

# 信用等级公告

联合[2018] 1253 号

联合资信评估有限公司通过对黔南州投资有限公司主体及其相关债券进行跟踪分析和评估，确定维持黔南州投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 黔南停车场债 01/17 黔投 01”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



## 黔南州投资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	跟踪评级结果	上次评级结果
17 黔南停车场债 01/17 黔投 01	7.00 亿元	2024/7/28	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)	48.91	45.68	53.19
资产总额(亿元)	331.57	666.43	896.89
所有者权益(亿元)	162.82	290.20	339.25
短期债务(亿元)	8.89	16.55	51.58
长期债务(亿元)	68.91	163.33	240.30
全部债务(亿元)	77.80	179.88	291.88
营业收入(亿元)	12.78	27.60	34.82
利润总额(亿元)	2.60	4.36	3.17
EBITDA(亿元)	3.54	6.79	4.44
经营性净现金流(亿元)	-28.25	-101.65	31.16
营业利润率(%)	26.54	15.50	9.24
净资产收益率(%)	1.24	1.29	0.69
资产负债率(%)	50.89	56.46	62.18
全部债务资本化比率(%)	32.33	38.27	46.25
流动比率(%)	510.00	547.02	323.16
经营现金流负债比(%)	-48.83	-101.79	12.16
全部债务/EBITDA(倍)	21.95	26.49	65.73

### 分析师

王 妍 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，黔南州投资有限公司（以下简称“公司”）作为黔南州区域内基础设施建设以及建筑安装业务的主体，持续获得有力的外部支持，公司营业收入保持增长。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱、债务规模快速增长、盈利能力弱等因素给公司信用基本面带来的不利影响。随着黔南州经济的逐步发展，公司业务规模及收入有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“17黔南停车场债01/17黔投01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 跟踪期内，黔南州经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司获得了政府在资产注入和财政补贴方面的有力支持。

### 关注

1. 公司土地资产和应收类款项占比较大，对资产形成一定占用，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模快速增长；在建及拟建项目仍有较大投资需求，公司面临一定的外部融资压力。
3. 公司未来存续债本金偿付峰值规模较大，公司面临一定的存续债券集中兑付压力。
4. 公司对外担保仍较大，被担保方数量较多且主要分布于黔南州下辖区县，公司存在一定或有负债风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由黔南州投资有限公司（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。

## 黔南州投资有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于黔南州投资有限公司（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化，公司股东仍为贵州剑江控股集团有限公司（以下简称“剑江控股公司”），实际控制人仍为黔南州人民政府。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设综合部、风控合规部、计划财务部等 6 个职能部门，拥有 22 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 896.89 亿元，所有者权益 339.25 亿元；2017 年，公司实现营业收入 34.82 亿元，利润总额 3.17 亿元。

公司注册地址：贵州省黔南布依族苗族自治州都匀市云鹤路 101 号（新都汇购物广场）1 栋 3 层 39 号；法定代表人：杨林。

### 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“17黔南停车场债01/17黔投01”尚需偿还债券余额 7.00 亿元，将于 2018 年 7 月 28 日第一次付息。

截至 2018 年 5 月底，“17 黔南停车场债 01/17 黔投 01”募集资金已全部用于募投项目建设。

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
17 黔南停车场债 01/17 黔投 01	7.00	7.00	2017/7/28	7 年

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，“17 黔南停车场债 01/17 黔投 01”募投项目黔南州城市·风景区旅游集散中心停车场及配套设施建设项目累计完成投资 22.27 亿元，占项目总投资的 74.42%。

### 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國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	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

2018年4月	<p>政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号</p> <p>《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</p>	<p>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。</p> <p>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。</p>
---------	---	--

资料来源：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

公司经营和投资项目均位于黔南州，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受黔南州区域经济发展的影响。

