

信用等级公告

联合[2015] 1197 号

联合资信评估有限公司通过对贵州省凯里城镇建设投资有限公司及其拟发行的 2015 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

贵州省凯里城镇建设投资有限公司
主体长期信用等级为
AA

2015 年贵州省凯里城镇建设投资有限公司
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
二零一五年六月十六日

2015 年贵州省凯里城镇建设投资有限公司

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

本期公司债券信用等级: AA

本期公司债券发行额度: 14 亿元

本期公司债券期限: 7 年

偿还方式: 本期债券每年付息一次, 分次还本, 在债券存续期的第 3 年末至第 7 年末, 逐年分别偿还债券本金金额的 20%, 第 3 年到第 7 年每年应付利息随当年本金一起支付。

发行目的: 全部用于凯里市 2014 年棚户区改造工程项目、凯里市 2015 年棚户区改造项目的建设

评级时间: 2015 年 6 月 16 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	61.66	152.14	191.33
所有者权益(亿元)	50.03	94.64	103.33
长期债务(亿元)	8.18	32.43	42.99
全部债务(亿元)	9.36	39.73	57.33
营业收入(亿元)	3.56	6.75	6.58
利润总额(亿元)	1.90	2.18	2.19
EBITDA(亿元)	1.98	2.44	2.72
经营性净现金流(亿元)	2.14	0.66	1.21
营业利润率(%)	28.81	20.78	29.86
净资产收益率(%)	3.00	1.94	1.91
资产负债率(%)	18.85	37.79	45.99
全部债务资本化比率(%)	15.76	29.57	35.68
流动比率(%)	743.41	350.23	216.25
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	16.28	21.04
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.17	0.19

注: 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及全部债务。

分析师

侯煜明 张庆扬

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

贵州省凯里城镇建设投资有限公司(以下简称“凯里城投”或“公司”)是黔东南州重要的基础设施建设主体, 主要负责凯里市的基础设施建设、工程施工和自来水业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对该公司的评级反映了其在资金和股权注入、资产划拨、土地出让金代付和项目回购等方面获得政府的大力支持, 以及公司的工程施工和代建管理业务作为公司利润的主要来源, 自来水业务作为该公司利润来源的重要补充等优势。同时, 联合资信关注到公司整体盈利能力弱, 资产主要以土地和房屋及建筑物为主, 经营活动现金流入受财政资金拨付效率影响大, 公司债务规模快速上升, 未来融资压力较大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

贵州省凯里市经济稳定增长, 财政实力较快提升, 未来城市基础设施建设发展前景良好, 未来随着黔东南州城镇化的进一步发展, 公司的各项业务规模有望持续扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券主要偿债来源为募投项目所产生销售收益, 预计销售收入可覆盖本期债券的全额本息。公司经营活动现金流入量对本期公司债券每年拟偿还额度保障能力较好, 同时本期债券设置的分期还款安排, 有效降低了公司集中偿付压力。

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, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 黔东南州近年来经济快速增长, 为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司为黔东南州凯里市重要的土地开发和基础设施建设主体, 在资金和股权注入、

资产划拨、土地出让金代付和项目回购等方面获得政府的大力支持。

3. 公司基础设施建设项目规模较大，同时自来水等经营性业务作为该公司利润来源的重要补充。
4. 本期公司债券的分期偿还条款有利于减轻公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司盈利能力弱，利润对政府补助依赖程度高；公司主要资金积压在在建工程中，公司收入实现质量逐年下降，受政府拨付进度的影响大。前期项目工程进度滞后，回购资金尚未到位。
2. 公司资产以存货、投资性房地产和在建工程为主，存货主要土地使用权，且其中受限部分占比较大，公司资产流动性弱。
3. 近年来公司有息债务规模快速增长，且公司未来投资相对公司现有营业规模较大，公司面临较大的对外融资需求。
4. 公司本期债券发行额度较大，且与存续债券存在一定的偿债期重合，公司可能面临一定的集中偿付压力。

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）与贵州省凯里城镇建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与贵州省凯里城镇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，未因贵州省凯里城镇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州省凯里城镇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、2015 年贵州省凯里城镇建设投资有限公司公司债券信用等级自本期公司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

贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“凯里城投”或“公司”）成立于 2010 年 3 月 25 日，系经贵州省黔东南州人民政府《黔东南州人民政府关于成立贵州省凯里城镇建设投资有限公司的批复》（黔东南府函[2010]16 号）批准成立的具有独立法人资格的国有控股公司，成立时，注册资本为人民币 100000.00 万元，实收资本 20000.00 万元。根据公司章程规定，由股东分次出资，首期出资 20000.00 万元，全部由凯里市财政局以货币形式出资。2012 年 12 月 19 日，根据《公司法》及公司章程规定，公司全部股东认缴剩余出资 80000.00 万元，黔东南州人民政府以实物资产形式缴纳 51000.00 万元、凯里市人民政府以货币形式缴纳 27000.00 万元、麻江县人民政府以货币形式缴纳 1000.00 万元、贵州凯里经济开发区（西区）管理委员会以货币形式缴纳 1000.00 万元，同月，公司完成工商变更。截至 2015 年 3 月底，公司实收资本 100000.00 万元，黔东南州人民政府持有公司 51% 股权，为公司第一大股东和实际控制人。

公司经营范围包括：土地开发、市政公用基础设施及相关配套项目建设、投融资与经营开发；河道治理，道路改造、建设项目土地一级开发；城市基础设施改造配套项目的投资、建设和经营；污水处理、垃圾处理等人民政府批准的市政公用基础设施及经营权的转让；广告经营；停车场管理经营；承接其他建设项目的开发及建设项目投资策划、咨询服务；房地产开发、市政建设监理、拆迁安置、物业管理、园林绿化；矿产资源投资开发及销售；仓储、物流。

截至 2015 年 3 月底，公司本部下设办公室、财务部、工程部、计划发展部 4 个部门，全资子公司 6 家，分别为贵州省凯里黔城房地产开发有限公司、贵州省凯里财富投资有限公司（以下简称“凯里财富”）、凯里市自来水公司（以下简称“自来水公司”）、凯里市建设工

程总公司（以下简称“凯里市建”）、凯里市交通建设工程公司（以下简称“凯里交建”）和凯里市文化旅游产业投资发展有限公司（以下简称“文投公司”）。

截至 2014 年底，公司资产总额 191.33 亿元，所有者权益 103.33 亿元。2014 年，公司实现营业收入 6.58 亿元，实现利润总额 2.19 亿元。

公司注册地址：贵州省凯里市风情大道 1 号；法定代表人：潘胜洪。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 14 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式，附设本金提前偿还条款。

本期债券每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第 3 年末到第 7 年末，逐年分别偿还债券本金金额的 20%。第 3 年到第 7 年每年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券发行募集资金 14 亿元，全部用于凯里市 2014 年棚户区改造工程项目、凯里市 2015 年棚户区改造工程项目的建设，以上两个项目已经有权部门批准。其中，5.40 亿元用于凯里市 2014 年棚户区改造工程，该项目总投资 12.54 亿元；8.60 亿元用于凯里市 2015 年棚户区改造工程，该项目总投资 18.76 亿元。具体用途及金额如表 1 所示。

表 1 本期债券募集资金投向情况表（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金使用比例
凯里市 2014 年棚户区改造工程	125359.51	54000	43.08%
凯里市 2015 年棚户区改造工程	187636.14	86000	45.83%
合计	312995.65	140000	44.73%

资料来源：公司提供

(1) 凯里市 2014 年棚户区改造工程 建设内容

凯里市 2014 年棚户区改造工程位于凯里市，总计有九个实施片区，分别为马坡井片区棚户区、涤纶厂片区棚户区、棉纺厂片区棚户区、凯里市 262 厂棚户区、营盘西路片区棚户区、韶山南路片区棚户区、凯里市公交公司片区棚户区、城南片区棚户区、凯里监狱片区棚户区。建筑总面积 516960.30 平方米，规划占地面积 212083.57 平方米，结构类型为框架结构，层数及建筑高度符合凯里市镇建筑控制范围，拆迁户数为 5015 户，拆迁面积大约为 414129.00 平方米。凯里市 2014 年棚户区改造工程项目建筑密度控制在 23%，建筑容积率控制在 2.43，绿化率控制在 25%，符合国家棚户区改造项目的经济技术指标控制范围内。新建住宅楼建筑面积为 453775.00 平方米（80 平方米占 30%，95 平方米占 70%），商业建筑面积为 44229.71 平方米，公用建筑面积为 18955.59 平方米，同时建设给排水及消防工程、通风机排烟系统、照明及防雷系统、火灾报警系统、电梯、室外管网等配套建设、道路及地面硬化工程、绿化工程等。

主要建设内容为棚户区征地、拆迁、土地平整、还房安置、还房区内配套基础设施建设等。

项目审批情况

凯里市 2014 年棚户区改造工程项目于 2014 年 1 月 4 日获得凯里市住房和城乡建设局颁发的编号为选字第 520000201419841 号的建设项目选址意见书，认定本建设项目符合城乡规划要求。

凯里市 2014 年棚户区改造工程项目于 2014 年 1 月 6 日获得凯里市环境保护局出具的《关于对凯里市 2014 年棚户区改造工程环境影响报告书的批复》（凯环函[2014]003 号），同意该项目组织实施，并对项目施工、山体开挖、水土保持、绿化、污水及废弃物处理等进行了审查。

凯里市 2014 年棚户区改造工程项目于

2014 年 1 月 10 日获得凯里市国土资源局出具的《凯里市国土资源局关于凯里市 2014 年棚户区改造工程项目建设用地预审意见的函》（凯国土资函[2014]47 号），认定该项目总用地面积 212083.57 平方米，符合国家供地政策和产业政策，不涉及新占耕地。

凯里市 2014 年棚户区改造工程项目于 2014 年 1 月 17 日获得凯里市发展和改革局出具的《关于凯里市 2014 棚户区改造工程项目可行性研究报告的批复》（凯发改基建[2014]5 号）批复可研，项目建设工期为 3 年，总投资额为 125359.51 万元。

