指标收入2.19亿元，较上年下降63.25%，主要系2018年公司暂未开展土地整理业务所致；工程收入仍主要包括工程项目建设服务费收入和工程施工收入两大板块，2018年分别为0.37亿元和5.42亿元，较上年分别下降45.37%和1.42%，工程项目建设服务费收入下降较多主要系2018年代建项目量相对较少所致；其他收入包括酒店收入、招标收入、咨询服务费收入、金融业务收入等，在公司主营业务收入中的占比均较小。

表 2　2017~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易收入	41.43	48.11	-1.08	41.69	47.77	-0.53
安置房销售收入	29.36	34.09	5.05	30.64	35.11	5.16
土地整理及流转指标收入	5.96	6.92	97.04	2.19	2.51	68.04
工程施工收入	5.50	6.38	63.36	5.42	6.21	43.00
工程项目建设服务费收入	0.68	0.79	89.32	0.37	0.43	69.59
其他收入	3.19	3.70	71.67	6.96	7.97	62.25
合计	**86.12**	**100.00**	**15.32**	**87.27**	**100.00**	**11.20**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2018年公司主营业务毛利率较上年下降4.20个百分点至11.20%。分业务来看，公司贸易业务收入毛利率仍为负，较上年小幅提升；安置房销售毛利率5.16%，较上年变化不大；工程施工毛利率较上年大幅下降20.36个百分点至43.00%，主要系2018年毛利率相对较低的房屋建筑工程收入占工程施工收入的比重有所提高，毛利率较高的市政、公路工程占比有所下降所致；土地整理及流转指标毛利率为68.04%，较上年大幅下降主要系2018年新增耕地指标交易价格有所下降，同时开发成本相对较高所致；2018年公司工程项目建设服务业务毛利率较上年下降19.73个百分点，主要系公司本部工程项目建设服务业务收入以净额法核算，2017年来自公司本部的工程

项目建设服务费收入比重较高，2018年占比有所下降所致。

总体看，公司主营业务较突出，2018年公司营业收入较为稳定；受工程施工及土地整理及流转指标毛利率下降影响，公司主营业务毛利率有所下滑。

2．业务板块

（1）贸易业务

公司贸易业务仍由公司下属子公司贵州贵安商贸投资有限公司（以下简称“商贸公司”）作为经营主体，主要贸易产品为建材材料、装潢材料、有色金属、消防器材、管材、找平器材、沥青、燃油、五金交电、机械设备、办公用品等。2018年公司实现贸易收入41.69亿元，较为稳定。

贸易业务采购方面，公司根据不同产品与供应商签订合同约定采购产品、数量、单价、结算方式等。采购结算方面，公司采取先款后货的结算方式较多，账期一般为几天到一个月不等。从公司贸易业务主要供应商情况来看，2018年公司前五大供应商采购金额占比为59.51%，较上年上升13.65个百分点，客户集中度有所上升。

表 3　2017~2018 年公司贸易业务前五大供应商情况（单位：万元、%）

2017 年			2018 年		
供应商	采购金额	占比	供应商	采购金额	占比
福建众成联合贸易有限公司	75,644.67	18.26	水城钢铁（集团）公司贵阳销售公司	122,339.48	30.76
福建国能发展有限公司	38,128.27	9.20	广东普世物料有限公司	60,036.83	15.10
水城钢铁（集团）公司贵阳销售公司	29,848.52	7.20	烟台华福农资有限公司	25,317.74	6.37
贵州贵安新区琨鑫贸易有限公司	26,353.49	6.36	惠州市亿能电子有限公司	14,508.12	3.65
天雁（铜陵）纳米金属科技有限公司	20,039.02	4.84	深圳市广新现代物流有限公司	14,434.43	3.63
合计	**190,013.97**	**45.86**	**合计**	**236,636.61**	**59.51**

资料来源：公司提供

贸易销售方面，2018年公司贸易业务前五大销售客户合计占比为50.58%，较上年下降5.09个百分点，但客户集中度仍较高。销售结算方面，公司主要产品以先发货后收款的方式进行销售，购买方收到商品并检验合格后，在结算结果确认无误后，于几天到几个月内将货款结清（煤炭为3个工作日左右），且较多采用现金或银行票据的形式进行结算。

