

2012 年遵义市国有资产投融资经营
管理有限责任公司
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：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第【717】号 02

增信方式: 保证担保

担保主体: 遵义市投资(集团)有限责任公司

债券剩余规模: 12 亿元

债券到期日期: 2019 年 12 月 26 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 从第三个计息年度开始至第七个计息年度分别逐年偿还本期债券本金的 20%, 当期利息随本金一起支付

分析师

姓名: 卢参参 王一峰

电话: 0755-82871601

邮箱: lucc@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

2012 年遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司 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 7 月 11 日	2016 年 6 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司(以下简称“遵义国投”或“公司”)及其 2012 年 12 月 26 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 AA, 发行主体长期信用等级 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到遵义市经济实力持续提升, 公司未来收入有一定保障, 遵义市投资(集团)有限责任公司(以下简称“遵投集团”)为本期债券本息兑付提供无条件不可撤销连带责任保证担保; 同时我们也关注到, 遵义市地方财政自给能力较弱, 公司资产流动性较弱, 面临一定的资金支出压力, 有息债务规模较大, 偿债压力较重以及对外担保金额较大, 存在较大或有负债风险等风险因素。

正面:

- 遵义市经济实力持续提升。2016 年遵义市实现地区生产总值 2,403.94 亿元, 同比增长 12.40%, 高于全国同期增速。
- 公司未来收入有一定保障。公司营业收入主要来源于回购业务, 截至 2017 年 5 月底, 公司在建、拟建项目预计总投资 81.05 亿元, 在建项目均已和当地政府签订回购协议, 公司未来收入有一定保障。
- 遵投集团为本期债券本息兑付提供无条件不可撤销连带责任保证担保。遵投集团经营情况良好, 其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券本息兑付起到一定保障作用。

关注：

- **遵义市地方综合财力对上级补助依赖较大，财政自给能力较弱。**2016 年遵义市全市地方综合财力中上级补助收入占比为 54.74%，占比较高；2016 年遵义市全市财政自给率为 36.06%，较上年下降 1.46 个百分点。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2016 年末，公司应收款项和存货账面价值合计占公司期末总资产的 77.45%。其中，应收款项账面价值合计 152.21 亿元，应收对象主要为遵义市财政局等单位，账龄偏长，对公司资金造成很大占用；存货主要由待开发的土地资产构成。
- **公司面临一定的资金支出压力。**截至 2017 年 5 月底，公司主要在建、拟建项目尚需投资至少 27.12 亿元，同时考虑到公司经营活动现金流持续表现为净流出，公司面临一定资金支出压力。
- **有息债务规模较大，公司偿债压力依然较重。**截至 2016 年底，公司有息债务规模达 106.14 亿元，规模较大，公司偿债压力依然较重。
- **对外担保金额较大，存在较大或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外提供担保金额合计 73.08 亿元，占期末净资产的比重为 50.40%。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,916,479.31	2,892,990.59	2,444,121.38
所有者权益合计（万元）	1,450,049.54	1,352,008.15	1,357,979.50
资产负债率	50.28%	53.12%	44.44%
流动比率	2.54	5.66	6.63
有息债务（万元）	1,061,409.10	1,105,000.67	884,384.42
营业收入（万元）	91,185.44	101,103.34	162,671.62
营业利润（万元）	12,410.79	12,086.96	17,754.11
补贴收入（万元）	0.00	0.00	48.00
利润总额（万元）	12,387.23	12,028.19	17,791.84
综合毛利率	17.10%	18.08%	15.15%
EBITDA（万元）	17,899.33	17,553.95	23,363.86
经营活动现金流净额（万元）	-56,125.05	-58,078.13	-81,722.47

注：公司 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数，2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。
 资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于 2012 年 12 月 26 日发行 7 年期 20 亿元公司债券，票面利率 6.98%。募集资金中 10 亿元用于共青大道棚户区改造项目遵义县段（1、2、3、6、7 号点），4 亿元用于共青大道棚户区改造项目红花岗区段（4、5 号点），6 亿元用于遵义市舟水片区棚户区改造项目，已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016 年国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）与遵义市人民政府签订《国开发展基金投资合同》（以下简称“投资合同”），以人民币 216,340 万元对公司增资，公司注册资本增至 816,340 万元。根据《投资合同》，增资完成后，国开基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员，并在投资期限内，国开基金每年通过现金分红、回购溢价等方式取得的投资收益应按照每年 1.2% 的投资收益率计算。项目建设期¹ 满后，国开基金有权选择要求遵义市财政局回购股权等方式实现投资回收。截至 2017 年 5 月 31 日，遵义市人民政府持有公司 73.5% 的股权，国开基金持有公司 26.5% 的股权，遵义市人民政府仍为公司控股股东和实际控制人。

2016 年，公司合并报表范围无变化。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产为 291.65 亿元，所有者权益合计 1,45.00 亿元，资产负债率为 50.28%；2016 年度公司实现营业收入 9.12 亿元，利润总额 1.24 亿元，经营活动现金流净额-5.61 亿元。

