信用等级公告

联合[2018] 988 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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主体长期信用等级为 AA，并维持“17 云岩债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月十一日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 云岩债	15.00 亿元	2024/11/17	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 11 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	14.01	22.71	49.47
资产总额(亿元)	209.43	224.78	272.83
所有者权益(亿元)	162.11	165.22	168.42
短期债务(亿元)	4.53	5.83	4.81
长期债务(亿元)	12.86	25.28	52.16
全部债务(亿元)	17.39	31.11	56.97
营业收入(亿元)	9.87	11.76	11.78
利润总额(亿元)	3.09	3.10	3.18
EBITDA(亿元)	3.09	3.10	3.19
经营性净现金流(亿元)	-2.44	-2.75	-5.87
营业利润率(%)	13.32	12.40	12.52
净资产收益率(%)	1.92	1.88	1.90
资产负债率(%)	22.59	26.50	38.27
全部债务资本化比率(%)	9.69	15.85	25.28
流动比率(%)	1639.61	1849.17	2315.12
经营现金流动负债比(%)	-19.14	-22.65	-49.85
全部债务/EBITDA(倍)	5.62	10.03	17.89

分析师

王 妍　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

跟踪期内，贵阳市云岩区区域经济持续增长，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”）作为贵阳市云岩区的重要基础设施投资建设主体，持续获得政府在财政补贴和项目建设资金拨付方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存货占比大、资产流动性较弱、债务规模快速增长、未来投资规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着贵阳市云岩区基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“17 云岩债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为云岩区重要的基础设施投资建设主体，跟踪期内获得云岩区政府在财政补贴和项目建设资金拨付方面的持续支持。
2. “17云岩债”设定分期偿付本金条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司存货占比较大，以流动性较弱的代建项目开发成本和土地资产为主；其他应收款大幅增长；公司资产流动性偏弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。
3. 跟踪期内，“17 云岩债”募投项目投资建设进度有所滞后，尚未实现收入；联合资信将持续关注该项目未来投资建设进度其收入实现情况。

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

贵阳云岩贵中土地开发基本建设投资管理集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为贵阳市云岩区国有资产监督管理办公室（以下简称“云岩区国资办”）。截至2017年底，公司注册资本与实收资本均为6000.00万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年底，公司本部内设11个职能部室；拥有2家一级子公司，分别为贵阳云岩云中土地开发有限公司（以下简称“云中土开公司”）和贵阳云岩贵中房屋征收有限公司（以下简称“云岩征收公司”）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额272.83亿元，所有者权益168.42亿元；2017年，公司实现营业收入11.78亿元，利润总额3.18亿元。

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：杨志刚。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“17云岩债”尚需偿还债券余额15.00亿元，公司尚未开始“17云岩债”的还本付息。

截至2017年底，“17云岩债”募集资金已使用7.17亿元，其中1.20亿元已用于项目建设，5.97亿元用于补充流动资金。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17云岩债	15.00	15.00	2017/11/17	7年

资料来源：联合资信整理

“17云岩债”募集资金中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”）。杨惠安置房项目计划总投资12.93亿元，计划建设期2年；已于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。截至目前，杨惠安置房项目已完成整体工程的30%；已使用募集资金1.75亿元，其中1.20亿元用于支付西北线指挥部杨惠征拆款，0.55亿元用于支付工程款。

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、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资

者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位

	的通知》财办金【2017】92 号	的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资只能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司作为贵阳市云岩区重要的基础设施投资建设主体，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。贵阳市及云岩区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，贵阳市经济保持增长，固定资产投资增速较快，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2017 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，全市实现地区生产总值 3537.96 亿元，同比增长 11.3%。第一、第二和第三产业增加值同比增速分别为 6.3%、10.0%和 12.6%。人均生产总值 74493 元，同比增长 9.2%。

固定资产投资方面，贵阳市全年固定资产投资比上年增长 18.1%。分产业看，第一产业投资增长 60.1%；第二产业投资增长 1.3%；第三产业投资增长 19.4%。全年固定资产投资到位资金比上年增长 18.1%。