**跟踪期内，黔南州经济增速较快，固定资产投资均保持增长，为公司创造了良好的外部环境。**

根据《黔南州 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，黔南州实现生产总值 1160.59 亿元，同比增长 12.1%。其中第一产业增加值 202.30 亿元同比增长 6.6%；第二产业增加值 412.91 亿元，同比增长 11.5%；第三产业增加值 545.38 亿元，同比增长 14.5%。全

年人均地区生产总值 3.55 万元，同比增长 11.4%。

2017 年，黔南州固定资产投资 1284.83 亿元，同比增长 21.9%。其中，工业投资 257.37 亿元，同比增长 6.5%

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，公司股东仍为剑江控股公司，实际控制人仍为黔南州人民政府。

### 2. 人员素质

**跟踪期内，公司董事长、总经理人员发生变化，考虑到公司新任董事长兼总经理在公司任职时间较长，高管人员变动不会对公司日常经营产生重大影响。**

2017 年 12 月，根据黔南州人民政府下发的《黔南州人民政府关于杨林等同志任免职的通知》，原董事长杨元江先生不再担任公司董事长及总经理职务，杨林先生任公司董事长兼总经理、法定代表人。

杨林先生，1969 年出生，专科学历。历任贵州中商印刷有限公司副总经理，香港中华商务联合印刷有限公司中国营业部经理，黔南州水利水电开发有限责任公司市场部副经理、财务部经理、副总经理，公司董事、副总经理；2017 年 12 月起任公司董事长兼总经理，剑江控股公司董事兼副总经理。

### 3. 外部支持

**黔南州人民政府是公司实际控制人，公司土地整治和受托建设等业务的回款均来源于黔南州政府及其下属各县政府，黔南州政府财政收支情况直接影响公司的业务承接、收入规**

模及回款情况。2017年，黔南州财政收入保持增长，但财政自给能力弱，债务规模大。跟踪期内，公司收到政府在资产划拨和财政补贴方面的有力支持。

根据《黔南州布依族苗族自治州2017年全州和州本级预算执行情况与2018年全州和州本级预算草案的报告》，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13.00%。其中，税收收入85.83亿元，同口径比增长14.50%；非税收入33.17亿元，同口径比增长9.50%。一般预算支出378.35亿元，财政自给率31.45%，财政自给能力弱。政府性基金收入104.97亿元，同口径比增长36.70%。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，其中一般债券428.37亿元，专项债券322.71亿元，债务规模大。

2017年，黔南州独山县政府向公司无偿划拨独山县金城市政投资有限责任公司79.98%股权，公司据以增加资本公积38.63亿元。2017年，公司收到政府补贴2.74亿元。其中1.98亿元计入“其他收益科目”、0.76亿元计入“营业外收入”。

#### 4. 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《企业信用报告（银行版专业版）》，（中征码：5227010000077749），截至2018年

5月3日，公司无新增未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2018年6月5日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

治理结构方面，跟踪期内公司高管人员减少1人，高管人员团队有待充实。管理制度方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，受代建业务收入大幅增长的影响，公司主营业务收入增长明显，但各主要业务板块毛利率均有所下降。

2017年，公司实现营业收入34.82亿元，同比增长26.16%；其中，主营业务收入34.14亿元，同比增长25.04%。收入构成方面，公司业务板块较多，以代建业务形成的收入为主，建筑安装、供水和土地整治等业务板块对公司主营业务收入形成有效补充，分散了单一行业波动带来的系统性风险。2017年，代建业务收入在主营业务收入中占83.37%，占比较上年度上升16.21个百分点。

从毛利率看，2017年，公司主营业务毛利率9.41%，较上年底下降6.56个百分点。

表3 2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
代建	183356.33	11.49	67.16	284609.77	8.33	83.37
建筑安装	43807.22	16.86	16.05	32011.33	2.58	9.38
土地整治	19587.68	56.57	7.17	3617.53	29.24	1.06
供水	13127.00	35.32	4.81	13088.75	26.56	3.83
水电发电	238.49	37.96	0.09	229.42	46.73	0.07
印务	781.90	28.20	0.29	855.34	39.46	0.25
酒店旅行	831.31	67.70	0.30	516.86	64.10	0.15
劳务	1157.76	-0.87	0.42	987.82	7.33	0.29
房地产	9835.49	-16.05	3.60	1593.21	-15.45	0.47

