

2013 年第一期贵州省凯里城镇建设投资有限公司、
2013 年第二期贵州省凯里城镇建设投资有限公司
公司债券 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
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【2018】跟踪第
【983】号 01

债券简称：第一期：13
黔凯里城投债 01/PR 黔
投 01；第二期：13 黔凯
里城投债 02/PR 黔投 02

增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：9 亿元
(其中：第一期 3 亿元，
第二期 6 亿元)

债券到期日期：第一期：
2020 年 12 月 12 日；第
二期：2021 年 2 月 21 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期的第 3 年至
第 7 年，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：
陶明辉 张旻烁

电话：
021-51035670

邮箱：
taomh@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 年第一期贵州省凯里城镇建设投资有限公司、2013 年第二期贵州省凯里城镇建设投资有限公司 公司债券 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	第一期：AA+；第二期：AA+	第一期：AA+；第二期：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 06 月 26 日	2017 年 06 月 21 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“凯里城投”或“公司”）及其 2013 年 12 月 12 日发行的第一期公司债券 13 黔凯里城投债 01 与 2014 年 2 月 21 日发行的第二期公司债券 13 黔凯里城投债 02（以下两期债券简称为“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：13 黔凯里城投债 01 信用等级维持为 AA+，13 黔凯里城投债 02 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。该等级的评定是考虑到 2017 年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，继续获得较大的外部支持，并且国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效提升本期债券的信用水平；同时鹏元也关注到当地政府未按照约定支付本期债券募投项目的回购款项，土地转让收入减少导致营业收入大幅下降，公司资产流动性偏弱，存在较大的资金压力和较大偿债压力，存在一定的或有负债风险，及用于抵押担保的土地使用权未按约定进行价值重估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年黔东南州实现 GDP 972.18 亿元，同比增长 5.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好。公司承担了凯里市内重大项目的开发、建造职责，目前参与的基础设施工程项目较多，截至 2017 年末，公司主要在建项目预计总投资 237.26 亿元，未来业务持续性较好。

- **公司继续获得较大的外部支持。**2017年凯里市财政局向公司合计拨付6,783.17万元资金，计入资本公积；此外，2017年公司获得27,651.40万元政府补贴。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司分别以评估价值143,657.35万元和288,520.22万元（评估基准日均为2013年7月31日）的国有土地使用权为13黔凯里城投债01和13黔凯里城投债02提供抵押担保，分别为其未偿还本金及应偿还的一年利息之和的4.42倍和4.46倍，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **2017年政府未按照约定支付本期债券募投项目回购款项，未来能否如约支付存在一定不确定性。**根据凯里市政府对本期债券募投项目的回购资金安排，2017年政府需向公司支付回购款36,210.00万元，但当期实际支付10,986.29万元，与约定相差较大；考虑到后续募投项目的剩余回购资金合计达41.42亿元，规模较大，政府能否按约定支付回购资金存在一定不确定性。
- **2017年公司未取得土地转让收入，导致公司营业收入大幅下降，未来该业务是否实现收入存在较大不确定性。**2016年公司实现土地转让收入9.11亿元，占营业收入的51.08%；2017年，公司未实现土地转让收入，导致营业收入较2016年下降58.75%，未来该业务是否实现收入存在较大不确定性。
- **公司资产以项目开发成本、土地使用权和应收款项为主，资产流动性偏弱。**截至2017年末，公司存货中的项目开发成本、土地和无形资产中的土地使用权及应收款项账面价值合计326.53亿元，占总资产的83.87%；其中，其他应收款规模为38.47亿元，主要是与凯里市交通局等单位的往来款，实际回收时间存在不确定性，对公司资金形成一定占用；此外，2017年末公司受限资产账面价值合计达111.13亿元，占总资产的28.54%，资产整体流动性偏弱。
- **公司经营活动现金净流出规模较大，且主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。**2017年公司经营活动现金净流出24.80亿元，净流出规模较大；截至2017年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模超过149.94亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力。**截至2017年末，公司有息债务规模达147.29亿元，同比增长1.70%，占年末负债总额的76.98%，存在较大的偿债压力。

- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末公司对外担保金额达 10.19 亿元，占 2017 年末所有者权益的比重为 5.14%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。
- **公司未按约定对抵押担保的土地使用权进行重新评估。**根据抵押资产监管协议，在本期债券存续期间公司应聘请具有相应资质的资产评估机构按年对其抵押资产的价值进行评估，但截至 2018 年 5 月底，公司未对抵押资产进行重新评估。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,893,548.12	3,715,694.15	2,990,935.24
所有者权益（万元）	1,980,157.05	1,960,431.45	1,698,938.45
有息债务（万元）	1,472,943.96	1,448,296.59	805,341.55
资产负债率	49.14%	47.24%	43.20%
流动比率	4.16	2.88	1.94
营业收入（万元）	73,518.61	178,302.67	96,542.71
其他收益（万元）	27,651.40	0.00	0.00
营业外收入（万元）	73.69	18,343.87	15,068.96
利润总额（万元）	14,571.06	42,159.45	18,502.91
综合毛利率	17.65%	41.49%	23.18%
EBITDA（万元）	36,630.01	62,123.56	29,348.67
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.75	0.51
经营活动现金流净额（万元）	-248,012.72	-188,818.85	83,440.34

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

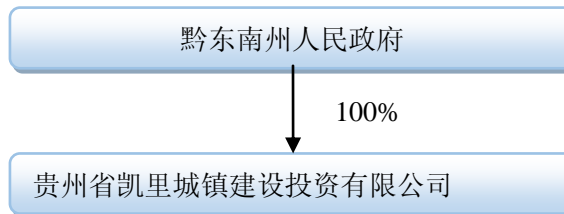
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年12月12日发行5亿元的第一期公司债券13黔凯里城投债01，于2014年2月21日发行10亿元的第二期公司债券13黔凯里城投债02，期限均为7年。本期债券募集资金计划用于凯里市滨河路道路道路工程建设项目（以下简称“滨河路项目”）和凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程（以下简称“二龙至台盘工业园公路”），截至2017年末，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年5月底，公司注册资本、实收资本仍为100,000.00万元；控股股东级实际控制人仍是黔东南州人民政府。

图1 截至2018年5月底公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

2017年公司合并范围子公司新增3家，截至2017年12月31日，公司合并报表范围的各
级子公司共12家。

表1 2017年新纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
凯里互联网众创产业园有限责任公司	100.00%	20,000.00	电子商务信息咨询、商务信息咨询（除金融、保险）等	新设
贵州省黔乡人文化传媒公司	100.00%	2,000.00	文化传媒，广告策划制作、代理发布，旅游商品开发销售及旅游文化产业发展	新设
凯里黔穗通建设项目管理有限公司	1000.00% （间接）	1,000.00	城市基础设施建设等	新设

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为389.35亿元，所有者权益为198.02亿元，资产负债率为49.14%；2017年度，公司实现营业收入7.35亿元，利润总额1.46亿元，经营活动现金净流出24.80亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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2 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明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方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

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

黔东南州经济总量保持增长,但工业产值有所下滑,固定资产投资表现疲软,整体发展水平相对较弱

2017年,黔东南州实现地区生产总值972.18亿元,同比增长5.2%,增速下滑明显;全州全年实现人均地区生产总值27,654元,为同期全国人均生产总值的46.35%,经济发展水平相对较弱。分产业看,第一产业增加值195.87亿元,同比增长6.4%;第二产业增加值224.11亿元,同比下降0.8%;第三产业增加值552.20亿元,同比增长8.1%。2017年黔东南州三次产业结构由2016年的19.6:27.8:52.6调整为20.1:23.1:56.8,第二产业比重有一定下降,第三产业比重有所上升;2017年三次产业对经济增长的贡献率分别为22.2%、

-4.2%和 82.0%。

表3 2016-2017年黔东南州主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	972.18	5.2%	939.05	13.3%
第一产业增加值	195.87	6.4%	184.11	6.1%
第二产业增加值	224.11	-0.8%	261.36	12.9%
第三产业增加值	552.20	8.1%	493.58	16.3%
规模以上工业增加值	92.14	1.5%	214.61	11.7%
全社会固定资产投资	699.54	0.3%	1,745.04	16.2%
社会消费品零售总额	322.08	11.0%	290.16	13.4%
进出口总额（亿美元）	0.54	108.3%	0.26	-57.3%
存款余额	1,507.66	2.8%	1,466.64	26.7%
贷款余额	1,110.10	18.4%	937.29	23.4%
人均 GDP（元）		27,654		26,858
人均 GDP/全国人均 GDP		46.35%		49.76%

注：生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算；2017年全社会固定资产投资额不含农户数据。

资料来源：2016-2017年黔东南州国民经济和社会发展统计公报

2017年黔东南州全部工业增加值 141.88 亿元，比上年增长 1.7%，其中，规模以上工业增加值完成 92.14 亿元，同比增长 1.5%。分行业看，29 个行业中 12 个行业同比增长，其中增幅在 20% 以上的有 7 个行业。全州规模以上工业七大主要行业中，有色金属冶炼和压延加工业、酒饮料和精制茶制造业、电力热力生产和供应业、黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业分别增长 84.1%、25.5%、21.7%、14.5%、6.9%，非金属矿采选业、木材加工和木竹藤棕草制品业分别下降 18.6%、49.8%，七大行业增加值合计占全部规模以上比重为 84.3%。

