

信用等级公告

联合[2017] 2386 号

联合资信评估有限公司通过对贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司及其拟发行的 2017 年贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团
有限公司主体长期信用等级为

AA

2017 年贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理
集团有限公司公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年九月二十二日



2017 年贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券发行金额: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年每年分期偿还本金的 20%

募集资金用途: 募投项目建设和补充流动资金

评级时间: 2017 年 9 月 22 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	5.43	14.01	22.71
资产总额(亿元)	187.94	209.43	224.78
所有者权益(亿元)	159.00	162.11	165.22
短期债务(亿元)	0.00	4.53	5.83
长期债务(亿元)	8.24	12.86	25.28
全部债务(亿元)	8.24	17.39	31.11
营业收入(亿元)	8.01	9.87	11.76
利润总额(亿元)	2.85	3.09	3.10
EBITDA(亿元)	2.86	3.09	3.10
经营性净现金流(亿元)	3.84	-2.44	-2.75
营业利润率(%)	13.27	13.32	12.40
净资产收益率(%)	1.80	1.92	1.88
资产负债率(%)	15.40	22.59	26.50
全部债务资本化比率(%)	4.92	9.69	15.85
流动比率(%)	2518.49	1639.61	1849.17
经营现金流动负债比(%)	51.46	-19.14	-22.65
全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.62	10.03

分析师

陈 茜 辛纯璐

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

评级观点

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司(以下简称“公司”)是贵阳市云岩区的重要基础设施投资建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了云岩区经济实力稳步增强,地方可控财力持续提升,公司获得云岩区政府多方面的有力支持,具备较强区域专营优势。近年来,公司资产与收入规模持续增长。同时联合资信也关注到公司资产流动性偏弱、未来投资规模大等因素对其经营和发展可能带来不利影响。

贵阳市云岩区经济发展、财政实力提升,公司所获政府支持持续,对公司信用基本面形成支撑;随着项目建设的推进,公司收入规模稳定增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券设定分期偿付条款,有助于降低公司的集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对分期偿还的本金覆盖程度尚可,未来公司存在一定偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 贵阳市云岩区经济实力稳步增强,地方综合财力持续提升,公司外部发展环境良好。
2. 公司作为云岩区重要的基础设施投资建设主体,持续获得云岩区政府在土地资产注入、财政补贴和项目建设资金拨付等方面的有力支持。
3. 公司债务负担轻,具有一定财务弹性。

关注

1. 公司资产中流动资产占比大，但流动资产以项目开发成本和土地资产为主，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。
2. 公司在建及拟建项目投资规模大，存在较大融资需求。
3. 本期债券发行对公司债务规模及债务结构影响大，公司经营活动现金流入量对分期偿还的本金覆盖程度一般，未来公司存在一定偿付压力。
4. 本期债券募投项目收入以及公司预测的在建项目未来现金流入的实现存在较大不确定性，与本期债券本息偿付时间可能存在差异。

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2017 年贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司公司债券信用评级报告

一、主体概况

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司（以下简称“公司”）前身为贵阳云岩贵中土地开发有限公司，系根据贵阳市云岩区人民政府于 2009 年 11 月 9 日出具的授权委托书委托贵阳市云岩区财政局出资设立，注册资本 1000 万元。2011 年 7 月，公司名称变更为贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理有限公司。2011 年，云岩区财政局向公司增资 5000 万元。2013 年 10 月，公司名称变更为现名。2016 年 4 月 27 日，经贵阳市云岩区人民政府《关于同意变更贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司章程中出资人部分的批复》（云府函【2016】103 号）文件批准，公司出资人由云岩区财政局变更为云岩区国有资本运行管理办公室（以下简称“云岩区国资办”）。截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 6000.00 万元，云岩区国资办持股 100.00%，为公司实际控制人。

公司经营范围：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（土地开发；土地整理；土地开发及整理技术咨询；基本建设投资管理（国家禁止的除外；涉及前置审批的除外）；物业管理；污水处理。）

截至 2016 年底，公司本部设党委办公室、综合部、城建部、前期部、工程部、土地开发部、资产部、招标合同管理部、征收部、财务部和投融资部 11 个职能部门。公司合并范围内有贵阳云岩贵中房屋征收有限公司（以下简

称“云岩征收公司”）和贵阳云岩云中土地开发有限公司（以下简称“云中公司”）2 家全资一级子公司。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 224.78 亿元，所有者权益 165.22 亿元；2016 年公司实现营业收入 11.76 亿元，利润总额 3.10 亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市云岩区渔安安井片区未来方舟 D18 组团 5 层 1 号附 1 号；法定代表人：张翔。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2017 年发行 15.00 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年。本期债券采用固定利率，按年计息，分期偿还本金，即自债券发行后第 3 年起，每年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券募集资金总额为 15.00 亿元，其中 9.00 亿元用于贵阳市 2014 年城市棚户区改造项目（二期）--云岩区三马片区杨惠地块安置房项目（以下简称“杨惠安置房项目”）、6.00 亿元用于补充流动资金。本期债券募集资金使用情况见下表。

表 1 本期债券募投项目及募集资金拟使用情况
(单位：亿元、%)

项目名称	项目计划总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
贵阳市 2014 年城市棚户区改造项目（二期）--云岩	12.93	9.00	69.59

区三马片区杨惠地块安置房项目			
补充流动资金	--	6.00	--
合计	--	15.00	--

资料来源：公司提供

杨惠安置房项目总用地面积为86500.45平方米，总建筑面积为266753.64平方米，其中地上建筑面积179276.01平方米（保障住房建筑面积139473平方米、公建配套建筑面积4856.22平方米、商业建筑面积34946.79平方米），地下建筑面积87477.63平方米（地下停车库建筑面积75564.8平方米、地下商业建筑面积11912.83平方米）。共计户数为1272户，总停车位1680个，全部为室内停车。项目总投资12.93亿元，项目资金来源为自筹，拟使用募集资金9.00亿元。

杨惠安置房项目已获得云岩区发展和改革局出具的《关于<贵阳市 2014 年城市棚户区改造项目（二期）--云岩区三马片区杨惠地块安置房项目>可行性研究报告的批复》（云发改投资【2015】274 号）和《节能评估报告》，贵阳市环境保护局出具的环评批文筑环表【2015】100 号）等文件。

