

信用等级公告

联合评字[2015] 818 号

贵州省凯里城镇建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的贵州省凯里城镇建设投资有限公司 2015 年公司债券进行了主动评级，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_{pi} ，评级展望为“稳定”

贵州省凯里城镇建设投资有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

贵州省凯里城镇建设投资有限公司 2015 年公司债券主动评级报告

评级结果:

本次债券信用等级: AA_{pi}

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次发行规模: 14 亿元

本次债券期限: 7 年

偿还方式: 本次债券每年付息一次, 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 年棚户区改造工程项目的建设

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
净利润(亿元)	1.50	1.83	1.98
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	7.43	3.50	2.16
EBITDA 全部债务比	0.21	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数(倍)	4.72	2.00	0.83
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.17	0.19

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币;

②本报告中数据如无特别注明均为合并口径;

③长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及全部债务。

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。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对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, 联合评级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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次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次债券的全额本息。公司经营活动现金流入量对本次公司债券每年拟偿还额度保障能力较好, 同时本次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次债券偿还能力的综合评估, 本次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. 本次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。

分析师

周赓

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：liuyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由贵州省凯里城镇建设投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。联合评级、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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对贵州省凯里城镇建设投资有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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 10 亿元，实收资本 2 亿元。根据公司章程规定，由股东分次出资，首期出资 2 亿元，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 8 亿元，黔东南州人民政府以实物资产形式缴纳 5.10 亿元、凯里市人民政府以货币形式缴纳 2.70 亿元、麻江县人民政府以货币形式缴纳 1,000 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 1,000 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 10 亿元，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”），公司本部下设办公室、财务部、工程部、计划发展部 4 个部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 191.33 亿元，负债合计 88.00 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。经营活动产生的现金流量净额 1.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.21 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、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

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

本次债券每年付息一次，分次还本，在本次债券存续期的第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。

本次债券无担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券发行募集资金 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

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 本次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	125,359.51	54,000	43.08%
凯里市 2015 年棚户区改造工程	187,636.14	86,000	45.83%
合计	312,995.65	140,000	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 516,960.30 平方米，规划占地面积 212,083.57 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 5,015 户，拆迁面积大约为 414,129.00 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 453,775.00 平方米（80 平方米占 30%，95 平方米占 70%），商业建筑面积为 44,229.71 平方米，公用建筑面积为 18,955.59 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 212,083.57 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 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[2014]5 号）批复可研，项目工期为 3 年，总投资额为 125,359.51 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 125,359.51 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 5.40 亿元。

凯里市 2014 年棚户区改造工程建设工期 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	113,025m ²	3,400 元/m ²	3.84
2	超出商业部分	33,878.71 m ²	17,000 元/m ²	5.76
3	停车位	5,500 个	80,000 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、韶山南路州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 799,027.33 平方米，规划占地面积 522,622.41 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 396,000.00 平方米。新建住宅楼建筑面积为 627,007.88 平方米（80 平方米占 30%，95 平方米占 70%），商业建筑面积为 137,615.56 平方米，公用建筑面积为 34,403.89 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 522,622.41 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 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 187,636.14 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 187,636.14 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 86,000.00 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	238,987.88m ²	3,200 元/m ²	7.65
2	超出商业部分	129,635.56 m ²	15,000 元/m ²	19.45
3	停车位	5,000 个	80,000 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 636,463 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 1,322 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 262,394 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）502,005 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 264,335 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 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支

出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 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 8,900 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 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 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，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

公司是凯里市基础设施的投融资和建设主体，主要负责凯里基础设施建设，土地开发运营管理。公司属于基础设施建设行业。

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、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有

独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

总体来看，国内基础设施还比较薄弱，政府为支持基础设施建设，正逐年增加基础设施投入，并出台一系列优惠政策。但目前国内从事基础设施建设仍面临着投资项目管理模式单一等一些实际问题。

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 30,337.10 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 20,161 元。全州城镇居民人均可支配收入 20,990 元，比上年增长 10.80%；全年城市居民人均消费支出 12,684 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 1,302.57 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	700,750	859,931	926,328
1、税收收入	454,561	512,221	622,721
2、非税收入	246,189	347,710	303,607
(二) 转移支付和税收返还收入	1,763,937	1,925,083	4,185,973
1、一般性转移支付收入	945,780	1,051,552	1,144,379
2、专项转移支付收入	788,214	843,588	3,010,000
3、税收返还收入	29,943	29,943	31,594
(三) 国有土地使用权出让收入	614,776	533,561	397,116