三、区域经济与财政实力

2016 年遵义市经济持续增长，仍以第二产业为主；固定资产投资是拉动经济增长的主要动力

2016 年遵义市全年实现地区生产总值 2,403.94 亿元，同比增长 12.40%，增速同比有所放缓，但仍高于全国平均增速，三次产业结构由 2015 年的 16.1:44.8:39.1 调整为 15.4: 44.2: 40.4，第二产业占比依然较高，是区域经济增长的主要动力。2016 年遵义市人均 GDP 38,709 元，为全国人均 GDP 的 71.71%，地区经济发展水平相对较弱。

¹ 该投资系“名股实债”，增资款实际用于投资建设遵义市的基础设施建设项目。

工业方面，2016年遵义市完成全部工业增加值867.86亿元，同比增长11.7%，增速有所放缓。遵义市的工业以酿酒产业为主，2016年酒、饮料和精茶制造业完成工业增加值占全部规模以上工业增加值的比重为58.2%，同比增速为12.0%，增速较快。此外，电力、热力生产和供应、计算机和其他电子设备制造业和非金属矿物制品业增速较快，分别为23.3%、106.7%和20.5%，但占2016年全部规模以上工业增加值的比重较小，对遵义市的经济发展起到了一定稳定作用。总体来看，2016年遵义市工业增速有所放缓，但近年来均维持10%以上的增速，发展形势仍然良好。

固定资产投资方面，2016年遵义市完成500万元以上固定资产投资2,068.88亿元，同比增长22.1%，在宏观经济不景气的背景下，固定资产投资的增加对稳定地方经济起到了重要作用。从产业来看，第一产业投资82.13亿元，同比增长39.6%；第二产业投资388.01亿元，同比下降3.8%；第三产业投资1,598.74亿元；同比增长29.8%。第三产业成为固定资产投资的主要方向，遵义市的产业结构得到了进一步升级和优化。从投资领域来看，工业投资完成388.01亿元，同比下降3.8%；基础设施投资完成646.04亿元，同比增长26.3%；房地产开发投资完成350.21亿元，同比增长2.5%。固定资产投资主要投向工业、基础设施领域和房地产行业，对提升当地工业基础和基础设施水平有积极作用。

总体来说，2016年遵义市经济实力持续增长，第二产业仍为遵义市经济的支柱产业，固定资产投资对拉动经济起到了重要作用。

表1 2015-2016年遵义市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	2,403.94	12.40%	2,168.34	13.2%
第一产业增加值	370.48	5.70%	349.27	6.8%
第二产业增加值	1,063.00	12.80%	970.75	13.7%
第三产业增加值	970.46	14.50%	848.32	14.1%
工业增加值	867.86	11.70%	-	-
全社会固定资产投资	-	-	3,236.91	26.8%
社会消费品零售总额	723.44	13.00%	639.93	12.2%
进出口总额（万美元）	12.02	-19.10%	14.85	222.7%
存款余额	4,305.82	30.20%	3,306.46	28.8%
贷款余额	2,264.92	17.60%	1,925.48	26%
人均GDP（元）		38,709		35,123
人均GDP/全国人均GDP		71.71%		71.17%

资料来源：2015-2016年遵义市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年遵义市全市公共财政收入保持增长，但地方综合财力对上级补助依赖较大，财

政自给能力较弱

受益于遵义市地方经济持续增长，2016年遵义市全市地方综合财力实现591.03亿元，同比增长8.33%，财政实力有所提升。从构成来看，地方综合财力主要由上级补助收入构成，占比为54.74%，地方综合财力对上级补助依赖较大。

2016年遵义市全市实现公共财政收入187.50亿元，同比增速为5.56%，保持增长。公共财政收入中税收收入占比为77.34%，遵义市公共财政收入质量较好。2016年遵义市全市实现政府性基金收入80亿元，同比上升，政府性基金收入主要由土地出让收入构成，受房地产市场景气度影响，近年整体波动较大。财政支出方面，2016年遵义市全市公共财政支出520亿元，遵义市全市财政自给率为36.06%，财政自给能力依然较弱。

市本级方面，2016年遵义市地方综合财力为106.84亿元，同比大幅增长105.26%，主要是受上级补助收入大幅增长所致。2016年遵义市实现市本级公共财政收入45.39亿元，同比增长9.41%。其中税收收入占公共财政收入的71.15%，财政收入质量较好。政府性基金收入实现2.74亿元，同比大幅下降60.14%，主要是受停征价格调节基金影响。

总体来看，2016年遵义市全市公共财政收入保持增长，财政实力有所提升，但地方综合财力对上级补助依赖较大，公共财政自给能力较弱。

表2 2015-2016年遵义市地方政收支情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力	5,910,278	1,068,413	5,455,570	520,518
（一）公共财政收入	1,874,931	453,853	1,776,105	414,844
其中：税收收入	1,450,157	322,922	1,398,880	306,949
非税收入	424,774	130,931	377,225	107,895
（二）上级补助收入	3,235,347	587,190	2,975,409	37,012
一般性转移支付收入	1,677,750	156,096	1,616,054	-107,886
专项转移支付收入	1,414,672	344,043	1,257,039	95,715
返还性收入	142,925	87,051	102,316	49,183
（三）政府性基金收入	800,000	27,370	704,056	68,662
财政支出	6,000,000	609,880	5,501,838	547,906
（一）公共财政支出	5,200,000	577,600	4,734,095	517,184
（二）政府性基金支出	800,000	32,280	767,743	30,722
财政自给率	36.06%	78.58%	37.52%	80.21%