2017 年全州固定资产投资（不含农户）完成 699.54 亿元，比上年增长 0.3%，增长缓慢。其中，第一产业完成投资 15.79 亿元，比上年下降 18.1%，第二产业完成投资 85.99 亿元，下降 34.0%，第三产业完成投资 597.76 亿元，同比增长 9.0%，投资额占比达 85.45%，是全州固定资产投资的重要领域；2017 年基础设施投资完成 371.63 亿元，增长 31.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 53.1%。2017 年全州房地产开发投资完成 90.20 亿元，比上年下降 35.7%，其中，房屋新开工面积 157.96 万平方米，同比下降 45.3%；房屋竣工面积 114.12 万平方米，同比增长 2.7%；全年商品房销售面积 272.17 万平方米，同比下降 14.5%。

截至 2017 年末，全州公路总里程达 29,511 公里，其中，高速公路 813.5 公里，国道

1,468 公里，省道 2,737 公里，全年旅客周转量 159.86 亿人公里，比上年增长 14.5%。2017 年全州共接待旅游总人数 9,351.53 万人次，比上年增长 39.5%，其中，接待国内旅游者 9,347.78 万人次，比上年增长 39.4%；全年实现旅游总收入 777.75 亿元，比上年增长 40.5%。交通、旅游等产业的稳步发展成为黔东南州经济的增长的重要支撑点。

2017 年全州全社会消费品零售总额 322.08 亿元，同比增长 11.0%；2017 年末全部金融机构存款余额 1,507.66 亿元，同比增长 2.8%，全部贷款余额 1,110.10 亿元，同比增长 18.4%。

2017 年黔东南州税收收入有较大下降，全州和州本级财政自给能力有所减弱，地方财政收支平衡对上级补助收入依赖程度较高

受供给侧结构性改革减税降费政策，特别是营改增政策以及全州工业经济疲软、土地相关税收大幅下降等因素的影响，2017 年黔东南州全州财政收入呈下降趋势。2017 年，黔东南州全州实现一般公共预算收入 86.55 亿元，同比下降 21.80%，其中，税收收入 56.09 亿元，同比下降 18.83%。2017 年，全州共收到各项上级补助收入 198.68 亿元，仍是地方财政收入的重要来源。

州本级方面，2017 年黔东南州本级实现一般公共预算收入 12.52 亿元，同比下降 14.54%。其中，税收收入 9.32 亿元，同比下降 10.38%，占一般公共预算收入的比重为 74.44%，州本级一般公共预算收入质量较好。2017 年州本级共收到各项上级补助收入 19.82 亿元，是州本级地方财政收入的重要来源；2017 年州本级实现政府性基金收入 1.90 亿元，较上年大幅减少 60.00%。

地方财政支出方面，2017 年黔东南州全州一般公共预算支出 401.17 亿元，同比增长 6.46%，州本级一般公共预算支出 41.61 亿元，同比增长 33.28%；2017 年州本级政府性基金支出 2.57 亿元，支出规模较小。2017 年黔东南州全州和州本级财政自给率分别为 21.57% 和 30.09%，财政自给能力均有所减弱，地方财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高。

表4 2016-2017年黔东南州全州及州本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全州	州本级	全州	州本级
地方财政收入				
（一）一般公共预算收入	86.55	12.52	110.68	14.65
其中：税收收入	56.09	9.32	69.10	10.40
非税收收入	30.46	3.20	41.58	4.25
（二）上级补助收入	198.68	19.82	256.67	12.64

(三) 政府基金收入	-	1.90	-	4.75
地方财政支出				
(一) 一般公共预算支出	401.17	41.61	376.82	31.22
(二) 政府基金支出	-	2.57	-	1.50
财政自给率	21.57%	30.09%	29.36%	46.93%

注 1: 2016-2017 年黔东南州部分财政数据未公开披露;

注 2: 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源:《关于 2017 年全州和州级财政决算及 2018 年全州和州级预算执行情况的报告》、《关于 2016 年全州和州本级财政预算执行情况及 2017 年全州和州本级财政预算草案的报告》, 部分数据来源于 2016-2017 年黔东南州国民经济和社会发展统计公报, 鹏元整理

四、经营与竞争

2017年,受当地政府规划影响,公司未实现土地转让收入,此外,由于运营自来水业务的子公司于2016年划出,公司不再实现水费收入及安装维修费收入;受以上因素影响,2017年度,公司实现营业收入7.35亿元,较上年大幅下降58.75%。收入构成方面,公司营业收入主要为工程施工收入及工程项目回购收入,此外,代建管理、物业租赁等业务丰富了公司收入来源。2017年公司毛利率较高的土地转让业务未实现收入,导致公司业务综合毛利率下降23.84个百分点至17.65%。

