2012 年铜仁市梵净山投资有限公司

公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

2012 年铜仁市梵净山投资有限公司公司债券
2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 18 日	2016 年 08 月 10 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对铜仁市梵净山投资有限公司（以下简称“铜仁梵投”或“公司”）及其 2012 年 08 月 02 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到铜仁市经济实力和公共财政收入继续增长，公司项目回购收入来源较有保障且持续得到当地政府的较大支持，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时鹏元也关注到铜仁市经济实力相对较弱，地方财政收入对上级补助依赖程度较高，财政自给能力仍然较弱，公司资产整体流动性较弱，面临较大的资金压力，存在较大的偿债压力和一定的或有负债风险，近年公司未按规定对抵押资产的价值进行重新评估等风险因素。

正面：

- **铜仁市经济实力和公共财政收入继续增长。**2016 年铜仁市实现地区生产总值 856.97 亿元，同比增长 11.9%；实现全市和市本级公共财政收入 62.05 亿元和 13.40 亿元，分别同比增长 9.61%和 11.11%。
- **项目回购收入来源较有保障。**截至 2016 年末，公司已就 11 个在建项目与政府签订了回购协议，未来随着这些项目的继续推进，项目回购收入来源较有保障。
- **地方政府支持力度较大。**2016 年，铜仁市政府单位向公司划拨 44 辆公务用车使得公司增加资本公积 922.91 万元；拨付财政补贴资金 15,301.96 万元，进一步提升了公司的利润水平。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司以评估价值

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第【523】号 01

增信方式：国有土地使用权抵押

债券剩余规模：7.2 亿元

债券到期日期：2019 年 08 月 02 日

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期第 3 年起每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
王强　赵云飞

电话：
0755-82872611

邮箱：
wangq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

402,954.31 万元（评估基准日为 2011 年 6 月 30 日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，抵押土地评估价值为本期债券剩余规模的 5.60 倍，覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **铜仁市经济实力相对较弱，地方综合财力对上级补助依赖程度较高，财政自给能力仍然较弱。**铜仁市工业基础较为薄弱，2016 年全部工业增加值仅为 197.10 亿元；全市公共财政收入仅为 62.05 亿元，2016 年全市及市本级上级补助收入分别占同期地方综合财力的 61.78%和 42.10%，地方综合财力对上级补助收入依赖程度较高，2016 年铜仁市全市及市本级财政自给率分别为 18.20%、57.86%，财政自给能力仍然较弱。
- **资产整体流动性较弱。**2016 年末公司应收款项和土地资产合计 3,230,810.13 万元，占总资产比重为 76.89%，应收款项回款时间不确定，土地集中变现存在一定困难，且已抵押土地资产账面价值占总资产比重为 27.52%，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2016 年公司收现比仅为 0.57，投资活动现金净流出 208,424.84 万元，投资活动现金支出规模较大，现金流对筹资活动较为依赖。截至 2016 年末公司主要在建项目预算总投资为 91.12 亿元，后续尚需投入 78.07 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **有息债务规模较大，公司面临的偿债压力较大。**截至 2016 年末，公司有息债务合计 1,171,553.30 万元，较上年末大幅增长 50.58%。有息债务规模较大，公司面临较大的偿债压力。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额合计 968,201.31 万元，占 2016 年末净资产比重为 42.61%，对外担保规模较大，被担保方均为国有企业或事业单位，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **近年公司未按规定对抵押资产的价值进行重新评估。**本期债券用于抵押担保的土地评估基准日为 2011 年 6 月 30 日，近年公司未按《抵押资产承诺函》约定在本期债券每年付息首日后的三十个工作日内聘请具有相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	4,201,605.26	3,322,708.66	2,709,201.78
所有者权益（万元）	2,272,376.12	2,002,892.53	1,700,835.09
有息债务（万元）	1,171,553.30	778,024.17	381,410.20
资产负债率	45.92%	39.72%	37.22%
流动比率	4.59	4.50	3.80
营业收入（万元）	81,075.78	78,099.22	74,415.48
政府补助（万元）	15,301.96	14,678.22	14,702.08
利润总额（万元）	23,859.13	22,812.69	21,901.68
综合毛利率	16.21%	16.36%	20.28%
EBITDA（万元）	26,261.53	24,903.72	23,607.33
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.55	0.65
经营活动现金净流量（万元）	13,295.72	2,093.95	10,060.27

注：资本化利息与费用化利息合计数采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据；2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

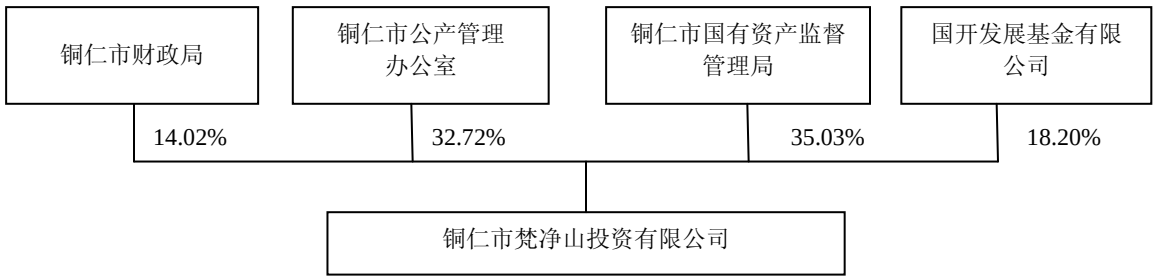
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金【2012】2012号”文件批准，公司于2012年08月02日公开发行7年期12亿元公司债券，票面利率为6.89%。募集资金原计划用于铜仁市城市棚户区改造项目，截至2016年12月31日，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司名称及业务范围未发生变化。2016年7月12日，根据《铜仁市梵净山投资有限公司董事会决议》和《铜仁市梵净山投资有限公司增资扩股决议》，铜仁市国有资产监督管理局以公司资本公积转增实收资本30亿元，并于2016年8月25日办理了工商变更登记。截至2016年末，公司注册资本变更为855,780万元，实收资本855,780万元，其中铜仁市国有资产监督管理局出资300,000万元、持股比例35.03%，铜仁市公产管理办公室出资280,000万元、持股比例32.72%，国开发展基金有限公司出资155,780万元、持股比例18.20%，铜仁市财政局出资120,000万元、持股比例14.02%，公司第一大股东和实际控制人变更为铜仁市国有资产监督管理局。截至2017年5月31日，公司产权及控制关系如图1所示。

图1　截至2017年5月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

根据《铜仁市梵净山投资有限公司关于组建铜仁市梵投农业综合开发有限公司的请示》（铜市投呈【2016】29号）及其批复，2016年公司出资50万元投资设立铜仁市梵投农业综合开发有限公司，并将其纳入公司合并报表范围。截至2016年末纳入公司合并报表范围的子公司共7家，2016年公司合并范围变化情况如表1所示。