注：（1）“-”表示遵义市财政局未提供相应数据；（2）地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；（3）财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；（4）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2016年政府性基金收入、公共财政支出和政府性基金支出数据来自《遵义市2016年全市和市级预算执行情况及2017年市级预算草案报告》，其他数据来源于遵义市财政局

四、经营与竞争

公司是遵义市城市基础设施建设的投融资主体之一，业务范围涵盖城市基础设施建设、保障房建设和国有资产经营管理等领域。2016 年公司实现营业收入 91,155.98 万元，其中回购项目收入占当年收入的比重为 87.47%，仍是公司最主要的收入来源。2016 年受工程进度影响，公司回购收入同比下滑 7.33% 至 7.97 亿元，导致公司营业收入相应下滑。

毛利率方面，回购项目业务受“营改增”政策影响，毛利率下降 2.61 个百分点，租赁业务由于管理成本有所下降，毛利率提升 11.11 个百分点，整体看来，公司综合毛利率变动不大。

表3 公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
回购项目	79,733.02	10.43%	86,039.22	13.04%
租金	9,962.80	62.09%	9,820.68	50.98%
房屋销售	549.16	82.96%	4,417.61	32.37%
物业管理	107.27	-125.93%	353.47	62.80%
停车费	462.61	85.55%	348.46	79.18%
代管资产收入	305.49	100.00%	112.59	100.00%
其他	35.63	100.00%	10.76	100.00%
其他业务收入	-	-	0.56	-
合计	91,155.98	17.07%	101,103.34	18.08%

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司回购收入持续下滑，公司在建、拟建项目较为充足，未来回购收入有一定保障，同时面临一定的资金压力

作为遵义市城市基础设施建设的投融资主体之一，公司主要负责遵义市的基础设施项目的投融资建设。根据公司与遵义市人民政府签订的《政府投资回购协议》（以下简称“回购协议”），遵义市人民政府每年根据工程进度向公司支付回购款，回购款包括当年完成的投资额及按一定比例加计的投资回报。2016 年公司承建了共青大道、舟水片区棚户区改造项目、子尹路和官井东路项目，共确认收入 7.97 亿元，由于“营改增”的影响，项目回购业务毛利率有所降低。

表4 2016 年公司回购项目收入构成情况（单位：万元）

项目名称	2016 年确认成本	2016 年确认收入
共青大道棚户区改造项目	49,006	54,955

遵义市舟水片区棚户区改造项目	12,251	13,739
遵义市子尹路南延线棚户区改造工程	6,586	7,354
遵义市官井路棚户区改造还房工程	3,569	3,985
合计	71,413	79,733

注：(1) 共青大道棚户区改造项目包含本期债券募投项目共青大道棚户区改造项目遵义县段（1、2、3、6、7号点）、共青大道棚户区改造项目红花岗区段（4、5号点）；(2) 尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

截至 2017 年 4 月底，本期债券募投项目共青大道棚户区改造项目遵义县段（1、2、3、6、7号点）、共青大道棚户区改造项目红花岗区段（4、5号点）以及遵义市舟水片区棚户区改造项目建设情况如下：共青大道棚户区改造项目遵义县段（1、2、3、6、7号点）已完工，共青大道棚户区改造项目红花岗区段（4、5号点）实际进度 80%，预计于 2017 年 9 月完工；遵义市舟水片区棚户区改造项目实际进度 80%，预计于 2017 年 9 月完工。

本期债券募投项目已与遵义市人民政府签订《项目投资建设委托协议书》。根据协议，项目的代建偿付资金总价款为 47.00 亿元，其中代建投资额 42.83 亿元，投资回报 4.17 亿元。代建偿付资金的支付日期如下：本期债券存续期内的第 1 年和第 2 年每年付息日的十个工作日之前，遵义市政府支付回购资金 2 亿元，在第 3 年至第 7 年遵义市政府每年分别支付回购资金 7 亿元，本期债券到期后两年内每年支付剩余回购资金 4 亿元。

截至 2017 年 5 月底，公司在建、拟建项目为本期债券募投项目、遵义市子尹路南延线棚户区改造工程、遵义湄潭县铜鼓井生态农业旅游区等项目，计划总投资为 81.05 亿元，尚需投资至少 27.12 亿元。大多在建项目已和当地政府签订了回购协议，未来公司代建项目收入有一定保障，但同时公司也面临一定的资金压力。

