

信用等级公告

联合[2017]1537 号

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年第一期贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业专项债券进行了主动评级，确定：

贵州省红果经济开发区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”

2017 年第一期贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业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：

二零一七年九月二十日

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 年第一期贵州省红果经济开发区开发有限责任公司 养老产业专项债主动评级报告

本期债券信用等级: AApi

公司主体信用等级: AApi

评级展望: 稳定

发行规模: 5 亿元

债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期

每年兑付 20% 的本金

评级时间: 2017 年 9 月 21 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	48.63	102.98	157.83
所有者权益 (亿元)	37.52	75.10	89.11
长期债务 (亿元)	8.09	8.22	24.72
全部债务 (亿元)	9.06	17.94	30.77
营业收入 (亿元)	1.34	3.30	3.95
净利润 (亿元)	0.91	4.29	4.21
EBITDA (亿元)	1.23	4.59	5.01
经营性净现金流 (亿元)	-3.61	1.79	-3.90
营业利润率 (%)	88.89	95.45	93.10
净资产收益率 (%)	--	7.62	5.13
资产负债率 (%)	22.85	27.07	43.54
全部债务资本化比率 (%)	19.45	19.29	25.66
流动比率 (倍)	11.81	2.89	2.12
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.26	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.89	30.51	27.37
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.28	0.92	1.00

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; 2、除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为盘州市重要的城市基础设施建设开发主体和红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体, 在资本及资产注入、股权划拨、财政补贴、政府性债务置换等方面获得盘州市政府及红果经开区管委会的大力支持。同时, 联合评级也关注到公司经营业务单一、资产流动性弱、对外筹资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 年 4 月, 根据《民政部关于同意贵州省撤销盘县设立县级盘州市的批复》, 经国务院批准, 同意撤销盘县, 设立县级盘州市, 以原盘县的行政区域为盘州市的行政区域, 六盘水市代管。近年来盘州市经济稳步增长, 红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进, 自身经济实力将得到进一步增强, 良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券募投项目具有一定的收益, 公司经营活动现金流入量以及 EBITDA 对本期债券分期偿还额度保障能力较好, 本期债券设置提前分期偿还条款, 可有效降低公司集中偿付的压力。

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, 安全性高。

优势

1. 盘州市作为贵州省唯一一个百强县, 近年来经济稳步增长, 为公司发展创造了良好的外部环境。

2. 公司作为盘州市重要的城市基础设施建设开发主体以及红果经开区基础设施建设及土

地开发的唯一主体，在资本及资产注入、股权划拨、财政补贴和政府性债务置换方面获得盘州市政府及红果经开区管委会的大力支持。

3. 近年来，随着政府注入资产，公司资产及所有者权益规模快速增长。

4. 随着招商引资的推进，公司出租收入有望稳步增长，为未来公司业务板块扩充提供一定支撑。

5. 本期债券设分期偿付条款，并且募投项目在当期债券还款期具有一定收益，可有效降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司业务和收入结构单一，经营运作市场化程度较低。

2. 公司资产中土地资产、投资性房地产、无形资产占比高，且部分已用于抵押，流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 未来，公司在建及拟建项目未来投入规模较大，对外融资压力将有所加大。

4. 公司对外担保总额 9.52 亿元，并对 15 亿元“16 盘州市棚改项目债”负有差额补偿责任，存在一定或有负债风险。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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红果经济开发区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，未因贵州省红果经济开发区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、评级人员与贵州省红果经济开发区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，联合评级将对贵州省红果经济开发区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

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）于 1998 年 11 月 6 日由贵州省红果经济开发区开发总公司改制组建设立，注册资本和实收资本均为 0.11 亿元，由贵州红果经济开发区管理委员会（以下简称“红果经开区管委会”）全额出资。公司企业性质为有限责任公司（国有独资）。2001 年 8 月 25 日，红果经开区管委会根据《关于将土地使用权等资产投入红果经济开发区开发总公司的决定》（红管会（2001）15 号），决定以实物资产对公司增资，增资后红果经开区管委会对公司出资额为 0.52 亿万元，占注册资本的 100%。2014 年 10 月 28 日，公司决定增资至 10.00 亿元，增资后注册资本由红果经开区管委会委托贵州红果经济开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）代认缴。

根据盘县人民政府（现盘州市人民政府）2014 年第 16 次常务会议纪要《关于研究承办六盘水市第一届旅发大会等事宜的纪要》，盘州市人民政府决定将公司 51%股权划转至盘州市财政局。2014 年 11 月 6 日，公司股东决定划转上述股权。股权变更后公司的股东结构为：盘州市财政局出资 5.10 亿元，占注册资本的 51%；经开区财政局出资 4.90 亿元，占注册资本的 49%。

根据 2015 年 12 月 31 日盘州市财政局和经开区财政局出具的《关于向贵州省红果经济开发区开发有限责任公司缴足注册资本的批复》（红财复（2015）1 号），同意将经开区财政局持有公司下属全资子公司贵州省盘州市红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾公司”）的债权转为对公司的股权投资。该债权金额为 12.54 亿元，其中 9.48 亿元作为公司注册资本缴足（其中盘州市财政局应缴的 4.84 亿元由经开区财政局代缴），剩余 3.06 亿元作为追加投资投入公司。截至 2016 年底，公司实收资本为 10.00 亿元，其中盘州市财政局持股 51.00%，红果经开区管委会持股 49%，盘州市财政局为公司实际控制人。

公司经营范围：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，经审批机关批准后作凭许可（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。

公司内设办公室、财务部、项目部、物业部、融资部、安保部共 6 个职能部门（详见附件 1）。截至 2016 年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司 1 家（红腾公司，公司对其持股比例为 100%），二级子公司 6 家。

截至 2016 年底，公司资产总额 157.83 亿元，负债总额 68.72 亿元，所有者权益 89.11 亿元，归属于母公司所有者权益 89.11 亿元。2016 年公司实现营业收入 3.95 亿元，净利润 4.21 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.21 亿元；经营活动现金流量净额-3.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.75 亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市红果经济开发区管委会；法定代表人：李力。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2017 年发行 5 亿元养老产业专项债券（以下简称“本期债券”），发行期限为 7 年；本期债券设置提前偿还条款，即在债券存续期的第 3~7 年末，分别按照债券发行总额 20%的比例提前偿还债券本金。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金人民币 5 亿元，其中 2.50 亿元用于贵州红果经济开发区（两河新区）综合养老产业建设项目（以下简称“养老项目”），2.50 亿元用于补充流动资金。具体情况如下表所示：

表 1 本期债券募集资金投向情况（单位：万元、%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	占投资总额的比例	占募集资金的比例
红果经济开发区（两河新区）综合养老产业项目	84,967.62	25,000.00	29.42	50.00
补充流动资金	--	25,000.00	29.42	50.00
合计	84,967.62	50,000.00	--	100.00

资料来源：公司提供

三、行业分析及区域经济环境

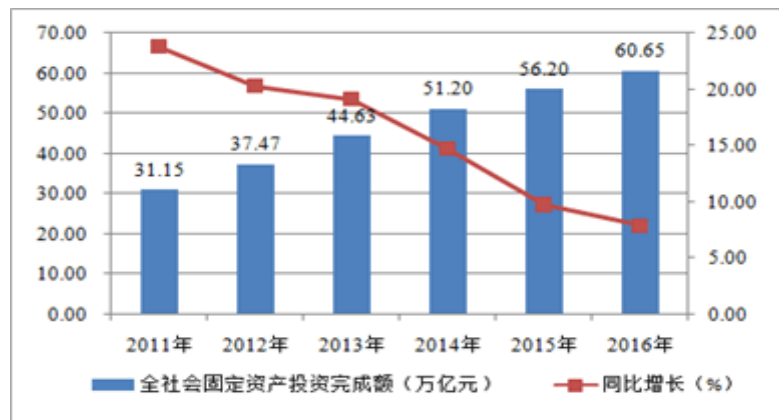
公司主要从事红果经开区内的基础设施建设及土地开发与整理等业务，因此行业分析围绕基础设施建设行业分析展开。

