信用等级公告

联合〔2019〕1519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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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主体长期信用等级为AA，维持“17云岩债”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

二〇一九年六月十九日

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
http://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：2019 年 6 月 19 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	22.71	49.47	26.79
资产总额(亿元)	224.78	272.83	281.59
所有者权益(亿元)	165.22	168.42	175.66
短期债务(亿元)	5.83	4.81	17.29
长期债务(亿元)	25.28	52.16	52.55
全部债务(亿元)	31.11	56.97	69.84
营业收入(亿元)	11.76	11.78	11.78
利润总额(亿元)	3.10	3.18	3.24
EBITDA(亿元)	3.10	3.19	3.24
经营性净现金流(亿元)	-2.75	-5.87	-11.57
营业利润率(%)	12.40	12.52	12.29
应收类款项/资产总额(%)	7.28	10.87	16.62
净资产收益率(%)	1.88	1.90	1.83
资产负债率(%)	26.50	38.27	37.62
全部债务资本化比率(%)	15.85	25.28	28.45
流动比率(%)	1849.17	2315.12	1152.50
经营现金流动负债比(%)	-22.65	-49.85	-47.37
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	17.89	21.54

分析师：王 治　辛纯璐　邱 成

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，收入和利润保持相对稳定，整体债务负担适中，持续获得来自政府的在财政补贴和项目资金支持。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、资产受限比例较高、资产流动性偏弱、经营性现金流持续净流出、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资金拨付等方面的持续支持。
2. 公司收入和利润保持相对稳定，整体债务负担适中。
3. “17云岩债”设定了分期偿付本金条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中存货占比较大，以流动性较弱的代建项目开发成本和土地资产为主，受限比例较高；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，短期债务规模快速上升，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、企业基本情况

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”）。2018 年，云岩区国资办将贵阳云岩新纪元基本建设投资开发管理有限公司（以下简称“新纪元公司”）与公司合并，公司注册资本由 6000 万元增加至 11000 万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2018 年底，公司本部内设 12 个职能部室；拥有 4 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”）、贵阳云岩贵中房屋征收有限公司（以下简称“云岩征收公司”）、贵阳云岩云中城市建设投资有限责任公司和（以下简称“云中城建公司”）和共青城贵中投资管理合伙企业（有限合伙）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 281.59 亿元，所有者权益 175.66 亿元；2018 年，公司实现营业收入 11.78 亿元，利润总额 3.24 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 年底，联合资信所评“17 云岩债”尚需偿还债券余额 15.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续期债券利息。公司既往付息情况良好。

截至 2019 年 3 月底，“17 云岩债”募集资金已使用 10.87 亿元，其中 4.90 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2017年初启动建安工程。截至目前，杨惠安置房项目已完成整体工程的35%，进度相对滞后；已使用募集资金4.90亿元，其中1.20亿元用于支付西北线指挥部杨惠征拆款，2.98亿元用于支付工程款，0.71亿元用于补缴土地出让金，其余资金用于支付各类服务费。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。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。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
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〔2018〕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：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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、西北线及北线等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《2018 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2018 年贵阳全市实现地区生产总值 3798.45 亿元，同比增长 9.9%。其中，第一产业增加值 153.10 亿元，增长 6.6%；第二产业增加值 1413.67 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 2231.68 亿元，增长 11.3%。人均生产总值 78449 元，同比增长 7.8%。

固定资产投资方面，2018 年贵阳市全年固

定资产投资比上年增长 15.0%。分产业看，第一产业投资下降 5.5%；第二产业投资增长 9.4%；第三产业投资增长 16.4%。全年固定资产投资到位资金比上年增长 7.8%。其中，国家预算内资金下降 46.4%；国内贷款增长 7.3%；自筹资金增长 8.1%；其他资金下降 29.5%。

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。

2018 年，云岩区全年完成地区生产总值 830 亿元，同比增长 10.5%；规模以上工业增加值 46.13 亿元，同比增长 5.0%；固定资产投资完成 252.5 亿元，同比增长 7%；社会消费品零售总额 416 亿元，同比增长 9.5%；城镇常住居民人均可支配收入完成 35958 元，同比增长 9.1%。