项目资金来源及实施进度

凯里市 2014 年棚户区改造工程估算总投资 125359.51 万元，资金来源为银行贷款和企业自筹，其中拟使用债券资金 54000.00 万元。

凯里市 2014 年棚户区改造工程建设工程工期 3 年，已于 2014 年 6 月开工建设，截至 2015 年 5 月底，已累计完成投资约 2.83 亿元。已基本完成拆迁，还房小区正在有序建设。

项目资金回收模式及经济效益分析

凯里市 2014 年棚户区改造工程项目建设完成后形成的超出还房部分住宅、超出商业部分、停车位等可出售资产的销售，预计将获得出售销售收入 14.00 亿元，如表 2 所示。

表 2 2014 年棚户区改造工程项目完成后可出售资产情况

序号	可出售资产	数量或面积	单价	预计销售收入(亿元)
1	超出还房部分住宅	113025m ²	3400 元/m ²	3.84
2	超出商业部分	33878.71 m ²	17000 元/m ²	5.76
3	停车位	5500 个	80000 元/个	4.40
合计				14.00

数据来源：凯里市 2014 年棚户区改造工程项目可行性研究报告

(2) 凯里市 2015 年棚户区改造工程 建设内容

凯里市 2015 年棚户区改造工程位于凯里市，总计有十二个实施片区，分别为岩头河村片区城市棚户区、营盘西路片区城市棚户区、

北京东路延伸段永华片区城市棚户区、韶山南路拱桥巷片区城市棚户区、韶山南路工行片区城市棚户区、康复路片区城市棚户区、光明路原市一水泥厂职工宿舍片区城市棚户区、小十字西侧片区城市棚户区、宁波路原标件厂片区城市棚户区、文化北路原州农校老校区城市棚户区、金井路州林汽片区城市棚户区、北京东路苹果山片区城市棚户区。建筑总面积 799027.33 平方米，规划占地面积 522622.41 平方米，结构类型为框架结构，层数及建筑高度符合凯里市镇建筑控制范围，拆迁户数为 4000 户，拆迁面积大约为 396000.00 平方米。新建住宅楼建筑面积为 627007.88 平方米（80 平方米占 30%，95 平方米占 70%），商业建筑面积为 137615.56 平方米，公用建筑面积为 34403.89 平方米，同时建设给排水及消防工程、通风机排烟系统、照明及防雷系统、火灾报警系统、电梯、室外管网等配套建设、道路及地面硬化工程、绿化工程等。

主要建设内容为棚户区征地、拆迁、土地平整、还房安置、还房区内配套基础设施建设等。

项目审批情况

凯里市 2015 年棚户区改造工程项目于 2015 年 1 月 4 日获得凯里市住房和城乡建设局颁发的编号为选字 520000201419742 号的建设项目选址意见书，认定本建设项目符合城乡规划要求。

凯里市 2015 年棚户区改造工程项目于 2015 年 1 月 12 日获得凯里市环境保护局出具的《关于对凯里市 2015 年棚户区改造工程环境影响报告书的批复》（凯环函[2015]036 号），同意该项目组织实施，并对项目施工、山体开挖、水土保持、绿化、污水及废弃物处理等进行了审查。

凯里市 2015 年棚户区改造工程项目于 2015 年 1 月 9 日获得凯里市国土资源局出具的《凯里市国土资源局关于凯里市 2015 年棚户区改造工程项目建设用地预审意见的函》（凯国土资函[2015]5 号），认定该项目总用地

面积 522622.41 平方米，符合国家供地政策和产业政策，不涉及新占耕地。

凯里市 2015 年棚户区改造工程项目于 2015 年 1 月 19 日获得凯里市发展和改革委员会出具的《关于凯里市 2015 年棚户区改造工程项目可行性研究报告的批复》（凯发改基建[2015]26 号）批复可研，项目建设工期为 3 年，总投资额为 187636.14 万元。

项目资金来源及实施进度

凯里市 2015 年棚户区改造工程估算总投资 187636.14 万元，资金来源为银行贷款和企业自筹，其中拟使用债券资金 86000.00 万元。

凯里市 2015 年棚户区改造工程建设工程工期 3 年，已于 2015 年 4 月开工建设，截至 2015 年 5 月底，已累计完成投资约 220.00 万元。

项目资金回收模式及经济效益分析

凯里市 2015 年棚户区改造工程项目建设完成后形成的超出还房部分住宅、超出商业部分、停车位等可出售资产的销售，保守测算将获得出售总收益 31.09 亿元。

表 3 2015 年棚户区改造工程项目完成后可出售资产情况

序号	可出售资产	数量或面积	单价	预计销售收入(亿元)
1	超出还房部分住宅	238987.88m ²	3200 元/m ²	7.65
2	超出商业部分	129635.56 m ²	15000 元/m ²	19.45
3	停车位	5000 个	80000 元/个	4.00
合计				31.09

数据来源：凯里市 2015 年棚户区改造工程项目可行性研究报告

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表

现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义

货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展主要预期目标为GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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，全国各地区城建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。

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方

政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到此次融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作

用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

(2) 中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014 年全年,全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元,比上年名义增长 15.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 2.29 万亿元。2014 年全年新增铁路投产里程、新建公路里程和港口万吨级码头泊位新增吞吐能力分别为 8427 公里、65260 公里和 43553 万吨。

截至 2014 年底,中国城镇化率为 54.77%,较上年提高 1.07 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投资融资功能,

将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

公司是凯里市基础设施建设业务、土地开发和工程建设业务、以及自来水业务的建设和经营主体,公司的经营、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响,并与城市建设、城市发展规划密切相关。

(1) 黔东南州经济状况

黔东南州,即黔东南苗族侗族自治州,位于贵州省东南部,截至 2014 年底,下辖 17 个县市(区),州府为凯里市,西距省府贵阳 160 余公里。黔东南州东邻湖南省怀化市,南接广西壮族自治区柳州、河池市,西连黔南布依族苗族自治州,北抵遵义、铜仁两地区,面积 30337.1 平方公里。截至 2014 年底,黔东南州全州年末常住人口 347.75 万人,有苗、侗、汉、布依、水、瑶、壮、土家等 33 个民族,其中非农人口 45.45 万人。根据《黔东南州 2014 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示:2014 年黔东南州全州全年实现生产总值 701.71 亿元,比上年增长 14.4%,排在全省第 4 位。分产业看,第一产业增加值 124.55 亿元,同比增长 6.8%;第二产业增加值 214.19 亿元,同比增长 14.7%;第三产业增加值 362.97 亿元,同比增长 16.8%。第一、二、三次产业增加值占全州生产总值的比重为 17.8%、30.5%和 51.7%。在三次产业中,第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 8.1%、35.2%和 56.7%。全州人均生产总值 20161 元。全州城镇居民人均可支配收入 20990 元,比上年增长 10.8%;全年城市居民人均消费支出 12684 元,比上年增长 11.95%。

固定资产投资方面,2014 年黔东南州全州全社会固定资产投资完成 1302.57 亿元,比上年增长 26.8%。其中,州内 500 万元以上项目施工项目 2608 个,比上年下降 1.9%;投资累

计完成 680.45 亿元，比上年增长 21.7%。全州房地产开发投资完成 134.74 亿元，比上年增长 0.7%。

总体看，黔东南州经济相对落后，经济实力不强，但近年来经济保持较快增长，为公司发展提供了较好的外部环境。

（2）黔东南州财政概况及政府债务

近年来，黔东南州财政实力较快提升，财政收入增长较快。2014 年黔东南州全年财政总收入 124.22 亿元，比上年增长 5.3%。其中，公共财政预算收入 92.63 亿元，比上年增长 7.7%。公共财政预算支出 308.38 亿元，比上年增长 10.6%。

表 4 黔东南州 2012~2014 年地方财力明细情况（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
（一）地方一般预算收入	700750	859931	926328
1、税收收入	454561	512221	622721
2、非税收入	246189	347710	303607
（二）转移支付和税收返还收入	1763937	1925083	4185973
1、一般性转移支付收入	945780	1051552	1144379
2、专项转移支付收入	788214	843588	3010000
3、税收返还收入	29943	29943	31594
（三）国有土地使用权出让收入	614776	533561	397116
1、国有土地使用权出让金	558799	453874	387637
2、其他	55977	79687	9479
（四）预算外财政专户收入	32096	35915	86515
地方可控财力=（一）+（二）+（三）+（四）	3111559	3354490	5595932

资料来源：黔东南州财政局

从黔东南州地方综合财力的结构来看，一般预算收入和转移支付收入是黔东南州财政收入的主要来源，财政收入对上级补助的依赖程度较高，2014 年黔东南州专项转移支付收入大幅增加，主要是由于 2014 年国家对于黔东南州的投资力度加大，黔东南州里向省和国家申请

大量项目资金所致。政府性基金收入主要来自于国有土地使用权出让获得的收入，受宏观政策和市场影响，存在较大的波动，具有不确定性。截至 2014 年底，黔东南州地方政府债务余额 448.90 亿元，政府债务率为 80.22%。目前，黔东南州地方政府债务负担重。

表 5 截至 2014 年底黔东南州地方政府债务情况（单位：万元）

地方财力（2014 年度）	金额	地方债务（截至 2014 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	926328	（一）直接债务余额	4400352
1. 税收收入	622721	1. 外国政府贷款	
2. 非税收入	303607	2. 国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	4185973	3. 国债转贷资金	
1. 一般性转移支付收入	1144379	4. 解决地方金融险专项借款	
2. 专项转移支付收入	3010000	5. 国内金融机构借款	
3. 税收返还收入	31594	（1）政府直接借款	
（三）国有土地使用权出让收入	397116	（2）由财政承担偿还责任的融资平台中心借款	
（四）预算外财政专户收入	86515	6. 其他	
		（二）担保债务余额	177205
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	5595932	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	4488955

债务率=（地方政府债务余额+地方综合财力）×100%	80.22%
资料来源：黔东南州财政局	

总体看，近年黔东南州地方综合财力不断增长，其构成以一般预算收入和转移支付收入为主。随着经济快速发展，黔东南州财政实力将稳步增强，公司外部发展环境向好。

（3）凯里市区域概况

凯里市位于贵州省东部，黔东南苗族侗族自治州西部，是黔东南州州府所在地。总面积 1306 平方公里。凯里市是贵州省东部地区的政治、经济、文化、信息中心。湘黔铁路、株六复线铁路、凯麻高速公路、凯玉高速公路和 320 国道等贯穿全境。

