

信用等级公告

联合[2017]1368 号

贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年第二期贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券进行综合分析和评估，确定：

贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司拟发行的 2017 年第二期贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：

二零一七年八月十八日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2017 年第二期贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司 城市地下综合管廊建设专项债券主动信用评级报告

本期专项债券信用等级：AA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年
分期兑付本金的 20%

评级时间：2017 年 8 月 18 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	66.28	143.90	182.66
所有者权益（亿元）	42.26	105.98	110.23
长期债务（亿元）	15.74	27.41	57.31
全部债务（亿元）	15.75	32.20	61.92
营业收入（亿元）	5.47	10.19	16.89
净利润（亿元）	2.02	3.61	3.91
EBITDA（亿元）	2.24	3.96	4.66
经营性净现金流（亿元）	1.02	1.47	5.55
营业利润率（%）	4.67	10.62	10.80
净资产收益率（%）	4.89	4.88	3.62
资产负债率（%）	36.24	26.35	39.65
全部债务资本化比率（%）	27.15	23.30	35.97
流动比率（倍）	9.39	16.14	20.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.12	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	40,359.58	27.94	9.16
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.32	0.57	0.67

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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、长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司（以下简称“公司”或“开元城投”）的评级反映了公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要实体以及凯麻新城和凯里经济开发区建设的唯一平台，具备区域专营优势明显、政府支持力度大以及资产规模持续扩张等优势。同时，联合评级也关注到公司资产流动性和盈利能力偏弱、对外融资压力加大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着凯麻新区建设的不断推进，公司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”。

本期专项债券设置了分期偿还条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期专项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稳定发展，一般预算收入持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要实体以及凯麻新城及凯里经济开发区建设的唯一平台，得到了政府在资产划转、土地注入和财政补贴等方面的大力支持，区域专营优势明显。

3. 公司资本实力不断增强，收入和利润规模逐年增长，债务负担较合理。

4. 本期专项债券设置了分期偿还条款，可有效缓解公司集中偿付压力；专项债券账户封闭运行的模式有利于偿债资金管理。

关注

1. 公司业务主要位于黔东南州区域内，且较为依赖黔东南州尤其是凯里经济开发区政府规划，面临区域集中度风险。

2. 公司代建业务主要采取政府委托的建设模式，项目回款周期较长，对地方财政收入依赖程度较高。

3. 公司未来投资项目规模大，对外融资压力上升。

4. 公司土地类资产占比大，且往来借款对公司形成一定的资金占用，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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凯里开元城市投资开发有限责任公司提供，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，未因贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与贵州凯里开元城市投资开发有限责任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，联合评级将对贵州凯里开元城市投资开发有限责任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。

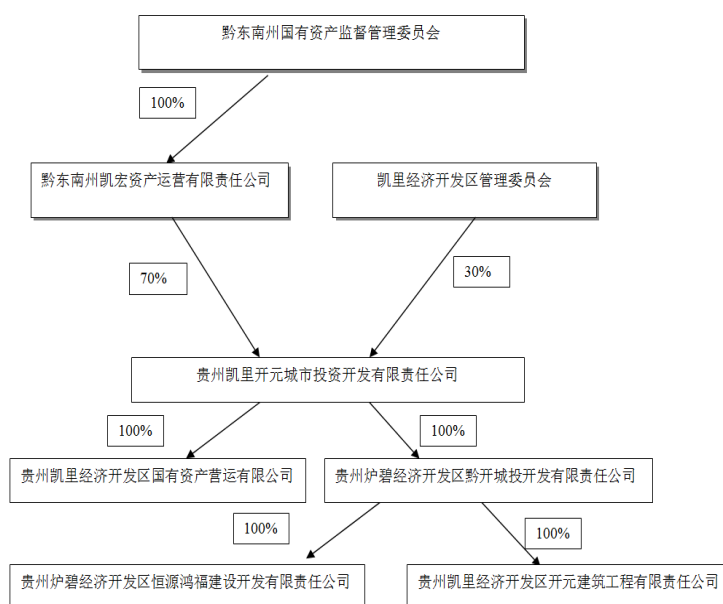
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司（下称“公司”或“开元城投”）原名贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司，成立于 2010 年 5 月 24 日，由黔东南州凯宏资产运营有限责任公司¹（以下简称“凯宏资产”）出资 95.00%，贵州凯里经济开发区管理委员会（下称“开发区管委会”）出资 5.00%。2015 年 12 月，凯宏资产将其持有的 25.00% 公司股份转让给开发区管委会，2016 年 3 月 2 日，公司变更为现用名。截至 2016 年底，公司注册资本 2.00 亿元，实收资本 2.00 亿元，凯宏资产持股 70.00%，开发区管委会持股 30.00%，黔东南州国有资产监督管理委员会（以下简称“黔东南州国资委”）是凯宏资产的唯一股东，公司实际控制人为黔东南州国资委。

图 1 截至 2016 年底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（行使政府授权范围内的城建资产投资主体的职能；根据开发区城建规划和自身的资本实力、多渠道、多形式地筹集城建资金，并实施开发建设；负责对开发区城市基础设施的投融资管理，保证资金投入的安全和增值；根据授权，统一对全区已有的城建项目进行包装和招投标，通过市场平等竞争形势面向全社会公开选择项目新投资建设经营者；兼营房地产开发，旅游及文化产业开发、建设物资贸易，装饰装修工程，建筑材料，各类建筑工程项目和技术咨询，各种公共设施项目的营销策划，各类建设工程、房地产项目的融资担保和广告业务）。

截至 2016 年底，公司本部下设财务部、投融资部、企业管理部、法务部和项目建设部 5 个职能部门；公司拥有 2 家全资子公司，为贵州凯里经济开发区国有资产运营有限公司（以下简称“国资公司”）和贵州炉碧经济开发区黔开城投开发有限责任公司（以下简称“炉碧城投”）；公司在职员工 108 人。

¹凯宏资产是黔东南州人民政府批准成立的州直属国有企业，注册资本 3.00 亿元人民币。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 182.66 亿元，负债合计 72.43 元，所有者权益合计 110.23 亿元，均为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 16.89 亿元，净利润 3.91 亿元，均为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.68 亿元。

公司注册地址：凯里经济开发区管委会办公楼一楼；法定代表人：陈卫。

二、本期专项债券概况及募投项目概况

1. 本期专项债券概况

经国家发展和改革委员会核准（发改企业债券[2017]103 号），同意公司发行城市地下综合管廊建设专项债券不超过 14 亿元，所筹资金全部用于凯里新城地下综合管廊建设项目。2017 年 5 月 26 日，公司发行“17 开元 01/17 开元专项债 01”，发行规模 7 亿元，债券期限 7 年，从第 3 个计息年度开始，每年按照发行总额 20%的比例偿还债券本金，并同时在上海证券交易所市场和银行间市场上市交易。