招商引资方面，2018 年云岩区出台了新的“招商十条”，当年新引进产业链项目（含延链、补链、强链项目）156 个，新增产业项目入园率 100%；新引进高新技术企业 4 家，新引进 500 强企业 5 家，包括阿里巴巴盒马鲜生西南总部、浙商银行贵州省分行、中南置地、阳光城集团和上海医药集团。分平台来看，省级平台新增到位资金 189.5 亿元，资金到位率 90.39%；新增产业项目开工率 97.63%，投产率 90.97%。市级平台新增到位资金 236.04 亿元，资金到位率 90.09%；新增产业项目开工率 99%，投产率 89.72%。

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

2018 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资金拨付等方面继续得到云岩区政府的有力支持。

2018 年，贵阳市全年完成财政总收入 803.26 亿元，比上年增长 15.38%；一般公共预算收入 411.34 亿元，比上年增长 8.86%；一般公共预算支出 627.54 亿元，比上年增长 7.74%。

2018 年，云岩区财政收入增速有所放缓，完成一般公共预算收入 33.40 亿元，比上年同口径增长 2.29%，增速下降 2.92 个百分点。其中，税收收入 26.82 亿元，和上年基本持平，占一般公共预算收入的 80.30%，较上年下降 1.59 个百分点，但仍然处于较高水平。2018 年，云岩区完成一般公共预算支出 51.02 亿元，比上年增长 3.43%，其中民生支出 40.63 亿元，占一般公共预算支出的 79.64%；财政自给率为 65.46%，较上年的 66.19%略有下降，财政自给能力一般。2018 年，云岩区政府性基金收入完成 0.20 亿元，同比大幅下降，仅为上年的 30.30%。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%。截至 2018 年底，云岩区政府债务余额 24.47 亿元，全市政府债务率为 44.88%，债务负担尚可。

2018 年，根据云岩区人民政府出具的《云岩区人民政府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〔2018〕401 号），公司收到 2.00 亿元财政补贴。同期，公司收到政府拨付的项目建设专项资金 4.31 亿元。

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，公司总经理变更为张恩旗，系正常人员变更。

张恩旗，男，1988 年生，汉族，本科学历；曾任公司资产部副部长、贵阳云尚城市资产运营有限公司副总经理；2018 年 12 月至今任公司总经理。

截至 2018 年底，公司本部共有员工 143 人，从年龄结构划分看，35 岁以下 105 人，36-40 岁 12 人，41-45 岁 7 人，46-50 岁 8 人，51-54

岁 3 人，55 岁及以上 8 人；从文化程度划分看，本科学历及以上 105 人，大专及以下人数 38 人。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；跟踪期内，未发现公司有不良信用记录。

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 2019 年 5 月 19 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；存在一笔欠息记录，系银行系统问题所致。跟踪期内，未发现公司有不良信用记录。

截至 2019 年 6 月 18 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

1. 经营概况

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，毛利率小幅下降。

2018年，公司实现主营业务收入11.78亿元，较2017年基本持平；公司业务仍以基础设施建设和土地一级开发为主，两者收入合计占比99.80%，回款情况良好。毛利率方面，2018年公司主营业务毛利率13.08%，较上年小幅下降0.25个百分点，主要系基础设施建设业务毛利率下降所致。

表3 2017~2018年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	9.47	80.35	13.04	9.39	79.75	12.97
土地一级开发收入	2.27	19.24	13.04	2.36	20.05	13.04
征收收入	0.04	0.41	82.99	0.02	0.20	62.93
合 计	**11.78**	**100.00**	**13.33**	**11.78**	**100.00**	**13.08**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

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”。

2018 年，公司根据在建项目建设进度确认收入 9.39 亿元，毛利率小幅下降 0.07 个百分点至 12.97%；收入回款质量好，无应收账款。

截至 2018 年底，公司主要在建的代建项目共 7 个，总投资 120.70 亿元，累计已投资 60.05 亿元，已回款 35.00 亿元。公司尚有 56.05 亿元的代建项目投资未确认收入，体现在“存货-开发成本”中。

