信用等级公告

联合[2018] 1278 号

联合资信评估有限公司通过对贵州贵龙实业（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州贵龙实业（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^-，并维持“17 贵州物流园项目债”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

二零一八年六月二十五日

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

贵州贵龙实业（集团）有限公司跟踪评级报告

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	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 贵州物流园项目债	5.00 亿元	2022/4/28	AA	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 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	5.02	13.38	12.15
资产总额(亿元)	174.46	192.24	218.06
所有者权益(亿元)	147.57	152.95	155.11
短期债务(亿元)	0.00	1.83	9.24
长期债务(亿元)	15.94	21.32	24.37
全部债务(亿元)	15.94	23.15	33.61
营业收入 (亿元)	16.91	33.48	23.02
利润总额 (亿元)	2.14	2.09	2.06
EBITDA(亿元)	2.25	3.20	2.56
经营性净现金流(亿元)	-0.27	2.57	-8.85
营业利润率(%)	0.96	8.56	10.11
净资产收益率(%)	1.39	0.99	1.08
资产负债率(%)	15.41	20.44	28.87
全部债务资本化比率(%)	9.75	13.15	17.81
流动比率(%)	1522.34	1070.08	547.96
经营现金流动负债比(%)	-2.46	15.36	-23.74
全部债务/EBITDA(倍)	7.08	7.24	13.10

注：2015 年财务数据为追溯调整数

分析师

王 妍　张 钺

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，股东龙里县政府对公司的财政补贴支持持续且稳定。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、收入获现能力弱以及土地整治业务不确定较大等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。未来，随着龙里县不断建设与发展，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。

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。其担保有效提升了“17 贵州物流园项目债”本息偿付的安全性。

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

优势

1. 龙里县经济实现快速发展，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，为公司经营提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，股东龙里县人民政府给予公司持续稳定的财政补贴支持。
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，有效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. 存货中待开发土地是公司资产及权益的主要构成，部分入账价值和方式值得关注。
3. 跟踪期内，“17贵州物流园项目债”募投项目实际现金流入较预期差距较大，联合资信将持续关注项目收益情况。
4. 公司土地转让收入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、主体概况

跟踪期内，公司股权结构、职能定位和经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册资本仍为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2017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。

截至 2017 年底，公司内设投资开发部、融资计划部、工程部、项目部、财务部、人力资源部、资产管理部、综合办公室八个职能部门；2017 年，公司合并范围新增 3 家子公司，业务板块涉及房地产开发、人力服务和建筑业，截至 2017 年底，公司合并范围共 9 家子公司。

截至2017年底，公司资产总额为218.06亿元，所有者权益为155.11亿元；2017年公司实现营业收入23.02亿元，利润总额2.06亿元。

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：陈懿。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评的公司存续债券为“17贵州物流园项目债”，该期债券利息支付如约履行。募集资金均已用于募投项目贵州快递物流园建设项目。

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	期限
17 贵州物流园项目债	5 亿元	5 亿元	2017/4/28	5 年

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，贵州快递物流园建设项目计划总投资8.02亿元，已完成投资6.06亿元。募投项目厂房已实现对外出租，2017~2018年取得现金流入0.39亿元，2018年已用于偿付利息，目前项目收入归集专户无余额。根据项目收益预测，预计2017~2018年分别实现1.50亿元和3.10现金流入（销售收入），项目实际收益较预测有较大差异。

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、上年未余额低于限额部分。（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的通知》财办金〔2017〕92号	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，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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理	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

	工作的通知》财预〔2018〕34号	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. 区域概况

跟踪期内，黔南州及龙里县经济水平实现快速增长，随着两条经济带及开发区的建设推进，公司业务所在市场空间大。

公司经营和投资项目均位于龙里县辖区内，公司的经营范围及投资方向直接受龙里县区域经济发展的影响。

（1）黔南州及龙里县经济发展情况

黔南州位于贵州省中南部，全州辖都匀、贵定、龙里等12县市。2017年，黔南州全州地区生产总值达1160.59亿元，同比增长12.1%。

2017年，龙里县经济总量保持稳定增长，全年地区生产总值完成89.44亿元[1]，比上年同期增长13.4%，经济总量位列全州12县市第五位，龙里县经济实现快速发展。