管理服务	283.36	46.33	0.10	2495.50	96.66	0.73
建材销售	--	--	--	1363.40	3.18	0.40
<b>合计</b>	<b>273006.53</b>	<b>15.97</b>	<b>100.00</b>	<b>341368.93</b>	<b>9.41</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

## 2. 业务分析

### (1) 建筑安装业务

跟踪期内，公司建筑安装业务在手合同金额较上年度有所增长，但 2017 年确认收入规模有所下降。

2017 年，公司建筑安装业务仍由子公司贵州双源工程建设有限公司经营。跟踪期内，该公司施工资质和业务模式未发生变化，专业团队人员和施工团队规模与上年度持平。截至 2017 年底，公司主要在手工程施工合同共 53 个，合同金额合计 13.89 亿元，较上年底增长 19.74%。部分在建项目已完工进度已高于 100.00%，系实际施工成本超过概算成本所致。

表 4 截至 2017 年底贵州双源工程建设有限公司工程主要合同明细表

(单位：万元、天、%)

项目名称	合同金额	预计工期	已完成工程进度
荔波尧柳水库工程	14932.59	853	89.38
荔波县平林水电站 1 标段-土建工程	11870.16	730	58.44
贵州省黔南州长顺县城乡供水工程（一期）	10410.53	324	65.85
都匀大河水库工程	8575.06	718	60.73
贵阳市开阳县那卡河水库工程	7045.06	935	81.93
龙里县下巴比水库工程	6768.31	690	43.56
荔波大土水库 C1 标	5737.05	762	85.94
都匀平省水库 C2 标	5236.72	1092	93.84
都匀市三江堰水生态修复工程（一期）	4987.28	112	101.26
长顺县干桥水库工程	4886.92	705	46.00
三都甲晒水库工程	4310.56	692	102.10
黔南州杉木湖水库扩建工程	4287.15	290	113.12
贵州省黔南州贵定县城乡供水一体化项目昌明镇水厂工程	4032.23	180	19.45
龙里县枫槽冲水库工程	5118.28	720	0.00
其他工程	40706.29	--	--
<b>合计</b>	<b>138904.19</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

2017 年，公司实现建筑安装业务收入 3.20 亿元，同比下降 26.93%。同期，公司建筑安装业务毛利率 2.58%，较上年度下降 14.28 个百分点，主要系公司对 2016 年完成的贵定县

花甲水库工程、高梁坝水库工程和贵定县城乡供水一体化工程的收入和成本进行了调整，调整部分计入 2017 年建筑安装业务收入和成本，且体现出亏损所致。2017 年，公司建筑安装业务收入实际收到回款 3.50 亿元，回款质量好。

### (2) 土地整治业务

跟踪期内，公司土地整治业务收入和耕地指标出让数量均大幅下降；土地整治业务毛利率有所下降，系耕地复垦难易程度不同导致的成本波动所致。

公司土地整治业务主要由公司下属子公司罗甸县红水河投资有限责任公司（原“罗甸县国有资本营运有限责任公司”，以下简称“罗甸投资”）负责，跟踪期内公司土地整治业务收入全部来源于土地复垦。公司土地复垦业务仍依据罗甸投资于 2012 年与罗甸县国土局签订的《委托土地复耕协议书》。罗甸县国土局委托罗甸投资承担区域内的土地开发复垦项目，建设内容为平整土地、生产道路、家田水利设施、土地培肥等。协议约定项目发生的一切费用由罗甸投资支付，土地开发复垦权属不变，罗甸投资可享有耕地占用指标出让收益权。罗甸投资委托当地国土部门挂牌出让耕地指标，所得价款上缴当地财政部门，由财政部门将资金划入罗甸投资账户。