云岩区作为全省主要的政治、经济、文化和科教中心，跟踪期内经济持续增长，招商引资成效明显。

云岩区 2017 年全年完成地区生产总值 758.58 亿元，同比增长 11.5%；固定资产投资完成 316 亿元（500 万元口径）；社会消费品零售总额完成 371.71 亿元，同比增长 11.5%；规模以上工业增加值预计完成 48 亿元，同比增长 10%；农村居民人均可支配收入达 16399 元，同比增长 8.5%；城镇居民人均可支配收入达 32656 元，同比增长 7.9%；引进省外到位资金

227.39 亿元，同比增长 17.49 %；实际利用外资 1.56 亿美元，同比增长 20%。

截至 2017 年底，云岩区新引进项目数 127 个（投资额 3000 万元以上），为全年目标任务数 50 个的 254%；全部为实体企业；新增签约投资总额 211.41 亿元，占全年目标任务 200 亿元的 105.7%；新签约项目资金到位率 91.49%，开工率 100%，投产率 100%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构无变化。实际控制人仍为云岩区国资办。

2. 外部支持

2017 年贵阳市及云岩区财政实力有所增强；公司在财政补贴和项目建设资金方面继续得到云岩区政府的有力支持。

2017 年，贵阳市全年完成财政总收入 782.85 亿元，比上年增长 9.1%；一般公共预算收入 377.77 亿元，比上年增长 8.0%；一般公共预算支出 578.08 亿元，比上年增长 10.1%。

2017 年，云岩区一般公共预算收入完成 32.65 亿元，比上年同口径增长 5.21%。其中，税收收入完成 26.74 亿元，比上年增长 9.37%，占一般公共预算收入的 81.89%，较上年增加 1.99 个百分点。2017 年一般公共预算支出实际完成 49.33 亿元，比上年增长 5.11%，其中民生支出 37.60 亿元，占一般公共预算支出的 76.22%，比上年增长 5.54%。财政自给率为 66.19%，较上年的 69.83%有所下降，财政自给能力一般。2017 年，云岩区政府性基金收入完成 0.66 亿元，比上年增长 382.53%，主要是国有土地使用权收入（划拨土地收入）比上年大幅增加所致。同期，云岩区收到上级各项补助收入 20.92 亿元，同比增长 8.52%。根据云岩区政府提供的《云岩区近三年债务情况表》，截至 2017 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 24.98 亿元，其中直接债务余额 24.94 亿元，担保债务余额 0.07 亿元，全市政府债务率为 46.06%。

2017 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【2017】319 号），公司收到 2.00 亿元财政补贴。同期，公司收到拨款 21.07 亿元作为项目建设资金及业务回款，计入“专项应付款”科目核算。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员发生正常更换变动；人员构成未发生重大变化。

跟踪期内，根据贵阳市云岩区人民政府《关于杨洁等同志任免的通知》（云府任【2017】15 号），公司法定代表人、董事长变更为杨志刚。

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；2017 年 11 月至今任公司法定代表人、董事长。

截至 2017 年底，公司本部及云中土开公司共有员工 173 人；从年龄结构划分看，30 岁以下人数 81 人，30~50 岁员工 81 人，50 岁以上员工 11 人；从文化程度划分看，本科及以上学历 123 人，大专及以下学历 50 人。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2018 年 4 月 28 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况好。

截至 2018 年 6 月 8 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等

方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的云岩区基础设施建设、土地一级开发和征收业务正常开展，主营业务收入与上年基本持平，收入构成未发生明显变化，毛利率保持相对稳定。

2017年，公司实现主营业务收入11.78亿元，同比增长0.26%；其中基础设施建设和土地一级开发收入合计占比99.59%；回款良好。毛利率方面，2017年公司主营业务毛利率较上年基本保持稳定，为13.33%。

表 3　2015~2017 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 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	7.42	67.07	13.04	9.42	80.16	13.04	9.47	80.35	13.04
土地一级开发收入	2.40	32.81	13.04	2.31	19.63	13.04	2.27	19.24	13.04
征收收入	0.04	0.12	72.17	0.02	0.21	47.62	0.04	0.41	82.99
合　计	**9.87**	**100.00**	**13.31**	**11.75**	**100.00**	**13.12**	**11.78**	**100.00**	**13.33**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式与盈利水平未发生变化，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模较大。