表 1　2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式

铜仁市梵投农业综合开发有限公司	100%	50.00	农副产品加工和经营；水产养殖；农机销售与维护；乡村旅游投资开发及餐饮、住宿等	新设

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为420.16亿元，所有者权益为227.24亿元，资产负债率为45.92%；2016年度，公司实现营业收入8.11亿元，利润总额2.39亿元，经营活动现金净流入1.33亿元。

三、地方经济与财政实力

铜仁市经济快速发展，综合实力不断提升，但工业基础仍然较为薄弱，经济发展水平相对较低

近年来随着区域交通条件的逐步改善及国家对武陵山片区支持力度的加强，铜仁市工业和旅游业得到了较快发展。2016年，全市实现工业增加值197.10亿元，同比增长11.7%；全年共接待旅游人数4,455.13万人次，同比大幅增长43.7%，实现旅游总收入347.30亿元，同比大幅增长44.6%。2016年铜仁市旅游业的快速发展，使铜仁市产业结构得到进一步优化，三次产业结构由2015年的24.8: 28.7: 46.5调整为2016年的23.7: 28.4: 47.9，第三产业占比有所提升。受工业起步较晚的影响，铜仁市产业体系尚处于初步发展阶段，缺乏具有产业集聚力的行业龙头企业，支柱产业尚不具规模，工业基础仍然较为薄弱，虽然近年经济发展速度较快，但整体经济水平仍然较低。2016年末铜仁市常住人口为314.07万人，人均GDP为27,366元，同比增长10.74%，地方人均GDP与全国人均GDP之比为50.70%，同比提升0.63个百分点，但仍处于较低水平。

2016年，铜仁市工业经济和第三产业增速放缓但仍取得较快发展，受此带动作用，铜仁市实现地区生产总值856.97亿元，同比增长11.9%。铜仁市综合实力稳步提高，但整体经济规模仍相对较小。2016年铜仁市完成全社会固定资产投资1,650.00亿元，同比增长30.8%，成为2016年推动地区经济发展的重要动力。按投资构成划分，建筑工程完成投资675.80亿元，增长16.1%；安装工程完成投资45.70亿元，增长85.8%；设备工器具购置完成投资51.70亿元，下降9.8%；其它完成投资100.70亿元，同比增长89.0%。按投资产业划分，工业投资（不含工业园区基础设施投资）完成217.29亿元，增长14.3%；公路投资完成99.26亿元，下降1.5%；房地产开发投资完成110.70亿元，下降0.2%。

表 2　2015-2016 年铜仁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	856.97	11.9%	770.89	12.7%
第一产业增加值	202.70	5.8%	191.10	6.7%

第二产业增加值	243.41	13.1%	221.21	13.8%
第三产业增加值	410.83	14.2%	358.59	14.9%
工业增加值	197.10	11.7%	160.55	12.2%
旅游总收入	347.30	44.6%	240.18	23.5%
固定资产投资	1,650.00	30.8%	1,261.20	9.3%
社会消费品零售总额	187.09	12.9%	165.64	11.9%
进出口总额（亿美元）	2.49	59.3%	1.76	24.1%
存款余额	1,280.15	30.6%	980.31	30.0%
贷款余额	817.65	14.1%	716.77	19.1%
人均 GDP（元）		27,366.00		24,712.00
人均 GDP/全国人均 GDP		50.70%		50.07%

资料来源：铜仁市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报

铜仁市公共财政收入继续增长，但地方综合财力对上级补助收入依赖程度较高，财政自给能力仍然较弱

2016年，铜仁市全市地方综合财力达到389.68亿元，同比增长7.80%；受政府性基金收入减少的影响，市本级地方综合财力为36.60亿元，同比下降10.91%。

从结构来看，上级补助收入是铜仁市全市及市本级地方综合财力的主要构成，铜仁市下辖的8个县中有7个为国家级贫困县，且其地处的武陵山连片贫困地区为国家扶贫攻坚的主战场之一，在上级财政转移支付方面获得了国家和省级财政的大力支持。2016年上级补助收入占全市和市本级地方综合财力的比重分别达到61.78%和42.10%，表明铜仁市地方综合财力对上级补助的依赖较大。受益于工业经济的快速增长，2016年铜仁市全市和市本级公共财政收入分别为62.05亿元、13.40亿元，分别同比增长9.61%和11.11%，2016年全市和市本级税收收入占公共财政收入比重分别为74.79%及78.81%，整体公共财政收入质量及稳定性较好。2016年，铜仁市全市政府基金收入为86.90亿元，同比增长26.73%；市本级政府性基金收入为7.79亿元，同比大幅下滑48.38%，主要系市本级停征价格调节基金和国土出让收入减少所致。2016年全市及市本级政府性基金收入占当期地方综合财力比重分别为22.30%、21.28%，是地方综合财力的重要来源。鹏元注意到，目前铜仁市房地产市场发展存在较多不确定因素，未来政府性基金收入仍可能存在一定的波动性。

从财政支出来看，公共财政支出是铜仁市全市和市本级财政支出的主要构成，其中2016年全市教育、卫生、社保、住房保障等刚性支出达278.40亿元，占全市公共财政支出的比重为81.69%，处于较高水平，表明全市财政支出灵活性较弱。2016年铜仁市全市和市本级财政自给率分别为18.20%和57.86%，全市指标较上年下降0.59个百分点，市本级指标较上年提升7.32个百分点但仍处于较低水平，表明铜仁市财政自给能力仍然较弱。

表 3　2015-2016 年铜仁市全市及本级财政收入情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	**389.68**	**36.60**	**361.47**	**41.08**
（一）公共财政收入	62.05	13.40	56.61	12.06
其中：税收收入	46.41	10.56	45.29	9.01
非税收收入	15.64	2.84	10.32	3.05
（二）上级补助收入	240.73	15.41	236.29	13.93
其中：返还性收入	6.35	2.28	3.03	1.38
一般性转移支付收入	125.16	9.25	126.06	9.44
专项转移支付	109.22	3.88	107.20	3.11
（三）政府性基金收入	86.90	7.79	68.57	15.09
其中：土地出让收入	-	-	65.39	13.54
财政支出	**417.75**	**25.48**	**368.69**	**36.61**
（四）公共财政支出	340.96	23.16	301.30	23.86
（五）政府性基金支出	76.79	2.32	67.39	12.75
财政自给率	18.20%	57.86%	18.79%	50.54%

注：地方综合财力=（一）+（二）+（三），财政支出=（四）+（五）；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。
资料来源：铜仁市财政局，鹏元整理

根据铜仁市财政局提供的《地方政府债务余额及综合财力统计表》，2016年末铜仁市负有偿还责任的直接债务余额为670.45亿元；由于2016年铜仁市全市地方综合财力为389.68亿元，因此铜仁市地方政府债务率为172.05%。