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，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地发展。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。

图 1 2011~2016 年全国固定资产投资完成额情况



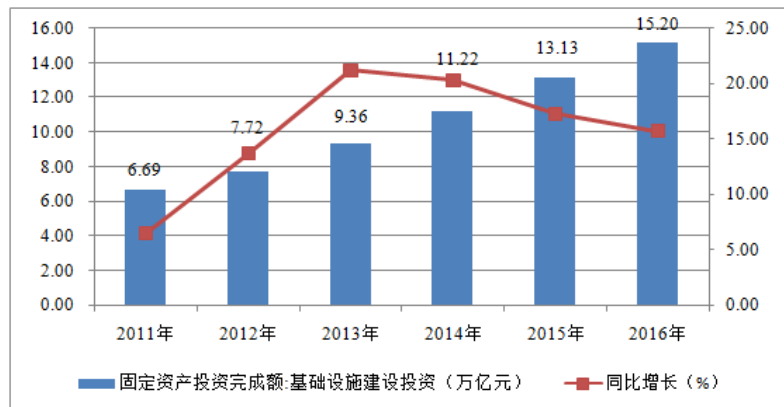
资料来源：Wind 资讯

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资

直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2016 年，全国固定资产投资额完成 60.65 万亿元，同比增长 7.9%，增速较上年下降 2.1 个百分点，增速继续放缓，2016 年固定资产投资（不含农户）59.65 万亿元，同比增长 8.1%。其中，2016 年第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，同比增长 21.1%，增速同比下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资额 23.18 万亿元，同比增长 3.5%，增速较上年下降 4.5 个百分点；第三产业固定资产投资额 34.58 万亿元，同比增长 10.9%，增速同比提高 0.3 个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2016 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元，同比累计增长 15.71%，增速较上年下降 1.58 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图 2 2011~2016 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2016 年的 57.35%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

2. 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。

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。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“43号文”）。“43号文”的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称“351号文”），“351号文”主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，“43号文”及“351号文”的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月，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），为确保融资公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业债借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40.00%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展。

2015年8月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

2016年11月，国务院办公厅发布《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）。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则。

2017年2月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称《规划》），明确了“十三五”时期现代综合交通运输体系发展的指导思想、发展目标和主要任务。《规划》提出，到2020年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。网络覆盖加密拓展，综合衔接一体高效，运输服务提质升级，智能技术广泛应用，绿色安全水平提升。高速铁路覆盖80%以上的城区常住人口100万以上城市，铁路、高速公路、民航运输机场基本覆盖20万以上人口城市，城市轨道交通运营里程比2015年增长近一倍，油气主干管网快速发展，综合交通网总里程达到540万公里左右。

2017年5月5日，财政部等六部门发布《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），要求地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金的来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。

2017年6月1日，财政部、国土资源部公布了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》

（财预〔2017〕62号，以下简称《办法》）。《办法》明确为完善地方政府专项债券管理，2017年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为。

2017年6月2日，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。各省财政厅报经省级政府批准后，会同相关部门组织全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于2017年10月底前报送财政部。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。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。

3. 行业关注

（1）经济效益不显著

城市基础设施建设项目的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。

（2）流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（3）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。

4. 行业发展

（1）我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较上年提高1.25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。2014年3月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

（2）引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向PPP模式（即政府和私营共同参与）

转变。

5. 区域经济

(1) 盘州市经济发展状况

公司的主要业务集中于盘州市红果经开区，盘州市及红果经开区的经济发展水平及未来发展趋势对公司的经营情况影响较大。

盘州市地处滇黔桂三省区结合部，是贵州西大门，是贵州省第一个也是唯一一个入选全国百强的县（市、区）。根据《盘州市国民经济和社会发展统计公报》，2014~2016 年，盘州市分别完成地区生产总值 426.3 亿元、474.2 亿元和 520.2 亿元。初步核算，2016 年全县（市）实现地区生产总值（GDP）520.2 亿元，同比增长 13%。其中：第一产业增加值完成 50.19 亿元，比上年增长 6.2%；第二产业增加值完成 308.08 亿元，比上年增长 12.8%，在第二产业中，工业增加值完成 258.05 亿元，比上年增长 11.8%，建筑业增加值完成 50.03 亿元，比上年增长 18.5%；第三产业增加值完成 161.93 亿元，比上年增长 15.4%。三类产业结构由上年的 9.6：61：29.4 调整为 9.7：59.2：31.1，第一产业比重上升 0.1 个百分点，第二产业比重下降 1.8 个百分点，第三产业比重上升 1.7 个百分点，三次产业结构进一步优化。人均生产总值达 49,557 元，比上年增长 12.4%。全县 2,000 万元以上工业企业产值完成 654.04 亿元，比上年增长 10.7%。规模以上工业增加值完成 241.57 亿元，比上年增长 12%。

工业方面，2016 年盘州市规上工业企业完成产值 695.99 亿元，同比增长 4.73%，规上工业企业完成增加值 246.72 亿元，同比增长 11.3%。规上工业企业用电量 31.74 亿度，较上年长 1.96%。

固定资产投资方面，2016 年盘州市 500 万元及以上固定资产投资完成 529.45 亿元，比上年增长 22.3%；按产业分类，其中第一产业完成 28.30 亿元，下降 31.3%；第二产业完成 176.82 亿元，增长 11%；第三产业完成 324.32 万元，增长 39.5%。消费方面，2016 年全县全年实现社会消费品零售总额 87.25 亿元，比上年增长 13.3%。

近年盘州市财政收入波动较大，2014~2016 年，其综合财力分别为 129.88 亿元、176.77 亿元和 139.74 亿元。从构成来看，2014~2016 年，一般公共预算收入分别为 46.14 亿元、47.51 亿元和 49.18 亿元，稳步增长；转移支付和税收返还收入分别为 31.39 亿元、45.87 亿元和 51.39 亿元，对财政总收入贡献较大；国有土地使用权出让收入波动较大，分别为 52.35 亿元、83.39 亿元和 39.17 亿元，未来政策调控及土地市场波动对国有土地使用权出让收入规模带来一定不确定性。在盘州市一般公共预算收入中，税收收入占比较大，2014~2016 年，税收收入分别为 28.95 亿元、29.38 亿元和 31.19 亿元，占一般公共预算收入比重分别为 62.73%、61.83%和 63.42%。整体看，近年来盘州市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比较大，结构较好；国有土地使用权出让收入波动较大，易受宏观调控及土地市场波动影响，对未来财政收入稳定性产生不利影响。

表 2 盘州市 2014~2016 年地方综合财力构成情况表（单位：万元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算收入	461,446	475,120	491,845
其中：税收收入	289,483	293,776	311,916
非税收入	171,963	181,344	179,929
转移支付和税收返还收入	313,932	458,689	513,887
其中：一般性转移支付收入	168,431	193,635	178,761
专项转移支付收入	135,488	255,566	325,747
税收返还收入	10,013	9,488	9,379
国有土地使用权出让收入	523,451	833,890	391,683