杨惠安置房项目计划建设期 2 年，预计 2016~2017 年初完成项目规划设计和拆迁安置工作，2017 年初开始建安工程，2018 年上半年完成项目建设。截至目前，该项目前期征收和拆迁已基本完成，正在开展土地整理与建安工程。

经济效益方面，项目建成后，可通过销售（住宅、商业和停车场）以及物业出租等自身经营实现项目收益，内部收益率为 5.35%，经济效益尚可。社会效益方面，杨惠安置房项目将提高杨惠地块居民的生活质量，发展社会公共服务、加强社会管理、推进平安社会建设，有利于提高城市面貌，缩小社会差距，具有良好的社会效益。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1-6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多

种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1-6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1-6 月，我国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1-6 月，我国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1-6 月，

网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1-6 月，我国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

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、加强区域交流与合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。近些年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设

投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅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，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《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，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及财政概况

贵阳市

贵阳市，贵州省省会，中国西南地区重要的中心城市之一，是贵州省的政治、经济、文化、科教、交通中心和西南地区重要的交通、通信枢纽、工业基地及商贸旅游服务中心。贵阳市土地总面积 8034 平方千米，占全省面积的 4.56%。贵阳市现辖云岩、南明、花溪、乌当、白云、观山湖 6 个区，清镇 1 个县级市，修文、息烽、开阳 3 个县。据各区、县（市）统计数据，全市有 32 乡（其中民族乡 18 个）、45 个镇、90 个社区服务中心，1054 个行政村、502 个居委会。

根据《贵阳市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，贵阳市全年实现生产总值 3157.70 亿元，比上年增长 11.7%。分产业看，第一产业增加值 137.14 亿元，比上年增长 5.9%；第二产业增加值 1218.79 亿元，比上年增长 12.1%；第三产业增加值 1801.77 亿元，比上年增长 11.9%。人均生产总值 67771 元，比上年增长 10.1%。

固定资产投资方面，2016 年，贵阳市全年固定资产投资 3380.73 亿元，比上年增长 20.5%。分产业看，第一产业投资 149.12 亿元，比上年增长 56.4%；第二产业投资 666.31 亿元，比上年增长 13.0%；第三产业投资 2565.30 亿

元，比上年增长 21.0%。全年固定资产投资到位资金 2943.87 亿元，比上年增长 14.9%。其中，国家预算内资金 90.95 亿元，比上年增长 1.3 倍；国内贷款 689.58 亿元，比上年增长 32.1%；自筹资金 1479.77 亿元，比上年增长 21.0%；其他资金 657.31 亿元，比上年下降 11.7%。

工业方面，贵阳市全年规模以上工业增加值 780.82 亿元，比上年增长 9.9%。重点产业（行业）规模以上工业增加值 646.95 亿元，比上年增长 7.2%，占规模以上工业 82.9%。工业园区规模以上工业增加值 678.20 亿元，比上年增长 9.3%，占规模以上工业 86.9%。

2016 年，贵阳市全年完成财政总收入 717.70 亿元，剔除营改增因素比上年增长 2.3%；一般公共预算收入 366.32 亿元，比上年增长 4.4%；一般公共预算支出 525.61 亿元，比上年增长 4.4%。

贵阳市云岩区

云岩区位于贵阳市南北向“船形盆地”的北部，是贵阳市两大主城区之一、原贵阳老城的主体部分，是贵州省人民政府、省人大、省政协，20 余家省直部门驻地所在地区，是全省主要的政治、经济、金融、文化、信息、科技、教育、商贸中心。全区辖 1 个镇、1 个产业园区及 27 个社区服务中心。土地总面积 93.57 平方公里，人口约 135 万人（其中常住人口 98 万人，流动人口 37 万人）。

根据《云岩区 2016 年国民经济和社会发

展计划执行情况 2017 年国民经济和社会发展规划（草案）报告》，云岩区 2016 年全年完成地区生产总值 689.94 亿元，同比增长 12.4%；财政总收入完成 161.67 亿元，同比增长 18.02%；公共财政预算收入完成 32.77 亿元；固定资产投资完成 370.94 亿元（500 万元口径），同比增长 17%；社会消费品零售总额完成 342.31 亿元，同比增长 11.7%；工业增加值完成 53.29 亿元，同比增长 8.9%；农村居民人均可支配收入达 15184 元，同比增长 8.3%；城镇居民人均可支配收入达 30408 元，同比增长 8.1%；引进省外到位资金 324.3 亿元，同比增长 15%；实际利用外资 1.3 亿美元，同比增长 20%。全区经济实现平稳健康发展，在全省“增比进位”中保持前三的位次。

根据贵阳市云岩区财政局提供的《贵阳市云岩区地方可控财力构成表》，2014~2016 年，云岩区一般预算收入波动中有所增长，三年分别为 32.64 亿元、35.88 亿元和 32.77 亿元，主要由税收收入构成；同期，上级补助收入较快增长，年均复合增长 34.46%；政府性基金收入波动增长，三年分别为 13.99 亿元、7.61 亿元和 19.35 亿元。近三年，云岩区地方可控财力波动增长，分别为 57.33 亿元、56.86 亿元和 71.40 亿元。

整体看，受基金收入和上级补助收入快速增长影响，云岩区可控财力有所提升，一般预算收入基本保持稳定，且以税收收入为主，云岩区可控财力质量较好。

表 2 贵阳市云岩区地方可控财力构成表（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	326371	358798	327706
1、税收收入	260666	299923	261827
2、非税收入	65705	58875	65879
（二）政府性基金收入	139943	76131	193450
1、国有土地使用权出让金	90819	27467	157826
2、其他	49124	48664	35624
（三）上级补助收入	106639	132760	192802
1、返还性收入	8468	8468	40167
2、一般性转移支付收入	54022	71749	77308

3、专项转移支付收入	44149	52543	75327
(四) 预算外财政专户收入	349	882	--
地方可控财力	573302	568571	713958

资料来源：贵阳市云岩区财政局

表 3 贵阳市云岩区政府债务构成和综合财力统计（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
(一) 直接债务余额	248400	(一) 地方一般预算收入	327706
1、国债转贷资金		1、税收收入	261827
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	65879
3、国内金融机构借款	213200	(二) 转移支付和税收返还收入	192802
(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		1、一般性转移支付收入	77308
4、债券融资		2、专项转移支付收入	75327
(1) 中央代发地方政府债券		3、税收返还收入	40167
5、其他	35200	(三) 国有土地使用权出让收入	157826
(二) 担保债务余额		1、国有土地使用权出让金	157826
1、政府担保的国内金融机构借款		2、国有土地收益基金	
2、政府担保的融资平台债券融资		3、农业土地开发资金	
		4、新增建设用地有偿使用费	
		(四) 预算外财政专户收入（教育收费）	481
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	248400	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	678815
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			36.59%

