信用等级公告

联合[2018] 1388 号

联合资信评估有限公司通过对贵州贵安建设集团有限公司主体及其相关债券进行跟踪分析和评估，确定维持贵州贵安建设集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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

贵州贵安建设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	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
15 贵阳路桥债/15 贵路桥	15 亿元	2022/10/28	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.63	2.50	2.09
资产总额(亿元)	258.30	256.93	290.87
所有者权益（亿元）	208.14	208.84	209.36
短期债务（亿元）	9.05	0.90	8.00
长期债务(亿元)	14.88	24.78	38.77
全部债务(亿元)	23.93	25.68	46.77
营业收入(亿元)	12.87	18.82	15.92
利润总额(亿元)	0.55	0.92	0.85
EBITDA(亿元)	0.72	1.17	1.26
经营性净现金流(亿元)	0.86	2.36	-6.98
营业利润率(%)	9.51	10.89	14.41
净资产收益率(%)	0.19	0.34	0.25
资产负债率(%)	19.42	18.72	28.02
全部债务资本化比率(%)	10.31	10.95	18.26
流动比率(%)	718.67	1091.30	645.60
经营现金流动负债比（%）	2.45	10.12	-16.33
全部债务/EBITDA(倍)	33.12	21.90	37.20

分析师

兰 迪　邢宇飞

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，贵州贵安建设集团有限公司（以下简称“公司”）作为贵安新区重要的基础设施和公用事业建设主体，新签合同额保持稳定，在手合同金额较大，业务可持续性强。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司资产流动性弱、土地已全部抵押、回款滞后、收现质量差、债务规模快速增长等因素对其经营和发展带来的不利影响。未来随着贵安新区的持续发展，公司工程施工业务仍将保持一定规模，公司有望保持稳定发展。

“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，代偿能力强，对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的本息偿付提供了有力保障；此外“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”设置了分期偿还条款，缓解了公司未来的集中偿付压力。

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“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 未来随着贵安新区的持续发展，公司工程施工业务仍将保持一定规模，公司有望保持稳定发展。
2. “15贵阳路桥债/15贵路桥”设置了分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中兑付压力。该期债券由中债增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，增强了“15贵阳路桥债/15贵路桥”本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司账面土地使用权已全部抵押；对股东的应收类款项对公司资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司收现质量差，工程施工业务回款存在一定的滞后性。
3. “15贵阳路桥债/15贵路桥”募投项目未在公司账面体现，由贵州贵安建设投资有限公司实际进行建设。联合资信将持续关注募投项目建设进展情况。
4. 公司存在较大的短期偿债压力。
5. 公司对外担保规模大，被担保企业集中度高，存在或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由贵州贵安建设集团有限公司（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。

贵州贵安建设集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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”）关于贵州贵安建设集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变更。截至 2017 年底，公司注册资本 10.01 亿元，实收资本 5.94 亿元，贵安新区开发投资有限公司（以下简称“贵安开投”）持有公司全部股权；贵州贵安新区管理委员会（以下简称“贵安管委会”）为贵安开投的控股股东，公司实际控制人为贵安管委会。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围新增防水防腐保温工程、建筑幕墙工程、钢结构工程。2017 年，公司合并范围内减少 1 家子公司，为贵州贵安建材投资有限公司。截至 2018 年 3 月底，公司本部内设经营管理部、财务部、工程技术部、项目经理部等 10 个职能部门；拥有下属子公司 6 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 290.87 亿元，所有者权益 209.36 亿元（其中少数股东权益 0.38 亿元）；2017 年公司实现营业收入 15.92 亿元，利润总额 0.85 亿元。

公司住所：贵州省贵安新区湖潮乡集镇；法定代表人：胡关江。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年底，联合资信所评的公司存续期债券为“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”，债券余额 15.00 亿元（详见表 1）。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。

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
15 贵阳路桥债/15 贵路桥	15.00	15.00	2015/10/28	7 年

资料来源：联合资信整理

募集资金使用方面，“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”募集资金用于贵安中心大道项目建设（以下简称“募投项目”）。联合资信关注到，募投项目未在公司账面体现。公司为募投项目的立项主体，但项目实际由股东贵安开投的另一子公司贵州贵安建设投资有限公司（以下简称“贵安建投”）负责建设。募投项目竣工后，将由贵安建投向公司移交募投项目。截至 2017 年底，“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”募集资金已全部用于募投项目建设；同期，募投项目已累计投资 20.59 亿元，累计完成工程进度的 86.00%。联合资信将持续关注募投项目建设进展情况。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要