四、经营与竞争

2016年公司主要业务仍为铜仁市城市基础设施建设（项目回购）、工程施工及商品销售等。受项目回购收入增长的影响，2016年公司实现营业收入81,075.78万元，同比增长3.81%。公司其他业务收入为房屋租赁收入，2016年公司未有资产转让业务发生。毛利率方面，由于毛利率下降的项目回购收入占营业收入比重有所提升，导致2016年公司综合毛利率为16.21%，较2015年下滑0.15个百分点。2015-2016年公司营业收入和毛利率情况如表4所示。

表 4　2015-2016 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项　目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
项目回购	50,886.81	10.91%	43,216.15	16.64%
工程施工	8,570.15	28.44%	18,278.94	9.35%
销售商品	8,170.93	9.10%	5,230.87	3.12%

公交营业	5,193.59	-20.82%	4,260.71	-9.22%
房屋销售	3,382.31	23.01%	0.00	-
租赁	821.70	89.53%	591.40	100.00%
项目管理	49.57	100.00%	26.71	100.00%
资产转让	0.00	-	3,407.31	13.04%
其他业务收入	4,000.73	98.27%	3,087.13	98.59%
合计	**81,075.78**	**16.21%**	**78,099.22**	**16.36%**

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司项目回购收入有所增长，由于在建项目较多，项目回购收入来源较有保障，但项目回购收入易受项目完工结算进度影响而存在大幅波动的风险，且在建项目后续尚需投资较大，带来较大的资金压力

公司受铜仁市人民政府委托承担了铜仁市内部分重大基础设施项目的投资任务。近几年，铜仁市人民政府分别就贵州省铜仁市梵净山环线公路项目、贵州省铜仁市梵净山环线三联线项目、贵州省铜仁市城市主干道项目、檀木桥道路工程项目及中烟场平工程项目与公司签订了回购合同或协议，委托公司负责上述项目的投资建设，并由铜仁市政府分别按项目审定投资额的120%或115%[1]价款进行回购，即公司项目收益（包括投资资金成本及投资回报）为审计投资额的20%或15%。

收入方面，2016年铜仁市审计局对上述项目当年完成投资额进行审定确认后，公司以成本加成核算方式确认收入合计50,886.81万元，同比增长17.75%，主要系新增檀木桥道路工程项目及中烟场平工程项目收入所致。

毛利率方面，2016年项目回购业务毛利率为10.91%，同比下降5.74个百分点，一是由于新增项目毛利率有所下降，二是由于营业税改征增值税政策变化所致。

表 5　2015-2016 年末公司项目回购情况（单位：万元）

项目名称	2016 年		2015 年	
	收入	成本	收入	成本
贵州省铜仁市梵净山环线公路项目	3,479.24	3,044.34	406.44	338.80
贵州省铜仁市梵净山环线三联线项目	3,289.84	3,003.77	291.50	242.99
贵州省铜仁市城市主干道项目	26,098.78	22,836.43	42,518.21	35,442.23
贵州省铜仁市檀木桥道路工程项目	9,605.49	8,770.23	-	-
贵州省铜仁市中烟场平工程项目	8,413.45	7,681.85	-	-
合计	**50,886.81**	**45,336.62**	**43,216.15**	**36,024.02**

资料来源：公司提供

[1] 其中贵州省铜仁市梵净山环线公路项目、贵州省铜仁市城市主干道项目按照审定投资额的 120%计算回购价款，贵州省铜仁市梵净山环线三联线项目、贵州省铜仁市檀木桥道路工程项目及贵州省铜仁市中烟场平工程项目按照审定投资额的 115%计算回购价款。

截至2016年末，公司主要在建项目计划投资额合计91.12亿元，已完成投资13.06亿元，后续尚需投入78.07亿元。公司主要在建项目中城市快速干道工程、贵州省铜仁市中烟场平工程项目等11个项目已与政府签订回购协议；公交公司公交站场项目、铜仁客运北站项目等6个项目目前暂未与铜仁市政府签订回购合同，未来计划由铜仁市政府进行回购。综上，公司主要在建项目较多，项目回购收入来源较有保障。同时鹏元也关注到，回购项目收入受项目完工结算进度影响存在波动风险，公司主要在建项目后续尚需投资较大，面临较大的资金压力。

表 6　截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否有回购
城市快速干道工程	92,200.00	24,650.48	是
贵州省铜仁市中烟场平工程项目	15,000.00	14,586.45	是
大兴新区与城市主干道连线工程	11,600.00	10,847.55	是
檀木桥道路工程项目	42,500.00	8,770.23	是
公交公司公交站场	21,000.00	5,871.88	否
贵州健康职业学院工程	80,000.00	1,205.68	是
铜仁市松桃至玉屏（玉铜松）城际快速路项目	40,000.00	526.09	是
铜仁奥体中心项目工程	192,000.00	10,290.28	是
民族风情园二期	6,500.00	371.54	否
梵净山三联线工程	57,200.00	9,977.61	是
五馆三中心项目工程	119,837.00	642.58	是
铜仁凤凰机场航站区改扩建工程	19,900.00	14,422.01	否
铜仁市 511 建设项目	6,500.00	2,297.73	否
铜仁客运北站	94,500.00	5,612.84	否
贵州省铜仁市梵净山环线公路项目	70,000.00	6,512.24	是
桃源广场城市综合体	42,500.00	13,968.97	否
合计	**911,237.00**	**130,554.16**	**-**

资料来源：公司提供

2016年公司工程施工业务收入大幅减少，目前公司承建项目较多，且铜仁市后续待开发面积较大，后续业务来源较有保障；但业务收入易受施工进度影响，同时毛利率受原材料价格、人力成本及市场竞争等因素影响存在波动的风险

公司工程施工业务主要由子公司铜仁梵净山城市建设投资有限公司（以下简称“城投公司”）负责经营，城投公司经营范围包括项目投资与资产管理、市政公用工程、建筑装修装饰工程建设等，城投公司拥有建筑工程施工二级资质并完全以市场化运作方式对外开展工程施工业务。工程施工业务成本以实际发生成本进行核算，根据公司签订的建造合同约定，工程施工收入按完工百分比法确认收入。2016年，城投公司承建项目有檀木桥安置区道路工程、铜仁复

烤厂物流通道工程等8个，其中檀木桥安置区道路工程、中烟易地技改项目场平工程、铜仁市汽车北站安置区项目场平程等项目系公司代建项目。2016年公司共确认工程施工收入8,570.15万元，同比大幅减少主要系前期项目基本完工，新承接项目暂处于前期施工阶段，工程建造进度相对滞后所致。

毛利率方面，2016年公司工程施工业务毛利率为28.44%，同比大幅提升19.09个百分点。由于城投公司采取市场化运作模式，工程施工成本均以实际投入额进行核算，毛利率受原材料价格、人力成本及市场竞争等因素影响存在大幅波动的风险。