公司受云岩区政府委托代建市政基础设施工程项目，于年底与云岩区政府确认项目工程量和投资成本，审定后云岩区政府结合工程进度按公司投入的建设资金和管理费（按照项目成本的15%计算）与公司进行结算并支付。项目建设资金来源为财政拨款和自筹，公司收到拨款计入各项目专用账户；年底结算后，公司按成本加成15%比例确认“营业收入”，抵减“专项应付款”。

2017 年，公司根据在建项目建设进度确认收入 9.47 亿元，毛利率保持在 13.04%；收入回款质量好，无应收账款。

截至 2017 年底，公司主要在建代建项目 15 个，项目总投资 182.12 亿元，累计已投资 62.15 亿元，已回款 30.50 亿元，较上年增加 8.72 亿元；尚有 35.62 亿元投资未确认收入，体现在“存货-开发成本”中。

表4　截至2017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
贵阳市市西路环境综合整治工程	9.14	9.07	5.52	4.27
非集中成片棚改项目	85.98	15.49	2.18	13.59
金西大道延伸段道路改造工程	8.21	8.29	6.03	3.05
小关污水处理厂	2.27	1.84	0.31	1.57
区行政综合大楼工程	4.50	3.46	--	3.46
云岩绿化广场工程	1.87	1.44	--	1.44
黔春路改造工程	1.39	1.07	--	1.07
三桥中坝路工程	4.34	3.34	--	3.34
市西河流域及周边环境综合整治项目（一期）	2.92	2.55	0.29	2.29
金关北路、百阳中路、花香中路道路工程	2.65	0.33	0.15	0.20
贵州大学蔡家关片区排水治污工程	1.85	1.64	1.89	--
三桥马王庙片区金阳大道延伸段道路工程	16.88	0.55	0.63	--
贵阳市云岩区小康新苑安置房项目建设	2.82	2.22	2.56	--
013 三桥马王庙片区金阳环线道路建设工程	14.31	4.99	5.73	--
034 金钟河（云岩段）水环境综合治理项目	10.06	4.53	5.21	--
合计	**182.12**	**62.15**	**30.50**	**35.62**

资料来源：公司提供

公司根据云岩区政府制定的土地整理计划，开展云岩区内的土地一级开发整理工作。跟踪期内，公司土地一级开发业务按计划进行。

公司土地一级开发业务主要由其本部负责，相关业务模式和财务处理方式与基础设施代建业务一致。2017 年，公司土地一级开发完成投资 1.97 亿元，实现收入 2.27 亿元，毛利率维持在 13.04%。

截至 2017 年底，公司土地一级开发项目未结转的财政拨款资金 3.88 亿元（即计入专项应付款中未确认收入的部分），尚未确认收入的项目投资 3.39 亿元，计入“存货-开发成本”中。

表5　2015~2017年公司土地一级开发投资及收入确认情况（单位：万元）

项目	2015 年		2016 年		2017 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）	5610.22	6451.75	2556.18	2939.61	4623.51	5317.04
九州通地块（2009-08-C）	172.90	198.84	6466.99	7437.04	1235.99	1421.39
斯巴鲁地块（2009-08-D）	442.18	508.51	7804.49	8975.16	1397.84	1607.52
金西路（永吉）	2044.35	2351.00	3235.87	3721.25	5056.27	5814.71
金西大道延伸段（2010-06）	12627.21	14521.29	--	--	7395.68	8505.03
合计	**20896.86**	**24031.39**	**20063.53**	**23073.06**	**19709.29**	**22665.69**

资料来源：公司提供

公司未来业务仍将以基础设施代建和土地一级开发为主，主营业务的持续性较好；拟投资项目未来投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