表5 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	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地转让	0.00	-	91,053.38	69.51%
工程施工	60,783.66	16.47%	68,631.81	8.09%
工程项目回购	10,986.29	19.23%	10,097.09	20.77%
水费	0.00	-	4,039.07	31.55%
安装维修费	0.00	-	1,435.03	-21.14%
代建管理业务	486.80	100.00%	1,148.48	100.00%
其他收入	1,261.86	28.99%	1,834.77	47.10%
合计	73,518.61	17.65%	178,239.62	41.49%

资料来源:公司 2016-2017 年审计报告, 鹏元整理

公司目前工程施工和代建业务充足,业务持续性较好;但项目回购款项的实际支付时间存在一定不确定性,在建及拟建项目尚需投资规模较大,公司面临较大资金压力

公司目前承建基础设施项目主要有三种模式。

第一种模式是公司通过招投标方式承接项目并施工建设,按照建造合同约定方式确认收入和成本。子公司凯里市建设工程总公司(以下简称“市建总公司”)和凯里市交通建设工程有限公司(以下简称“市交建公司”)主要负责工程施工业务,该业务采用这一模式,

承接凯里市房屋建筑工程、公用工程等项目建设，由于承接的项目主要为政府投资项目，公司承建项目资金回收较有保障。

2017年公司完成滨江大道建设工程、城区污水收集系统项目调整工程等多个工程，确认工程施工收入6.08亿元，较2016年下降11.44%，主要系公司2017年度完工结算的项目量相对较少所致。2017年，该业务毛利率提升为16.47%，主要系2016年承建的主要是毛利率较低的路基项目，2017年工程项目毛利率相对较高所致。

第二种模式是公司由政府签订委托代建或回购协议，以代建或回购形式承建凯里市基础设施建设项目。目前公司主要以代建方式承建凯里市基础设施建设项目，根据委托代建协议，项目前期资金由公司垫付或由凯里市财政局先行拨付，每年年末，凯里市人民政府对公司当年的工程成本进行确认，同时按照工程成本的20%确认代建管理费。2017年公司代建了炉山至万潮片区土地整治项目、棉纺厂13路项目、火车站至北出口延伸段项目等市政建设项目，根据2017年《凯里市人民政府关于确认代建工程成本及代建管理费的批复》，凯里市政府按约定结算代建管理费486.80万元。

除代建管理业务收入以外，公司以回购方式承建本期债券募投项目滨河路项目和二龙至台盘工业园公路。2017年，凯里市政府对公司确认滨河路项目回购收入10,986.29万元，政府并未按照约定金额进行回购；2017年政府未按约定对二龙至台盘工业园公路进行回购。截至2017年末，本期债券募投项目尚有41.42亿元回购资金待政府确认支付；根据回购资金安排，市政府将在未来几年逐步支付剩余回购资金，但回购资金的支付会受到凯里市政府资金安排以及财政收入情况的影响，存在一定不确定性。

表6 本期债券募投项目回购资金安排（单位：万元）

年份	凯里市滨河路道路工程建设项目		凯里市二龙至台江台盘工业园公路工程	
	预计支付金额	实际支付金额	预计支付金额	实际支付金额
2015年	10,207.67	10,207.67	0.00	-
2016年	31,560.00	10,097.09	0.00	-
2017年	36,210.00	10,986.29	25,310.00	0.00
2018年	45,860.00	-	36,510.00	-
2019年	68,540.00	-	56,200.00	-
2020年	76,450.00	-	58,620.00	-
合计	268,827.67	31,291.04	176,640.00	0.00

资料来源：公司提供

第三种模式是对于承建的凯里市棚户区改造项目，公司采用自营模式，目前正在建的项目为2014年凯里市棚户区改造项目和2015年凯里市棚户区改造项目。2014年凯里市棚户区改造项目采用部分自营模式，在项目建成后超出还迁房部分的房屋以及门面和车位将对外

销售，依靠项目销售收入收回投资。该项目预计总投资125,359.51万元，截至2017年末已投资118,369.27万元。该项目投资的回收将受实际出售情况影响，存在一定不确定性。2015年凯里市棚户区改造项目—262片区和电校片区改造项目采用完全自营模式，政府已对拆迁户采取货币化补偿政策，项目建成后全部房屋、车位等由公司负责对外销售，取得销售收入。该项目预计总投资 187,636.14万元，截至2017年末，该项目已投入85,872.90万元。截至2017年末，公司保障房项目尚在建设过程当中，暂未为公司贡献收入和利润。