由于公司是铜仁市城市建设重要的投融资平台，每年在技术及人才等方面均获得铜仁市大力支持，城投公司具有平台优势，易受客户认可。截至2016年末，公司工程施工项目预计总投资30,662.19万元，整体完工进度为73.99%，随着项目的继续推进，仍将给公司带来一定的工程施工收入，且铜仁市后续待开发面积较大，随着铜仁市经济的持续增长及城镇化建设步伐的加快，配套工程施工项目将逐渐增多，城投公司工程施工业务来源较有保障。但鹏元也注意到，工程施工业务收入受施工进度影响较大，后续收入存在波动的可能性。

表 7　2016 年公司工程施工情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	收入	成本	完工进度
檀木桥安置区道路工程	3,687.87	3.80	-72.00	100%
铜仁复烤厂物流通道工程	3,376.54	1,250.92	997.65	78.59%
中烟异地技改项目物流通道	2,645.20	284.36	169.34	99.65%
中烟易地技改项目场平工程	5,722.69	-192.18	-1,144.37	100%
铜仁学院项目工程	4,731.58	3,320.46	2,677.10	94.69%
铜仁市客运北站 PPP 建设项目	7,655.06	1,215.98	1,146.12	14.97%
铜仁市川硐教育园区市政亮化安装工程	799.17	884.82	799.17	100%
S201 亮化、绿化、交安工程	2,044.07	1,801.99	1,560.16	76.33%
合计	**30,662.19**	**8,570.15**	**6,133.17**	**73.99%**

注：当期收入或成本为负系冲回以前年度多提收入成本；完工进度合计数采用加权平均法核算得出。
资料来源：公司提供

近年公司营业收入来源逐渐多元化，公司商品混凝土销售、公交运营及房屋销售等业务整体对公司收入和利润形成较好补充，但公交运营业务仍处于亏损状态

公司子公司贵州省铜仁市兴源物资贸易有限公司（以下简称“兴源贸易公司”）成立于2013年3月，经营范围包括水泥、砖、砂石、混凝土等的加工及销售。得益于铜仁市城市的快速扩张，基础设施建设需求大幅增长，兴源贸易公司商品混凝土产销量快速增长，2016年销售水泥4,143.37吨、沥青1,657.41吨、钢材5,994.88吨、砂石43.92万立方米，合计实现销售收入8,170.93万元，较上年大幅增长56.21%。2016年销售商品毛利率为9.10%，较上年提升5.98个百分点，主要系收取以前年度滞纳金所致。

公司二级子公司贵州省铜仁市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）成立于2012年底，主要从事铜仁市内公共汽车及出租车运营。截至2016年末合计经营公交线路25条，运营公交车辆170辆；运营出租车140台。受经济增长及城市扩容的影响，铜仁市新增并改善公交线路，不断提高的人口流动量带动了客户群增长，2016年实现公交营业收入5,193.59万元，同比增长21.89%。但由于人工成本及车辆运营成本迅速上升，导致同期毛利率大幅下降，2016年公交营业毛利率为-20.82%，较上年大幅下降11.60个百分点，公交运营业务整体处于亏损状态。

2016年公司新增房屋销售业务，该业务主要由子公司铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司（以下简称“房开公司”）负责经营，房开公司经营范围包括房地产开发销售、出租商品房、土地整治、道路与土方工程施工、室内装饰、管道安装、物业管理等，房开公司具备房地产开发企业资质证书（三级），目前房开公司主要开发项目为铜仁西外环农副产品交易中心商住楼工程，铜仁西外环农副产品交易中心商住楼位于铜仁市西外环人事局东侧，系普通住宅项目，于2016年3月正式完工，该项目占地面积7,815平方米，规划建筑面积56,380.72平方米，2016年房开公司销售建筑面积10,569.72平方米，当期实现房屋销售收入3,382.31万元。

截至2017年5月末，铜仁西外环农副产品交易中心商住楼已开发可售建筑面积56,398.72平方米，累计已售建筑面积23,082平方米，剩余待售建筑面积33,316.72平方米，未来随着剩余房源的销售，仍有望为公司带来一定收入。

表 8　2016 年公司房地产收入确认情况（单位：平方米、万元/平方米、万元）

项目名称	规划建筑面积	当期销售建筑面积	销售单价	实现收入
铜仁西外环农副产品交易中心商住楼工程	56,398.72	10,569.72	0.32	3,382.31
合计	**56,398.72**	**10,569.72**	**0.32**	**3,382.31**

资料来源：公司提供

公司租赁业务主要为子公司铜仁市梵城资产经营管理有限公司（以下简称“资产经营公司”）管理的物业出租，资产经营公司通过招商吸引入驻经营项目，目前资产经营公司管理园区内有五星级酒店、各色餐饮酒楼、经营性娱乐场所及文化博物馆等入驻经营，2016年资产经营公司实现租赁收入821.70万元，毛利率为89.53%，较上年有所下降主要系营业税改征增值税影响所致。

整体来看，近年公司营业收入来源逐渐多元化，公司商品混凝土销售、公交运营及房屋销售等业务整体对公司收入和利润形成较好补充，但公交运营业务仍处于亏损状态。

当地政府在资产划拨及财政补贴方面给予了公司较大支持，有效提升了公司的利润水平

作为铜仁市主要的城市基础设施投融资建设主体，公司承担了铜仁市重大基础设施项目的投资建设任务。公司建设资金需求量大，当地政府一方面通过资产划拨提升公司的资本实力以

增强公司的融资能力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。

2016年，根据《铜仁市机关事务管理局关于铜仁市公交公司23辆公务用车无偿划拨的批复》（铜市机管字【2016】23号）等6个文件，铜仁市机关事务管理局将44辆公务用车按购买价值922.91万元无偿划拨给公司。

在财政补贴方面，政府也对公司给予了较大支持。2016年，公司共收到政府补助合计15,301.96万元。

总体来看，地方政府对于公司的支持力度较大，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下鹏元的分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，其中2015年数据来源于2016年审计报告年初数，公司财务报表按照新会计准则进行编制。2016年公司新设一家子公司，财务报表合并范围变动见表1。截至2016年末纳入公司合并报表范围的一级子公司共7家，具体情况见附录五。2016年审计报告对重要前期差错进行了更正，更正明细如表9。

表 9　公司重要前期差错更正对 2015 年 12 月 31 日和 2015 年度财务报表相关科目影响情况（单位：万元）

资产负债表项目	调整前上年期末余额	调整金额	调整后本年年初余额
应收账款	63,764.19	1,356.05	65,120.24
预付账款	15,051.98	-10,000.00	5,051.98
其他应收款	693,819.91	-50,461.05	643,358.86
长期股权投资	13,390.00	59,105.00	72,495.00
应交税费	94,865.29	-251.44	94,613.85
未分配利润	156,580.42	251.44	156,831.86
利润表项目	**调整前上年本年金额**	**调整金额**	**调整后本年上年金额**
所得税费用	1,680.72	-251.44	1,429.28

