

信用等级公告

联合[2013] 476 号

联合资信评估有限公司通过对贵阳铁路建设投资有限公司及其拟发行的 2013 年度 10 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

贵阳铁路建设投资有限公司

主体长期信用等级为

AA

贵阳铁路建设投资有限公司

2013 年度 10 亿元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

二零一三年五月十七日



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

贵阳铁路建设投资有限公司

2013 年度 10 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 10 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年计息, 在债券存续期的第 6、7 年末分别按照债券发行规模的 50%、50% 的比例偿还债券本金。

发行目的: 贵阳市域铁路项目建设

评级时间: 2013 年 5 月 17 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	58.99	72.20	84.86
所有者权益(亿元)	28.39	36.63	42.77
长期债务(亿元)	19.30	30.36	37.44
全部债务(亿元)	29.10	33.06	39.79
营业收入(亿元)	2.04	4.05	2.67
利润总额(亿元)	1.63	2.95	1.94
EBITDA(亿元)	1.65	2.98	1.98
经营性净现金流(亿元)	0.91	1.38	1.36
营业利润率(%)	84.12	78.64	80.58
净资产收益率(%)	4.79	8.03	4.50
资产负债率(%)	51.87	49.26	49.60
全部债务资本化比率(%)	50.62	47.44	48.19
流动比率(%)	273.53	661.07	822.90
全部债务/EBITDA(倍)	17.65	11.08	20.06
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.30	0.20

分析师

仲大伟 程 晨

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

贵阳铁路建设投资有限公司(以下简称“公司”)代表贵阳市政府与铁道部合作进行铁路项目建设, 在铁路投资运营业务方面具有区域垄断性, 并获得了贵阳市政府在货币出资、土地配给、轨道建设特许资金、征地拆迁费用分担等方面的大力支持。联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在区域垄断经营、政府支持、土地一二级开发等方面的显著优势; 同时也关注到公司成立时间短、土地一二级开发收益存在不确定性、未来资本性支出较大等因素对其经营和发展带来的不利影响。

近年来, 贵阳市经济平稳较快发展, 财政实力逐步增强, 为公司发展提供了较好的外部环境。考虑到轨道建设特许资金对公司收入形成有力支撑且持续性好以及土地一二级开发收益获取, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期募集资金将用于公司参与投资的部分铁路项目, 本期债券设置提前还本条款。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 近年来, 贵阳市经济平稳较快发展, 财政实力逐步增强, 为公司发展提供了较好的外部环境。
2. 公司代表贵阳市政府与铁道部合作进行铁路项目建设, 在铁路投资运营业务方面具有区域垄断性。
3. 公司轨道建设特许资金对公司收入有较好支撑且持续性强。

关注

1. 公司目前投资建设铁路项目较多，投资活动现金净流出规模大，未来资本性支出及对外融资压力较大。
2. 公司土地一二级开发项目收益情况易受房地产市场波动的影响。
3. 公司无形资产主要体现为土地一级开发收益权，在土地上市出让后方能实现；其余部分为市域铁路建设用地，土地使用权证尚在办理过程中。
4. 鉴于房地产行业政策调控以及土地挂牌出让进度的影响，公司实际现金流入规模可能存在较大不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与贵阳铁路建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与贵阳铁路建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因贵阳铁路建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由贵阳铁路建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、贵阳铁路建设投资有限公司 2013 年度 10 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

贵阳铁路建设投资有限公司（以下简称“公司”）成立于2009年5月，系经贵阳市人民政府以筑府发[2009]42号文批准，由贵阳市国有资产监督管理委员会（贵阳市国资委）行使出资人职能组建的国有独资公司，初始注册资本1亿元。2009年10月，经贵阳市国资委以筑国资复[2009]104号文件批准，公司注册资本由1亿元变更为16亿元，分5年出资到位，由股东于2014年10月11日之前缴足。根据黔慧中验字[2012]004号验资报告，贵阳市国资委已经以货币资金的形式认缴公司注册资本6次。2012年9月，根据黔臻信内验[2013]第ZXA394号验资报告，贵阳市国资委再次以货币资金出资，截至2012年12月底，公司实收资本为5.5亿元，占已注册资本的34.38%。

表1 公司注册资本到位情况

出资时间	出资额 (万元)	验资报告
2009.05	2000	中远验字（2009）第045号
2009.09	30000	中远验字（2009）第133号
2010.01	4000	中远验字（2010）第002号
2010.09	8000	黔慧中验字（2010）091号
2010.12	2000	黔慧中验字（2011）012号
2011.12	7000	黔慧中验字（2012）004号
2012.09	2000	黔臻信内验（2013）第ZXA394号
合计	55000	

资料来源：公司审计报告

公司经营范围：贵阳市域快速铁路网建设项目的投融资、土地一级开发、物流服务、宾馆、旅游、餐饮、娱乐项目投资及管理（以上经营范围不含需前置许可的项目）。

截至2012年底，公司拥有控股子公司3家（贵阳铁投商砼有限公司、贵阳铁投置业有限公司、贵阳铁投卓信置业有限责任公司）；参股公司2家（贵阳市域铁路有限公司和贵阳保利铁投房地产开发有限公司）；设立综合部、投融资部、财务部、基础设施部、开发部5个职能部门。

截至2012年底，公司资产总额84.86亿元，所有者权益合计42.77亿元（其中少数股东权益0.31亿元）；2012年度实现营业收入2.67亿元，利润总额1.94亿元。

公司注册地址：贵阳市南明区市南路57号瓮福大厦7楼；法定代表人：闫寒。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2013年发行10亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为7年，在债券存续期的第6、7年末分别按照债券发行规模的50%、50%的比例偿还债券本金。本期债券为固定利率债券，利率在债券存续期内固定不变。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为10亿元，其中8亿元拟用于新建贵阳枢纽白云至龙里北联络线，2亿元拟用于新建林歹至织金（新店）铁路两个贵阳市域快速铁路建设项目。

表2 募投资金投向项目投资情况（亿元、%）

项目	项目总投资	公司投资总额	募集资金使用额度
贵阳枢纽白云至龙里北铁路联络线（简称东北环线）	75	22.90	8
新建林歹至织金（新店）铁路项目（简称林织线）	43	7.38	2
合计	118	30.28	10

资料来源：公司提供

（1）东北环线

该项目新建线路自环城高速北侧的白云站引出，向东经贵阳东站折向南，经龙洞堡机场、

小碧至龙里北站，正线长度约51公里。新建小碧站至贵广铁路贵阳方向联络线约8公里。全线桥隧比约72%，其中大对门隧道为全线控制工程，隧道长约为4公里。

该项目已于2009年9月取得铁道部和贵州省人民政府《关于新建贵阳枢纽白云至龙里北联络线可行性研究报告的批复》（铁计函

[2009]1335号），并获得贵州省环境保护厅的《关于对新建贵阳枢纽白云至龙里北联络线环境影响报告书的批复》（黔环函[2009]191号）和国土资源部《国土资源部关于新建贵阳铁路枢纽白云至龙里北联络线工程建设用地的批复》（国土资函[2011]211号）的批复。

该项目总投资75亿元，公司对该项目承担的投资额为22.90亿元，拟使用本期债券募集资金8亿元。项目工期为3.5年，已于2011年7月开工建设，截至2013年3月底，已经累计完成投资38.12亿元，占测算总投资的45.26%。

（2）林织线

该项目新建线路自林歹南站引出，沿东北经流长、跨斯拉河，从织金县城东北面引入黄织铁路的织金站，正线长度约68.6公里，设林歹南、岩脚、坪子上、新发、织金等车站，预留骡马洞、大冲站；新店支线新建铁路自林歹南站引出，向北绕过海螺集团后，经小田冲隧道至塘寨电厂北面的新店站，正线长度约28.8公里，设卫城、新店站。全线桥隧比约53%，其中坪子上隧道为全线控制工程，隧道长约为6.3公里。湖潮至林歹南32.1公里既有线电化改造，到发线有效长由550米延长至880米。该项目已于2009年9月取得铁道部《关于新建林歹至织金（新店）铁路可行性研究报告的批复》（铁计函[2009]1278号），并获得贵州省环境保护厅的《关于对新建林歹至织金（新店）铁路环境影响报告书的批复》（黔环函[2009]188号）和国土资源部《国土资源部关于新建林歹至织金（新店）铁路工程建设用地的批复》（国土资函[2011]435号）的批复。

该项目总投资额43亿元，公司承担投资额

7.38亿元，拟使用本期债券募集资金2亿元。项目工期为3年，已于2011年7月开工建设，截至2013年3月底，已经累计完成投资21.37亿元，占测算总投资的46.21%。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012 年前三季度，中国实现国内生产总值 353480.0 亿元，同比增长 7.7%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.8%，三季度增长 7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年 1~12 月，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，其中 12 月单月同比增速达 10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为 0.3、0.4、0.5 和 0.4 个百分点。2012 年 1~11 月规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 823325 亿元，同比增长 10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为 0.1、0.5 个百分点。规模以上工业企业实现利润 46625 亿元，同比增长 3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为 1.3、2.3 和 2.5 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年 1~12 月，社会消费品零售总额为 20334 亿元，同比增长 15.2%，同比增速小幅回落 2.9 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸

易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年 1~11 月全国教育支出 16394 亿元，同比增长 32.9%；医疗卫生支出 6027 亿元，同比增长 19.7%；社会保障和就业支出 11089 亿元，同比增长 15.7%；住房保障支出 3688 亿元，同比增长 16.8%。2012 年 1~11 月，全国财政累计收入为 108903 亿元，累计支出为 104896 亿元，分别同比增长 11.9%和 17.9%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、

深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 11 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年 12 月 26 日，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生

产,落实和完善扶持政策,加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣,支持中小企业发展,发展生产性服务业,加强生态建设。房地产方面,坚持房地产调控不放松,一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策,相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面,支持自住性合理需求,国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施,央行指出满足首套房贷款需求,30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看,2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业与区域环境分析

(一) 铁路行业

(1) 铁路行业发展概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位,属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力,长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