表4 截至2018年底公司主要在建代建项目情况
（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	6.36	10.10	10.43	1.03
非集中成片棚改项目	77.98	24.50	2.18	22.60

金西大道延伸段道路改造工程	6.99	8.85	9.90	0.24
金钟河（云岩段）水环境综合治理项目	10.55	7.05	5.21	2.52
市西河流域及周边环境综合整治项目（一期）	2.92	2.73	0.29	2.47
贵阳云岩三马片区次干道二道路工程	1.59	1.13	1.26	0.03
三桥马王庙片区金阳环线道路建设工程	14.31	5.69	5.73	0.71
合计	**120.70**	**60.05**	**35.00**	**29.60**

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

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。2018 年，公司土地一级开发完成投资 2.05 亿元，主要为茶博园地块和金西大道延伸段两个项目，实现收入 2.36 亿元，毛利率维持在 13.04%。

截至 2018 年底，公司土地一级开发项目未结转的财政拨款资金 1.52 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 1.33 亿元，计入“存货-开发成本”中。

表5　2016~2018年公司土地一级开发投资及收入确认情况（单位：万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 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）	2556.18	2939.61	4623.51	5317.04	8302.82	9548.24
九州通地块（2009-08-C）	6466.99	7437.04	1235.99	1421.39	--	--
斯巴鲁地块（2009-08-D）	7804.49	8975.16	1397.84	1607.52	--	--
金西路（永吉）	3235.87	3721.25	5056.27	5814.71	--	--
金西大道延伸段（2010-06）	--	--	7395.68	8505.03	12229.03	14063.39
合计	**20063.53**	**23073.06**	**19709.29**	**22665.69**	**20531.85**	**23611.63**

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；在建和拟建项目未来投资规模大，公司存在较大的对外融资需求。

截至 2018 年底，公司主要拟建项目 2 个，为雅关安置房项目和云岩区小关片区土地一级开发地块项目，预计总投资 34.88 亿元。2019~2021 年，公司在建和拟建项目分别计划投资 40.53 亿元、20.04 亿元和 11.88 亿元。其中，2019 年公司计划投资规模大，其中人民大道（云岩段）道路工程 PPP 项目计划投资 20.99 亿元，六广门体育文化综合体及周边棚户区改造项目计划投资 14.00 亿元，公司存在较大的外部融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2018 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。

2018 年，公司新设立子 2 家一级子公司，分别为贵阳云岩云中城市建设投资有限责任公司和共青城贵中投资管理合伙企业（有限合伙）。截至 2018 年底，公司合并范围共 4 家一级子公司，新增子公司为公司投资设立，对财务数据可比性影响较小。

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，受限比例较高；其他应收款大幅增长；资产流动性偏弱，资产质量一般。

2018 年底，公司资产总额 281.59 亿元，同比增长 3.21%，主要来自其他应收款和存货的增长。从结构来看，2018 年底，公司资产仍

以流动资产为主。

表6 2017~2018年公司主要资产构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.47	18.14	26.79	9.51
其他应收款	29.67	10.88	46.79	16.62
存货	193.62	70.99	207.86	73.82
流动资产	**272.76**	**99.97**	**281.53**	**99.98**
非流动资产	**0.07**	**0.03**	**0.06**	**0.02**
资产总额	**272.83**	**100.00**	**281.59**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 281.53 亿元，较上年增长 3.22%。公司货币资金为 26.79 亿元，较 2017 年底下降 45.84%，主要系主营业务投入的现金和支付的往来款规模大幅增长所致。公司货币资金仍以银行存款为主，其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 46.79 亿元，其中应收云岩区人民大道（云岩段）建设暨周边棚户区改造指挥部和贵阳云尚城市资产运营有限公司（以下简称“云尚公司”）的资金往来款项分别为 16.94 亿元和 12.97 亿元，分别占年底其他应收款的 36.09%和 27.63%，集中度较高。2018 年底，公司应收类款项占资产总额的 16.62%，占比较上年底提高 5.74 个百分点。