表 4　2017~2018 年公司贸易业务前五大销售客户情况（单位：万元、%）

2017 年			2018 年		
销售商	销售金额	占比	销售商	销售金额	占比
上海大生农业金融科技股份有限公司	89,176.88	21.52	陆海物料（深圳）有限公司	81,844.29	19.63
上海大生农化有限公司	41,737.21	10.07	深圳市大生农业集团有限公司	42,414.50	10.17
新疆国合投资有限责任公司	30,099.29	7.26	上海大生农业金融科技股份有限公司	18,805.90	4.51
深圳市大生农业集团有限公司	29,710.13	7.17	上海大生农化有限公司	17,454.95	4.19
山东华信石油控股有限公司	18,837.75	4.55	上海找钢网信息科技股份有限公司	16,866.38	4.05
合计	**209,561.26**	**50.58**	**合计**	**177,386.01**	**42.55**

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司贸易业务收入规模较为稳定，公司贸易业务供应商和销售客户仍较为集中，存在一定经营风险。

（2）安置房销售

中，存在一定经营风险。

（2）安置房销售

2018年，公司安置房销售业务仍主要由子公司贵州贵安建设投资有限公司（以下简称“贵安建投”）及贵州贵安置业投资有限公司（以下简称“贵安置业”）负责，贵安建设及贵安置业均具备房屋建筑工程施工总承包二级资质。

业务模式方面，根据公司与贵安新区土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）签署的《项目选房结算协议书》，土储中心将安置房项目委托公司承建，获取按照土储中心的要求承建项目，建成后土储中心选定公司所建房屋作为征收安置用房。

结算方面，双方约定自协议签订之日起90天内，土储中心向公司支付安置房选房款。待住宅及商业用房不动产登记等相关手续办理完毕，且安置房项目审计财务决算完成后30天内，双方按照“成本+税费+利润”的定价原则确定最终选房价格和最终协议总金额。在最终协议总金额确定后30天内，土储中心付清剩余选房价款。选房结算价格包括：土地综合成本费用、前期手续办理费用及相关规费、建安工程费用、融资成本费用、前期物业管理费用、配套设施费用、管理费用、合理利润、利息、税费等。

截至2018年末，公司已主要开发安置房项目包括甘河安置点、湖潮安置点、中八安置点、麻郎安置点和大坝安置点项目，预计总投资50.75亿元，截至2018年末已投资44.09亿元，尚需投资6.66亿元；截至2018年末，公司安置房项目累计确认收入60.00亿元，累计已实现17.09亿元的资金回笼，回款情况存在滞后。公司无拟建安置房项目。

总体看，2018年公司安置房销售业务收入较为稳定；公司在手保障房项目已结转大部分收入，未来收入可能存在一定波动，回款情况存在滞后。

（3）工程施工及工程项目建设服务业务

工程施工业务

2018年，公司工程施工业务仍主要由子公司贵州贵安建设集团有限公司（以下简称”贵安建设“）负责，公司工程项目的业务模式仍主要为：公司按照贵安新区管委会统筹制定的贵安新区的项目建设规划和年度投资计划，组织实施贵安管委会委托的新区开发建设项目。贵安管委会根据直管区项目建设规划和年度投资计划，向公司配置相应的土地（全部为出让地）作为融资抵押和还款来源，项目建设所需资金由公司筹措。公司和土储中心根据土地储备计划，以抵押、质押等方式利用土地存货进行融资和偿债，同时也鼓励社会投资人依据相关规定，参与贵安新区直管区土地一级开发并获取相应收益。

2018 年，公司工程施工业务板块新签合同总额 2.05 亿元，较上年下降 69.74%，其中造价 5,000 万以上的重大工程项目 1 个，公司业务集中在贵安新区，业务承接受贵安新区未来发展状况和当地政府规划影响大。2018 年，公司实现公司工程施工收入 5.42 亿元，较上年略有下降。