（2）贵龙城市经济带和龙溪城市经济带

公司建设项目依托贵龙城市经济带和龙溪城市经济带的发展。

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，跟踪期内，公司已基本完成贵龙城市经济带的土地整治工作，按原规划稳步推进。

2016年起，公司业务投资重点转向龙溪城市经济带（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。该经济带规划面积15万亩，其中可用土地3万多亩，均为商住用地。跟踪期内，碧桂园、恒大地产等多家房地产企业已入驻。

（3）贵州龙里经济开发区概况

贵州龙里经济开发区是在谷脚乡镇科技园区的基础上逐步发展起来的工业园区，总规划面积78.78平方公里，目前开发区完成了园区道路近30公里，累计完成场地平整3000多亩，未来开发空间仍较大。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化。截至2017年底，龙里县人民政府和农发基

[1] 龙里县2017年地区生产总值为快报数。

金分别持有公司81.97%和18.03%股权，公司实际控制人仍为龙里县人民政府。

2. 外部支持

龙里县人民政府为公司实际控制人；2017年，龙里县地方财政实力仍较弱但财政收入实现快速增长；地方政府财政自给率低且债务负担重；跟踪期内，股东给予公司持续稳定的财政补贴支持。

2017年，黔南州完成一般公共预算收入119.00亿元，同口径比增长13%，财政自给率31.45%。政府性基金收入104.97亿元，同口径比增长36.7%。截至2017年底，黔南州纳入政府债务系统进行管理的债务余额为751.08亿元。

2017年，龙里县完成一般公共预算收入10.94亿元，较上年增长20.22%，位列黔南州各县市第二位；同期完成一般预算支出27.59亿元，财政自给率为39.65%；完成政府性基金收入17.50亿元，增速为30.77%；转移性收入和上级补助收入实现15.78亿元。龙里县地方财政实力较弱、财政自给率低但各项财政收入均实现快速增长。2017年底，龙里县政府债务余额为70.45亿元，龙里县政府债务规模较大，地方债务负担重。

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、土地开发整理业务。2017年，公司收到龙里县人民政府拨付的政府补贴0.44 亿元。

3. 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2018年6月1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。

截至 2018 年 6 月 19 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，公司加强了对子公司的财务管控，其余管理制度无重大变化。

跟踪期内，公司对子公司加强管理，具体为财务和投融资工作由集团统一管理。因 2016 年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加强。

除此之外，跟踪期内，公司基本沿用原有管理制度，无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自代建项目收入，该板块工程结算量较小但毛利率提高，导致公司营业收入和综合毛利率同向变动。跟踪期内，公司未实现土地整治收入。

公司主要负责龙里县非主城区区域的基础设施建设和土地整理业务。2017年，公司营业收入由代建项目收入、土地转让收入和保费收入构成，构成较2016年减少土地整治收入，其他收入由利息、销售收入、手续费及佣金以及评审费收入构成。

2017年，公司实现主营业务收入22.91亿元，同比下降31.24%，主要受代建工程结算量小以及未形成土地整治收入影响。同期，代建收入占比由2016年的86.55%提升至91.52%。2017年，公司主营业务毛利率为10.19%，较上年提升1.56个百分点，主要系代建项目毛利率提高所致。

表 3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

分 类	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	289016.35	86.55	8.37	223459.42	97.52	9.81
土地整治	42687.12	12.78	10.79	--	--	--

土地转让	1960.89	0.59	-10.64	5294.60	2.31	20.17
已赚保费	198.46	0.06	100.00	348.79	0.15	93.76
其他	58.24	0.02	64.04	46.15	0.02	85.96
合　计	**333921.05**	**100.00**	**8.63**	**229148.96**	**100.00**	**10.19**

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

2017 年，公司代建业务模式未发生变化，代建项目收益率提高。跟踪期内，公司代建业务委托方逐渐由龙里县政府过渡到安厦地产公司，且后者将成为公司主要代建项目委托方，公司在建项目持续推进，未来待投资规模尚可。

公司代建业务的委托方为龙里县政府和龙里县安厦房地产开发有限责任公司（以下简称“安厦地产公司”）。安厦地产公司股东为龙里县另一城投企业——腾龙集团，其项目主要来自龙里县政府的直接委托。2016 年前委托代建项目的成本加成比率多为 3%，2016 年起成本加成比率提升至 8%或 20%。