2016~2017 年，公司土地复垦业务分别实现土地整治收入 1.96 亿元和 0.36 亿元。2017 年，公司复耕土地形成新增耕地指标 852.13 亩，指标出售平均单价为 4.5 万元/亩，较上年度的 3.11 万元/亩有所提升。指标出售价格与耕地种类密切相关。2017 年，公司土地整治业务毛利率 29.24%，较上年度大幅下降，主要系不同地块土地整理成本有所差异所致。

### (3) 代建业务

跟踪期内，公司代建业务正常开展，在建



项目个数较多，未来仍有较大投资需求；代建业务收入大幅增长，但受代建收入实际加成比例降低的影响，盈利能力有所下降，回款质量差。

公司承担黔南州范围内基础设施代建职能，其模式为公司多家下属子公司分别与黔南州范围内各市政府签订委托代建协议，政府在项目建设期内向公司逐年支付建设成本及代建管理费，公司将工程实际支出成本及加成一定比例的代建管理费的合计数确认为代建收入，实际加成比例在 10.00%~15.00% 之间。

截至 2017 年底，公司主要在建基础设施项目计划投资总额 165.50 亿元，已投资额 107.03 亿元。

表 5 截至 2017 年底公司主要在建基础设施项目情况  
(单位: 亿元)

项目名称	项目总投资	已投资额
罗甸县城西棚户区改造工程	5.96	5.19
都匀市七星棚户区改造工程	26.06	25.88
都匀市经济开发区高铁城	18.61	6.25
杉木湖中央公园、环西线北段	7.34	2.31
平塘县“玉水新城”旧城棚户区改造工程	26.04	9.11
贵定县县委片区棚户区改造安置房工程	8.25	6.08
都匀经济开发区道路工程	28.94	24.92
滨江路工程	16.60	10.30
独山县毋敛州古城（城市棚户区）开发项目	15.20	11.38
经开区城市棚户区改造安置区工程	12.50	5.61
<b>合计</b>	<b>165.50</b>	<b>107.03</b>

资料来源：公司提供

2017 年，公司确认代建业务收入 28.46 亿元，同比增长 55.22%，主要来自于“玉水新城”棚户区一期改造项目、贵定棚户区改造项目等 32 个基础设施项目；实现回款 8.73 亿元，回款质量差。2017 年，公司代建业务收入毛利率为 8.33%，较上年度有所下降。

#### (4) 供水业务

跟踪期内，公司供水业务平稳开展，供水收入与上年度基本持平，为公司带来了稳定的收入来源。

公司的供水业务区域包括福泉市、惠水县和龙里县。跟踪期内，上述三个区域水价未发生重大变化。2017 年，公司实现供水业务收入 1.31 亿元，同比变化不大。公司日供水能力、供水管网总长度、供水量、售水量和自用

水用户数量等有所增长，截至 2017 年底，公司自来水用户合计 12.81 万户，全年供水量 2582.61 万立方米，售水量 2295.35 万立方米。

表 6 2016~2017 年公司售水业务情况  
(单位: 万立方米、公里、万户)

业务指标	2016 年	2017 年
供水区域	福泉市	
日供水能力	6.50	6.50
供水管网总长度	406	406
全年供水量	950	950
全年售水量	790	790
自来水用户	5.78	5.78
供水区域	惠水县	
日供水能力	1.60	1.60
供水管网总长度	128	139
全年供水量	530	560
全年售水量	495	540
自来水用户	1.83	2.18
供水区域	龙里县	
日供水能力	9.20	10.20
供水管网总长度	584.60	649.80
全年供水量	1105.20	1072.61
全年售水量	983.10	965.35
自来水用户	4.70	4.85

