

跟踪评级公告

联合[2017] 2569号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持贵州贵龙实业（集团）有限公司的主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“17贵州物流园项目债”的信用等级为AA。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

贵州贵龙实业（集团）有限公司

快递物流园建设项目收益债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

债项信用

债券名称	余额	到期兑付日	担保人评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
17 贵州物流园项目债	5 亿元	2022/4/28	AA	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 10 月 23 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	0.65	5.02	13.38
资产总额(亿元)	152.78	174.46	192.24
所有者权益(亿元)	140.06	147.57	152.95
短期债务(亿元)	0.01	0.00	1.83
长期债务(亿元)	9.21	15.94	21.32
全部债务(亿元)	9.22	15.94	23.15
营业收入(亿元)	13.20	16.91	33.48
利润总额(亿元)	2.00	2.14	2.09
EBITDA(亿元)	2.08	2.25	3.20
经营性净现金流(亿元)	-1.94	-0.27	2.57
营业利润率(%)	-2.35	0.96	8.56
净资产收益率(%)	1.39	1.39	0.99
资产负债率(%)	8.32	15.41	20.44
全部债务资本化比率(%)	6.18	9.75	13.15
流动比率(%)	4305.06	1522.34	1070.08
经营现金流动负债比(%)	-55.89	-2.46	15.36
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.08	7.24

注：2014~2015 年财务数据为追溯调整数

分析师

王 妍 宋金玲

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

贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“公司”）是龙里县重要的城市基础设施建设和土地整理开发主体，跟踪期内，公司收到龙里县政府无偿划转多个国有企业的股权，较股权划转前，公司资产、收入规模大幅提升，债务负担减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱，盈利能力不佳等因素对其整体信用水平带来的不利影响。

随着龙里县不断建设与发展以及本期项目收益债券募投项目贵州快递物流园的建设推进，公司城市基础设施代建业务和土地整治业务量有望实现进一步增长，因此，联合资信对公司的评级展望为稳定。

黔南州投资有限公司（以下简称“州投公司”）作为差额补偿人和担保人为“17 贵州物流园项目债”本息的偿还承担差额补偿责任和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，州投公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，维持“17 贵州物流园项目债”的信用等级为 AA。

优势

1. 龙里县经济实现快速发展、一般预算收入增长，随着贵龙城市经济带及快递物流园建设的不断推进，将进一步推动区域经济的发展，为公司经营提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，龙里县人民政府将辖区内重要的国有企业股权无偿注入公司，较股权划转前，公司资产、收入规模大幅提升，债务负担减轻。龙里县政府在资产

划拨和财政补贴方面给予公司持续支持。

3. 州投公司作为差额补偿人和担保人为“17贵州物流园项目债”本息的偿还承担差额补偿责任和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，提高了债券本息偿付安全性。

关注

1. 龙里县地方政府债务负担重。
2. 公司存货中待开发土地是其资产的主要构成，其入账价值和方式值得关注。
3. 公司土地整治收入规模和土地转让收入持续性方面受宏观经济和土地市场影响较大，未来收入规模存在一定不确定性，公司整体盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州贵龙实业（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。

贵州贵龙实业（集团）有限公司

快递物流园建设项目收益债券跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙实业”或“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，公司股东新增中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”），注册资本由5.00亿元增至6.10亿元。截至2016年底，公司注册资本6.10亿元，其中龙里县人民政府应缴5.00亿元，实缴4.80亿元，尚有0.20亿元资本金未到位；农发基金应缴1.10亿元，实缴1.10亿元（因其注资为转贷款，公司将其确认为长期应付款）。截至2016年底，公司实收资本4.80亿元，实际控制人为龙里县人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至2016年底，公司本部设有投融资管理部、工程部、项目部、财务部、人力资源部、资产管理部、综合办公室七个职能部门；合并范围新增6家子公司，其中龙里县交通建设投资有限公司（以下简称“龙里交投”）、龙里县现代水利开发有限责任公司（以下简称“龙里水利”）、贵州龙里经济开发区建设开发有限公司（以下简称“龙里经开”）和龙里金诚信担保有限公司4家系2016年1月划入公司，其余2家为新设立，上述合并范围变动使公司资产、权益和收入规模大幅增长。

