

2013 年安顺市国有资产管理有限责任公司

企业债券 2018 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
券信用等级的变化情况。

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【2018】跟踪第
【756】号 01

债券简称：
PR 安国资/13 安顺国资债

债券剩余规模：
3.20 亿元

债券到期日期：
2020 年 1 月 10 日

债券偿还方式：
每年付息一次，在债券存
续期第 3-7 年末分别按照
债券发行总额 20%的比例
偿还债券本金

分析师

姓名：
何佳欢 梁瓚

电话：
0755-82871617

邮箱：
hejh@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

2013 年安顺市国有资产管理有限责任公司企业债券 2018 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	2018 年 6 月 27 日	2017 年 6 月 24 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对安顺市国有资产管理有限责任公司（以下简称“安顺国资”或“公司”）及其 2013 年 1 月 10 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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公司发展面临的外部环境较好，公司工程建设和旅游服务业务持续性好，并持续获得一定的外部支持。同时我们也关注到，公司部分土地资产被剥离，应收和预付款项对资金占用较多，受托在建项目后续面临资金压力，刚性债务压力较大，对外担保面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年安顺市实现地区生产总值 802.46 亿元，比上年增长 12.3%，公共财政收入 76.24 亿元，增长率为 8.42%。区域经济和财政持续增长，持续为公司发展提供了良好环境。
- 公司收入来源多样，工程建设和旅游服务业务持续性较好。公司营业收入主要来自于工程建设、旅游服务、供水、担保和转贷款业务等，2017 年工程建设收入和旅游服务收入占营业收入比重超过 80%。截至 2017 年末公司主要代建项目已投资 20.56 亿元，完工验收后仍可为公司带来一定的工程建设收入；黄果树风景名胜区游客人数逐年上升，公司旅游服务业务有望保持稳定增长。
- 公司持续获得一定的外部支持。2017 年 11 月 30 日紫云县人民政府将紫云自治县城市开发有限责任公司（以下简称“紫云城投”）无偿划转给公司子公司安顺市城市建设投资有限责任公司（以下简称“安顺城投”），公司资本公积增加 31.07

亿元，其中土地资产增加 22.95 亿元¹。2017 年公司收到安顺市各政府单位拨付的补贴 2.21 亿元，分别计入其他收益和营业外收入。

关注：

- **2017 年度公司剥离了部分土地资产。**2017 年 11 月根据《关于印发市国资整合转型发展工作方案的通知》、《关于对市国资优化资产结构的通知》等文件要求，安顺市国有资产监督管理局（以下简称“安顺市国资局”）将以前年度注入公司的部分土地资产剥离，2017 年度公司资本公积减少 10.95 亿元。
- **应收和预付款项对公司资金占用较多。**截至 2017 年末，公司资产负债表中应收账款、其他应收款和预付账款规模合计为 110.81 亿元，占比为 24.65%，占用了公司较多资金。
- **公司受托在建项目后续资金需求较大，且部分项目投资回收方式不确定。**截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资超过 64.40 亿元，部分资金需由公司自筹，资金需求规模大；主要在建项目除党校新校区项目等 3 个项目已签订代建协议外，其他项目收益补偿模式未明确。
- **公司有息债务维持较大规模，刚性债务压力较大。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 171.35 亿元，占总负债的比重为 77.58%，2018-2020 年公司分别需偿还有息债务 19.17 亿元、11.62 亿元和 11.90 亿元，刚性集中偿付压力较大。
- **对外担保面临较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保为 136.13 亿元，占期末净资产的比重为 59.55%，其中子公司贵州省安顺投资担保有限公司（以下简称“安顺担保”）累计担保代偿额 1.75 亿元，累计已回收金额 3,147.70 万元。除安顺担保的担保业务外，其他对外担保未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	4,494,652.21	4,042,809.61	3,314,547.57
所有者权益合计（万元）	2,286,018.24	1,937,696.00	1,086,398.02
有息债务（万元）	1,713,542.02	1,828,027.32	1,616,250.79
资产负债率	49.14%	52.07%	67.22%
流动比率	4.67	3.54	2.23

¹根据公司 2017 年审计报告，紫云城投股权划转事项导致公司 2017 年增加的 20 宗土地资产有部分为划拨用地，但鹏元拿到的土地权证显示，20 宗土地全部为出让用地。

营业收入（万元）	301,280.86	313,479.35	114,206.90
其他收益（万元）	21,232.68	-	-
营业利润（万元）	39,896.72	12,176.06	-80.39
营业外收入（万元）	1,642.92	23,648.45	18,499.16
利润总额（万元）	40,161.37	35,580.92	17,508.26
综合毛利率	18.63%	23.92%	52.22%
EBITDA（万元）	67,074.49	78,604.76	53,346.38
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.44	1.35
经营活动现金流净额（万元）	212,835.13	-132,701.07	-195,733.80

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理，因涉及追溯调整，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，下同

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年1月10日发行7年期8亿元企业债券，募集资金用于安顺市西市村“棚户区”片区改造工程、西秀区北部新区廉租住房项目及安顺市中华路东西段道路工程，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年9月28日，根据《安顺市国有资产监督管理局关于国开基金入股安顺市国有资产管理有限责任公司相关事宜的批复》（安开国复【2017】82号），安顺市国资局同意国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以11.294亿元入股安顺国资，其中2.10亿元计入实收资本，9.194亿元计入资本公积²。2017年12月29日公司完成工商变更登记，注册资本和实收资本增至38.10亿元，安顺市人民政府（以下简称“安顺市政府”）和国开基金分别持有公司94.49%和5.51%股份，公司控股股东及实际控制人为安顺市政府。

2017年度公司资本公积减少10.95亿元，主要为：2017年11月根据安顺市国资局《关于印发市国资整合转型发展工作方案的通知》（安国资通【2017】62号）、《关于对市国资优化资产结构的通知》（安国资通【2017】63号），将以前年度注入公司的部分土地资产剥离。

公司主营业务为安顺市国有资产经营管理、旅游服务、城市基础设施建设与投资、公交、供水、抵押担保及房地产开发等。跟踪期内公司合并范围未变动，2017年末公司合并范围共9家子公司，明细如附录五所示。

截至2017年12月31日，公司总资产为4,494,652.21万元，所有者权益合计2,286,018.24万元，资产负债率为49.14%；2017年度，公司实现营业收入301,280.86万元，利润总额40,161.37万元，经营活动现金净流入212,835.13万元。