本期专项债券名称为“2017 年第二期贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券”，债券规模 7 亿元，期限为 7 年。本期专项债券每年付息一次，分次还本，从第 3 个计息年度开始，每年按照发行总额 20%的比例偿还债券本金，本期专项债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付。

本期专项债券不设担保。

2. 本期专项债券投资项目概况

本期专项债券募集资金 7 亿元，拟全部用于凯里新城地下综合管廊建设项目（以下简称“募投项目”）的投资、建设。

根据中船第九设计研究院工程公司和上海浦东建筑设计研究院有限公司于 2015 年 9 月联合出具的《凯里新城地下综合管廊建设项目工程可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），募投项目拟在凯里新城的 8 条主要道路下建设城市综合管廊，总长度 43,010 米。建设内容包括综合管廊廊体建设，以及供电、照明、排水、通风、消防以及监控与通讯系统等附属工程的建设。募投项目计算期 30 年，计划建设期为 34 个月，从第 35 个月起进入运营期，实现地下管廊的满负荷运营并开始产生经营收入（第 3 年仅运营 4 个月，第 4 年起全年满负荷运营）。

募投项目总投资 21.71 亿元，其中发行债券 15.00 亿元（含本期专项债券募集资金 7.00 亿元），其余 6.71 亿元由企业自筹。项目内部收益率 13.14%，投资动态回收期 7.94 年。

截至 2017 年 6 月底，募投项目已完成投资 5.07 亿元，其中州群众服务中心城市主干道地下主体工程已完成 5.7 千米，其余路段工程也已完成勘察设计、规划审批、施工图设计、招投标、报建等前期工作，项目总体实施进度为 22.35%。

根据可行性研究报告，募投项目收入包括两部分：补贴收入和营业收入。补贴收入主要来自黔东南州人民政府提供的财政补贴，计划于 2017~2023 年每年拨付公司 1.50 亿元补贴，7 年合计拨付公司 10.50 亿元财政补贴。营业收入包括管廊运营单位向管线单位收取廊位租赁费收入（以下简称“租赁收入”）和管廊维护管理费（以下简称“管理费收入”），其中租赁收入按照管廊长度 43.00 公里，每年收取 460.00 万元/公里测算，全年预计实现 19,780.00 万元（第 3 年收入按全年收入 1/3 计算）；管理费收入按照运行成本 1.50 倍计提，每年预计实现 1,329.87 万元管理费收入。项目计算

期内，募投项目预计可实现收入合计 68.22 亿元。

募投项目审批情况如下表所示：

表 1 募投项目审批情况

序号	审批文件名称	发文机关	批复时间
1	关于凯里新城地下综合管廊建设工程可行性研究报告的批复	凯里市发展和改革局	2015.8.18
2	凯里市国土资源局关于凯里新城地下综合管廊建设项目用地预审意见的函	凯里市国土资源局	2015.10.19
3	建设项目选址意见书	凯里市规划局	2015.10.9
4	关于对凯里新城地下综合管廊建设工程环境影响报告表的批复	凯里市环保局	2015.9.1
5	固定资产投资节能登记表	凯里市发展和改革局	2015.7.2
6	关于对《凯里新城地下综合管廊建设工程项目社会稳定风险评估报告》的审查意见	凯里市人民政府	2015.10.9
7	建设用地规划许可证	凯里市住房和城乡建设局	2015.10.13
8	建设工程规划许可证	凯里市住房和城乡建设局	2015.10.15
9	建筑工程规划许可证	凯里市住房和城乡建设局	2015.12.10

资料来源：公司提供

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

总体看，近年来城市基础设施建设规模不断扩大，城投公司是基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函[2016]88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预[2016]152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综[2016]11 号文）强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

2017 年，根据国务院的《43 号文》的政策指引下，财政部近期印发《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，以下简称“《89 号文》”），鼓励有条件的地方政府在具有经营性并可以产生收益的公益性事业领域探索分类发行专项债务，打造中国版的“市政项目收益债”。

总体看，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资

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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面有望得到支撑。另一方面，区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险可能加大。

总体看，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一，城投公司整体发展情况良好；在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，城投公司之间的分化可能加剧。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是经黔东南州人民政府批准成立的重点平台类企业。公司在黔东南州城市基础设施建设及国有资产运营领域处于重要地位，是黔东南苗族侗族自治州（以下简称“黔东南州”）最主要的城市基础设施投融资和建设主体之一，担负着城市基础设施建设和运营的重要任务。自成立以来一直得到黔东南州州委、州政府的大力支持，公司经营规模和实力不断壮大，有着较强的竞争优势和广阔的发展前景。同时，黔东南州经济的发展和基础设施建设需求的不断增加保障了公司盈利的稳定性。

公司作为打造“凯里麻江新城”和凯里经济开发区唯一的城市运营平台，将立足于整体运营经济开发区，统筹规划，积极开展凯里新区和凯里经济开发区的建设工作，区域垄断优势明显。

总体看，公司是黔东南州最主要的城市基础设施投融资和建设主体之一，是凯里麻江新城和凯里经济开发区唯一的城市运营平台，具备明显的区域垄断优势。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司高级管理人员包括总经理和副总经理等共 4 人。

公司董事长陈卫先生，现年 43 岁，会计师，本科学历，曾历任凯里农村信用合作联社营业部主任、业务发展科副科长、财务信息部主任等职务，2012 年 4 月至 2014 年 4 月担任公司副总经理，现任公司董事长、法定代表人。

公司总经理李磊先生，现年 35 岁，本科学历，曾历任中国联通黔东南分公司集团客户中心主任、中国电信黔东南分公司政企客户经理、湖南怀化时利和投资开发有限公司市场人员、凯里经济开发区管委会办公人员，2011 年 2 月进入公司，现任公司总经理。

截至 2016 年底，公司共有员工 108 人；从文化程度看，本科及以上学历员工 56 人，大专学历 50 人，高中及中专 2 人。

总体看，公司高管人员管理经验丰富，员工构成能够满足公司日常的经营管理需求。

3. 政府支持

公司作为黔东南州城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，在股权资产注入、土地资产注入和政府补助方面得到了政府的大力支持。

（1）股权资产注入

2013 年，开发区管委会将国资公司无偿划拨给公司。国资公司主要负责重组和处置国有企业改制中剥离出来的闲置资产、行政事业单位经营性资产及已核销的不良资产；受托经营管理部分已改制企业主辅分离后的辅业资产及关闭破产企业的存续国有资产；依法收购和处置省属国有企业中金

融机构持有的债权和股权；开展企业并购重组的代理业务，参与并购公司的改制，开展融资、资产处置、人员安置、债务“打包”处理、抵押担保和咨询服务活动等；根据政府城市建设规划实施相应开发建设；根据授权，依法从事土地开发、储备业务。合并日国资公司账面净资产 16.07 亿元。