表7 2018年底公司其他应收款前五名情况
（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比
云岩区人民大道（云岩段）建设暨周边棚户区改造指挥部	往来款	16.94	1 年以内	36.09
贵阳云尚城市资产运营有限公司	往来款	12.97	2-3 年	27.63
贵阳市城市建设投资（集团）有限公司	往来款	4.00	1 年以内	8.52
贵阳云尚元腾资产管理有限责任公司	往来款	2.98	1-2 年	6.36
贵州中财华大投资管理有限公司	往来款	1.17	1 年以内	2.50
合计	**--**	**38.06**	**--**	**81.10**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司存货 207.86 亿元，同比增长 7.35%，由开发成本 57.38 亿元（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（全部为商业用地，面积 186.41 万平方米）构成，公司已有 127.73 亿元土地使用权用于借款抵押，占土地使用权总额的 84.88%。2018 年底，公司非流动资产 0.06 亿元，同比下降 11.26%，由固定资产和递延所得税资产构成，占资产总额的比重很小。

截至 2018 年底，公司受限资产全部为存货中的土地使用权，占总资产的 45.36%，受限比例较高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定。由于代建项目投资规模较大，公司有息债务规模有所增长，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，预计公司负债水平将进一步上升。

2018 年底，公司所有者权益合计 175.66 亿元，同比增长 4.30%，以资本公积和未分配利润为主，结构较 2017 年底变化不大。

2018 年底，公司实收资本 1.10 亿元，较 2017 年底增加 0.50 亿元，系公司与新纪元公司合并所致；资本公积 154.00 亿元，同比增长 2.34%，主要系子公司收到财政拨款所致。

表8 2017~2018年公司所有者权益构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.60	0.36	1.10	0.63
资本公积	150.48	89.35	154.00	87.67
未分配利润	17.03	10.11	20.08	11.43
所有者权益合计	**168.42**	**100.00**	**175.66**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司负债总额 105.93 亿元，同比增长 1.46%，结构上仍然以非流动负债为

主，但非流动负债占比下降 11.77 个百分点至 76.95%，主要系部分长期债务转入一年内到期的非流动负债所致。

表9　2017~2018年公司主要负债构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	6.80	6.51	6.80	6.42
一年内到期的非流动负债	2.94	2.82	12.49	11.79
流动负债	**11.78**	**11.28**	**24.43**	**23.06**
长期借款	37.16	35.59	37.68	35.57
应付债券	15.00	14.37	14.88	14.05
专项应付款	39.92	38.23	28.56	26.96
非流动负债	**92.63**	**88.72**	**81.51**	**76.95**
负债总额	**104.41**	**100.00**	**105.93**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动负债 24.43 亿元，同比增长 107.34%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债 81.51 亿元，同比下降 12.01%；其中长期借款 37.68 亿元，同比增长 1.39%，包括抵押借款 17.34 亿元和保证借款 28.00 亿元；应付债券余额 14.88 亿元，为公司于 2017 年 11 月发行的公司债券“17 云岩债”；专项应付款 28.56 亿元，同比下降 28.46%，主要系公司将收到的项目回款冲减专项应付款所致。

2018 年底，公司全部债务 69.84 亿元，同比大幅增长 22.60%，主要系公司因项目投资需求增加融资规模所致。2018 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为 37.62%、28.45%和 23.03%，其中全部债务资本化比率同比上升 3.17 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍然适中。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。

从债务期限分布来看，公司 2019~2021 年到期的债务规模分别为 17.29 亿元、10.11 亿元和 17.31 亿元，公司面临一定的集中兑付压力。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入与营业利润率保持相对稳定，期间费用增长较快，盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

2018年，公司实现营业收入11.78亿元，较2017年基本持平；营业成本略有上升，为10.24亿元；营业利润率12.29%，较上年下降0.23个百分点。

2018年，公司期间费用0.28亿元，同比增长21.36%。主要系管理费用增长所致；期间费用占营业收入比重为2.39%，较2017年上升0.42个百分点，仍维持较低水平。同期，公司实现其他收益2.00亿元，系收到的政府补助款项，对利润总额形成重要补充。2018年，公司利润总额3.24亿元，较上年增长1.74%。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为1.31%和1.83%。