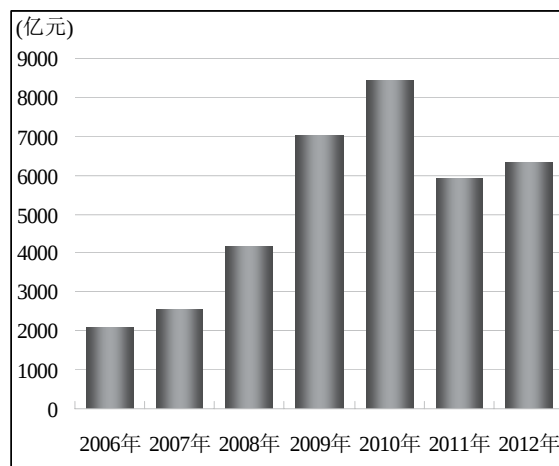
基本建设方面,“十一五”期间,铁路建设保持快速增长(见图1)。“十二五”期间,铁路建设仍将保持一定规模,2012年铁路完成固定资产投资(含基本建设、更新改造和机车车辆购置)6339.67亿元;全国铁路共完成投资5185.06亿元,其中国家铁路和合资铁路完成投资5170.63亿元。路网大中型项目309个

(含8个台帐管理项目),完成投资5169.38亿元。其中,新建铁路完成投资4306.66亿元,既有线扩能改造完成投资862.72亿元,分别占83.3%和16.7%。地方铁路完成投资14.43亿元。

全年共投产新线5382.2公里,其中高速铁路2722.5公里,哈大、京石武、合蚌等高铁开通运营;投产复线4763公里、电气化铁路6053.9公里。完成新线铺轨4924.6公里、复线铺轨4392.2公里。

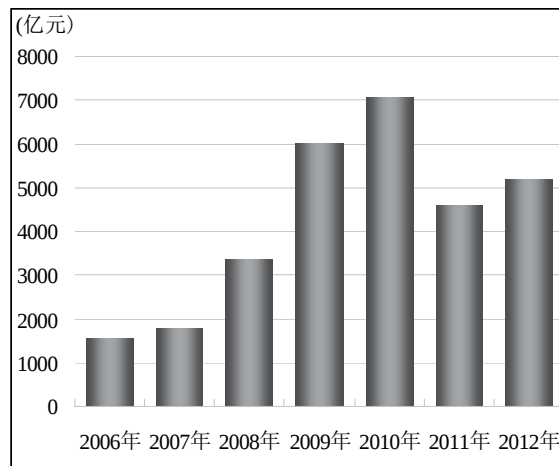
根据铁路“十二五”后三年的建设规划,2013年全路安排固定资产投资6500亿元,其中基本建设投资5200亿元、投产新线5200公里以上。

图1 近年来中国铁路固定资产投资规模



资料来源:铁道部统计公报。

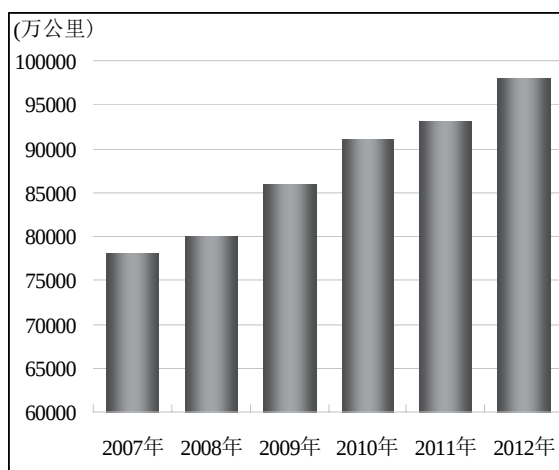
图2 近年来中国铁路基本建设投资规模



资料来源:铁道部统计公报。

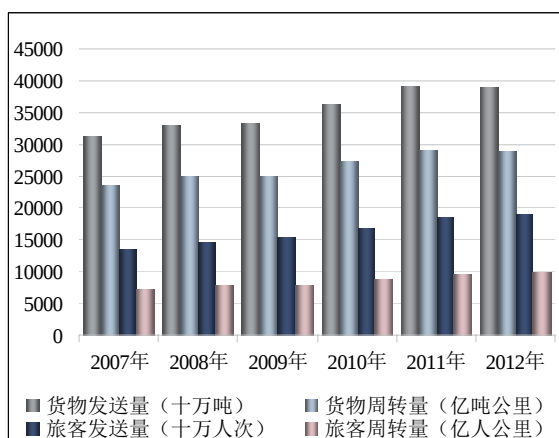
随着铁路建设投资的不断加大,路网规模稳步扩张,路网结构明显优化。根据铁道部统计公报显示,截至2012年底,全国铁路营业里程达到9.8万公里,比上年增长4.7%。路网密度101.7公里/万平方公里,比上年增加4.6公里/万平方公里。其中,复线里程4.4万公里,比上年增长10.8%,复线率44.8%,比上年提高2.5个百分点;电气化里程5.1万公里,比上年增长10.8%,电化率52.3%,比上年提高2.9个百分点。西部地区营业里程达到3.7万公里,比上年增长1060公里、增长2.9%。

图3 中国铁路营业里程情况



资料来源：铁道部统计公报。

图4 中国铁路运输行业主要业务量指标完成情况



资料来源：铁道部统计公报，统计范围不含港澳台。

基于路网规模稳步扩大,运输设备水平的

不断提高,铁路运输能力进一步增强。根据铁道部统计公报显示,中国铁路运输行业主要业务量指标呈逐年上升趋势(见图4),2012年全国铁路货物发送量、货物周转量分别为38.92亿吨、28891.90亿吨公里,分别较同期下降0.70%和0.80%。同年全国铁路旅客发送量和旅客周转量分别为18.93亿人和9783.99亿人公里,同比增长分别为4.80%和2.10%。目前,中国铁路完成的货物发送量和旅客周转量居世界第一位。

中国铁路货物运输主要以煤炭运输为主。根据铁道部统计公报,2012年,全国铁路煤炭运量完成22.62亿吨,比上年下降0.4%。冶炼物资运量完成8.58亿吨,下降1.4%。粮食运量完成1.04亿吨,增长5.0%。石油运量完成1.38亿吨,增长1.7%。化肥及农药运量完成0.93亿吨,增长7.3%。集装箱运量完成0.93亿吨,下降0.9%。全国铁路口岸共完成进出口货物运量0.54亿吨,增长8.7%。其中:满洲里、绥芬河、二连、阿拉山口四大口岸站共完成进出口货物运量0.53亿吨,增长9.1%。

(2) 贵州省铁路投资情况

按照《贵州省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要(草案)》,在“十二五”期间贵州省将建成贵阳至广州、长沙经贵阳至昆明、成都至贵阳、重庆至贵阳高速铁路等连接外部区域的快速铁路,基本形成贵阳连接周边省会中心城市2小时和通往全国主要经济区3至7小时的快速铁路系统。同时还将开工建设昭通至黔江等一批区域性重要客货运输铁路。启动一批连接主要产煤区、重化工业区和重点产业聚集区的铁路及铁路支线建设。新增铁路通车里程3000公里以上,到2015年全省铁路通车里程达到5000公里以上。

目前,贵州省与铁道部已经签署了《铁道部贵州省人民政府关于加快贵州铁路建设的会议纪要》(以下简称“纪要”),就上述铁路项目建设与铁道部达成一致意见。纪要中规划铁路

项目实施后，不仅将极大地完善贵州省铁路路网结构，加快形成省内各市州地都有快速铁路通过的快速铁路系统，而且将极大地缩短贵州省与京津冀、长三角、珠三角等发达地区的时空距离，届时将形成贵阳至成都、重庆、昆明、长沙等地 2 小时，至武汉等地 3 小时，至广州、西安等地 4 小时，至郑州等地 5 小时，至上海等地 6 小时，至北京等地 7 小时的快速铁路交通圈。

图 5 7 小时快速铁路交通圈图



资料来源：公司提供

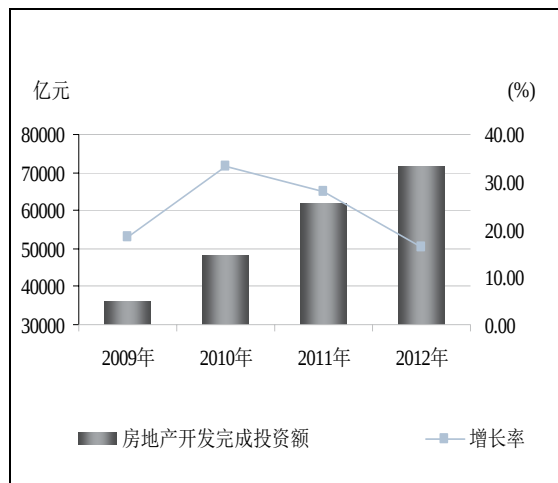
（二）房地产行业分析

为配套相关铁路项目投资资金，增强自身盈利能力，公司还从事土地一二级开发，业务开展与区域发展水平有较强相关性，土地出让情况受房地产开发行业周期性影响较大。

（1）房地产行业概况

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年底，为了刺激内需，稳定经济增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下，2009 年中国房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

图 6 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

2010 年 4 月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010 年 9 月，中国国土资源部表示将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人

及其控股股东将被禁止拿地。同月，国务院批准，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部五大部委联合发布房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施。

2011年1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。其中房贷方面，二套房贷首付比例提至六成，限购令也推向了全国执行，开征房产税、扩大营业税征收范围，在房地产购买限制、持有成本和交易税费方面都进行了大范围调整。2011年1月27日，中国上海和重庆宣布从1月28日起开征房产税，税率为0.5%~1.2%。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房和城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。严格执行商品住房限购措施，已实施限购措施的直辖市、计划单列市和省会城市要在限购区域、限购住房类型、购房资格审查等方面，按统一要求完善限购措施。

进入2011年，受房地产调控政策进升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场价格呈下行趋势，进入9月份，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。2011年全国房地产开发投资61740亿元，同比增长27.9%；房屋新开工面积19.01亿平方米，同比增长16.2%，增速放缓。