截至2016年底，公司资产总额为192.24亿元，所有者权益为152.95亿元；2016年公司实现营业收入33.48亿元，利润总额2.09亿元。

公司注册地址：贵州省黔南布依苗族自治州龙里县贵新高速龙里西站继望路1号；
法定代表人：王明荣。

三、债券概况与募集资金使用情况

公司于2017年4月28日发行了“17贵州物流园项目债”，发行金额5.00亿元，募集资金全部用于贵州快递物流园建设项目；发行期限为5年，于债券存续期第2~5年分别偿付25%本金。黔南州投资有限公司（以下简称“州投公司”）作为差额补偿人和担保人为本期项目收益债券本息的偿还承担差额补偿责任和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至跟踪报告日，“17贵州物流园项目债”余额5.00亿元，尚无应付利息。

表1 联合资信所评公司存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
17贵州物流园项目债	5亿元	5亿元	2017/4/28	2022/4/28

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，“17贵州物流园项目债”募集资金均已使用；募投项目已建设完工，尚未取得现金流入，项目收入归集专户无余额。

四、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（PIRM）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PIRM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。

五、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。近些年,全国各地城市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国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. 区域概况

公司经营和投资项目均位于龙里县辖区内，龙里县人民政府直接持有公司100%股权，系公司实际控制人。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受龙里县区域经济发展的影响。

龙里县区域经济和财政状况

2016年，龙里县经济总量保持稳定增长，全年地区生产总值完成79.77亿元，按可比价格计算，比上年同期增长13.8%，人均地区生产总值（GDP）49692元。

2016年，龙里县实现财政总收入18.44亿元，同比增长8.88%。其中：一般公共预算收入9.68亿元，同比增长23.50%；政府性基金收入13.38亿元，同比下降28.63%。2016年，龙里县收到上级补助收入15.21亿元。地方综合财力合计38.27亿元，较2015年的42.72亿元下降1.42%，主要系受政府性基金收入下滑影响。

2016年底，龙里县政府债务余额为71.05亿元，其中：一般债务59.79亿元，专项债务11.27亿元。2016年，龙里县获得置换债券资金34.52亿元。

贵龙城市经济带和龙溪城市经济带概况

跟踪期内，公司依托龙溪城市经济带的发展启动龙溪大道项目的建设。

贵龙城市经济带西北紧靠龙洞堡机场、贵阳市规划环城铁路，西侧与贵阳龙洞堡片区基本连成一片，中部有贵新高速公路穿过，南侧有规划的贵广高速公路、贵广高速铁路通过，东侧毗邻龙里县城，紧靠空港、铁路枢纽和高速公路。2009年11月，《龙里县县城总体规划（2009-2030年）》通过省政府批复，龙里县开展贵龙城市经济带的建设。2015年，贵州省人民政府出台贵州双龙航空港经济区总体规划，该区域与贵龙城市经济带规划区域略有重合。

2016年起，龙里县政府推进龙溪经济带（龙里县至贵阳市花溪区一带）的建设开发，

同时启动龙溪大道项目。龙溪经济带总规划面积约80平方公里，建成后将助推龙里旅游产业发展，以期实现贵阳市休闲、旅游、度假、消费的区域打下基础。

整体看，跟踪期内，龙里县经济和一般公共预算收入保持快速增长，但受政府性基金收入影响，龙里县地方综合财力有所下滑，同时，龙里县政府债务规模较大，地方债务负担重。跟踪期内，受区域规划影响，公司业务延伸至龙溪城市经济带，未来发展空间仍较大。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2016年底，公司注册资本6.10亿元，其中龙里县人民政府应缴5.00亿元，实缴4.80亿元，尚有0.20亿元资本金未到位；农发基金应缴1.10亿元，实缴1.10亿元，因其注资为转贷款，公司将其确认为长期应付款；截至2016年底，公司实收资本4.80亿元。跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为龙里县人民政府。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高级管理人员和员工结构无重大变化。