根据黔东南州政府出具的黔东南府函[2010]112 号文件精神，凡是贵州凯里经济开发区范围内隶属于州政府的有效资产的所有权、占有权、收益权和重大项目的投资经营管理权全部划归给公司或国资公司。凡是公司或国资公司立项或委托代建的黔东南州重大项目所涉及的财政补贴、州政府安排的配套资金全部拨给公司或国资公司。

2015 年，根据政府划拨文件，将炉碧城投划入公司，共 19.76 亿元计入资本公积，其中 18.92 亿元为土地资产。

2016 年，凯里经开区管委会将贵州凯里经济开发区开元建筑工程有限责任公司全部股权注入子公司炉碧城投，公司据以增加资本公积 3,377.73 万元。

（2）土地资产注入

2010~2013 年，公司获得的政府注入的土地资产有凯开土国用[2010]第 070 号、凯开土国用[2010]第 071 号、凯开土国用[2010]第 072 号、凯开土国用[2010]第 005 号、凯经开土国用[2012]第 0182 号、凯经开土国用[2013]第 0183 号、凯经开土国用[2013]第 0184 号等地块，注入土地面积 341.50 万平方米，评估价值 32.10 亿元，土地性质均为可用于出让的商业用地，计入公司存货和无形资产等科目，同时增加公司的资本公积。此外，公司将其中合计评估价值 10.54 亿元的土地资产用于置换应收账款。2015 年，根据政府划拨文件，将凯经开土国用[2015]第 004--021 号土地 146.63 万平方米作价 15.67 亿元划拨入本公司，其中 11.67 亿元计入资本公积，4.00 亿元冲抵预付账款项下土地保证金；将凯里市国用[2015]第 010612、613、615、616 号土地 332.13 万平方米作价 28.17 亿元土地划拨入国资公司，均计入公司资本公积。

（3）政府补贴

2014~2016 年，公司分别获得政府补贴资金 2.00 亿元、3.00 亿元和 3.20 亿元，计入“营业外收入”科目，现金流体现在收到“其他与经营活动有关的现金”科目。

总体看，公司作为黔东南州城市基础设施建设和国有资产管理的重要主体，在股权资产注入、土地资产注入和政府补贴方面受政府支持力度大。

4. 区域经济

（1）黔东南州

黔东南州位于贵州省东南部，下辖 15 个县和 10 个省级经济开发区，州府所在地设于凯里市；黔东南州境内东西宽 220 千米，南北长 240 千米，总面积 30,337.1 平方公里。

黔东南州探明储量矿石包括重晶石、汞和铁等 19 种，其中重晶石保有储量占全国的 60% 以上。黔东南州水能蕴藏量 332 万千瓦，可开发的水能资源 240 万千瓦，河流天然落差大。

根据《黔东南州 2016 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年黔东南州全州全年实现生产总值 939.05 亿元，比上年增长 13.3%，增速位居贵州省第一。分产业看，第一产业增加值 184.11 亿元，同比增长 6.1%；第二产业增加值 261.36 亿元，同比增长 12.9%；第三产业增加值 493.58 亿元，同比增长 16.3%。第一、二、三次产业增加值占全州生产总值的比重为 19.6%、27.8% 和 52.6%。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 8.9%、27.7% 和 63.4%。全州人均生产总值 26,858 元。

固定资产投资方面，2016 年，黔东南州全州全社会固定资产投资完成 1,745.04 亿元，比上年增

长 16.2%。其中，州内 500 万元以上项目施工项目 2,504 个，比上年下降 9.0%；全年 500 万元以上投资累计完成 997.76 亿元，比上年增长 22.4%。全州房地产开发投资完成 140.30 亿元，比上年增长 13.3%。

2016 年，黔东南州全州财税收入 156.40 亿元，比上年增长 2.3%；全年财政总收入完成 148.87 亿元，比上年增长 3.5%；一般预算收入 110.68 亿元，比上年增长 6.9%，其中，税收收入 69.10 亿元，比上年增长 12.5%，在一般预算收入中占比 62.43%；非税收入 41.58 亿元，比上年下降 1.2%，占比 37.57%。

总体看，黔东南州经济相对落后，经济实力不强，但经济保持较快增长，财政收入有所增长，为公司提供了较好的外部发展环境。

（2）凯里经济开发区

贵州凯里经济开发区于 2000 年 7 月经贵州省人民政府批准成立，位于黔东南州州府所在地凯里-麻江城市总体规划的中心区域，区位优势，交通便捷，是华东、华南进入大西南的交通要道。根据贵州省政府《凯里-麻江城市总体规划》的批复精神，凯里经济开发区正在大力实施凯里-麻江同城化发展战略，凯里经济开发区所辖的面积将扩大到 588.73 平方公里，总人口将增加到 12.2 万人。

根据公司提供的贵州凯里经济开发区《2016 年 1~12 月份经济要情》，2016 年，全区生产总值完成 36.80 亿元，同比增长 12.1%。其中，第一产业增加值 11.60 亿元，同比增长 6.1%；第二产业增加值 24.69 亿元，同比增长 10.7%；第三产业增加值 10.94 亿元，同比增长 16.3%。

2016 年凯里经济开发区规模以上工业总产值完成 55.41 亿元，同比增长 3.29%；规模以上工业增加值 15.44 亿元，同比增长 15.99%。2016 年，凯里经济开发区总投资项目 179 个，全区含房地产的 500 万元以上固定资产投资累计上报 166.66 亿元，同比增长 0.11%。

2016 年，凯里经济开发区完成一般预算收入 6.10 亿元，同比增长 8.36%，其中税收收入 3.35 亿元，同比增长 35.75%，占比 54.89%；非税收入 2.75 亿元，同比下降 9.86%，占比 45.11%。

（3）凯里-麻江城镇体系规划

根据《省人民政府关于凯里-麻江城市总体规划（2016~2030）的批复》（黔府函[2016]342 号），贵州省政府要求进一步强化凯里-麻江中心城区作为州域中心城市地位，加快推进凯麻同城化步伐。凯里-麻江城镇体系规划范围包括凯里市和麻江县的行政辖区范围，总面积 2,528.1 平方公里，其中城市规划区包括凯里市的 7 个街道和 7 个镇，以及麻江县的 3 个镇，规划范围总面积为 1,717.58 平方公里。

凯麻同城的城市性质定位为以原生态民族文化为特色的国际旅游城市，国家生态文明示范城市，黔东南中心城市和现代产业基地，目标是构建“1 条产业服务带、4 个高效农业示范园区、2 大产业集聚区和 4 大现代服务业平台”，其中 2 大产业集聚区为凯里经济开发区和炉碧经济开发区。从具体发展目标来看，2020 年凯里-麻江城镇化水平预计可达到 70%，城镇人口 78.5 万人，中心城区规划建设用地面积 75.4 平方公里；2030 年城镇化率 80%，城镇人口 128.0 万人，中心城区规划建设用地面积 120.0 平方公里。