三、区域经济与财政实力

（一）宏观经济和政策环境

² 国开基金此次增资用于特定项目建设，投资期限内收取的平均年化投资收益率不超过1.2%；增资后不向公司委派董事、监事和高级管理人员；相关项目建设期满后国开基金通过要求安顺市政府回购其持有股权、减资退出、市场化退出等方式实现投资回收。

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推

动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），重申了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来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月财政部发布《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》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制

2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《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》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

安顺市经济实力保持较高增速，固定资产投资是拉动安顺市经济发展的重要因素

2017年安顺市实现地区生产总值802.46亿元，比上年增长12.3%，其中三次产业增加值分别为135.70亿元、267.82亿元和398.94亿元，分别增长6.7%、12.1%和14.2%；三次产业结构比由2016年的17.7:32.4:49.9调整为16.9:33.4:49.7。全市人均地区生产总值34,345元，增长11.5%，是全国人均地区生产总值的57.56%。

目前安顺市已形成以第三产业为主、第二产业为辅的产业结构。2017年安顺市规模以上工业增加值为214.68亿元，计算机、通信和其他电子设备制造业、非金属矿物制品业、煤炭开采和洗选业增加值排名前三，计算机、通信和其他电子设备制造业增速较快。安顺市知名企业有贵州红星发展股份有限公司、贵州百灵企业集团制药股份有限公司、中国贵航集团双阳飞机制造厂等。

旅游业是安顺市重点发展的第三产业之一，已成为安顺市支柱产业，安顺市著名旅游景点有黄果树瀑布、龙宫等。2017年安顺市旅游总人数7,464.12万人次，比上年增长38.0%；

旅游总收入 764.67 亿元，增长 40.1%。

固定资产投资是安顺市经济发展的重要动力。2017 年安顺市固定资产投资 794.54 亿元，比上年增长 21.7%，其中基础设施建设和更新改造领域投资 685.36 亿元，占比为 86.26%；房地产开发领域投资 100.48 亿元，占比为 12.65%，同比增长 25.2%，房地产投资增速较快。

表 2 2016-2017 年安顺市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	802.46	12.3%	701.35	12.4%
第一产业增加值	135.70	6.7%	124.07	6.3%
第二产业增加值	267.82	12.1%	227.12	12.5%
第三产业增加值	398.94	14.2%	350.16	14.5%
规模以上工业增加值（2,000 万元）	214.68	12.1%	174.63	11.5%
固定资产投资（500 万元）	794.54	21.7%	652.95	21.9%
社会消费品零售总额	197.11	11.8%	176.31	13.1%
进出口总额（万美元）	21,689	25.6%	17,262	27.6%
存款余额	1,173.14	7.5%	1,090.85	27.9%
贷款余额	812.39	18.1%	687.98	12.7%
人均 GDP（元）	34,345		27,065	
人均 GDP/全国人均 GDP	57.56%		52.05%	

资料来源：2016-2017 年安顺市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

安顺市税收及公共财政收入持续增长，上级补助对安顺市财政的支持力度较大

得益于各项财政收入均有增长，2017 年安顺市地方综合财力为 304.75 亿元，较上年增长 12.56%，其中公共财政收入和上级补助收入分别占比 25.02% 和 54.79%。

从全市来看，2017 年安顺市公共财政收入 76.24 亿元，增长率为 8.42%，其中税收收入为 54.96 亿元，以增值税、耕地占用税和城镇土地使用税等税种为主，耕地占用税和城镇土地使用税与当地经济景气度及土地开发规模相关，容易产生波动；近年安顺市税收收入占公共财政收入比重均在 70% 以上，公共财政收入质量和稳定性表现尚可。2017 年安顺市上级补助收入 166.98 亿元，同比增长 8.53%，主要源于一般性转移支付收入的增长，上级补助收入中一般性转移支付收入占比为 49.89%，财政自由支配度一般。政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，2017 年安顺市政府性基金收入为 61.53 亿元，同比增长 32.13%。未来政府性基金收入可能受安顺市经济景气程度及房地产调控政策变动影响产生波动。

市本级方面，2017 年安顺市公共财政收入 13.70 亿元，同比增长 8.42%，其中税收收入

9.69亿元，占公共财政收入的70.75%，公共财政收入质量和稳定性尚可。

2017年安顺市全市公共财政支出255.89亿元，同比增长14.96%，公共财政支出主要集中在教育、医疗、社会保障和就业、农林水支出等方面，刚性支出³规模为130.30亿元，占比为50.92%，支出灵活度一般。2017年安顺市全市及本级财政自给率为29.80%和43.81%，财政自给能力表现较弱。

表 3 2016-2017 年安顺市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
一、公共财政收入	762,447	137,020	703,231	129,322
其中：税收收入	549,583	96,944	536,512	91,135
非税收入	212,864	40,076	166,719	38,187
二、上级补助收入	1,669,756	-	1,538,571	141,870
其中：返还性收入	110,747	-	78,709	31,395
一般性转移支付收入	833,078	-	733,238	84,818
专项转移支付收入	725,931	-	726,624	25,657
三、政府性基金收入	615,298	-	465,678	61,637
其中：国有土地使用权出让收入	586,769	-	-	-
地方综合财力（一+二+三）	3,047,501	-	2,707,480	332,829
一、公共财政支出	2,558,917	312,736	2,225,884	282,388
二、政府性基金支出	652,048	-	491,099	56,871
财政支出（一+二）	3,210,965	-	2,716,983	339,259
财政自给率	29.80%	43.81%	31.59%	45.80%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%。

资料来源：2017年市本级数据来自安顺市人民政府网站，其他数据来自安顺市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是安顺市国有资产运营管理、城市基础设施项目建设主体，主要经营工程建设、旅游服务、供水、公交、担保业务等。2017年公司实现营业收入30.13亿元，其中工程建设和旅游服务等2项主营业务收入合计占比80.51%；其他主营业务收入包括市政基础设施回购收入、文艺演出收入、建材销售收入、物业管理收入、检测收入，规模相对不大。其他业务收入主要来源于转贷款业务形成的利息收入。由于工程建设收入和利息收入规模较上年减少，2017年公司营业收入略有下降。