3. 政府支持

公司负责除龙里县主要城区外的城市基础设施和工业园区建设、土地开发整理的投融资业务。

2016年，龙里县人民政府将龙里交投、龙里水利、龙里经开和龙里金诚信用担保有限公司100%股权无偿划转至公司，公司据以编制2014~2016年追溯调整合并报表，从2015年底的合并前后数据看，公司资产由51.35亿元增加至174.46亿元，所有者权益由28.21亿元增加至147.57亿元，资产负债率由45.07%下降至20.44%，全部债务资本化比率

由 33.95% 下降至 13.15%；2015 年，营业收入由 6.73 亿元增加至 16.91 亿元，利润总额由 1.34 亿元增加至 2.14 亿元。上述合并范围的变动使公司资产、权益和收入规模大幅增长，债务负担下降。

除上述资产划入外，2016 年，龙里水利收到龙里县人民政府无偿划入的 16 处水库资产，评估价值 3.85 亿元，公司计划未来销售原水开展资产经营业务。

2016 年，公司收到龙里县财政局拨付的补贴 0.50 亿元，补贴金额较 2015 年的 2.21 亿元有所减少。

总体看，跟踪期内，龙里县人民政府对区域内国有企业进行资源整合，公司无偿获得股权等资产注入，资产、权益和收入规模得以大幅提升。

4. 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：G1052273011557621Y），截至 2017 年 9 月 22 日，公司无已结清或未结清不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

由于合并范围扩大，公司对子公司的管理和控制主要体现在子公司的高级管理人员由公司招聘和委派，会计和核算制度实现统一，财务和投融资工作由集团统一管理，同时，公司每个月对子公司进行资金账户的盘

点，每半年对子公司账务进行检查，因并入子公司已成立多年并形成了自己的管理体制，公司对子公司的管控有待进一步磨合与加强。

除此之外，跟踪期内，公司管理制度及治理结构无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司合并范围变动后，主营业务类型无重大变化，业务区域扩大，收入来源仍主要为代建项目、土地整治和土地转让。

2016 年，公司实现营业收入 33.48 亿元，其中主营业务收入 33.39 亿元，同比增长 97.53%。分业务板块看，2016 年，公司实现代建项目收入 28.90 亿元，同比增长 93.81%，收入占主营业务收入的 86.55%，系公司当期收入的主要来源；实现土地整治收入 4.27 亿元，同比增长 188.45%，占比 12.78%；实现土地转让收入 0.20 亿元，同比下降 59.71%，占比 0.59%；2016 年，公司新增的销售收入规模较小；其他收入由利息、保费、手续费及佣金以及评审费收入构成。

2016 年，公司主营业务毛利率为 8.63%，同比上升 6.64 个百分点，毛利率水平较大幅度提升。其中代建项目毛利率 8.37%，同比上升 5.46 个百分点；受土地市场影响，公司土地整治和土地转让毛利率波动幅度大。总体看，跟踪期内，公司毛利水平向好。

表 2 2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

分类	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	149121.84	88.21	2.91	289016.35	86.55	8.37
土地整治	14798.75	8.75	-18.40	42687.12	12.78	10.79
土地转让	4866.35	2.88	30.51	1960.89	0.59	-10.64
销售收入	--	--	--	23.70	0.01	11.63
其他	261.84	0.15	100.00	233.00	0.07	100.00
合计	169048.77	100.00	1.99	333921.05	100.00	8.63

注：合计数与分类加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

2. 经营业务分析

(1) 代建业务

跟踪期内，公司代建业务快速发展，除公司本部外，2016年新纳入合并范围的龙里交投、龙里经开均有开展代建业务，其中龙里交投代建项目主要为一、二级公路，龙里经开主要承担龙里县经济开发区内基础设施项目建设。2016年，公司代建项目收入大幅增长，主要系龙里交投当期完工结算项目较多。