资料来源：贵阳市云岩区财政局

根据贵阳市云岩区财政局提供的《贵阳市云岩区政府债务余额及综合财力统计表》，截至 2016 年底，云岩区政府债务余额（政府负有偿还责任的债务+政府负有担保责任的债务余额*50%）为 24.84 亿元，为 2016 年云岩区地方综合财力的 36.59%。云岩区债务负担较轻。

整体看，贵阳市及云岩区经济持续发展，云岩区财政实力持续增强，云岩区债务负担较轻，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 6000.00 万元，云岩区国资办持股 100.00%，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

目前云岩区有三家基础设施投资建设主体，分别为贵阳云尚城市资产运营有限公司（以

下简称“云尚公司”）、贵阳云岩产业投资开发有限公司（以下简称“产投公司”）和公司。云尚公司是云岩区人民政府于 2014 年出资组建的国有独资公司，资产主要为行政办贵阳云岩产业投资开发有限公司办公楼、区属各单位、社区固定资产、区属文化卫生用房等固定资产，目前实际经营以城市资产运营、管理为主；产投公司于 2016 年完成重组，主要负责三马片区区域内市政基础设施和安置房项目的投融资建设管理，三马片区区域内部分土地的一级开发，云岩区大数据产业项目的培育和营运等工作；公司主要负责云岩区中心城区及北线区域的基础设施投资建设任务。

3. 人员素质

截至 2016 年底，公司高层管理人员有董事长 1 人，副董事长 1 人，总经理兼财务负责人 1 人，副总经理 1 人共 4 人。

张翔，男，1976 年生，汉族，本科学历；曾任贵州省贵阳市云岩区市场监督管理局（云

岩区工商行政管理局局长、质量技术监督局、食品药品监督管理局)局长、党委书记;现任公司法定代表人、董事长。

杨志刚,男,1978年生,汉族,本科学历;曾任贵阳市医保中心副主任、云岩区产业园区建设开发办公室副主任;现任公司副董事长。

莫辉,男,1962年生,汉族,本科学历;曾任云岩区栖霞社区党委书记、政法委书记、人民武装部政治辅导员;现任公司总经理、财务负责人。

截至2016年底,公司本部共有员工169人,从年龄结构划分看,30岁以下人数103人,30~50岁员工56人,50岁以上员工10人;从文化程度划分看,本科学历及以上72人,大专及以下人数97人。

总体看来,公司高管人员经验较为丰富,公司人员较年轻,尚能满足公司目前经营管理需求。

4. 政府支持

公司作为贵阳市云岩区的重要基础设施投资建设主体,云岩区政府在土地资产注入、财政补贴及项目建设资金方面给予了较大支持。

土地资产注入

2013年,根据云府函【2013】177号文件,云岩区政府向公司注入土地使用权,增加资本公积67.33亿元;根据(黔)众志天和(2013)估字第198号评估报告,土地使用权67.33亿元。

2014年,根据云府函(2014)159号文件,云岩区政府向公司注入土地使用权,增加资本公积83.15亿元;根据(黔)众志天和(2014)估字第285号评估报告,土地使用权83.15亿元。

经多次土地资产划入,截至2016年底,公司账面土地共186.41万平方米,账面价值150.48亿元,全部为商业用地、出让地。

财政补助

2014~2016年,根据云岩区人民政府出具的《关于贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司专项拨款转为补贴收入的通

知》(云府函【2014】186号、云府函【2015】179号、云府函【2016】366号),公司每年均收到2.00亿元财政补贴,为前期拨付的计入“专项应付款”的专项拨款,核准后结转至“营业外收入”中。

项目建设资金

公司承担了云岩区主要的基础设施建设和土地一级开发项目,云岩区政府给予了较大规模的项目建设资金支持,公司收到的财政拨款均按照项目计入专用账户,2014~2016年,公司收到专项拨款5.88亿元、18.26亿元和8.97亿元,体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”和“收到其他与筹资活动有关的现金”中。截至2016年底,公司“专项应付款”余额18.85亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G1052010300657330H),截至2017年8月24日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,存在一笔欠息为银行系统原因形成,已结清,公司过往债务履约情况好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定,制定了《贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理有限公司章程》。

公司不设股东会,由股东行使股东会职权。公司设董事会,成员为5人,除3名职工董事由职工大会选举产生外,其余2名董事由云岩区人民政府委派或更换,董事会每届任期3年。董事会设董事长1人,董事长为公司法定代表人,董事长由股东从董事会成员中指定。公司设监事会,监事会由5名成员组成,其中1名由股东委派、4名由公司职工大会选举产生。监事会主席由股东从监事会成员中指定。公司设总经理1名,副总经理若干,由董事会聘任或解聘。总

经理对董事会负责。

公司目前已按章程配备相关管理人员，法人治理结构到位情况较好。

2. 管理水平

公司自成立以来，相继发布了《对外担保决策管理制度》、《关联交易管理规定》、《建设工程合同管理办法》、《财务管理制度》、《投资者关系管理制度》、《信息披露事务管理制度》、《专项募集资金存储、使用与管理内部控制制度》等管理制度，内部控制体系逐步建立。

其中，公司在财务管理方面专门制定了《财务管理制度》，对公司财务核算、财务审批、现金管理、经营收入管理、专项资金管理、票证管理、会计档案管理、处罚办法等方面作出了详细规定。在对外担保方面，公司制定了《对外担保决策管理制度》，在担保对象的资质、担保流程的管控和担保风险的承担等方面制定了比较细致的要求。同时，公司在专项募集资金的管理方面制定了《专项募集资金存储、使用与管理内部控制制度》，根据该制度建立由财务

部门、总经理室、董事会构成的三级专项募集资金管理体系，公司财务部门负责起草募集资金使用计划报总经理室审核，由总经理室组织相关人员召开总经理办公会议论证，经总经理办公会议审核、批准后，报公司董事会备案。