资料来源：公司 2016 年审计报告

资产结构与质量

2016年公司资产规模增长较快，但主要由应收款项和土地资产构成，资产整体流动性较弱

截至2016年末公司资产规模为420.16亿元，同比增长26.45%。2016年末，公司流动资产占比为90.24%，是资产的主要构成。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收账款及存货构成。2016年末公司货币资金为503,150.84万元，同比大幅增长106.41%，主要系公司通过委托贷款筹集较多项目建设资金所致。2016年末，除银行承兑汇票保证金及借款质押担保金构成的其他货币资金共1,375.00万元使用权受限外，其余货币资金无使用权受限情况。截至2016年末，公司应收账款为91,315.15万元，同比大幅增长40.23%，主要系新增应收铜仁市财政局项目回购款较多所致。截至2016年末，公司其他应收款为1,016,216.01万元，同比大幅增长57.95%，主要系公司新增应收贵州铜仁高新技术产业开发区财政局（原名：贵州大兴科技工业区管理委员会）、铜仁市非税收入管理局、碧江区人民政府、铜仁市交通局、铜仁市财政局往来借款较多所致。截至2016年末，公司应收款项合计110.75亿元，其中因欠款方系政府单位放在无风险组合中款项金额为100.67亿元；其余款项金额为10.42亿元中，账龄在1年以内款项合计占比94.73%，应收款项计提坏账准备合计0.19亿元。2016年末公司应收款项金额较大，考虑到对方为政府部门，坏账风险不大，但何时收回存在较大不确定性，影响公司资金使用效率。

截至2016年末，公司存货合计2,173,301.62万元，主要由82,977.23亩、账面价值合计2,123,278.97万元的土地使用权构成，其中购置的耕地流转指标为44,767亩，账面价值为58,550.64万元。2016年末公司已抵押土地使用权面积426,442.97亩，账面价值合计1,156,399.01万元，占资产总额比重为27.52%。

公司非流动资产主要由长期股权投资、在建工程及其他非流动资产构成。2016年末，公司长期股权投资余额为257,903.00万元，同比大幅增长255.75%，主要系公司对铜仁贵银民生发展基金管理中心（有限合伙）、铜仁交银武陵山扶贫投资发展基金管理中心（有限合伙）和铜仁贵银武陵山扶贫投资发展基金（有限合伙）分别投资4亿元、5亿元和9亿元，持股比例分别为25%、15%和20%。2016年末公司在建工程余额为52,449.02万元，同比增长35.02%，主要为公司对铜仁凤凰机场航站区改扩建工程、城市快速干道工程、铜仁奥体中心项目工程等项目的新增投入。2016年末公司其他非流动资产余额为57,497.20万元，同比大幅增长55.40%，主要为公司增加国开发展基金投资所致。

综上，公司资产规模增长较快，但主要由应收款项和土地资产构成，2016年末公司应收款项和土地资产合计3,230,810.13万元，占总资产比重为76.89%，应收款项回款时间不确定且土地集中变现存在一定困难，且其中已抵押土地资产账面价值占总资产比重为27.52%，资产整体流动性较弱。

表 10　2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重

货币资金	503,150.84	11.98%	243,766.69	7.34%
应收账款	91,315.15	2.17%	65,120.24	1.96%
其他应收款	1,016,216.01	24.19%	643,358.86	19.36%
存货	2,173,301.62	51.73%	2,161,389.08	65.05%
流动资产合计	**3,791,530.96**	**90.24%**	**3,124,743.56**	**94.04%**
长期股权投资	257,903.00	6.14%	72,495.00	2.18%
在建工程	52,449.02	1.25%	38,846.56	1.17%
其他非流动资产	57,497.20	1.37%	37,000.00	1.11%
非流动资产合计	**410,074.30**	**9.76%**	**197,965.10**	**5.96%**
资产总计	**4,201,605.26**	**100.00%**	**3,322,708.66**	**100.00%**

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入和营业利润继续增长，但利润规模对政府补助较为依赖

公司营业收入主要来源于项目回购、工程施工及商品销售业务。得益于项目回购及商品销售收入的增加，公司营业收入同比小幅增长3.81%。截至2016年末公司在建项目较多，且大部分已签订回购协议，未来随着项目的建设完工，可为公司带来一定的项目回购收入。

从盈利能力指标来看，2016年公司综合毛利率为16.21%，较上年下滑0.15个百分点，主要系占比较重的项目回购业务毛利率下降影响所致。2016年公司利息收入同比大幅增长，期间费用率因此同比下降2.62个百分点，期间费用率的下降有利于公司营业利润的扩大，2016年公司实现营业利润8,639.80万元，同比增加6.61%。

为保障公司的持续稳步发展，铜仁市政府在财政补贴方面给予了公司较大的支持。2016年铜仁市政府单位合计给予公司15,301.96万元的政府补助，增厚了公司利润。2016年公司政府补助占同期净利润的70.13%，利润规模对政府补助较为依赖。

表 11　2015-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	81,075.78	78,099.22
营业利润	8,639.80	8,104.36
政府补助	15,301.96	14,678.22
利润总额	23,859.13	22,812.69
综合毛利率	16.21%	16.36%
期间费用率	1.86%	4.48%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务回款情况较差，投资活动现金支出规模较大，现金流对筹资活动较为依赖，公司在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力

2016年公司收现比为0.57，主营业务回款情况较差。公司经营活动现金流入主要来自收到企业间资金拆借及政府补助等其他与经营活动有关的现金。经营活动现金流出主要为公司回购项目投入等，以及支付企业间资金拆借现金等其他与经营活动有关的现金， 2016年公司实现经营活动现金净流入13,295.72万元，主要系企业间资金拆借现金净流入所致，稳定性不佳，若主营业务回款情况无法得到改善，未来经营活动现金净流入有下滑风险。

2016年公司投资支出规模较大，主要是公司对联营企业投资18亿元及城市快速干道工程等工程项目进一步建设投入所致。2016年公司投资活动现金净流出208,424.84万元。

2016年公司投资活动现金流表现较差，现金流对筹资活动较为依赖。2016年，公司吸收投资收到的现金主要为公司收到铜仁交银武陵山扶贫投资发展基金管理中心（有限合伙）投资成本25亿元，公司取得借款所收到的现金主要为公司累计新增委托贷款62.80亿元。公司偿还债务所支付的现金主要为公司偿付到期银行借款及应付债券本金，支付其他与筹资活动有关的现金主要为支付与政府部门资金拆借款项。2016年公司筹资活动现金净流入513,088.28万元，较2015年大幅增加。

整体来看，公司主营业务回款情况较差，投资活动现金支出规模较大，现金流对筹资活动较为依赖。截至2016年底，公司主要在建项目尚需投资78.07亿元，资金需求量较大，面临较大的资金压力。