2012年，房地产投资增速放缓，全年房地产开发投资71804亿元，比上年增长16.2%。其中，住宅投资49374亿元，增长11.4%；办公楼投资3367亿元，增长31.6%；商业营业用房投资9312亿元，增长25.4%。2012年，商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅减小23.5个百分点；竣工面积9.9亿平方米，比上年增加7.3%，增幅减小6个百分点。

从价格的月度环比变化来看，2012年，70大中城市二手住宅与新建住宅价格分别于4月份和6月份企稳；11月份和12月份，新建住宅价格上涨幅度较大。新建住宅价格环比平均涨幅6月份以来企稳回升，11月份和12月份价格环比涨幅均为0.3%；二手住宅价格环比平均涨幅4月份以来止跌，之后各月价格保持稳中有升，但涨幅均不超过0.1%。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，国家政策导向成为房地产市场运行的关键，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房

地产企业将成为市场的领导者

(2) 贵阳市房地产市场分析

从房地产开发投资来看, 2012 年贵阳市房地产投资额 824.93 亿元, 房地产开发所占比例 36.49%, 比重呈逐年上升趋势。

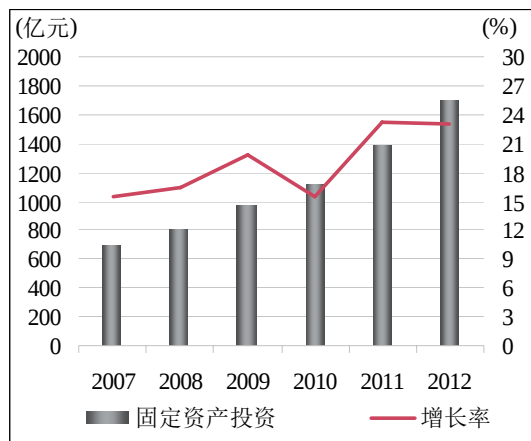
在房地产调控政策频出的大背景下, 2011 年 2 月 20 日, 贵阳市正式出台住房限购实施意见, 原则上对于已有一套住房的当地户籍居民家庭、能够一年以上纳税或社保证明的非户籍家庭限购一套住房, 且对于拥有多套住房的家庭暂停向其出售贵阳市中心城区人口密集、房价过高一环内的住房。

限购政策推出后, 贵阳市房价增幅放缓, 但仍然保持增长态势。2011 年 12 月, 贵阳新建商品住宅价格指数同比上涨 2.9%, 环比上涨 0.1%, 同比涨幅在 70 个大中城市中排名第 12 位。2012 年, 贵阳市新建商品住宅销售价格总水平同比上涨 1.3%, 环比上涨 0.3%。从国家统计局公布的 70 个大中城市房地产价格指数情况来看, 贵阳市房地产市场仍然持续保持平稳发展态势。根据住建部公布的数据, 2012 年全年贵阳市商品房均价为 4577 元/平方米, 较 2011 年的 5154 元/平方米下降 11.2%, 与 2010 年的 4579 元/平方米相比基本持平。

(三) 区域环境

(1) 经济概况

图 7 贵阳市生产总值及增长情况



资料来源: 贵阳市国民经济和社会发展统计公报

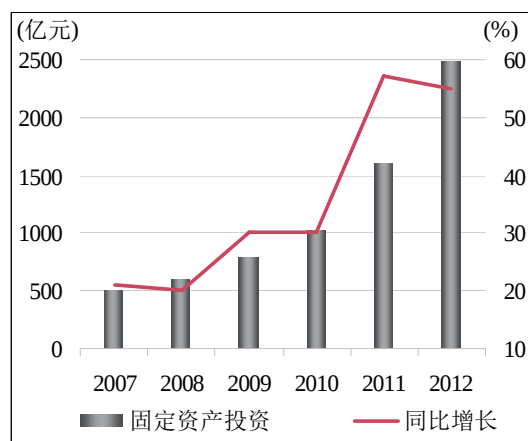
近年来, 贵阳市经济发展迅速, 经济结构不断优化。生产总值由 2005 年的 565.62 亿元增加到 2012 年的 1700.3 亿元, 年均增长 17%。三次产业结构由 2005 年的 6.6: 47.5: 45.9 调整为 2012 年的 4.2: 42.2: 53.6, 第三产业占比进一步提升。

作为首批国家服务业综合改革试点城市之一, 服务业已成为贵阳市国民经济的主体, 旅游业是贵阳市支柱产业。贵阳市有国家级风景名胜区、国家级森林公园各 1 个; 国家 4A 级旅游区 8 个, 拥有旅游业发展得天独厚的自然条件。2012 年, 贵阳市实现旅游总收入 602.70 亿元, 接待游客 4474.08 万, 实现了由全省旅游集散中心向全国重要旅游目的地、西南旅游服务中心的重大转变。

在工业发展方面, 贵阳市全年全部工业增加值 534.73 亿元, 比上年增长 16.2%。其中, 规模以上工业增加值(3)480.23 亿元, 比上年增长 22.1%。十大工业行业(4)规模以上工业增加值 341.27 亿元, 比上年增长 22.9%。六大特色支柱产业(5)实现规模以上工业增加值 364.23 亿元, 比上年增长 20.3%。工业园区规模以上工业(6)增加值 348.04 亿元, 比上年增长 27.0%。

(2) 固定资产投资

图 8 贵阳市固定资产投资及增长情况



资料来源: 贵阳市国民经济和社会发展统计公报

近年来, 贵阳市加大了固定资产投资力度, 是拉动经济增长的一大主要因素。2006~2008 年, 贵阳市固定资产投资保持在 20%左右的增

速，而 2009 和 2010 年固定资产投资增速跃升至 30.1%和 30.2%。2011 年和 2012 年增速达到 50%以上。2012 年贵阳市完成全社会固定资产投资 2482.56 亿元，同比增长 55.1%。

在房地产投资方面，受城市化进程带动商品房需求增加的影响，房地产开发投资增速保持高位，2012 年房地产开发投资 908.52 亿元，较上年增长 94.4%；在基础设施建设投资方面，“十一五”期间贵阳市城建投资累计完成 1366.5 亿元，占全部投资的 40.2%，建成环城高速公路、黔灵山路、甲秀南路等主干道，建成西南地区最大铁路编组站—贵阳铁路枢纽贵阳南编组站，有序推进“一横一纵一环”、“三环十六射线”城市道路交通主骨架路网建设，

城区人均道路面积达 7.1 平方米，启动“一环一射两连线”环城快速铁路、城市轻轨、开阳港、息烽港等重大交通枢纽工程，贵广快速铁路、贵广高速公路等对外交通体系加快建设，现代化立体快捷交通网络初步形成。

总体来看，贵阳市保持了较高的固定资产投资增速，房地产开发投资与基础设施建设投资并重，铁路交通发展快速、路网逐步完善。

（3）财政实力

伴随着经济的平稳较快发展，贵阳市财政实力逐步提升。贵阳市可支配收入由四部分组成，分别为一般预算收入、基金收入、上级补助收入和预算外收入，其中一般预算收入和基金收入是主要组成部分。

表 3 贵阳市财政收入情况

科目	2010 年	2011 年	2012 年	三年复合增长率 (%)	2012 年各项占比 (%)
	金额 (亿元)	金额 (亿元)	金额 (亿元)		
一般预算收入	136.30	187.09	241.20	33.03	44.56
其中：税收收入	118.79	154.4	193.65	27.68	35.78
非税收入	17.52	32.69	47.54	64.73	8.78
基金收入	130.70	149.89	192.26	21.28	35.52
上级补助收入	72.65	103.24	103.53	19.38	19.13
其中：返还性收入	9.90	10.52	10.76	4.25	1.99
一般性转移支付收入	25.51	34.68	39.04	23.71	7.21
专项转移支付收入	37.24	58.04	53.73	20.12	9.93
预算外收入	12.15	6.43	4.25	-40.86	0.79
其中：政府行政性收费	6.09	2.64	3.29	-26.50	0.61
地方可支配收入总计	351.80	446.65	541.24	24.04	100.00

资料来源：贵阳市历年财政收支决算表

2010~2012 年，贵阳市地方可支配收入增长迅速，年均增长率为 24.04%。2012 年，贵阳市地方可支配收入合计 541.24 亿元，其中一般预算收入 241.20 亿元，基金收入 192.26 亿元，上级补助收入 103.53 亿元，预算外收入 4.25 亿元。总体来看，贵阳市一般预算收入和基金收入增长快速且其占可支配收入的比重较高，地方可支配收入的稳定性较好。

（4）地方政府债务

贵阳市地方政府债务由直接债务和间接债务两部分构成。截至 2012 年 12 月底，贵阳市政府直接债务余额 285.80 亿元，主要体现在由政府承担偿还责任的融资平台公

司贷款；间接债务余额 32.20 亿元，地方政府债务余额 301.90 亿元，债务率为 55.78%。债务负担一般。

表 4 2012 年底 12 月贵阳市地方政府债务构成

地方债务	金额 (万元)
(一) 直接债务余额	2857950
1、外国政府贷款	18452
2、国外金融组织贷款	35
(1) 世界银行贷款	35
3、国债转贷资金	
4、农业综合开发借款	
5、解决地方金融风险专项借款	
6、国内金融机构借款	2512495
(1) 政府直接借款	
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	2512495

7、债券融资	93030
(1) 中央代发地方政府债券	93030
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	
8、粮食企业亏损挂账	
9、向单位、个人借款	
10、拖欠工资和工程款	
11、其他	233938
(二) 担保债务余额	322000
1、政府担保的国内金融机构借款	
2、政府担保的国际金融组织贷款	
3、政府担保的国内金融机构借款	122000
4、政府担保的融资平台债券融资	200000
地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	3018950

资料来源：公司提供

(5) 未来规划

根据贵阳市国民经济和社会发展规划“十二五”规划纲要，贵阳市将着力完善市域综合交通体系。

在铁路建设方面，配合贵州省抓好贵阳至广州、贵阳至重庆、成都快速铁路建设，建成“一环一射两连线”市域快速铁路网。

在城市轨道交通方面，建成轻轨 1 号线和 2 号线，启动 3 号线和 4 号线的建设。

城市道路方面，完善“一横一纵一环”的路网主骨架和“三环十六射”的骨干路网系统，加强中心城区和各区域的联系道路建设，打通断头路，完善城市主次干道、支路的步行设施。

总体来看，贵阳市将大力开展交通路网建设，公司参与投资建设的铁路均已纳入贵阳市“十二五”规划，对于项目建设的推动有一定促进作用。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为贵阳市政府批准设立的国有独资公司，截至 2012 年底，公司股东和实际控制人为贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 公司规模和竞争力