表5 截至 2017 年 5 月底主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

类型	项目	预计总投资	已投资	尚需投资	是否签订协议
在建	共青大道棚户区改造项目*	30.80	35.77	-	是
	遵义市舟水片区棚户区改造项目*	12.03	8.42	3.60	是
	遵义市子尹路南延线棚户区改造工程	7.85	6.83	1.02	是
	遵义市官井路棚户区改造还房工程	5.68	6.62	-	是
	遵义市中心城区高坪河董公寺至啤酒厂坝污水截流工程	1.20	0.75	0.45	是
	遵义市生活垃圾卫生填埋二期工程	0.79	0.72	0.07	是
	遵义市雨水路改造工程	0.73	0.73	0.00	是
	在建小计	59.08	59.84	5.14	-
拟建	遵义湄潭县铜鼓井生态农业旅游区项目	21.97	0.00	21.97	否
	拟建小计	21.97	0.00	21.97	-
	合计	81.05	59.84	27.12	-

注：(1)*系本期债券募投项目，共青大道棚户区改造项目包括共青大道棚户区改造项目遵义县段（1、

2、3、6、7号点)和共青大道棚户区改造项目红花岗区段(4、5号点);(2)由于人工成本上升,共青大道棚户区改造项目和遵义市官井路棚户区改造还房工程已投资金额超过预计总投资,暂不确定尚需投资金额;(3)遵义市雨水路改造工程已经完工,尚未竣工结算。

资料来源:公司提供,鹏元整理

2016年公司租金收入稳定持续,但现金回笼情况较差

2016年,公司获得租金收入9,962.80万元,同比变化不大,系公司将其拥有的可出租经营性用房向遵义市行政机关和事业单位出租,由遵义市财政局集中支付租金。受管理费用下降影响,2016年租赁业务毛利率有所提升。房屋租赁业务系公司持续且稳定的收入来源,但租金收现情况较差,近年租金收入大部分形成对遵义市财政局的应收账款。

此外,公司通过对国投综合楼部分物业的销售实现房屋销售收入,公司还有物业管理、停车费收入等其他业务,规模较小,对营业收入形成一定补充。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下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,报告采用新会计准则编制。2016年因公司存货中遵汇国用2009第58号土地实际为国投综合楼占地,已于2013年在遵义国投房地产开发有限公司计入开发成本,因此冲减公司重复入账部分。上述事项影响公司2015年末合并现金流量表及资产负债表部分科目,详见表6,因此以下财务分析所用2015年财务数据均采用2016年审计报告年初数。

表6 会计政策变更对公司财务报表2016年年初数的影响(单位:万元)

项目名称	调整前上年的年末数或本年数	调整后上年的年初数或上年数
支付其他与筹资活动有关的现金	1,137,019.11	1,160,019.11
筹资活动现金流出小计	1,380,159.19	1,403,159.15
筹资活动产生的现金流量净额	204,168.48	181,168.48
现金及现金等价物净增加额	118,960.16	95,960.16
期初现金及现金等价物余额	148,200.28	113,200.28
期末现金及现金等价物余额	267,160.44	209,160.44
存货	745,177.38	737,421.08
资本公积	561,741.51	553,985.21

资料来源:公司2016年审计报告

资产结构与质量

公司资产以应收款项和存货为主，由于应收款项的账龄较长，存货主要由土地资产构成，资产整体流动性较弱

截至 2016 年末公司资产总额为 291.65 亿元，同比变动不大。公司资产以流动资产为主，占比为 83.80%。

2016 年末公司货币资金为 17.56 亿元，同比大幅下降，主要是偿还债券及银行借款所致。公司货币资金中使用受限的为 8.85 亿元，主要系定期存单及保证金。2016 年末公司应收账款为 60.25 亿元，规模较大，同比增长 17.85%，主要系应收遵义市财政局的 BT 回购款、代收土地出让款及房屋租赁款合计 60.22 亿元，占应收账款的比重为 99.94%。从账龄来看，占比 84.78% 的款项账龄在一年以上，且其中占比 45.99% 的款项账龄在 3 年以上，公司应收账款账龄偏长，公司的运营资金受到很大的占用，且回收时间存在很大的不确定性。截至 2016 年末公司其他应收款账面价值为 91.96 亿元，规模同比略有减少，主要构成包括：应收遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司的拨出发债资金 38 亿元，占比为 41.32%；应收遵义市财政局的项目贷款 26.10 亿元，占比 28.38%。从账龄来看，占比 74.46% 的款项账龄在一年以上，回收时间存在一定不确定性。2016 年末，公司存货账面价值为 73.67 亿元，同比变动不大，主要构成仍为待开发的土地资产，尚未抵押。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产及无形资产构成。2016 年末，公司可供出售金融资产账面价值 17.36 亿元，系公司对贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）、贵州银行股份有限公司（以下简称“贵州银行”）和云南新长征实业（集团）有限公司（以下简称“新长征实业”）的投资，其中对贵阳银行的大部分投资按公允价值计量，需持续关注其市场价格波动对公司资产及权益的影响。2016 年，根据政府文件公文处理笺及汇府呈〔2016〕5 号文件，公司将被投资企业遵义市高新产业园股份有限公司无偿转出至遵义经济技术开发区投资建设有限公司，公司的长期股权投资因此减少至零，该事项同时减少公司资本公积 2,780.60 万元。截至 2016 年末，公司的投资性房地产账面价值为 16.56 亿元，同比变动不大，主要由公司租赁给遵义市行政机关和事业单位的经营性用房构成，采用成本模式进行后续计量，近年来为公司带来了稳定的租金收入。无形资产主要为土地使用权，截至 2016 年底未有减值迹象。