表 12　2015-2016 年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.57	0.61
销售商品、提供劳务收到的现金	45,922.75	47,498.04
收到的其他与经营活动有关的现金	94,956.69	88,815.47
经营活动现金流入小计	140,879.45	136,313.51
购买商品、接受劳务支付的现金	75,527.28	90,388.15
支付的其他与经营活动有关的现金	47,309.17	40,702.13
经营活动现金流出小计	127,583.73	134,219.56
经营活动产生的现金流量净额	**13,295.72**	**2,093.95**
投资活动产生的现金流量净额	**-208,424.84**	**-88,606.87**
筹资活动产生的现金流量净额	**513,088.28**	**192,345.25**
现金及现金等价物净增加额	317,959.16	105,832.32

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年公司有息债务规模大幅增长，面临较大的偿债压力

截至2016年末，公司负债总额1,929,229.13万元，同比大幅增长46.17%，主要系长期借款和其他应付款增加所致；得益于铜仁交银武陵山扶贫投资发展基金管理中心（有限合伙）新增公司少数股东权益，2016年末所有者权益达到2,272,376.12万元，同比增长13.45%。2016年末，公司产权比率较2015年上升19个百分点，达到84.90%，资产负债率提升至45.92%。

表 13　2015-2016 年公司资本结构变动情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
负债总额	1,929,229.13	1,319,816.13
所有者权益	2,272,376.12	2,002,892.53
产权比率	84.90%	65.90%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2016年末公司负债主要由非流动负债构成，非流动负债占负债总额比重为57.21%，较2015年末提升了9.80个百分点。

流动负债方面，2016年末公司短期借款为49,000.00万元，同比大幅减少62.13%，主要系公司归还贵阳银行129,375.00万元短期借款所致。2016年末应交税费为101,167.99万元，主要为应交土地增值税、企业所得税、营业税及其他税费。2016年末其他应付款为600,041.91万元，同比大幅增长48.09%主要系公司增加与铜仁旅游投资有限公司、铜仁市财政局、铜仁市九龙地矿投资开发有限责任公司、铜仁金砖城市基金管理中心（有限合伙）等单位往来款项。2016年末一年内到期的非流动负债为40,907.16万元，同比减少9.10%，主要为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2016年末公司长期借款为683,355.13万元，同比大幅增长280.44%，主要系公司用于项目建设的铜仁贵银武陵山扶贫投资发展基金（有限合伙）委托贵州银行贷款58亿元（利率7.5%）所致，期末长期借款除上述委托借款外另有1.34亿元抵押借款及12.98亿元质押借款。2016年末应付债券为220,691.14万元，同比减少9.63%，主要原因系公司偿付“12梵投债”本金24,000万元所致，期末主要由“15梵投债”和本期债券构成。2016年末长期应付款为175,849.87万元，主要为国开发展基金投资入股成本，国开发展基金投资属于“明股实债”，公司和铜仁市财政局与国开发展基金签订合同约定，国开发展基金每年通过现金分红、回购溢价等方式取得投资收益。

公司有息债务主由短期借款、应付票据、长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至2016年末，公司有息债务合计1,171,553.30万元，较上年末大幅增长50.58%。有息债务规模较大，公司面临较大的债务偿付压力。

表 14　2015-2016 年公司债务结构（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年

	金额	比重	金额	比重
短期借款	49,000.00	2.54%	129,375.00	9.80%
应交税费	101,167.99	5.24%	94,613.85	7.17%
其他应付款	600,041.91	31.10%	405,190.32	30.70%
一年内到期的非流动负债	40,907.16	2.12%	45,000.00	3.41%
流动负债合计	**825,491.24**	**42.79%**	**694,066.44**	**52.59%**
长期借款	683,355.13	35.42%	179,620.91	13.61%
应付债券	220,691.14	11.44%	244,201.11	18.50%
长期应付款	175,849.87	9.12%	179,677.14	13.61%
非流动负债合计	**1,103,737.89**	**57.21%**	**625,749.69**	**47.41%**
负债合计	**1,929,229.13**	**100.00%**	**1,319,816.13**	**100.00%**
其中：有息债务	1,171,553.30	60.73%	778,024.17	58.95%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力来看，随着债务规模的快速增长，公司资产负债率也持续攀升；得益于货币资金及其他应收款的大幅增长，2016年公司流动比率及速动比率均有所提升，但流动资产主要为土地和应收款项，公司短期偿债能力一般；2016年公司利润总额的增长带动了EBITDA的提升，但由于有息债务大幅增长，公司EBITDA利息保障倍数有所下降。

考虑到公司承担的建设任务较重，资金需求量较大，融资规模仍将持续增加。随着有息债务规模的不断增加，公司的偿债保障能力将会持续弱化。

表 15　2015-2016 年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	45.92%	39.72%
流动比率	4.59	4.50
速动比率	1.96	1.39
EBITDA（万元）	26,261.53	24,903.72
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.55

注：资本化利息与费用化利息合计数采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据。
资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

公司以其拥有的27宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，该部分土地主要位于铜仁市川硐镇谭木桥、松桃县城市主干道两侧、江口县梵净山环线两侧、铜仁市城市主干道两侧，土地规划用途为商服用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积4,401,355.34平方米。经铜仁同致房地产资产评估土地有限公司出具的“同致【估】字（2011）第102号”《土地评估报告》（评估基准日为2011年6月30日），该27宗土地价值402,954.31万元，为本期债券剩余规模7.2亿

元的5.60倍。但我们也关注到，根据公司出具的《抵押资产承诺函》，在本期债券存续期间，公司应聘请经抵押资产监管人认可的具有相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日，近年公司未按规定对本期债券抵押物进行重新评估。考虑到原有评估价值对本期债券覆盖倍数较高，我们认为抵押的土地使用权仍能有效提升本期债券的信用水平。