2017年公司综合毛利率18.63%，较上年下降5.29个百分点，主要原因为2017年在

³ 刚性支出包括一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出及医疗卫生与计划生育支出。

核算转贷款业务成本时，将不属于转贷款形成的利息支出的 20,886 万元计算在内，导致其成本倒挂。

表 4 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	180,203.93	11.24%	194,547.51	9.35%
旅游服务收入	62,353.65	47.58%	52,884.76	47.36%
供水收入	12,743.91	35.48%	11,865.00	33.00%
公交收入	6,865.36	21.99%	6,852.36	-2.61%
担保收入	10,617.92	100.00%	9,934.82	100.00%
商品房收入	1,908.74	-0.65%	314.95	0.00%
其他主营业务收入	7,506.69	50.56%	13,951.05	72.52%
主营业务收入合计	282,200.20	24.93%	290,350.44	23.09%
利息收入	16,540.96	-98.00%	20,829.90	29.12%
租金收入	2,302.93	80.38%	1,585.89	99.37%
其他业务	236.76	51.11%	713.12	46.01%
其他业务收入合计	19,080.65	-74.62%	23,128.91	34.46%
营业收入合计	301,280.85	18.63%	313,479.35	23.92%

注：如与 2016 年统计口径一致，2017 年转贷款业务毛利率为 28.27%。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司工程建设收入规模较大，在建项目完工验收后仍可为公司带来一定规模的工程建设收入，但部分项目投资回收方式不确定，项目建设面临较大资金需求

公司受安顺市人民政府委托，负责安顺市范围内基础设施建设项目、保障房项目等建设工作，具体建设业务由公司本部、子公司安顺城投和子公司安顺市惠民保障性住房开发建设有限责任公司（以下简称“惠民房开”）负责。

安顺市政府与公司签订《项目代建合作框架协议书》，约定由公司负责相关项目建设，项目竣工验收后安顺市政府支付代建项目总价款。安顺市政府授权安顺市住房与城乡建设局（以下简称“安顺市住建局”）就具体项目与公司签订《项目代建合作协议书》（以下简称“代建协议”），安顺市住建局委托公司作为代建项目投资主体，负责筹集工程建设资金，项目建成交付后，向公司支付代建项目总价款（项目竣工验收后经审计的代建投资总额、以及代建投资总额的一定比例作为投资收益）。实际操作中，在项目进入验收期后，安顺市住建局每年对项目进行验收，公司按照验收确定的投资成本加计一定比例确认收入。

2017 年，根据《关于确认城投公司在建项目-二环路道路工程按进度验收的批复》、《关于确认城投公司在建项目-贵安大道道路工程按进度验收的批复》（安市住建函【2017】120号、121号文件），安顺市住建局确认二环路道路工程、贵安大道道路工程等项目当年

的投资成本，公司共确认工程建设收入18.02亿元，具体明细如下表所示。

表 5 2017 年公司工程建设收入和基础设施回购收入明细

项目名称	确认收入金额（万元）
工程建设收入	180,203.93
其中：二环路道路工程	49,129.29
贵安大道道路工程	93,241.18
老党校项目等一系列项目	37,833.46
其他主营业务收入-基础设施回购收入	4,043.39
其中：黄果树机场建设工程等 22 项基础设施建设项目	3,639.34
其他项目	404.05

资料来源：公司提供

基础设施回购收入方面，2009 年安顺市财政局与公司签订了《黄果树机场建设工程等二十二项基础设施建设项目回购协议书》，安顺市政府同意回购公司代为建设的 22 项基建项目，总回购金额为 15.25 亿元（含投资本金 12.25 亿元，投资回报 3 亿元），回购资金每年支付一次，分 10 年支付完毕，明细如下表所示。安顺市政府每年均按照约定确认回购金额，2017 年确认回购款为 2.21 亿元（其中投资本金 1.85 亿元，投资回报 0.36 亿元），公司将投资回报 0.36 亿元确认为基础设施回购收入。

表 6 黄果树机场建设工程等二十二项基础设施建设项目回购支付计划

期数	支付时间	支付金额（亿元）
1	2010 年 10 亿元公司债券第一个付息日前十个工作日	0.9
2	2010 年 10 亿元公司债券第二个付息日前十个工作日	0.9
3	2010 年 10 亿元公司债券第三个付息日前十个工作日	0.9
4	2010 年 10 亿元公司债券第四个付息日前十个工作日	0.9
5	2010 年 10 亿元公司债券第五个付息日前十个工作日	0.9
6	2010 年 10 亿元公司债券第六个付息日前十个工作日	0.9
7	2010 年 10 亿元公司债券第七个付息日前十个工作日	5.0
8	2010 年 10 亿元公司债券到期后下一年七月一日	1.85
9	2010 年 10 亿元公司债券到期后第二年七月一日	1.5
10	2010 年 10 亿元公司债券到期后第三年七月一日	1.5
合计		15.25

资料来源：公司提供

目前公司负责建设项目所需资金主要由中央补助资金、省级配套资金、地方财政拨付及公司自筹等多种方式构成。截至 2017 年末，公司主要在建项目为武当路建设项目、中华东西路棚户区改造项目等，已投资 82.59 亿元，尚需投资超过 64.40 亿元，项目建设面临的资金需求仍较大。此外，上述项目除党校新校区项目、南出口项目和中华东西路棚户

区改造项目签订代建协议外，其他项目收益补偿模式未明确，未来公司尚需与政府理清收益补偿机制以实现投资回收。

表 7 截至 2017 年末公司主要在建项目明细（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	尚需投资	是否签订代建协议
西市村“城中村”改造项目	85,800	22,863.09	62,936.91	否
党校新校区项目	22,000	28,034.33	-	是
南出口项目	350,000	59,902.31	290,097.69	是
体育路经济适用房及配电设施	135,000	55,498.17	79,201.83	否
北部新区廉租房	11,205	16,787.84	-	否
工商小区项目	10,098	13,680.55	-	否
中华东西路棚户区改造	270,000	117,645.28	152,354.72	是
中华东西路建设用地	-	489,936.11	-	-
安运司棚改项目地块	81,000	21,572.72	59,427.28	否
合计	965,103	825,920.40	644,018.43	-

注：1) 公司 2017 年审计报告中存货-开发成本-项目建设成本明细与 2016 年数据有较大差异；

2) 北部新区廉租房、工商小区项目、党校新校区项目等已投资超过概算总投资，尚需投资不确定，标“-”数据为公司无法提供或不适用。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司负责经营黄果树风景名胜区等景区的门票业务，景区游客人数逐年上升，公司旅游服务收入保持较好增长态势