截至 2017 年底，公司主要拟建项目 3 个，为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、人民大道（云岩段）周边棚户区改造项目和六广门体育文化综合体及周边棚户区改造项目，预计总投资 168.98 亿元，2018~2020 年分别计划投资 47.78 亿元、28.68 亿元和 31.25 亿元。公司未来投资规模大，存在较大融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2017 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的审计结论。

2017 年，公司合并范围无变化；截至 2017 年底，公司合并范围内有云中土开公司和云岩征收公司 2 家一级子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中存货（开发成本和土地）占比大，且抵押规模较大；其他应收款大幅增长；资产流动性偏弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 272.83 亿元，同比增长 21.38%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长。从结构来看，2017 年底，公司资产仍以流动资产为主。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.71	10.11	49.47	18.14
其他应收款	16.37	7.28	29.67	10.88
存货	185.65	82.61	193.62	70.99
流动资产	**224.73**	**99.98**	**272.76**	**99.97**
非流动资产	**0.05**	**0.02**	**0.07**	**0.03**
资产总额	**224.78**	**100.00**	**272.83**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 272.76 亿元，较上年增长 21.37%。公司货币资金为 49.47 亿元，较 2016 年底增长 117.78%，主要系公司新增借款及新发债券资金到位所致，货币资金中无使用受限的货币资金；受挂账的工程资金往

来和与区域内其他平台公司等资金拆借增加影响，公司其他应收款大幅增长至29.67亿元，其中应收贵阳云尚城市资产运营有限公司（以下简称“云尚公司”）资金往来款项15.51亿元，占年末其他应收款合计的51.56%；公司存货193.62亿元，同比增长4.30%，由开发成本43.14亿元（占22.28%，为基础设施建设和土地一级开发成本）和土地使用权150.48亿元（占77.72%，全部为商业出让地，面积176.41万平方米）构成，公司已有127.73亿元土地使用权用于抵押贷款，占资产总额的比重为46.82%，土地资产受限比率较高。2017年底，公司非流动资产0.07亿元，同比增长41.38%，由固定资产和递延所得税资产构成。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。由于代建项目投资规模较大，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担尚可；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

表7　公司负债和所有者权益主要构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	5.98	49.18	6.80	57.72
一年内到期的非流动负债	5.53	45.54	2.94	24.97
流动负债	**12.15**	**20.40**	**11.78**	**11.28**
长期借款	25.28	53.32	37.16	40.12
应付债券	--	--	15.00	16.19
专项应付款	18.85	39.75	39.92	43.10
非流动负债	**47.41**	**79.60**	**92.63**	**88.72**
负债总额	**59.56**	**26.50**	**104.41**	**38.27**
实收资本	0.60	0.36	0.60	0.36
资本公积	150.48	89.35	150.48	91.08
未分配利润	13.84	10.11	17.03	8.37
所有者权益合计	**165.22**	**73.50**	**168.42**	**61.73**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司负债总额104.41亿元，同比大幅增长75.30%，主要来自长期借款、应付债券和专项应付款的增加。

2017年底，公司流动负债11.78亿元，同比降低3.06%。非流动负债92.63亿元，同比大幅增长95.39%；其中长期借款37.16亿元，同比增长47.00%，包括抵押借款14.45亿元和保证借款19.79亿元；应付债券余额15.00亿元，为公司于2017年11月新发公司债券“17云岩债”；专项应付款39.92亿元，同比大幅增长111.83%，主要系非集中成片棚户区改造项目贷款（2014年国开行向贵阳市公共住宅投资建设（集团）有限公司发放的项目贷款，公司作为项目建设主体使用）由于偿还责任转移至云岩区政府，公司将前期计入长期借款的相关资金转入专项应付款科目（作为项目建设拨款）核算所致。

2017年底，公司全部债务56.97亿元，同比大幅增长83.10%，主要系公司因项目投资需求增加融资规模所致。受公司长期借款和应付债券规模快速增长影响，2017年底，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快速上升至38.27%、25.28%和23.65%。公司长期应付款中有息借款规模较小，对偿债指标影响不大。公司债务负担适中，尚有一定的融资空间。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入与营业利润率略有增长；期间费用仍保持较低水平，盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