总体而言，截至 2016 年末，公司资产主要由应收款项和存货构成。由于应收款项的账龄较长，存货主要由土地资产构成，整体流动性较弱。此外，公司的应收对象主要系遵义市财政局和其他政府部门，款项的回收情况与遵义市财政情况密切相关，回收时间较不确定，对公司营运资金造成很大占用。

表7 2015-2016 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	175,587.57	6.02%	307,660.44	10.63%
应收账款	602,491.48	20.66%	511,242.94	17.67%
其他应收款	919,611.00	31.53%	964,450.13	33.34%
存货	736,714.83	25.26%	737,421.08	25.49%
流动资产合计	2,443,975.42	83.80%	2,551,162.89	88.18%
可供出售金融资产	173,600.26	5.95%	35,250.00	1.22%
长期股权投资	0.00	0.00%	2,780.60	0.10%
投资性房地产	165,629.99	5.68%	168,585.17	5.83%
无形资产	75,360.54	2.58%	77,213.67	2.67%
非流动资产合计	472,503.89	16.20%	341,827.71	11.82%
资产总计	2,916,479.31	100.00%	2,892,990.59	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016 年公司营业收入继续下滑，目前公司在建、拟建项目较为充足，未来营业收入有一定保障

2016 年公司营业收入继续下降 9.84% 至 9.12 亿元。其中，回购项目收入实现 7.97 亿元，受工程进度所致，收入规模同比下滑 7.33%，但仍为公司营业收入的主要来源。截至 2016 年末公司在建、拟建项目较为充足，且在建项目均已和当地政府签订了回购协议，收入有一定的保障。此外，公司的租赁业务虽然收入规模较小，但具有持续性。公司的房屋销售、物业管理、停车费等收入仍可为公司营业收入形成一定补充。

毛利率方面，受“营改增”影响，公司回购项目业务毛利率下降 2.61 个百分点；租赁业务受管理成本下降影响，毛利率提高 11.11 个百分点至 62.09%。整体看来，2016 年公司综合毛利率变动幅度不大，同比下降 1.01 个百分点。

2016 年公司获得投资收益 1,735.78 万元，其中 1,703.25 万元系收到的贵州银行遵义 2015 年度红利，32.52 万元系理财产品的投资收益。2016 年投资收益规模同比下降 32.84%，主要是未取得贵阳银行遵义 2015 年度红利。

政府补贴的减少对公司利润造成一定影响。公司作为遵义市重要的城市基础设施建设的投融资主体之一，当地政府的补贴是公司利润的重要补充，但近两年当地政府对公司的补贴均为零，一定程度上影响了公司的利润水平。

表8 2015-2016 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
----	--------	--------

营业收入	91,185.44	101,103.34
营业利润	12,410.79	12,086.96
补贴收入	0.00	0.00
利润总额	12,387.23	12,028.19
综合毛利率	17.10%	18.08%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金收现能力很差，筹资活动现金流呈净流出，公司面临一定的资金压力

公司的营业收入主要来自于回购项目收入和租金收入，但收现金能力较差，多表现为应收遵义市财政局的应收款项，2016 年公司收现比仅为 0.02，营业收入收现情况连续两年表现很差。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为往来款，由于公司 2016 年基建业务投入依然较多，使得全年经营活动现金大幅净流出 5.61 亿元。

投资活动方面主要是公司对理财产品的投资与赎回，2016 年度净流入 8,285.33 万元。

2016 年公司筹资活动现金大额流入主要系公司收到财政拨款的债券置换资金、贷款本金等资金。筹资活动支出方面，由于公司部分长期借款到期，公司偿还债务支付的现金 25.05 亿元；由于国开基金增资事项减少公司资本公积及公司支付遵义市财政局的借款资金，2016 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 25.98 亿元，因而导致筹资活动产生的净现金流出 7.43 亿元。

考虑到公司主营业务生成现金能力很差，当地财政局未及时支付回购款，并通过往来款项长时间占用公司大量资金，公司承建的基建项目投和棚户区改造等项目资金多以外部融资为主，而 2016 年公司偿还债务、减少资本公积等事项导致筹资活动现金流呈净流出，考虑到截至 2017 年 5 月底公司在建、拟建项目较多，未来尚需投入至少 27.12 亿元的资金，公司面临一定的资金压力。

表9 2015-2016 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.02	0.06
销售商品、提供劳务收到的现金	1,745.60	6,565.75
收到其他与经营活动有关的现金	15,875.26	6,744.13
经营活动现金流入小计	17,620.85	13,309.88
购买商品、接受劳务支付的现金	69,772.25	67,558.49
支付其他与经营活动有关的现金	2,116.72	1,386.89
经营活动现金流出小计	73,745.90	71,388.01
经营活动产生的现金流量净额	-56,125.05	-58,078.13

投资活动产生的现金流量净额	8,285.33	-27,130.19
筹资活动产生的现金流量净额	-74,258.23	181,168.48
现金净增加额	-122,097.95	95,960.16