公司子公司黄果树旅游集团股份有限公司（以下简称“黄果树旅游”）负责管理运营国家 5A 级景区黄果树风景名胜区，公司旅游服务收入主要来源于黄果树瀑布景区门票、奇石馆、多彩贵州风景点门票以及酒店收入，业务持续性和收现能力好。2017 年，黄果树景区、奇石馆景点和多彩贵州风景点分别接待游客 328 万人次、3.5 万人次和 31 万人次，分别较上年增长 21.89%、16.28% 和 39.08%，公司实现旅游服务收入 6.24 亿元，同比增长 17.90%。截至 2017 年末黄果树旅游总资产 25.71 亿元，资产负债率为 89.29%；2017 年黄果树旅游营业收入为 6.26 亿元，基本与上年持平，综合毛利率为 50.41%，但由于管理费用及财务费用规模大，黄果树旅游当年期间费用率仍维持 40.49% 的较高水平，净利润仅为 0.35 亿元。

表 8 2016-2017 年黄果树旅游经营情况

景区	项目	2017 年	2016 年
黄果树景区	景区接待游客数（万人次）	328	269.09
	旺季门票价格（元/人次）	180	180
	淡季门票价格（元/人次）	160	160
奇石馆景点	景区接待游客数（万人次）	3.5	3.01
	门票价格（元/人次）	70	70

多彩贵州风景点	景区接待游客数（万人次）	31	22.29
	门票价格（元/人次）	100	100
观光缆车	景区接待游客数（万人次）	239	142.76
	价格（元/人次）	50	50

注：黄果树旅游门票有一定折扣率。

资料来源：公司提供

供水和公交业务具有一定的区域垄断性和公益性特征，未来可为公司贡献稳定的收入

子公司安顺市供水总公司（以下简称“供水公司”）是安顺市市区唯一的供水企业，负责安顺市市区范围内的供水，具有一定区域垄断性。截至 2017 年末安顺市区人口约 40 万，供水公司拥有望城坡水厂、开发区水厂、水对沉水厂三座地面水厂，设计日供水能力 18.50 万吨，管网长度 338 千米，实际供水量和售水量和供水户数均逐年上升。2017 年公司实现供水收入 1.27 亿元，同比增长 7.41%，供水户数和售水量增加分摊了供水管网的折旧成本，公司供水业务毛利率为 35.48%，较上年上升 2.48 个百分点。

表 9 2016-2017 年公司供水情况

项目	2017 年	2016 年
设计供水能力（万吨/日）	18.5	18.50
实际供水量（万吨/年）	3,690	3,253
实际售水量（万吨/年）	2,745	2,284
居民生活水价（元/吨）	2.75	2.75
非居民生活水价（元/吨）	4.13	4.13
特种用水水价（元/吨）	13.7	13.70
供水户数（户）	127,619	106,896
管网长度（千米）	338	338
供水业务收入（万元）	9,253	7,965.00

注：表 3 中供水收入包含供水管道安装收入，因此与上表供水业务收入有差异。

资料来源：公司提供

公交业务由子公司安顺市公共交通总公司（以下简称“公交公司”）负责，公交业务包括公交车运营和出租车运营业务。截至 2017 年末，公司营运公交客车 243 辆，营运线路 18 条；2017 年承运人次 4,772 万，公交车收入 6,181 万元，同比增长 2.44%。

总体而言，公司供水和公交业务带有一定的区域垄断性和公益性特征，未来仍可为公司贡献稳定的收入，但收入规模相对不大。

表 10 2016-2017 年公司公交业务情况

项目	2017 年	2016 年
公交车数量（辆）	243	243
出租车数量（辆）	150	150
公交营运线路数量（条）	18	16

线路长度（公里）	321.05	577
承运人次（万人次）	4,772	4,631
市内公交行驶总里程（万公里）	1,526.47	1,545
公交票价	1-1.5 元/人	1-1.5 元/人
公交业务收入（万元）	6,865	6,935
其中:公交车收入（万元）	6,181	6,034
出租车收入（万元）	684	901

注：1、公交业务收入不含黄果树旅游的旅游公交收入；受合并抵消因素影响，2016 年公交业务收入与表 3 有一定差异。

资料来源：公司提供

公司担保业务的客户多为安顺市中小企业，已发生较多代偿，需持续关注其代偿风险

公司子公司安顺担保负责公司担保业务，目前担保公司主要业务为贷款担保，客户主要由银行、政府相关部门、存量客户推荐。客户主要为安顺市各类中小企业，涉及工业制造、农产品加工、商业服务业、石材加工与销售、医药卫生、教育等行业。当前宏观经济增速持续放缓，企业整体信用风险上升，担保行业代偿风险加大。为控制代偿风险，安顺担保对担保业务规模有所控制，2017 年末在保余额为 0.41 亿元，较上年末下降 1.10 亿元。

2017 年，公司担保费用收取标准未发生变动，公司全年实现担保收入 1.06 亿元，同比略有增长，由于公司将担保业务相关的人工成本等计入管理费用，该业务毛利率为 100%。

截至 2017 年 11 月 30 日，安顺担保累计担保代偿额（含本息）1.75 亿元，代偿对象均为安顺市当地的中小企业，安顺担保正通过诉讼等方式进行追讨，截至本报告出具日累计代偿回收额 3,147.70 万元。考虑到公司担保对象规模均较小，经营优势不明显，偿债能力易受宏观经济、行业环境和企业竞争等因素影响，抗风险能力较弱，需关注其代偿风险。

公司转贷款业务客户为安顺市区及其下属行政机关、企业等，目前转贷款规模仍较大

由于承担着安顺市城市基础建设的投融资任务，公司向国家开发银行、中国农业发展银行等银行贷款，并以转贷款的形式拨付给市区及安顺市下属区县行政机关及企业用于城市基础设施建设，贷款到期时由被拨付方将本金和利息一并偿还给公司。截至 2017 年末公司转贷款余额为 22.25 亿元，2017 年实现利息收入 1.65 亿元，扣除成本后利润 0.47 亿元。但我们也关注到，转贷款本金回收受借款方资金情况影响存在不确定性，可能存在一定的回收风险。

2017 年公司持续得到较多的外部支持，资本实力进一步提升

2017 年 11 月 30 日，根据《紫云县人民政府关于紫云自治县城市开发有限责任公司股权划转的决定》（紫府发【2017】26 号），紫云县人民政府将紫云城投无偿划转给公司子公司安顺城投，划转对价为紫云城投 2017 年 1 月 1 日的净资产，该事项使得公司 2017 年资本公积增加 31.07 亿元，其中土地资产 20 宗，均为出让用地，面积 155.52 万平方米，

账面价值 22.95 亿元，用途为商服、商住等。

2017 年，公司收到安顺市各政府单位拨付的财政补贴 2.21 亿元，分别计入其他收益和营业外收入。上述补贴主要是公司负责建设项目的补贴资金，其中二环路道路工程和贵安大道工程建设补贴款合计 1.30 亿元，一定程度上缓解了公司的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017 年审计报告对 2016 年相关科目金额进行了调整，2016 年数据采用 2017 年期初数。截至 2017 年末，公司合并范围内共 9 家子公司，明细如附录五所示。