根据凯里市《2014 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示：2014 年凯里市全市实现地区生产总值 179.57 亿元，比上年增长（按可比价计算）17.4%。分产业看，第一产业增加值 9.92 亿元，增长 6.2%；第二产业增加值 58.88 亿元，增长 17.7%；第三产业增加值 110.77 亿元，增长 18.2%。在三次产业中，第一、二、三次产业对经济增长的贡献率为 1.9%、38.8%和 59.3%。全市人均生产总值 36702 元，增长 17.16%。全市城镇居民人均可支配收入 22401 元，比上年实际增长 8.98%；城镇居民人均消费支出 15424.18 元，比上年实际增长 20.67%。

固定资产投资方面，2014 年凯里市全市全社会固定资产投资完成 400 亿元，同比增 34.8%。其中，50 万元以上固定资产投资完成 353.8 亿元，比上年增长 26.54%。全市房地产开发投资完成 54.78 亿元，比上年下降 15.11%。

在地方财政方面，2014 年凯里市全年财政总收 51.42 亿元，比上年增长 7.37%。其中公共财政预算收入 36.13 亿元，比上年增长 9.87%，其中税收收入完成 22.59 亿元，增长 46.53%。公共财政预算支出 47.61 亿元，比上年增长 5.41%。

总体看，凯里市作为黔东南州州府所在地，经济保持稳定增长，地方财政实力较快提升，城市建设进一步发展，为公司发展提供了

良好的外部环境。

（4）区域未来发展

根据《2012 年黔东南苗族侗族自治州人民政府工作报告》，“十二五”期间，黔东南州将加快实施城镇带州战略，在构建现代城镇体系和统筹城乡协调发展上实现重大突破。城镇化将进入快速发展期，力争城镇化率每年提高 2 个百分点。坚持以规划为龙头引领城镇建设，科学编制和严格实施城镇建设规划，抓紧完成州域城镇体系规划，尽快完善县城规划体系。重点加快凯里至下司滨江道路系统建设，争取建设凯里至都匀城市干道、凯里高速环线和凯里至昌明高速公路，全面建成县城以上城镇骨干路网。因此，随着黔东南州“十二五”规划的逐步推进，基础设施需求将进一步增长，黔东南州基础设施投资仍有广阔的发展空间。

根据《凯里市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，“十二五”期间，凯里市作为全州唯一的区域性中心城市，全州政治、经济、文化、交通中心，将按照加速发展、加快转型、推动跨越的总体要求，加快形成推进新型工业化、城镇化、农业产业化和区域开放发展新格局，使凯里市成为带动黔东南州工业化和城镇化的领头羊，成为黔中经济区崛起的重要支撑，将凯里建成贵州东部区域性大城市和重要的新型工业基地、特色优质农产品基地、新兴商贸物流中心和独具苗侗民族文化特色的国际性旅游城市。

在城市基础设施建设方面，凯里市将进一步完善中心城市和城镇配套设施建设，加快中心城区发展。“十二五”期间，继续强化路网引领城市发展，重点解决好各城市组团区之间的联络问题，同时完善各区内路网。全力打造四条城市发展主轴线，为构建凯里-都匀城市群打下基础。同时，加强中心城区供水、绿化、污水处理及垃圾填埋等基础设施和市政设施建设，提高城市供水保障能力。加快城镇防洪工程、公共消防设施建设，增强防灾减灾能力；

加快建设输配水管网工程、污水管网工程、城区污水收集系统、生活垃圾卫生填埋场及民用燃气厂，提高城镇垃圾、污水处理率和供气普及率；建成医疗垃圾处置中心，完善城市危害废弃物处置系统设施；完善城区电网，提高城镇供电保障能力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 10.00 亿元，其中黔东南州人民政府、凯里市人民政府、麻江县人民政府和贵州凯里经济开发区（西区）管理委员会分别持有公司 51%、47%、1%和 1%股权。公司实际控制人为黔东南州人民政府。

2. 企业规模

公司经黔东南州人民政府批准成立，是黔东南州主要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体。近年，公司经营规模不断扩大，承担了黔东南州凯里市及凯麻同城化区域内大量的基础设施建设工程项目和土地开发与整理。同时，公司作为黔东南州凯里市唯一的一家供水企业，承担着整个凯里市区的自来水供水业务。总体看，公司在凯里地区业务具有一定的垄断性。

3. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司高级管理人员包括董事长、经理、副经理等共 4 人。

公司董事长潘胜洪先生，苗族，中共党员，大专学历。曾任凯里市市政工程公司办公室秘书、办公室主任，凯里市市政建设开发有限责任公司办公室主任、常务副经理，贵州省凯里城镇建设投资有限公司计划发展部部长等职务。现任公司董事长兼法人代表，兼任凯里城镇建设投资管理中心项目办主任。

公司经理牙莉莉女士，壮族，中共党员，大专学历。曾任贵州凯里市公共交通总公司工程师，贵州省凯里城镇建设投资管理工程

师，贵州省凯里城镇建设投资有限公司监事等职务。现任公司经理。

截至 2015 年 3 月底，公司在职员工 627 人。从年龄分布来看，30 岁以下 142 人（占比 22.65%），30~50 岁 372 人（占比 59.33%），50 岁以上 113 人（占比 18.02%）；从文化程度来看，大专以下学历 392 人（占比 62.52%），大专学历 152 人（占比 24.24%），本科及以上学历 83 人（占比 13.24%）。

总体看，公司高管人员具有政府工作背景及丰富的公司业务管理经验，职工整体素质尚可，可满足公司日常经营需要。

4. 政府支持

资本金支持

公司系根据贵州省黔东南州人民政府《黔东南州人民政府关于成立贵州省凯里城镇建设投资有限公司的批复》（黔东南府函[2010]16 号）、凯里市人民政府《市人民政府关于成立贵州省凯里城镇建设投资有限公司的通知》（凯府发[2010]7 号）设立的有限责任公司（国有控股），经凯里市工商行政管理局核准，于 2010 年 3 月 25 日取得 522601000121568 号《企业法人营业执照》。公司注册资本为 10.00 亿元，首期出资 2.00 亿元全部由凯里市人民政府以货币形式出资。2012 年 12 月 19 日，根据公司章程规定由股东认缴剩余出资 8.00 亿元，分别由黔东南州人民政府、凯里市人民政府、凯里经济开发区管理委员会、麻江县人民政府缴纳 5.10 亿元、2.70 亿元、0.1 亿元和 0.1 亿元。截至目前，公司已全额缴足注册资本 10.00 亿元，其中黔东南州人民政府占注册资本的 51%；凯里市人民政府占注册资本的 47%；凯里经济开发区管理委员会占注册资本的 1%；麻江县人民政府占注册资本的 1%。

资产注入

公司自成立以来，从黔东南州政府及凯里市政府获得了大量资产。凯里市政府于 2010~2013 年分别将凯里市自来水公司股权、凯里市建设工程总公司股权、凯里市交通建设

工程公司、凯里市文化旅游产业投资发展有限公司的股权无偿划拨给公司，同期，公司先后获得了凯里民族风情园的土地和房产、凯里市东门街农贸市场、凯里市友庄路部分商业用房地产和桐荫坪路北侧气象台东侧土地等房产及土地资产。

表 6 2010~2012 年公司获得资产及股权情况

时间	文件号	获得资产	评估价值(万元)
2010 年	凯府发[2010]15 号	凯里自来水股权	1466.00
2010 年~2012 年	黔东南府函[2010]165 号、	凯里市民族风情园	193115.60
	黔东南府函[2011]256 号、		
	黔东南府函[2012]178 号		
2011 年	凯府发[2011]44 号	凯里市建股权	3000.00
2011 年	凯府专议[2011]262 号	原市政开发公司	1.40
2012 年	凯府函[2012]530 号	西出口会展中心房产	25923.00
2012 年	凯府函[2012]584 号	桐荫坪路北侧州气象台东侧土地一宗	51540.79
2012 年	凯府函[2012]532 号	友庄路商用房	8366.67
2012 年	凯府函[2012]531 号	东门农贸市场房产	11241.31
2012 年	凯府发[2012]81 号	凯里交建股权	1200.00
合计			295854.77

资料来源：公司提供

2013 年，根据《市人民政府关于拨付流动资本金的通知》（凯府发[2013]46 号），公司于 2013 年通过出让获得了开怀片区（康巴）十宗土地，用途为商业、住宅用地，使用权性质全部为出让地，土地总面积 2634387.20 平方米，评估价值共计 432177.57 万元，相关土地出让金由凯里市财政局代为支付，并相应计入公司“存货”及“资本公积”会计科目。

2014 年，根据凯府发（2014）50 号、凯国资通[2014]12 号、凯国资通[2015]1 号等文件精神，将位于九寨沟片区九寨变电站东侧州职业技术高中北侧、凯里市金山大道北侧 653517.26 平方米土地使用权等（价值 62816.22 万元），拨付给凯里市建设工程总公

司使用，并相应计入公司的“无形资产”和“资本公积”科目。

随着黔东南州国民经济综合实力的不断提升以及城镇化的进一步发展，州政府和凯里市政府必将会加大对公司的支持力度，公司相关业务优势将会更加明显。

工程代建与 BT 项目

黔东南州人民政府和凯里市人民政府分别就部分项目与公司签订委托代建协议，公司主要负责凯里市区域内的基础设施建设，也可根据实际情况另行委托或依法按程序发包给有资质的第三方作为委托建设主体项目的具体实施主体，但公司承担相应的项目管理责任。

2013 年开始，公司就凯里市滨河路道路工程建设项目、凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程与凯里市人民政府签订了投资建设回购协议。

政府补贴

2012~2014 年，公司分别从凯里市财政局获得政府补贴 0.51 亿元、1.37 亿元和 1.26 亿元，分别计入当年的营业外收入。

总体看，公司作为贵州省黔东南州重要的城市基础设施建设及资产管理主体，近年在资金、资产及土地注入、工程施工及土地开发政策支持等多方面得到黔东南州人民政府及凯里市人民政府的大力支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，增强了公司的外部融资能力。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依据《公司法》及《公司登记管理条例》成立的国有控股有限责任公司，公司设立了股东会、董事会和监事会，具有完善法人治理结构。