表 5　2017~2018 年工程施工业务板块合同总签约额情况表（单位：个、万元）

项目	2017 年	2018 年
工程数量	5	8
造价 5,000 万以上的重大工程项目	3	1
新签合同总额	67,862.69	20,536.07

资料来源：公司提供

工程项目建设服务业务

公司工程项目建设服务业务仍主要由子公司贵安建投和贵安置业负责，根据2017年公司与贵州贵安新区管理委员会经济发展局签订的《贵安新区工程项目建设协议书》，公司建设成本加成为2.5%。根据协议，建设成本加成按照最终审定的项目建设总投资为准与公司结算，公司存货直接转入长期应收款，截至2018年末，公司工程项目建设服务业务产生的长期应收款规模246.64亿元，对公司资金占用明显。公司工程项目建设服务费收入主要为公司代建管理费收入，2018年公司工程项目建设服务业务确认收入的主要项目包括贵安新区贵安路（一期）道路工程项目、贵安新区金马路道路工程项目和贵安新区中心大道道路工程项目等，当年确认收入合计金额为0.37亿元，较上年下降45.37%，主要系2018年代建项目量减少所致。

在建及拟建项目

在建项目方面，截至2018年末，公司工程施工和工程项目建设服务业务共有在建项目29个，总投资额为83.18亿元，已完成投资额为37.61亿元，未来尚需投资45.54亿元。公司主要在建工程基本情况如下表所示，尚需投资金额较大，存在较大的融资需求。截至2018年末，公司暂无拟建项目。

表 6　截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	已完成投资	2019 年投资计划
高端装备制造产业园南部路网工程第二标段	12,333	10,567	86
贵安新区新能源汽车城（一期）场平工程	30,222	26,654	3,569
贵安新区新能源长江汽车厂房（一标）	55,000	44,769	2,000
贵安新区新能源长江汽车厂房（三标）	50,000	29,811	10,000
安顺市平坝区东外环线道路项目施工第二合同段	44,227	12,575	10,000
贵安新区东纵线北二段道路工程施工第三合同段（土建）	37,989	2,355	--
贵安新区市民中心 PC 项目施工一标	63,358	34,310	200
贵安新区市民中心 PC 项目施工二标	19,365		
贵安新区北部新区主次干路网工程（二期）项目施工	3,764	841	1,700
贵安新区绿色金融港 EPC 项目	30,000	22,824	500
贵安新区城市综合体（三）PC 项目	140,000	104,174	4,000
贵安电子信息标准厂房二期及物流园工程	120,000	75,946	35,000
长泰源 AAC 项目	4,000	3,520	2,000
贵安腾讯七星数据中心隧道工程（分包）	12,000	9,349	400
合计	**502,258**	**377,695**	**69,455**

资料来源：公司提供

总体看，公司工程施工业务集中在贵安新区，受贵安新区未来发展状况和当地政府规划影响大，2018年新签约合同金额有所减少，工程施工及工程项目建设服务业务收入均呈下降趋势；公司在建及拟建项目数量较多，总投资金额较大，且大部分资金需公司自筹，公司存在较大的融资压力。

（4）土地整理及流转指标

2018年公司土地整理及流转指标业务仍主要由公司本部及子公司贵州贵安土地整治有限公司（以下简称“土整公司”）负责。

土地整理业务由公司本部负责，开发业务模式为：公司受土储中心的委托，统一组织实施拆迁、土地整理等前期土地开发建设工作，资金由公司自筹，土地整理完成具备上市交易条件后，

将通过土地储备中心进行土地上市出让，届时将全额返还公司土地整理成本，按成本审定后总额的2%提取管理费，按8%提取土地开发利润。2017年，实现土地整理收入4.27亿元，但目前尚未收到回款。2018年，公司暂未开展土地整理业务，公司土地整理业务受地方政府规划影响较大，业务开展具有不确定性。

耕地指标流转方面，土整公司受贵安新区国土资源局等委托，对指定农用地整理新增耕地，在主管部门验收后，获取农用地整理新增耕地折抵建设用地指标，贵安新区国土资源局将产生的土地指标进行流转交易，最终新增指标流转收益全部为公司所有，前期耕地开发相关的成本由土整公司承担。2018年，公司新增耕地转让指标7,375.48亩，较上年增长193.15%，其中水田2,718.74亩，旱地4,656.74亩，平均每亩成本为1.32万元/亩；2018年，公司出让指标数量为2,515.91亩，指标价款为1.64亿元，针对剩余的4,859.57亩指标，公司于2018年12月与贵安新区国土资源局签订新增耕地指标《意向收购协议》，预计指标价款为2.48亿元。2018年公司确认流转指标收入2.19亿元，较上年增长29.59%。