2017年，公司实现营业收入11.78亿元，较2016年略有增长；营业成本略有下降，为10.21亿元；营业利润率12.52%，较上年增长0.12个百分点。

2017年，公司期间费用占营业收入比重为1.97%，仍维持较低水平。同期，公司实现其他收益2.00亿元，为收到的政府补助款项，作为公司利润总额的重要补充；2017年，公司利

润总额3.18亿元。

从盈利指标看，2017年，公司总资本收益率有所下降，净资产收益率略有上升，分别为1.42%和1.90%。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出，经营活动产生的现金净流量缺口进一步增加。较大规模的往来款支出对公司资金造成压力。为满足代建项目投资资金需求，公司筹资活动产生的现金流量净额明显增加。

从经营活动看，2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.55 亿元，较 2016 年略有增长；同期公司现金收入比为 89.55%，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较好。2017 年，公司收到的其他与经营活动有关现金 2.05 亿元，主要是政府补贴收入。同期，受基础设施建设等业务成本投入规模增长的影响，公司购买商品接受劳务支付的现金同比快速增长22.62%，为 18.19 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额-5.87 亿元。

从投资活动看，2017年公司无投资活动现金流入；支付其他与投资活动有关的现金均为支付给其他单位及个人的往来款，公司投资活动净流出规模较大，2017年为11.74亿元。

从筹资活动看，2017年公司筹资活动产生的现金流入量52.57亿元，同比增长61.44%，筹资力度明显加大。2017年，公司筹资活动现金流出量6.95亿元，主要为偿还债务支付的现金5.53亿元；同期公司筹资活动产生的现金流量净额为45.62亿元，较上年大幅增长74.47%。

5．偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，短期债务支付能力好；由于跟踪期内公司有息债务规模增长较快，长期偿债压力增大，但考虑到公司能获得较大力度的外部支持，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率均实现同比大幅提升，分别为 2315.12% 和671.69%，由于公司流动资产中存货占比较大，速动比率远小于流动比率。2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。公司短期债务规模较小，短期偿债能力强。

2017 年公司 EBITDA 为 3.19 亿元；受债务规模扩大影响，公司全部债务/EBITDA 大幅增长为 17.89 倍。公司长期偿债压力加大。

截至2017年底，公司共获得银行授信额度43.44亿元，已使用额度42.82亿元，尚未使用额度0.62亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 10.00 亿元，担保比率 5.94%，为对云尚公司（8.00 亿元）和贵阳云岩产业投资开发有限责任公司（2.00 亿元）的担保。上述被担保企业均为云岩区内其他平台公司，目前正常运营，公司或有负债风险较小。

九、存续债券偿还能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额15.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，2020~2024年“17云岩债”每年需偿还本金3.00亿元。2017年底，公司现金类资产49.47亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为12.60亿元、-5.87亿元和3.19亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来代偿债券本金峰值	3.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	4.20
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	-1.96
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	1.06