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大幅下降。

从经营活动看，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 12.20 亿元，较 2017 年增长 15.62%；同期公司现金收入比为 103.57%，公司整体收入实现质量较好。2018 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增长 40.09%至 25.48 亿元。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额-11.57 亿元。

从投资活动看，2018年公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出中，支付其他与投资活动有关的现金规模很大，2018年为41.38

亿元，均为支付给其他单位及个人的往来款。2018年公司投资活动净流出规模为41.39亿元，较2017年进一步扩大。

从筹资活动看，2018年公司筹资活动产生的现金流入量38.04亿元，同比下降27.64%，主要系收到其他与筹资活动有关的现金减少所致（包括4.31亿元的专项拨款和11.19亿元的往来款）。2018年，公司筹资活动现金流出7.75亿元，主要为偿还债务支付的现金5.68亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金2.07亿元；同期公司筹资活动产生的现金流量净额为30.29亿元，较上年下降33.61%，但整体筹资力度仍然较大。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模大幅增长，短期偿债能力尚可，长期偿债压力加大。考虑到公司能获得较大力度的外部支持，公司整体偿债风险低。

2018 年底，受到流动负债大幅增长的影响，公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为 1152.50%和 301.58%，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，对流动负债的保障能力小于指标值。2018 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。2018 年底，公司短期债务大幅增长至 17.29 亿元，公司现金类资产为短期债务的 1.55 倍，短期偿债能力尚可。

2018 年，公司 EBITDA 为 3.24 亿元，同比增长 1.81%；受债务规模扩大的影响，公司全部债务/EBITDA 上升至 21.54 倍，公司长期偿债压力加大。考虑到公司能获得较大力度的外部支持，公司整体偿债风险低。

截至2018年底，公司共获得银行授信额度62.62亿元，已使用额度59.40亿元，尚未使用额度3.22亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 28.00 亿元，担保比率 15.94%，为对贵阳云岩中环城市合作共享经济管理有限公司（16.00 亿元）、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（4.00 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，公司或有负债风险可控。

6．母公司财务概况

母公司作为合并范围内最主要的经营实体，资产质量、资本结构、盈利能力和现金流量与合并口径基本一致。

2018 年底，母公司资产总额 277.93 亿元，为合并口径资产总额的 98.70%。母公司资产中，流动资产占 98.66%，规模和结构与合并口径基本一致，以货币资金、其他应收款和存货为主。母公司非流动资产占比很小，以长期股权投资为主。

2018 年底，母公司所有者权益合计 175.79 亿元，以资本公积和未分配利润为主，权益稳定性尚可。同期，母公司负债总额 105.92 亿元，为合并口径的 99.99%。其中，流动负债占 23.05%，以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主；非流动负债占 76.95%，以长期借款、应付债券和专项应付款为主。整体看，母公司资本结构与合并口径基本一致。

由于母公司为合并口径主要的经营实体，母公司收入构成、盈利能力和现金流结构与合并口径基本一致。

九、存续债券偿还能力分析

截至2018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2018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。2018年底，公司现金类资产26.79亿元；2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为14.25亿元、-11.57亿元和3.24亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 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	4.75
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	1.08