总体看，公司内部管理制度相对健全，能较为有效的防范公司内部经营风险，满足公司现阶段需求。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是云岩区的重要基础设施投资建设主体，主要从事基础设施建设、土地一级开发以及房屋征收等业务。近三年，基础设施建设以及土地一级开发业务收入占主营业务收入比重合计均超过99%。2014~2016年，公司分别实现主营业务收入8.00亿元、9.87亿元和11.75亿元；毛利率较为稳定，三年分别为13.28%、13.31%和13.12%。

表 4 2014~2016 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	5.59	69.86	13.04	7.42	67.07	13.04	9.42	80.16	13.04
土地一级开发收入	2.35	29.41	13.04	2.40	32.81	13.04	2.31	19.63	13.04
征收收入	0.06	0.72	45.73	0.04	0.12	72.17	0.02	0.21	47.62
合 计	8.00	100.00	13.28	9.87	100.00	13.31	11.75	100.00	13.12

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

基础设施建设

公司基础设施建设业务主要由公司本部负责。云岩区政府每年下达基础设施建设计划，公司根据建设计划，委托第三方建设，推进项目投资。每年公司与云岩区政府签订《市政基础设施工程项目代建协议》（以下简称“《代建协议》”）。根据《代建协议》，公司按项目工程造价的20%以内比例计取管理费（2014~2016年，实际确认管理费时公司均按照15%的比例计取管理费），工程造价按照公司与承担具体工程施工的施工单位签订的施工合同的约定执

行。云岩区政府在公司支付工程进度款时同比例向公司支付管理费，并于最终项目完工后结算工程款时向公司结清剩余管理费，具体由云岩区财政局拨付相关款项。

项目建设资金来源为财政拨款和自筹，收到的拨款均计入各项目专用账户，计入“专项应付款”；项目建设资金投入计入“存货”。每年年底按照项目进度结算后，首先按照成本加成15%确认“营业收入”，抵减“专项应付款”，再根据“存货”结转“营业成本”。近年来，公司收入回款质量好，无应收账款。但由于公司当年确认收入的项目，可能为以前年度

收到的政府拨款，现金流体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”中，故公司现金收入比小于100%。

2014~2016 年，公司完成了打石沟截污工程、贵阳市三马片区污水收集系统工程、雅关截污沟工程、贵阳市大洼大沟改造工程、飞山街一段道路改造工程等项目建设，根据已完工和在建项目建设进度分别确认收入 5.59 亿元、7.42 亿元和 9.42 亿元，毛利率均为 13.04%，收入款项均已收到。

截至 2016 年底，公司所有在建基础设施建设项目中尚未结转的财政拨款 18.35 亿元（即计入专项应付款中未确认收入的部分）。其中，主要在建项目有非集中成片棚改项目、三桥马王庙片区金阳环线道路建设工程、三桥马王庙片区金西大道延伸段道路工程、市西路环境综合整治工程等项目，总投资合计 126.30 亿元，累计已投资 37.59 亿元。（已确认收入的投资额 18.95 亿元，已回款 21.78 亿元），尚有 18.64 亿元投资未确认收入，体现在“存货—开发成本”中。

表5 截至2016年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资额	已回款	未确认收入投资额
贵州大学蔡家关片区排水治污工程	1.85	1.53	1.76	--
三桥马王庙片区金西大道延伸段道路工程	8.21	8.21	6.03	2.96
杨柳冲大沟改造工程	0.70	0.62	0.71	--
黄花街道路工程	0.33	0.11	0.12	--
云岩区人民检察院办案用房和专业技术用房	0.25	0.17	0.19	--
贵阳市金工路云岩段道路工程	0.63	0.33	0.38	--

非集中成片棚改项目	85.98	13.90	2.18	12.00
三桥马王庙片区金阳大道延伸段道路工程	14.31	2.23	2.57	--
小关污水处理厂	2.27	1.84	0.38	1.51
云岩区海马冲宏福景苑 21 号楼恢复重建项目	0.16	0.13	0.15	--
市西路环境综合整治工程	6.14	6.14	4.56	2.17
贵阳市三桥马王庙片区金关北路、百阳中路、花香中路	2.65	0.16	0.19	--
贵阳市云岩区小康新苑安置房项目建设	2.82	2.22	2.56	--
合计	126.30	37.59	21.78	18.64

注：已回款金额=（已投资额-未确认收入投资额）*115%。

资料来源：公司提供

土地一级开发

公司土地一级开发业务主要由公司本部负责，且与云岩区政府签订了《土地委托开发建设协议》，云岩区政府按照贵阳市年度土地储备计划将相应地块制定整理计划，公司负责开展云岩区内的一级土地开发整理工作。公司每年年底向云岩区政府提供项目投入资金明细，由云岩区政府指定的部门验收、审核，审核无误后，云岩区政府按审核结果的 115%作为结算费用支付给公司作为项目土地委托开发建设费用。

公司每年根据云岩区人民政府关于公司土地开发项目回购资金的批复确认收入，土地一级开发资金来源和入账方式与基础设施建设项目一致。2014~2016 年，公司土地一级开发收入分别为 2.35 亿元、2.40 亿元和 2.31 亿元。

截至 2016 年底，公司目前土地一级开发项目未结转的财政拨款资金 0.50 亿元（即计入专项应付款中未确认收入的部分），尚未回购的项目投资 5.36 亿元，计入“存货—开发成本”。

表6 2014~2016年公司土地一级开发投资及收入确认情况（单位：万元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	投资额	收入额	投资额	收入额	投资额	收入额
茶博园地块（2009-08-A）	7699.39	8854.30	5610.22	6451.75	2556.18	2939.61
九州通地块（2009-08-C）	139.53	160.46	172.90	198.84	6466.99	7437.04
斯巴鲁地块（2009-08-D）	181.16	208.33	442.18	508.51	7804.49	8975.16

金西路（永吉）	3611.30	4153.00	2044.35	2351.00	3235.87	3721.25
金西大道延伸段（2010-06）	8842.72	10169.13	12627.21	14521.29	--	--
合计	20474.10	23545.22	20896.86	24031.39	20063.53	23073.06

资料来源：公司提供

征收收入

征收业务由公司子公司云岩征收公司通过与云岩区国有土地上房屋征收管理局签订《委托征收协议》开展，云岩征收公司按照房屋征收补偿总额的 1% 计提劳务委托费，对于保质保量按时完成征收工作，云岩区国有土地上房屋征收管理局将根据云岩征收公司工作实际完成情况，按照房屋征收补偿总额的 0.2% 给予征收公司廉政建设工作奖励。云岩征收公司仅负责征收项目调查、方案制定、协商安置协议等工作，不直接支付征收补偿款项。