总体来看，黔东南州经济保持较快增长，财政实力整体向好，凯里经济开发区发展势头良好，凯里-麻江城镇体系规划的实施对公司所在区域内实的经济持续发展提供了有利条件，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依法设立股东会，股东会为公司最高权力机构，股东会决议应由代表二分之一以上表决权的股东表决通过，但股东会对公司增加或减少注册资本、分立、合并、解散或者变更公司形式、修

改公司章程所作出的决议，应由代表三分之二以上表决权的股东表决通过。

公司依法设立董事会，董事会成员为 6 人，其中凯宏资产代表 4 名，开发区管委会代表 1 人，职工代表 1 人，设董事长 1 名，董事每届任期 3 年，可以连任。董事会成员由出资者委派和更换。董事长为公司的法定代表人。董事会议实行一人一票制和按出席会议董事人数，少数服从多数的原则，当赞成票和反对票数相等时，董事长有权作出最后决定。

公司设立监事会，监事会成员共设 5 人，其中，开发区管委会 3 人，职工代表 2 人，监事会设召集人一名，召集人由开发区管委会委派，监事会每届任期三年，可以连任。监事会行使以下职权：检查公司的财务；对董事、经理履行职务时遵守法律法规，公司章程的情况进行监督；当董事和经理的行为损害公司利益时，要求董事和经理予以纠正以及法律赋予的其他职权。

公司设总经理 1 名，统一负责公司的日常经营管理工作，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司章程经营计划和投资方案，拟定公司的融资计划及资本运营方案，拟定公司年度财务预决算方案、利润分配及弥补亏损方案等。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理体制

公司本部下设财务部、投融资部、企业管理部、法务部和项目建设部 5 个职能部门；公司根据日常经营管理需要制定了较为完善的管理制度，包括子公司管控制度、项目实施管理制度、资金管理制度和审计监督管理制度等。

对子公司管控方面，公司以资产为纽带建立母子公司管理体系，对所属企业行使国有资产出资人权益，对所投资的企业主要进行价值形态的管理，审定投资项目、投资计划，集中统一管理建设资金，负责干部任免和管理等。

项目实施管理方面，公司实行政府投资工程代建制度。对于重大的城市基础设施建设项目，通常由公司负责组织实施，公司设立项目建设部对相关项目进行指导、监督和协调等。

资金管理方面，政府委托代建的项目资金，由黔东南州政府统一拨付，委托开发区财政局代为支付，由公司按照“集中管理，统一支付”的资金管理模式代为管理。各个代建项目单位会按照工程进度提出资金申请，公司根据工程进度及监理报告，统一调度并直接向施工方支付资金，确保城建资金专款专用，从源头上杜绝了腐败问题，同时又能够引导和协助建设单位完善建设项目的管理工作。

审计监督方面，公司负责的项目从招投标开始审计部门就介入参与项目的前期、中期和竣工验收的审计工作。公司投资项目严格落实项目法人制、招投标制、合同管理制、建设监理制、廉政责任制“五制”要求，建立了内审和外审相结合的项目建设全过程跟踪审计制度，严格按照规范要求进行工程结算审计，重大项目还要接受国家、省、市审计机关的专项审计，严格规范地进行工程建设管理。

总体看，公司各项管理制度较完备，能够满足公司日常经营和发展的需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自委托代建业务形成的建造合同收入。2014~2016 年，公司分别实现营业收入 5.47 亿元、10.19 亿元和 16.89 亿元，呈逐年增长趋势，主要系委托代建规模扩大所致。近三年

建造合同收入在营业收入中的占比均高于 99.00%，主营业务突出。2016 年，公司新增垃圾填埋场收入、绿化收入和熔烁磨料工程收入，规模均很小。

表2 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建造合同	54,716.23	99.98	4.83	101,832.89	99.96	10.99	168,132.37	99.65	10.88
垃圾填埋场收入	--	--	--	--	--	--	0.80	0.00	-211.07
绿化收入	--	--	--	--	--	--	33.33	0.01	-23.32
熔烁磨料工程收入	--	--	--	--	--	--	149.38	0.09	85.63
其他	9.84	0.02	100.00	43.04	0.04	100.00	583.36	0.35	100.00
合计	54,726.07	100.00	4.83	101,875.93	100.00	10.99	168,899.24	100.00	11.25

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 4.83%、10.99%和 11.25%，2015 年毛利率上升幅度较大主要系公司与黔东南州政府约定的代建管理费率提高所致。

总体看，委托代建业务形成的建造合同收入是公司主要收入来源，近三年公司营业收入逐年增长，毛利率逐年上升。

2. 经营分析

公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要主体，根据州政府的规划，每年承担凯里经济开发区大量的基础设施代建业务。

公司的委托代建业务是由公司或者子公司国资公司同黔东南州人民政府签订委托代建协议，协议约定代建项目的资金来源由政府全额出资，分期支付，公司可以贷款或者融资，融资费用由政府承担。政府成立专项偿债资金，并指定州财政局委托开发区财政局自委托代建协议生效日起至资金全部支付完毕之日止，以每年预算安排的形式从专项偿债资金中拨付相应的资金。

公司（乙方）同黔东南州人民政府（甲方）签订协议，甲方每年根据项目投资进度确认公司建造合同收入（建造合同收入包含项目实际投资成本及代建管理费），并委托开发区财政局进行资金拨付和管理。公司同州政府签订的委托代建协议按照 6%收取代建管理费，国资公司同州政府签订的委托代建协议按照 3%收取代建管理费，代建管理费按照年度支付。为支持公司建设项目投融资业务的顺利开展，州政府对公司 2015 年以后新增项目的代建管理费率提升至 15%。

截至 2017 年 6 月底，公司已完工的代建项目有凯里房地产交易中心建设工程项目、凯里城市主干道凯里经济开发区至下司段工程（开元路）项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（高新南段）项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（春晖路）项目、凯里经济开发区镰刀湾景区道路项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（高新北段）项目等。2015~2016 年，公司无建设完工项目，当年确认的建造合同收入来自于在建工程项目，分别为 10.18 亿元和 16.81 亿元。

2014~2016 年，公司分别确认建造合同收入 5.47 亿元、10.18 亿元和 16.81 亿元。近三年，公司建造合同收入实际回款 7.05 亿元、8.20 亿元和 12.97 亿元。2015 年以前，公司建造合同收入回款存在部分缺口，但通过政府划拨土地置换部分应收政府工程款，公司建造合同收入应收账款控制情况较好。