公司是贵阳市政府为加快地方基础设施

建设而成立的国有独资公司，肩负着按照政府战略意图进行城市基础设施建设、产业投资、促进先导产业发展等工作。公司成立时间较短（成立于 2009 年 5 月），目前主要进行贵阳市域快速铁路网建设项目的投融资、土地一二级开发等工作。

按照部省合作铁路建设模式，公司代表贵阳市政府与铁道部共同组建合资公司，作为铁路建设项目业主公司进行“一环一射两连线”项目的建设。在铁路投融资建设领域，公司是唯一一家代表贵阳市政府与铁道部进行合作的单位，具备一定区域垄断优势。

2. 人员素质

截至 2012 年底，公司高层管理人员 1 名，含董事长 1 名，总经理 1 名、副总经理 3 名，全部具有大学专科及以上学历。

公司董事长闫寒先生，现年 48 岁，研究生学历，曾任贵阳市发展和改革委员会副主任、贵阳市中共修文县县委常委、修文县人民政府常务副县长，贵阳铁路建设投资有限公司总经理，2013 年 4 月至今担任公司董事长。

公司总经理刘继东先生，现年 45 岁，大学本科学历，曾任贵州轮胎厂一分厂技术员、助理工程师，贵阳市土地局监察大队干部，贵阳市政府办公厅秘书三处干部、科员、副处长，贵阳市政府办公厅提案处处长，贵阳市政府办公厅秘书三处处长，贵阳市人民政府副秘书长，白云区副书记。

公司副总经理梅润春先生，现年 45 岁，大学专科学历，高级工程师职称，曾历任中建四局安装公司工程师、中建四局路桥公司总工程师、中建四局路桥十处经理、中建四局安装公司建筑工程分公司经理、中建四局安装公司重庆分公司经理，2009 年 5 月调至公司历任项目部副经理、项目部经理职务，2011 年 6 月起担任公司副总经理并兼任基础设施部经理。公司高层管理人员都具有多年政府管理部门及铁路相关行业从业及管理经验，具备较强的管

理能力。

截至 2012 年底，公司拥有职工 38 人，其中 31 人具备本科及以上学历，7 人具备大专学历；从年龄结构来看，30 岁以下员工 19 人，30 岁至 50 岁员工 19 人。总体来看，公司员工学历素质较高，年龄结构合理，能够满足公司运营及管理需求。

3. 政府支持

公司代表贵阳市政府与铁道部组建合资公司进行铁路项目投资及运营，为保证项目投资顺利进行，贵阳市政府通过土地配给、土地出让专项资金支持等方式，不断扩充公司收益来源，提高运营能力。

(1) 货币出资

根据公司章程修正案，公司注册资本 16 亿元，分 5 年出资到位，由股东于 2014 年 10 月 11 日之前缴足。截至 2012 年底公司注册资本已经到位 5.5 亿元，未来贵阳市国资委将以货币资金形式给予公司 2.5 亿元。

(2) 政策支持

2010 年 2 月 1 日经贵阳市人民政府市长办公会议审议，2010 年 2 月 4 日经中共贵阳市委常委会会议审议并通过给予公司四个方面的政策（[2010]第 282 号会议纪要）支持。

①土地配给。按照红线储备土地的方式，以市域快速铁路周边为主、成块划出 2000 公顷（30000 亩）土地，授予公司土地一级开发权。目前已经划定的为南明区龙洞堡 8000 亩土地。

在具体流程上，由公司根据市场需求情况确定地块并向政府提出开发申请，经政府核准后由公司实施征地拆迁整理工作，经市土地储备中心进行土地出让后政府全额返还征地拆迁补偿成本，土地成交溢价部分扣除必须上缴计提的税费后，按照现行市、区（市、县）分配政策，市级收入部分的 50%按收支两条线返还给公司。

②轨道交通建设专项资金支持。对于贵阳

市行政区域内以招标、拍卖、整理、挂牌方式出让的商业、旅游业、房地产业、金融业、娱乐业等经营性建设用地（不含工业用地），按土地使用权出让面积 50 元/平方米的标准征收轨道交通建设专项资金。轨道交通建设资金由公司与贵阳市城市轨道交通有限公司按 5:5 比例均分，年限暂定 15 年（2010 年至 2025 年）。

③经营性用地土地出让收入切块资金支持。在轻轨及市域快速铁路经过的区（市、县），对其出让的商业、旅游业、房地产业、金融业、娱乐业等经营性用地（不含工业用地），按其土地使用权出让收入按出让的土地面积 50 元/平方米标准计提费用支持项目建设，由公司与轻轨公司按 5:5 比例均分，年限暂定 15 年（2010 年至 2025 年）。

轨道交通建设专项资金及经营性用地土地出让收入切块资金（以下统称“轨道建设特许资金”，合计 100 元/平方米）按照财政预算及财政体制分级管理原则，市级出让地块相关资金由市财政局按季清算，各区（市、县）自行出让收取土地有偿使用资金的，由各区（市、县）清算，并将特许资金打入贵阳市财政轨道建设资金专户，由市财政按季分别拨付至公司和贵阳市城市轨道交通有限公司。轨道建设特许资金从 2010 年 4 月开始支付，截至 2012 年底，公司已累计收到轨道建设特许资金 31268.00 万元，其中 2012 年收到轨道建设特许资金 8000 万元。

④区县承担部分拆迁费用。对市域快速铁路项目建设涉及的区（市、县）要承担征地拆迁补偿费用的 50%，由公司统贷，各区（市、县）承还。相关区（市、县）政府每年将财政增长部分中的一部分用以归还项目贷款。目前实际款项尚未落实到位，公司将其记入其它应收款。

总体来看，贵阳市政府给予公司支持力度大，且持续性强，在资金方面为公司进行相关铁路建设投资提供了有力的支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司属国有独资有限责任公司，出资人为贵阳市国资委，产权关系明晰。公司按《中华人民共和国公司法》的要求，制定公司章程，设立了董事会和管理机构。

公司不设股东会，由贵阳市国资委行使股东职权。公司设董事会，由7人构成，包括内部董事4人，外部董事2人，职工董事1人。公司董事由贵阳市国资委委派或更换，董事每届任期三年，任期届满，可以连任。董事会设董事长1人。

公司设监事会，监事会由5名监事组成，其中3名监事由贵阳市国资委委派，2名为职工监事。监事会设主席1名，由贵阳市国有企业监事会主席兼任。监事每届任期三年，任期届满，可以连任。

公司经营管理层由5人组成，其中董事长1人，总经理1人，副总经理3人。总经理对董事会负责，并主持公司日常经营管理工作。

2. 公司内部管理

公司下设立综合部、投融资部、财务部、基础设施部、开发部，分别按部门职能履行相关工作职责。

财务管理方面，公司本部设立财务部，负责组织、协调和管理本部及子公司的会计核算和财务管理工作，子公司单独设置财务部，并向公司财务部汇报工作。公司制定了完善的《财务管理制度》，对于货币资金、采购、存货等科目的管理方面提出了明确的工作要求，另外，公司实行全面的预算管理制度，在资金管理方面按照“收支两条线，以现金流量为核心”的原则确定年度资金管理目标并编制全面预算，经批准后预算指标分解落实到各预算单位，财务部对预算执行结果进行分析和考核。

在投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，公司投资实行专业管理和逐级审批制

度。投资管理部门负责对公司重大投资决策进行研究审议，并形成书面意见，报投资决策委员会评审，评审通过后报董事会和贵阳市国资委审议决策。投资项目获批后，应纳入年度投资计划并编制同期财务预算。公司在项目预选、项目审核、投资实施、项目筹建和管理等方面制定了规范的操作方案。

总体来看，公司法人治理结构完善，部门设置合理，管理制度较为规范，公司管理风险较低。

七、经营分析

公司作为贵阳市与铁道部合资建设市域快速铁路网贵阳市产权代表，负责相关铁路建设资金筹集、前期拆迁工作。为进一步增强公司实力，拓宽收益来源，贵阳市政府赋予公司土地一级开发职能。同时，公司还采取项目合作开发的方式，进行房地产项目的开发。

1. 铁路建设投资

公司代表贵阳市政府与成都市铁路局代表的铁道部合资组建项目公司—贵阳市域铁路有限公司（以下简称“市域公司”），市域公司具体承担铁路项目的建设以及未来运营工作。2010年6月，市域公司正式挂牌运作，并履行项目业主职责。铁路项目完工后，双方按照实际投资额确认对市域公司的持股比例。

目前，市域公司主要进行“一环一射两连线”项目的建设，具体包括久长至永温铁路（简称“永久线”）、贵阳至开阳铁路（简称“贵开线”）、贵阳枢纽白云至龙里北联络线（简称“东北环线”）、林歹至织金（新店）铁路（简称“林织线”）、小碧经清镇东至白云联络线（简称“西南环线”）五个项目，其中东北环和林织线项目为本期募集资金投资项目，项目具体情况在“本期债券投资项目概况”中已做介绍。

市域快速铁路投资项目资本金占总投资的50%，公司承担所有征地拆迁工作及费用，

并承担 10%项目资本金，征地拆迁费用经双方认可后纳入公司持有股份，铁道部承担其余项目资本金。项目总投资的另外 50%由市域公司

采用银行贷款等方式解决。经初步测算，公司占市域公司股权暂定为 22.06%。

表 5 公司投资铁路项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	市域公司自筹资金	铁道部应承担项目资金	公司应承担项目资金			截至 2012 年底已完成投资情况		
				征地拆迁费用	建设费用	合计	铁道部完成投资额	公司完成投资额	公司仍需投资额
久永线	14.30	7.15	5.57	1.05	0.53	1.58	4.00	1.96	0.32
贵开线	47.60	23.80	18.55	10.05	2.12	12.17	8.53	5.29	6.88
东北环线	75.00	37.50	29.23	19.00	3.90	22.90	16.10	8.62	14.28
林织线	43.00	21.50	16.76	5.44	1.94	7.38	8.95	3.52	3.86
西南环线	93.00	46.50	36.24	6.08	4.17	10.26	0.00	0.63	9.63
合计	272.90	136.45	106.35	41.62	12.66	54.29	37.58	20.02	34.97