公司征收收入规模小，2014~2016 年分别为 0.06 亿元、0.04 亿元和 0.02 亿元，对公司利润贡献小。

3. 未来发展

公司作为云岩区的重要基础设施投资建设主体，将继续积极推进现有项目建设。一方面，将逐步进行“整村搬迁”项目，借助搬迁后集体剩余空地整理储备的优势，通过采取“土地参股、物业分红”的方式，以土地资本为杠杆，借助社会资本，连片进行土地开发。另一方面，将公用设施项目列入可经营的资源，纳入市场化运作范畴，通过 BOT 等多种形式建设。从公司在建项目看，公司主要在建及拟建项目预计总投资 276.06 亿元，已投资 17.05 亿元。公司未来投资规模大，存在较大融资需求。

表7 截至2016年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	资金来源	截至2016年底已累计投资	2017年预计投资额	2018年预计投资额	2019年预计投资额
非集中成片棚改项目	85.98	自筹及财政拨款	13.90	7.21	14.42	10.81
三桥马王庙片区金阳环线道路建设工程	14.31	自筹及财政拨款	2.23	3.02	4.83	4.23
杨惠安置房项目	12.93	自筹	--	5.17	7.76	--
雅关安置房项目	10.88	自筹	--	2.72	4.35	3.81
贵阳市云岩区三马片区工矿棚户区及城市棚户区改造项目“三纵一横”道路工程	97.84	自筹及财政拨款	--	9.78	14.68	19.57
创业大道道路建设	17.37	自筹及财政拨款	--	4.34	6.95	6.08
云岩区三马片区 01-05-02 局部地块一级开发	0.37	自筹及财政拨款	0.30	0.07	--	--
云岩区三马片区 02-05-05 局部地块一级开发	0.62	自筹及财政拨款	0.62	--	--	--
云岩区蛮坡地块	11.76	自筹及财政拨款	--	0.10	11.60	0.06
云岩区小关片区土地一级开发地块	24.00	自筹及财政拨款	--	2.00	12.00	10.00
合计	276.06	--	17.05	34.41	76.59	54.56

注：1.项目资金来源中财政拨款占比无法确定；2.表5中投资总额小的基础设施建设项目未体现在上表中。

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（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

意见审计结论。公司提供了 2016 年合并财务报告，亚太（集团）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审计结论。

从合并范围看，2014~2015 年公司合并范围无变化；2016 年，公司合并范围减少贵阳云

岩云尚房地产开发置业有限公司(以下简称“云尚公司”)1家子公司。以上合并范围变化较小,公司财务数据可比性强。

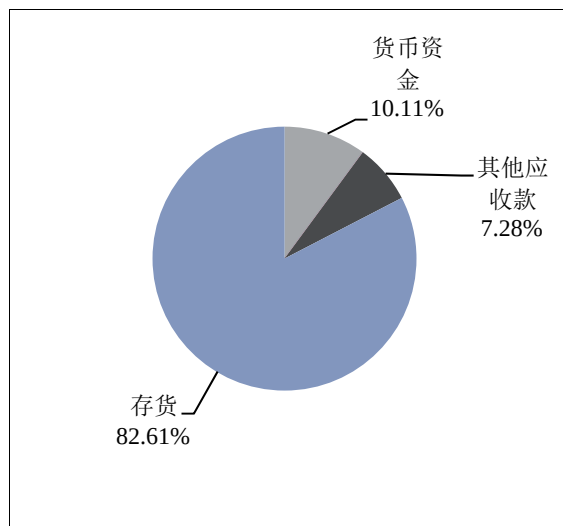
截至2016年底,公司(合并)资产总额224.78亿元,所有者权益165.22亿元;2016年公司实现营业收入11.76亿元,利润总额3.10亿元。

2. 资产质量

2014~2016年,公司资产总额不断增长,年复合增长率9.36%。截至2016年底,公司资产总额224.78亿元,较上年增长7.33%,主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长。从资产结构来看,公司流动资产占比高,近三年均在99%以上,非流动资产占比低。

2014~2016年,公司流动资产不断增长,年复合增长率9.36%。2016年底,公司流动资产224.73亿元,较上年增长7.33%,主要来自货币资金和其他应收款的增长;从构成看,公司流动资产主要由货币资金(占10.11%)、其他应收款(占比7.28%)和存货(占比82.61%)构成。

图1 2016年底公司流动资产结构图



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2016年底,公司货币资金为22.71亿元,其中包括银行存款21.45亿元、其他货币资金为1.26亿元和少量库存现金。公司其他货

币资金为质押的定期存单,为受限资产。

2014~2016年,公司其他应收款快速增长,年复合增长率为57.43%,主要系工程建设量增加导致工程往来款增加所致。截至2016年底,公司其他应收款为16.37亿元,主要为公司与政府单位及其他国有企业往来;从集中度看,公司其他应收款前五名余额12.40亿元,合计占比为75.76%,集中度较高。从坏账准备计提情况看,公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款合计1.42亿元,共计提坏账准备0.16亿元;公司应收政府单位及其他国有企业、项目合作单位及备用金等款项尚未计提坏账准备,合计15.11亿元。

表8 截至2016年底公司其他应收款前五名情况

(单位:万元、%)

公司名称	金额	占比	款项性质
贵阳云尚城市资产运营有限公司	83684.03	51.12	往来资金
贵阳云尚元腾资产管理有限责任公司	20594.42	12.58	往来资金
贵阳宏益房地产开发有限公司	8281.00	5.06	往来资金
云岩区产业园区建设开发办公室	5470.00	3.34	往来资金
云岩区生态文明建设局	6000.00	3.66	往来资金
合计	124029.45	75.76	--

资料来源：公司提供

2014~2016年,公司存货有所增长,年复合增长率2.74%,主要是土地资产以及项目开发成本的增长。2016年底公司存货为185.65亿元,由开发成本(占18.94%,35.16亿元,主要为基础设施建设和土地一级开发成本)和土地使用权(占81.06%,150.48亿元,全部为出让地,共186.41万平方米,抵押比率为46.24%,抵押土地资产规模较大)构成。

2014~2016年,公司非流动资产不断增长,年复合增长35.41%,但规模较小。截至2016年底,公司非流动资产0.05亿元,主要由固定资产和递延所得税资产构成。2014~2016年,公司固定资产不断减少,年均复合降低16.56%,2016年底为94.36万元,主要由运输设备构成。