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模较大，公司面临较大的偿债压力

截至 2016 年底，公司负债规模为 146.64 亿元，同比略有减少，2016 年由于公司投资的贵阳银行股票价值变动导致公司其他综合收益增加 9.41 亿元，因而公司所有者权益有所增长，使得公司产权比率为 101.13%，所有者权益对负债的保障程度略有提高。公司债务仍以非流动负债为主。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	1,466,429.77	1,540,982.44
所有者权益合计	1,450,049.54	1,352,008.15
产权比率	101.13%	113.98%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年底公司流动负债总额为 50.75 亿元，主要由其他应付款、一年内到期非流动负债构成。截至 2016 年末，公司其他应付款账面价值 28.39 亿元，同比增加 50.55%，主要由应付遵义市财政局和贵州红花岗经济开发区管委会的拨款，以及施工方垫付的工程款构成。公司一年以内到期的非流动负债为 13.39 亿元，主要包括本期债券及“14 遵国投债”提前偿付的本金合计 8 亿元以及即将到期的长期借款。

公司的非流动负债合计 95.89 亿元，是公司负债的主要构成。2016 年末，公司长期借款账面余额为 17.61 亿元，同比大幅下降 43.38%，主要是 2016 年公司部分借款即将到期而转入一年以内到期的非流动负债所致。2016 年末公司应付债券余额为 53.51 亿元，同比减少 7.84 亿元，主要是本期债券及“14 遵国投债”提前偿还的本金转至一年以内到期的非流动负债科目所致。2016 年末，公司长期应付款为应付国开基金的 21.63 亿元，系国开基金对公司的增资款，根据投资协议，国开基金在项目期满以后有权要求遵义市财政局回购股权、减资退出或市场化退出等方式实现投资回收。

从有息债务来看，公司债务总额中有息债务为 106.14 亿元，规模较大，占负债总额的比重为 72.38%，主要由应付债券、长期应付款构成，公司面临较重的偿债压力。

表11 2015-2016 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
----	--------	--------

	金额	比重	金额	比重
其他应付款	283,868.66	19.36%	188,556.71	12.24%
一年内到期非流动负债	133,890.00	9.13%	180,474.00	11.71%
流动负债合计	507,527.36	34.61%	451,815.78	29.32%
长期借款	176,085.25	12.01%	310,986.25	20.18%
应付债券	535,093.85	36.49%	613,540.42	39.81%
长期应付款	216,340.00	14.75%	164,640.00	10.68%
非流动负债合计	958,902.41	65.39%	1,089,166.67	70.68%
负债总额	1,466,429.77	100.00%	1,540,982.44	100.00%
其中：有息债务	1,061,409.10	72.38%	1,269,640.67	82.39%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

由于公司流动资产主要由应收款项和土地构成，流动性较弱，因此对公司债务即时偿付的实际保障程度较为有限。由于公司有息债务规模较大，主营业务收现能力很差，经营活动现金流持续为净流出，公司面临较大的偿债压力。

表12 2015-2016 年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	50.28%	53.27%
流动比率	4.82	5.65
速动比率	3.36	4.01
EBITDA（万元）	17,899.33	17,553.95

注：公司有息债务利息均为财政代付，并未完全体现在公司报表中的财务费用、资本化利息科目中。

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2016 年遵投集团经营相对稳健，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券本息兑付起到一定保障作用

遵投集团控股股东及实际控制人为遵义市人民政府，业务范围涵盖混凝土、钢材销售、物流运输等。2016 年遵投集团实现主营业务收入为 12.34 亿元，同比增长 358.35%，主要来源于基建项目代建收入、商品房销售收入、开发项目转让收入等。2016 年遵投集团获得财政补贴 16,876.28 万元。

表13 2015-2016 年遵投集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基建项目代建收入	56,086.68	14.17%	-	-
商品房销售收入	22,207.17	23.92%	-	-
开发项目转让收入	18,210.25	24.44%	-	-

运输、物流服务收入	17,068.17	55.44%	17,020.42	56.57%
培训收入	3,252.75	55.55%	2,229.47	54.68%
商品销售收入	2,067.77	6.44%	3,775.24	8.86%
爆破工程收入	1,968.98	19.70%	1,732.20	23.80%
其他服务费收入	1,885.80	73.54%	1,287.10	88.52%
物业管理收入	681.98	30.95%	884.68	59.13%
合计	123,429.55	25.19%	26,929.11	49.23%

注：其他服务费收入主要是遵投集团子公司贵州省遵义汽车运输（集团）有限责任公司收取的其他杂费收入，培训收入主要是驾照培训费收入。

资料来源：遵投集团 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年 12 月 31 日，遵投集团资产总额为 304.48 亿元，所有者权益合计为 196.28 亿元，资产负债率为 35.54%；2016 年度，遵投集团实现营业收入 12.79 亿元，利润总额 1.83 亿元，经营活动现金净流出 23,341.33 万元。