1、国有土地使用权出让金	558,799	453,874	387,637
2、其他	55,977	79,687	9,479
(四) 预算外财政专户收入	32,096	35,915	86,515
地方可控财力=(一)+(二)+(三)+(四)	3,111,559	3,354,490	5,595,932

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	926,328	(一) 直接债务余额	4,400,352
1. 税收收入	622,721	1. 外国政府贷款	
2. 非税收入	303,607	2. 国际金融组织贷款	
(二) 转移支付和税收返还收入	4,185,973	3. 国债转贷资金	
1. 一般性转移支付收入	1,144,379	4. 解决地方金融险专项借款	
2. 专项转移支付收入	3,010,000	5. 国内金融机构借款	
3. 税收返还收入	31,594	(1) 政府直接借款	
(三) 国有土地使用权出让收入	397,116	(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	86,515	6. 其他	
		(二) 担保债务余额	177,205
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	5,595,932	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	4,488,955
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 1,306 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 22,401 元，

比上年实际增长 8.98%；城镇居民人均消费支出 15,424.18 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入 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的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。

总体看，凯里市作为全州唯一的区域性中心城市，基础设施需求未来将进一步增长，凯里市基础设施投资仍有广阔的发展空间。

3. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。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。同时，还应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。

2013年9月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（下称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确了地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014年9月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

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。

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。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，在地方政府性债务管理方面，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。

4. 行业关注

经济效益不显著

城市基础设施建设项目社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

5. 行业发展

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在较高水平。2014 年，全国固定资产投资总额 51.28 万亿元，比上年名义增长 15.3%。2014 年全年新开工项目计划总投资 40.65 万亿元，较 2013 年增长 13.6%；施工项目计划总投资 96.88 亿元，同比增长 11.1%。

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，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。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，从而逐渐缩小城乡差距，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。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施继续保持高速发展，但增速有所回落。

五、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

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。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 10 亿元，实收资本 10 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。

总体看，公司经营规模在不断扩大，业务在凯里地区具有一定的垄断性，竞争力较强。

2. 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中心工程师，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。

3. 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10亿元，首期出资2亿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	1,466.00
2010年~2012年	黔东南府函[2010]165号、	凯里市民族风情园	193,115.60
	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	3,000.00
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	25,923.00
2012年	凯府函[2012]584号	桐荫坪路北侧州气象台东侧土地一宗	51,540.79
2012年	凯府函[2012]532号	友庄路商用房	8,366.67
2012年	凯府函[2012]531号	东门农贸市场房产	11,241.31
2012年	凯府发[2012]81号	凯里交建股权	1,200.00
合计			295,854.77

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 2,634,387.20 平方米，评估价值共计 432,177.57 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 653,517.26 平方米土地使用权等（价值 62,816.22 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、公司管理

1. 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. 管理体制

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、利用和项目实用地计划，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. 经营概况

公司是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	7,491.85	100.00%	21.02%	10,313.14	100.00%	15.27%	7,497.63	100.00%	11.40%
水费	4,032.68	25.40%	11.32%	5,253.01	31.16%	7.78%	5,870.10	27.78%	8.92%
安装维修费	1,045.61	23.34%	2.93%	1,890.22	5.26%	2.80%	1,369.34	15.88%	2.08%
工程施工	22,902.53	11.70%	64.26%	47,569.93	11.33%	70.45%	48,852.12	23.48%	74.25%
租赁							1,064.22	69.73%	1.62%
车辆运输							461.14	25.16%	0.70%
文化表演				2,080.61	-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	35,638.69	32.56%	100.00%	67,524.22	24.88%	100.00%	65,792.27	33.70%	100.00%

资料来源:审计报告

总体看,公司主营业务收入主要来自工程施工收入以及代建管理业务收入。城市供水业务为公司营业收入和利润的有效补充。公司营业能力较为稳定,预计未来随着凯里市基础设施建设增多,公司营业收入将会进一步增加。

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)

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	7,491.85	100.00%	21.02%	10,313.14	100.00%	15.27%	7,497.63	100.00%	11.40%
水费	4,032.68	25.40%	11.32%	5,253.01	31.16%	7.78%	5,870.10	27.78%	8.92%
安装维修费	1,045.61	23.34%	2.93%	1,890.22	5.26%	2.80%	1,369.34	15.88%	2.08%