截至2017年末，公司主要在建基础设施项目预计总投资237.26亿元，尚需投资金额超过149.94亿元，规模较大，业务持续性有保障，但未来面临较大的资金压力。

表7 截至2017年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
香炉山景区	480,000.00	8,900.00	471,100.00
环巴拉河慢行系统	300,000.00	170.37	299,829.63
凯里市二龙至台江台盘工业园公路工程	218,200.00	157,116.31	61,083.69
凯里市滨河路道路工程建设项目（滨河路玻璃厂至下司） ¹	210,600.00	298,229.11	-
2015年凯里市棚户区改造项目	187,636.14	85,872.90	101,763.24
东出口移民搬迁安置点建设项目	180,000.00	31.44	179,968.56
碧波工业园区	137,000.00	27,694.75	109,305.25
2014年凯里市棚户区改造项目	125,359.51	118,369.27	6,990.24
万博广场	74,100.00	49,130.50	24,969.50
麻江县城至白秧坪公路工程	54,000.00	3,785.96	50,214.04
炉山至下司快速通道工程项目	54,000.00	23,217.08	30,782.92
开怀土地收储项目	53,300.00	47,852.32	5,447.68
炉山万潮片区土地整治项目	52,100.00	39,038.37	13,061.63
凯二大道工程项目	51,700.00	17,243.10	34,456.90
开怀片区 20 公里建设项目	41,500.00	20,337.56	21,162.44
棉纺厂 13 号路及延伸段	37,900.00	22,966.02	14,933.98
火车站至北出口及延伸段	37,000.00	23,276.71	13,723.29
永丰西路延伸段	27,300.00	3,319.66	23,980.34
凯开大道至阳光铝厂建设项目	23,600.00	6,226.85	17,373.15
滨江路一段	11,100.00	1,216.21	9,883.79
二六二广场及停车场	8,900.00	3,916.01	4,983.99
第一职校门前城市主干道	3,700.00	1,927.88	1,772.12
棉纺东路建设工程	3,600.00	948.64	2,651.36
小计	2,372,595.65	960,787.02	1,499,437.74

资料来源：公司提供

受当地政府规划影响，2017年公司未取得土地转让收入，未来该业务仍受当地政府政

¹ 根据公司提供的说明，在凯里市滨河路道路工程建设项目实际施工中，原来设计的桥梁和路线不适用于实际情况，经设计和地勘部门的实地察看，对原设计作出修改，增加了投资，故现在的实际投资超出了计划投资，待工程正式竣工并经审计部门审计，实际投资额可能还会增加。

策安排的影响较大，是否实现收入存在较大不确定性

2016年，公司通过与凯里市国土资源局签订《国有建设用地使用权出让合同》取得炉山片区-280宗地和炉山片区-277宗地等出让土地，面积合计为1,387,352平方米，在足额缴纳土地出让金后，通过进一步向当地国有企业转让土地而取得收益。2016年度，公司共转让土地898,399平方米，通过土地转让共取得收入91,053.38万元。2017年，公司未取得新的可出让土地，也未向当地国有企业进行土地转让，未取得相关转让收入，导致公司营业收入出现大幅下降。截至2017年末，公司尚有面积合计为488,953平方米的待转让土地，未来该业务仍受凯里市政府政策安排的影响较大，是否实现收入存在较大不确定性。

2017年公司继续得到较大的外部支持

作为黔东南州及凯里市重要的市政建设和投融资主体，公司继续得到当地政府在资本注入和资金补贴等方面的较大支持。

根据《凯里市交通运输局关于办理城东绿色公共交通综合体项目土地证的请示》，因子公司凯里千里公共交通有限责任公司办理城东绿色公共交通综合体项目土地证费用资金困难，凯里市财政局拨付资金6,706.74万元，计入资本公积；根据凯房呈【2016】177号的批复及凯发改呈【2016】21号文件，当地政府向公司拨入安置房建设成本5.48万元及凯里市城东绿色公共交通综合体建设项目可行性研究报告及初步设计费70.94万元。此外，根据凯城投呈【2017】138号、310号等的批复文件，公司共收到凯里市财政局拨付的补贴资金27,651.40万元。

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江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的2016年至2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2017年，公司财务报表合并范围新增子公司3家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产以项目开发成本、土地使用权和应收款项为主，应收款项规模较大，形成一定的资金占用，受限资产规模较大，资产整体流动性偏弱

截至2017年末，公司资产规模达389.35亿元，同比增长4.79%，主要系项目开发成本

及往来款的增加所致。从结构来看，由于2017年在建工程中的大量项目成本调整计入存货，2017年末公司流动资产占总资产的比例提升为73.99%，成为资产的主要构成部分。