公司设立股东会，股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构。股东会主要行使决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、

监事的报酬事项，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案，对公司增加或减少注册资本做出决议，对发行公司债券作出决议，对公司合并、分立、解散、变更公司形式、解散和清算等事项作出决议做出决议，修改公司章程等股东权利。

公司依法设立董事会，董事每届任期三年。董事会成员由 5 人组成，其中职工代表 2 人。董事会主要行使召集临时股东会议，向股东报告公司工作，制订公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案，制订公司增加或者减少注册资本的方案，制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案，决定公司内部管理机构的设置，聘任或者解聘公司总经理，根据总经理提名，聘任或者解聘公司副经理、财务负责人，制订公司的基本管理制度等职权。

公司设监事会，成员为 3 人，其中职工代表的比例不得低于三分之一。监事会负责对董事会成员以及其他高级管理人员进行监督，防止其滥用职权，侵犯股东、公司及公司员工的合法权益。监事会行使检查公司的财务，对董事、经理及其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或公司章程的行为进行监督，当董事、经理及其他高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求予以纠正等职权。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。总经理行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案，拟订公司的基本管理制度，制定公司的具体规章，提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人，聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的人员等职权。

2. 管理水平

公司结合实际状况和特点，在财务管理、

工程管理、计划发展等各方面均建立了内部管理制度和工作程序。

在财务管理方面，公司设置财务部，负责审核公司对外经营、对内服务中使用票据合法性、合理性和规范性以及报销工作，负责公司经费对上请领、内部调拨及经费的收、支工作，同时定期对公司各部门的收、支情况进行分析，及时向总经理汇报资金运转情况，参与公司各部室会议和经营管理、预测、决策以及审核、审查重要经济活动，并根据公司财力和发展编制财务预、结算表等。

在工程管理方面，公司设置工程部，以协助相关部门完成工程规划、方案设计、施工图纸设计、招投标、合同会审等工作，负责建设工程现场质量、安全、进度的监督管理，按程序对施工现场就他方提出的有关报告作出处理意见，并上报分管领导，待审批后及时落实。同时负责做好工程计量，对支付申请完成的工作内容进行初审并签署意见，并定期对工程的进度、质量、投资及工程有关情况向领导汇报。负责组织竣工验收，负责工程竣工资料的审查，负责工程技术资料的管理，完成相关资料的收集、整理、归档等。

在项目管理和公司发展方面，公司设置计划发展部，负责研究提出公司发展战略、年度发展计划和中长期发展规划，负责编制前期项目计划，年度投资计划和资金平衡计划，负责提出土地储备、出让、利用和项目实施工地计划，按照基本建设程序，负责建设项目前期申报手续，负责工程征地、拆迁、安置，项目库建设等工作。同时负责项目招投标和合同草拟、签订，负责项目前期资料收集、整理和档案管理工作。负责公司资产营运管理工作。

总体看，公司法人治理结构较为健全，机构设置合理；同时公司建立的管理制度能够满足公司日常经营管理的需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是经黔东南州人民政府批准成立的

国有控股企业，是黔东南州主要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体，主要从事凯里市区域内的基础设施建设、工程建设和自来水供水业务。2012~2014 年，公司营业收入分别为 3.56 亿元、6.75 亿元和 6.58 亿元。公司营业收入构成主要包括代建项目管理业务收入、工程施工业务收入和城市供水业务收入。

工程施工业务和代建管理业务为公司营业收入和利润的主要来源，分别占 2014 年公司营业收入的 74.25%和 11.40%；2012~2014

年，城市供水业务分别占当年公司营业收入的 11.32%、7.78%和 8.92%，成为公司营业收入和利润的有效补充。

从毛利率上看，公司综合毛利率波动上升，2012~2014 年分别为 32.56%、24.88%和 33.70%，2013 年公司综合毛利率出现较大下降，主要系毛利率较低的工程施工业务快速增长所致；2014 年公司工程施工业务毛利率大幅上升，以及将运营亏损的文化表演业务的孙公司银秀公司划出合并范围，使公司 2014 年毛利率有所回升。

表 7 2012~2014 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务类型	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
代建管理业务	7491.85	100.00%	21.02%	10313.14	100.00%	15.27%	7497.63	100.00%	11.40%
水费	4032.68	25.40%	11.32%	5253.01	31.16%	7.78%	5870.10	27.78%	8.92%
安装维修费	1045.61	23.34%	2.93%	1890.22	5.26%	2.80%	1369.34	15.88%	2.08%
工程施工	22902.53	11.70%	64.26%	47569.93	11.33%	70.45%	48852.12	23.48%	74.25%
租赁							1064.22	69.73%	1.62%
车辆运输							461.14	25.16%	0.70%
文化表演				2080.61	-45.90%	3.08%			
其他	166.02	98.80%	0.47%	417.32	76.59%	0.62%	677.73	72.64%	1.03%
合计	35638.69	32.56%	100.00%	67524.22	24.88%	100.00%	65792.27	33.70%	100.00%

资料来源：审计报告

2. 业务板块

代建管理

黔东南州人民政府、凯里市人民政府（委托方）分别就部分项目与公司（受托方）签订委托代建协议，公司负责凯里市区域内的基础设施建设，也可根据实际情况另行委托或依法按程序发包给有资质的第三方作为委托建设主体项目的具体实施主体，但公司承担相应的

项目管理责任。根据协议，在项目建设的初期和实施阶段，根据实际需要，委托方先行拨付项目建设资金；每年年末，委托方向公司拨付工程进度款；待项目竣工验收合格后结算剩余款项。委托方将支付给公司所承担项目的建设成本并加 20%作为委托建设管理费，公司仅将管理费确认收入。

表 8 截至 2014 年底公司代建项目情况（单位：万元）

项目名称	2012 年确认收入	2013 年确认收入	2014 年确认收入	截止 2014 年底已投资	截至 2014 年底确认的总收入
火车站至北出口	676.69	705.43	368.22	13267.33	2653.47
永丰路至玻璃厂	2111.92	594.29	286.18	24070.29	4814.06
棉纺厂 13 号路	323.54	233.01	321.08	10957.61	2191.52
棉纺厂 13 号路延伸段	241.65	462.89	429.42	7870.93	1574.19
永丰西路延伸段	169.59	77.47	72.03	2080.75	416.15
火车站至北出口延伸段	460.46	437.87	60.96	5675.86	1135.17

凯开大道至阳光铝厂建设项目	606.43	223.07	69.20	6083.04	1216.61
棉纺东路建设工程	30.22	0.17	0.00	901.66	180.33
开怀土地收储项目	0.00	5205.30	4264.30	47347.99	9469.60
滨江路一段	173.71	31.49	43.33	1242.67	248.53
滨江大道（玻璃厂至下司）	2697.64	-2697.64	0.00	0.00	0.00
炉山万潮片区土地整治项目	0.00	5039.77	1582.93	33113.50	6622.70
合计	7491.85	10313.14	7497.65	152611.63	30522.33

资料来源：公司提供

近年随着凯里市基础设施建设项目投资额的逐步增长，公司的代建管理费收入维持较高水平，2012~2014 年，公司代建项目建设成本分别为 3.75 亿元、5.16 亿元和 3.75 亿元，对应现金流出计入“购建固定资产、无形资产等支付的现金流”科目，实现代建管理费收入分别为 7491.85 万元、10313.14 万元和 7497.63 万元，截至目前，公司代建管理费到位情况良好。未来公司基础设施建设业务规模有望继续增长，但黔东南州经济实力相对落后，经济实力不强，公司基础设施建设收入规模受经济环境及市场波动影响较大。

工程施工

凯里市建、凯里交建为公司工程施工业务的经营实体，其中，凯里市建具备国家房屋建筑工程施工总承包二级，市政公用工程施工总承包叁级资质。凯里市人民政府分别于 2011 年和 2012 年先后将两家公司股权无偿划拨至公司，公司工程施工业务规模逐年增长。

表 9 公司工程施工业务近年签署合同情况
(单位：个、万元)

年度	2012 年	2013 年	2014 年
新签合同个数(凯里市建)	27	43	14
新签合同金额(凯里市建)	19334.45	36689.30	5185.71
新签合同个数(凯里交建)	12	19	17
新签合同金额(凯里交建)	19993.00	57611.92	4825.92

资料来源：公司提供

凯里市建和凯里交建两家公司主要承接凯里市各类政府部门的项目，其经营模式为公司通过招投标方式承接项目并施工建设，凯里

市建、凯里交建根据建造合同方式确定收入和成本。由于公司的项目主要为政府投资项目，由公司先行垫资，政府部门通常会根据项目进度向公司支付工程建设款，公司承建项目资金回收较有保障。

2014 年，公司工程施工收入毛利率分别大幅上升，主要系凯里市建于 2013 年将成本核算方式由根据完工进度确认调整为根据成本确认，并据此回溯调整 2012~2013 年的成本计量所致。2012~2014 年，公司分别实现工程施工收入 2.29 亿元、4.76 亿元和 4.89 亿元。同时，联合资信关注到公司 2014 年新签工程施工合同数出现较大下降，对未来收入继续稳定增长带来一定的不利影响。

项目回购

2013 年，公司就其承担的凯里市滨河路道路工程建设项目和凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程与凯里市人民政府签订了投资建设回购协议。

凯里市滨河路道路工程建设项目由黔东南州发展和改革委员会以《关于凯里市滨河路道路工程建设项目可行性研究报告的批复》（州发改投资[2010]110 号文）批准，该项目于 2010 年 10 月动工建设。公司与凯里市人民政府签订了投资建设回购协议，回购期限为 7 年，从 2014 年到 2020 年以现金分期支付投资建设回购款，投资回报率按总投资额的 30% 计算，回购款共计 273791.32 万元。

凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程建设项目由黔东南州发展和改革委员会以《关于凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程可行性研究报告的批复》（州发改交能[2012]93 号文）批准，于 2012 年年底开工建设。公司与

凯里市人民政府签订了投资建设回购协议，回购期限为7年，从2014年到2020年以现金分期支付投资建设回购款，投资回报率按总投资额的30%计算，回购款共计192653.27万元。