预算外财政专户收入	0.00	0.00	0.00
地方综合财力	1,298,829	1,767,699	1,397,415

资料来源：盘州市财政局

总体看，近年来盘州市经济发展平稳，为公司的发展提供了良好的外部环境；盘州市地方财政实力较强，但对国有土地使用权出让依赖程度较高，受国有土地使用权出让收入及债务置换不确定性影响，地方财政收入波动较大。

（2）贵州红果经济开发区概况

贵州红果经济开发区位于全国百强县-贵州盘州市中西部，成立于 1992 年，1995 年升级为省级经济开发区，是六盘水市委、市政府的派出机构，主要负责红果城市开发与建设，2011 年 5 月异地调区建设两河新区。新区地处滇、黔、桂三省（区）结合部，沿沪昆高速、毕水兴高速、沪昆高铁布局，总规划面积 126.36 平方公里，占盘州市总面积的 3%，其中，规划建设用地面积 39 平方公里，产业规划用地面积 19.8 平方公里，商住用地规划面积 10 平方公里。

新区的发展思路：“产城一体、以城促产、以产兴城”。依托便捷的交通、独特的区位和盘州市的资源优势，两河新区的功能定位为一个中心、三个区，即中国西南地区的煤炭产业煤炭产品交易中心；工业现代化程度较高、区域服务业优势十分突出、要素流通能力较强的经济核心区；推进工业化、加快城市化、实现农业现代化的示范区；与盘州市主城区配套、衔接并具有独特功能的新型城区。新区产业定位主要以能矿装备制造业、电子信息产业和大健康产业为主导，同时大力发展循环经济产业、生产性服务业和特色轻工产业。

截至 2016 年 12 月，新区已入园项目 162 个，租用标准厂房 75.39 万平方米，占地 10,462.46 亩，项目总投资 394.179 亿元，累计完成投资 91.6 亿元，预计年产值 856.467 亿元，年创税 21.15 亿元，预计解决就业人员 42,392 余人。

从红果经开区财政收支来看，2016 年红果经开区财政总收入 45.77 亿元，其中税收收入 1.44 亿元、非税收入 18.93 亿元（主要为土地出让收入）、债务置换资金收入 25.28 亿元、财政拨款收入 0.12 亿元；财政总支出 24.58 亿元，其中基本建设支出 24.58 亿元。整体看，红果经开区财政自给能力较强，但土地出让收入占比大，稳定性较弱。

总体来看，伴随红果经开区基础设施建设及招商引资的推进，红果经开区经济实力、财政实力有望进一步增强。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是盘州市和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体，担负着盘州市和红果经开区城市基础设施的建设和运营任务。目前，盘州市范围内除公司外，同类型企业还有盘州市宏财投资有限责任公司，该公司主要经营业务为盘州市基础设施建设、公路经营、售电等。公司作为红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，目前其业务领域集中于红果经开区境内，经营区域与盘州市宏财投资有限责任公司无重合，不构成竞争关系，公司业务在红果经开区内具有区域垄断优势。

总体来看，公司作为盘州市重要的城市基础设施建设开发主体和红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，具有一定区域垄断竞争优势。

2. 人员素质

截至 2016 年底，公司高级管理人员中有董事长 1 人，总经理 1 人、副总经理 2 人。

董事长李力先生，1983年出生，大学学历，历任盘州市人民政府办公室科员，盘州市交通局科员，盘州市红十字会办事员。现任公司董事长。

公司总经理李大金先生，1977年生，大专学历，历任红果经开区住房和城乡建设局办公室主任、副局长，2016年10月至今任公司、红腾公司总经理。

截至2016年底，公司共有职工64人。从年龄构成看，30岁以下的员工37人、30~50岁的22人，50岁以上5人；从学历构成看，本科及以上学历的员工22人、大专学历的34人、高中及以下学历8人。

总体看，公司高级管理人员均有政府工作经历，高级管理人员及员工以中青年为主，文化素质能满足公司日常经营需要。

3. 政府支持

公司作为红果经开区唯一的基础设施建设和土地开发主体，盘州市及红果经开区政府在这方面给予了公司大力支持。

（1）资本注入

为增强公司的资本实力，增强融资能力，2001年8月25日，红果经开区管委会根据《关于将土地使用权等资产投入红果开发区开发总公司的决定》（红管会〔2001〕15号），决定以实物资产对公司增资，增资后红果经开区管委会对公司出资额为0.52亿元（计入实收资本）。

2014年7月，贵州省财政厅贵州省经济和信息化委员会发黔财企〔2014〕82号文，关于下达2014年贵州省工业和信息发展专项资金计划（工业园区的通知），划转后，公司增加资本公积300.00万元。

2014年10月28日，公司决定增资至10.00亿元，增资后注册资本由经开区财政局代认缴，并承诺于2034年12月31日前缴足。根据盘州市人民政府2014年第16次常务会议纪要《关于研究承办六盘水市第一届旅发大会等事宜的纪要》，盘州市人民政府决定将公司51%股权划转至盘州市财政局。2014年11月6日，公司股东决定划转上述股权，并签署无偿划转协议。股权变更后公司的股东结构为：盘州市财政局出资5.10亿元，占注册资本的51.00%；经开区财政局出资4.90亿元，占注册资本的49.00%。公司股东由红果经开区管委会变更为盘州市财政局和红果经开区财政局共同持股。

2015年12月31日，根据盘州市财政局和经开区财政局出具的《关于向贵州省红果经济开发区开发有限责任公司缴足注册资本的批复》（红财复〔2015〕1号），同意将经开区财政局持有公司下属全资子公司贵州省盘州市红腾开发投资有限公司的债权转为对公司的股权投资。该债权金额为12.54亿元，其中9.48亿元作为公司注册资本缴足（其中盘州市财政局应缴的4.84亿元由经开区财政局代缴），剩余3.06亿元作为追加投资投入公司。

（2）资产及股权注入

2011年11月14日，根据《红管会发〔2011〕25号文》，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）的岩雾山与50米快速通道间7号地块、沙坡村9号地块两宗商住用地的土地资产划入公司，相关土地以评估值11.52亿元入账（计入资本公积及存货），并经中天银（北京）资产评估有限公司评估（中天银评报字〔2011〕第1207号）。

2012年6月30日，根据红管会发〔2012〕12号文《关于将贵州省盘州市红腾开发投资有限公司国有股权无偿划转的通知》，红果经开区管委会将经开区财政局原持有的贵州省盘州市红腾开发投资有限公司100%股权无偿划入公司，以入账价值0.70亿元计入资本公积；2012年9月28日，根据红管会发

[2012]17号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）的沙坡村8号地块和沙坡村10号地块两宗商住用地的土地资产划入公司子公司红腾公司，相关土地以评估值7.98亿元入账（计入资本公积及存货），并经中天银（北京）资产评估有限公司评估（中天银评报字[2012]第1208号）。

2013年10月18日，根据红管会发[2013]31号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区50米快速通道的三宗商住用地的土地资产划入公司子公司红腾公司，相关土地以评估值2.09亿元入账（计入资本公积及存货）；2013年10月21日，根据红管会发[2013]34号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）东西2#路共计47229.61平方米、东西3#路共计97223.27平方米、南北5#路共计220878.60平方米的标准化厂房划入公司子公司红腾公司，相关资产以评估值7.64亿元入账（计入资本公积及投资性房地产）；2013年12月18日，根据红管会发[2013]52号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）大樱桃树综合性用房1#、2#、3#楼及1#地块的1#、2#楼的商业性房地产划入公司子公司红腾公司，相关资产以评估值3.07亿元入账（计入资本公积及固定资产）。上述划入土地及资产已由中天银（北京）资产评估有限公司进行评估（中天银评报字[2013]第1201号）。