2017 年，公司实现代建收入 22.35 亿元，同比下降 22.66%，主要系期末结算工程量较少所致；同期，代建业务毛利率为 9.81%，较上年有所提升，主要系随着低收益项目逐步完工，新承接项目成本加成比率较高所致。2017 年，公司收到上述项目回款 11 亿余元。

目前，公司主要在建项目以市政道路、园区建设以及安置房建设为主，计划总投资 53.86 亿元，截至 2017 年底，已完成投资 33.91 亿元，尚需投资 19.95 亿元，未来待投资规模尚可。其中贵州快递物流园项目确认的收入 3.06 亿元主要来自对园区内企业的标准厂房销售收入等经营性收入，但实际资金均未到账，公司暂时将其确认在代建项目收入中。除贵州快递物流园项目外，其余项目的委托方均为安厦地产公司。随着项目的建设推进，预计未来公司代建项目业务毛利率可保持现有水平。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建及拟建项目情况　（单位：万元）

序号	项目名称	计划投资总额	已投资金额	累计确认收入	加成比率
1	龙里县龙里至水场公路改造工程	50113.59	31481.62	13238.83	8%
2	万豪大道南段道路工程	120577.42	72869.43	71958.23	8%
3	王关综合安置区三期工程	55000.00	14915.15	15990.12	8%
4	贵州快递物流园项目工程	80200.00	60643.30	30627.57	--
5	龙里县龙溪大道市政道路工程	219167.00	150477.99	113690.44	20%
6	龙里县下把比水库工程	13536.00	8697.77	6488.16	8%
合　计		**538594.01**	**339085.27**	**251993.36**	--

注：已投资额含未结转成本的投入。
资料来源：公司提供

（2）土地整治、土地转让业务

公司土地整治业务来自龙里县政府委托，收入受结算方式影响，存在较大不确定性，跟踪期内，公司未实现土地整治收入；土地转让业务受龙里县土地市场行情影响大，跟踪期内该板块毛利率水平有所提升。

公司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。公司根据《竣工验收报告》确认土地整治收入，同时就土地整治阶段发生的投资额确认为土地整治成本。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。2017 年，公司无土地整治收入，未来根据实际承接情况可能仍会推进该业务。

土地转让业务是公司将自有土地使用权进行转让获得的收益。2017 年，公司实现土地转让收入 0.53 亿元，毛利率 20.17%，主要为对龙里县谷脚镇物源路和迅达路的土地进行转让，合计面积 270.40 亩，出让单价约 21.73 万元/亩，当期公司已收到土地转让收入及其他费用 0.49

亿元。

截至 2017 年底，公司可供整理和转让土地资产尚有账面价值 130 余亿元，如有合适土地受让方，公司土地转让业务仍可持续。

（3）担保等其他业务

跟踪期内，公司担保业务收入实现增长，其他业务规模仍较小，对公司整体经营影响小。

公司担保业务的实施主体是子公司龙里金诚信用担保有限公司，为国有政策性担保公司。2017 年实现已赚保费收入 348.79 万元，毛利率 93.76%，截至 2017 年底，公司现有在保项目 45 个，担保责任余额 1.33 亿元，担保费率为 2.62%，截至目前未发生代偿及风险补偿情况。

公司其他业务为公司开展主营业务附带形成的担保、评审、转贷等业务，对应形成收入包括利息、保费、手续费及佣金以及评审费。2017 年，公司其他收入实现 46.15 万元，收入规模小，对公司整体经营影响小。

3. 未来发展

未来，公司仍将立足于城市基础设施建设和土地一级开发等业务，此外还将依托区域名胜旅游景点进一步开发旅游资源，提高龙里县区域竞争实力。

公司根据自身情况，制定了可持续的发展战略。除了继续完成原有区域的城市基础设施建设任务，还将业务范围拓展至龙溪经济带，通过对道路两旁土地的收整提高区域竞争实力。此外，公司还将积极开展旅游项目，包括龙里大草原项目的推进，通过引进先进的管理提高旅游项目的经营性收益，未来将投资朵花至草原道路工程、龙里鸡场至草原道路工程项目等，拟建项目投资总额合计 36.07 亿元。上述项目预计通过建成后的龙里大草原景区旅游门票收入、度假房屋销售收入等实现资金平衡，根据该项目可行性研究报告测算，预计财务内部收益率为 6.60%，静态投资回收期为 12.60 年。