资产结构与质量

公司总资产规模小幅增长，资产以土地资产、在建项目、预付和应收款项为主，资产流动性较弱

2017 年末公司总资产 449.47 亿元，同比增长 11.18%，主要为紫云城投股权无偿划转及在建项目成本持续投入导致，其中流动资产占总资产的比重为 81.54%。

表 11 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	275,238.88	6.12%	398,487.62	9.86%
应收账款	285,554.02	6.35%	245,894.26	6.08%
预付款项	208,493.98	4.64%	267,288.82	6.61%
其他应收款	614,084.89	13.66%	526,090.66	13.01%
存货	2,258,489.68	50.25%	1,715,881.68	42.44%
流动资产合计	3,664,853.80	81.54%	3,160,762.69	78.18%
可供出售金融资产	71,355.08	1.59%	61,334.15	1.52%
长期股权投资	69,972.03	1.56%	70,086.45	1.73%
固定资产	107,934.03	2.40%	65,511.72	1.62%
在建工程	92,444.16	2.06%	87,510.30	2.16%
其他非流动资产	418,078.50	9.30%	546,609.87	13.52%
非流动资产合计	829,798.41	18.46%	882,046.92	21.82%

资产总计	4,494,652.21	100.00%	4,042,809.61	100.00%
-------------	---------------------	----------------	---------------------	----------------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金 27.52 亿元，其中定期存单和各类保证金合计 3.06 亿元，流动性受限。2017 年末公司应收账款账面价值为 28.56 亿元，较上年增长 16.13%，主要为应收安顺市住建局二环路道路工程、贵安大道等项目回购款 26.40 亿元，占应收账款原值的 88.61%，规模较大，回收时点不确定。截至 2017 年末，公司预付款项为 20.85 亿元，主要包括预付贵州建工集团第一建筑工程有限责任公司贵安大道项目工程款 2.07 亿元、预付西秀区市委党校老校区棚户区改造项目指挥部工程款 1.17 亿元、预付安顺经济技术开发区财政局、西秀区华西办事处财政分局及安顺市西秀区新太社区服务中心征地拆迁补偿款 8.17 亿元，以上款项合计 11.42 亿元，占预付款项总额的 54.76%；1 年以上的预付账款占比为 81.78%。

2017 年末公司其他应收款 61.41 亿元，同比增长 16.73%，主要为往来款增加。公司其他应收款包括应收贵州省安顺市鼎城房地产开发有限公司（以下简称“鼎城房开”）6.53 亿元，为公司子公司安顺城投代为解决鼎城房开建博国际广场项目拖欠工程款及作为其受托经营的执行人借出的重整经营款；应收安顺市钢固达房地产开发有限公司（以下简称“钢固达房开”）5.42 亿元，为安顺城投承接钢固达房开欠贵州银行的借款及利息以及钢固达房开管理人用于重整经营的借款；应收安顺市汽车运输有限公司 3.76 亿元、安顺市保障性住房建设中心 3.40 亿元、安顺市西秀区人民政府 2.47 亿元，以上欠款方均为政府单位及政府平台企业，回收时间不确定。

存货主要包括公司受托建设项目成本和土地资产，2017 年末两者分别占比 53.65% 和 46.35%，其中在建项目开发成本 121.08 亿元，同比增长 35.51%，系在建项目持续投入所致；土地资产账面价值 104.60 亿元，面积 1,051.93 万平方米，均为出让用地，较上年末增加 22.95 亿元，为紫云城投无偿划转导致的土地资产增加。根据公司 2017 年审计报告，紫云城投股权划转事项导致公司 2017 年增加的 20 宗土地资产有部分为划拨用地，但鹏元拿到的土地权证显示，20 宗土地全部为出让用地。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、转贷款和待处置的土地资产等。可供出售金融资产主要为公司持有的贵州银行股份有限公司、中核安顺投资有限责任公司、安顺黄果树机场管理有限公司等股权，截至 2017 年末可供出售金融资产账面价值 7.14 亿元，较上年末增加 1.00 亿元，为追加的贵州银行股份有限公司、中核安顺投资有限责任公司等股权投资。长期股权投资为对联营、合营企业投资，其中对安顺市西秀区国有资产管理有限责任公司和安顺市翠麓置地发展投资有限公司股权投资分别为 4.78 亿元和 1.41 亿元，

持股比例分别为 100%⁴和 46%。公司固定资产以房屋、建筑物为主，2017 年末公司固定资产账面价值 10.79 亿元，同比增长 64.76%，主要是半边街游览路线、安顺市供水总公司供水二期工程完工转固导致。截至 2017 年末公司在建工程 9.24 亿元，其中黄果树风景名胜区改造工程 4.23 亿元、安顺市供水总公司调度大楼 1.63 亿元。

截至 2017 年末，公司其他非流动资产为 41.81 亿元，同比下降 23.51%，主要为转贷款规模下降。2017 年末公司转贷款余额为 22.25 亿元，2017 年公司转贷款实现净利息收入 1.65 亿元，转贷款收益性尚好，但应关注其可能产生的回收风险；2017 年 11 月，根据安顺市国资局安国资通【2017】62 号、安国资通【2017】63 号文件要求，公司剥离了以前年度注入的土地资产 10.95 亿元；2017 年根据《关于安顺市国有资产管理有限责任公司进行土地置换的通知》（安国资通【2016】60 号），安顺市国资局用价值 3.83 亿元的资产（其中土地资产 2.36 亿元、房屋所有权 1.47 亿元）置换原有土地资产 3.81 亿元。截至 2017 年末公司待处置土地资产为 16.40 亿元，面积 91.54 万平方米，已抵押土地 12.42 亿元，占公司总资产的比重为 2.76%。

截至 2017 年末，公司资产中土地资产、受托建设项目成本、预付和应收款项分别为 125.14 亿元、121.08 亿元和 110.81 亿元，占比分别为 27.84%、26.94%和 24.65%，公司资产流动性较弱。同时我们关注到，公司已将黄果树景区的门票收费权质押用于长期借款。

盈利能力

公司营业收入规模较稳定，政府补助对利润贡献度大

2017 年公司营业收入为 30.13 亿元，收入规模基本稳定，其中工程建设收入和旅游服务收入合计占比超过 80%。受转贷款业务成本倒挂影响，公司综合毛利率仅为 18.63%，同比下降 5.29 个百分点。从主要业务持续性来看，公司已签订代建协议的项目规模较大，完工验收后仍可为公司带来一定的工程建设收入；黄果树风景名胜区游客人数逐年上升，公司旅游服务业务有望保持稳定增长。2017 年公司获得各项政府补助共 2.21 亿元，占利润总额的比重为 54.95%，利润对政府补助仍较依赖。