截至 2016 年底，公司在建项目和未来拟投资项目情况如下表所示：

表 3 截至 2016 年底公司主要在建工程和未来拟建项目投资情况（单位：亿元）

项目 状态	项目名称	计划 总投资	已投 资额	未来投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
在建 项目	凯里经济开发区保障性住房白午安置建设工程	12.25	6.29	2.50	1.90	1.56
	百米大道（州群众服务中心一级主干道）	12.00	5.46	2.00	2.27	2.27
	太阳岛大桥建设项目	2.52	2.39	0.13	0.00	0.00
	下司新大桥建设项目	1.50	1.41	0.09	0.00	0.00
	凯开三线开发区道路建设工程	3.20	2.61	0.29	0.30	0.00
	碳化硅质标准厂房	3.50	1.95	0.80	0.75	0.00
	渝凯高新技术产业园标准厂房	2.09	1.31	0.50	0.28	0.00
	炉山工业园区 11 号路建设工程	2.30	2.18	0.10	0.02	0.00
	凯里碧波公共型保税仓库	1.20	1.09	0.11	0.00	0.00
小计		40.56	24.69	6.52	5.52	3.83
拟建 项目	三江百香果种植基地	2.00	0.12	0.68	0.75	0.45
	贵州电子信息职业技术学校建设项目	20.00	0.00	6.00	8.00	6.00
	盟喜影视基地	1.00	0.27	0.45	0.28	0.00
	红岩污水处理厂	0.90	0.00	0.74	0.16	0.00
	凯里市清水江生态治理建设工程	15.00	0.51	2.20	3.00	7.00
	东方斗牛城	10.00	0.45	2.30	3.00	3.00
小计		48.90	1.35	12.37	15.19	16.45
合计		89.46	26.04	20.89	19.71	19.28

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在建工程及未来拟投资项目总投资额 89.46 亿元，已投资额 26.04 亿元，尚需投资 63.42 亿元。公司尚需投资规模较大，但项目回款与工程建设款支付不同步，存在一定的资金压力与流动性压力。

除委托代建业务外，垃圾填埋场业务、绿化业务和熔炼磨料工程业务均由子公司恒源鸿福公司经营，营业收入规模较小。

总体看，公司委托代建业务由政府全额出资，项目回款较慢，存在一定流动性压力；项目尚需投资规模较大，公司存在一定融资需求。

3. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转率分别为 57.98 次、22.81 次和 6.88 次，呈逐年大幅下降态势，主要系应收委托代建工程款大幅增长所致；存货周转率分别为 0.15 次、0.14 次和 0.15 次，基本保持稳定；总资产周转率分别为 0.09 次、0.10 次和 0.10 次，基本保持稳定。

总体看，公司经营效率一般。

4. 经营关注

（1）业务集中风险

公司业务主要位于黔东南州区域内，且较为依赖黔东南州尤其是凯里经济开发区政府规划，区域发展对公司影响较大。若当地受到重大不利因素影响，或出现财政收支不平衡状况，将对公司的正常经营和偿债能力带来不利影响。

（2）项目回款周期较长

公司代建业务主要采取政府委托的建设模式，项目回款是由地方政府进行支付，项目回款周期较长，对地方财政收入依赖程度较高。

（3）尚需投资规模较大

截至 2016 年底，公司在建及拟建项目尚需投资 63.42 亿元，尚需投资规模较大，但项目回款与工程建设款支付不同步，公司存在一定的资金压力与流动性压力。

5. 未来发展

作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要主体，以及凯里-麻江城市总体规划中心区域建设的唯一平台，目前公司在建和未来拟建的大部分项目均为凯麻同城新区的建设项目。随着凯里-麻江城镇体系规划的实施，公司作为区域内重要的基础设施投资建设主体，业务规模未来有望进一步扩大。

总体看，未来公司主要承建凯麻同城新区的建设项目，发展规划较明确稳健。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2016 年底，公司合并范围内一级子公司共 2 家。2015 年，公司以无偿划转受让炉碧城投的全部股权，将其纳入合并范围；2016 年，公司合并范围未发生变化。公司合并范围变动对财务数据可比性存在一定影响。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 182.66 亿元，负债合计 72.43 元，所有者权益合计 110.23 亿元，均为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 16.89 亿元，净利润 3.91 亿元，均为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.68 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续快速增长，年均复合增长 66.00%，主要系流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司资产总额 182.66 亿元，较上年底增长 26.93%；其中流动资产占 90.95%，非流动资产占 9.05%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 75.57%，主要系其他应收款和存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 166.13 亿元，较上年底增长 29.16%，主要系其他应收款大幅增长所致；流动资产主要由货币资金（占 7.21%）、其他应收款（占 25.54%）和存货（占 59.20%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金余额逐年增长，年均复合增长 39.65%。截至 2015 年底，公司货币资金 8.39 亿元，较上年底增长 36.65%，主要系融资规模增长所致。截至 2016 年底，公司货币资金 11.98 亿元，较上年底增长 42.72%，主要系项目回款增加所致。公司货币资金主要为银行存款。

截至 2014 年底，公司无应收账款。截至 2016 年底，公司应收账款 4.02 亿元，较上年底增长

349.88%，全部为应收黔东南州人民政府的委托代建项目工程款，账龄均在 1 年以内。公司应收账款欠款方均为黔东南州人民政府，由于政府信用良好，公司未计提坏账准备。

2014~2016 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 6.67%。截至 2015 年底，公司预付款项 10.78 亿元，较上年底增长 16.67%，主要系代建规模扩大所致。截至 2016 年底，公司预付款项 8.05 亿元，较上年底下降 25.34%，主要系部分工程款结转所致。公司预付款项主要为公司预付给施工方的工程建设款，款项账龄主要在 1 年以内。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 256.84%，主要系往来款规模增长所致。截至 2016 年底，公司其他应收款 42.43 亿元，较上年底大幅增长 474.16%，主要系公司对区域内政府部门及其他国有企业的应收往来款大幅增长所致。公司累计计提其他应收款坏账准备 0.11 亿元，计提较充分。公司其他应收款欠款金额前五名单位合计占比 71.63%，集中度较高，规模大，对公司资金形成较大占用。

表 4 2016 年底公司其他应收款欠款单位前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比
凯里市建设工程总公司	12.32	28.96
开发区财政局	6.57	15.45
贵州凯里经济开发区开元房地产有限责任公司	5.54	13.02
贵州凯里经济开发区开元建筑材料有限责任公司	3.41	8.02
贵州凯里经济开发区开元科教产业发展有限责任公司	2.63	6.18
合计	30.47	71.63

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货快速增长，年均复合增长 67.20%，主要系在建委托代建项目规模扩大所致。截至 2016 年底，公司存货合计 98.35 亿元，较上年底小幅增长 0.42%，全部为开发土地。从土地性质看，划拨土地账面价值 2.99 亿元，出让地账面价值 95.36 亿元；从土地用途来看，工业用地账面价值 1.73 亿元，其余均为商住用地。截至 2016 年底，公司存货项下有账面价值 19.23 亿元土地使用权已用作抵押，抵押比率 19.55%。公司存货未计提跌价准备。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 15.49%，主要系其他非流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 16.53 亿元，较上年底增长 8.18%，主要由长期应收款（占 28.71%）、在建工程（占 12.16%）、无形资产（占 44.88%）和其他非流动资产（占 14.00%）构成。