资料来源：公司提供

#### (5) 其他业务

其他业务板块对公司主营业务收入形成有效补充，并分散了单一行业波动带来的系统性风险。

除上述收入占比较高的业务外，近年来，公司下属子公司还分别经营房地产、工程项目设计、印刷品和旅行社等业务，此类业务收入占比小，但丰富了公司的收入来源。

#### 3. 未来发展

目前公司无明确的拟建项目安排，但在建项目仍有较大的投资需求。

公司在建的基础设施建设项目数量规模较大，截至 2017 年底，公司主要在建基础设施项目共 11 个，未来投资需求为 58.47 亿元，公司未来仍面临较大的外部融资需求。

## 八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年，公司合并范围内新增一级子公司 1 家，为独山县金城市政投资有限责任公

司，该企业权益规模较大，合并范围的变动对公司资产总额、所有者权益等科目的可比性具有一定影响。

### 1. 资产质量

跟踪期内，受合并范围变动等因素的影响，公司资产总额大幅增长；资产中应收政府类款项、代建项目成本和土地使用权占比大，资产流动性受政府回款及土地市场行情的影响较大，整体资产质量一般，流动性较弱。

2017 年底，公司资产总额 896.89 亿元，同比增长 34.58%，主要系存货增长所致。构成仍以流动资产为主。

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
货币资金	45.68	6.86	53.19	5.93
应收账款	14.05	2.11	20.28	3.15
预付款项	23.74	3.56	45.94	5.12
其他应收款	182.74	27.42	211.06	23.53
存货	278.85	41.84	496.81	55.39
<b>流动资产</b>	<b>546.23</b>	<b>81.96</b>	<b>827.83</b>	<b>92.30</b>
在建工程	84.48	12.68	44.01	4.91
<b>非流动资产</b>	<b>120.20</b>	<b>18.04</b>	<b>69.05</b>	<b>7.70</b>
<b>资产总额</b>	<b>666.43</b>	<b>100.00</b>	<b>896.89</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 827.83 亿元，同比增长 51.55%。公司货币资金 53.19 亿元，较上年底增长 16.43%，其中用作贷款保证金的受限资金 0.24 亿元；受代建项目回款质量较差的影响，公司应收账款 20.28 亿元，较上年底增长 44.39%，欠款方主要为黔南州下属各市、县级政府及其所属平台企业，前五名欠款额合计占公司应收账款账面价值的 95.91%，集中度高。预付款项 45.94 亿元，较上年底增长 93.53%，主要为公司向都匀市国土资源交易中心预付的土地保证金，以及预付工程款，账龄主要在 2 年以内。其他应收款 211.06 亿元，较上年底增长 15.50%，主要为公司应收黔南州各县、市政府及其下属国有企业的往来款；其他应收款欠款方较为分散，前五名合计欠款

期末余额仅占比 16.08%。存货 496.81 亿元，较上年底增长 78.16%，主要系公司将上年“在建工程”科目的大部分代建项目成本转入“存货”科目核算所致；其中，代建工程成本占 35.61%、代开发土地占 63.93%。公司土地资产共 335 宗，账面价值 317.61 亿元，较上年底增长 20.08%，主要系合并范围变动所致。公司土地资产使用权类型以出让用地为主，另有部分划拨和国有土地。其中，88.66 亿元土地资产为用于贷款抵押的受限资产，占公司“存货”科目土地资产的 27.92%。

2017 年底，公司非流动资产 69.05 亿元，较上年底下降 42.55%，主要系在代建项目成本核算科目变化所致。固定资产 10.39 亿元，主要为房屋建筑物；计提折旧 3.19 亿元，计提比率 23.50%。在建工程 44.01 亿元，较上年底下降 47.90%；在建工程主要为公司管网、污水处理、水厂、电站等自建项目的投资成本，以及都匀市棚户区改造和滨江小马路两个代建项目的投资成本。