公司代建业务的委托方为龙里县人民政府，采用成本加成的方式确认代建项目收入，跟踪期内，公司代建业务毛利率由 2.91% 增长至 8.37%，主要系与龙里县人民政府约定的成本加成比率由 3% 提高至 10% 所致。

跟踪期内，公司在建项目包括龙里县龙溪大道市政道路工程、贵龙大道支线工程、贵州快递物流园项目工程、龙里高新技术产业园区

(二期) 场平及道路工程等项目。截至 2016 年底，公司主要在建项目计划总投资 83.90 亿元，完成投资 47.86 亿元，尚需投资 36.04 亿元；上述项目 2016 年投资额为 37.44 亿元，主要投资项目有万豪大道工程和龙里县龙溪大道等市政道路工程，龙里高新技术产业园区(二期)场平项目及道路工程等园区项目以及贵龙大道支线工程公司本部原有项目，公司 2016 年项目推进速度较快；2016 年，公司主要在建项目确认收入 26.73 亿元，累计确认收入 43.98 亿元。

表 3 截至 2016 年底公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资额	2016 年投资额	已投资额	2016 年确认收入	已确认收入
1	龙里县龙溪大道市政道路工程	219167.00	46865.46	46865.46	28533.93	28673.12
2	贵龙大道支线工程	136182.00	28821.95	70111.45	29686.61	72214.80
3	贵州快递物流园项目工程	68121.00	44194.53	44194.53	--	--
4	龙里高新技术产业园区(二期)场平及道路工程项目	66252.00	48884.22	48884.22	39646.49	50333.64
5	万豪大道工程	66000.00	65974.83	65974.83	78785.48	79169.80
6	龙里县醒狮镇小城镇建设项目	36600.00	19.50	19.50	--	--
7	贵龙大道二期工程第四标段工程	34800.00	13415.28	32677.28	13817.74	33657.60
8	贵龙大道二期工程第三标段	32000.00	1356.70	2954.70	1397.41	3043.35
9	龙里县窄冲水库工程	31275.00	31249.77	31249.77	3627.12	32187.26
10	贵龙大道二期工程第一标段工程	29000.00	10790.02	24535.02	11113.72	25271.07
11	纵三路	25074.71	25197.27	25197.27	7406.90	25953.19
12	贵龙大道吴家庄特大桥标段工程	25000.00	8352.07	21133.07	8602.63	21767.06
13	王关综合安置区二期工程	18150.09	12848.97	23130.95	13196.25	23478.23
14	华润雪花啤酒异地搬迁扩能场地平整建设工程	15000.00	12682.75	12682.75	14311.92	14311.92
15	纵二路工程	13000.00	3165.24	3165.24	3260.20	3260.20
16	谷脚塘坊安置区工程	12870.00	10048.00	15350.44	10319.57	15622.01
17	G210 国道倪儿关至龙里县城段	10544.00	10498.07	10498.07	3643.82	10813.01
	合计	839035.80	374364.63	478624.55	267349.79	439756.26

注：已投资额包含未结转成本部分；已确认收入统计口径为 2013~2016 年合计数。

资料来源：公司提供

(2) 土地整治业务

公司土地整治业务主要系根据龙里县人民政府安排的整治地块进行土地整治，整治过程中土地使用权不划转至公司。

土地整治收入的确认由龙里县人民政府根

据公司完工审计的土地整理项目出具《竣工验收报告》，在场地平整、供排水、供电气及通信、临时道路等方面合格达标后，龙里县人民政府确定项目结算金额，公司以此确认为土地整治收入，同时，公司就该块土地整治阶段发生的

投资额确认为土地整治成本。往年，公司土地整治成本投入高于龙里县人民政府确定的项目结算金额（即土地整治收入），导致该业务板块呈成本倒挂现象，龙里县人民政府每年确认土地整治项目的结算金额存在一定不确定性。2016年，龙里县政府调整对公司土地整治业务补偿方案，按照公司土地整理成本加成13%的比例来确认公司土地整治收入。

2016年，公司确认土地整治收入4.27亿元，收入主要来自高新技术产业园下洞二号地块土地场平二期工程的土地整治；毛利率为10.79%，实现该板块毛利率的由负转正。