总体看，2018年公司暂未开展土地整理业务，土地整理业务开发建设资金为自筹，尚未收到回款，业务开展及回款情况受政府影响较大。

3．未来发展

（1）着力推进贵安新区城市功能建设。第一，加强土地收储工作。第二，加强基础设施和重点区域建设。（2）强化金融创新，推动融资平台搭建。第一，加快融资平台搭建，培育和提高公司金融业务能力。第二，结合新型城镇化建设，加快财务体制机制改革和财务平台搭建工作。第三，充分发挥《贵安新区产城融合资本创新计划》在整合建设投资与产业发展资金优势。（3）强化产业引导，抓好重点项目落地。第一，加快电子信息产业园项目建设。第二，加快高端装备制造产业园项目建设。第三，加快大健康新医药产业园项目建设。（4）强化公司市场意识，促进经营业务开展。第一，加快发展商贸物流业务。第二，加快培植贵安新区建筑业，通过整合建筑建材资源，强化建筑施工队伍，通过EPC等模式，做大做强建筑业务。

六、财务分析

1．财务概况

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。会计政策变更方面，公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，采用追溯调整法。根据《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》要求，在 2018 年 1 月 1 日起实行新准则。此外，公司进行了一系列前期会计差错更正并对财务报表进行追溯重述。本报告中，2017 年相关财务数据采用公司 2018 年度财务报表期初余额。从合并范围上看，截至 2018 年末纳入合并范围的一级子公司 22 家，较上年增加 1 家，减少 1 家，公司财务数据可比性较强。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 2,629.56 亿元，较年初增长 3.28%，主要系流动资产增长所致。从资产结构看，流动资产占 80.27%，非流动资产占 19.73%，较年初变化不大，资产结构

仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产合计 2,110.67 亿元，较年初增长 2.77%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由其他应收款（占 5.22%）和存货（占 86.04%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 72.17 亿元，较年初下降 61.60%；公司货币资金以银行存款（占 73.36%）和其他货币资金（占 27.64%）为主，其他货币资金 19.95 亿元为受限资产，主要是用于质押的定期存款和保证金。公司应收账款 72.91 亿元，较年初大幅增长 124.03%，主要系应收安置房销售款及工程施工款等大幅增加所致，其中应收贵州贵安新区土地收购储备中心的款项占 68.65%，公司应收账款计提坏账准备 0.72 亿元。公司其他应收款 110.02 亿元，较年初下降 23.92%，主要系往来款减少所致；账龄方面，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款 10.03 亿元，1 年以内的占 60.27%，1~2 年的占 7.73%，2~3 年的占 17.63%，其他为 3 年以上；集中度方面，其他应收款欠款金额前五名合计占比为 70.99%，从前五大应收款单位的性质来看，主要为政府单位，公司计提坏账准备 0.71 亿元。公司存货 1,815.93 亿元，较年初增长 11.11%，主要由政府注入的待开发土地（占 66.38%）和开发项目（占 23.94%）构成，其他为开发成本、工程施工、土地整理项目等；2018 年公司存货计提跌价准备 0.04 亿元。存货中账面价值为 1,201.23 亿元的土地用于抵押借款属受限资产，其中账面价值为 787.59 亿元的土地抵押借款已到期并结清，但该部分土地尚未办理解除抵押手续，受限比例较高。公司待开发土地均位于贵安新区内，主要为山林、滩涂等，资产质量一般。

非流动资产

截至2018年末，公司非流动资产合计518.89亿元，较年初增长5.39%，主要系长期应收款增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占9.51%）、长期应收款（占51.21%）、投资性房地产（占5.32%）、在建工程（占18.60%）和无形资产（占7.77%）构成。

截至2018年末，公司可供出售金融资产49.33亿元，较年初变化不大，主要系公司持有的贵州银行股份有限公司股权（参股比例9.32%）、新增贵安新区二期新兴产业发展基金5.97亿元等金融类企业，未计提减值准备。公司长期应收款为265.75亿元，较年初增长4.49%，主要系公司部分代建项目于2018年完工结算，贵安管委会应付工程款增加所致。公司投资性房地产27.61亿元，较年初增长10.69%，主要为房屋、建筑物。公司在建工程96.49亿元，与年初基本持平，主要为电子信息产业园（一期）标准厂房项目、电子信息产业园富士康电子制造产业园（一期）工程等项目。公司无形资产40.33亿元，与年初基本持平，主要由土地使用权（占99.38%）构成，累计摊销1.37亿元。