### 2. 资本结构

跟踪期内，受政府注入资产的影响，公司所有者权益有所增长，构成以资本公积为主，稳定性较好。

2017 年底，公司所有者权益 339.25 亿元，较上年底增长 16.90%，主要系政府向公司无偿划拨资产所致。资本公积 324.01 亿元，较上年底增长 17.72%。其他科目变化较小，公司所有者权益稳定性较好。

公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担尚可；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司负债总额 557.64 亿元，同比增长 48.22%，系其他应付款和长期借款大幅增长所致，构成仍以非流动负债为主。

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
其他应付款	66.00	9.90	154.21	17.19
<b>流动负债</b>	<b>99.86</b>	<b>14.98</b>	<b>256.17</b>	<b>28.56</b>
长期借款	69.75	10.47	164.29	18.32
应付债券	93.58	14.04	76.01	8.48
其他非流动负债	81.52	12.23	61.17	6.82
<b>非流动负债</b>	<b>276.38</b>	<b>41.47</b>	<b>301.47</b>	<b>33.61</b>
<b>负债</b>	<b>376.23</b>	<b>56.46</b>	<b>557.64</b>	<b>62.18</b>
资本公积	275.24	41.30	324.01	36.13
<b>所有者权益</b>	<b>290.20</b>	<b>43.54</b>	<b>339.25</b>	<b>37.82</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>666.43</b>	<b>100.00</b>	<b>896.89</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017年底, 公司流动负债 256.17 亿元, 同比增长 156.54%。应付账款 11.34 亿元, 较上年底增长 102.21%, 主要系应付工程款增长所致。预收款项 28.60 亿元, 较上年底大幅增长 453.79%, 系预收工程款大幅增长所致。其他应收款 154.21 亿元, 较上年底增长 133.64%, 主要系上年度专项应付款全部转入其他应付款科目核算。一年内到期的非流动负债 51.34 亿元, 较上年底增长 216.94%, 以一年内到期的长期借款和应付债券为主。

2017年底, 公司非流动负债 301.47 亿元, 较上年底增长 9.08%。长期借款 164.29 亿元, 较上年底增长 135.55%, 主要系信用借款增长所致。应付债券 76.01 亿元, 较上年底下降 18.77%。公司专项应付款由上年底的 26.83 亿元下降为零, 系转入其他应付款核算所致。其他非流动负债 61.17 亿元, 较上年底下降 24.96%, 主要为公司向其他金融机构及单位借款, 均为有息债务。

2017年底, 公司全部债务 291.88 亿元(其中长期债务占 82.33%), 同比快速增长 62.26%。受公司应付债券规模快速增长影响, 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上升至 62.18%、46.25%和 41.46%。若将其他非流动负债全部纳入有息债务核算, 2017年底, 公司调整后全部债务 353.30 亿元, 调整后全部

债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 51.00%和 47.05%。公司债务负担尚可。

### 3. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入保持增长, 期间费用控制较好。受代建业务毛利率下降的影响, 公司盈利能力略有下降, 盈利能力弱。财政补贴对公司利润形成有效补充。

2017年, 公司实现营业收入 34.82 亿元, 同比增长 26.16%; 同期, 公司营业成本同比增长 35.12%, 高于营业收入增幅, 主要系代建业务毛利率下降所致。营业利润率 9.24%, 较上年下降 6.26 个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主, 2017年期间费用 1.22 亿元, 与去年相比变化不大, 管理费用占比较大(占 80.27%; 主要为工资及福利费、折旧及摊销)。2017年公司期间费用占营业收入的比重为 3.49%, 较上年度小幅下降。

2017年, 公司其他收益和营业外收入分别为 1.98 亿元和 0.77 亿元, 主要为政府补助, 对公司利润的形成补充。公司利润总额 3.16 亿元, 同比下降 27.44%。

从盈利指标看, 2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.41%和 0.69%, 较 2016年有所下降。