表 12 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	301,280.86	313,479.35
其他收益	21,232.68	0.00

⁴2016 年度安顺市西秀区国有资产管理有限责任公司实际控制人发生变化，公司对西秀区国资不再享有控制权，亦不存在达到共同控制的合营安排，但公司仍可通过参与公司的财务与经营决策施加重大影响。故将其的股权投资列入长期股权投资科目核算。

营业利润	39,896.72	12,176.06
营业外收入	1,642.92	23,648.45
利润总额	40,161.37	35,580.92
净利润	34,310.58	29,099.16
综合毛利率	18.63%	23.92%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营回款状况好于上年，但项目建设资金支出规模仍较大，对筹资活动较依赖

2017 年安顺市住建局支付工程款项较为及时，公司回款好于上年。近年公司代建了大量基础设施及保障房项目，项目建设周期均较长，其中部分项目与政府签订了回购协议，但项目投资进度远大于回购协议约定的政府回购进度；部分项目未与政府签订协议，资金回收及收入实现方式暂不确定，导致公司购买商品、接受劳务的现金流出规模远大于销售商品、提供劳务的现金流入规模。关联方往来款规模及波动性均较大，2017 年往来款表现为净流入，公司经营活动现金净流入 21.28 亿元。

2017 年公司投资活动现金净流出 8.31 亿元，主要为公司在建的黄果树景区半边街游览路线、供水二期工程、供水公司总调度大楼等项目支出。公司主要依靠融资来满足业务发展的资金需求，2017 年公司偿还了到期的债券、银行借款和融资租赁款，筹资活动净流出 24.28 亿元。截至 2017 年末，公司受托建设项目尚需投资超过 64.40 亿元，后续资金需求仍较大。

表 13 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.14	0.63
销售商品、提供劳务收到的现金	343,648.35	196,212.26
收到其他与经营活动有关的现金	408,952.41	428,403.15
经营活动现金流入小计	752,600.76	624,615.41
购买商品、接受劳务支付的现金	444,554.16	347,093.83
支付其他与经营活动有关的现金	51,429.98	378,993.07
经营活动现金流出小计	539,765.63	757,316.48
经营活动产生的现金流量净额	212,835.13	-132,701.07
投资活动产生的现金流量净额	-83,080.40	-22,901.41
筹资活动产生的现金流量净额	-242,813.73	164,753.85
现金及现金等价物净增加额	-113,059.00	-5,415.71

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务维持较大规模，刚性债务偿付压力较大

受益于政府支持力度较大及公司经营积累，2017年末公司所有者权益达228.60亿元，同比增长17.98%，而负债总额仅增长4.92%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。2017年末非流动负债占公司总负债的比重为64.44%。

表 14 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	2,208,633.97	2,105,113.61
所有者权益	2,286,018.24	1,937,696.00
产权比率	96.61%	108.64%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年末公司其他应付款为 52.20 亿元，主要包括应付安顺市财政局、贵安新区开发投资有限公司、安顺市土地储备中心、安顺市投资有限公司、安顺市西秀区财政局等往来款，以上应付款项合计 35.97 亿元，占比为 69.89%。公司长期应付款为 15.01 亿元，较上年末增加 10.73 亿元，主要为应付安顺金砖城市基金管理中心（有限合伙）3.13 亿元、应付安顺市财政局 11.09 亿元暂借款。2017 年末其他应付款和长期应付款中需付息款项为 30.69 亿元。

截至 2017 年末，公司有息债务规模为 171.35 亿元，占总负债的比重为 77.58%，其中短期借款 5.89 亿元、一年内到期的非流动负债 13.28 亿元、长期借款 58.43 亿元、应付债券 63.01 亿元、需付息的其他应付款和长期应付款 30.69 亿元。应付债券为公司、子公司安顺城投、子公司安顺市中汇房地产开发有限公司发行的债券。2018-2020 年公司分别需偿还有息债务 19.17 亿元、11.62 亿元和 11.90 亿元，刚性偿付压力较大。

表 15 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,907.08	2.67%	52,635.76	2.50%
其他应付款	522,047.31	23.64%	511,195.36	24.28%
一年内到期的非流动负债	132,842.42	6.01%	262,487.90	12.47%
流动负债合计	785,315.99	35.56%	892,987.27	42.42%
长期借款	584,332.33	26.46%	608,307.28	28.90%
应付债券	630,100.69	28.53%	501,351.38	23.82%
长期应付款	150,103.70	6.80%	42,817.33	2.03%
非流动负债合计	1,423,317.98	64.44%	1,212,126.34	57.58%

负债合计	2,208,633.97	100.00%	2,105,113.61	100.00%
其中：有息债务	1,713,542.02	77.58%	1,828,027.32	86.84%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率有所下降，流动比率、速动比率表现尚可，但公司资产中土地资产和在建项目、应收和预付款项占比较高，资产流动性较弱，短期偿债能力一般。2017 年公司 EBITDA 同比下降，对有息债务本息的保障程度均较弱。

表 16 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	49.14%	52.07%
流动比率	4.67	3.54
速动比率	1.79	1.62
EBITDA（万元）	67,074.49	78,604.76
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.44
有息债务/EBITDA	25.55	23.26

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保规模较大，大部分未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险

截至2017年12月31日，公司对外担保为136.13亿元，占期末净资产的比重为59.55%，明细如附录六所示。被担保对象主要为安顺市及下辖县区政府平台企业、学校、医院等单位及子公司安顺担保的担保客户。安顺担保的对外担保均设置房产、土地抵质押等反担保措施，但代偿风险高，代偿回收率低；其他对外担保未设置反担保措施，且担保期限较长。总体来看，公司对外担保存在较大的或有负债风险。

七、评级结论

2017年，安顺市经济和财政实力持续增长；公司收入来源多样，代建项目完工验收后仍可为公司带来一定的工程建设收入，黄果树风景名胜区游客人数逐年上升有望使得旅游服务业务稳定增长；公司持续获得股权划拨、政府补贴方面的大力支持。

但同时我们注意到，2017年度公司剥离了部分土地资产，公司应收和预付款项对公司资金占用较多，2017年末公司受托在建项目尚需投资超过64.40亿元，后续资金需求大，主要在建项目除党校新校区项目等3个项目已签订代建协议外，其他项目投资回收方式不确定；公司有息债务维持较大规模，2018-2020年分别需偿还有息债务19.17亿元、11.62亿