表8 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	比重	金额	比重
货币资金	236,957.44	6.09%	576,298.84	15.51%
应收账款	97,351.26	2.50%	71,474.34	1.92%
其他应收款	384,675.65	9.88%	177,147.61	4.77%
存货	2,073,294.49	53.25%	888,058.45	23.90%
流动资产合计	2,880,987.13	73.99%	1,766,258.28	47.54%
投资性房地产	228,045.84	5.86%	242,047.52	6.51%
在建工程	19,210.24	0.49%	949,956.43	25.57%
无形资产	733,867.67	18.85%	724,609.08	19.50%
非流动资产合计	1,012,560.99	26.01%	1,949,435.88	52.46%
资产总计	3,893,548.12	100.00%	3,715,694.15	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至2017年末，公司货币资金账面余额23.70亿元，较上年末减少58.88%，主要系公司项目推进中支付较多工程款所致；2017年末其他货币资金3.40亿元，其中，为借款质押担保的银行保证金3.20亿元，诉讼反担保质押0.20亿元，流动性受到限制。2017年末，公司应收账款规模为9.74亿元，较上年末增长36.20%，系2017年公司已确认收入但尚未收到的工程款项增加所致。

截至2017年末公司其他应收款规模为38.47亿元，同比增长117.15%，主要系新增应收凯里市国有资产经营有限责任公司往来款21.17亿元所致；2017年末其他应收款主要是公司与凯里市国有资产经营有限责任公司、凯里市交通局、凯里市路通荣鑫物资贸易有限公司等国有单位的往来款，往来款规模仍然较大，实际回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成一定占用。

表9 截至2017年末公司其他应收款前五名欠款情况（单位：万元）

债务人名称	欠款金额	账龄	占其他应收款总额的比例
凯里市国有资产经营有限责任公司	211,665.76	1年以内	54.73%
凯里市交通局	200.00	1年以内	14.05%
	33,232.00	1-2年	
	20,905.94	2-3年	
凯里市路通荣鑫物资贸易有限公司	41,255.43	1年以内	10.67%
凯里市裕豪酒店管理有限公司	10,000.00	1-2年	2.59%
凯里市	10,000.00	1年以内	2.59%
合计	327,259.12	-	84.62%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末公司存货账面价值为207.33亿元，同比增长133.46%，主要系2017年公司在建工程科目中的项目成本调整计入存货中的开发成本所致。2017年末存货仍主要由开发成本构成，其中土地使用权账面价值为82.32亿元，用途为商业或商住用地，土地性质为出让，而账面44.01亿元的土地使用权已抵押，占总资产的比重为11.30%，资产流动性受到一定限制；开发成本中土地之外的部分，主要为由在建工程转入的棚户区改造项目、滨江大道（滨河路玻璃厂至下司）、二龙至台盘工业园区道路建设项目及开怀片区20公里建设项目等项目的建设成本合计120.25亿元。

公司非流动资产主要为投资性房地产、在建工程和无形资产。公司投资性房地产主要是出租物业及公司2016年通过协议出让取得的炉山片区-280宗地对外转让后的剩余地块，截至2017年末，公司投资性房地产账面余额为22.80亿元，较上年有所减少，系炉山片区-280宗地对外转让后的剩余地块暂无转让计划，转回存货所致；公司投资性房地产以公允价值计量，价值确认和计量依据为资产评估公司出具的资产评估报告。2017年，公司投资性房地产公允价值共计增加1,107.09万元；2017年末公司用于抵押的投资性房地产账面价值为20.37亿元，占总资产的比重为5.23%。

截至2017年末公司在建工程账面余额1.92亿元，较2016年末大幅减少97.98%，主要系公司2017年将大部分项目建设成本重分类后转入存货所致。截至2017年末公司无形资产账面价值为73.39亿元，较上年增加1.85亿元的土地使用权，其中通过购置取得1.62亿元，通过在建工程转入2,327.91万元；截至2017年末，有账面价值为1,447.37万元的嘉瑞禾展览馆土地契税已交、权证在办理中。2017年末无形资产中已抵押部分账面价值45.03亿元，占总资产的比重为11.57%。

总体来看，2017年公司资产规模保持增长，资产仍以土地、投资性房地产、项目开发成本为主，且年末受限资产账面价值合计达111.13亿元，占总资产的28.54%；2017年末公司应收款项规模较大，实际回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成一定占用，公司资产整体流动性一般。