2014~2016 年，公司长期应收款规模小幅下降，年均复合下降 2.04%。截至 2016 年底，公司长期应收款 4.74 亿元，与 2015 年底未发生变化，主要为融资租赁款，具体包括应收黔东南民族职业技术学院借款 2.84 亿元，应收凯里市建总公司借款 1.90 亿元。

截至 2014 年底，公司无在建工程。2015 年，公司新增物流园、珠三角标准厂房等在建工程。截至 2016 年底，公司在建工程 2.01 亿元，较上年底增长 138.37%，主要系对珠三角标准厂房的投资增加所致；公司在建工程以珠三角标准厂房为主，未计提减值准备。

2014~2016 年，公司无形资产变化较小，年均复合减少 0.14%。截至 2016 年底，公司无形资产 7.42 亿元，较上年底小幅下降 0.20%，均为土地使用权，其中账面价值 2.81 亿元的土地使用权已用作抵押。

截至 2014 年底，公司无其他非流动资产。截至 2015 年底，公司其他非流动资产 2.25 亿元，

均为委托贷款。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 2.31 亿元，较上年底增长 3.06%，均为委托贷款。

总体看，公司资产以流动资产为主，但土地类资产占比大，资产流动性偏弱；公司应收往来款规模持续增长，对公司资金形成较大占用，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 73.65%，主要系非流动负债增长所致。截至 2016 年底，公司负债总额 72.43 亿元，较上年底增长 91.00%；其中流动负债占 10.97%，非流动负债占 89.03%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 17.66%。截至 2015 年底，公司流动负债 7.97 亿元，较上年底增长 38.91%，主要系应付票据增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债 7.94 亿元，较上年底小幅下降 0.34%，主要由短期借款（占 25.18%）、应交税费（占 8.78%）、其他应付款（占 28.76%）和一年内到期的非流动负债（占 32.82%）构成。

2014~2015 年，公司无短期借款。截至 2016 年底，公司新增短期借款 2.00 亿元，其中抵押借款和质押借款各占 50.00%。

2014~2016 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 167.48%，主要系企业所得税和增值税增长所致。截至 2016 年底，公司应交税费 0.70 亿元，较上年底增长 553.07%，主要由增值税和企业所得税构成。

2014~2016 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 18.22%。截至 2015 年底，公司其他应付款 1.10 亿元，较上年底减少 67.73%，主要系应付往来款减少所致。截至 2016 年底，公司其他应付款 2.28 亿元，较上年底增长 107.22%，主要系应付往来款和保证金增长所致。公司前五名其他应付款债权单位欠款合计金额占其他应付款总额的 67.76%，集中程度较高。从款项性质看，主要为往来款、待付的土地出让金和保证金等。

表 5 截至 2016 年底公司其他应付款主要情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	0.50	21.89
凯里市扶贫开发投资有限公司	0.40	17.58
贵州凯里经济开发区开元科教产业发展有限责任公司	0.38	16.55
贵州炉碧经济开发区管理委员会	0.15	6.49
凯里市建设工程总公司	0.12	5.25
合计	1.55	67.76

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司无一年内到期的非流动负债。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.61 亿元，较上年底增长 140.64%，主要为公司向贵阳银行股份有限公司凯里分行和国家开发银行股份有限公司借款。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 87.81%，主要系融资规模扩大所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 64.49 亿元，较上年底增长 115.30%，主系长期借款大幅增长所致；其中，长期借款占 57.24%，应付债券占 13.89%，长期应付款占 28.87%。

2014~2016 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 53.14%。截至 2016 年底，公司长期借

款 36.91 亿元，较上年底增长 135.61%，主要系质押借款大幅增长及公司新增信用借款、保证借款和保证及抵押借款所致。从结构看，以质押借款和抵押借款为主。公司长期借款由政府委托公司代建工程形成，由公司向银行借款融资，但融资费用由政府承担，公司无需承担利息支出。

截至 2014 年底，公司无应付债券。截至 2016 年底，公司应付债券 8.96 亿元，较上年底增长 12.51%，分别为 7 亿元 4 年期“15 开元城投小微债/15 开小微”、2.00 亿元 2 年期“开元城投 2015 银杏债”和 0.10 亿元政府专项置换债券。

2014~2016 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 170.62%。截至 2016 年底，公司长期应付款 18.62 亿元，较上年底增长 194.42%，主要系融资租赁款大幅增长所致。公司长期应付款中 2.54 亿元为开发区财政局的转借款项，4.63 亿元为应付委托贷款，借款利息均由开发区财政局承担，公司不承担利息费用；剩余均为融资租赁款。长期应付款中的融资租赁款计入公司长期债务。

2014~2016 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 98.27%。截至 2016 年底，公司全部债务 61.92 亿元，较上年底增长 92.27%，其中短期债务占 7.44%，长期债务占 92.56%，以长期债务为主。2014~2016 年，公司资产负债率分别为 36.24%、26.35%和 39.65%，全部债务资本化率分别为 27.15%、23.30%和 35.97%，长期债务资本化率分别为 27.14%、20.55%和 34.21%，均呈波动上升态势。公司债务负担和债务结构均较合理。

总体看，公司债务结构以长期债务为主，近年来随着委托代建业务规模的增长，公司债务规模快速增长，但公司整体债务负担一般，且公司无需承担长期借款的融资费用。

（2）所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 61.49%，主要系资本公积和未分配利润的增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 110.23 亿元，较上年底增长 4.01%，均为归属于母公司所有者权益；其中，实收资本占 1.81%，资本公积占 86.12%，盈余公积占 0.98%，未分配利润占 11.09%，所有者权益主要由资本公积构成，稳定性较好。

2015 年，根据政府划拨文件，炉碧城投划入公司，共 19.76 亿元计入资本公积，其中 18.92 亿元为土地资产。截至 2015 年底，公司实收资本 2.00 亿元，较上年底增长 33.33%；资本公积 94.59 亿元，较上年底增长 170.34%。截至 2016 年底，公司实收资本和资本公积较上年底基本保持稳定。

总体看，随着炉碧城投划拨公司以及未分配利润的增长，公司所有者权益规模快速扩大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 5.47 亿元、10.19 亿元和 16.89 亿元，年均复合增长 75.68%，呈逐年快速增长趋势，主要系随着凯麻同城建设的推进，公司委托代建业务规模扩大所致；净利润分别为 2.02 亿元、3.61 亿元和 3.91 亿元，年均复合增长 39.19%，增幅低于营业收入增幅，主要系财务费用增长所致。2014~2016 年，公司营业利润率持续上升，分别为 4.67%、10.62%和 10.80%。