表 16　公司抵押土地估价结果一览表（单位：平方米、元/平方米、万元）

土地使用证编号	宗地位置	宗地面积	评估单价	地价总额
松国用（2011）第 939 号	大兴镇城市主干道两侧	149,334.08	835.31	12,474.03
松国用（2011）第 940 号	乌罗镇梵净山环线两侧（冷家坝）	97,333.82	918.63	8,941.38
松国用（2011）第 941 号	乌罗镇梵净山环线两侧（田家坝）	70,000.35	927.82	6,494.77
松国用（2011）第 942 号	乌罗镇梵净山环线两侧（核桃坪）	23,333.45	964.56	2,250.65
松国用（2011）第 943 号	乌罗镇梵净山环线两侧（风形一）	48,000.24	946.19	4,541.73
松国用（2011）第 944 号	乌罗镇梵净山环线两侧（风形二）	73,333.70	946.19	6,938.76
松国用（2011）第 945 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝一）	46,666.90	937.00	4,372.69
松国用（2011）第 946 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝二）	53,333.60	937.00	4,997.36
松国用（2011）第 947 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝三）	33,333.50	937.00	3,123.35
江初国用（2011）第 100 号	江口县太平乡梵净山村黄家坝	53,333.60	1,135.20	6,054.43
江初国用（2011）第 101 号	江口县太平乡梵净山村芭蕉湾	46,666.90	1,021.68	4,767.86
江初国用（2011）第 102 号	江口县太平乡梵净山村上坝	26,666.80	1,078.44	2,875.85
江初国用（2011）第 103 号	江口县太平乡梵净山村艾家坝	40,000.20	1,101.14	4,404.58
江初国用（2011）第 104 号	江口县太平乡梵净山村黎家坝	53,333.60	1,112.50	5,933.36
江初国用（2011）第 105 号	江口县太平乡梵净山村二坝（一)	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 106 号	江口县太平乡梵净山村上坝（二）	53,333.60	1,021.68	5,448.99
江初国用（2011）第 107 号	江口县太平乡梵净山村明牙池	33,333.50	998.98	3,329.95
江初国用（2011）第 108 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（一）	20,000.10	1,021.68	2,043.37
江初国用（2011）第 109 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（二）	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 110 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳	63,333.65	976.27	6,183.07
江初国用（2011）第 111 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳（二）	24,666.79	987.62	2,436.14
江初国用（2011）第 112 号	江口县太平乡梵净山村独岩	20,000.10	976.27	1,952.55
江初国用（2011）第 113 号	江口乡太平乡梵净山村洼溪	53,333.60	987.62	5,267.33
江初国用（2011）第 114 号	江口县太平乡梵净山村顺水坝	18,666.76	998.98	1,864.77
铜市国用（2011）第 5000 号	铜仁市滑石乡桃树湾	513,335.90	940.99	48,304.39
铜市国用（2011）第 5001 号	铜仁市滑石乡新树坳	2,013,343.40	893.94	179,980.82
铜市国用（2010）第 1768 号	铜仁市川硐镇谭木桥 11 号地块	706,670.20	865.48	61,160.89
合计	-	**4,401,355.34**	-	**402,954.31**

注：评估基准日为 2011 年 6 月 30 日。
资料来源：公司提供

上述土地抵押物均已于2012年4月10日之前办妥土地抵押登记手续。

七、或有事项分析

对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2016年12月31日，公司对外担保余额合计968,201.31万元，占2016年末净资产比重为42.61%，对外担保规模较大，被担保方均为国有企业或事业单位，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17　截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	单位性质	是否存在反担保
铜仁旅游投资有限公司	150,000.00	2021-02-19	国有企业	否
铜仁市人民土地矿权储备交易局	32,000.00	2018-01-14	事业单位	否
铜仁学院	19,335.31	2022-03-25	公立大学	否
贵州大龙高铁城置业有限公司	50,000.00	2019-05-25	国有企业	否
铜仁市九龙地矿投资开发有限公司	180,000.00	2033-01-19	国有企业	否
铜仁市水务投资有限责任公司	115,000.00	2034-04-26	国有企业	否
铜仁市能源投资有限公司	80,000.00	-	国有企业	否
贵州大龙汇源开发投资有限公司	50,000.00	-	国有企业	否
贵州大龙汇源开发投资有限公司	100,000.00	-	国有企业	否
贵州大兴高新开发投资有限公司	6,000.00	2018-02-21	国有企业	否
铜仁职业技术学院	8,000.00	2019-07-27	公立大学	否
铜仁市水务投资有限责任公司	50,000.00	2018-11-27	国有企业	否
铜仁铜玉铁路有限责任公司	68,976.00	-	国有企业	否
铜仁铜玉铁路有限责任公司	58,890.00	2036-12-31	国有企业	否
合计	**968,201.31**	-	-	-

注：铜仁市能源投资有限公司为公司子公司，但未纳入公司合并报表范围。
资料来源：公司提供

八、评级结论

铜仁市经济实力和公共财政收入继续增长，公司项目回购收入来源较有保障，公司作为铜仁市城市建设开发主体，持续得到当地政府的较大支持，用于抵押的土地使用权评估价值对本期债券剩余规模覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时，鹏元也关注到铜仁市经济实力相对较弱，地方财政收入对上级补助依赖程度较高，财政自给能力仍然较弱；2016年末公司应收款项和土地资产合计3,230,810.13万元，占总资产比重为76.89%，资产整体流动性较弱；2016年公司收现比仅为0.57，投资活动现金净流出

208,424.84万元，投资活动现金支出规模较大，现金流对筹资活动较为依赖，公司面临较大的资金压力；公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力；同时公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险；近年公司未按规定对抵押资产的价值进行重新评估。

基于上述情况，鹏元将本期债券信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一　合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	503,150.84	243,766.69	95,484.36
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5,156.71	6,056.71	2,406.71
应收账款	91,315.15	65,120.24	292,674.37
预付款项	2,213.15	5,051.98	8,831.49
其他应收款	1,016,216.01	643,358.86	635,889.73
存货	2,173,301.62	2,161,389.08	1,576,983.54
一年内到期的非流动资产	31.60	0.00	0.00
其他流动资产	145.87	0.00	98.29
流动资产合计	**3,791,530.96**	**3,124,743.56**	**2,612,368.50**
长期应收款	5,249.27	14,869.89	14,195.20
长期股权投资	257,903.00	72,495.00	9,530.00
投资性房地产	14,205.88	13,997.79	13,821.87
固定资产	17,484.30	16,112.84	13,167.12
在建工程	52,449.02	38,846.56	41,197.59
无形资产	4,006.46	4,114.20	4,198.85
长期待摊费用	469.67	66.65	0.00
递延所得税资产	809.49	462.17	722.64
其他非流动资产	57,497.20	37,000.00	0.00
非流动资产合计	**410,074.30**	**197,965.10**	**96,833.28**
资产总计	**4,201,605.26**	**3,322,708.66**	**2,709,201.78**
短期借款	49,000.00	129,375.00	33,400.00
应付票据	1,750.00	150.00	25,000.00
应付账款	18,380.52	5,244.77	4,186.83
预收款项	1,494.81	1,038.58	4,454.29
应付职工薪酬	111.84	106.13	93.68
应交税费	101,167.99	94,613.85	91,395.12
应付利息	12,557.93	13,246.93	3,420.46
应付股利	79.08	79.08	79.99
其他应付款	600,041.91	405,190.32	503,983.91
一年内到期的非流动负债	40,907.16	45,000.00	22,150.00
其他流动负债		21.78	18.08
流动负债合计	**825,491.24**	**694,066.44**	**688,182.35**
长期借款	683,355.13	179,620.91	181,580.00
应付债券	220,691.14	244,201.11	119,280.20