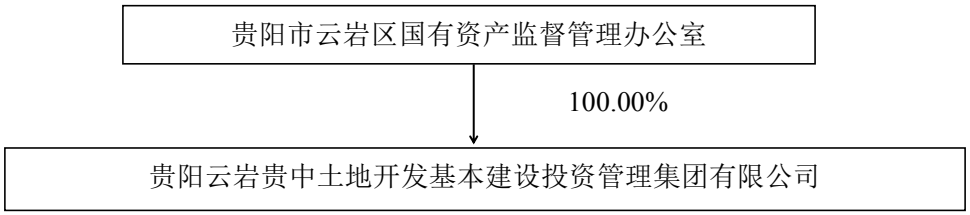
资料来源：联合资信整理

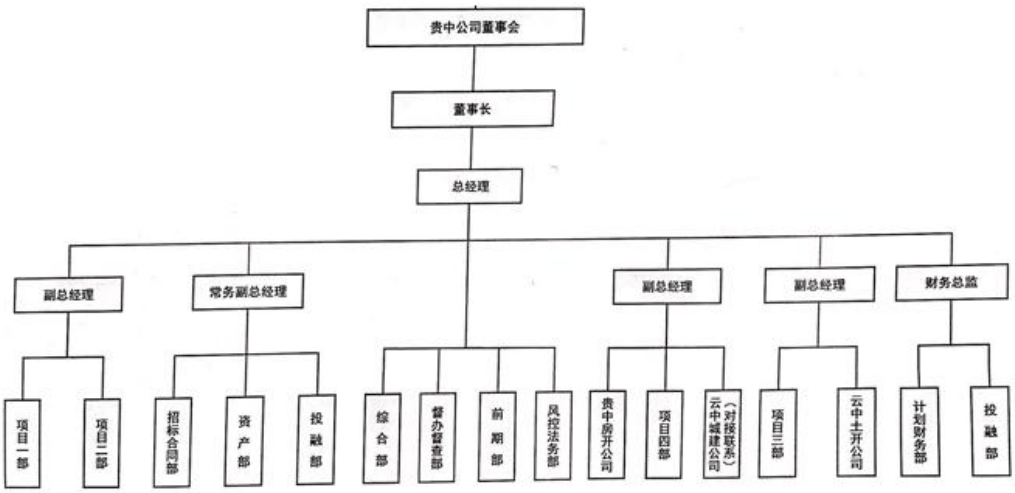
截至 2018 年底，杨惠安置房项目已完成项目总投资的 35%，预计项目将在 2020 年底全部完工交房。按照公司与云岩区国有土地上房屋征收管理局（以下简称“房屋征收管理局”）签订的《安置房单一来源采购协议》，房屋征收管理局将采购杨惠安置房项目房源作为三马片区“三纵一横”3、4 号路安置房，采购金额 42723.41 万元。根据合同约定，房屋征收管理局需在 2019 年支付购房总款的 50%，约 21361.71 万元。联合资信将持续关注杨惠安置房项目投资建设进度其收入实现情况。

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 1-1　截至 2018 年底公司股权及组织结构图





附件 1-2　截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
贵阳云岩贵中房屋征收有限公司	贵阳市	贵阳市	房屋征收	100.00	--	投资设立
贵阳云岩云中土地开发有限公司	贵阳市	贵阳市	土地开发	100.00	--	投资设立
贵阳云岩云中城市建设投资有限责任公司	贵阳市	贵阳市	基础实施建设	100.00	--	投资设立
共青城贵中投资管理合伙企业（有限合伙）	贵阳市	贵阳市	项目投资	99.99	--	投资设立

资料来源：审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.71	49.47	26.79
资产总额(亿元)	224.78	272.83	281.59
所有者权益(亿元)	165.22	168.42	175.66
短期债务(亿元)	5.83	4.81	17.29
长期债务(亿元)	25.28	52.16	52.55
调整后长期债务(亿元)	28.56	52.71	52.95
全部债务(亿元)	31.11	56.97	69.84
调整后全部债务(亿元)	34.40	57.52	70.24
营业收入(亿元)	11.76	11.78	11.78
利润总额(亿元)	3.10	3.18	3.24
EBITDA(亿元)	3.10	3.19	3.24
经营性净现金流(亿元)	-2.75	-5.87	-11.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	87.18	89.55	103.57
营业利润率(%)	12.40	12.52	12.29
应收类款项/资产总额(%)	7.28	10.87	16.62
总资本收益率(%)	1.59	1.42	1.31
净资产收益率(%)	1.88	1.90	1.83
长期债务资本化比率(%)	13.27	23.65	23.03
调整后长期债务资本化比率(%)	14.74	23.84	23.16
全部债务资本化比率(%)	15.85	25.28	28.45
调整后全部债务资本化比率(%)	17.23	25.46	28.56
资产负债率(%)	26.50	38.27	37.62
流动比率(%)	1849.17	2315.12	1152.50
速动比率(%)	321.61	671.68	301.58
经营现金流动负债比(%)	-22.65	-49.85	-47.37
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	17.89	21.54
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.09	18.06	21.66

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息部分；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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 4-3　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。

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