资料来源：公司提供

注：表 5 中征地拆迁费用是按照可研批复填写，从前期执行情况来看，征地拆迁费用高于预计数额。

久长至永温铁路为国铁 II 级，该线自川黔铁路久长站重庆端引出，经三脚岩村和大山水库西侧，开阳县工业园区双流镇设双流镇站后，经干沟林、旧寨，在永温工业园区设永温车站，正线全长 36.2 公里，设久长、双流镇、永温站，预留新寨站。全线桥隧比 48%，其中陶家坝隧道为控制工程，隧道长约 1.6 公里。速度目标值为 120 公里/小时。

该项目建设可改善区域交通现状，为开阳地区的资源和物资的外运提供一条便捷通道；也是加快贵州磷化工产业发展的重要措施，同时是开阳煤磷化工（国家）生态工业示范基地建设的必要保障。

该项目总投资 14.30 亿元，公司承担投资额 1.58 亿元，中铁一局负责施工。目前征地拆迁工作已经基本完成，施工单位正按工程计划有序推进。截至 2012 年底，久永线已完成项目投资额 5.96 亿元。

贵开线自贵阳枢纽贵阳东端引出，向北经三江农场、王岗、羊昌以东，于双塘村附近跨越南江峡谷，向北至开阳县南门新设的开阳站，正线长度为 54.6 公里，设三江农场、羊昌、开阳、相思河，南江乘降所各站。其中，新建贵阳东端至贵阳北站联络线长 11.6 公里。

全线桥隧比约为 66%，控制工程为下坝隧道，长度 3.1 公里。

该项目已于 2009 年 9 月取得铁道部和贵州省人民政府《关于新建贵阳至开阳铁路可行性研究报告的批复》（铁计函[2009]1336 号），并获得贵州省环境保护厅的《关于对新建贵阳至开阳铁路环境影响报告书的批复》（黔环函[2009]192 号）和国土资源部《国土资源部关于新建贵阳至开阳铁路工程建设用地的批复》（国土资函[2010]1107 号）的批复。

该项目总投资额 47.6 亿元，公司承担投资额 11.19 亿元，项目建设工期为 3 年，已于 2011 年 6 月开工建设，截至 2012 年底，已经累计完成投此外，公司还与铁道部合作完成了改貌铁路货运中心项目建设，项目总投资 12.85 亿元，公司负责承担项目征地拆迁工作，确认为项目投资额 5.75 亿元，项目施工单位为中铁八局。改貌铁路货运中心项目已经完成，于 2011 年 5 月实现开通试运行。22.76 亿元。

西南环线子小碧线路引出，经石板寨、孟关、花溪南、党武、天河潭，折向北经中八、清镇东、金阳南、金阳引入成贵铁路白云站，正线长度 72 公里，全线桥隧比约 60%。

该项目建成后主要承担贵阳地区旅客运

输，是城市公共交通的组成部分，享受贵阳市公共交通有关政策及财政补贴。

该项目总投资 93.00 亿元，其中公司承担 10.26 亿元，项目建设工期为 3 年，截至 2012 年底，西南环线已完成项目投资额 0.63 亿元

总体来看，目前公司参股投资建设的铁路项目投资额较大，未来几年仍将持续有资本性支出。受制于铁路运输行业的特性，项目投资回收期较长，前期资金需求量大，对于公司资金调度和运营有不利影响。

2. 土地一级开发

贵阳市政府授予公司土地一级开发职能，同意按照红线储备土地方式，将市域快速铁路沿线及其站点腹地周边为主成块划出 2000 公顷（30000 亩）土地，授予公司一级开发权。目前已经划定的为南明区龙洞堡 8000 亩土地，其余土地范围尚未划定。公司参与完成了龙洞堡木头寨 1300 亩（不在 8000 亩土地范围内）土地一级开发并于 2010 年实现土地出让。

根据筑府发[2008]27 号文，土地一级开发单位可享有 2%的管理费和 8%的利润（计算基数均为土地一级开发成本）。土地出让后，土地一级开发成本由财政局全额返还。土地出让收益（出让收入减成本）计提上缴国家及省级费用后余 47%，47%部分在南明区财政和市级财政进行分配，公司可参与收益分成。

龙洞堡木头寨项目土地审定土地一级开发成本为 60 万元/亩，公司与贵阳兰祥地产开发有限公司（南明区直属国有独资公司，以下简称“兰祥地产”）采取合作方式进行开发，公司负责项目投融资工作，兰祥地产具体实施征地拆迁。收益分配政策是：公司享有 4.8%利润以及南明区财政收益的 60%（不享有市级收益），兰祥地产享有 2%管理费、3.2%的利润。2010 年 6 月，龙洞堡木头寨土地实现揭牌，成交价为 142 万元/亩，公司获得净收益 1.09 亿元。

龙洞堡 8000 亩土地审定的一级开发成本

同样为 60 万元/亩，公司负责项目投融资工作，并参与拆迁整理工作的实施。不同于木头寨项目，根据 2010 年市长办公会第 5 次会议纪要，龙洞堡 8000 亩土地项目公司可分得市级收益的 50%，参照木头寨项目，公司至少可分得区级收益的 50%。管理费和利润方面，公司享受 1%管理费和 8%利润。按龙洞堡项目 142 万元/亩土地出让价格计算，公司预计可获得 8000 亩土地一级开发收益 197360 万元。计算方法如下：

享有收益分配

$$(142-60) \times 23.5\% \times 8000 = 154160 \text{ 万元}$$

享有管理费和利润

$$60 \times 8000 \times 1\% + 60 \times 8000 \times 8\% = 43200 \text{ 万元}$$

收益合计

$$154160 \text{ 万元} + 43200 \text{ 万元} = 197360 \text{ 万元}$$

总体来看，公司仅完成了龙洞堡木头寨项目的土地一级开发，其余项目尚未进行，参照木头寨项目的土地出让情况，公司 8000 亩土地一级开发收益情况良好。

3. 土地二级开发

公司与保利贵州置业有限公司共同成立了贵阳保利铁投房地产开发有限公司（以下简称“保利铁投”），合作实施土地二级开发，公司持有保利铁投 49%的股份。目前，保利铁投正在实施花溪洛平项目和遵义忠庄南部新城项目的地产开发。

花溪洛平水库项目开发面积 437 亩，项目总投资 36.5 亿元，已于 2012 年 4 月底开工，分 5 年完成。根据项目可研报告，项目预期收益 5.19 亿元，公司股权占比 49%，预计公司可获收益 2.54 亿元。截至 2013 年 3 月底，公司已完成投资 10.70 亿元。

遵义忠庄南部新城项目由保利铁投与遵义德源投资有限公司合作成立的项目公司——遵义保利铁投房地产开发有限公司（以下简称“遵义保利铁投”）进行开发，遵义保利铁投已经与遵义市政府签订《忠庄南部新城合作框

架性协议》，对 4500 亩土地进行分批次开发，预计总投资额 271.2 亿元。遵义市政府基于招商引资的考虑，给予该项目较大的政策优惠，目前遵义保利铁投已通过招拍挂方式取得一期土地 1988 亩，单价 110 万/亩，目前该项目相邻地块土地价格已经升到 195 万元/亩。根据项目可研报告，项目预计收益 77.33 亿元，公司股权占比 34.3%，预期公司可获收益 26.5 亿元。

遵义南部新城项目于 2011 年 5 月开工，项目持续 7 年，采取滚动开发的方式，2011 年 10 月遵义南部新城项目一期已经开始预售。项目一期开发面积 168 万平方米（含地下室），目前取得预售许可 65 万平方米，共计 5759 套。截至 2013 年 3 月底，一期项目签约 6164 套，面积 62.83 万平方米，签约金额 26.95 亿元，签约均价 4288 元/平方米，累计回笼资金 21.73 亿元，目前遵义南部新城销售情况良好。

表 6 公司土地二级开发项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	项目总开发面积（亩）	开发周期（年~年）	公司股权占比（%）	项目收益（亿元）
花溪洛平项目	36.5	437	2012~2016	49.0	5.19
遵义南部新城项目	271.2	4500	2011~2017	34.3	77.33

资料来源：公司提供

另外，子公司铁投卓信还通过转让的方式成功取得了跑马井和耐火厂项目的土地使用权，两个项目系一二级开发联动项目，目前正处于开发过程中。跑马井项目位于龙洞堡片区，占地面积 39 亩，项目总投资额约 4.5 亿元，预期收益 0.82 亿元，截至 2012 年底公司已投资 1.05 亿元；耐火厂项目占地面积 381 亩，项目总投资额约 20 亿元，项目预期收益 3.88 亿元，截至 2012 年底公司已投资 1.24 亿元。

综合来看，公司土地二级开发项目周期较长，受房地产行业调控的影响，项目未来收益具有一定不确定性。

表 7 公司一二级开发联动项目情况

（单位：亩、亿元、年）

项目名称	项目占地面积	总投资额	截至 2012 年底投资额	项目建设期	项目预期收益
跑马井项目	39	4.5	1.05	3	0.82
耐火厂项目	381	20.0	1.24	3	3.88

资料来源：公司提供

4. 商砼业务

结合公司资源优势，公司之控股子公司—贵阳铁投商砼有限公司（以下简称“商砼公司”）向市域快速铁路项目和区域市场供应商品混凝土。2010 年 5 月 21 日，商砼公司正式开工生产，设计能力和规模均为目前贵阳市单体最大，2012 年产量 18.00 万吨，实现销售额 0.55 亿元。