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

2. 行业政策

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

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

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》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工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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

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

4. 区域经济

公司是贵安新区重要的基础设施和公用事业建设主体，业务范围主要涉及贵安新区辖区范围内道路、公用设施和房屋等的施工建设。贵安新区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，贵安新区经济体量仍较小，但保持较高增速，为公司创造了良好的外部发展环境。

根据《贵安新区2018年工作报告》，2017年，贵安新区直管区完成地区生产总值150.4亿元，同比增长32.8%。其中，第一、二、三产业分别增长6.0%、38.8%和26.5%，三次产业增加值比例调整为3.6:61.8:34.6。贵安新区综保区（电子园）、高端园和数字经济园等产业平台分别入驻企业92家、39家和51家。城镇、农村居民可支配收入分别达2.71万元和1.25万元，同比分别增长9.0%和10.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2017 年底，公司注册资本 10.01 亿元，实收资本 5.94 亿元，贵安开投持有公司全部股权，贵安开投的控股股东为贵安管委会，贵安管委会为公司的实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高级管理人员团队新增两名副总经理。新增高管人员具有丰富的从业经

验和管理经验，公司高管团队有所充实。

跟踪期内，公司高级管理人员团队新增两名副总经理。截至2017年底，公司高级管理人员包括董事长1名、总经理1名、副总经理4名。

陈俊先生，1963年11月出生，大学本科学历；历任贵州省桥梁工程总公司二队深圳东出口线工地实验室主任、乌江三期工程指挥部工程科科长、东北绕城线指挥部质检科科长、贵毕公路六合同段项目经理部总工程师、质检部副部长，贵州省桥梁岩土工程有限公司党支部书记兼副总经理，贵安建投副总经理；2017年11月起任公司副总经理。

王绪虎先生，1974年7月出生，大学专科学历；历任贵阳金阳新区开发建设有限公司现场代表、项目副指挥，贵阳金阳新区房地产开发有限公司工程部部长、总经理助理（期间在白云区麦架镇挂职副镇长），贵安建投安置部部长， 2017年11月起任公司总经理助理、副总经理。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1052010200013760S），截至 2018 年 5 月 4 日，公司无未结清不良或关注类信贷记录。公司已结清信贷信息中包含 1 笔欠息信息，以及 1 笔关注类贷款，系银行系统未自动扣划利息款所致，非公司主观恶意拖欠行为。

截至 2018 年 6 月 18 日，公司未被列入全国失信被执行名单。

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，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，受工程施工收入下降的影响，公司营业收入同比下降，收入主要来源与上年度无明显变化。

2017 年，公司实现营业收入 15.92 亿元，同比下降 15.42%。其中，公司工程施工收入占 99.52%，其他业务板块收入均占比很小。

毛利率方面，2017年，由于工程施工业务毛利率有所上升，公司整体毛利率由2016年的12.23%上升至14.69%。

表3　2016~2017年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	185898.65	98.79	16.46	158392.81	99.52	21.01
销售收入	2021.46	1.07	-374.15	445.98	0.28	-2157.96
工程检测费收入	92.58	0.05	-34.50	114.45	0.07	-167.36
其他业务	168.22	0.09	7.58	203.88	0.13	-40.62
合计	**188180.91**	**100.00**	**12.23**	**159157.12**	**100.00**	**14.69**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司工程施工收入规模同比有所下降，毛利率同比有所上升。工程施工业务在手合同充足，未来业务规模有望保持稳定；业务区域范围较为集中，贵安新区的建设规划对公司工程施工业务影响大。

跟踪期内，公司工程施工业务仍包括公路及市政道路建设、房屋建筑两个业务板块。其中，公路及市政道路建设业务的经营主体为公司本部；房屋建筑业务的经营主体为公司本部和子公司七冶博盛建筑安装工程有限责任公司