总体看,近几年公司资产规模不断增长,

流动资产占比高；流动资产以项目开发成本和土地资产为主，且抵押规模较大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所增长，年复合增长 1.94%，主要为未分配利润的增加。截至 2016 年底，公司所有者权益 165.22 亿元；所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 0.36%、91.08%、0.18%和 8.38%。总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年复合增长率为 43.47%，主要系长期借款、长期应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司负债总额 59.56 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 20.40%和 79.60%，非流动负债占比大。

2014~2016 年，公司流动负债不断增长，年复合增长 27.63%。2016 年底，公司流动负债 12.15 亿元，同比降低 4.84%，主要系短期借款和其他应付款减少所致；同期，公司流动负债主要由其他应付款（占 49.18%）和一年内到期的非流动负债（占 45.54%）构成。

2014~2016 年，公司其他应付款波动中有所减少，年均复合减少 9.90%。截至 2016 年底，公司其他应付款余额为 5.98 亿元，主要为与公司间往来款和与政府单位及其他国有企业工程款项。

2016 年，公司一年内到期的非流动负债 5.53 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 48.58%，三年分别为 21.47 亿元、34.55 亿元和 47.41 亿元。截至 2016 年底，公司非流动负债由长期借款（占 53.32%）、长期应付款（占 6.92%）和专项应付款（占比 39.76%）构成。

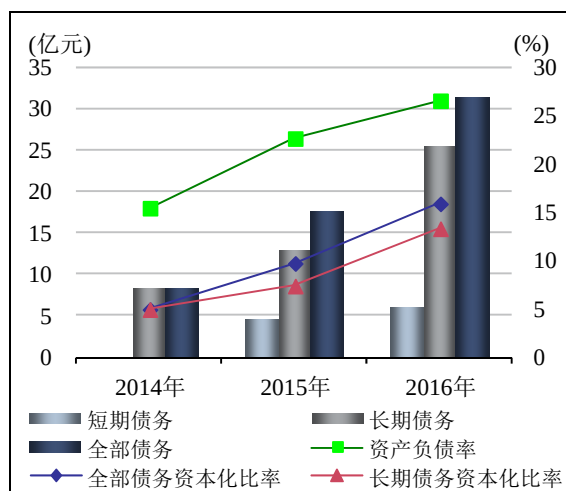
2014~2016 年，公司长期借款快速增长，

年复合增长率为 75.20%。截至 2016 年底，公司长期借款为 25.28 亿元，主要为信用借款。

2016 年公司根据自身需求以融资租赁及发行定向融资计划产品的形式筹集资金，截至 2016 年底，公司长期应付款 3.28 亿元。考虑到该部分款项为公司有息债务，指标核算中将其纳入调整后全部债务核算。

2014~2016 年，公司专项应付款分别为 13.24 亿元、21.68 亿元和 18.85 亿元，主要为云岩区政府拨付的基础设施建设专用款和土地一级开发款。

图 2 近三年公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

近三年，公司全部债务规模大幅上升，年均复合增长 94.37%。截至 2016 年底，公司全部债务 31.11 亿元，短期债务和长期债务分别占比 18.75%和 81.25%。从债务负担指标看，2014~2016 年，公司资产负债率逐年提升，三年分别为 15.40%、22.59%和 26.50%；同期，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，2016 年底分别为 15.85%和 13.27%。考虑到将公司长期应付款中有息债务计入长期债务核算，2016 年公司调整后全部债务为 34.40 亿元，调整后全部债务资本化比率为 17.23%。

总体看，公司负债规模不断增长，以长期债务为主，与项目建设项目周期长相匹配，债

务结构合理，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入持续增长，年均增幅为21.19%，2016年公司实现营业收入11.76亿元。2014~2016年公司营业成本相应稳定增长，年复合增长率为21.29%，基本与营业收入增幅持平。2016年，公司营业成本为10.21亿元，同比增长19.40%，主要为工程施工成本。近三年公司营业利润率波动中略有下降，分别为13.27%、13.32%和12.40%。

2014~2016年，公司期间费用占营业收入比重分别为2.17%、1.71%和1.75%。总体看，公司期间费用规模小。2014~2016年公司分别实现营业利润0.85亿元、1.09亿元和1.20亿元。

2014~2016年，公司营业外收入均为2.00亿元，主要由政府补助构成，是利润总额的重要补充；同期，公司利润总额分别为2.85亿元、3.09亿元和3.10亿元。

从盈利指标看，2014~2016年，公司总资本收益率波动中有所下降，三年分别为1.71%、1.73%和1.56%；同期，公司净资产收益率波动上升，三年分别为1.80%、1.92%和1.88%。

总体看，近三年，公司收入规模持续增长，收入构成较为稳定，利润总额对财政补贴依赖性强，公司盈利能力较弱。

5. 现金流分析

从经营活动看，2014~2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断增长，分别为5.95亿元、8.54亿元和10.25亿元，近三年公司现金收入比分别为74.32%、86.50%和87.18%，由于公司当年确认收入的项目，可能为以往年度收到的政府拨款，现金流体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”中，故公司现金收入比小于100%，公司整体收入实现质量尚可。2014~2016年，公司收到的其他与经营活动有关现金分别为2.01亿元、2.03亿元和2.05亿元，主要是政府补贴收入；同期，公司

经营活动现金流入量分别为7.96亿元、10.57亿元和12.30亿元。近三年公司经营活动现金流出分别为4.12亿元、13.01亿元和15.05亿元，受基础设施建设等业务成本投入规模增长的影响，2014~2016年公司购买商品接受劳务支付的现金快速增长，分别为4.03亿元、12.91亿元和14.83亿元。2014~2016年经营活动产生的现金流量净额分别为3.84亿元、-2.44亿元和-2.75亿元。

从投资活动看，2014~2016年，公司无投资活动现金流入；由于支付其他与投资活动有关的现金均为支付给其他单位的往来款，公司投资活动净流出规模较大，近三年分别为9.69亿元、12.56亿元和14.84亿元。

2014~2016年，公司取得借款收到的现金分别为2.21亿元、11.22亿元和19.83亿元，收到其他与筹资活动有关的现金分别为9.98亿元、15.23亿元和12.74亿元（主要是专项拨款和与其他单位往来款项，2014~2016年收到的往来款规模分别为9.98亿元、5.46亿元和4.66亿元）。近三年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为12.19亿元、26.45亿元和32.56亿元。2014~2016年，公司筹资活动现金流出量分别为3.90亿元、4.12亿元和6.26亿元；筹资活动产生的现金流量净额分别为8.28亿元、22.33亿元和26.30亿元。