总体来看，目前公司参股投资建设的铁路项目投资额较大，未来几年仍将持续有资本性支出。土地一级开发项目进行较少，二级开发业务正处于前期开展阶段，项目未来收益具有一定不确定性。目前，轨道建设特许权收入是公司主要收入和利润来源。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010~2012 年财务报表已经由利安达会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。纳入合并范围的子公司为贵阳铁投商砼有限公司、贵阳铁投卓信置业有限公司、贵阳铁投置业有限公司，近三个会计年度未发生变更。

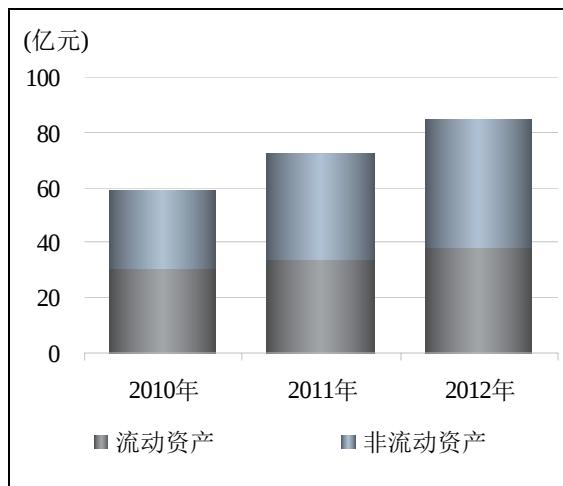
截至 2012 年底，公司资产总额 84.86 亿元，所有者权益合计 42.77 亿元（其中少数股东权益 0.31 亿元）；2012 年度实现营业收入 2.67 亿元，利润总额 1.94 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，由于其他应收款和无形资

产的增长，公司资产增长 19.94%，2012 年底为 84.86 亿元，其中流动资产占 44.88%，非流动资产占 55.12%，资产结构以非流动资产为主。

图 9 2010~2012 年公司资产结构情况

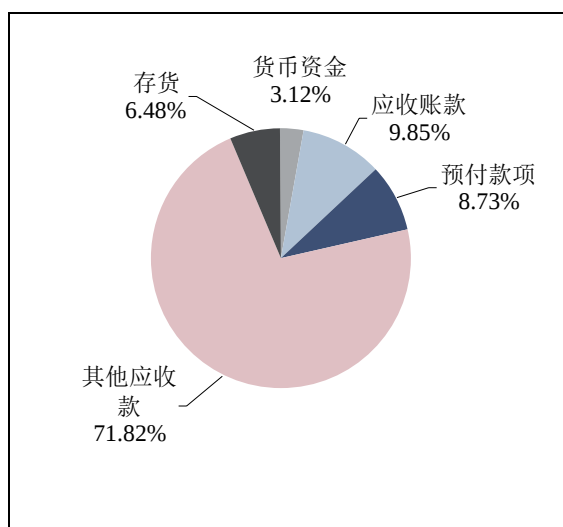


资料来源：公司财务报表

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产复合增长 11.54%，主要是由于其他应收款增长所致。截至 2012 年底，公司流动资产 38.09 亿元，主要由其它应收款、应收账款、预付款项和存货构成，占比分别为 71.82%、9.85%、8.73%和 6.48%。

图 10 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2010~2012年，公司货币资金三年复合下降72.63%。截至2012年底，货币资金余额1.19 亿元，其中银行存款占99.98%，且不存在抵押、冻结的情况。

2010~2012年，伴随着业务的逐步开展，公司应收账款稳步增长，三年复合增长 73.57%。截至2012年底，公司应收账款余额为3.76 亿元。其中，账龄在一年以内的占 63.65%，1~2年的占13.90%，2~3年的占22.45%。其中，贵阳市财政局欠款2.47亿元，主要系应返还给公司的轨道建设特许资金；贵阳市兰祥地产开发有限公司欠款0.84亿元，系未缴清的土地出让金。2012年公司计提坏账准备23.32 万元，应收账款账面价值3.75亿元。总体来看，应收账款账龄短且以政府单位欠款为主，坏账风险小。

2010~2012年，公司预付款项三年复合下降22.39%。截至2012年底，公司预付款项余额 3.32亿元。其中账龄在一年以内的预付账款占 9.44%，1~2年的占8.77%，2~3年的占45.68%，3年以上的占36.10%，账龄较长。预付款项主要是公司支付给贵阳市铁路建设领导办公室的项目款（占90.26%），根据贵阳市[2009]第239 号文件要求，贵阳铁路枢纽项目征地拆迁补偿资金缺口由公司补齐，补齐的缺口资金确认为公司持有的贵阳改貌铁路货运中心股份。

2010~2012年，公司其它应收款三年复合增长102.72%。截至2012年底，余额27.35亿元，公司未计提坏账准备。其中，账龄在一年以内的占16.56%，1~2年的占59.11%，2~3年的占 23.76%。前五名欠款单位集中度高，占其他应收款总额的81.06%。其中，贵阳保利铁投房地产开发有限公司借款10.51亿元，剩余的其它应收款系市域快速铁路建设区县应承担的铁路拆迁费用款，对应的欠款单位为区县的投资公司，欠款归还时间具有一定不确定性。

表8 公司其它应收款欠款主要欠款单位情况

单位名称	金额 (万元)	款项性质	占其他应收 款总额比重 (%)
贵阳保利铁投房地产开发有限公司	105101.65	借款	38.42
贵阳市乌当区综合投资公司	37027.06	借款	13.54
清镇市清织铁路建设投资有限公司	31494.44	借款	11.51
贵阳南环地产有限公司	27911.30	借款	10.21
开阳磷都建设投资 有限公司	20146.39	借款	7.38
合 计	192905.4		81.06

资料来源：公司财务报表

2010~2012年，公司存货三年复合增长52.94%。截至2012年底，公司存货2.47亿元。其中，库存商品（土地、开发产品）占99.15%，另有少量原材料和低值易耗品。

非流动资产

2010~2012年，公司非流动资产年复合增长28.39%，主要来源于无形资产和长期股权投资的增长。

2010~2012年，公司长期股权投资逐年增长，三年复合增长67.97%。截至2012年底，公司长期股权投资4.43亿元，主要是对贵阳市域铁路有限公司（4.30亿元）和贵阳保利铁投房地产开发有限公司（0.13亿元）的股权投资，公司未计提减值准备。截至2012年底，公司所持有的贵阳市域铁路有限公司全部股权已用作国开行贷款质押。

2010~2012年，公司固定资产数额金额较小，2012年底账面原值0.44亿元，公司累计折旧0.16亿元，账面净值0.29亿元，主要体现为房屋建筑物和运输工具。

2010~2012年，公司无形资产持续增长，三年复合增长21.82%，截至2012年底账面价值37.42亿元，主要为土地。公司对土地累计摊销2.48万元，公司无形资产净额为37.42亿元。

2010~2012年，公司其它非流动资产逐年增长。截至2012年底，余额为4.63亿元。主要是贵阳市快速铁路建设项目形成的非流动资产。

总体来看，公司资产增长迅速，流动资产以其它应收款为主，回收时间具有一定不确定性，非流动资产主要体现为土地等无形资产，公司整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

2010~2012年，公司所有者权益年复合增长22.75%，主要来源于实收资本、资本公积和未分配利润的增长。截至2012年底，公司所有者权益合计42.77亿元，其中归属于母公司的所有者权益42.46亿元，少数股东权益0.31亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占12.95%，资本公积占72.32%，盈余公积占1.50%，未分配利润占13.23%。2010~2012年，贵阳市国有资产管理委员会对公司增资两次，截至2012年底，公司实收资本5.50亿元。2010~2012年，公司资本公积逐年增长，主要是公司分别将贵阳市域铁路项目征地拆迁支出和土地一级开发收益权中的各区（市、县）投入部分计入资本公积。总体来看，公司所有者权益质量稳定性一般。

2010~2012年，公司负债总额年复合增长17.28%。截至2012年底，公司负债合计42.09亿元，其中流动负债和非流动负债分别占11.00%和89.00%，负债结构以非流动负债为主。

2010~2012年，公司流动负债年复合下降35.69%，主要来源于短期借款的减少。2012年底流动负债4.63亿元，主要包括短期借款、其它应付款和一年内到期的非流动负债。

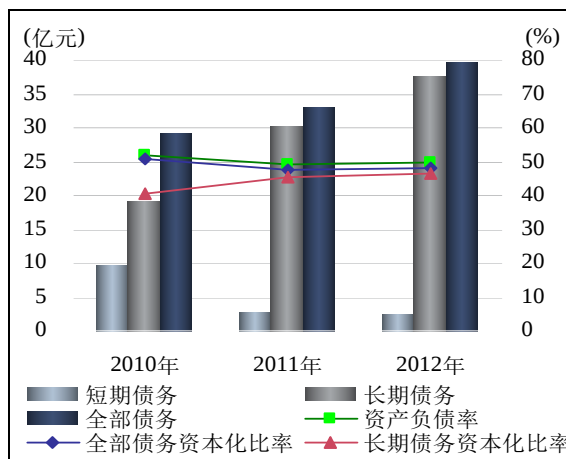
截至2012年底，公司短期借款0.37亿元，全部为信用借款；应付账款0.71亿元，账龄在一年以内的占18.52%，1~2年的占81.48%，主要是应付土地款和工程款；其它应付款1.29亿元，主要待转区县投资和贵州卓信房地产开发有限公司往来款；一年内到期的非流动负债1.98亿元，主要是质押借款，该借款以贵阳市南明区龙洞堡片区2009-02-C地块的土地一级开发项目应收账款提供担保。

截至2012年底，公司非流动负债37.46亿元，其中长期借款37.44亿元，长期应付款0.02亿元。

2010~2012年，公司全部债务呈上升趋势，年复合增长16.94%，主要是长期借款增长所致。截至2012年底，公司全部债务39.79亿元，其中短期债务占5.91%，长期债务占94.09%，公司债务结构以长期债务为主。

2010~2012年，受净资产规模上升，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，由于长期债务增幅较快，所以长期债务资本化比率呈上升趋势，截至2012年底，三个指标分别为49.60%、48.19%和46.68%。