（3）土地转让业务

土地转让业务的实施主体为公司本部，是公司将自有土地使用权进行转让获得的收益，土地资产主要来源于政府拨入。

2016年，公司实现土地转让收入0.20亿元，毛利率为-10.64%，主要是对龙里县谷脚镇谷脚社区1宗土地进行转让，2016年该板块亏损主要系土地受让方为政府招商引资单位，给予一定优惠政策所致。

综合看，跟踪期内，公司经营业务板块公益性较强，代建项目业务规模的扩大为公司带来了营业收入的增长，同时也为公司带来了较大的融资压力，土地整治业务和土地转让业务受龙里县人民政府和龙里县土地市场情况影响较大，存在一定不确定性。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了三年连审，并出具了标准无保留意见审计结论。

公司合并范围内共有6家子公司，其中龙里交投、龙里水利、龙里经开和龙里金诚信用担保有限公司4家系2016年1月划入公司，其余2家为新设立，上述合并范围变动使公司资

产、权益和收入规模大幅增长，公司据以追溯调整期初数据。

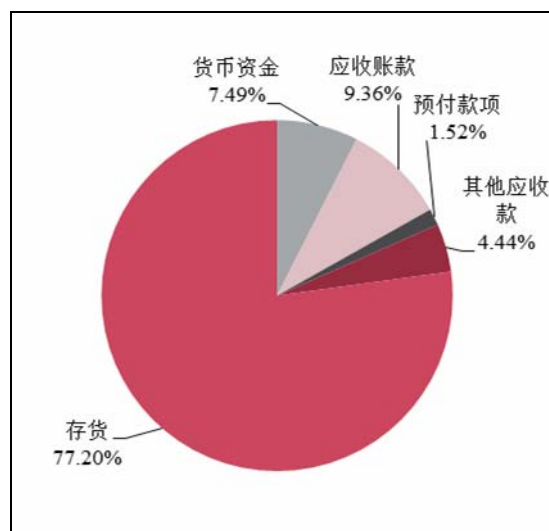
截至2016年底，公司合并资产总额192.24亿元，所有者权益152.95亿元；2016年公司实现营业收入33.48亿元，利润总额2.09亿元。

2. 资产质量

2016年底，公司资产总额合计192.24亿元，同比增长10.19%，主要来自流动资产的增长。公司流动资产占比为93.00%，较2015年底的95.22%有所下降。

2016年底，公司流动资产178.78亿元，同比增长7.62%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图1 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2016年底，公司货币资金13.38亿元，同比增长166.22%，主要为银行存款，其中保证金100.00万元；2016年底，公司应收账款16.73亿元，同比增长20.82%，前五名应收方余额合计占99.20%，其中龙里县财政局11.06亿元，占比65.95%，龙里县安厦房地产开发有限责任公司（股东为龙里县平台公司贵州腾龙实业集团有限公司）4.95亿元，占29.52%，公司未对上述应收方计提坏账准备，且未披露账龄；2016年底，公司其他应收款合计7.93亿元，同比大幅增长345.46%，增长来自政府和关联方往来；

2016年底，公司存货账面价值138.01亿元，占资产总额的71.79%，其中工程施工6.44亿元，待开发土地131.57亿元，面积合计918.74万平方米，其中仅4.26亿元（18.53万平方米）土地用于抵押。

2016年底，公司非流动资产合计13.45亿元，同比增长61.37%，主要来自固定资产的增加。2016年底，公司固定资产3.87亿元，同比增加3.83亿元，主要为龙里县政府拨给子公司龙里水利的水库，评估价值3.85亿元；2016年底，公司无形资产7.99亿元，均为土地使用权，累计摊销0.39亿元，公司土地使用权无抵押情况；2016年底，公司长期应收款1.10亿元，为农发基金对贵州双龙现代农副产品批发有限公司和贵州空港经济产业园开发有限公司的转贷款。