截至 2018 年末，公司受限资产 1,221.18 亿元，其中货币资金 19.95 亿元，存货 1,201.23 亿元，占资产总额的比例为 46.44%，受限比例较高。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，且仍以流动资产为主；流动资产中待开发土地占比较大，部分土地尚未解除抵押手续，受限比例较高；非流动资产仍以长期应收款为主，公司整体资产质量一般，流动性不强。

3．负债及所有者权益

负债

截至2018年末，公司负债合计1,349.15亿元，较年初增长6.34%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占43.15%，占比较年初上升14.00个百分点，非流动负债合计占56.85%，负债结构变

为较为均衡。

流动负债

截至2018年末，公司流动负债合计582.22亿元，较年初增长57.38%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占28.07%）、其他应付款（占46.74%）和一年内到期的非流动负债（占19.58%）构成。

截至2018年末，公司应付票据及应付账款163.40亿元，较年初增长29.02%，其中应付账款144.13亿元，较年初增长33.66%，主要为应付质保金、工程款等增加所致。公司其他应付款263.20亿元，较年初增长79.37%，主要为与非关联方之间的资金往来款增长所致；其他应付款前五名占比合计为86.97%，集中度较高。公司一年内到期的非流动负债114.01亿元，较年初增长100.27%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券转入所致；由信用借款（占24.55%）、抵押借款（占25.16%）和一年内到期的应付债券（占50.29%）构成。

非流动负债

截至2018年末，公司非流动负债合计766.93亿元，较年初下降14.67%，主要系长期借款及应付债券将于一年内到期转入流动负债所致。非流动负债主要由长期借款（占53.53%）、应付债券（占34.25%）和专项应付款（占11.84%）构成。

截至2018年末，公司长期借款余额420.51亿元，较年初下降22.81%，由抵押借款（占55.25%）、信用借款（占61.02%）、保证借款（占13.83%）和抵押借款（占23.96%）构成。从期限结构来看，2020年到期107.13亿元、2021年到期32.78亿元，2022年到期0.55亿元，其余为2023年及以后到期，公司2020年存在集中兑付压力。公司专项应付款90.79亿元，较年初增长16.64%，主要为贵安管委会预先拨入的用于各开发项目的工程款。公司应付债券期末余额252.66亿元，较年初下降7.85%，主要系公司2016年发行的50亿元5年期公司债券“15贵安债”部分回售所致；其中150亿元的债券于2019年达到行权回售期。“16贵安01”已于2019年3月回售48.10亿元，债券余额1.90亿元，“16贵安02”已于2019年6月全额回售。

截至本报告出具日，公司将于2019年到期的债券规模为13.00亿元，达到行权回售期的债券规模为70.00亿元，若投资者选择回售，将加大公司2019年的债务集中偿付压力。

表 7　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行利率	余额	期限	下一行权日	到期日
15 贵安债	5.50	6.73	5（3+2）	--	2020.12.30
16 贵安 01	4.70	1.87[2]	5（3+2）	2019.03.17	2021.03.17
16 贵安 02	5.20	29.53	5（3+2）	2019.06.20	2021.06.20
16 贵安 03	4.48	49.26	5（3+2）	2019.08.08	2021.08.08
16 贵安 04	4.39	19.69	5（3+2）	2019.09.13	2021.09.13
15 贵路桥	4.17	11.65	7	2019.10.28[3]	2022.10.28
17 贵安 01	6.80	27.71	5（3+2）	2020.12.19	2022.12.19
17 贵安债	6.80	27.57	5（3+2）	2020.11.22	2022.11.22
18 贵安 01	7.60	70.84	7（3+2+2）	2021.4.26	2025.4.26
18 贵安债	8.20	7.81	5（3+2）	2021.6.27	2023.6.27
合计	--	**252.66**	--	--	--

资料来源：公司审计报告

[2] “16 贵安 01”于 2019 年 3 月达到行权回售期，公司将回售金额 48.10 亿元重分类至一年内到期的非流动负债。
[3] 设提前偿还本金条款，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金的 20%。