表14 2015-2016 年遵投集团主要财务指标

项目	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,044,760.66	1,986,589.68
所有者权益合计（万元）	1,962,779.51	1,185,631.73
有息债务（万元）	962,561.84	698,881.45
资产负债率	35.54%	40.32%
流动比率	6.20	4.54
营业收入（万元）	127,940.14	31,068.75
政府补助（万元）	16,876.28	11,540.07
利润总额（万元）	18,301.76	11,025.09
综合毛利率	26.78%	53.39%
EBITDA（万元）	65,432.69	49,389.79
EBITDA 利息保障倍数	0.74	1.15
经营活动现金净额（万元）	-23,341.33	6,182.14

资料来源：遵投集团 2016 审计报告

经鹏元综合评定遵投集团长期主体信用等级为 AA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息的偿还有一定保障作用。

七、或有事项分析

公司对外担保规模较大，公司存在较大或有负债风险

截至 2016 年底，公司对外提供担保 73.08 亿元，虽然被担保方均为遵义市的国有企业和事业单位，但考虑到公司对外提供担保规模较大，占期末净资产的比重为 50.40%，公司仍面临较大的或有负债风险。

表15 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保类型	被担保金额	担保到期时间
遵义市铁路建设投资（集团）股份有限公司	保证	50,000	2020-06-19
遵义市铁路建设投资（集团）股份有限公司	保证	30,000	2020-11-23
遵义市铁路建设投资（集团）股份有限公司	保证	20,000	2018-07-30
遵义市铁路建设投资（集团）股份有限公司	保证	24,000	2019-04-01
贵州遵义高速公司建设投资有限公司	保证	50,000	2018-12-17
贵州遵义高速公司建设投资有限公司	保证	40,000	2017-11-25
贵州遵义高速公司建设投资有限公司	保证	30,000	2017-12-17
遵义市高铁新城开发投资有限责任公司	保证	80,000	2026-04-21
遵义旅游产业开发投资（集团）有限公司	保证	30,000	2018-09-14
遵义旅游产业开发投资（集团）有限公司	保证	40,000	2020-05-28
遵义市投资（集团）有限责任公司	保证	30,000	2017-06-29
遵义师范学院	保证	28,964	2018-11-26
遵义湘江投资建设有限责任公司	保证	20,000	2017-09-02
遵义市欣环垃圾处理有限责任公司	保证	10,300	2018-11-14
遵义会议纪念馆	保证	7,000	2017-12-26
遵义职业技术学院	保证	5,950	2019-12-07
遵义市日报传媒（集团）有限责任公司	保证	600	2026-10-25
遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司	保证	25,000	2025-12-31
遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司	保证	100,000	2021-07-20
遵义市保障性住房建设投资开发有限责任公司	保证	66,000	2019-12-17
遵义市中医院	保证	3,000	2019-11-10
遵义军用饮食供应站	保证	800	2025-05-03
遵市国投房地产开发有限公司	保证	22,400	2017-12-19
遵市国投房地产开发有限公司	保证	16,800	2017-12-20
合计	-	730,814	-

资料来源：公司提供

此外，截至 2016 年末，公司存在两起未决诉讼，均为公司起诉对方要求支付所欠租金，涉及金额分别为 280 万元和 1,800 万元。截至 2016 年末，两起诉讼尚在审理中。

八、评级结论

2016 年遵义市经济持续提升，为公司提供了良好的外部环境；截至 2017 年 5 月底，公司在建、拟建项目较为充足，大多在建项目均已和当地政府签订回购协议，公司未来收入有一定保障；遵投集团为本期债券本息兑付提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

我们也关注到遵义市地方综合财力对上级补助依赖较大，财政自给能力较弱；截至 2016 年末，公司资产以应收款项和存货为主，流动性较弱；公司在建、拟建项目尚需资金投入资金规模较大，公司面临一定资金支出压力。公司有息债务规模较大，偿债压力较重；公司对外提供担保金额较大，存在较大或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，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	175,587.57	307,660.44	188,160.28
应收账款	602,491.48	511,242.94	418,986.24
预付款项	9,532.09	341.30	831.61
其他应收款	919,611.00	964,450.13	739,589.37
存货	736,714.83	737,421.08	746,519.33
一年内到期的非流动资产	38.45	41.94	16.38
其他流动资产	-	30,005.06	-
流动资产合计	2,443,975.42	2,551,162.89	2,094,103.21
可供出售金融资产	173,600.26	35,250.00	35,250.00
长期股权投资	0.00	2,780.60	3,110.82
投资性房地产	165,629.99	168,585.17	172,943.13
固定资产	625.99	672.11	2,226.67
无形资产	75,360.54	77,213.67	79,066.79
长期待摊费用	-	38.45	105.95
递延所得税资产	4.23	4.84	31.93
其他非流动资产	57,282.88	57,282.88	57,282.88
非流动资产合计	472,503.89	341,827.71	350,018.17
资产总计	2,916,479.31	2,892,990.59	2,444,121.38
应付账款	37.08	37.08	48.58
预收款项	74.37	315.19	262.86
应付职工薪酬	89.39	160.78	79.20
应交税费	72,636.49	65,386.90	56,115.47
应付利息	16,931.37	16,885.11	8,263.84
其他应付款	283,868.66	188,556.71	136,987.51
一年内到期的非流动负债	133,890.00	180,474.00	74,400.00
流动负债合计	507,527.36	451,815.77	315,617.46
长期借款	176,085.25	310,986.25	413,618.25
应付债券	535,093.85	613,540.42	356,906.17
长期应付款	216,340.00	164,640.00	-
递延所得税负债	31,383.31	-	-
非流动负债合计	958,902.41	1,089,166.67	770,524.43