整体看，跟踪期内，受货币资金带动，公司资产规模持续增长，但资产以土地使用权为主，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016年底，公司所有者权益合计152.95亿元，同比增长3.64%。2016年底，公司实收资本4.80亿元，均为龙里县政府出资；资本公积141.54亿元，同比增加3.85亿元，为龙里县政府注入的16宗水库。

负债

2016年底，公司负债总额39.29亿元，同比增长46.14%，公司流动负债占比由2015年底的40.59%小幅增长至42.52%。

2016年底，公司流动负债合计16.71亿元，同比增长53.11%，主要来自其他应付款的增长。2016年底，公司应付账款3.88亿元，前五名应付方余额合计占比78.24%，主要为施工单位的工程款；2016年底，公司其他应付款9.77亿元，其中应付龙里县财政局4.47亿元，占45.78%，账龄在一年以内。

2016年底，公司非流动负债22.58亿元，同

比增长41.38%，主要由长期借款和长期应付款构成。2016年底，公司长期借款21.32亿元，同比增长33.82%，其中以应收款和存单质押的借款15.43亿元，以土地使用权抵押的借款仅1.20亿元。2016年底，公司长期应付款1.10亿元，为农发基金的投资款。

全部债务方面，2016年底，公司全部债务合计23.15亿元，同比快速增长45.27%，其中短期债务和长期债务分别占7.88%和92.12%。2016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20.44%、13.15%和12.24%，较2015年底的15.41%、9.75%和9.75%均有不同程度增长。

总体看，因公司于2016年进行资产并入，整体债务规模仍处于较低水平，公司债务负担轻。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入和营业成本分别为33.48亿元和30.55亿元，分别同比增长97.93%和84.36%。公司期间费用主要由财务费用构成，2016年，公司期间费用率为1.98%，较2015年的1.25%小幅增长，但基本控制在较低水平。2016年，公司营业利润为1.60亿元，近三年首次实现由负转正。

图2 近三年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

因公司主要从事贵龙城市经济带公益性项目建设，公司持续获得龙里县人民政府的补贴资金，2016年，公司收到龙里县财政局拨付的财政补贴0.50亿元，较2015年的2.21亿元有所减少，主要系公司当期自身盈利状况有所改善。2016年，公司实现利润总额2.09亿元，较2015年小幅下降2.10%，公司利润总额对政府补助依赖程度较往年下降。

从盈利指标看，2016年，公司营业利润率为8.56%，较2015年的0.96%大幅提升，公司自身盈利水平转好；由于公司利润相对资产规模小且费用化利息支出计提较多，2016年，公司总资本收益率由2015年的1.27%小幅增长至1.35%；同期，公司净资产收益率由2015年的1.39%下滑至0.99%，公司整体盈利能力弱。

总体看，跟踪期内，因工程项目和土地整理业务的推进，公司收入规模扩大，受土地出让进度影响，公司盈利能力波动较大且处于较低水平。

5. 现金流分析

2016年，公司经营活动产生的现金流入量为30.97亿元，同比快速增长245.59%，其中销售商品、提供劳务收到的现金25.59亿元，是公司现金流入的重要来源，2016年，公司现金收入比为76.44%，较往年改善较多，但公司收入获现能力仍较弱。2016年，公司经营活动现金净流量为2.57亿元，较2015年由负转正，主要系与政府往来款大幅增长所致。

2016年，公司投资活动现金流量规模小，主要体现为投资支付的现金1.54亿元，同期，公司投资活动现金流量净额为-0.86亿元。

2016年，公司筹资活动现金流入量为9.06亿元，同比增长18.56%，均为借款；筹资活动现金流出2.41亿元，同比下降62.97%；同期，公司筹资活动现金净流量为6.65亿元。

整体看来，跟踪期内，公司收入获现能力有所改善，经营活动产生的现金流入量扩大，筹资活动实现现金净流入。

6. 偿债能力分析

由于公司资产以流动资产为主而负债以长期负债为主，公司流动比率很高，2016年底，公司流动比率1070.08%，较2015年底进一步下降；速动比率244.01%，较2015年底增长46.67个百分点，公司短期偿债能力强。