工程施工	22,902.53	11.70%	64.26%	47,569.93	11.33%	70.45%	48,852.12	23.48%	74.25%
租赁							1,064.22	69.73%	1.62%
车辆运输							461.14	25.16%	0.70%
文化表演				2,080.61	-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	35,638.69	32.56%	100.00%	67,524.22	24.88%	100.00%	65,792.27	33.70%	100.00%

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7,491.85万元、10,313.14万元和7,497.63万元,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。

总体看,公司的代建管理费收入维持较高水平,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。同时联合评级也关注到,代建工程收入规模易受经济环境及市场波动影响。

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。

总体看,公司工程施工收入逐年增长,公司承建项目资金回收较有保障。同时,联合评级关注到公司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 273,791.32 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 192,653.27 万元。

上述两个回购项目部分建设资金由公司于 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薏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%，项目建设完成并经交工验收合格后，分期支付回购款项。

总体来看，项目回购投资回报率较高，但由于项目回购期长，实际工程进度滞后，项目回款较慢。

表 10 公司 2014 年签署回购项目的回购安排（单位：万元）

项 目	总投资	回购资金	回购期限
凯二大道城市主干道建设	51,667.65	67,176.95	2016~2023 年
凯里市炉山至下司快速通道建设工程	54,000.00	70,200.00	2017~2024 年
凯里市第一职业学校门前开怀至薏支坪城市主干道建设项目	3,691.17	4,758.52	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 4,032.68 万元、5,253.01 万元和 5,870.10 万元，收入增长主要系 2012 年 4 月的水价上调所致。

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 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，公司是黔东南州凯里市唯一的一家供水企业，且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。

5. 经营效率

公司应收账款规模不大，但由于其增长速度较快，2013~2014 年，公司应收账款周转次数大幅下降，分别为 6.47 次和 2.16 次；2013~2014 年，公司存货及营业成本均成下降态势，但由于营业成本下降比率大于存货下降，存货周转次数有所降低，分别为 0.17 次和 0.08 次，处于较低水平。；2013~2014 年，公司总资产周转次数小幅下降，分别为 0.06 次和 0.04 次。公司应收账款周转、存货周转和总资产周转次数均处于较低水平，公司经营效率较低。

总体看，公司经营效率较低。

6. 经营关注

(1) 公司业务收入与实际回款都受到当地经济发展和财政收入影响较大，如未来经济增长放缓财政收入出现波动，公司收入确认与资金回款存在一定的不确定性。

(2) 公司在建项目及拟建项目较多，投资规模较大且建设周期较长，应收账款规模较大，对公司资金占用明显，公司经营效率较低，在一定程度上影响公司工程款的结算。

(3) 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。

7. 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	137,023	16,249	70,000	50,774	0
滨河路建设项目	工程施工	270,601	206,837	55,000	8,764	0
滨江路一段	代建	11,116	1,243	9,873		
二龙至台盘工业园区	工程施工	148,194.82	38,946	60,000	49,248	0
火车站至北出口及延伸段	代建	370,07	18,943	18,064	0	0
开怀片区 20 公里路网	代建	414,80	330	8,500	10,000	22,980
开怀土地收储项目	代建	53,333	47,348	5,985	0	0
凯开线至阳光铝厂	代建	23,590	6,083	17,507	0	0
炉山万潮片区土地整治	代建	52,100	33,113	18,987	0	0
麻江县城至白秧坪公路	代建	54,000	2,630	51,370	0	0

棉纺厂 13 号路及延伸段	代建	37,870	18,829	19,041	0	0
棉纺东路	代建	3,576	901	已完工		
棚户区改造	代建	125,359	11,120	25,000	30,000	59,239
永丰西路延伸段	代建	27,250	26,151	1,099	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	3,691	2	3,689		
合计		1,026,190	428,799	364,115	148,786	82,219