（以下简称“七冶博盛”），包括商品房、公租房、安置房建设及拆迁，工业厂房和公益用房及房屋建筑业务相关的场地平整业务。

公司工程施工业务的区域范围以贵安新区内为主，同时也承接了部分贵州省内其他地区的项目。公司通过参与公开招投标的方式获取项目，并主要按施工总承包的模式参与项目建设，与工程发包方约定施工合同总价，施工合同总价与实际施工成本支出的差额形成公司的工程施工业务利润。

公司定期向工程监理和工程发包方上报施工进度表（工程进度计量周期按施工合同约定从每月到每季度不等），经工程监理审核并由工程发包方确认后，公司据以确认工程施工收入；工程发包方按当期确认工程进度所对应进度款的 70~80%支付给公司；工程竣工并经审计决算后，工程发包方支付至工程款的 95%；其余 5%作为保修金，待质保期过后支付给公司。

此外，公司还按 EPC 模式承接了长顺县广顺镇路网工程设计施工等项目，EPC 项目在项目竣工后分期确认收入并回款。

从项目承揽规模来看，2017年，公司公路及市政道路建设业务新签合同11个，总造价39.67亿元，与上年度基本持平，单笔合同额均在5000.00万元以上。

表4　2016~2017年公路及市政道路建设业务合同签约额情况表

项目	2016 年	2017 年
新签合同数量（个）	8	11
新签合同总额（万元）	393846.90	396734.35
重大工程金额占新承接总金额比（%）	100.00	100.00

注：重大工程界定为造价5000.00万元以上（含）
资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建公路及市政道路建设项目 24 个，合同额合计 30.53 亿元，已完成合同额 18.83 亿元。

表5　截至2018年3月底公司公路及市政道路建设业务主要在建工程项目情况表（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总额	已完成合同金额
1	长顺县广顺镇路网工程设计施工	5.05	3.48
2	安顺市平坝区东外环线	4.42	0.44
3	贵安新区电子信息产业园（一期）路网工程	3.89	4.07
4	贵安新区东纵线北二段道路施工第三合同段	3.80	0.38
5	马场南部新区路网工程（一期）项目施工一标段	2.93	1.76
6	湄潭南滨路 BT 项目	2.12	2.39
7	国道 G210 独山至新寨公路改造工程第二合同段	1.43	1.15
8	贵安新区高端装备制造产业园南部片区路网工程第二标段	1.23	0.84
9	贵安新区磊马路道路工程施工第二合同段	0.99	0.61
10	国道 326 威宁县鸭子塘至黑石头段改扩建工程第二合同段	0.93	0.99
11	其他项目	3.76	2.73
合计		30.53	18.83

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司共有 15 个房屋建筑在建项目，合同总额 59.05 亿元，累计完成合同额 16.73 亿元，公司未来存在较大规模的投资需求。

表6　截至2018年3月底公司房屋建筑业务主要在建工程项目情况表（单位：亿元）

序号	项目名称	合同总额	已完成合同金额
1	贵安新区市民中心 PC 项目	3.00	1.23
2	贵安新区马场镇、高峰镇、湖潮镇垃圾处理转运站	0.18	0.09
3	贵安新区新能源长江汽车厂房（一期）建设项目（一标）	5.50	1.99
4	贵安新区新能源长江汽车厂房（一期）建设项目（二标）	3.00	0.00
5	长泰源 AAC 项目	0.35	0.00
6	滴水河项目	0.50	0.30
7	甘河改造项目	2.00	0.03
8	贵安腾讯七星数据中心	1.50	0.06
9	贵安新区新能源汽车城（一期）场平工程	3.02	1.59
10	立凯电池场平项目	2.00	0.00

11	贵安新区绿色金融港 EPC 项目	3.00	1.36
12	贵安新区城市综合体（三）项目	14.00	4.36
13	电子信息产业园标准厂房二期及物流园 PC 项目	12.00	1.91
14	高端装备制造产业园标准厂房（二期）一标 PC 项目	3.50	0.28
15	贵安金港汽车文化未来城一期 EPC 项目	5.50	3.52
合计		**59.05**	**16.73**

资料来源：公司提供

2017 年，公司工程施工收入（公路及市政道路建设业务和房屋建筑业务）合计确认收入 15.84 亿元，同比下降 14.80%，主要系受贵安新区产业政策调整影响，公司原本预计开工的部分项目未按期开工，导致当期公司工程施工业务量下降所致；毛利率 21.01%，较上年上升 4.55 个百分点，系公司通过加强管理进行工程成本控制，以及施工原材料价格下降等因素所致。2017 年，公司营业收入中工程施工收入占比大；当期公司营业收入回款合计 10.80 亿元，工程施工业务收入实现情况较差。