从债务结构看，截至2018年末，全部债务合计828.81亿元，较年初下降8.58%。其中，短期债务占18.78%，长期债务占81.22%，债务结构以长期债务为主，期限结构如下表所示，公司2019~2021年存在很大的集中兑付压力，同时若投资者选择2019年回售债券，将加大公司2019年的债务集中偿付压力。债务指标方面，截至2018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51.31%、39.29%和34.46%，分别较年初上升1.48个百分点、下降2.22个百分点和下降4.61个百分点。

表 8　截至 2018 年底公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

到期年份	短期债务				长期债务		合计
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其他流动负债	长期借款	应付债券	
2019	12.49	19.27	114.01	9.88	--	--	**155.65**
2020	--	--	--		107.13	6.73	**113.86**
2021	--	--	--		32.78	100.35	**133.13**
2022	--	--	--		0.55	66.93	**67.48**
2023 年及以后	--	--	--		280.05	78.65	**358.70**
合计	**12.49**	**19.27**	**114.01**	**9.88**	**420.51**	**252.66**	**828.81**

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司公司债务规模大，2019~2021 年存在很大的集中兑付压力；公司应付债券将于 2019 年集中达到行权回售期，若投资者选择回售，将加大公司 2019 年的债务集中偿付压力。

所有者权益

截至2018年末，公司所有者权益合计1,280.40亿元，与年初基本持平；其中，归属于母公司所有者权益为1,268.59亿元，与年初基本持平。归属于母公司所有者权益中，实收资本占15.44%、资本公积占81.06%、盈余公积占9.17%、未分配利润占1.41%。公司权益主要由实收资本和资本公积（以土地为主）构成，公司所有者权益结构的稳定性较好。

总体看，公司所有者权益规模较为稳定，资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入91.17亿元，较上年增长4.77%；同期，公司营业成本78.15亿元，较上年增长6.92%。2018年，公司实现利润总额9.70亿元，较上年下降28.35%，主要系营业成本及财务费用等增加所致；实现净利润5.55亿元，较上年下降42.87%。

期间费用方面，2018年，公司期间费用8.99亿元，较上年增长86.18%，主要系财务费用增长所致。2018年，公司管理费用5.18亿元（占期间费用57.65%），较上年增长21.34%；公司财务费用为2.96亿元，较上年大幅增加2.99亿元（占期间费用32.93%），主要系利息支出规模扩大同时利息收入下降所致；公司费用收入为9.86%，较上年上升4.31个百分点，费用控制能力有所下降。

2018年，公司投资收益0.75亿元，较上年下降47.11%，主要为取得的贵州银行股份有限公司分红款和短期理财产品收入；公司其他收益6.02亿元，主要为招商引资综合运营补贴、基础设施建设奖励金等政府补贴，占利润总额的比重为62.04%，政府补贴对利润总额贡献程度大；公司营业外收入565.71万元，较上年增长17.57%，主要为补贴收入等，占利润总额比重较小。2018年，公司资产减值损失0.74亿元，较上年变化不大，主要为应收账款产生的坏账准备。

从盈利指标看，2018年公司营业利润率较上年下降1.76个百分点至13.93%；总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为0.26%、0.37%和0.43%，分别较上年下降0.20个百分点、0.17

个百分点和0.33个百分点，公司整体盈利能力弱。

总体看，2018年公司营业收入整体小幅增长，利润总额对政府补贴的依赖程度高，整体盈利能力弱。

5．现金流

从经营活动现金来看，2018 年公司经营活动现金流入额为 65.58 亿元，较上年减少 29.09%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 51.05 亿元，较上年下降 27.36%；收到的其他与经营活动有关的现金 14.53 亿元，较上年下降 34.59%，主要为与非关联方资金拆借形成的往来款。2018 年，公司经营活动现金流出额为 117.18 亿元，较上年增长 13.81%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 86.38 亿元，较上年增长 9.09%；公司支付与其他经营活动有关的现金 9.75 亿元，较上年下降 42.33%，主要系与非关联方拆借资金减少所致；经营活动产生的现金流量净额为-51.60 亿元，净流出规模扩大。2018 年，公司现金收入比为 55.99%，较上年下降 24.77 个百分点，公司收入实现质量继续明显下降，收入实现质量较差。