图11 2010~2012年公司债务情况



资料来源：公司财务报表

伴随着业务开展，公司债务规模逐步扩张；根据[2010]第282号会议纪要，市域铁路建设区县应承担拆迁费用的50%，伴随着市域铁路建设拆迁工作的逐步展开，资本公积增长较快，公司整体债务负担略有减轻。

4. 盈利能力

公司主营业务收入主要来源于轨道建设特许权收入以及商砼销售收入，其它业务收入系拆迁过程中实现的少量资产转让收入。

2010~2012年，公司营业收入波动增长，三年复合增长14.43%，2012年公司实现营业收入2.67亿元，其中轨道建设特许权收入2亿元。

表9 2010~2012年公司营业收入构成

(单位：万元，%)

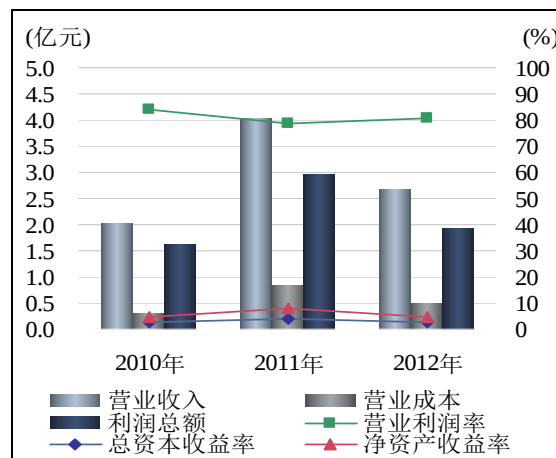
项目	业务细类	指标	2010年	2011年	2012年
主营业务	建材批发	收入	3978.03	9886.44	5324.56
		成本	3136.44	8338.52	5072.22
	轨道建设特许权收入	收入	5499.00	30476.00	20005.28
		成本			
其它业务	其它业务	收入	--	90.70	793.14
		成本	--	33.92	33.03
合计		收入	20408.48	40453.13	26722.98
		成本	3136.44	8372.44	5074.82
		毛利率	84.63	79.30	81.01

资料来源：公司提供

2011年和2012年公司实现投资收益分别为-0.09亿元和-0.02亿元，系按照权益法确认的贵阳保利铁投房地产开发有限公司亏损数额；2010~2012年，公司期间费用分别为0.08亿元、0.13亿元和0.19亿元，分别占营业收入的3.87%、3.23%和7.12%，公司期间费用控制能力下降。2010~2012年，公司利润总额和净利润均呈波动增长趋势，2012年分别为1.94亿元和1.94亿元。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润率、净资产收益率均呈波动下降趋势，总资本收益率有所波动，2012年，三项指标分别为80.58%、4.50%和2.37%。

图12 2010~2012年公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

总体来看，目前公司土地一级开发业务出让规模较小，土地二级开发业务尚未实现收入，建材批发收入规模有限；轨道建设特许权收入成为公司营业收入的重要保障，且具备较强的持续性。考虑到轨道建设特许权收入支撑，公司盈利能力良好。

5. 现金流

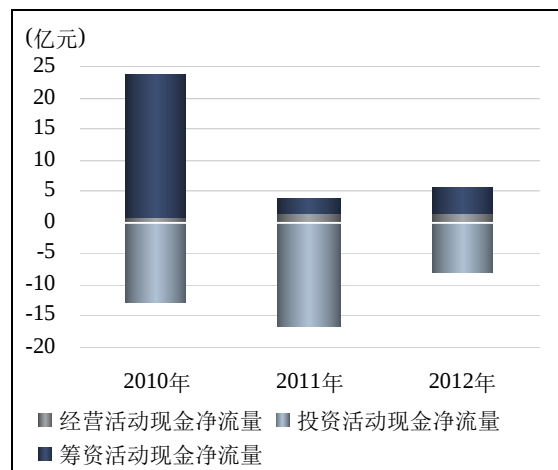
经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是轨道建设特许权收入以及商砼销售收入，2010~2012年分别为0.68亿元、2.75亿元和1.40亿元，现金收入比分别为33.44%、68.06%和52.51%，公司收入实现质量较差。2010~2012年，公司收到的其它与经营活动有关的现金分别为2.87亿元、0.53亿元和1.62亿元，主要为市域铁路项目相关单位往来款。2010~2012年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为1.65亿元、0.98亿元和0.57亿元，主要子公司铁投卓信购置土地款和商砼公司支付原材料成本款；支付的其它与经营活动有关的现金主要是市域铁路项目相关单位往来款。2010~2012年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.91亿元、1.38亿元和1.36亿元。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金系公司收回的购买理财产品本金；公司购置固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金数额较大，主要系市域铁路项目投资支出；投资支付的现金主要系对子公司的投资款，2010年投资支付的现金系对市域公司和保利铁投的投资款，2011和2012年年投资支付的现金系对市域公司追加的投资款项。2010~2012年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12.74亿元、-16.61亿元和-7.78亿元。

筹资活动现金流入主要来源于吸收投资收到的现金以及取得借款收到的现金，其中吸收投资收到的现金主要系贵阳市国资委认缴的公司注册资本；筹资活动现金流出

主要体现为偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2010~2012年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为23.00亿元、2.54亿元和4.45亿元。

图13 2010年~2012年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告。

总体来看，公司经营活动现金流入规模较小且无法满足投资支出的需要，未来几年公司仍有较大规模的投资支出，公司对外部融资压力趋增。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2010~2012年，公司流动比率大幅增长，三年分别为273.53%、661.07%和822.90%；近三年公司速动比率具有相同的变动趋势，三年分别为264.10%、616.30%和769.56%。2010~2012年，公司经营现金流动负债比呈上升趋势，2012年为29.31%，考虑到公司流动资产变现性较弱，公司短期偿债能力一般。

2010~2012年，受益于利润总额的变化影响，公司EBITDA波动增长，三年分别为1.65亿元、2.95亿元和1.94亿元。2010~2012年，全部债务/EBITDA分别为17.65倍、11.08倍和20.06倍，总体来看，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至2012年底，公司获得银行授信额度54.70亿元，已使用额度45.16亿元，未使用额

度9.54亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2012年底，公司对外担保总额2亿元，担保比率为4.68%，系为贵阳职业技术学院提供的担保，同时贵阳职业技术学院以原校区土地置换收入、学院的学费、住宿费及贵阳市财政安排资金为公司提供反担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201304216521），截至2013年4月25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

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及贵阳市经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到贵州省政府对于公司在资产注入和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

八、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

公司计划本期发行债券10亿元，占2012年底全部债务的25.13%，对公司债务结构影响较大。

截至2012年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为49.60%和48.19%，以2012年底财务数据为基础，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至51.21%和53.95%，债务负担仍然处于合理水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2010~2012年，公司经营活动产生的现金流入量分别为3.56亿元、2.81亿元和3.02亿元，分别为本期拟发行债券额度的0.36倍、0.28倍和0.30倍；经营活动产生的现金流量净额分别为0.91亿元、1.38亿元和1.36亿元，分别为本期拟发行债券的0.09倍、0.14倍和0.14倍，公司经营活动现金流对本期债券保障程度弱；2010~2012年，公司EBITDA/本期发债额度分别为0.16倍、0.30倍和0.20倍，公司EBITDA对本期债券保障程度弱。

根据企业做出的未来现金流预测，企业未来现金流入主要由轨道建设特许权收入、土地一二级开发收益组成。2012年公司轨道建设特许权收入2.00亿元，伴随着贵阳市土地出让规模的增加，预计未来仍有增长，公司按照2013~2019年轨道建设特许权收入4亿元/年匡算；土地一级开发收益主要是龙洞堡8000亩土地收益，公司按未来土地出让进度进行测算；土地二级开发收益主要是遵义南部新城的项目收益，企业根据可研报告收入规模预测。参照表9数据，假定本期债券2013年发行，2013~2016年公司现金流入规模能够满足利息偿付需要，2017~2019年公司每年现金流入规模在10亿元以上，三年现金流入合计33.7亿元，能够满足本期债券本息偿付需求。

总体来看，公司还款资金来源情况主要取决于轨道建设特许权收入及其土地一二级开发收入，基本能够满足本期债券资金偿付需求，但考虑到房地产行业政策调控以及土地挂牌出让进度的影响，公司实际现金流入规模可能存在较大不确定性。

表10 公司2013~2020年现金流预测（单位：亿元）

年份	土地一级开发收入及分成	轨道建设特许权收入	商砼公司投资收益	土地二级开发收益	现金流入合计
2013	1.00	4.00	0.02		5.02
2014	2.00	4.00	0.02	2.89	8.91
2015	2.00	4.00	0.02	3.16	9.18

2016	3.00	4.00	0.02	2.71	9.73
2017	3.50	4.00	0.02	3.19	10.71
2018	3.50	4.00	0.02	4.29	11.81
2019	3.50	4.00	0.02	3.66	11.18
2020	3.50	4.00	0.02	4.00	11.52
合计	22.00	32.00	0.16	23.90	78.06

资料来源：公司提供

针对本期债券的偿付，公司与贵阳银行股份有限公司签订了《偿债专项账户监管协议》，公司在贵阳银行股份有限公司甲秀支行开设专项账户用于存放本期债券偿债资金。公司募集资金监管银行为国家开发银行股份有限公司贵州省分行。公司应确保专项账户存储的资金数额满足如下要求：

（1）不迟于本期债券付息日前 15 个工作日，专项账户内的资金应不低于到期应付本期债券利息的 30%；

（2）不迟于本期债券兑付日前 10 个工作日，专项账户内的资金应不低于到期应付本期债券本息的 50%；

（3）不迟于本期债券兑付日前 5 个工作日，专项账户内的资金应不低于到期应付本期债券本息的 100%。

若专项账户内资金余额不符合上述要求，监管银行应以书面通知形式要求公司在 2 个工作日内予以补足。若不补足，监管银行应及时通知公司债券受托管理人华泰联合证券有限责任公司及其他相关中介机构。