2016年，全部债务/EBITDA为7.24倍，较2015年的7.08倍小幅增长，公司长期偿债能力尚可。

综合考虑龙里县政府在资金资产注入、财政补贴、工程项目回购方面给予的有力支持，公司整体偿债能力尚可。

2016年底，公司共获得各商业银行累计授信总额23.35亿元，已使用额度8.30亿元，剩余15.05亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

2016年底，公司对外担保有2笔，一是为黔南州国土资源储备局提供土地使用权抵押担保，担保金额3.00亿元，二是为联营公司七冶贵龙建设有限公司提供连带责任保证，担保金额0.50亿元。2016年底，公司担保比率为2.29%，被担保人目前经营正常，公司或有负债风险小。

十、存续债券偿还能力分析

1. 公司对存续债券偿还能力分析

公司于2017年4月28日发行了“17贵州物流园项目债”，发行金额5.00亿元，发行期限为5年，于债券存续期第2~5年分别偿付25%本金。截至跟踪日，公司存续债券待偿还债券本金5亿元，其中一年内到期债券余额1.25亿元。

以2016年底财务数据为测算依据，截至2016年底公司现金类资产为一年内到期债券余额的10.71倍，2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为待偿还债券本金的0.64倍、6.19倍和0.51倍。公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力强，EBITDA对待偿还债券本金的保障能力弱，经营活动现金流入量对待偿还债券本金的覆盖能力较强。

2. 募投项目收益对存续项目收益债券偿还能力分析

跟踪期内，募投项目尚未取得现金流入，项目收入归集专户无余额，对“17 贵州物流园项目债”暂无保障能力。

3. 担保人担保能力分析

州投公司作为差额补偿人为本期项目收益债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，作为担保人为本期项目收益债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

州投公司作为黔南州人民政府授权成立的国有企业，在成立后经数次划入经营性资产，已形成在黔南州区域内以建设安装业务和代建业务为主，辅以印刷和旅游等多元化业务发展格局。州投公司作为黔南州地区进行基础设施建设的平台，具有一定的业务专营优势，在资产注入、政府补贴方面获得了黔南州人民政府的大力支持。

跟踪期内，州投公司资产规模快速增长，但土地资产占比较高，且应收类款项对资金形成较大占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。随着业务规模的不断扩大，州投公司对外融资需求不断增长，债务规模快速扩张。跟踪期内，州投公司盈利水平较低，对财政补贴依赖程度高。

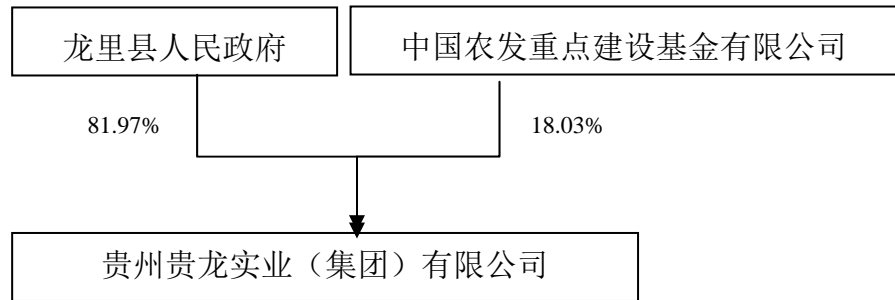
截至 2016 年底，州投公司资产总额 666.43 亿元，所有者权益合计 290.20 亿元；2016 年实现营业收入 27.60 亿元，利润总额 4.36 亿元。

综合评估，联合资信评定州投公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。州投公司对“17 贵州物流园项目债”的差额补偿责任和担保可有效增强其偿付安全性。