盈利能力

公司营业收入和综合毛利率出现大幅下降，盈利能力大幅下降，未来能否取得土地转让收入存在较大不确定性，其他收益对利润贡献大

受政府政策安排影响，2017年末实现土地转让收入，公司全年实现营业收入7.35亿元，同比大幅下降58.77%，目前公司营业收入主要是工程施工收入和工程项目回购收入，考虑到公司在建项目仍然较多，未来该部分收入较有保障；但本期债券募投项目的回购收入的

实际支付时间受政府行为及当地财政收入的影响较大，存在一定的不确定性。2017年由于毛利率较高的土地转让业务未实现收入，公司综合毛利率下降23.84个百分点至17.65%，全年实现利润总额1.46亿元，较上年大幅下降65.44%，整体盈利能力有较大下降。2017年公司继续获得当地政府的资金支持，共获得补助收入2.77亿元，对利润贡献较大。

考虑到公司土地转让业务受当地政府政策安排影响较大，未来公司能否取得土地转让收入存在较大不确定性。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	73,518.61	178,302.67
其他收益	27,651.40	0.00
营业利润	15,850.18	23,966.80
营业外收入	73.69	16,343.87
利润总额	14,571.06	42,159.45
综合毛利率	17.65%	41.49%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流出规模较大，在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力

2017年，公司收现比为1.17，主营业务资金回笼情况较好。由于2017年公司工程投入较大，且支付了较大规模的工程往来款，导致全年经营活动现金净流出24.80亿元，表现较差。

从投资活动来看，2017年公司没有相关现金流入，同时，购置土地使用权和探矿权等资产共计支出资金4.72亿元，使得全年投资活动现金净流出4.72亿元。公司经营活动产生的现金无法满足业务发展的资金需求，资金缺口主要由对外融资解决，2017年度公司通过银行借款、发行债券等方式共计筹集资金53.43亿元，但由于共计偿付债务及利息57.45亿元，导致全年筹资活动现金净流出4.42亿元，加剧了公司的资金紧张。截至2017年末公司主要在建及拟建项目尚需投资规模逾149.94亿元，预计随着未来项目建设的推进，融资需求仍较大，公司业务发展存在较大的资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.17	1.24
销售商品、提供劳务收到的现金	85,857.02	221,157.97

收到的其他与经营活动有关的现金	149,459.90	108,000.20
经营活动现金流入小计	235,316.91	329,158.16
购买商品、接受劳务支付的现金	251,186.37	161,804.13
支付的其他与经营活动有关的现金	218,715.89	298,929.88
经营活动现金流出小计	483,329.63	517,977.01
经营活动产生的现金流量净额	-248,012.72	-188,818.85
投资活动产生的现金流量净额	-47,166.43	-150,006.74
筹资活动产生的现金流量净额	-44,162.25	627,527.09
现金及现金等价物净增加额	-339,341.40	288,701.50

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力

得益于公司利润的累积，2017年末公司所有者权益较上年末增长1.01%至198.02亿元，资本实力略有增强；随着公司融资力度的加大，2017年末负债总额为191.34亿元，较上年末增长9.01%。2017年末公司产权比率为96.63%，较上年提升7.10个百分点，公司净资产对负债的保障水平进一步下降，公司偿债压力加大。公司负债主要由非流动负债构成，2017年末非流动负债占负债总额的比重为63.80%。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	1,913,391.07	1,755,262.70
所有者权益	1,980,157.05	1,960,431.45
产权比率	96.63%	89.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年公司偿还了较多的短期借款，年末短期借款账面余额为5.00亿元，较上年末减少55.91%。截至2017年末，公司应付账款规模为7.28亿元，较上年末增长28.96%，主要系公司新增应付司大胜、张宽琳等人的工程款所致；2017年末公司应付账款前五单位款项合计3.20亿元，占应付账款总额的比重为44.01%，其中，应付凯里市旅游发展委员会香炉山旅游景区特许经营权出让款1.5亿元、凯里市路通荣鑫物资贸易有限公司柴油购置款0.45亿元。公司预收款项主要为预收凯里市交通运输局、凯里市国有资产经营有限责任公司等单位的工程相关款项，截至2017年末，预收跨看向账面余额为8.37亿元，同比增长61.77%。公司其他应付款主要为与凯里市财政局、中国华融资产管理股份有限公司贵州省分公司、黔东南州交通旅游建设投资集团有限公司等单位的往来款，2017年末账

面余额为23.68亿元，同比增长41.02%，其中账龄超过一年的款项合计9.88亿元，占比为41.73%。2017年末，公司一年内到期的非流动负债规模为23.21亿元，主要是14.43亿元的借款及5.80亿元的应付债券本金即将到期，公司面临较大的短期偿债压力。