跟踪期内，公司其他业务板块规模很小，业务量萎缩。

2017年，公司销售收入仍来自于混凝土销售业务，实现销售收入445.98万元，较2016年下降幅度大，且出现较大幅度亏损，系环保检查导致该项业务在部分时间内暂停营业所致。工程检测、承包和技术服务等业务收入占比小。

未来，公司将在立足新区的基础上，向区外拓展业务，探索工业化建筑项目及市政建设、水利工程施工业务。

2018年，公司经营目标为完成施工产值20.00亿元，力争完成25.00亿元；实现利润总额1.00亿元，力争实现1.5亿元。业务范围方面，2018年，公司力争完成区外项目2.00亿元，区外业务份额占全年目标任务总额的10.00%以上。同时，公司工作重点将倾向于成本控制管理、加强工程款催收和安全生产管理等方面。

公司业务范围目前仍集中于贵安新区内，贵安新区的建设规划对公司业务发展影响大，公司未来承接的工程规模将取决于贵安新区的发展情况。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告，中审华会计师事务所（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审计结论。

2017年，公司合并范围内减少一级子公司1家，为贵州贵安建材投资有限公司。总体看，公司合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，但土地使用权和对股东的应收类款项占比较高。公司整体资产质量一般，流动性偏弱。

截至 2017 年底，公司资产总额 290.87 亿元，较上年底增长 13.21%，其中流动资产占 94.86%。

表7 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
应收账款	20.11	7.83	13.90	4.78
其他应收款	32.25	12.55	51.07	17.56
存货	198.62	77.31	206.73	71.07
流动资产	**254.38**	**99.01**	**275.91**	**94.86**
长期应收款	0.95	0.37	13.55	4.66
非流动资产	**2.55**	**0.99**	**14.96**	**5.14**
资产总额	**256.93**	**100.00**	**290.87**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产合计275.91亿元，较上年底增长8.46%，主要系其他应收款增长所致。公司货币资金2.05亿元，较上年底下降17.14%。应收账款13.90亿元，较上年底下降30.88%，系公司部分应收账款转移至“长期应收款”科目核算所致；公司应收账款集中度较高，欠款方主要为股东贵安开投的其他子公司。其他应收款51.07亿元，较上年底增长58.39%，主要系公司与股东贵安开投往来款规模增长所致。存货206.73亿元，较上年底增长4.08%；其中待开发土地占95.15%，为贵安开投向公司注

入的21宗土地使用权，面积合计678.42万平方米，入账价值196.73亿元，全部为出让性质的住宅、商业和办公用地。截至2017年底，公司存货中土地使用权已全部用于借款抵押。

2017年底，公司非流动资产合计14.96亿元，较上年底增长487.63%，系长期应收款大幅增长所致。长期应收款13.55亿元，较上年底增加12.59亿元，主要系公司按EPC模式承接项目形成的应收款项计入长期应收款科目核算所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益与上年基本持平，权益稳定性较好。

截至 2017 年底，公司所有者权益 209.36 亿元，与上年底基本持平，权益结构稳定。

跟踪期内，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主；有息债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主。公司债务负担较轻。

截至2017年底，公司负债合计81.51亿元，较2016年底增长69.49%，其中流动负债占52.43%。

表8 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
资本公积	196.76	94.22	196.76	93.98
所有者权益	**208.84**	**100.00**	**209.36**	**100.00**
应付账款	17.87	37.17	28.02	34.38
流动负债	**23.31**	**48.47**	**42.74**	**52.43**
长期借款	--	--	13.59	16.67
应付债券	24.78	51.53	25.18	30.90
非流动负债	**24.78**	**51.53**	**38.77**	**45.57**
负债合计	**48.09**	**100.00**	**81.51**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2017年底，公司流动负债42.74亿元，较上年底增长83.34%。短期借款8.00亿元，较上年底增加7.10亿元。应付账款28.02亿元，较上年底增长56.77%，主要为应付分包单位工程款，综合账龄较短。其他应付款4.11亿元，较上年底增长117.32%，主要为应付工程垫付款和工程借款。公司非流动负债38.77亿元，较上年底增长56.47%。长期借款13.59亿元，全部为当年新增的抵押借款和保证借款。应付债券25.18亿元，较上年底变化小。