长期应付款	175,849.87	179,677.14	0.00
专项应付款	22,631.00	21,071.00	18,171.00
递延所得税负债	1,210.74	1,179.53	1,153.14
非流动负债合计	**1,103,737.89**	**625,749.69**	**320,184.34**
负债合计	**1,929,229.13**	**1,319,816.13**	**1,008,366.69**
实收资本	855,780.00	555,780.00	400,000.00
资本公积	968,013.69	1,267,090.77	1,144,169.87
盈余公积	19,920.96	17,739.55	15,579.56
未分配利润	172,632.84	156,831.86	137,642.92
归属于母公司所有者权益合计	2,016,347.49	1,997,442.18	1,697,392.34
少数股东权益	256,028.64	5,450.35	3,442.75
所有者权益合计	**2,272,376.12**	**2,002,892.53**	**1,700,835.09**
负债和所有者权益总计	**4,201,605.26**	**3,322,708.66**	**2,709,201.78**

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录二　合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	**81,075.78**	**78,099.22**	**74,415.48**
其中：营业收入	81,075.78	78,099.22	74,415.48
二、营业总成本	**72,919.77**	**70,433.63**	**67,342.23**
其中：营业成本	67,931.63	65,320.90	59,322.28
营业税金及附加	1,021.99	2,937.27	2,826.08
销售费用	133.56	174.22	178.44
管理费用	3,921.48	3,506.51	2,594.15
财务费用	-2,545.24	-179.72	1,203.00
资产减值损失	2,456.35	-1,325.55	1,218.28
加：公允价值变动收益	208.09	175.92	105.59
投资收益	275.70	262.85	0.00
三、营业利润	**8,639.80**	**8,104.36**	**7,178.84**
加：营业外收入	15,375.73	14,729.53	14,748.26
减：营业外支出	156.40	21.20	25.42
四、利润总额	**23,859.13**	**22,812.69**	**21,901.68**
减：所得税费用	2,038.72	1,429.28	1,388.24
五、净利润	**21,820.41**	**21,383.41**	**20,513.45**

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-1　合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	45,922.75	47,498.04	6,223.13
收到其他与经营活动有关的现金	94,956.69	88,815.47	109,932.34
经营活动现金流入小计	140,879.45	136,313.51	116,155.47
购买商品、接收劳务支付的现金	75,527.28	90,388.15	33,853.25
支付给职工以及为职工支付的现金	4,013.77	2,860.90	2,262.59
支付的各项税费	733.52	268.38	386.48
支付其他与经营活动有关的现金	47,309.17	40,702.13	69,592.88
经营活动现金流出小计	127,583.73	134,219.56	106,095.20
经营活动产生的现金流量净额	13,295.72	2,093.95	10,060.27
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
取得投资收益收到的现金	275.70	262.85	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	25,900.00	50,000.00	0.00
投资活动现金流入小计	26,175.70	50,262.85	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	5,350.54	3,359.72	16,576.94
投资支付的现金	184,000.00	44,860.00	8,900.00
支付其他与投资活动有关的现金	45,250.00	90,650.00	0.00
投资活动现金流出小计	234,600.54	138,869.72	25,476.94
投资活动产生的现金流量净额	-208,424.84	-88,606.87	-25,476.94
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	250,000.00	157,780.00	1,928.70
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	250,000.00	2,000.00	1,928.70
取得借款所收到的现金	674,631.89	447,425.00	85,508.00
收到其他与筹资活动有关的现金	207,565.97	167,529.58	80,547.03
筹资活动现金流入小计	1,132,197.86	772,734.58	167,983.73
偿还债务所支付的现金	230,266.45	277,077.09	45,900.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	60,873.49	45,053.14	36,445.04
支付其他与筹资活动有关的现金	327,969.64	258,259.10	17,033.98
筹资活动现金流出小计	619,109.58	580,389.33	99,379.02
筹资活动产生的现金流量净额	513,088.28	192,345.25	68,604.71
四、现金及现金等价物净增加额	317,959.16	105,832.32	53,188.04

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-2　合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	**21,820.41**	**21,383.41**	**20,513.45**
加：资产减值准备	2,456.35	-1,325.55	1,218.28
固定资产折旧	1,761.86	1,428.34	1,029.20
无形资产摊销	112.19	107.14	107.10
长期待摊费用摊销	59.08	109.04	21.04
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	7.32
公允价值变动损失	-208.09	-175.92	-105.59
财务费用	-2,555.20	-197.41	907.27
投资损失	-275.70	-262.85	0.00
递延所得税资产减少	-347.32	260.48	-217.81
递延所得税负债增加	31.21	26.39	15.84
存货的减少	-11,912.54	-30,722.73	-14,323.25
经营性应收项目的减少	-116,010.19	110,709.70	-172,455.61
经营性应付项目的增加	118,363.66	-99,246.08	173,343.05
经营活动产生的现金流量净额	**13,295.72**	**2,093.95**	**10,060.27**

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
有息债务（万元）	1,171,553.30	778,024.17	381,410.20
资产负债率	45.92%	39.72%	37.22%
收现比	0.57	0.61	0.08
流动比率	4.59	4.50	3.80
速动比率	1.96	1.39	1.50
负债与所有者权益比率	84.90%	65.90%	59.29%
综合毛利率	16.21%	16.36%	20.28%
期间费用率	1.86%	4.48%	5.34%
EBITDA（万元）	26,261.53	24,903.72	23,607.33
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.55	0.65

注：2015 年数据来源于 2016 年审计报告年初数，2014 年数据来源于 2015 年审计报告年初数。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五　截至 2016 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
铜仁市梵城资产经营管理有限公司	500.00	100.00%		资产管理、投资管理等
铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司	2,000.00	100.00%		房地产开发销售等
铜仁梵净山城市建设投资有限公司	10,000.00	100.00%		土木工程建设、项目投资与资产管理等
贵州省铜仁市兴源物资贸易有限公司	3,000.00	100.00%		金属材料、装饰材料等用品销售、水泥、砖、砂石等材料加工及销售
铜仁梵净山科技创业投资有限公司	8,000.00	45.71%		创业投资及咨询等
铜仁桃源公路开发建设有限责任公司	5,825.03	100.00%		公路开发、投资管理
贵州省铜仁市公共交通有限责任公司（二级子公司）	3,000.00		100.00%	城乡、市内公共汽车、电车、出租汽车营运等
铜仁市碧江区兴业房地产咨询服务有限公司（二级子公司）	30.00		100.00%	商品房销售及租赁等
铜仁市乐家物业服务有限责任公司（二级子公司）	50.00		100.00%	物业服务、房产租赁等
铜仁市梵投农业综合开发有限公司	50.00	100.00%		农副产品加工和经营；水产养殖；农机销售与维护；乡村旅游投资开发及餐饮、住宿等

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录六　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
期间费用率	（管理费用+财务费用+销售费用）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
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
有息债务	短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七　信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。