2014~2016 年，公司期间费用年均复合增长 109.98%，主要系财务费用增长所致。2016 年，公司期间费用 0.98 亿元，其中销售费用占 0.35%，管理费用占 34.93%，财务费用占 64.72%。2014~2016 年，公司管理费用年均复合增长 21.72%，主要系职工薪酬、中介费增长所致；财务费用由负值增长为 0.64 亿元，主要系应付债券规模增长所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 4.07%、4.54%和 5.82%，费用控制能力有所减弱，但仍属较强。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 2.00 亿元、3.00 亿元和 3.20 亿元，主要为政府补贴收入，2016 年占比 99.97%；2014~2016 年，公司分别实现利润总额 2.03 亿元、3.61 亿元和 3.93 亿元，补贴收

入是公司利润总额的重要补充。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司总资本收益率分别为3.83%、3.83%和2.85%，2016年下降主要系债务规模快速扩大所致；公司总资产报酬率分别为3.32%、3.57%和2.72%，呈波动下降态势，其中2015年上升主要系利润总额增长较快所致，2016年下降主要系资产规模快速扩大所致；净资产收益率分别为4.89%、4.88%和3.62%，呈逐年下降趋势，主要系炉碧城投划拨公司后所有者权益大幅增长所致。公司盈利能力指标整体处于较低水平。

总体看，随着凯麻同城建设的推进，公司委托代建业务形成的收入大幅增长；公司费用控制能力较强，财政补贴是利润总额的重要补充；公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 26.18%，2016年为 19.67 亿元，由销售商品、提供劳务收到的现金（13.04 亿元）和收到的其他与经营活动有关的现金（6.62 亿元，以收到的政府补贴款和往来款为主）构成；公司经营活动现金流出量年均复合增长 11.61%，2016 年为 14.12 亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金（11.80 亿元）为主；公司经营活动产生的现金流净额分别为 1.02 亿元、1.47 亿元和 5.55 亿元，净流入规模逐年增长。2014~2016 年，公司现金收入比持续下降，分别为 128.89%、80.52%和 77.23%，收入实现质量较差。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入规模较小，2016 年投资活动现金流入 3.13 亿元，以收回银行理财产品投资收到的现金为主；公司投资活动现金流出波动减少，年均复合减少 4.02%，主要包括对珠三角标准厂房等在建工程的投资以及支付的土地保证金；公司投资活动现金流量净额分别为-3.49 亿元、-11.02 亿元和-0.09 亿元，均为现金净流出。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 101.93%，主要系公司持续发行债券所致；筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 645.96%，主要系偿还的往来借款规模增长所致；筹资活动现金流量净额分别为 8.03 亿元、10.71 亿元和-0.78 亿元，由净流入转为净流出。

总体看，公司经营活动净现金流均为净流入，但收入实现质量较差；投资活动净现金流持续净流出，外部融资规模大幅增长，但资金以往来借款形式流出的规模较大，公司仍面临一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

受流动资产快速增长的影响，2014~2016 年，公司流动比率分别为 9.39 倍、16.14 倍和 20.92 倍，速动比率分别为 3.26 倍、3.85 倍和 8.53 倍，均呈逐年上升趋势；现金短期债务比分别为 614.03 倍、1.75 倍和 2.60 倍，公司以长期债务为主，现金类资产对短期债务的覆盖程度强；经营现金流流动负债比率分别为 17.73%、18.42%和 69.84%，2016 年经营性净现金流对流动负债的覆盖程度大幅加强。整体看，公司短期偿债能力强，但考虑到公司流动资产中土地类资产和应收类款项占比较大，公司实际短期偿债能力可能低于上述指标值，但仍处于较好水平。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 2.24 亿元、3.96 亿元和 4.66 亿元，年均复合增长 44.16%，主要系利润总额增长所致。2016 年公司 EBITDA 中，利润总额占 84.40%，计入财务费用的利息支出占 10.91%，折旧和摊销占 4.69%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 40,359.58 倍、27.94 倍和 9.16 倍，公司无需承担长期借款的融资费用，EBITDA 对利息的覆盖程度强；EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.12 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保护程度较弱。整体看，公司长期偿

债能力一般。

截至2017年3月底，公司共取得银行授信总额39.91亿元，尚可使用授信额度3.01亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保余额4.11亿元，以公司2016年底财务数据测算，公司担保比率为3.73%，公司或有负债风险小。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1052260100055220A），截至2017年5月4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，公司短期偿债能力强，长期偿债能力一般，间接融资渠道有待拓展，或有负债风险小，考虑到黔东南州政府的财力状况和对公司的各项支持综合判断，公司整体偿债能力很强。

八、本期专项债券偿债能力分析

1. 本期专项债券的发行对目前债务的影响

本期专项债券计划发行7.00亿元，分别相当于2016年底公司长期债务和全部债务的12.21%和11.31%，对公司现有债务结构和债务负担存在一定影响。

以2016年底的财务数据为基础，假设其他因素保持不变，本期专项债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别上升为41.88%、38.47%和36.85%。公司于2017年5月发行“17开元01/17开元专项债01”，将其发行规模7.00亿元计入公司长期债务后，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将分别上升至43.95%、40.78%和39.28%。本期专项债券发行后，公司债务负担将有所加重，但仍属合理水平，债务结构将进一步改善。

2. 本期专项债券偿债能力分析

以2016年的财务数据为基础，公司2016年的EBITDA为4.66亿元，为本期专项债券发行额度（7.00亿元）的0.67倍，EBITDA对本期专项债券的保障能力强。公司2016年经营活动现金流入量为19.67亿元，为本期专项债券发行额度的2.81倍，对本期专项债券的保障能力较强。

考虑到公司于2017年5月发行“17开元01/17开元专项债01”7.00亿元，公司2016年EBITDA和经营活动现金流入量分别为“17开元01/17开元专项债01”和本期专项债券合计发行金额（14.00亿元）的0.33倍和1.40倍，EBITDA对本次专项债的保障能力较强，经营活动现金流入量对本次专项债的保障能力一般。

“17开元01/17开元专项债01”设置了分期偿付条款，将于2020~2024年分别偿还本金的20%（1.40亿元）；本期专项债券设置了分期偿付条款，将于债券存续期的第3~7年分别偿还债券本金的20%（1.40亿元）。假设本期专项债券于2017年成功发行，2020~2024年，公司将每年兑付“17开元01/17开元专项债01”和本期专项债券本金分期偿付额合计2.80亿元。公司2016年EBITDA和经营活动现金流入量分别为上述两期专项债券每年本金偿付额的1.66倍和7.02倍，EBITDA和经营活动现金流入量对每年本金偿付的保障能力强。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期专项债券募集资金7.00亿元，拟全部用于募投项目的投资和建设。根据可行性研究报告，募投项目产生的营业收入包括廊位租赁费收入和管廊维护管理费收入。其中，廊位租赁收入按照管廊长度43公里，460万元/公里/年测算，项目计算期第4~30年预计每年可实现收入19,780万元；