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
贵州省广播电影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	1,626.03	360	400	450	416.03
凯里市第一中等职业技术学校校门前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	1,815.7	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	3,014.92	0	1,024.92	990	1000
舟溪镇小郎洞安置点工程	工程施工	1,800	1,405.21	100	200	94.79
凯里开发区白午四期 1 号楼, 4 号楼	工程施工	8,900	7,814	386	400	300
凯里开发区白午三期 16#、17#、19#	工程施工	8,100	5,605	1,260	700	535
炉山环城西路 12-24#安置房	工程施工	7,831	5,589.45	800	1,000	441.55
州委党校 1、2#楼工程	工程施工	2,392	1,940	300	100	52
州委党校学生公寓楼 1#楼工程	工程施工	1,936	1,464.06	234	100	137.94
州委党校行政综合楼	工程施工	1,622	1,090	200	332	0
凯里市公安局技术办公综合楼	工程施工	2,100	1,832.72	100.2756	67	100
炉山镇第二集贸市场北侧安置	工程施	948.57	690	100	100	58.57

点三通一平工程	工					
合计		46,045.25	29,246.73	6,842.56	5,790.91	4,165.04

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	117,782	35,334.6	47,112.8	35,334.6	0
白果井至三棵树公路工程	工程施工+代建	28,518	19,962.6	8,555.4	0	0
州财校至垃圾填埋场公路工程	工程施工	13,000	3,900	5,200	3,900	0
炉山至下司快速通道建设项目	工程施工	54,000	37,800	16,200	0	0
碧波路网道路工程建设	工程施工	38,579	27,005.3	11,573.7	0	0
白果井至粮校公路工程	工程施工（建安费）	20,500	6,150	8,200	6150	0
开怀路网道路建设工程	工程施工	26,113	7,833.9	10,445.2	7,833.9	0
阳光铝厂至舟溪二级公路工程	工程施工	24,000	16,800	7,200	0	0
凯麻高速东出口广场建设工程	工程施工	8,462	0	8462	0	0
北京东路延伸段至白果井城市主干道	代建	42,000	0	0	12,600	16,800
凯里环城高速公路	代建	114,700	0	0	34,410	45,880
凯里至都匀城际铁路	代建	550,000	0	0	165,000	220,000
鸭塘片区路网工程	代建	51,000	0	0	15,300	20,400
凯麻高速下司出口改造工程	代建	45,000	0	0	13,500	18,000
凯麻高速凯里西出口改造工程	代建	26,000	0	0	7,800	10,400
凯里舟溪至丹寨石桥公路	代建	62,000	0	0	18,600	24,800
凯里市公交总公司场站建设工程	代建	41,000	0	0	12,300	16,400
凯麻高速凯里西出口广场建设工程	代建	8,600	0	0	2,580	3,440
合计		1,271,254	154,786.4	122,949.1	335,308.5	376,120

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。

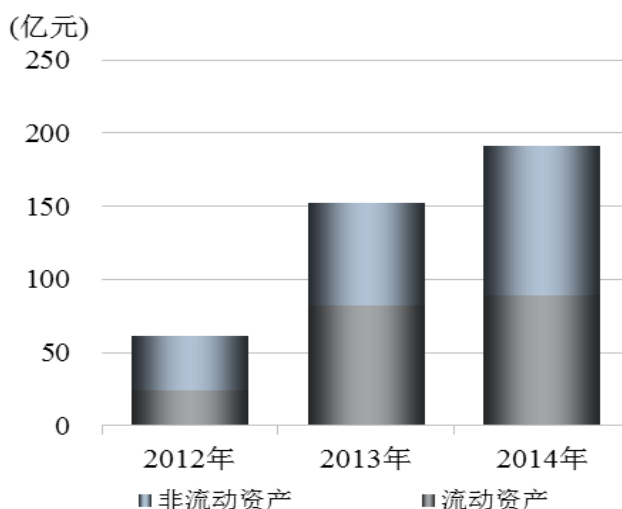
从合并范围变化来看，2013年，凯里市政府将文投公司的股权无偿划拨给公司；2014年，文投公司持有52%股权的贵州银秀传奇旅游文化投资发展有限公司（以下简称“银秀公司”）拟进行股份重组，故不再纳入合并范围。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共6家，均为全资子公司。总体看，2012~2014年公司合并范围变动较小，合并报表可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额191.33亿元，负债88.00亿元所有者权益103.33亿元。2014年，公司实现营业收入6.58亿元，净利润1.98亿元。经营活动现金流量净额为1.21亿元，现金及现金等价物净增加额-0.21亿元。