截至2017年底，公司全部债务46.77亿元，较上年底增长82.14%。其中长期债务占82.90%。从债务指标看，2017年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化分别为28.02%、18.26%和15.63%，均较上年底有所上升。公司负债水平较低。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，营业利润率略有上升，但盈利能力仍弱。

2017年，公司实现营业收入15.92亿元，同比下降15.42%。同期，公司营业成本13.58亿元，同比下降17.80%，高于同期营业收入降幅。工程施工业务毛利率上升的影响，2017年公司营业利润率上升至14.41%。

2017年，公司期间费用1.04亿元，较2016年增长9.02%。期间费用占营业收入的比重为6.51%，较上年度上升1.54个百分点。期间费用以管理费用为主；受有息债务规模扩张的影响，财务费用同比增长166.07%。

2017年，营业外收入93.22万元，较上年度下降96.83%；受此影响，公司实现利润总额0.85亿元，同比下降7.56%。

盈利指标方面，受有息债务规模快速增长和净利润同比下降的影响，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年度有所下降，分别为0.31%和0.25%。公司整体盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受工程支出规模大幅增长及收现质量较差的共同影响，公司经营活动现金流由正转负；公司外部融资规模相应增长，以弥补经营现金流缺口。

经营活动方面，公司经营活动现金流以经

营业务收支为主。2017年公司经营活动现金流入13.90亿元，同比下降6.64%。2017年，公司现金收入比67.84%，同比上升19.68个百分点，但收现质量仍较差。2017年，公司经营活动现金流出20.88亿元，较上年度增长66.63%。公司经营活动产生的现金流量净额-6.98亿元，由正转负。公司投资活动现金流。筹资活动方面，2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额6.61亿元，由负转正。公司筹资活动现金流以外部融资款流入、归还贵安开投借款及往来款为主。

5. 偿债能力

公司存在较大的短期债务支付压力；有息债务规模大幅增长，长期偿债能力下降；间接融资渠道亟待拓宽。公司对外担保规模较大，且被担保方集中，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力看，由于流动负债大幅增长，2017 年底公司流动比率和速动比率较上年同期均有所下降，分别为 645.60%和 161.87%。公司经营性现金流由正转负，其对流动负债不具备保障能力。考虑到公司流动资产中土地使用权占比较大，现金类资产无法覆盖短期债务，公司存在较大的短期偿债支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 1.26 亿元，较上年度增长 7.21%，. 全部债务/EBITDA 倍数为 37.20 倍，较上年度的 21.90 倍有所上升。公司整体偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司及子公司（合并口径）获得各银行授信额度共计人民币 5.50 亿元，未使用授信额度 0.10 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2017年底，公司对外担保金额为60.47亿元，公司担保比率 28.88%，被担保方为股东贵安开投。公司对外担保规模较大，且被担保方集中，公司存在或有负债风险。

九、存续债券偿债保障分析

公司存在一定的存续债券短期偿债压力和集中兑付压力。“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供担保，未来偿债风险极小。

截至 2017 年底，公司存续债券余额 25.00 亿元。其中，一年内到期兑付债券余额 3.00 亿元；公司将于 2019 年集中偿付存续期债券合计 13.00 亿元。2017 年底，公司现金类资产 2.09 亿元；2017 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 13.90 亿元、-6.98 亿元和 1.26 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司存在较大的存续债券短期偿债压力和集中兑付压力。

表9 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	3.00
未来待偿债券本金峰值	13.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.70
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.07
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.54
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

资料来源：联合资信整理

针对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”募投项目，2014 年 8 月 7 日，贵安管委会出具《贵州贵安新区管理委员会关于中心大道道路基础设施项目建设资金平衡配套安排的通知》（黔贵安管函[2014]41 号），为平衡贵安新区中心大道道路工程基础设施项目投资，贵安管委会决定用 5 宗地块对中心大道项目建设资金进行平衡配套安排，5 宗地块出让收入扣除专项资金及相关规税费后贵安新区所获得的土地出让净收益全部返还给公司作为配套资金。上述 5 宗地块原计划于 2016~2020 年安排出让，预计出让价格为 150 万元/亩至 204 万元/亩，预计出让总收入为 70.96 亿元，预计上述土地出让净收益约占土地出让总收益的 70%，公司可获得土地出让净收益约 49.67 亿元。截至 2017 年底，上述土地尚未进行出让，未来上述土地出让收益对“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”本金每年分期偿