上述两个回购项目部分建设资金由公司2013年发行的额度为5亿元公司债券“13黔凯里城投债01”和额度为10亿元公司债券“13黔凯里城投债02”募集。

截止2014年底，由于上述回购项目实际工程进度滞后，尚未开始确认收入。公司预计将于2015年产生回购收入。

2014年，公司就其承担的凯二大道城市主干道建设、凯里市炉山至下司快速通道建设工程和凯里市第一职业学校门前开怀至薅支坪城市主干道建设等项目与凯里市政府签订了投资建设回购协议，投资回报率为总投资额的30%，项目建设完成并经竣工验收合格后，分期支付回购款项。

表10 公司2014年签署回购项目的回购安排

项目	总投资	回购资金	回购期限
凯二大道城市主干道建设	51667.65	67176.95	2016~2023年
凯里市炉山至下司快速通道建设工程	54000.00	70200.00	2017~2024年
凯里市第一职业学校门前开怀至薅支坪城市主干道建设项目	3691.17	4758.52	2015~2019年

资料来源：公司提供

城市供水

公司城市供水业务主要经营实体为子公司自来水公司。公司的城市供水收入包括水费收入和安装维修费收入。作为黔东南州凯里市唯一的一家供水企业，公司承担着整个凯里市区的自来水供水业务。由于自来水供水业务具

体特点，供水业务收入具有很强稳定性。2012~2014年，公司实现城市供水收入分别为4032.68万元、5253.01万元和5870.10万元，收入增长主要得益于2012年4月的水价上调。

自来水公司现有水厂4座，最大供水能力为7.50万吨/日，实际供水4.50万吨/日，DN100以上主干管线230公里，服务人口近30万，供水普及率达到99%，确保了凯里全市人民生活和经济建设的用水需要。

表11 公司自来水销售价格及原水采购价格变动
(单位：元/吨)

项目	2011年~2012年4月	2012年4月至今
生活用水	1.90	2.80
行政事业用水	2.70	3.70
工业用水	2.70	3.70
经营服务用水	3.30	3.70
特种行业用水	5.70	9.70
原水	0.23	0.23

资料来源：公司提供

总体来看，公司主营业务明确且多元，基础设施建设项目规模较大且逐年增长，公司受政府支持力度大，回款保障程度较大，未来随着黔东南州城镇化的进一步发展，未来项目代建、工程施工及回购收入有望扩大公司收入规模。

3. 未来发展

公司本部目前主要在建项目共16个，总投资102.62亿元，截至2014年底，已完成投资42.88亿元，2015~2017年分别计划投资36.41亿元、14.88亿元和8.22亿元，未来投资相对公司现有营业规模较大，面临较大的对外融资需求。

表12 截至2014年底公司本部主要在建项目明细(单位：万元)

项目名称	项目模式	总投资规模	截至2014年底已完成投资	未来计划投资		
				2015年	2016年	2017年
碧波工业园区环线路网	工程施工	137023	16249	70000	50774	0
滨河路建设项目	工程施工	270601	206837	55000	8764	0
滨江路一段	代建	11116	1243	9873		
二龙至台盘工业园区	工程施工	148194.82	38946	60000	49248	0
火车站至北出口及延伸段	代建	37007	18943	18064	0	0

开怀片区 20 公里路网	代建	41480	330	8500	10000	22980
开怀土地收储项目	代建	53333	47348	5985	0	0
凯开线至阳光铝厂	代建	23590	6083	17507	0	0
炉山万潮片区土地整治	代建	52100	33113	18987	0	0
麻江县城至白秧坪公路	代建	54000	2630	51370	0	0
棉纺厂 13 号路及延伸段	代建	37870	18829	19041	0	0
棉纺东路	代建	3576	901	已完工		
棚户区改造	代建	125359	11120	25000	30000	59239
永丰西路延伸段	代建	27250	26151	1099	0	0
郭家坪弃土场	工程施工	暂时停建	74	0	0	0
一职校门前城市主干道	工程施工	3691	2	3689		
合计		1026190	428799	364115	148786	82219

资料来源：公司提供

表 13 截至 2014 年底凯里市建主要在建工程项目（单位：万元）

项目	项目模式	总投资金额	截至 2014 年底 已投资	计划投资		
				2015 年	2016 年	2017 年
岑巩县万福小区公租房(人才公寓)工程建设项目(一标)	工程施工	551.97	322	100	60	69.97
万潮产业园集中安置点一期一标段	工程施工	999.63	191.44	280	300	228.19
碧波广场工程、碧波展厅基础工程、厕所主体	工程施工	197	43	54	60	40
贵州省广播电视局七〇六台工程	工程施工	599.79	510	20.79	30	39
凯里(珠三角)高新技术产业园区正门景观工程	工程施工	98	70	8	9	11
凯里市森林公安局业务技术用房工程	工程施工	208.6	40	50	60.6	58
黔东南州儿童福利院建设项目场平	工程施工	1626.03	360	400	450	416.03
凯里市第一中等职业技术学校校门开怀至薅支坪城市主干道道路工程	工程施工	880.22	250	300	255.2	75
榕江县人民法院审判法庭建设项目	工程施工	1815.7	0	1000.7	420	395
凯里市市场监督管理局食堂维修改造工程	工程施工	29.85	29.85	0	0	0
凯里学院八区学生公寓智能控电设备采购及水电配套工程	工程施工	43.8	0	20	10.8	13
镇远县残疾人托养中心建设项目	工程施工	350.18	0	103.87	146.31	100
液压装备标准厂房建设项目(一期)	工程施工	3014.92	0	1024.92	990	1000
舟溪镇小郎响安置点工程	工程施工	1800	1405.21	100	200	94.79
凯里开发区白午四期 1 号楼、4 号楼	工程施工	8900	7814	386	400	300
凯里开发区白午三期 16#、17#、19#	工程施工	8100	5605	1260	700	535
炉山环城西路 12-24#安置房	工程施工	7831	5589.45	800	1000	441.55
州委党校 1、2#楼工程	工程施工	2392	1940	300	100	52
州委党校学生公寓楼 1#楼工程	工程施工	1936	1464.06	234	100	137.94
州委党校行政综合楼	工程施工	1622	1090	200	332	0
凯里市公安局技术办公综合楼	工程施工	2100	1832.72	100.2756	67	100
炉山镇第二集贸市场北侧安置点三通一平工程	工程施工	948.57	690	100	100	58.57
合计		46045.25	29246.73	6842.56	5790.91	4165.04

资料来源：公司提供

表 14 截至 2014 年底凯里交建主要在建工程项目（单位：万元）

项目	项目模式	总投资金额	截至 2014 年 底已投资	计划投资		
				2015 年	2016 年	2017 年
二龙至台盘工业园区公路工程	工程施工+代建	117782	35334.6	47112.8	35334.6	0
白果井至三棵树公路工程	工程施工+代建	28518	19962.6	8555.4	0	0
州财校至垃圾填埋场公路工程	工程施工	13000	3900	5200	3900	0
炉山至下司快速通道建设项目	工程施工	54000	37800	16200	0	0
碧波路网道路工程建设	工程施工	38579	27005.3	11573.7	0	0
白果井至粮校公路工程	工程施工（建安费）	20500	6150	8200	6150	0
开怀路网道路建设工程	工程施工	26113	7833.9	10445.2	7833.9	0
阳光铝厂至舟溪二级公路工程	工程施工	24000	16800	7200	0	0
凯麻高速东出口广场建设工程	工程施工	8462	0	8462	0	0

北京东路延伸段至白果井城市主干道	代建	42000	0	0	12600	16800
凯里环城高速公路	代建	114700	0	0	34410	45880
凯里至都匀城际铁路	代建	550000	0	0	165000	220000
鸭塘片区路网工程	代建	51000	0	0	15300	20400
凯麻高速下司出口改造工程	代建	45000	0	0	13500	18000
凯麻高速凯里西出口改造工程	代建	26000	0	0	7800	10400
凯里舟溪至丹寨石桥公路	代建	62000	0	0	18600	24800
凯里市公交总公司场站建设工程	代建	41000	0	0	12300	16400
凯麻高速凯里西出口广场建设工程	代建	8600	0	0	2580	3440
合计		1271254	154786.4	122949.1	335308.5	376120

资料来源：公司提供

未来几年，公司将进一步推进项目建设，公司将组织开怀片区 20 公里城市主次干道、炉碧经济开发区污水处理厂、垃圾处理站二期、碧波高新技术产业园区、滨江公园建设工程等关系凯里城市发展的重大项目的投资建设；为保障民生和降低重点工程项目建设成本，加快主要用于市政重点项目安置被拆迁人的“白午移民搬迁新村”、“和谐家园”等安置房建设。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度连审财务报表已经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围变化来看，2013 年，凯里市政府将文投公司的股权无偿划拨给公司；2014 年，文投公司持有 52%股权的贵州银秀传奇旅游文化投资发展有限公司（以下简称“银秀公司”）拟进行股份重组，故不再纳入合并范围。截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，均为全资子公司。总体看，2012~2014 年公司合并范围变动较小，合并报表可比性较强。

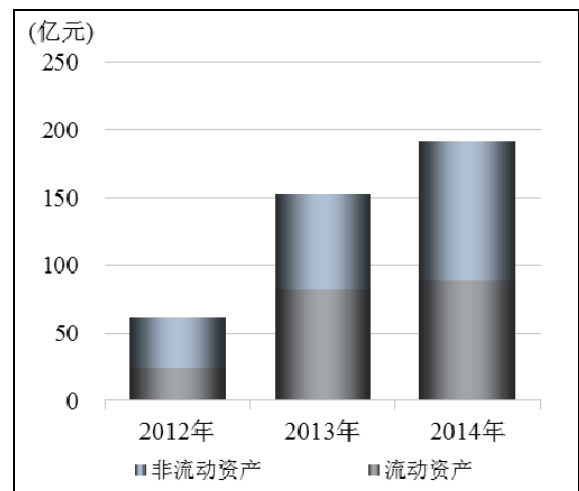
截至 2014 年底，公司资产总额 191.33 亿元，所有者权益 103.33 亿元。2014 年，公司实现营业收入 6.58 亿元，实现利润总额 2.19

亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 76.16%，主要系存货和在建工程增长所致。截至 2014 年底，公司资产总额 191.33 亿元，其中流动资产占 46.76%，非流动资产占 53.24%。由于近年来存货增长较快，2012~2014 年公司流动资产占比波动上升。