项目计算期第 3 年廊位租赁费收入按全年收入 1/3 计算。管理费收入按照运行成本 1.5 倍计提，每年预计实现管理费收入 1,329.87 万元。此外，黔东南州人民政府将给予募投项目财政补贴，计划于 2017~2023 年每年向拨付公司财政补贴 1.50 亿元，合计 10.50 亿元。假设公司于 2017 年成功发行本期专项债券，债券存续期内，募投项目可实现经营收入和补贴收入合计 23.88 亿元。

假设公司于 2017 年成功发行本期专项债券，并将募集资金用于募投项目建设，考虑到“17 开元 01/17 开元专项债 01”募集资金全部用于募投项目建设，上述两期专项债券将出现本金偿还资金来源一致且集中兑付的情况。

2020~2024 年，公司每年需偿还本期专项债券和“17 开元 01/17 开元专项债 01”（以下简称“两期专项债券”）本金的 20%（2.80 亿元）。以募投项目每年息税折旧摊销前利润及财政补贴收入合计额对两期专项债券当年待偿还本金覆盖倍数测算，2020~2023 年覆盖倍数均为 1.22 倍；由于 2024 年募投项目不再获得财政补贴收入，该年度募投项目息税折旧摊销前利润及财政补贴收入合计额对当年待偿还本金覆盖倍数为 0.68 倍。债券存续期内，募投项目息税折旧摊销前利润及财政补贴收入合计额对两期专项债券本金合计额的覆盖倍数为 1.61 倍，覆盖情况较好。

九、综合评价

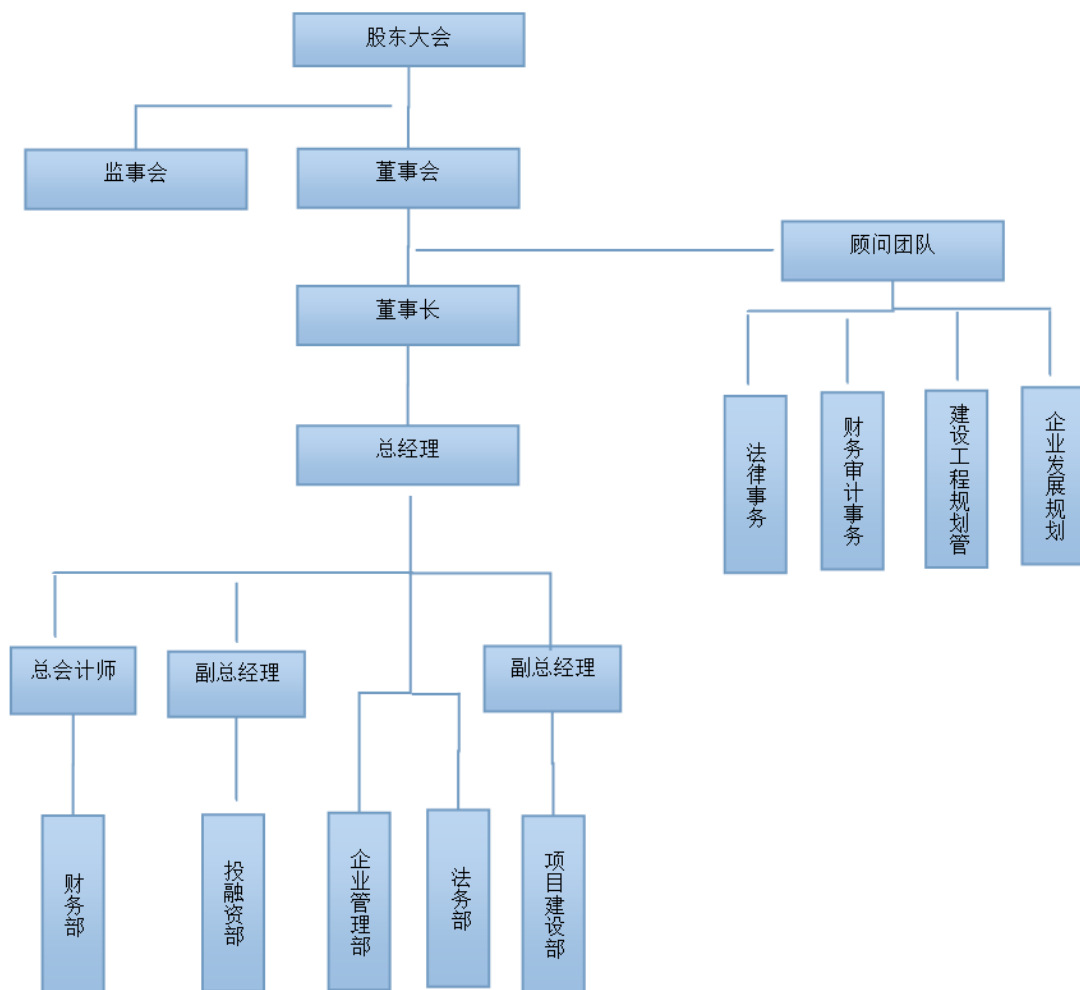
公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要实体以及凯麻新城和凯里经济开发区建设的唯一平台，具备区域专营优势明显、政府支持力度大以及资产规模持续扩张等优势。同时，联合评级也关注到公司资产流动性和盈利能力偏弱、对外融资压力加大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着凯麻新区建设的不断推进，公司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”。

本期专项债券设置了分期偿还条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期专项债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司 组织结构图



附件 2 贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	66.28	143.90	182.66
所有者权益（亿元）	42.26	105.98	110.23
短期债务（亿元）	0.01	4.79	4.61
长期债务（亿元）	15.74	27.41	57.31
全部债务（亿元）	15.75	32.20	61.92
营业收入（亿元）	5.47	10.19	16.89
净利润（亿元）	2.02	3.61	3.91
EBITDA（亿元）	2.24	3.96	4.66
经营性净现金流（亿元）	1.02	1.47	5.55
应收账款周转次数（次）	57.98	22.81	6.88
存货周转次数（次）	0.15	0.14	0.15
总资产周转次数（次）	0.09	0.10	0.10
现金收入比率（%）	128.89	80.52	77.23
总资本收益率（%）	3.83	3.83	2.85
总资产报酬率（%）	3.32	3.57	2.72
净资产收益率（%）	4.89	4.88	3.62
营业利润率（%）	4.67	10.62	10.80
费用收入比（%）	4.07	4.54	5.82
资产负债率（%）	36.24	26.35	39.65
全部债务资本化比率（%）	27.15	23.30	35.97
长期债务资本化比率（%）	27.14	20.55	34.21
EBITDA 利息倍数（倍）	40,359.58	27.94	9.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.12	0.08
流动比率（倍）	9.39	16.14	20.92
速动比率（倍）	326.17	385.04	853.39
现金短期债务比（倍）	3.26	3.85	8.53
经营现金流动负债比率（%）	17.73	18.42	69.84
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.32	0.57	0.67

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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、长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 4 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。