### 4. 现金流分析

跟踪期内, 受收现质量改善及对外支付往来款规模下降的影响, 公司经营性现金流净额由负转正。代建和自建项目支出仍较大, 导致投资活动现金流持续呈净流出状态, 公司借款规模仍较大, 以覆盖偿债及投资活动资金缺口。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年, 公司经营活动现金流入 85.25 亿元, 同比增长 93.93%, 营业收入回款和收到的往来款大幅增长; 同期, 由于公司当期往来款支出规模大幅下降, 经营活动现金流

出同比下降62.85%。2017年公司经营活动现金流量净额31.16亿元，由负转正。公司现金收入比由2016年的59.32%上升至106.44%，收入实现质量有所改善。

2017年，公司投资活动现金流入很少。投资活动现金流出以棚改等委托代建回购项目及自建项目投资为主。投资活动现金流量净额-126.20亿元。

2017年，公司筹资活动现金流以外部融资金流入及偿还债务支付的现金为主。筹资活动现金流入155.40亿元，同比下降29.20%；筹资活动现金流出52.81亿元，同比增长16.04%。受融资规模下降及偿还债务规模增长的影响，公司筹资活动现金流净额102.59亿元，同比下降41.03%。

#### 5. 偿债能力

**跟踪期内，受有息债务大幅增长的影响，公司短期支付压力上升，债务负担较重。考虑到股东对公司的支持力度较大，间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险较小。公司存在一定的或有负债风险。**

2017年底，受流动负债大幅增长的影响，公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为323.16%和129.22%。2017年，公司经营现金流流动负债比率为12.16%，同比由负转正，但对公司流动负债保障能力弱。现金类资产对短期债务保障能力一般，公司短期偿债压力有所上升。

2017年，公司EBITDA为4.44亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA倍数上升至79.51倍。考虑到公司持续得到有力的外部支持，公司整体偿债能力较好。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额83.01亿元，未使用额度12.00亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额62.97亿元，担保比率为18.56%，较2016年底有所下降，担保规模仍较大。被担保方主要为黔南布依苗族自治州交通运输局、贵定县国有资本

营运有限责任公司和贵州锦绣实业有限责任公司等30家国有企业及政府部门，目前被担保企业均经营正常，但被担保方数量较多，主要分布于黔南州下辖区县，且公司对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

### 九、存续债券偿债能力分析

**截至2018年5月底，公司存续债券的短期偿债压力一般，未来存续债本金偿付峰值规模较大，公司面临一定的存续债券集中兑付压力。**

截至2018年5月底，公司一年内到期兑付债券28.60亿元，2019年将达到存续债券本金偿付峰值48.60亿元。2017年底，公司现金类资产53.19亿元；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85.25亿元、31.16亿元和4.44亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司面临一定的存续债券集中兑付压力。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