总体看，受在建项目投资规模增大影响，公司经营活动现金流出规模大，同时往来款流出规模增大，带动公司筹资活动需求增加。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016年，公司流动比率波动中有所下降，三年分别为2518.49%、1639.61%和1849.17%；速动比率持续上升，三年分别为161.37%、213.75%和321.61%，公司流动资产中存货所占比较大，速动比率远小于流动比率。公司短期债务规模较小，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2014~2016年，公司EBITDA分别为2.86亿元、3.09亿元和3.10亿

元。近三年，受公司债务规模扩大影响，公司全部债务/EBITDA 大幅增长，分别为 2.88 倍、5.62 倍和 10.03 倍。考虑到将公司长期应付款中有息债务计入长期债务核算，2016 年公司调整后全部债务/EBITDA 为 11.09 倍。公司整体偿债能力一般。

截至2016年底，公司共获得银行授信额度36.27亿元，已使用额度30.81亿元，尚未使用额度5.46亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保余额6.44亿元，担保比率3.90%，为对云尚公司（4.99亿元）和贵州中财华大投资管理有限公司（1.45亿元）的担保。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

2016 年底，公司全部债务和长期债务分别为 31.11 亿元和 25.28 亿元。本期债券分别相当于 2016 年底公司全部债务和长期债务的 48.21%和 59.34%，本期债券的发行对公司现有债务规模的影响大。

2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.50%、17.23%和 13.27%，以公司 2016 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 31.10%、23.02%和 19.60%。公司有息债务规模将显著上升，但整体债务仍处于较低水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2014~2016年，公司EBITDA分别为2.86亿元、3.09亿元和3.10亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.19倍、0.21倍和0.21倍；2014~2016年公司经营活动的现金流入量分别为7.96亿元、10.57亿元和12.30亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.53倍、0.70倍和0.82倍。

本期债券分别于存续期内第3~7年末偿还发行总额的20%，单年需偿付本金3.00亿元。2014~2016年，公司EBITDA分别为单年需偿付本金3.00亿元的0.95倍、1.03倍和1.03倍；同期，经营活动的现金流入量分别为单年需偿付本金3.00亿元的2.65倍、3.52倍和4.10倍。

总体看，本期债券分期偿还本金的设置，有助于分散集中偿付的风险，公司经营活动现金流入量对本期债券单年需偿付本金的保障程度尚可，未来公司存在一定偿付压力。

3. 募投项目对本期债券的偿还能力分析

本期债券拟募集资金 15.00 亿元，其中 9.00 亿元用于杨惠安置房项目，计划于 2017 年发行，存续期为 2018~2024 年。根据《项目可行性研究报告》，杨惠安置房项目建成后，将通过销售住宅、商铺和停车位以及广告收入等自身经营实现项目收益，项目收益良好，建成后预计本期债券存续期内实现项目收入 18.14 亿元，可覆盖项目总投资，所得税前财务内部收益率 5.35%，投资回收期 4.52 年（不含建设期）。

表9 募投项目收益测算与本期债券本息覆盖程度（单位：万元、倍）

年份	债券存续期								合计
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	
预计实现收入	建 设 期	36231.73	36231.73	36231.73	36231.73	18255.87	18255.87	--	181438.66
住房销售收入		9763.11	9763.11	9763.11	9763.11	4881.56	4881.56	--	48815.56
商铺销售收入		22492.62	22492.62	22492.62	22492.62	11246.31	11246.31	--	112463.10
停车位销售收入		3696.00	3696.00	3696.00	3696.00	1848.00	1848.00	--	18480.00
广告收入		280.00	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00	--	1680.00
总成本		5800.87	5839.97	5882.52	5928.47	3260.55	3314.15	--	30026.53
维持运营投资		3808.12	3847.22	3889.77	3935.72	2256.48	2310.08	--	20047.39
营业税金及附加		1992.75	1992.75	1992.75	1992.75	1004.07	1004.07	--	9979.14

净收益		30430.86	30391.76	30349.21	30303.26	14995.32	14941.72	--	151412.13
计划偿债资金合计		6000.00	6000.00	30349.22	30303.26	24995.31	24941.71	28822.63	151412.13
2018 年净收益偿债分配		6000.00	--	--	--	5000.00	5000.00	14430.86	30430.86
2019 年净收益偿债分配		--	6000.00	--	--	5000.00	5000.00	14391.77	30391.77
本期债券本息偿付合计		5400.00	5400.00	23400.00	22320.00	21240.00	20160.00	19080.00	117000.00
本期债券利息偿付金额		5400.00	5400.00	5400.00	4320.00	3240.00	2160.00	1080.00	27000.00
本期债券本金偿付金额				18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	90000.00
收入覆盖本息倍数		6.71	6.71	1.55	1.62	0.86	0.91	--	1.55
净收益覆盖本息倍数		5.64	5.63	1.30	1.36	0.71	0.74	--	1.29
计划偿债资金合计覆盖本息倍数		1.11	1.11	1.30	1.36	1.18	1.24	1.51	1.29

注：假设本期债券2017年发行，债券存续期大致为2017年至2024 年，2018年首次付息，本期债券票面利率为6%，计算本期债券本金和利息偿付金额时，只考虑了用于项目的9亿元募集资金。

资料来源：公司提供

综上所述，本期债券存续期内募投项目预计实现收入 18.14 亿元，实现净收益 15.14 亿元，分别为本期债券募投项目使用资金本息合计 11.70 亿元的 1.55 倍和 1.29 倍，可以覆盖本期债券中用于项目建设的部分；且本期债券本金自存续期内第 3 至 7 年（即 2020~2024 年）分期等额偿还，募投项目预计每年产生的净收益中计划用于偿债的资金均可覆盖当期待偿还债券本息金额。同时，考虑到本期债券募投项目收入实现具有一定的不确定性，联合资信将持续关注募投项目实际出售情况。

4. 偿债资金专户监管

为保证本期债券募集资金合理使用，公司与中信银行股份有限公司贵阳分行（以下简称“监管银行”）签订了《贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司公司债券账户及资金监管协议》（以下简称“《监管协议》”），且在监管银行开立募集资金专项账户和偿债资金专项账户，用于管理募集资金。