表 5 公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

序号	项目名称	计划投资额
1	龙里大草原国际旅游度假区综合开发项	17.26
2	龙里鸡场至朵花道路工程	14.43
3	龙里朵花至草原道路工程	4.38
合 计		36.07

注：已投资额含未结转成本的投入。
资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 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，公司合并范围新增 3 家子公司，其中 2 家为新设立，1 家为非同一控制下购入，划入子公司规模小，公司财务数据可比性较好。截至 2017 年底，公司合并范围子公司 9 家。

1. 资产质量

2017年，受应收账款及存货增长影响，公司资产规模增加；跟踪期内，公司资产仍以土地为主，资产流动性较差。

2017年底，公司资产总额合计218.06亿元，同比增长 13.43%，主要来自流动资产的增长。其中流动资产占比为 93.73%，较上年基本维持稳定。

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	13.38	6.96	12.15	5.57
应收账款	16.73	8.71	34.46	15.80
其他应收款	7.93	4.13	6.12	2.81
存货	138.01	71.79	148.29	68.00
流动资产	**178.78**	**93.00**	**204.40**	**93.73**
长期应收款	1.10	0.57	1.10	0.50
无形资产	7.99	4.15	7.79	3.57
非流动资产	**13.45**	**7.00**	**13.67**	**6.27**
资产	**192.24**	**100.00**	**218.06**	**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 204.40 亿元，同比增长 14.33%。其中公司货币资金项下受限资金 4.31 亿元。应收账款 34.46 亿元，同比增长 105.89%，其中应收安厦房地产公司 21.90 亿元，较上年 4.95 亿元有很大幅度增长，余额占比为

63.50%，账龄在 2 年以内；应收龙里县财政局 12.28 亿元，较上年底的 11.06 亿元小幅增长，余额占比 35.59%，公司未对上述应收方计提坏账准备。其他应收款 6.12 亿元，同比下降 22.87%，主要是与龙里县辖各工业园区管委会等政府单位以及七冶贵龙建设有限公司等关联方往来款，账龄以 1 年以内居多。存货账面价值 148.29 亿元，同比增长 7.45%，其中工程施工 12.13 亿元，较去年同期增加约 6 亿元，主要为未结算的代建项目；待开发土地 131.02 亿元，合计 897.58 万平方米，其中商住用地 130.42 亿元（862.93 万平方米）、仓储用地 0.43 亿元、工业用地 0.17 亿元，公司土地入账价值值得关注。公司存货项下仅 4.26 亿元（18.53 万平方米）土地用于抵押。

2017 年底，公司非流动资产 13.67 亿元，同比小幅增长 1.57%。其中固定资产 3.84 亿元，主要为龙里县政府拨入的水库。无形资产 7.79 亿元，主要为土地使用权，无抵押情况。长期应收款 1.10 亿元，为公司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投资款。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，仍主要由土地、股权等资产构成；长期债务快速增长，但仍处于较低水平，公司债务负担仍轻。

2017 年底，公司所有者权益合计 155.11 亿元，同比增长 1.42%；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，较上年保持稳定，主要来自龙里县政府往年注入的土地、股权、水库等资产，公司权益质量较差。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	0.27	0.14	11.11	5.09
其他应付款	9.77	5.08	13.51	6.20
流动负债	**16.71**	**8.69**	**37.30**	**17.11**
长期借款	21.32	11.09	19.56	8.97
应付债券	0.00	0.00	4.81	2.21
非流动负债	**22.58**	**11.75**	**25.65**	**11.76**
负债合计	**39.29**	**20.44**	**62.95**	**28.87**
实收资本	4.80	2.50	4.80	2.20
资本公积	141.54	73.63	141.54	64.91
所有者权益	**152.95**	**79.56**	**155.11**	**71.13**
负债和所有者权益	**192.24**	**100.00**	**218.06**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司负债总额 62.95 亿元，同比增长 60.22%。其中流动负债占比为 59.25%，占比规模较 2016 年底的 42.52%有所增长。

2017 年底，公司流动负债合计 37.30 亿元，同比增长 123.26%。其中预收款项 11.11 亿元，同比增加 10.84 亿元，主要为代收代付性质的土地拆迁款；其他应付款 13.51 亿元，以往来款为主。同期，公司非流动负债 25.65 亿元，同比增长 13.58%。其中长期借款 19.56 亿元中，以应收款和存单质押的借款 12.51 亿元，以土地使用权抵押的借款 2.00 亿元。应付债券为快递物流园项目收益债券。长期应付款 1.10 亿元，为农发基金的投资款。