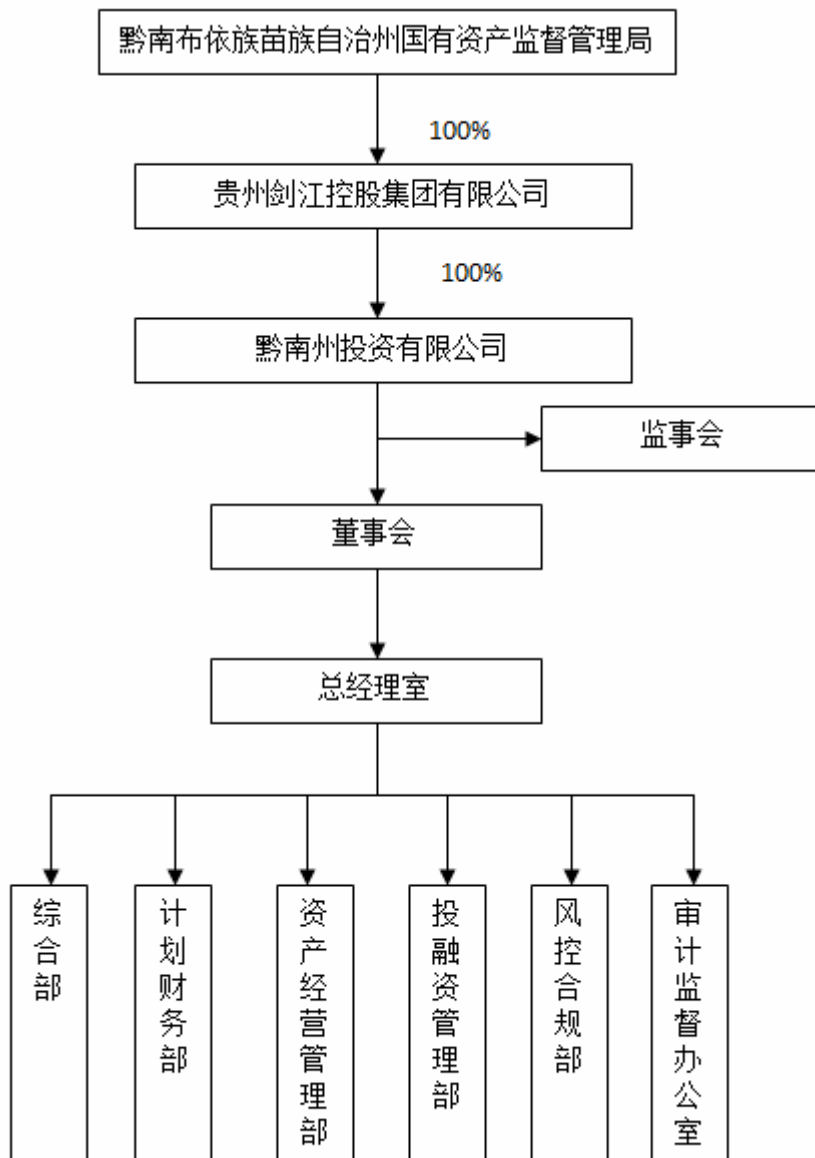
项目	2018年5月底
一年内到期债券余额	28.60
未来待偿债券本金峰值	48.60
现金类资产/一年内到期债券余额	1.86
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.75
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.64
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.09

资料来源：联合资信整理

### 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黔南停车场债01/17黔投01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1 公司股权及组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	48.91	45.68	53.19
资产总额(亿元)	331.57	666.43	896.89
所有者权益(亿元)	162.82	290.20	339.25
短期债务(亿元)	8.89	16.55	51.58
长期债务(亿元)	68.91	163.33	240.30
调整后长期债务(亿元)	96.20	249.35	301.47
全部债务(亿元)	77.80	179.88	291.88
调整后全部债务(亿元)	105.09	265.90	353.05
营业收入(亿元)	12.78	27.60	34.82
利润总额(亿元)	2.60	4.36	3.17
EBITDA(亿元)	3.54	6.79	4.44
经营性净现金流(亿元)	-28.25	-101.65	31.16
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	6.78	3.49	2.03
存货周转次数(次)	0.08	0.11	0.08
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.04
现金收入比(%)	128.75	59.32	106.44
营业利润率(%)	26.54	15.50	9.24
总资本收益率(%)	0.92	0.86	0.41
净资产收益率(%)	1.24	1.29	0.69
长期债务资本化比率(%)	29.74	36.01	41.46
调整后长期债务资本化比率(%)	37.14	46.21	47.05
全部债务资本化比率(%)	32.33	38.27	46.25
调整后全部债务资本化比率(%)	39.23	47.82	51.00
资产负债率(%)	50.89	56.46	62.18
流动比率(%)	510.00	547.02	323.16
速动比率(%)	264.20	267.77	129.22
经营现金流动负债比(%)	-48.83	-101.79	12.16
全部债务/EBITDA(倍)	21.95	26.49	65.73
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.66	39.16	79.51

注：1. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款+其他应付款中有息债务。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。