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

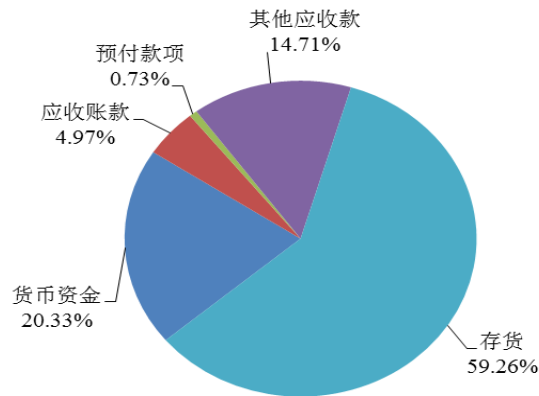


资料来源：审计报告

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，其中货币资金占比20.33%，存货占比59.26%，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 3162,459.44 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。

2012~2014 年，公司应收账款规模快速增加，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	26,785.92	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	7,619.42	17.11%
贵州凯里经济开发区规划建设局	4,762.00	10.19%
凯里炉山工业园区管理委员会	1,867.49	4.19%
凯里市公路建设养护中心	763.98	1.72%
合计	41,798.81	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	50,158.00	38.07
凯里市建材化工公司	14,200.00	10.78
凯里市财政局	12,674.09	9.62
凯里市交通运输局	9,110.00	6.91
凯里经济开发区财政局	5,000.00	3.79
合计	91,142.09	69.17

资料来源: 审计报告

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

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	184,064.53	84.66
风情园入住保证金	11,740.46	5.4
凯里市恒达交通发展有限公司农村项目部	1,493.84	0.69
凯里市征地拆迁办公室	1,045.20	0.48
凯里市交通局	1,000.00	0.46
合计	199,344.04	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。

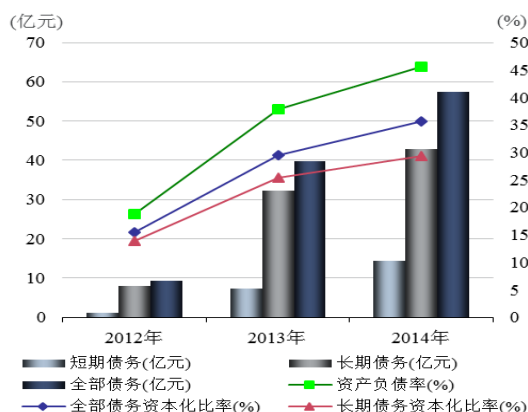
2012~2014年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长84.68%。截至2014年底, 公司长期借款27.38亿元, 其中抵押借款19.96亿元, 质押并抵押借款0.68亿元, 其他借款6.74亿元。

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。

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，将财政拨付的工程项目资本金结余 9.75 亿元转为项目回购资金所致；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 653,517.26 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。

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。

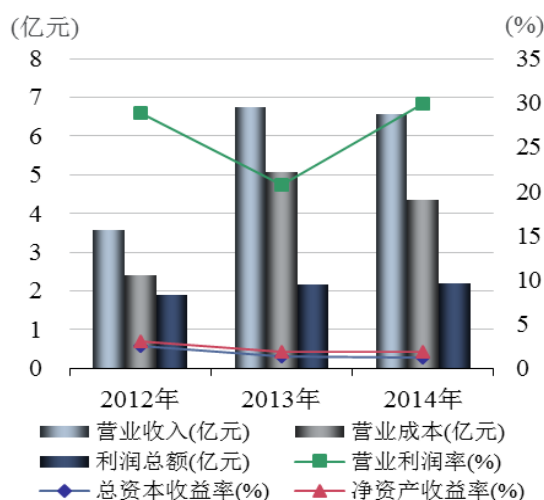
期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用年均复合增长 117.43%，主要系管理费用大幅增长所致。2012~2014 年，公司管理费用由 0.19 亿元上升至 0.84 亿元，系人员配置等各方面开支增加所致。近年，公司期间费用率上升较快，由 2012 年的 5.58%上升至 2014 年的 14.28%。

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，公司盈利能力对营业外收入的依赖度较大。

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，公司总资本收益率、总资产报酬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 年上述三项比率分别为 1.23%、1.34%和 1.91%，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。