十、结论

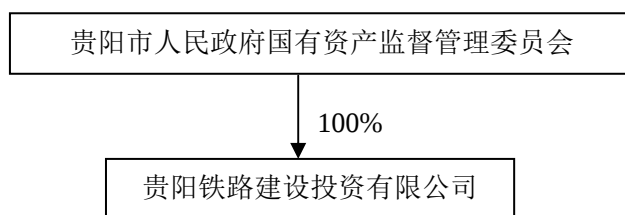
交通基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，行业发展前景良好。公司代表贵阳市政府与铁道部合作进行铁路项目的建设和运营，在铁路投资运营业务方面具有区域垄断性，获得了贵阳市政府在货币出资、土地配给、轨道建设特许资金支持、拆迁费用分担等方面的大力支持。

公司资产以其他应收款和无形资产为主，

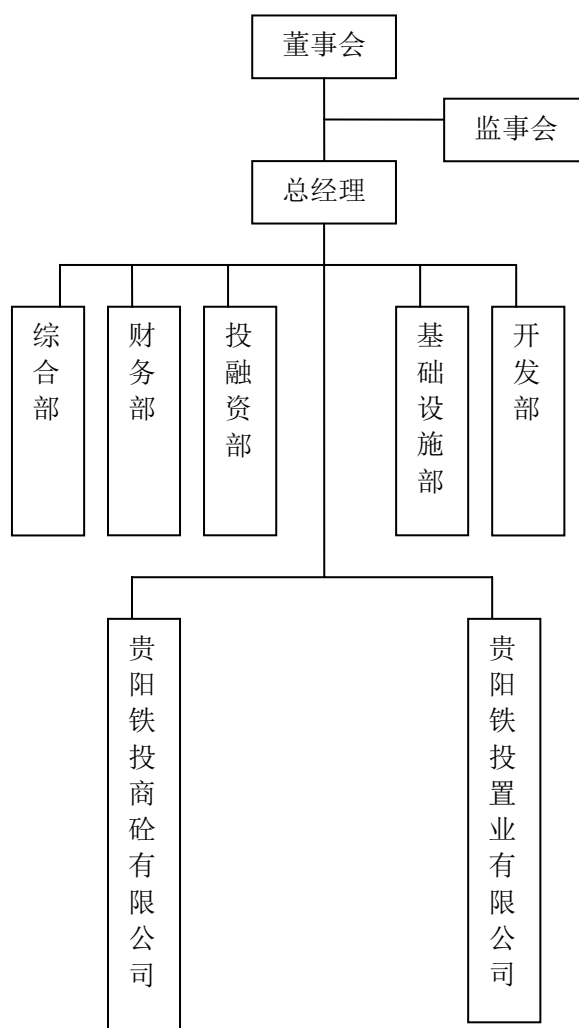
变现能力弱；公司债务负担较轻，但其参与投资项目较多，存在资本性支出及对外融资压力；考虑到轨道建设特许资金对公司收入有较好支撑且持续性强，土地一二级开发项目收益获取，公司主体信用风险较低。

本期募集资金将用于公司参与投资的部分铁路项目，本期债券设置提前还本条款。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险较低。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	158478.65	31536.43	11875.22	-72.63
交易性金融资产	2900.00			-100.00
应收票据		128.43		
应收账款	12457.95	25779.34	37529.39	73.57
预付款项	55184.65	33230.82	33238.72	-22.39
应收利息				
应收股利				
其他应收款	66562.63	228294.60	273529.53	102.72
存货	10555.34	23171.52	24688.56	52.94
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	306139.21	342141.14	380861.42	11.54
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	15686.00	28027.02	44257.40	67.97
投资性房地产				
固定资产	3485.02	3466.84	2880.03	-9.09
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	252136.61	315768.91	374162.51	21.82
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	236.58	200.84	95.76	-36.38
递延所得税资产				
其他非流动资产	12202.45	32424.99	46336.32	94.87
非流动资产合计	283746.65	379888.60	467732.01	28.39
资产总计	589885.87	722029.74	848593.43	19.94

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	77000.00	17000.00	3695.00	-78.09
交易性金融负债				
应付票据			30.00	
应付账款	1311.12	8245.84	7118.29	133.01
预收款项	0.00	11.32	118.42	
应付职工薪酬	77.35	93.71	94.64	10.61
应交税费	2830.78	2763.35	2565.12	-4.81
应付利息				
应付股利				
其他应付款	9700.72	13641.20	12861.16	15.14
一年内到期的非流动负债	21000.00	10000.00	19800.00	-2.90
其他流动负债				
流动负债合计	111919.98	51755.43	46282.64	-35.69
非流动负债：				
长期借款	193000.00	303600.00	374400.00	39.28
应付债券				
长期应付款	1074.83	333.68	178.68	-59.23
递延收益				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	194074.83	303933.68	374578.68	38.93
负债合计	305994.81	355689.11	420861.32	17.28
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	46000.00	53000.00	55000.00	9.35
资本公积	220684.28	266757.22	307073.13	17.96
减：库存股				
盈余公积	1330.76	4354.82	6367.19	118.74
未分配利润	12203.06	38611.72	56178.03	114.56
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益合计	280218.10	362723.76	424618.35	23.10
少数股东权益	3672.96	3616.87	3113.77	-7.93
所有者权益（或股东权益）合计	283891.06	366340.63	427732.11	22.75
负债和所有者权益（或股东权益）总计	589885.87	722029.74	848593.43	19.94

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	20408.48	40453.13	26722.98	14.43
减：营业成本	3136.44	8372.44	5074.82	27.20
营业税金及附加	105.03	266.85	114.20	4.28
销售费用	34.24	369.00	258.85	174.95
管理费用	837.98	1296.36	1457.95	31.90
财务费用	-82.54	-357.35	198.61	
资产减值损失		23.32		
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）				
投资收益（损失以“－”号填列）		-947.40	-231.62	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益（损益以“－”号填列）				
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	16377.34	29535.11	19386.94	8.80
加：营业外收入	0.39	9.01	15.10	524.62
减：营业外支出	57.63	13.24	19.43	-41.93
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	16320.09	29530.88	19382.61	8.98
减：所得税费用	2723.98	115.28	130.27	-78.13
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	13596.11	29415.60	19252.33	19.00

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	6824.89	27531.81	14031.85	43.39
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	28728.57	527.94	16187.42	-24.94
经营活动现金流入小计	35553.46	28059.74	30219.27	-7.81
购买商品、接受劳务支付的现金	16482.94	9827.87	5738.19	-41.00
支付给职工以及为职工支付的现金	499.37	1045.47	1341.82	63.92
支付的各项税费	182.28	1505.51	1367.21	173.87
支付其他与经营活动有关的现金	9287.26	1924.53	8207.97	-5.99
经营活动现金流出小计	26451.85	14303.38	16655.19	-20.65
经营活动产生的现金流量净额	9101.61	13756.37	13564.09	22.08
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	580.00	2900.00	0.00	-100.00
取得投资收益收到的现金	1000.00	0.00	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	20000.00	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	21580.00	2900.00	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	129817.78	155680.82	60907.83	-31.50
投资支付的现金	19166.00	13288.42	16849.72	-6.24
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	148983.78	168969.24	77757.54	-27.76
投资活动产生的现金流量净额	-127403.78	-166069.24	-77757.54	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	10700.00	7000.00	2000.00	-56.77
取得借款收到的现金	227000.00	257600.00	94995.00	-35.31
收到其他与筹资活动有关的现金	1000.00	0.00	0.00	-100.00
筹资活动现金流入小计	238700.00	264600.00	96995.00	-36.25
偿还债务支付的现金	0.00	218000.00	28200.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8658.12	20729.35	24262.75	67.40
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	500.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	8658.12	239229.35	52462.75	146.16
筹资活动产生的现金流量净额	230041.88	25370.65	44532.25	-56.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	111739.71	-126942.22	-19661.21	
加: 期初现金及现金等价物余额	46738.94	158478.65	31536.43	-17.86
六、期末现金及现金等价物余额	158478.65	31536.43	11875.22	-72.63

附件 4-2 合并现金流量表附表

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	13596.11	29415.60	19252.33	19.00
加：计提的资产减值准备	0.00	0.00	0.00	
固定资产折旧	24.39	43.39	59.40	56.05
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用摊销	115.50	98.52	105.08	-4.62
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加(减:减少)	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00	
固定资产报废损失	11.35	0.00	0.00	-100.00
公允价值变动损失（减：收益）	0.00	0.00	0.00	
财务费用	0.00	17.29	170.22	
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	947.40	
递延所得税资产减少（减：增加）	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债增加（减：减少）	0.00	0.35	0.00	
存货的减少(减:增加)	-58.66	18.36	2.50	
经营性应收项目的减少(减:增加)	9463.95	-19988.67	-9371.43	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-6094.10	6231.21	-2504.56	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	17058.55	15818.41	7543.33	-33.50
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	104326.59	215716.72	11675.47	-66.55
减：货币资金的期初余额	63704.15	99241.54	31298.81	-29.91
加： 现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	40622.44	116475.18	-19623.34	

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.64	1.56	0.84
存货周转次数(次)	0.30	0.36	0.21
总资产周转次数(次)	0.03	0.06	0.03
现金收入比(%)	33.44	68.06	52.51
盈利能力			
营业利润率(%)	84.12	78.64	80.58
总资本收益率(%)	2.37	4.25	2.37
净资产收益率(%)	4.79	8.03	4.50
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	40.47	45.32	46.68
全部债务资本化比率(%)	50.62	47.44	48.19
资产负债率(%)	51.87	49.26	49.60
偿债能力			
流动比率(%)	273.53	661.07	822.90
速动比率(%)	264.10	616.30	769.56
经营现金流动负债比(%)	8.13	26.58	29.31
全部债务/EBITDA(倍)	17.65	11.08	20.06
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.41	-0.46	-0.16
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.30	0.20
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.36	0.28	0.30
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.09	0.14	0.14
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.18	-1.52	-0.64

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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 = $[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 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%
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 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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 + 一年内到期的长期 (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
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 贵阳铁路建设投资有限公司 2013 年度 10 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

贵阳铁路建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。贵阳铁路建设投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，贵阳铁路建设投资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铁路建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现贵阳铁路建设投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如贵阳铁路建设投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送贵阳铁路建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