元和11.90亿元，刚性偿付压力较大；2017年末公司对外担保规模大，担保期限较长，大部分未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	2017年	2016年	2015年
货币资金	275,238.88	398,487.62	403,903.33
应收账款	285,554.02	245,894.26	70,986.46
预付款项	208,493.98	267,288.82	155,068.81
应收利息	2,310.00	1,519.66	723.66
其他应收款	614,084.89	526,090.66	806,342.27
存货	2,258,489.68	1,715,881.68	1,003,205.42
其他流动资产	20,682.35	5,600.00	0.00
流动资产合计	3,664,853.80	3,160,762.69	2,440,229.94
可供出售金融资产	71,355.08	61,334.15	78,870.48
长期股权投资	69,972.03	70,086.45	23,094.44
投资性房地产	2,752.17	2,368.17	1,145.71
固定资产	107,934.03	65,511.72	65,549.41
在建工程	92,444.16	87,510.30	67,136.75
无形资产	41,491.35	24,152.84	56,423.91
长期待摊费用	21,816.77	21,518.17	17,386.45
递延所得税资产	3,954.32	2,955.25	1,583.74
其他非流动资产	418,078.50	546,609.87	563,126.75
非流动资产合计	829,798.41	882,046.92	874,317.63
资产总计	4,494,652.21	4,042,809.61	3,314,547.57
短期借款	58,907.08	52,635.76	61,570.00
应付票据	492.50	0.00	75,503.75
应付账款	11,094.42	11,595.17	10,947.25
预收款项	24,541.59	20,531.97	18,506.32
应付职工薪酬	966.38	974.85	563.37
应交税费	22,637.47	17,814.96	5,409.84
应付利息	11,786.82	15,501.29	13,498.46
应付股利	0.00	250.00	0.00
其他应付款	522,047.31	511,195.36	739,318.18
一年内到期的非流动负债	132,842.42	262,487.90	167,399.50
流动负债合计	785,315.99	892,987.27	1,092,716.67
长期借款	584,332.33	608,307.28	692,854.54
应付债券	630,100.69	501,351.38	394,000.00
长期应付款	150,103.70	42,817.33	3,737.33
递延收益	58,781.25	59,650.36	44,841.01
非流动负债合计	1,423,317.98	1,212,126.34	1,135,432.88

负债合计	2,208,633.97	2,105,113.61	2,228,149.55
股本	381,000.00	360,000.00	360,000.00
资本公积	1,788,021.77	1,493,904.94	673,748.45
专项储备	516.28	30.27	132.17
盈余公积	11,021.99	10,936.79	10,393.60
未分配利润	83,148.40	52,740.34	26,055.10
归属于母公司所有者权益合计	2,263,708.45	1,917,612.34	1,070,329.33
少数股东权益	22,309.79	20,083.66	16,068.69
所有者权益合计	2,286,018.24	1,937,696.00	1,086,398.02
负债和所有者权益总计	4,494,652.21	4,042,809.61	3,314,547.57

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	301,280.86	313,479.35	114,206.90
其中：营业收入	301,280.86	313,479.35	114,206.90
二、营业总成本	285,970.86	303,329.65	117,044.32
其中：营业成本	245,164.10	238,480.30	54,572.46
税金及附加	3,476.40	1,663.67	4,732.72
销售费用	5,397.61	7,614.54	7,939.72
管理费用	18,846.67	18,065.21	20,481.84
财务费用	9,089.81	31,999.47	26,341.98
资产减值损失	3,996.27	5,506.44	2,975.60
投资收益	3,369.41	2,749.90	2,757.02
汇兑收益	-15.37	-723.55	0.00
其他收益	21,232.68	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	39,896.72	12,176.06	-80.39
加：营业外收入	1,642.92	23,648.45	18,499.16
减：营业外支出	1,378.27	243.58	910.51
四、利润总额	40,161.37	35,580.92	17,508.26
减：所得税费用	5,850.79	6,481.77	2,672.26
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	34,310.58	29,099.16	14,836.00

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	343,648.35	196,212.26	91,732.97
收到其他与经营活动有关的现金	408,952.41	428,403.15	502,387.36
经营活动现金流入小计	752,600.76	624,615.41	594,120.33
购买商品、接受劳务支付的现金	444,554.16	347,093.83	339,524.96
支付给职工以及为职工支付的现金	19,988.88	16,237.19	13,078.76
支付的各项税费	23,792.62	14,992.38	8,781.86
支付其他与经营活动有关的现金	51,429.98	378,993.07	428,468.55
经营活动现金流出小计	539,765.63	757,316.48	789,854.13
经营活动产生的现金流量净额	212,835.13	-132,701.07	-195,733.80
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	5,000.00	10,470.51	470.00
取得投资收益收到的现金	3,296.30	5,663.53	5,156.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.62	0.00	25.36
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	86.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	527.05	0.00
投资活动现金流入小计	8,299.92	16,661.09	5,738.35
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	67,611.93	30,446.27	32,306.17
投资支付的现金	23,768.39	7,540.50	9,778.99
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	1,575.73	34.12
投资活动现金流出小计	91,380.32	39,562.50	42,119.28
投资活动产生的现金流量净额	-83,080.40	-22,901.41	-36,380.93
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	39,445.58	2,791.50	3,050.00
取得借款收到的现金	320,696.74	796,631.76	624,626.16
发行债券收到的现金	150,000.00	195,494.75	221,221.00
收到其他与筹资活动有关的现金	30,495.67	74,150.00	1,092.04
筹资活动现金流入小计	540,637.99	1,069,068.01	849,989.20
偿还债务支付的现金	678,523.91	848,722.82	394,872.41
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	97,697.07	54,536.33	39,431.12
支付其他与筹资活动有关的现金	7,230.74	1,055.00	376.01
筹资活动现金流出小计	783,451.72	904,314.15	434,679.53
筹资活动产生的现金流量净额	-242,813.73	164,753.85	415,309.67
四、合并范围变化对现金的影响	0.00	-35,577.15	0.00

五、现金及现金等价物净增加额	-113,059.00	-26,425.78	183,194.93
加：期初现金及现金等价物余额	377,477.55	403,903.33	220,708.39
六、期末现金及现金等价物余额	264,418.55	377,477.55	403,903.33