图 1 2012~2014 年公司资产构成

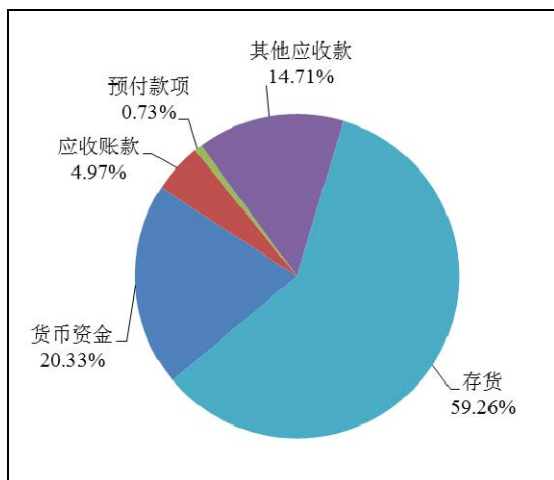


资料来源：审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 92.94%，主要系存货大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 89.46 亿元，其中存货占比 59.26%，货币资金占比 20.33%，其他应收款占比 14.71%，还包含少量的应收账款和预付款项。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长 26.61%。截至 2014 年底，公司货币资金为 18.19 亿元，其中库存现金及银行存款 18.18 亿元，占比 99.94%，其他货币资金 0.01 亿元，为银行承兑汇票保证金。

2012~2014 年，公司应收账款规模快速增长，年均复合增长 219.74%。截至 2014 年底，公司应收账款 4.45 亿元，其中主要为应收凯里市交通运输局、凯里市恒利达交通发展有限公司和凯里市公路建设养护中心的工程款。从账龄结构看，应收账款中账龄 1 年以内的占比 75.84%，账龄 1~2 年的占比 23.97%，账龄 2 年以上的占比 0.19%。总体看，公司应收账款规模较小，集中度高，风险较小。

表 15 截至 2014 年底公司应收账款前五名情况
(单位：万元)

单位名称	金额	占应收账款比例
凯里市交通运输局	26785.92	60.16%
凯里市恒利达交通发展有限公司农村交通建设项目管理部	7619.42	17.11%
贵州凯里经济开发区规划建设局	4762.00	10.19%
凯里炉山工业园区管理委员会	1867.49	4.19%
凯里市公路建设养护中心	763.98	1.72%
合计	41798.81	93.87%

资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款规模快速增长，年均复合增长 72.69%，截至 2014 年

底，公司其他应收款为 13.16 亿元，主要为公司与凯里市国有资产经营有限责任公司、凯里市建材化工公司、凯里市财政局的借款和往来资金，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 16 截至 2014 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：万元)

单位名称	金额	占其他应付款比例
凯里市国有资产经营有限责任公司	50158.00	38.07
凯里市建材化工公司	14200.00	10.78
凯里市财政局	12674.09	9.62
凯里市交通运输局	9110.00	6.91
凯里经济开发区财政局	5000.00	3.79
合计	91142.09	69.17

资料来源：审计报告

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长 190.99%，存货规模整体较大，但以土地使用权为主。截至 2014 年底，公司存货为 53.01 亿元，其中开发成本 52.53 亿元，主要为商业、住宅用地的土地使用权，其面积为 3162459.44 平方米，均为出让用地，账面价值 52.50 亿元，其中抵押受限部分账面价值为 43.22 亿元，受限部分占比较高。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 64.55%，主要系在建工程 and 无形资产增长较快所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 101.87 亿元，其中投资性房地产占比 22.27%，在建工程占比 59.33%，无形资产占比 14.60%。

2012~2014 年，公司投资性房地产规模略有增长，年均复合增长 1.25%。截至 2014 年底，公司投资性房地产为 22.69 亿，其中房屋及建筑物 15.58 亿元，占比 68.67%，土地使用权 7.11 亿元，占比 31.33%，主要由凯里民族风情园的房屋、建筑物和土地使用权构成。

2012~2014 年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长 129.56%。截至 2014 年底，公司在建工程为 60.44 亿元，主要为公司代建的滨江大道(滨河路玻璃厂至下司)、二龙

至台盘工业园区道路建设、开怀土地收储等基础设施建设工程及土地开发项目。

2012~2014年，公司无形资产快速增长，年均复合增长806.67%。截至2014年底，公司无形资产14.87亿元，主要是2013~2014年新增的土地使用权。其中受限部分账面净额8.64亿元，为凯里市交通建设工程公司用于债务抵押的土地使用权。

总体看，近年公司资产规模快速增长，受政府和股东注入土地的影响，存货占比高。公司应收类款项占比较大，回款时间不确定，且公司在建工程规模较大，对公司资金形成一定占用，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均复合增长 43.71%，主要系资本公积快速增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益 103.33 亿元，其中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 9.68%、82.63%和 6.99%。

截至 2014 年底，公司实收资本 10.00 亿元，其中黔东南州人民政府出资 5.10 亿元，凯里市人民政府出资 4.70 亿元，麻江县人民政府与贵州凯里经济开发区（西区）管理委员会各自分别出资 0.10 亿元。

2012~2014 年，公司资本公积分别为 35.95 亿元、78.68 亿元和 85.39 亿元，年均复合增长 54.11%。其中 2013 年较上一年增长 42.73 亿元，主要系公司将凯里市财政局代为支付的土地出让金等合计 52.48 亿元作为凯里市人民政府拨付给公司的流动资本金，将财项目回购资金所致；2014 年较上一年增长 6.71 亿，主要系根据凯里市人民政府将价值 6.28 亿元的 653517.26 平方米土地使用权拨付给公司所致。

2012~2014 年，公司未分配利润年均复合增长 40.40 %。截至 2014 年底，未分配利润为 7.23 亿元。

总体看，公司所有者权益规模快速扩张，

实收资本及资本公积占比高，稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速上升，年均复合增长 174.06%。截至 2014 年底，公司负债合计 87.30 亿元，其中流动负债占比 46.59%，非流动负债占比 53.41%。公司流动负债占全部债务的比例逐年上升。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长254.70%，主要来自一年内到期的非流动负债和其他应付款的增长。截至2014年底，公司流动负债40.67亿元，其中，短期借款占5.53%，应付账款占4.01%，预收款项占7.49%，其他应付款占53.45%，一年内到期的非流动负债占29.70%。

截至 2014 年底，公司短期借款 2.25 亿元，为 2014 年新增额，全部为抵押借款。

2012~2014 年，公司其他应付款大幅上升，年均复合增长 432.30%，截止 2014 年底，公司其他应付款 21.74 亿元，主要为将凯里市财政历年拨付的项目工程资本金结余转为项目资金。从账龄结构上看，账龄 1 年以内的占 51.11%、账龄 1~2 年的占 46.86%，账龄 2 年以上的占 2.03%。

表 17 截至 2014 年底公司其他应付款前五名情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	占其他应付款比例
凯里市财政局	184064.53	84.66
风情园入住保证金	11740.46	5.4
凯里市恒达交通发展有限公司农村项目部	1493.84	0.69
凯里市征地拆迁办公室	1045.20	0.48
凯里市交通局	1000.00	0.46
合计	199344.04	91.69

资料来源：审计报告

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长218.96%。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债12.08亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中抵押借款9.58亿元，质押并抵押借款2.50亿元。

2012~2014年，公司非流动负债年均复合增长135.74%，主要系长期借款和应付债券快速增长所致。截至2014年底，公司非流动负债34.00亿元，主要由长期借款（占比58.71%）和应付债券（占比33.24%）构成。

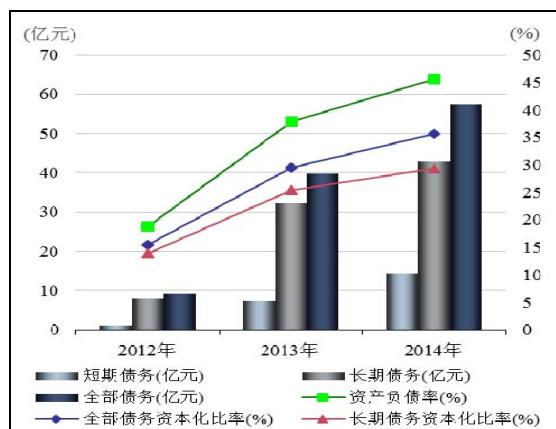
2012~2014年，公司长期借款快速增长，年均复合增长84.68%。截至2014年底，公司长期借款27.38亿元，其中抵押借款19.96亿元，质押并抵押借款0.68亿元，其他借款6.74亿元。

截至2014年，公司应付债券为15.50亿元。主要系公司分别于2013年发行的7年期公司债券“13黔凯里城投债01”5.00亿元，于2014年发行的7年期公司债券“13黔凯里城投债02”10.00亿元，以及子公司凯里交建于2014年发行的2年期私募债券“银杏私募债券1号”0.23亿元和“银杏私募债券2号”0.38亿元所致。

2012~2014年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长147.45%。截至2014年底，公司全部债务57.33亿元，其中短期债务占比25.01%，长期债务占比74.99%。

2012~2014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比率持续上升；截至2014年底分别为45.99%、35.64%和29.33%，上述指标的三年均值分别为37.92%、29.76%和25.04%。

图3 2012~2014年公司债务指标



资料来源：审计报告

总体看来，公司负债以长期债务为主；债务规模呈现快速扩张趋势；随着公司承接更多

基础设施建设业务，未来公司债务负担呈上升趋势。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动增长，分别为3.56亿元、6.75亿元和6.58亿元，年均复合增长35.87%。2014年，公司营业收入6.58亿元中，代建管理业务占11.40%，水费收入占8.92%，工程施工占74.25%，其他占5.43%。2012~2014年，公司营业成本同步波动上升，年均复合增长34.72%；营业成本主要来自于利润率较低的工程施工业务。近三年公司营业利润率呈波动趋势，分别为28.81%、20.78%和29.86%。2013年营业利润率出现较大下降，主要系毛利率较低的工程施工业务快速增长所致；2014年公司工程施工业务毛利率大幅上升，以及将运营亏损的文化表演业务的孙公司银秀公司划出合并范围，使公司2014年毛利率有所回升。