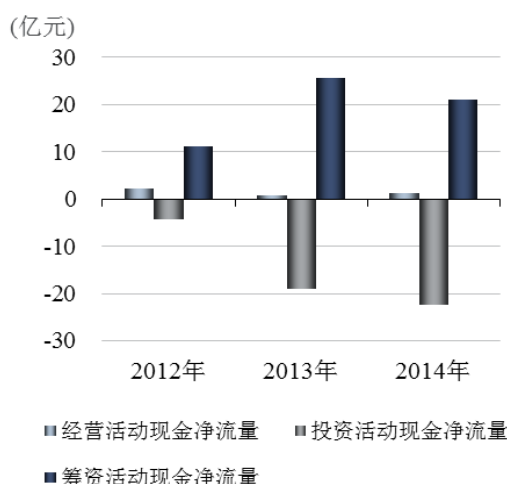
5. 现金流

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，主要系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建设投资支出有所增长，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，公司流动比率与速动比率分别为 2.16 和 0.88。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，但由于公司债券快速增长，同期 EBITDA 全部债务比快速下降，分别为 0.21 倍、0.06 倍和 0.05 倍。公司 EBITDA 利息倍数也呈现快速下降态势，2012~2014 年分别为 4.72 倍、2.00 倍和 0.83 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	10,966.81	2017.9
贵州凯里开发区开元城市投资开发有限责任公司	78,600.00	2024.4
凯里市中医医院	500.00	2017.10
合 计	90,066.81	--

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	52,845.71	52,845.71
贵阳银行凯里分行	40,000	17,000
贵州银行凯里迎宾支行	170,000	170,000
凯里农村商业银行	10,000	10,000
合计	272,845.71	249,845.71

资料来源：公司提供

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。总体看，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，公司长期债务资本化比率、资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.38%、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，公司长期债务资本化比率、资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 35.55%、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。

综合以上分析，并考虑到公司生产规模、政策支持等方面具有综合竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

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 年棚户区改造工程项目建设完成后，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，将获得出售总收益 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	113,025m ²	3,400 元/m ²	3.84
2	商业建筑超面积	33,878.31 m ²	17,000 元/m ²	5.76
3	停车位	5,500 个	80,000 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	238,987.88m ²	3,200 元/m ²	7.65
2	商业建筑超面积	129,635.56 m ²	15,000 元/m ²	19.45
3	停车位	5000 个	80,000 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。但考虑到销售进度据有一定不确定性，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。

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	11,200	11,200	11,200	8,960	6,720	4,480	2,240	56,000
当期偿还本金	0	0	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	14,000
当期偿还本息和	11,200	11,200	39,200	36,960	34,720	32,480	30,240	196,000

资料来源：联合评级整理

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2017~2021年按发行总额的20%分期偿付本金。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	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000			50,000
13 黔凯里城投债 02		20,000	20,000	20,000	20,000	20,000		100,000
本期债券	0	0	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000	140,000
每年偿还本金和	10,000	30,000	58,000	58,000	58,000	48,000	28,000	290,000

资料来源：联合评级整理

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，联合评级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、综合评价

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。

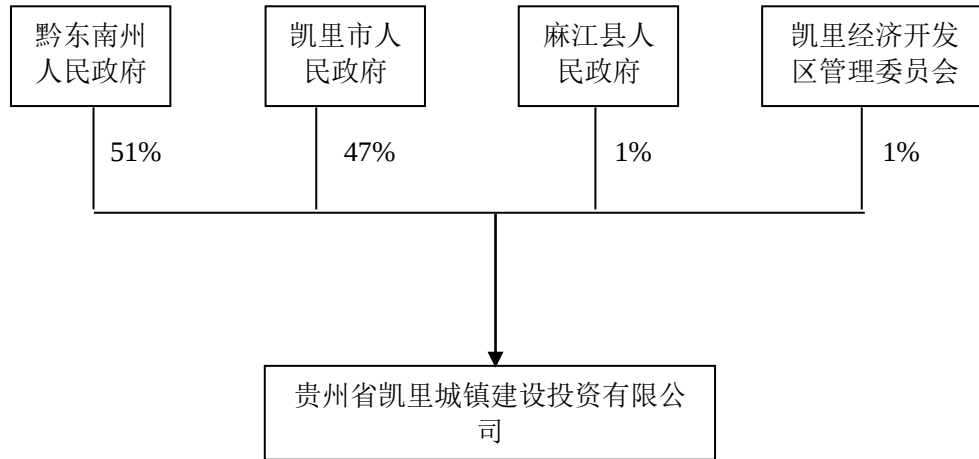
近年公司资产规模快速增长，存货占比较高，公司资产流动性弱，整体资产质量一般；所有者权益以注入的土地使用权为主，稳定性好；债务负担轻，随着公司承接更多土地开发、基础设施建设和工程建设业务，未来公司债务负担将有所上升；营业收入受工程款支付进度影响较大，公司整体盈利能力弱。