根据《监管协议》，公司在监管银行开立募集资金专用账户，专门用于接收本期债券募集资金。根据《监管协议》，公司为本期债券发行在监管银行开设偿债资金专用账户，专门用于偿付本期债券本息的账户，账户内资金仅能划付至本期债券的债券托管机构指定的银行账户。监管银行本期债券存续期内每年兑付兑息日前的第20个工作日，应核对偿债账户内资金

状况。如发现不足以支付当期应偿付资金，监管银行应于当日通知公司，公司应尽快向偿债账户内划付当期应偿付资金额。公司每年兑付兑息日前5个工作日之前，将当期应偿付资金划付至偿债资金专项账户。

如果公司在兑付兑息日前 5 个工作日未将当期应偿付资金划付至偿债资金专项账户，《监管协议》对是否通知债权代理人、评级公司及其他各方未作规定。

总体来看，《监管协议》在一定程度上有助于本期债券资金的合规使用与归集。

十、 结论

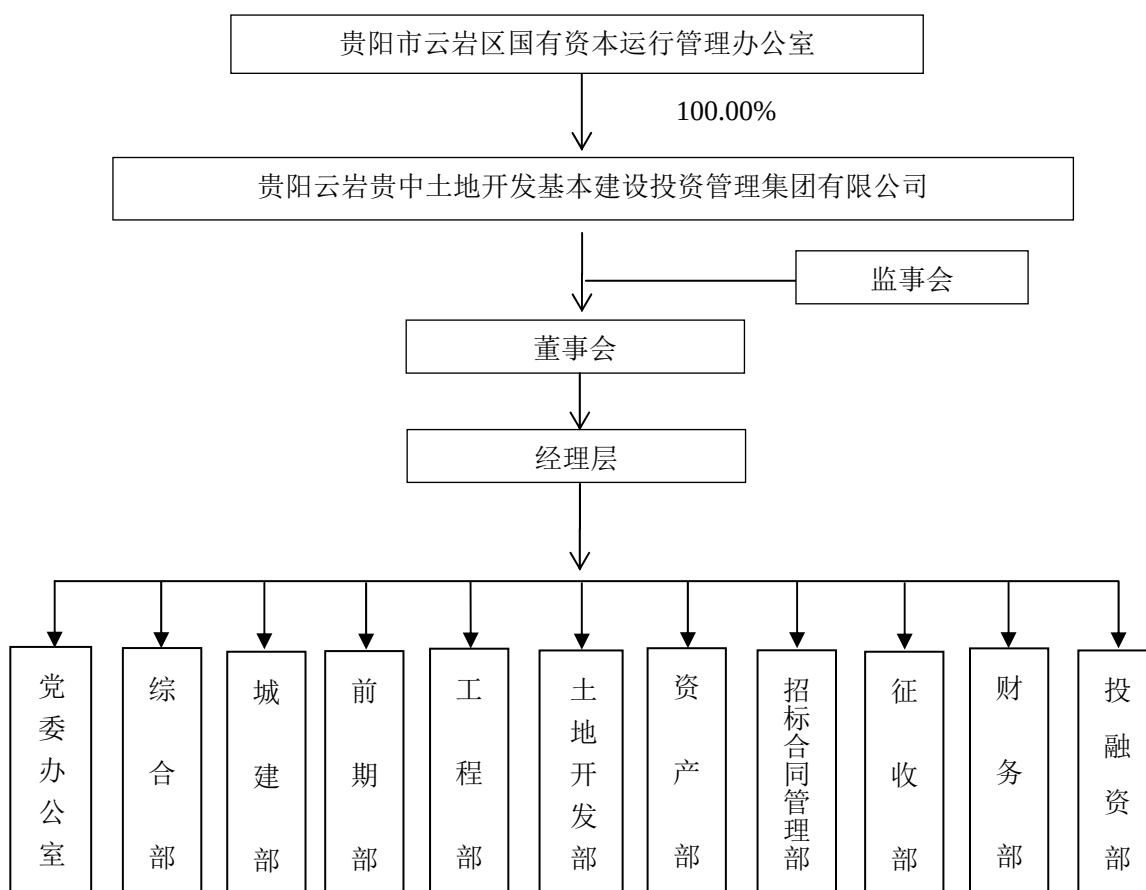
公司是贵阳市云岩区重要的基础设施投资建设主体。近年来，云岩区经济稳步增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。此外，公司受到云岩区政府多方面的有力支持，具有较强区域专营优势，获得政府在土地资产注入、财政补贴和项目建设资金等方面的较大支持。

公司业务以基础设施建设和土地一级开发为主，近年来，公司资产规模持续增长，盈利能力保持稳定。但资产中流动资产占比大，且流动资产以项目开发成本和土地资产为主，资产流动性偏弱。本期债券设定分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。本期债券发行对公司债务规模及债务结构的影响大，公司经营现金流入量对分期偿还的本金覆盖率

度尚可，未来公司存在一定偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构与组织结构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.43	14.01	22.71
资产总额(亿元)	187.94	209.43	224.78
所有者权益(亿元)	159.00	162.11	165.22
短期债务(亿元)	0.00	4.53	5.83
长期债务(亿元)	8.24	12.86	25.28
全部债务(亿元)	8.24	17.39	31.11
调整后全部债务(亿元)	8.24	17.39	34.40
营业收入(亿元)	8.01	9.87	11.76
利润总额(亿元)	2.85	3.09	3.10
EBITDA(亿元)	2.86	3.09	3.10
经营性净现金流(亿元)	3.84	-2.44	-2.75
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.06
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
现金收入比(%)	74.32	86.50	87.18
营业利润率(%)	13.27	13.32	12.40
总资本收益率(%)	1.71	1.73	1.59
净资产收益率(%)	1.80	1.92	1.88
长期债务资本化比率(%)	4.92	7.35	13.27
全部债务资本化比率(%)	4.92	9.69	15.85
调整后全部债务资本化比率(%)	4.92	9.69	17.23
资产负债率(%)	15.40	22.59	26.50
流动比率(%)	2518.49	1639.61	1849.17
速动比率(%)	161.37	213.75	321.61
经营现金流动负债比(%)	51.46	-19.14	-22.65
全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.62	10.03
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.62	11.09

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款中的有息部分。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
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。

联合资信评估有限公司关于 2017 年贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团 有限公司公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。