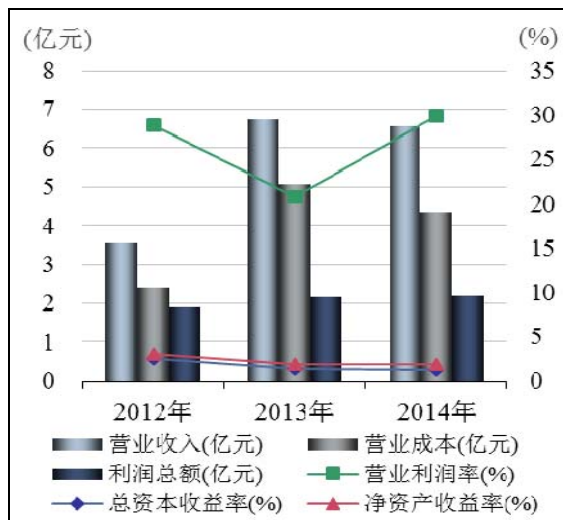
期间费用方面，2012~2014年，公司期间费用年均复合增长117.43%，主要系管理费用大幅增长所致。2012~2014年，公司管理费用由0.19亿元上升至0.84亿元，系人员配置等各方面开支增加所致。近年，公司期间费用率上升较快，由2012年的5.58%上升至2014年的14.28%。

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.52亿元、1.39亿元和1.27亿元，其中政府补贴分别为0.51亿元、1.37亿元和1.26亿元。

2012~2014年，公司分别实现利润总额1.90亿元、2.18亿元和2.19亿元，年均复合增长7.57%。

盈利指标方面，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率逐年下降，主要系公司收到大量资产注入，使得所有者权益大幅增长所致，2014年上述两项指标分别为1.23%和1.91%，近三年上述两项指标加权平均值分别为1.53%和2.14%，公司整体盈利能力弱。

图4 2012~2014年公司盈利指标



资料来源：审计报告

总体看，公司营业收入主要来自于利润率较低的工程施工业务，利润总额受补贴收入影响大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

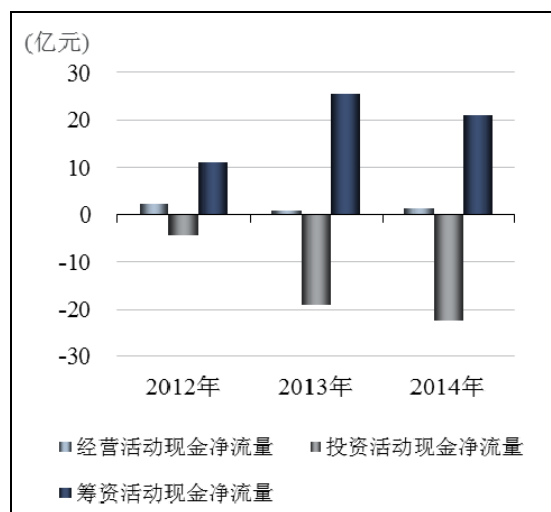
经营活动方面，2012~2014 年公司经营活动现金流入快速增长，分别为 7.44 亿元、7.83 亿元和 11.55 亿元；其中以销售商品、提供劳务收到的现金为主，分别为 6.45 亿元和 6.42 亿元和 4.47 亿元。从收入实现质量看，2012~2014 年，公司现金收入比大幅下降，分别为 181.10%、95.10%和 67.97%，2012 年公司现金收入比较高，主要由于当年公司收到政府先行拨付的项目资本金较高，公司确认收入与收到回款的时点具有一定的不匹配性。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金快速上升，分别为 0.99 亿元、1.41 亿元和 7.08 亿元，主要是为往来款和政府补助款。近三年公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 2.14 亿元、0.66 亿元和 1.21 亿元。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入较少。另一方面，随着基础设施项目建设的不断投入，公司投资活动现金流出大幅增加，分别为 4.32 亿元、19.12 亿元和 22.46 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付

的现金。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 14.69 亿元、28.97 亿元和 27.88 亿元。其中 2012 年主要为公司吸收投资收到的现金 7.84 亿元、以及取得借款收到的现金 6.85 亿元；2013 年主要为公司取得借款收到的现金为 23.41 亿元，以及发行 7 年期公司债券“13 黔凯里城投债 01”收到现金 4.96 亿元；2014 年主要为公司取得借款收到的现金 15.16 亿元以及发行“13 黔凯里城投债 02”10.00 亿元、私募债券“银杏私募债券 1 号”0.23 亿元和“银杏私募债券 2 号”0.38 亿元所致。2012~2014 年公司筹资活动现金流出分别为 3.65 亿元、3.46 亿元和 6.83 亿元，其中 2012 年主要为偿还受托贷款 3.14 亿元，2013~2014 年主要为偿还债务和利息支付的现金 3.33 亿元和 6.70 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.05 亿元、25.51 亿元和 21.05 亿元。

图5 2012~2014年公司现金流情况



资料来源：审计报告

整体来看，公司经营活动现金流量净额受往来款影响波动较大；受财政资金拨付效率影响，公司现金收入比大幅波动。公司近年基础设施项目投资支出有所增长，一定程度扩大了对外融资需求；同时，公司近年筹资规模逐年扩大。未来，随着公司基础设施建设业务增多，对外部融资需求会有所上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2014 年底，公司流动比率与速度比率分别为 216.25% 和 88.11%，两项指标近三年加权平均值分别为 363.73 % 和 192.13%。考虑到公司流动资产中其中存货占比较大，且以土地资产为主，公司实际短期偿债能力低于指标值，面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 不断上升，分别为 1.98 亿元、2.44 亿元和 2.72 亿元，全部债务/EBITDA 倍数大幅上升，分别为 4.73 倍、16.28 倍和 21.04 倍。公司长期偿债指标较差。考虑到本公司已发行的“13 黔凯里城投债 01”及“13 黔凯里城投债 02”均采用存续期第 3 年至第 7 年分期偿还 20% 本金的方式还款，且所募投资项目预计由凯里市人民政府进行回购，同时考虑到黔东南州政府及凯里市政府对公司的支持，公司综合偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为 9.01 亿元，担保比率为 8.72%，被担保方以黔东南州或凯里市国有企业、事业单位为主。目前，被担保企业经营正常，公司或有负债风险较低。

表 18 截至 2015 年 3 月底公司对外担保情况表
(单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保到期日
黔东南州凯宏资产运营有限责任公司	10966.81	2017.9
贵州凯里开发区开元城市投资开发有限责任公司	78600.00	2024.4
凯里市中医医院	500.00	2017.10
合 计	90066.81	--

资料来源: 公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司及子公司（合并口径）共获得各银行授信额度共计人民币 27.28 亿元，已使用 24.98 亿元，尚未使用额度 2.30 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

表 19 截止 2015 年 3 月底公司获得授信情况
(单位: 万元)

授信银行	授信额度	已使用
------	------	-----

农发行黔东南州分行	52845.71	52845.71
贵阳银行凯里分行	40000	17000
贵州银行凯里迎宾支行	170000	170000
凯里农村商业银行	10000	10000
合 计	272845.71	249845.71

资料来源: 公司提供

7. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（自助查询版）》（机构信用代码为：G1052260100053570Z），截至 2015 年 5 月 27 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，以及黔东南州及凯里市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到黔东南州人民政府和凯里市人民政府对公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行额度为 14 亿元，分别占 2014 年底公司长期债务和全部债务的 32.65% 和 24.42%，对公司现有债务影响大。

2014 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 45.99% 和 35.68%，以公司 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期 14 亿元公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 49.68% 和 40.84%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

本期债券本金拟于存续期内第 3 年末至第 7 年末分别偿还本金的 20%。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.98 亿元、2.44 亿元和 2.72 亿元，分别为本期公司债券每年拟偿还本金额度的 0.71 倍、0.87 倍和 0.97 倍，EBITDA 对本期公司债券覆盖程度较弱。

2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 7.44 亿元、7.83 亿元和 11.55 亿元，为

本期公司债券每年拟偿还本金额度的2.66倍、2.80倍和4.13倍，公司经营活动现金流入量对本期公司债券每年拟偿还本金额度覆盖能力一般；2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为2.14亿元、0.66亿元和1.21亿元，为本期公司债券每年拟偿还本金额度的0.76倍、0.23倍和0.43倍，公司经营活动现金流量净额对本期公司债券覆盖能力较弱。

3. 偿债资金来源

偿债资金来源于公司日常生产经营所产生的现金流以及本期债券募投项目的自身收益。

凯里市2014年棚户区改造工程、凯里市2015年棚户区改造工程建设完成后，预计将形成住宅还房超面积、商业建筑超面积、停车位等可出售资产，根据《凯里市2014年棚户区改造工程项目可研报告》、《凯里市2015年棚户区改造工程项目可研报告》相关测算，将得出售总收益45.09亿元。

表 20 2014 年棚户区改造工程销售收入估算表

序号	可出售资产	数量或面积	单价	出售收益(亿元)
1	住宅还房超面积	113025m ²	3400 元/m ²	3.84

表22 本期债券本息偿还计划

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计
当期偿还利息	11200	11200	11200	8960	6720	4480	2240	56000
当期偿还本金	0	0	28000	28000	28000	28000	28000	140000
当期偿还本息和	11200	11200	39200	36960	34720	32480	30240	196000

资料来源：联合资信整理

注：本期债券年利率按 8%测算

考虑到公司已发行的“13黔凯里城投债 01”将于2016~2020年按发行总额的20%分期偿付本金，“13黔凯里城投债02”亦将于2017年~2021年按发行总额的20%分期偿付本金。

2	商业建筑超面积	33878.31 m ²	17000 元/m ²	5.76
3	停车位	5500 个	80000 元/个	4.40
合计				14.00

资料来源：《凯里市2014年棚户区改造工程项目可研报告》

表 21 2015 年棚户区改造工程销售收入估算表

序号	可出售资产	数量或面积	单价	出售收益(亿元)
1	住宅还房超面积	238987.88m ²	3200 元/m ²	7.65
2	商业建筑超面积	129635.56 m ²	15000 元/m ²	19.45
3	停车位	5000 个	80000 元/个	4.00
合计				31.09

资料来源：《凯里市2015年棚户区改造工程项目可研报告》

本期公司债券发行额度14亿元，假定本期债券于2015年发行，期限7年，在债券存续期的第3年末至第7年末，逐年分别偿还债券本金金额的20%。以债券利率8.00%来测算，本期债券需偿还的本息合计为19.60亿元。