根据红管发[2015]8号、红管发[2015]3号文件通知，红果经开区管委会将红果开发区2014-C-28号地块、2014-C-21号地块、2014-C-29号地块等共计27宗土地（共计：866,108.66平方米）注入公司子公司红腾公司，经中天银（北京）资产评估有限公司评估（中天银评报字[2015]第0507号、中天银评报字[2015]第0106号），资产价值合计16.07亿元计入资本公积。

根据红管委会发[2015]12号、红管委会发[2015]13号、红管委会发[2015]4号文件，红果经开区管委会将位于红果开发区两河新区东四号路（2号地块C#厂房贴建办公楼、D#厂房贴建办公楼、LED2#、3#、4#号楼等）共计生产厂房12栋，生产面积共计150738.72平方米；商用及办公楼5栋，使用面积共计89172.99平方米注入公司，经中天银（北京）资产评估有限公司评估（中天银评报字[2015]第1205号），资产价值共计4.57亿元，注入公司用于经营出租。

根据红管会[2015]20号文件，红果经开区管委会将园区内已建成和今后建设的商业广告位所有权和经营权划转至公司，资产价值合计0.11亿元。

根据红财复[2016]11号文件通知将位于红果开发区（两河新区）1号地块4号楼、5号楼、6号楼；3号地块3号楼；南北5号路1、2号楼；新西红路4、5、6、7号楼；旧铺12、13、14、15号楼；两河村5、6、7、8号楼；龙脖子3、4、5、6、7、8、9、10号楼）其中：建筑面积337,651.00平米，已竣工的建筑面积288,406.88平方米划拨至公司，经北京中林资产评估有限公司评估，资产价值共计9.80亿元，计入资本公积。

（3）财政补贴

根据红果经开区管委会《红管会发〔2012〕41号》、《红管会发〔2015〕17号》、《红管会发[2016]37号文》等文件，为支持公司发展，2014~2016年，红果经开区管委会分别给予公司补助0.25亿元、1.70亿元和1.10亿元，计入“营业外收入”科目。

（4）政府性债务置换

2016年，公司收到政府性债务置换资金4.85亿元，计入公司其他应付款科目。

总体看，近年来盘州市及红果经开区政府在资金注入、资产及股权划拨、财政补贴、政府债务置换等方面给予了公司持续有力的支持。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业法人登记管理条例》和国家有关法律、行政法规、政府的有关政策，制订了《贵州省红果经济技术开发区开发有限责任公司章程》。按照《公司章程》的规定，公司建立和完善了法人治理结构，设有股东会、董事会、监事及经理层。

根据《公司章程》，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构；董事会由四人组成，设董事长1名，董事3名，其中职工董事1名；公司不设监事会，设监事1人，监事由出资人委派；设总经理1名，总经理对董事会负责。同时，《公司章程》对股东会、董事会、监事及经理层的职责与权限进行了明确的规定。

总体看，公司的法人治理结构相对清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

2. 管理体制

公司主要按照政府的相关决策履行投资职能，针对公司经营业务及其特点，公司本部设6个职能部门，各部门分工明确，基本能满足公司经营管理需要。

办公室负责组织统筹并管理、监督公司行政管理运作；负责制订和完善绩效考核制度，对公司员工实施绩效考核，并制订、实施相应的绩效考核制度；负责制订和完善培训管理制度，并监督执行，对公司的培训工作实施管理和控制，并制订、实施相应的培训管理制度。

财务部负责财务核算管理和内部财务审核监督工作，建立和完善各项财务管理制度；负责公司的债务管理工作；负责工程款项的支付工作，负责竣工决算、产权登记和资产移交工作，掌握项目资金需求及流向、流量；负责执行审批制度，按规定的开支范围和标准核报一切费用，负责发放员工工资、奖金。

项目部负责工程建设及重大项目的管理工作及安全生产管理工作，负责制定项目质量保证体系、安全保证体系。

物业部负责公司产权登记管理、产籍管理、证照管理，公司授权范围内国有资产的产权界定、登记、划转、资产评估、处置及产权纠纷调处等基础管理工作；负责新增经营性、准经营性项目的招商引资工作。

融资部负责了解、掌握国家和地方的有关融资政策及各项优惠条件；负责制定公司战略发展规划、筹集发展资金、参股战略性项目投资等工作，根据公司发展战略制订并组织实施投融资计划；负责调研与评估创新融资方式及成本，选择并制定多层次的投融资方案。

安保部行使对公司安全保卫的管理权限，并承担执行公司规章制度、管理规程及工作指令的义务。

总体来看，公司已建立了较完备的治理结构，内部组织机构设置合理，职责明确，基本能满足公司经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事红果经开区内的基础设施建设及土地开发与整理等业务。随着红果经开区开发规模的扩大，公司主营业务收入逐年增长，2014~2016年公司主营业务收入分别为1.27亿元、3.23亿元和3.87亿元。从收入构成看，公司主营业务收入主要来自代建工程管理费收入，2014~2016年，该业

务收入分别为1.06亿元、3.15亿元和3.78亿元，占公司主营业务收入比重分别为83.24%、97.63%和97.63%；2014~2016年，公司土地开发管理费收入分别为0.21亿元、0.08亿元和0.09亿元。

表3 2014~2016年公司各业务板块收入构成情况（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
代建工程管理费	10,609.99	83.24	100.00	31,502.57	97.63	100.00	37,803.09	97.63	100.00
土地开发管理费	2,136.61	16.76	100.00	764.47	2.37	100.00	917.36	2.37	100.00
总计	12,746.60	100.00	100.00	32,267.04	100.00	100.00	38,720.45	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况来看，因公司只将管理费确认为收入，成本部分不计入，故近三年综合毛利率均为100%。

总体看，公司主营业务和收入结构较为单一，随着红果经开区开发规模的扩大，公司主营业务收入逐年增长。

2. 城市基础设施建设和土地开发整理

公司是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，主要业务包括红果经开区城市基础设施建设和土地开发整理。

公司基础设施建设和土地开发业务实施主体为旗下子公司红腾公司，基础设施建设及土地开发整理业务在形式上基本一致。根据红果经开区管委会与公司子公司红腾公司就城市基础设施建设和土地开发整理签订的《委托代建框架性协议》以及《补充协议》，红果经开区管委会委托红腾公司代建红果经开区基础设施和进行土地一级开发。其中，基础设施建设方面，项目工程建设造价执行贵州省04预算定额，并按二类企业二类工程计取费用，公司每月按结算价款的10.00%（2015年以前开工项目）或15.00%（2015年及以后开工项目）计提工程代建管理费；代建管理费以公司每月向红果经开区管委会的请示函及红果经开区管委会的批复为准，每个会计年度结算一次，由红果经开区向公司支付，每年的代建管理费应于次年3月30日之前一次性汇入公司。土地开发方面，双方权利责任、结算依据、土地开发管理费计提比例、结算时点、支付时点等条款与基础设施建设条款规定基本一致。自2012年下半年红腾公司划入公司以来，红果经开区内部分标准厂房及土地平整项目逐步开始由红腾公司自主融资建设。

财务处理方面，部分基础设施建设及土地开发投入资金由红果经开区管委会直接支付给施工单位，未计入公司账目；由公司垫付的代建成本计入其他非流动资产科目，根据《委托代建框架性协议》、《补充协议》及红果经开区管委会出具的《基建工程投资额及代建管理费的批复》和《土地开发项目投资额及土地开发管理费的批复》，公司相应确认管理费收入，毛利率为100.00%。公司垫资支付的工程款和土地整理费用计入“其他与经营活动有关的现金流”科目，待项目验收交付政府（政府支付工程回款）或土地实现出让后进行平衡。