从投资活动现金流看，2018 年公司投资活动现金流入量 35.88 亿元，较上年下降 89.00%，以收到其他与投资活动有关的现金为主，主要为银行短期理财产品到期收回资金以及收到的部分国家财政及省财政等拨付的项目资本金；同期，公司投资活动现金流出额为 141.31 亿元，较上年下降 72.63%，以支付其他与投资活动有关的现金为主，主要为公司购买理财产品支付的现金及支付的工程代建项目款。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-105.43 亿元，流出规模较上年有所减少，规模仍较大。

从筹资活动现金来看，2018 年公司投资活动仍面临较大的资金缺口，对长短期银行借款、债券融资等外部筹资需求大，公司筹资活动产生的现金流入规模较大，2018 年为 270.65 亿元，较上年下降 15.45%，主要为通过借款和发行债券筹集的资金；同期，筹资活动现金流出额为 236.14 亿元，较上年增长 32.07%，主要体现为偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流量净额 34.51 亿元，较上年下降 75.57%。

总体看，公司经营活动产生的现金流由净流流出规模继续扩大，收入实现质量较差；由于近年来公司工程项目大量资金投入支出增长，公司面临的一定资金缺口，对外部融资依赖性强，筹资压力大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年末，公司流动比率和速动比率分别为3.63倍和0.51倍，较上年的5.55倍和1.13倍均有所下降；公司现金短期债务比为0.51倍，较年初的2.15倍大幅下降，现金类资产对短期债务覆盖水平一般。考虑到公司债券于2019年可行权规模较大，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2018年，受利润总额下降影响，公司EBITDA较上年下降8.45%至16.48亿元，其中折旧占10.12%，摊销占4.73%，计入财务费用利息支出占26.26%，利润总额占58.89%。2018年，公司EBITDA利息倍数为0.29倍，较上年的0.30倍略有下降，EBITDA对利息覆盖程度较弱；公司EBITDA全部债务比为0.02倍，与上年持平，EBITDA对债务覆盖能力仍较弱。整体看，公司长期偿债能力偏弱。

截至2018年末，公司无重大涉诉事项；公司对外担保余额190.94亿元，担保比率为14.91%，主要为对贵州贵安新区土地收购储备中心银行借款提供的抵押担保和保证担保，以及为贵州贵安

电子信息产业投资有限公司（控股股东为贵安管委会）银行贷款提供的保证担保，被担保企业主要为政府单位及国有企业，公司代偿风险较低。

截至2018年末，公司共获银行授信额度总额1,212.67亿元，尚已使用授信317.23亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1052011101135860Q），截至2019年3月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

考虑到公司作为国家级新区贵州贵安新区最重要开发投资主体，业务具有区域垄断性，在资产划拨、政府补贴和政策支持等方面继续获得贵州省政府和贵安新区管委会的大力支持，公司整体偿债能力很强。

7．母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 2,238.57 亿元，所有者权益 1,256.12 亿元，负债 982.45 亿元，全部债务 594.53 亿元，其中应付债券 241.01 亿元，为“15 贵安债”、“16 贵安 01”、“16 贵安 02”、“16 贵安 03”、“16 贵安 04”、“17 贵安 01”、“17 贵安债”、“18 贵安 01”及“18 贵安债”；母公司资产负债率 43.89%，全部债务资本化比率 32.13%。2018 年母公司实现营业收入 91.17 亿元，利润总额 9.70 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产 72.68 亿元，为“17 贵安 01”和“18 贵安 01”余额（100.00 亿元）的 0.73 倍；净资产 1,280.40 亿元，为“17 贵安 01”和“18 贵安 01”余额（100.00 亿元）的 12.80 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 贵安 01”和“18 贵安 01”的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBIDTA 为 16.48 亿元，为“17 贵安 01”和“18 贵安 01”余额（100.00 亿元）的 0.16 倍，EBIDTA 对债券本金的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 65.58 亿元，为“17 贵安 01”和“18 贵安 01”余额（100.00 亿元）的 0.66 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度一般；2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-51.60 亿元，对“17 贵安 01”和“18 贵安 01”无覆盖能力。

综合以上分析，同时考虑到公司作为国家级新区贵州贵安新区最重要开发投资主体，业务具有区域垄断性，在资产划拨、政府补贴和政策支持等方面继续获得贵州省政府和贵安新区管委会的大力支持，“17 贵安 01”和“18 贵安 01”到期无法还本付息的风险很低。