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。

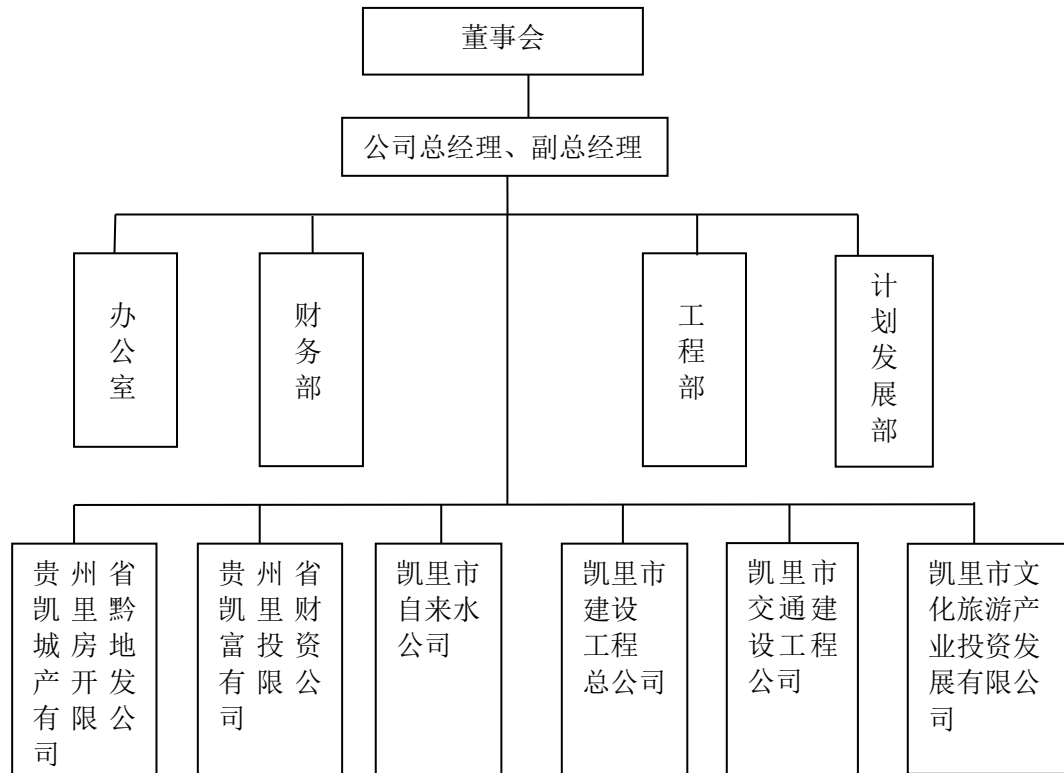
本期债券发行规模较大，对现有债务具有较大影响；公司经营活动现金流入量对公司本期公司债券保障能力尚可，考虑到公司与政府签订了基础设施建设回购协议，以及募投项目未来销售收入可覆盖本期债券全额本息额度，进而支撑公司对本期公司债券的偿付能力。同时，本期债券设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力；募投项目产生收益对本期债券的还本付息形成一定保障。

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，联合评级认为，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 主要财务指标

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
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
净利润(亿元)	1.50	1.83	1.98
EBITDA(亿元)	1.98	2.44	2.72
经营性净现金流(亿元)	2.14	0.66	1.21
应收账款周转次数(次)	2.34	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
总资本收益率(%)	3.53	1.91	1.42
总资产报酬率(%)	4.28	2.06	1.34
净资产收益率(%)	3.00	1.94	1.91
营业利润率(%)	28.81	20.78	29.86
费用收入比(%)	5.58	11.38	14.28
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
长期债务资本化比率(%)	14.05	25.52	29.38
EBITDA 利息倍数(倍)	4.72	2.00	0.83
EBITDA 全部债务比(倍)	0.21	0.06	0.05
流动比率(倍)	7.43	3.50	2.16
速动比率(倍)	5.50	1.25	0.88
现金短期债务比(倍)	9.56	2.52	1.27
经营现金流动负债比(%)	66.06	2.80	2.92
EBITDA/本次发债额度(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 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。