负债合计	1,466,429.77	1,540,982.44	1,086,141.89
实收资本	816,340.00	600,000.00	600,000.00
资本公积	334,864.61	553,985.21	562,448.16
其它综合收益	94,149.93	-	-
盈余公积	21,165.86	20,221.04	19,349.11
未分配利润	183,529.14	177,801.90	176,182.23
归属于母公司所有者权益合计	1,450,049.54	1,359,764.45	1,357,979.50
所有者权益合计	1,450,049.54	1,352,008.15	1,357,979.50
负债和所有者权益总计	2,916,479.31	2,892,990.59	2,444,121.39

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
营业总收入	91,185.44	101,103.34	162,671.62
营业收入	91,185.44	101,103.34	162,671.62
营业总成本	80,510.43	91,601.01	150,623.20
营业成本	75,592.33	82,822.18	138,018.79
税金及附加	2,238.69	6,021.08	9,286.23
销售费用	137.06	16.84	52.31
管理费用	3,410.62	4,024.82	3,374.38
财务费用	-864.86	-1,169.10	-168.44
资产减值损失	-3.41	-114.81	59.94
投资净收益	1,735.78	2,584.63	5,705.70
营业利润	12,410.79	12,086.96	17,754.11
加：营业外收入	0.64	-	50.25
减：营业外支出	24.20	58.77	12.53
利润总额	12,387.23	12,028.19	17,791.84
减：所得税	2,656.34	2,374.04	3,068.17
净利润	9,730.89	9,654.15	14,723.67

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
销售商品、提供劳务收到的现金	1,745.60	6,565.75	2,333.13
收到其他与经营活动有关的现金	15,875.26	6,744.13	9,910.39
经营活动现金流入小计	17,620.85	13,309.88	12,243.53
购买商品、接受劳务支付的现金	69,772.25	67,558.49	85,536.15
支付给职工以及为职工支付的现金	1,335.94	1,108.96	580.28
支付的各项税费	520.99	1,333.67	247.26
支付其他与经营活动有关的现金	2,116.72	1,386.89	7,602.31
经营活动现金流出小计	73,745.90	71,388.01	93,966.00
经营活动产生的现金流量净额	-56,125.05	-58,078.13	-81,722.47
收回投资收到的现金	62,800.00	-	1,613.30
取得投资收益收到的现金	1,735.80	500.00	5,564.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	2,914.85	22.45
投资活动现金流入小计	64,535.80	3,414.85	7,200.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,277.87	45.03	1,987.20
投资支付的现金	46,972.60	30,500.00	1,600.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	1.78
投资活动现金流出小计	56,250.47	30,545.03	3,588.98
投资活动产生的现金流量净额	8,285.33	-27,130.19	3,611.41
取得借款收到的现金	51,700.00	556,690.00	351,025.00
收到其他与筹资活动有关的现金	455,203.12	1,027,637.63	249,882.39
筹资活动现金流入小计	506,903.12	1,584,327.63	600,907.39
偿还债务支付的现金	250,485.20	172,568.60	87,091.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	70,856.43	70,571.44	68,298.72
支付其他与筹资活动有关的现金	259,819.71	1,160,019.11	296,345.92
筹资活动现金流出小计	581,161.34	1,403,159.15	451,735.64
筹资活动产生的现金流量净额	-74,258.23	181,168.48	149,171.76
现金及现金等价物净增加额	-122,097.95	95,960.16	71,060.70

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	9,730.89	9,654.15	14,723.67
加：资产减值准备	-3.41	-114.81	59.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,377.08	3,390.74	3,467.12
无形资产摊销	2,093.08	2,093.08	2,093.08
长期待摊费用摊销	41.94	41.94	11.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	-2.25
投资损失	-1,735.78	-2,584.63	-5,705.70
递延所得税资产减少	0.61	27.10	-14.98
存货的减少	706.25	1,341.95	15.28
经营性应收项目的减少	-74,991.60	-98,520.14	-127,964.28
经营性应付项目的增加	4,655.89	26,592.48	31,593.85
经营活动产生的现金流量净额	-56,125.05	-58,078.13	-81,722.47

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
资产负债率	50.28%	53.27%	44.44%
流动比率	4.82	5.65	6.63
速动比率	3.36	4.01	4.27
综合毛利率	17.10%	18.08%	15.15%
EBITDA (万元)	17,899.33	17,553.95	23,363.86
产权比率	1.01	1.13	0.80

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

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	企业类型
遵义市新世紀资产运营有限责任公司	1,000	100%	国有企业
遵义市国投房地产开发有限公司	2,000	100%	国有企业
遵义市国投物业管理有限责任公司	1,000	100%	国有企业
遵义市土地投资开发经营有限责任公司	5,000	100%	国有企业
遵义市国投会展有限责任公司	1,000	100%	国有企业

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+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。