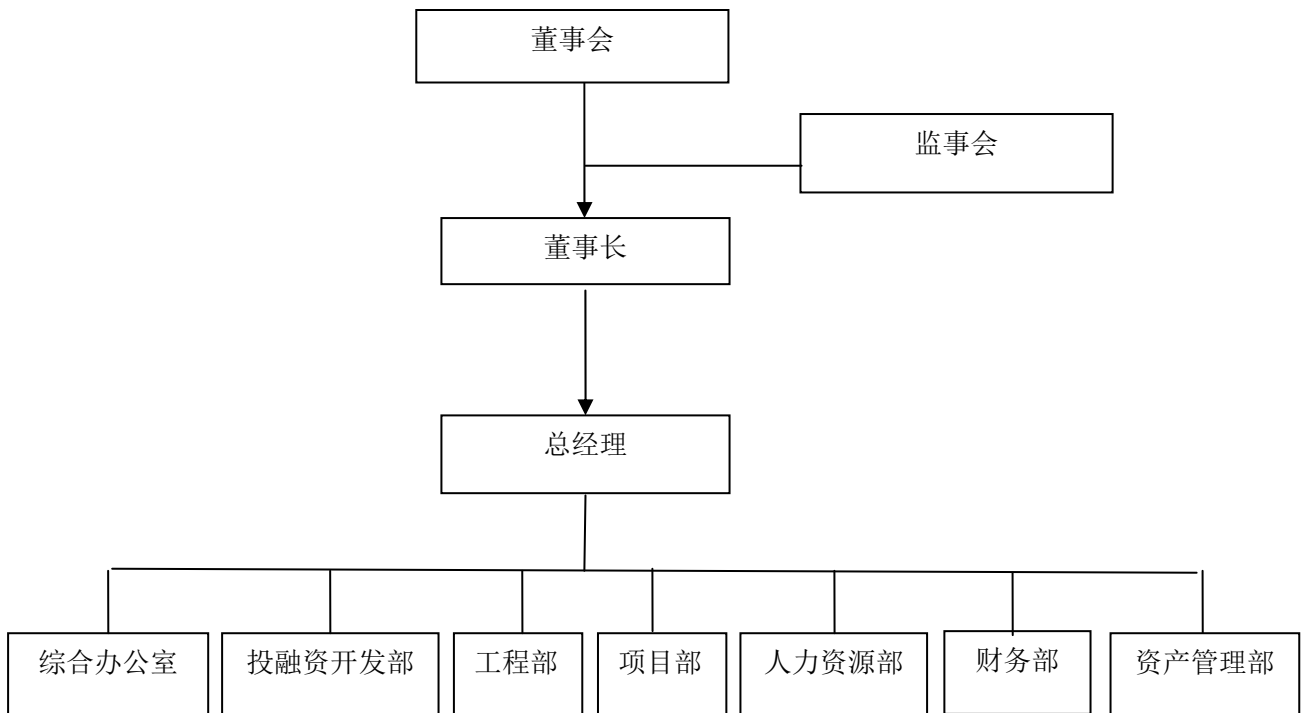
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 贵州物流园项目债”的信用等级为 AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



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)	0.65	5.02	13.38
资产总额(亿元)	152.78	174.46	192.24
所有者权益(亿元)	140.06	147.57	152.95
短期债务(亿元)	0.01	0.00	1.83
长期债务(亿元)	9.21	15.94	21.32
全部债务(亿元)	9.22	15.94	23.15
营业收入(亿元)	13.20	16.91	33.48
利润总额(亿元)	2.00	2.14	2.09
EBITDA(亿元)	2.08	2.25	3.20
经营性净现金流(亿元)	-1.94	-0.27	2.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.81	1.60	2.19
存货周转次数(次)	0.10	0.12	0.22
总资产周转次数(次)	0.09	0.10	0.18
现金收入比(%)	20.34	14.87	76.44
营业利润率(%)	-2.35	0.96	8.56
总资本收益率(%)	1.31	1.27	1.35
净资产收益率(%)	1.39	1.39	0.99
长期债务资本化比率(%)	6.17	9.75	12.24
全部债务资本化比率(%)	6.18	9.75	13.15
资产负债率(%)	8.32	15.41	20.44
流动比率(%)	4305.06	1522.34	1070.08
速动比率(%)	356.38	197.34	244.01
经营现金流动负债比(%)	-55.89	-2.46	15.36
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.08	7.24

注：2014~2015 年财务数据为追溯调整数

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	
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

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 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。