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	34,310.58	29,099.16	14,836.00
计提的资产减值准备	3,996.27	5,506.44	2,975.60
固定资产折旧	12,568.98	8,165.79	6,937.28
无形资产摊销	842.68	813.89	1,565.73
长期待摊费用摊销	4,455.64	4,419.71	1,483.68
处置固定资产、无形资产和其他非流动资产的损失	15.37	723.55	209.98
财务费用（减：收益）	97,697.07	29,624.45	26,175.74
投资损失（减：收益）	-3,369.41	-2,749.90	-2,757.02
递延所得税资产减少（减：增加）	-990.07	-1,371.51	-743.90
存货的减少（减：增加）	-542,608.01	107,916.99	-103,001.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	590,222.14	-330,339.79	-171,823.37
经营性应付项目的增加（减：减少）	15,702.88	15,490.17	28,407.87
经营活动产生的现金流量净额	212,835.13	-132,701.07	-195,733.80

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	1,713,542.02	1,828,027.32	1,616,250.79
产权比率	96.61%	108.64%	205.10%
综合毛利率	18.63%	23.92%	52.22%
资产负债率	49.14%	52.07%	67.22%
流动比率	4.67	3.54	2.23
速动比率	1.79	1.62	1.32
EBITDA（万元）	67,074.49	78,604.76	53,346.38
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.44	1.35
收现比	1.14	0.63	0.80

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末公司合并范围内子公司明细（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安顺市供水总公司	2,000.00	100%	城市供水
安顺市公共交通总公司	5,000.00	100%	出租客运、公交客运
安顺市城市建设投资有限责任公司	22,527.50	100%	基础设施项目投资建设、房地产开发
贵州黄果树旅游集团股份有限公司	14,690.00	90%	旅游交通、文化艺术、索道营运、旅游产品、园林绿化、饮食住宿
安顺市黄果树艺术团文化有限责任公司	2,880.05	100%	艺术作品拍摄、制作、演出
安顺市国新资产经营有限公司	200.00	100%	国有资产经营和资本运营，市政设施附属资产开发
贵州黔中产业开发有限公司	10,000.00	100%	基础设施建设、投资与资产经营管理、工业园区建设、旅游产业
安顺市中汇房地产开发有限公司	16,000.00	51%	房地产开发经营、物业管理、建材销售
贵州省安顺投资担保有限公司	30,000.00	100%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、保用证担保

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 截至2017年12月31日公司对外担保明细

被担保单位	担保金额（万元）	担保到期日
普定县润民水务发展投资有限责任公司	30,000.00	2019年8月22日
普定县夜郎国有资产投资营运有限责任公司	100,000.00	2024年11月13日
普定县夜郎国有资产投资营运有限责任公司	40,000.00	2025年3月13日
镇宁自治县粮油购销有限责任公司	10,000.00	2018年3月25日
安顺虹阳国有资产投资营运有限责任公司	50,000.00	2019年1月22日
普定县普信城市建设投资有限责任公司	19,000.00	2019年3月24日
普定县普信城市建设投资有限责任公司	21,000.00	2019年7月12日
安顺虹阳国有资产投资营运有限责任公司	100,000.00	2021年8月15日
安顺市人民医院	60,000.00	2027年6月18日
安顺黄铺物流园开发投资有限公司	49,000.00	2019年11月13日
安顺市交通建设投资有限责任公司	30,000.00	2019年8月6日
安顺市大健康医药投资有限公司	30,000.00	2020年1月7日
安顺市交通建设投资有限责任公司	30,000.00	2019年9月12日
安顺市大健康医药投资有限公司	30,000.00	2019年12月11日
安顺市交通建设投资有限责任公司	20,000.00	2018年4月6日
安顺市交通建设投资有限责任公司	20,000.00	2019年8月21日
安顺市交通建设投资有限责任公司	20,000.00	2026年10月16日
安顺市交通建设投资有限责任公司	20,000.00	2019年9月29日
安顺市大健康医药投资有限公司	20,000.00	2019年12月2日
安顺市交通建设投资有限责任公司	20,000.00	2019年9月28日
安顺市交通建设投资有限责任公司	18,385.74	2019年10月17日
安顺职业技术学院	8,600.00	2022年5月16日
安顺市交通建设投资有限责任公司	7,000.00	2020年6月15日
安顺市交通建设投资有限责任公司	6,870.00	2019年4月17日
安顺职业技术学院	6,400.00	2022年5月16日
安顺市人民医院	5,000.00	2027年6月18日
安顺职业技术学院	5,000.00	2022年5月16日
安顺职业技术学院	5,000.00	2022年5月16日
黄织铁路有限责任公司	3,231.73	2026年7月2日
安顺市人民医院	3,000.00	2027年6月18日
安顺市人民医院	3,000.00	2027年6月18日
安顺市人民医院	2,000.00	2027年6月18日
安顺市交通建设投资有限责任公司	11,446.00	2019年4月17日

贵州生态建设投资股份有限公司	280.00	-
贵州龙宫旅游发展有限责任公司	40,000.00	2019年12月21日
贵州省安顺汽车运输公司	20,000.00	2018年9月20日
安顺投资有限公司	42,000.00	2018年12月17日
安顺投资有限公司	50,000.00	2018年3月7日
安顺投资有限公司	36,000.00	2019年8月21日
安顺投资有限公司	30,000.00	2019年11月22日
安顺投资有限公司	20,000.00	2022年6月26日
安顺投资有限公司	5,000.00	2019年6月30日
安顺投资有限公司	20,000.00	2019年12月30日
安顺职业技术学院	40,000.00	2030年4月14日
安顺翠麓房地产开发有限责任公司	40,000.00	2018年12月31日
安顺翠麓房地产开发有限责任公司	40,000.00	2018年3月25日
贵州龙宫旅游发展有限责任公司	40,000.00	2019年12月18日
安顺黄铺物流开发投资有限责任公司	44,000.00	2020年3月15日
紫云交通发展有限责任公司	40,000.00	2022年8月28日
贵州建工安顺建筑工程有限公司	6,000.00	2018年8月18日
安顺市工业投资有限责任公司	40,000.00	2020年9月20日
安顺担保对外提供的一系列担保	4,100.00	-
合计	1,361,313.47	

注：1、为贵州生态建设投资股份有限公司提供 280 万元担保的贷款银行已将该笔贷款本金作为不良资产打包处置，且尚未向公司提出代偿申请；

2、安顺担保的对外担保数据截止日为 2017 年 11 月 30 日，且公司未提供到期日数据。

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

指标	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{管理费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息所支付的现金
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他应付款中付息款项+长期借款+应付债券+长期应付款中付息款项
产权比率	负债/所有者权益 $\times 100\%$

附录八 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。