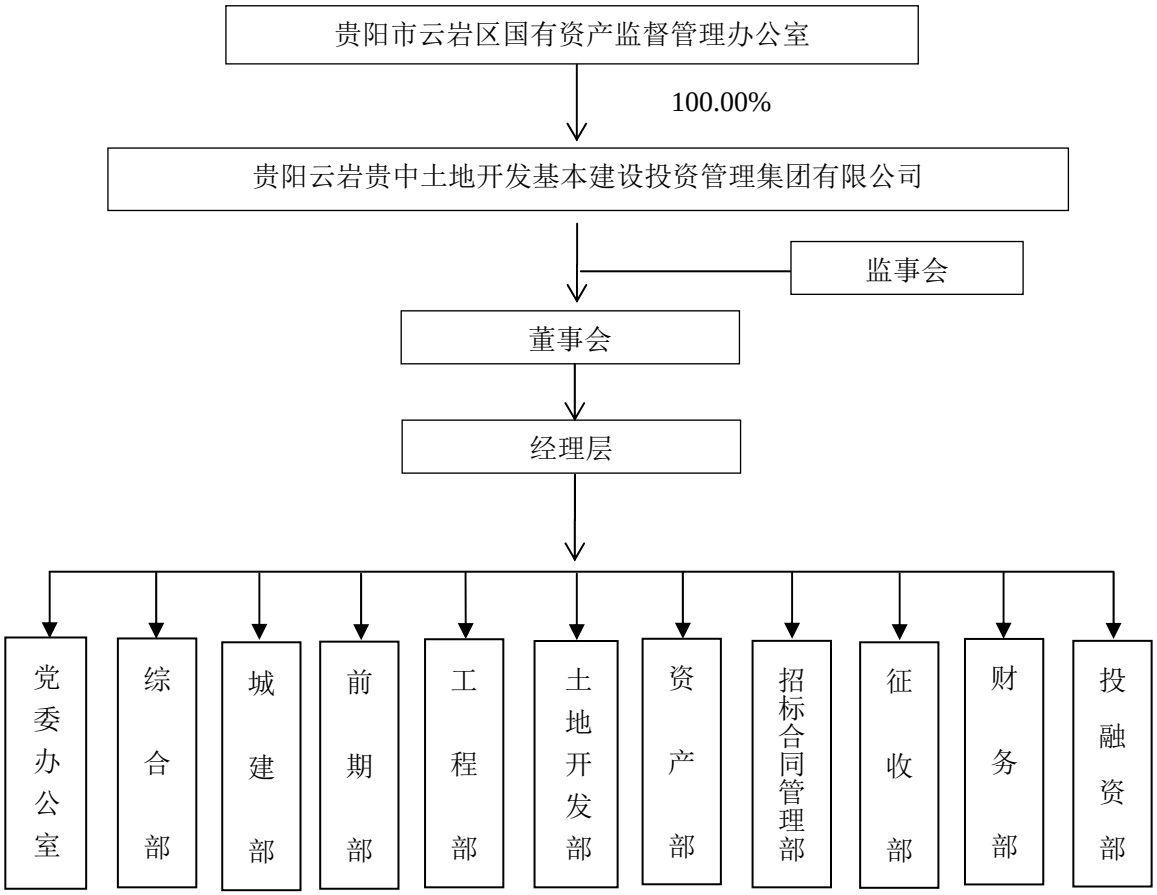
资料来源：联合资信整理

杨惠安置房项目计划于 2018 年上半年完成建设，并实现 3.62 亿元销售住宅、商铺及停车位和广告收入。跟踪期内，由于项目所在三马片区道路规划调整因素影响，杨惠安置房项目投资及建设进度略有滞后，建安工程计划于 2018 年底完工；截至 2018 年 5 月底，公司暂未实现上述收入，联合资信将持续关注杨惠安置房项目投资建设进度其收入实现情况。

十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“17 云岩债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.01	22.71	49.47
资产总额(亿元)	209.43	224.78	272.83
所有者权益(亿元)	162.11	165.22	168.42
短期债务(亿元)	4.53	5.83	4.81
长期债务(亿元)	12.86	25.28	52.16
全部债务(亿元)	17.39	31.11	56.97
调整后全部债务(亿元)	17.39	34.40	57.52
营业收入(亿元)	9.87	11.76	11.78
利润总额(亿元)	3.09	3.10	3.18
EBITDA(亿元)	3.09	3.10	3.19
经营性净现金流(亿元)	-2.44	-2.75	-5.87
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	0.06	0.05
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
现金收入比(%)	86.50	87.18	89.55
营业利润率(%)	13.32	12.40	12.52
总资本收益率(%)	1.73	1.59	1.42
净资产收益率(%)	1.92	1.88	1.90
长期债务资本化比率(%)	7.35	13.27	23.65
全部债务资本化比率(%)	9.69	15.85	25.28
调整后全部债务资本化比率(%)	9.69	17.23	25.46
资产负债率(%)	22.59	26.50	38.27
流动比率(%)	1639.61	1849.17	2315.12
速动比率(%)	213.75	321.61	671.68
经营现金流动负债比(%)	-19.14	-22.65	-49.85
全部债务/EBITDA(倍)	5.62	10.03	17.89
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.62	11.09	18.06

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　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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。