基础设施代建方面，公司先后承接了红果经开区内两河新区、红果体育中心、东湖公园、老机场安置区等多项基础设施建设工程项目的代建管理任务。截至2016年底，公司主要在建代建项目总投资32.76亿元，已完成投资合计14.90亿元，2017年和2018年分别计划投资9.00亿元和7.68亿元。上述在建基础设施项目建设资金部分来自红果经开区管委会，部分项目资金公司自筹，公司存在一定对外筹资压力。

表 4 截至 2017 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已完成投资	投资计划	
			2017 年	2018 年
沙坡片区棚改	8,000	15	2,500	2,985
老机场棚改	43,300	1,001	15,000	16,250
1#地块厂房	26,800	18,563	5,000	5,340
沙坡 1#路建设（东西 1#路）	5,000	5,000	0	0
标准化厂房建设	2,000	2,000	0	0
西红公路路口城市棚改	3,800	249	1,000	2,000
3#地块标准厂房工程	44,000	44,000	0	0
红腾公司公寓楼及写字楼项目	260	260	0	0
LED 园区建设	17,241	3,004	10,000	4,000
50 米快速通道	95,000	47,924	28,000	20,000
电力装置安装工程	25,005	714	10,000	14,000
紫森源	6,000	1,677	2,000	2,000
富士康	2,000	1,515	500	0
3#地块公租房	7,300	4,943	2,500	0
南北 5 号路公租房	7,187	7,187	0	0
红沙 I、II 回沙鲁平李线等建设移交工程	500	400	100	0
东西 2 号路	2,000	1,089	700	200
开发区中心小学（盘州市第六小学）	2,800	1,821	700	0
2 号地块标准厂房	23,104	5,774	10,000	7,000
大樱桃树棚户区改造项目	6,329	1,836	2,000	3,000
合计	327,626	148,974	90,000	76,775

资料来源：公司提供

土地开发方面，公司自 2013 年起承接了红果经开区（两河新区）土地收储整理项目一级土地开发整理的代建管理任务。2014~2016 年红果经开区管委会与公司共同完成投资分别为 2.14 亿元、0.76 亿元和 0.35 亿元，公司确认营业收入分别 0.21 亿元、0.08 亿元 0.09 亿元。

从现金回流方面看，2014~2016 年，公司分别确认营业收入 1.34 亿元、3.30 亿元和 3.95 亿元，销售商品、提供劳务现金流入分别为 1.50 亿元、2.18 亿元和 5.82 亿元。根据《委托代建框架性协议》以及《补充协议》，代建管理费应于次年 3 月 30 日前完成支付，公司确认收入和现金回流存在一定时间差。

总体来看，公司基础设施建设和土地开发整理业务主要集中于红果经开区，具有较强的区域专营性；收入主要来源于红果经开区政府支付的委托代建费，收入和现金流受政府开发计划和结算影响较大。

3. 其他业务

2013 以来，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）多栋厂房、办公楼划入公司，用于经营出租，截至 2016 年底，入账价值为 21.44 亿元，可供出租面积约 53.5 万平米，已出租面积约 35.8 万平米（部分厂房、办公楼系新划入，还未完成招商），租金价格在 8-30 元/平米/每月。2014~2016 年公司分别实现固定资产出租收入 562.39 万元、689.04 万元、817.77 万元（计入其他业务收入），租金收入规模整体较小，与出租面积不匹配，主要系为招商引资，公司给与部分租赁企业两年免租期和租金减免优惠。总体看，随着招商引资的推进，公司固定资产出租收入有望稳

步增长。

总体看，公司目前主营业务以基础设施代建管理为主，公司营业收入的实现取决于政府开发计划，且现金流入取决于政府项目回款是否及时，公司主营业务单一，市场化程度低；政府向公司注入经营性资产规模较大，随着招商引资的推进，公司固定资产出租收入有望稳步增长，为未来公司业务板块扩充提供一定支撑。

4. 投资规划

从拟建项目看，根据红果经开区计划建设项目清单（均为代建项目），公司将承接贵州红果经济开发区（两河新区）全民健身中心及山地体育设施配套建设项目、贵州红果经济开发区（两河新区）盘州颐养健康中心建设等项目、贵州红果经济开发区（两河新区）排水工程建设项目等，涉及总投资 84.02 亿元，2017 年和 2018 年分别计划投资 27.49 亿元和 37.95 亿元。

表 5 截至 2016 年底公司拟建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	投资计划	
		2017 年	2018 年
贵州红果经济开发区（两河新区）盘州颐养健康中心建设项目	52,000	20,000	30,000
贵州红果经济开发区两河新区职业技术学校建设项目	21,500	10,000	10,000
贵州红果经济开发区（两河新区）全民健身中心及山地体育设施配套建设项目	98,400	26,400	50,000
贵州红果经济开发区（两河新区）排水工程建设项目	57,000	19,000	30,000
贵州红果经济开发区盘州钢材交易中心建设项目	25,000	10,000	14,000
贵州红果经济开发区（两河新区）人民医院	58,400	20,000	34,400
沙坡片区南北 8 号路	7,310	2,000	3,310
沙坡片区南北 9 号路	7,830	3,300	3,330
沙坡片区南北 10 号路	6,600	1,400	4,150
沙坡片区东西 4 号路	4,200	1,000	2,200
东西 2 号路 B 段	26,496	10,000	10,096
冯家庄 5、6、7 号路	5,814	2,000	2,814
南北 4 号路	28,500	10,000	14,500
东西 7 号路	23,600	9,800	10,300
贵州红果经济开发区创新科技园建设项目	25,500	10,000	10,500
贵州红果经济开发区水性纳米颜料墨水分装建设项目	23,000	6,000	9,000
贵州红果经济开发区盘州再生资源循环利用中心建设项目	24,000	8,000	12,800
贵州红果经济开发区油茶及核桃种植加工一体化建设项目	12,000	2,000	6,000
贵州红果经济开发区瓦斯发电机组装备制造建办理前设项目	17,500	6,000	6,500
贵州红果经济开发区园区基础设施建设项目	80,800	30,000	28,800
贵州红果经济开发区新材料产业园	70,000	20,000	20,000
贵州红果经济开发区绿色再制造产业园建设项目	33,000	5,000	16,000
贵州红果经济开发区冯家庄高铁站站前广场	131,790	43,000	50,790
合计	840,240	274,900	379,490

资料来源：公司提供

总体看，根据红果经开区项目建设计划，园区基础设施建设具有一定持续性和发展空间，上述因素将有利于公司持续经营，但公司拟建工程规模大，未来对外融资压力将有所加大。

5. 经营关注

(1) 公司业务结构和收入来源单一，市场化程度较低，盈利能力一般

公司主营业务为红果经开区城市基础设施建设和土地开发整理，其中基础设施代建是收入的主要来源，且收入占比逐年提高。公司营业收入实现取决于政府开发计划，现金流入受政府结算影响较大。

(2) 公司在建及拟建项目资金需求较大，面临一定外部融资压力

截止 2016 年底，公司在建、拟建项目共 43 个，计划总投资金额 116.78 亿元，已完成投资 14.90 亿元，尚需投资金额 101.86 亿元，公司未来两年计划投资金额分别为 36.49 亿元和 45.63 亿元。公司在建、拟建项目较多，资金缺口较大，面临一定外部融资压力。

6. 未来发展

公司作为红果经开区唯一的城市基础设施建设开发和土地整理主体，担负着红果经开区城市基础设施的建设和运营任务。公司结合实际经营情况制定了发展战略：一是进一步强化资产运营和资本运作，完善投融资体制，积极探索转变城市基础设施项目投融资模式，拓宽融资渠道，充分发挥国有资本的带动力，吸引社会资金投资基础设施项目，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。二是继续加强红果经开区内城市基础设施建设。三是完善基础管理，提高企业的管理素质。