2017 年底，公司全部债务合计 33.61 亿元，其中长期债务占 72.52%，同比增长 45.18%，公司长期债务快速增长但占比下降。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为 28.87%、17.81%和 13.58%，较 2016 年底进一步提升。

3. 盈利能力

跟踪期内，受工程结算进度影响，公司营业收入、营业成本同比例下降；公司利润总额保持稳定，但盈利能力仍弱。

2017 年，公司实现营业收入 23.02 亿元，同比下降 31.24%，营业成本同比下降。期间费用率为 2.94%，期间费用水平维持低位。

2017 年，公司收到龙里县财政局拨付的财政补贴 0.44 亿元，补贴规模较 2016 年的 0.50 亿元保持稳定。同期，公司利润总额 2.06 亿元，较 2016 年基本保持稳定。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率 10.11%，较 2016 年的 8.56%小幅提升。总资本

收益率由2016年的1.35%小幅下降至1.02%；同期，公司净资产收益率由2016年的0.99%增长至1.08%，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，大规模往来资金流出导致公司经营活动产生的现金流为净流出，收入获现能力弱；且筹资活动对其无法覆盖，导致跟踪期出现现金净流出态势。

2017年，公司经营活动产生的现金流入量38.84亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金12.05亿元，公司现金收入比为52.34%，收入获现能力弱。2017年，公司经营活动现金净流量为-8.85亿元，公司经营活动现金流情况较差。

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，2017年为0.61亿元，同期，公司投资活动现金流量净额为-0.61亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入量为13.50亿元，主要为借款；筹资活动现金流出为5.51亿元；同期，公司筹资活动现金现金净流量为7.99亿元。现金及现金等价物净增加额为-1.47亿元。

5. 偿债能力分析

跟踪期内，公司短期债务规模小，短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可。综合考虑公司区域专营优势及股东支持，公司偿债能力较强。

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，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为547.96%和150.41%，较2016年底的1070.08%和244.01%进一步下降，剔除受限资金后现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.85倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

2017年，公司全部债务/EBITDA为13.10倍，较2016年的7.24倍增长，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年底，公司获得授信额度44.19亿元，已使用授信28.80亿元，尚有15.39亿元授信余额，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保有2笔，一是为联营公司七冶贵龙建设有限公司提供连带责任保证，担保余额1.20亿元，二是为贵州双龙现代农副产品批发市场有限公司提供担保，担保余额0.40亿元。2017年底，公司担保比率为1.03%，被担保人目前运营正常，公司或有负债风险小。

九、存续债券偿债能力分析

公司存续债券未来待偿债券本金峰值较小，公司经营活动现金流入量对其保障能力强，州投公司的担保与差额补偿有效增强了“17贵州物流园项目债”偿付能力，存续债券到期不能偿还可能性低。

截至2018年5月底，公司无2018年到期兑付的债券本金，未来待偿债券本金峰值为“17贵州物流园项目债”分期偿还本金1.25亿元。

2017年，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强、EBITDA的保障能力较弱。由于“17贵州物流园项目债”募投项目现金流入规模小，实际情况较预测有所偏差，联合资信将持续关注项目收益情况。

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
未来待偿债券本金峰值	1.25
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	31.07
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-7.08
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.05

资料来源：联合资信整理

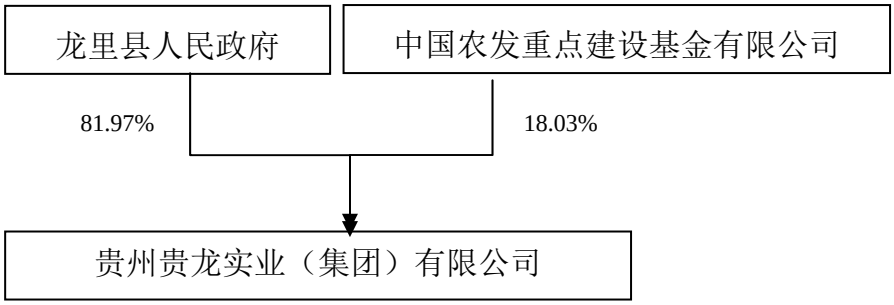
州投公司作为差额补偿人为“17 贵州物流园项目债”到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，作为担保人为“17 贵州物流园项目债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信出具的《黔南州投资有限公司跟踪评级报告》，联合资信评定黔南州投资有限公