八、综合评价

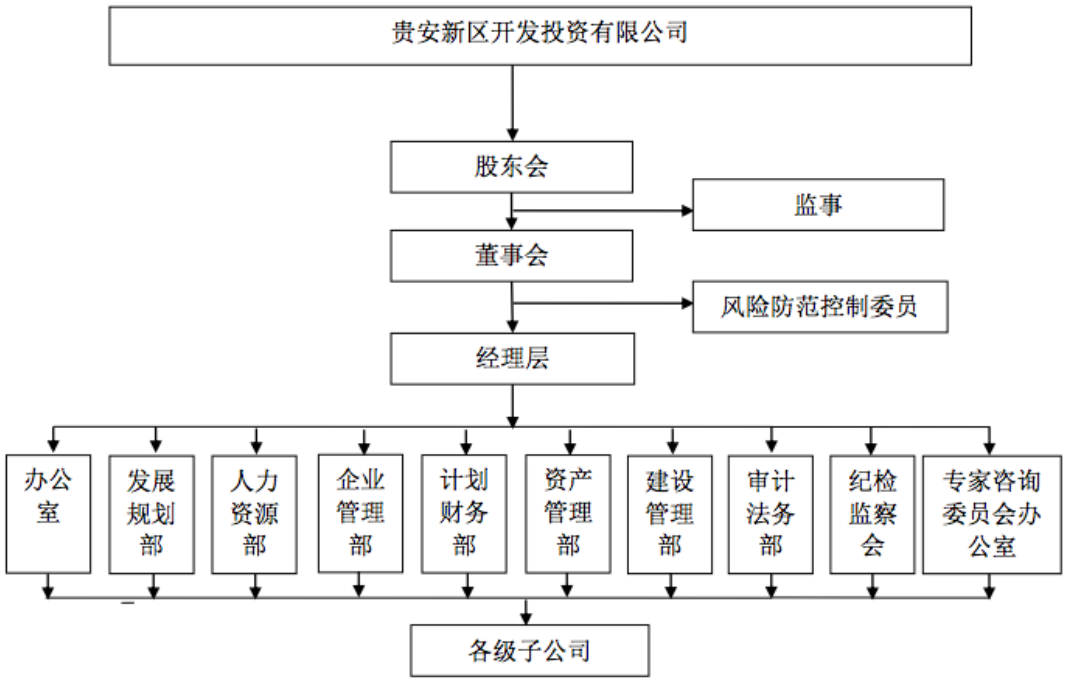
跟踪期内，公司作为国家级新区贵州贵安新区最重要的开发投资主体，业务具有区域垄断性，在资产划拨、政府补贴及债务置换等方面继续获得贵州省政府和贵安新区管委会的大力支持。同时，联合评级也关注到公司业务开展及回款情况受贵安新区发展状况及政府影响较大，在建项目投资规模大，资金支出压力大，债务负担重，存在很大的短期兑付压力，整体盈利能力较低及资产受限比率较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司作为贵安新区最重要的开发投资主体，未来随着贵安新区建设进程的加快，发展前景良

好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“17 贵安 01”和“18 贵安 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　贵安新区开发投资有限公司
组织结构图



附件 2　贵安新区开发投资有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,546.04	2,629.56
所有者权益（亿元）	1,277.29	1,280.40
短期债务（亿元）	87.68	155.65
长期债务（亿元）	818.93	673.17
全部债务（亿元）	906.61	828.81
营业收入（亿元）	87.02	91.17
净利润（亿元）	9.71	5.55
EBITDA（亿元）	18.00	16.48
经营性净现金流（亿元）	-10.48	-51.60
应收账款周转次数（次）	3.27	1.71
存货周转次数（次）	0.04	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.04
现金收入比率（%）	80.76	55.99
总资本收益率（%）	0.59	0.46
总资产报酬率（%）	0.66	0.54
净资产收益率（%）	0.77	0.43
营业利润率（%）	15.69	13.93
费用收入比（%）	5.55	9.86
资产负债率（%）	49.83	51.31
全部债务资本化比率（%）	41.51	39.29
长期债务资本化比率（%）	39.07	34.46
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02
流动比率（倍）	5.55	3.63
速动比率（倍）	1.13	0.51
现金短期债务比（倍）	2.15	0.47
经营现金流动负债比率（%）	-2.83	-8.86
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.18	0.16

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 除特别说明外，均指人民币；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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。