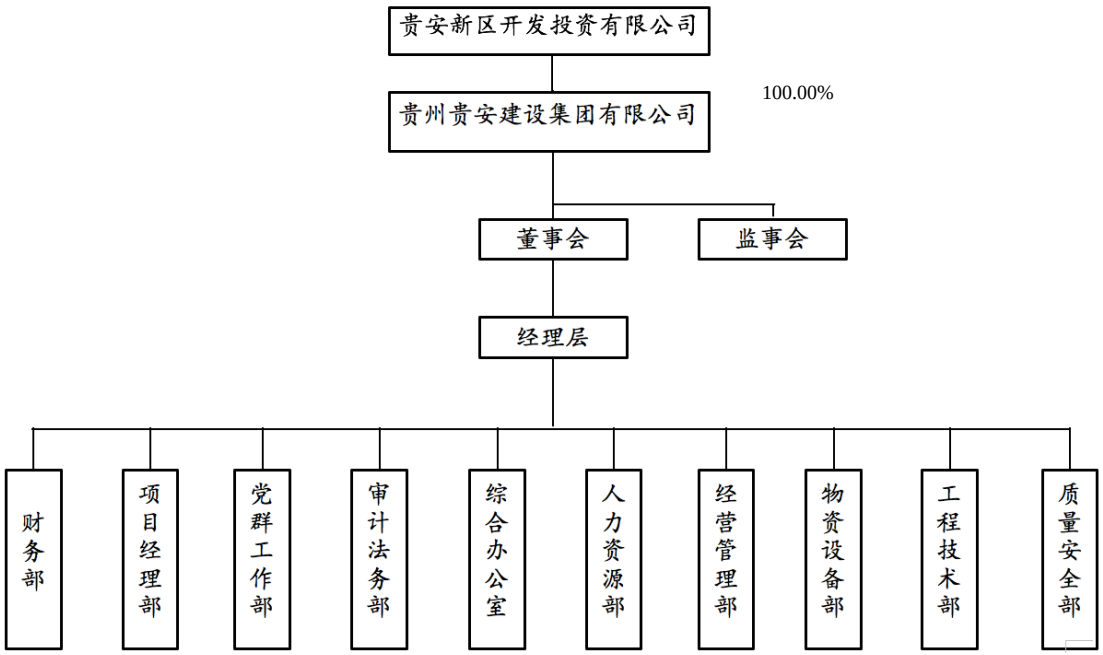
付额的保障情况可能存在一定的不确定性。

此外，“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”由中债增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估，中债增主体长期信用为AAA，担保实力强，增强了“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”本息偿还的安全性。

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，维持“15 贵阳路桥债/15 贵路桥”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织机构图



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)	4.63	2.50	2.09
资产总额(亿元)	258.30	256.93	290.87
所有者权益(亿元)	208.14	208.84	209.36
短期债务(亿元)	9.05	0.90	8.00
长期债务(亿元)	14.88	24.78	38.77
全部债务(亿元)	23.93	25.68	46.77
营业收入(亿元)	12.87	18.82	15.92
利润总额(亿元)	0.55	0.92	0.85
EBITDA(亿元)	0.72	1.17	1.26
经营性净现金流(亿元)	0.86	2.36	-6.98
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.47	1.11	0.93
存货周转次数(次)	0.06	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.06
现金收入比(%)	44.81	48.16	67.84
营业利润率(%)	9.51	10.89	14.41
总资本收益率(%)	0.20	0.35	0.31
净资产收益率(%)	0.19	0.34	0.25
长期债务资本化比率(%)	6.67	10.61	15.63
全部债务资本化比率(%)	10.31	10.95	18.26
资产负债率(%)	19.42	18.72	28.02
流动比率(%)	718.67	1091.30	645.60
速动比率(%)	160.01	239.21	161.87
经营现金流动负债比(%)	2.45	10.12	-16.33
全部债务/EBITDA(倍)	33.12	21.90	37.20

附件 3　主要财务指标指标的计算公式

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

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。