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”的差额补偿和担保可有效增强其偿付安全性。

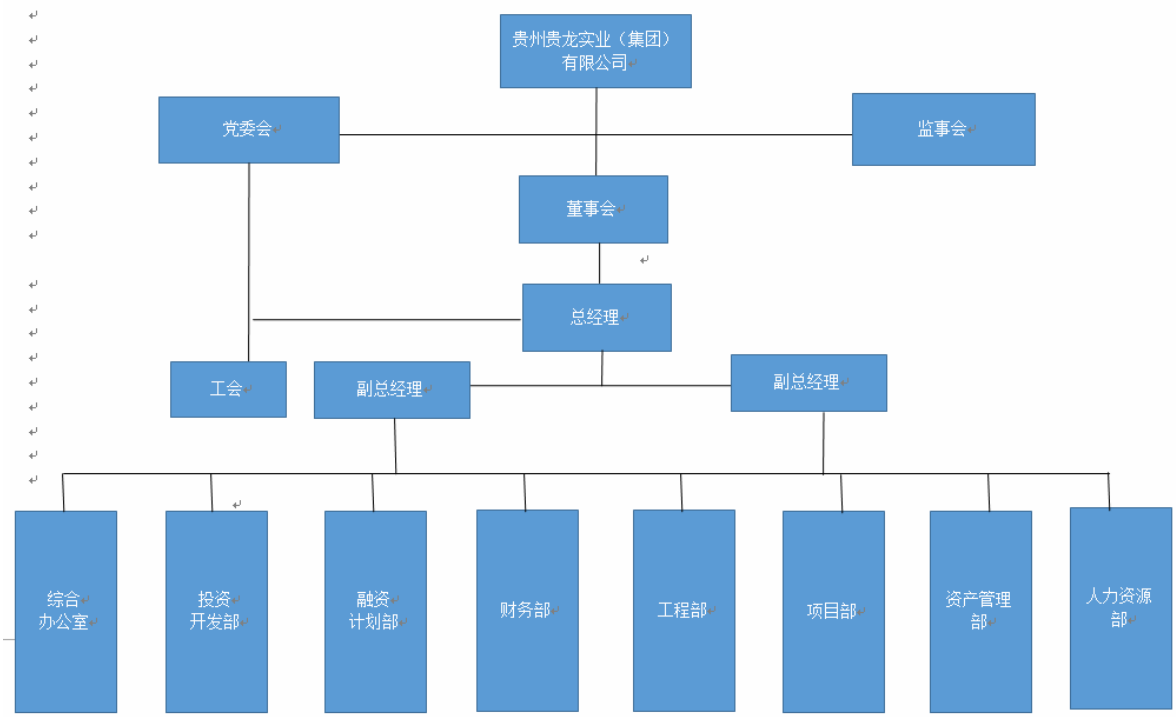
十、结论

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

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　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)	5.02	13.38	12.15
资产总额(亿元)	174.46	192.24	218.06
所有者权益(亿元)	147.57	152.95	155.11
短期债务(亿元)	0.00	1.83	9.24
长期债务(亿元)	15.94	21.32	24.37
全部债务(亿元)	15.94	23.15	33.61
营业收入(亿元)	16.91	33.48	23.02
利润总额(亿元)	2.14	2.09	2.06
EBITDA(亿元)	2.25	3.20	2.56
经营性净现金流(亿元)	-0.27	2.57	-8.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.60	2.19	0.90
存货周转次数(次)	0.12	0.22	0.14
总资产周转次数(次)	0.10	0.18	0.11
现金收入比(%)	14.87	76.44	52.34
营业利润率(%)	0.96	8.56	10.11
总资本收益率(%)	1.27	1.35	1.02
净资产收益率(%)	1.39	0.99	1.08
长期债务资本化比率(%)	9.75	12.24	13.58
全部债务资本化比率(%)	9.75	13.15	17.81
资产负债率(%)	15.41	20.44	28.87
流动比率(%)	1522.34	1070.08	547.96
速动比率(%)	197.34	244.01	150.41
经营现金流动负债比(%)	-2.46	15.36	-23.74
全部债务/EBITDA(倍)	7.08	7.24	13.10

注：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	（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。