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）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。截至2016年底，公司合并范围内一级子公司1家，二级子公司6家，近两年，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 157.83 亿元，负债总额 68.72 亿元，所有者权益 89.11 亿元，归属于母公司所有者权益 89.11 亿元。2016 年公司实现营业收入 3.95 亿元，净利润 4.21 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.21 亿元；经营活动现金流量净额-3.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.75 亿元。

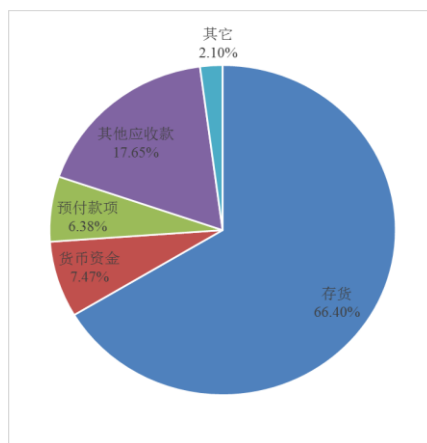
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 80.15%，截至 2016 年底公司资产总额 157.83 亿元，其中流动资产占 59.08%，非流动资产占 40.92%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 61.70%。截至 2016 年底，公司流动资产 93.24 亿元，同比增长 63.96%，主要系存货大幅增加所致。公司流动资产主要由其他应收款（占 17.65%）和存货（占 66.40%）构成。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金年均复合增长113.35%，截至2016年底公司货币资金6.97亿元，较年初增长214.99%，其中银行存款占比99.99%，全部为非受限资金。

2014~2016年，公司应收账款大幅下降，年均复合下降81.23%，截至2016年底为0.02亿元，同比下降98.77%，主要系应收红果经开区财政局的款项全部收回所致。

2014~2016年，随着公司基建项目投入的增加，公司预付账款年均复合增长660.78%。截至2016年底，公司预付账款5.95亿元，同比增长180.94%，主要为预付贵州宏科建设工程有限公司、贵州恒源重型装备工程有限公司的工程款。从账龄来看，一年期以内的占78.75%。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长47.55%。截至2016年底，公司其他应收款16.46亿元，较年初增长65.96%，应收对象主要为红果经济开发区财政局（2.87亿元，1年以内）、盘州市星泓置业有限公司（2.55亿元，1年以内）、六盘水鑫晟杰建筑工程有限公司（1.70亿元，1年以内）的借款，其他应收款前五名客户应收合计8.65亿元，占比52.66%，剩余主要为小微债放贷资金，公司其他应收款集中度一般。总体来看，公司其他应收款主要为非关联方借款，账龄多为一年以内，公司坏账风险可控，未计提坏账准备。上述其他应收款对公司资金形成一定占用。

表6 截至2016年底公司应收账款情况（单位：万元、%）

单位名称	是否为关联方	金额	占应收账款总额的比例
贵州红果经济开发区财政局	否	28,732.94	17.46
盘县星泓置业有限公司	否	25,500.00	15.49
六盘水鑫晟杰建筑工程有限公司	否	17,000.00	10.33
中冶东方钢能重工（六盘水）有限公司	否	7,946.41	6.1
湘潭九华示范区管理委员会	否	2,089.95	3.18
合计	--	52,302.12	52.56

资料来源：公司审计报告

近三年，公司存货快速增长，年均复合增长54.89%，主要系公司购入土地以及土地开发成本增加所致。截至2016年底，公司存货61.92亿元，较年初增长52.10%，其中开发成本48.09亿元（土地），待开发的土地13.82亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长123.13%；截至2016年底，公司非流

流动资产 64.59 亿元，较年初增长 40.08%，主要由投资性房地产（占 33.19%）、无形资产（占 27.51%）和其他非流动资产（占 33.87%）构成。

2014~2016 年，公司投资性房地产年均复合增长 69.53%，主要系红果经开区管委会划入资产（厂房、办公楼）所致。截至 2016 年底，公司投资性房地产为 21.44 亿元，同比增长 80.42%，系红果经开区管委会将 9.80 亿元（经北京中林资产评估有限公司评估）办公楼、厂房（建筑面积 337651.00 平方米，已竣工的建筑面积 288406.88 平方米）划转至公司用于出租所致。

近三年，公司固定资产有所波动，年均复合下降 0.43%，截至 2016 年底公司固定资产为 3.03 亿元，同比下降 2.08%。公司固定资产主要为房屋及建筑物，占比为 67.28%。公司房屋建筑物期初余额 3.07 亿元，累计计提折旧 1.75 亿元，年期末余额 1.75 亿元。

2014~2016 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 198.08%，截至 2016 年底为 17.77 亿元，同比下降 1.50%，全部为土地使用权。根据红管发[2015]8 号、红管发[2015]3 号文件通知，将红果开发区 2014-C-28 号地块、2014-C-21 号地块、2014-C-29 号地块等共计 29 宗土地（评估价 160,701.08 万元）注入公司。

随着公司代建任务的增加，2014~2016 年，公司其他非流动资产年均增长 595.26%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 21.88 亿元，其中 21.79 亿元为委托代建工程。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 39.60 亿元，占公司资产总额的 25.09%。

表 7 截至 2016 年底公司资产受限情况（单位：万元）

项目	期末余额	受限原因
投资性房地产	7.36	借款抵押担保
固定资产	1.91	借款抵押担保
无形资产	11.62	借款抵押担保
存货-土地成本	18.70	借款抵押担保
合计	39.60	--

资料来源：公司审计报告

总体来看，近年来公司资产规模快速增长，但流动资产中存货（土地资产、开发成本）、非流动资产中投资性房地产、无形资产、其他非流动资产（委托代建工程）占比高，且上述资产中部分已用于抵押，流动性较弱，公司整体资产质量一般。

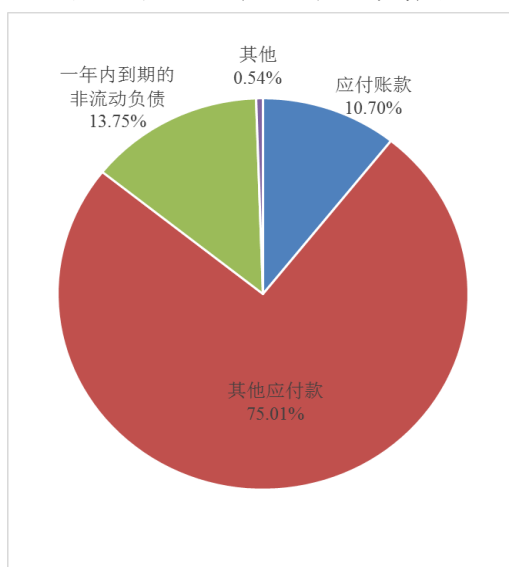
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 148.70%。截至 2016 年底公司负债总额 68.72 亿元，其中流动负债占比 64.03%，非流动负债占比 35.97%，公司负债以流动负债为主。

近三年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 281.75%，截至 2016 年底为 44.00 亿元，较上年增长 123.93%，主要系其他应付款大幅增长所致；公司流动负债主要为应付账款（占 10.70%）、其他应付款（占 75.01%）和一年到期的非流动负债（占 13.75%）

图 4 截至 2016 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

近三年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 487.70%，截至 2016 年底为 4.71 亿元，同比增长 108.69%，主要是应付工程款。