本期债券募投项目的预计销售收入可覆盖本期债券的全额本息。但考虑到销售进度具有一定不确定性，以及项目的建设支出和运营成本，募投项目的净收益可能与本期债券还本付息的进度存在一定程度的不匹配，公司可能需要通过日常经营收入进行补充。

结合“13黔凯里城投债01”与“13黔凯里城投债02”的偿还计划，预计本期公司债券发行后，公司2016年~2022年的偿还计划如下表所示：

表23 预计本期债券发行后公司公开债券本金偿付计划

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计
13 黔凯里城投债 01	10000	10000	10000	10000	10000			50000
13 黔凯里城投债 02		20000	20000	20000	20000	20000		100000
本期债券	0	0	28000	28000	28000	28000	28000	140000

每年偿还本金和	10000	30000	58000	58000	58000	48000	28000	290000
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源：联合资信整理

预计本期债券发行后，公司2018~2021年将面临较大的集中偿付压力，但考虑到“13黔凯里城投债01”与“13黔凯里城投债02”所募投项目已由公司与凯里市政府签订投资建设回购协议，项目建成后凯里市政府将分别以27.38亿元、19.27亿元将上述两个项目回购。回购资金总额46.65亿元，可以覆盖该募投项目的总投资。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司本期公司债券保障能力尚可，考虑到公司与政府签订了基础设施建设回购协议，以及募投项目未来销售收入可覆盖本期债券全额本息额度，进而支撑公司对本期公司债券的偿付能力。但考虑到未来募投项目的具体收益情况存在不确定性，联合资信将密切关注公司实际收到的销售收入资金到位等情况。

十、债权保护条款分析

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，公司与贵阳银行股份有限公司凯里分行签订《账户监管协议》及《债权代理协议》。

作为本期债券账户监管人，公司将在银行开立专项偿债账户，进行专户管理。《账户监管协议》中约定，偿债资金只能以银行存款或银行协议存款的方式存放，并且仅可在每年应付债券的利息和到期本金支付完成之后，剩余资金方可转出。

贵阳银行股份有限公司凯里分行于每年付息日或兑付日（T日）前15个工作日即（T-15）日开始至当年应付本息偿付完成止，对监管账户进行持续监管。

公司应在本期债券的付息日或兑付日前10个工作日（T-10日）之前，按照《募集说明书》中确定的还本付息金额向监管账户中划入偿债资金。

在偿债资金足额的情况下，公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日（T-5日）

向贵阳银行股份有限公司凯里分行发出划款指令，贵阳银行股份有限公司凯里分行根据划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算的帐户。

根据《债权代理协议》，贵阳银行股份有限公司凯里分行应当按照相关法律法规的规定以及本协议的约定履行管理义务。当已知悉公司未能及时偿付本息及其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，及时督促提醒公司，并告知债券持有人，但贵阳银行股份有限公司凯里分行不垫付本息。当公司不能偿还债务时，应及时通知债券持有人，并受托在债券持有人大会决议的授权范围内，参与公司的整段、和解、重组或者破产的法律结构。

综合来看，公司为本期债券设立了专项偿债账户，并由贵阳银行股份有限公司凯里分行对上述账户进行监管。综合分析，本期债券整体偿债风险低。

十一、结论

公司是黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责凯里市的基础设施建设、工程施工和自来水业务，得到了黔东南州政府及凯里市政府在资本金、资产注入、项目安排和政府补贴等方面的有力支持。近年来，黔东南州及凯里市经济持续增长、财政收入水平较快提高，地方政府债务率较重，为公司的发展创造了良好的外部环境。

近年公司资产规模快速增长，存货占比较高，公司资产流动性弱，整体资产质量一般；所有者权益以注入的土地使用权为主，稳定性好；债务负担轻，随着公司承接更多土地开发、基础设施建设和工程建设业务，未来公司债务负担将有所上升；营业收入受工程款支付进度影响较大，公司整体盈利能力弱。

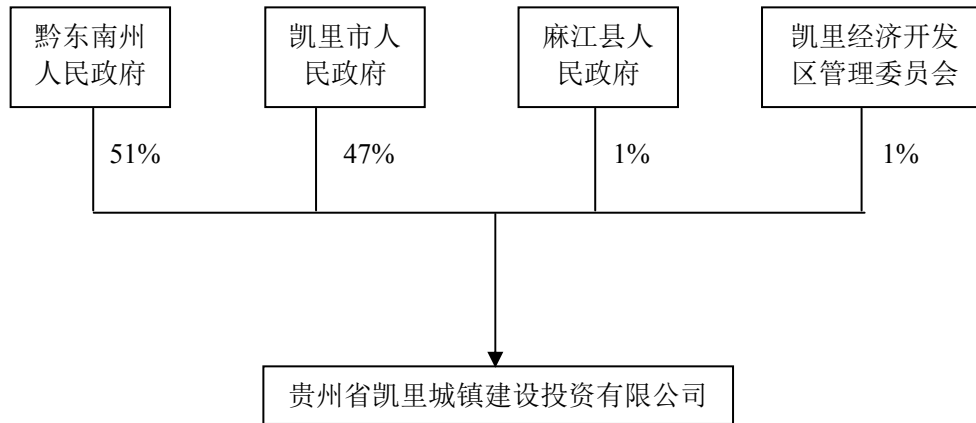
未来伴随着城镇化进程的推动和当地政

府财政实力不断增强，公司基础设施建设和工程建设业务规模逐年扩大，并将继续得到政府的有力支持。

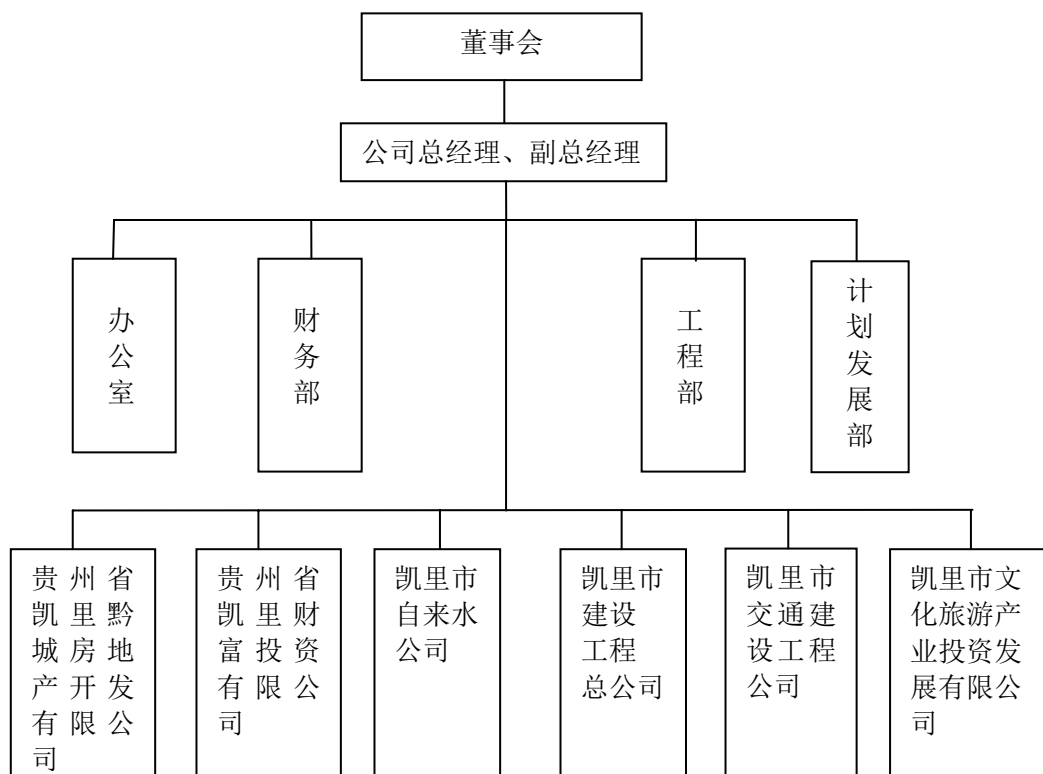
本期债券发行规模较大，对现有债务具有较大影响；公司经营活动现金流入量对公司本期公司债券保障能力尚可，考虑到公司与政府签订了基础设施建设回购协议，以及募投项目未来销售收入可覆盖本期债券全额本息额度，进而支撑公司对本期公司债券的偿付能力。同时，本期债券设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力；募投项目产生收益对本期债券的还本付息形成一定保障。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.35	18.40	18.19
资产总额(亿元)	61.66	152.14	191.33
所有者权益(亿元)	50.03	94.64	103.33
短期债务(亿元)	1.19	7.30	14.34
长期债务(亿元)	8.18	32.43	42.99
全部债务(亿元)	9.36	39.73	57.33
营业收入(亿元)	3.56	6.75	6.58
利润总额(亿元)	1.90	2.18	2.19
EBITDA(亿元)	1.98	2.44	2.72
经营性净现金流(亿元)	2.14	0.66	1.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.19	6.47	2.16
存货周转次数(次)	0.38	0.17	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
现金收入比(%)	181.10	95.10	67.97
营业利润率(%)	28.81	20.78	29.86
总资本收益率(%)	2.53	1.36	1.23
净资产收益率(%)	3.00	1.94	1.91
长期债务资本化比率(%)	14.05	25.52	29.38
全部债务资本化比率(%)	15.76	29.57	35.68
资产负债率(%)	18.85	37.79	45.99
流动比率(%)	743.41	350.23	216.25
速动比率(%)	549.73	124.56	88.11
经营现金流动负债比(%)	66.06	2.80	2.92
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	16.28	21.04
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.53	0.56	0.83
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.15	0.05	0.09
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.17	0.19

注：长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及全部债务。

附件 3 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	(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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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
 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 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 2015 年贵州省凯里城镇建设投资有限公司 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）将在本期公司债券成立后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。

贵州省凯里城镇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。贵州省凯里城镇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，贵州省凯里城镇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州省凯里城镇建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现贵州省凯里城镇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。

如贵州省凯里城镇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，联合资信有权终止信用等级。

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州省凯里城镇建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