近三年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 322.23%，截至 2016 年底为 33.00 亿元，较上年增长 341.27%，主要系与财政的往来款增多，构成主要是对盘州市财政局、红果经开区财政局、贵州宏财投资集团有限责任公司往来款。

公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，截止 2016 年末余额为 6.05 亿元，较年初下降 26.13%。

2014~2016 年，公司非流动负债年均复合增长 74.78%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 24.72 亿元，同比增长 200.53%，主要系公司发行债券所致；其中，长期借款 13.16 亿元，同比增长 59.98%；应付债券 11.56 亿元，为 2016 年发行的“16 红小微债”。

2014~2016 年，随着公司基础设施建设投入的增加，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长 84.27%，三年分别为 9.06 亿元、17.94 亿元和 30.77 亿元。截至 2016 年底，公司长期债务 24.72 亿元（占 80.33%），短期债务 6.05 亿元（占 19.67%），公司债务以长期债务为主，债务结构较为合理。债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均值分别为 34.46%、22.51%和 17.37%；2016 年上述指标分别为 43.54%、25.66%和 21.71%。整体来看，近年来公司债务规模上升较快，但整体债务负担仍较轻。

总体来看，随着公司代建业务规模的扩大，各项目的投入增加，公司债务规模快速增长，但整体债务负担较轻。

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 54.11%，截至 2016 年底，公司所有者权益为 89.11 亿元，同比增长 18.65%，系红果经开区管委会划入投资性房地产所致。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本占 11.22%、资本公积占 74.78%、未分配利润占 13.80%、盈余公积占 0.19%。

2014~2016 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 42.30%，增长主要来自政府对公司资产及股权的注入。截至 2016 年底，公司资本公积为 66.64 亿元，较年初增长 17.23%，系红果经开区管

委会划入 9.80 亿元房产所致。

整体来看，近三年随着资本公积增加，公司所有者权益快速增长，构成以实收资本和资本公积为主，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，随着红果经开区开发规模扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长 72.02%；2016 年，公司实现营业收入 3.95 亿元，较上年增长 19.97%。2014~2016 年，公司营业成本相应逐年增加，年均复合增长率 36.39%；2016 年公司营业成本 0.27 亿元，较上年增长 85.23%。2016 年公司实现利润总额 4.22 亿元，净利润 4.21 亿元。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.52 亿元、0.54 亿元和 0.58 亿元，其中财务费用占比较大，近三年占期间费用比重分别为 36.31%、59.02%和 90.44%；受公司有息债务增加影响，公司财务费用规模和占比逐年提高。随着公司收入规模扩大，公司期间费用占营业收入比重逐年下降，近三年分别 39.07%、16.50%和 14.72%，公司费用控制能力有所提升。

2014~2016 年，公司营业利润快速增长，年均复合增长 116.39%，2016 年为 3.12 亿元，同比增长 19.76%。

非经常损益方面，2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.25 亿元、1.70 亿元和 1.10 亿元，占利润总额的比重分别为 27.69%、39.51%和 26.09%。公司营业外收入全部为政府拨付的基础设施代建补助，总体来看公司政府补助对公司利润总额贡献较大。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润率波动提升，分别为 88.89%、95.45%和 93.10%；近两年公司总资产收益率分别为 6.36%和 4.13%；净资产收益率分别为 7.62%和 5.13%。

总体来看，受代建业务规模增加影响，公司营业收入和利润总额快速增长，但政府补助对利润总额有一定贡献，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 2.72 亿元、19.01 亿元和 57.80 亿元，年均复合增长 361.32%；其中公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 1.22 亿元、16.83 亿元和 51.98 亿元，其中 2015 年、2016 年金额较大，主要为收到的其他企业归还借款以及押金、租金、保证金和代财政局垫付代建工程款。因公司确认收入和回款存在时间差，公司现金收入比波动较大，近三年分别为 111.90%、66.23%和 147.17%，公司收现质量受政府支付代建管理费进度影响大。经营活动现金流出方面，近三年购买商品、接受劳务支付的现金分别为 1.71 亿元、14.80 亿元（包含缴纳土地出让金 13.82 亿元，土地开发支出 0.98 亿元）和 22.86 亿元（主要是缴纳的土地出让金）；同期支付其他与经营活动有关的现金分别为 4.61 亿元、2.39 亿元和 38.74 亿元，主要为对红果经开区管委会和红果经开区财政局的往来款和退回的工程保证金。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -3.61 亿元、1.79 亿元和 -3.90 亿元。

从投资活动来看，2016 年公司收回投资收到的现金 5.00 亿元，为收回购买理财资金。在投资活动流出方面，公司近三年投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产支付的现金，分别为 0.81 亿元、8.54 亿元和 0.01 亿元，主要为支付的委托代建工程款；2016 年公司投资支付的现金 7.37 亿元，主要是购买理财资金。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -0.81 亿元、-8.96 亿元和 -2.37 亿元。

近三年，筹资活动前公司现金流净额分别为 -4.42 亿元、-7.18 亿元和 -6.27 亿元，公司存在一定的对外筹资需求。

筹资活动方面, 2014~2016 年, 公司逐渐加大融资力度, 取得借款收到的现金分别为 3.86 亿元、12.01 亿元和 16.42 亿元; 2014~2016 年公司筹资活动现金流量净额分别为 2.94 亿元、7.86 亿元和 11.03 亿元。其中, 2015 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 3.96 亿元为非银行金融机构借款及利息、财务顾问费等费用。

总体来看, 公司现金收入质量波动较大, 经营活动获现能力较弱。随着公司业务规模的逐步扩大以及未来建设项目资金部分由公司自身筹措, 公司对外融资压力将进一步扩大

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看, 公司存货规模较大导致公司流动比率高。2014年~2016年公司流动比率分别为11.81倍、2.89倍和2.12倍; 速动比率分别为3.26倍、0.82倍和0.71倍; 现金短期债务比分别为1.58倍、0.23倍和1.15倍, 现金类资产对短期债务保障程度尚可; 同期, 公司经营现金流动负债比分别为-119.47%、9.11%和-8.87%, 受政府结算影响, 公司经营性现金净流量波动较大, 对流动负债保证程度一般。总体来看公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看, 2014~2016年, 公司EBITDA分别为1.23亿元、4.59亿元和5.01亿元, 年均复合增长率101.65%; 2014~2016年, 公司EBITDA全部债务比分别为0.14倍、0.26倍和0.16倍; 公司EBITDA利息倍数分别为5.89倍、30.51倍和27.37倍。考虑到近年来政府在资产注入和财政补贴方面对公司支持力度较大, 公司长期偿债能力较强。

截至2016年底, 公司对外担保总额9.52亿元, 担保比率10.68%, 目前被担保企业经营正常。2016年6月7日, 贵州宏财投资集团有限责任公司(原盘州市宏财投资有限责任公司), 发行了15亿元“16盘州市棚改项目债”, 公司作为上述债券的差额补偿人, 在债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时, 按《差额补偿协议》约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。总体看, 公司存在一定的或有负债风险。

截至2016年底, 公司共获得银行及其他非银金融机构授信额度为人民币21.25亿元, 已使用额度16.21亿元, 未使用额度5.04亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

总体来看, 公司偿债能力较强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为 5 亿元, 占 2016 年底公司长期债务的 20.23%, 全部债务的 16.25%, 对公司现有债务的影响较大。

截至 2016 年底, 公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 43.54%、21.71%和 25.66%。以 2016 年底财务报表为基础, 不考虑其他因素, 预计本期债券发行后, 公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至 45.27%、25.01%和 28.64%, 公司债务负担有所上升, 但仍处适宜水平。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016 年, 公司经营活动现金流入量分别为 2.72 亿元、19.01 亿元和 57.80 亿元, 为本期债券发行额度的 0.54 倍、3.80 倍、11.56 倍, 公司经营活动现金流入量对本期专项债的覆盖程度较好; 2014~2016 年, 公司经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行额度的-0.72 倍、0.36 倍与-0.78 倍, 公司经营活动现金流量净额对本期专项债无保障能力。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.38 亿元、4.59 亿元和 5.01 亿元；为本期债券拟发行额度的 0.28 倍、0.92 倍与 1.00 倍，EBITDA 对本期债券覆盖程度较弱。

本期债券募集资金 5 亿元，债券期限为 7 年，在本期债券存续期的第 3 至 7 年末，每年按照发行总额 20%的比例偿还本金，每年偿还额度为 1.00 亿元。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券分期偿还额度 1.00 亿元的 2.72 倍、19.01 倍和 57.80 倍，同期公司 EBITDA 为本期债券分期偿还额度的 1.38 倍、4.59 倍和 5.01 倍。公司经营活动现金流入量以及 EBITDA 对本期债券分期偿还额度的保障程度较好。

贵州红果经济开发区（两河新区）综合养老产业建设项目收入主要来源于养老院、护理院和养老公寓床位费收入，预计本期债券的存续期内可实现收入 7.70 亿元，净收益 6.69 亿元。募投项目收入对用于项目募投资金 4.25 亿元本息覆盖倍数如下表所示：

表 8 募投项目收入对募投资金偿还本息的保障倍数测算（单位：亿元、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
综合养老产业项目运营收入	0.00	1.00	1.15	1.31	1.31	1.46	1.46
项目募投资金分期偿还本息金额	0.18	0.18	0.68	0.64	0.61	0.57	0.54
其中：分期偿还本金金额	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
分期偿还利息金额	0.18	0.18	0.18	0.14	0.11	0.07	0.04
项目运营收入对项目募投资金本息覆盖倍数	0.00	5.56	1.69	2.05	2.15	2.56	2.70

资料来源：根据项目可行性研究报告数据测算

注：本期债券利率按 7%测算

总体看，本期债券募投项目投入运营后，募投项目每年运营收入基本可以覆盖项目融资的分期偿付本息（除 2018 年外），但项目收入具有一定不确定性，本期债券的偿付对公司日常运营收入形成一定依赖。公司经营性现金流入量以及 EBITDA 对本期债券分期偿付本金覆盖倍数较好，分期偿付条款可有效降低公司集中偿付压力。

3. 偿债资金监管

公司将设立偿债资金及专项偿债账户，通过对该账户的专项管理，提前准备偿还债券本息的资金。

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请贵州银行股份有限公司盘县支行（以下简称“贵州银行”）作为本期债券的募集资金和偿债资金监管银行，公司在贵州银行开立募集资金账户和专项偿债账户，与贵州银行签署了《2017 年贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业专项偿债账户及资金监管协议》，委托贵州银行对募集资金和偿债资金进行监管。其中募集资金账户专门用于本期债券募集资金的接收和存放，专项偿债账户专门用于本期债券偿债资金的接收、存放及债券到期本金与利息的划转、支付。

综合来看，债券分期偿还还有助于降低集中偿付风险；《2017 年贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业专项偿债账户及资金监管协议》对本期债券本息的按期支付有保障作用。

九、综合评价

公司作为盘州市重要的城市基础设施建设开发主体和红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，在资本及资产注入、股权划拨、财政补贴、政府性债务置换等方面获得盘州市政府及红果经开区管委会的大力支持，具有较强的区域竞争优势。同时，联合评级也关注到公司经营业务单一、

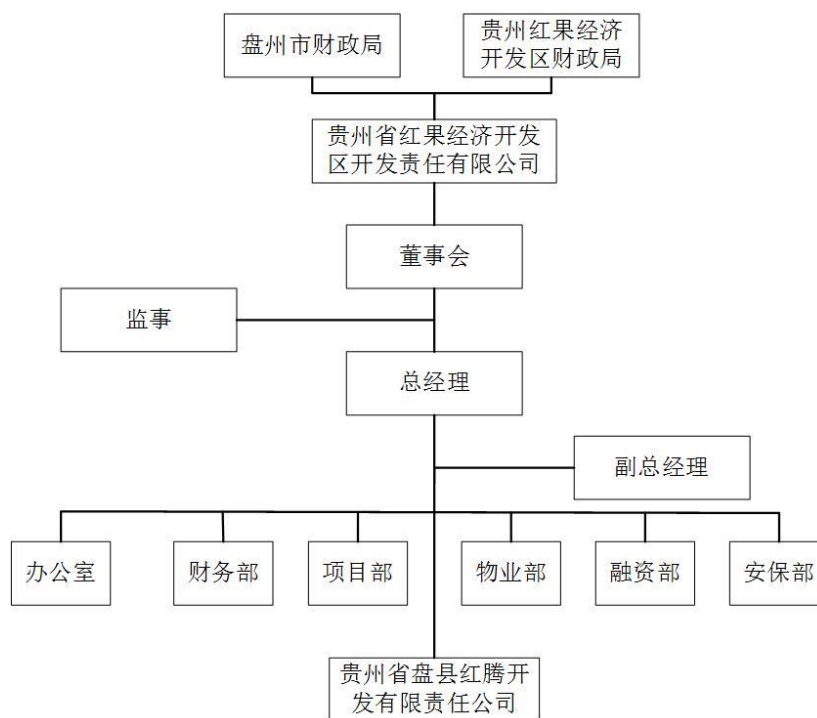
资产流动性弱、对外筹资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017年4月，根据《民政部关于同意贵州省撤销盘县设立县级盘州市的批复》，经国务院批准，同意撤销盘县，设立县级盘州市，以原盘县的行政区域为盘州市的行政区域，六盘水市代管。近年来盘州市经济稳步增长，红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进，自身经济实力将得到进一步增强，良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券募投项目具有一定的收益，公司经营活动现金流入量以及 EBITDA 对本期债券分期偿还额度保障能力较好，本期债券设置提前分期偿还条款，可有效降低公司集中偿付的压力。

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，安全性高。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 贵州省红果经济开发区开发有限责任公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	48.63	102.98	157.83
所有者权益（亿元）	37.52	75.10	89.11
短期债务（亿元）	0.97	9.72	6.05
长期债务（亿元）	8.09	8.22	24.72
全部债务（亿元）	9.06	17.94	30.77
营业收入（亿元）	1.34	3.30	3.95
净利润（亿元）	0.91	4.29	4.21
EBITDA（亿元）	1.23	4.59	5.01
经营性净现金流（亿元）	-3.61	1.79	-3.90
应收账款周转次数（次）	--	2.59	4.15
存货周转次数（次）	--	0.00	0.01
总资产周转次数（次）	--	0.04	0.03
现金收入比率（%）	111.90	66.23	147.17
总资本收益率（%）	--	6.36	4.13
总资产报酬率（%）	--	5.87	3.37
净资产收益率（%）	--	7.62	5.13
营业利润率（%）	88.89	95.45	93.10
费用收入比（%）	39.07	16.50	14.72
资产负债率（%）	22.85	27.07	43.54
全部债务资本化比率（%）	19.45	19.29	25.66
长期债务资本化比率（%）	17.74	9.87	21.71
EBITDA 利息倍数（倍）	5.89	30.51	27.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.26	0.16
流动比率（倍）	11.81	2.89	2.12
速动比率（倍）	3.26	0.82	0.71
现金短期债务比（倍）	1.58	0.23	1.15
经营现金流动负债比率（%）	-119.47	9.11	-8.87
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.28	0.92	1.00

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；2、除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 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。