公司的非流动负债主要是长期借款、应付债券和长期应付款。截至2017年末，公司长期借款为64.73亿元，与上年末基本持平，另有14.43亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债核算。截至2017年末，公司应付债券规模为44.70亿元，较上年增加8.95亿元，主要系2017年公司成功发行“17贵州凯里PPN001”10.00亿元及“17贵州凯里PPN002”5.00亿元所致，此外，13黔凯里城投债01、13黔凯里城投债02及15凯里城投债共计有5.80亿元本金计入一年内到期的非流动负债核算。2017年末公司长期应付款规模为11.11亿元，较上年末减少1.26亿元，主要系国民信托有限公司及国开发展基金有限公司的借款偿还所致。

表13 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	50,000.00	2.61%	113,395.00	6.46%
应付账款	72,778.96	3.80%	56,436.01	3.22%
预收款项	83,670.36	4.37%	51,721.30	2.95%
其他应付款	236,818.01	12.38%	167,936.89	9.57%
一年内到期的非流动负债	232,131.73	12.13%	214,727.43	12.23%
流动负债合计	692,645.26	36.20%	614,188.27	34.99%
长期借款	647,303.40	33.83%	647,394.42	36.88%
应付债券	447,034.93	23.36%	357,497.74	20.37%
长期应付款	111,105.10	5.81%	123,698.70	7.05%
非流动负债合计	1,220,745.82	63.80%	1,141,074.43	65.01%
负债合计	1,913,391.07	100.00%	1,755,262.70	100.00%
其中：有息债务	1,472,943.96	76.98%	1,448,296.59	82.51%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务规模为147.29亿元，同比增长1.70%，偿债压力继续加大。从公司提供的主要有息债务本金偿还计划看，2018-2020年公司每年需偿还的债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。随着公司债务规模持续增长，公司债务压力仍在进一步加大。

表14 截至2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年
本金	282,131.73	187,920.00	219,570.00

资料来源：公司提供

从偿债指标看，截至2017年末，公司资产负债率小幅提升为49.14%；2017年公司流动比率有一定提升，但由于存货中工程项目成本增幅较大，速动比率有所下滑；由于公司利润规模出现大幅下滑，且随着有息债务规模的持续增长，利息支出规模较大，EBITDA利息保障倍数进一步下降至0.39，息税前利润对债务利息的覆盖能力弱。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	49.14%	47.24%
流动比率	4.16	2.88
速动比率	1.17	1.43
EBITDA（万元）	36,630.01	62,123.56
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.75
有息债务/EBITDA	40.21	23.31

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押增信仍能有效提升本期债券的信用水平

公司以其拥有的4宗土地使用权为13黔凯里城投债01提供抵押担保，该等土地位于凯里市开怀片区，土地规划用途为商业、住宅用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积 894,466.20平方米。公司已办妥该等抵押土地抵押登记手续，他项权证号为凯里市他项（2014）第041号。根据贵州众志天和不动产咨询服务有限公司出具的“（黔）众志天和（2013）估第107、109、110、111号”《土地估价报告》（评估基准日为2013年7月31日），该4宗土地价值143,657.35万元，为13黔凯里城投债01未偿还本金及应付的一年利息之和的4.42倍。

公司以其拥有的6宗土地使用权为13黔凯里城投债02提供抵押担保，该等土地位于凯里市开怀片区，土地规划用途为商业、住宅用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积1,739,921.00平方米。公司已办妥该等抵押土地抵押登记手续，他项权证号为凯里市他项（2014）第041号。根据贵州众志天和不动产咨询服务有限公司出具的“（黔）众志天和（2013）估字第102-106、108号”《土地估价报告》（评估基准日为2013年7月31日），该6宗土地价值288,520.22万元，为13黔凯里城投债02未偿还本金及应付的一年利息之和的4.46倍。

我们关注到，根据抵押资产监管协议，本期债券存续期间，公司应聘请具备应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估，截至2018年5月末公司未按约定对该等抵押土地价值进行重新评估。

根据抵押资产监管协议，在13黔凯里城投债01和13黔凯里城投债02存续期间，抵押资产的价值与债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于2，释放比率不低于2，截至2017年末13黔凯里城投债01和13黔凯里城投债02抵押比率均满足监管协议要求，公司没有释放抵押资产，抵押资产仍能为13黔凯里城投债01和13黔凯里城投债02的还本付息提供有力保障。

表16 公司抵押土地估价结果一览表（评估基准日为2013年7月31日）

债券	权证号	面积（平方米）	价值（万元）
13 黔凯里城投债 01	凯里市国用（2013）第 09620 号	212,307.60	33,374.75
	凯里市国用（2013）第 09622 号	162,772.20	25,587.79
	凯里市国用（2013）第 09623 号	229,170.60	36,025.62
	凯里市国用（2013）第 09624 号	290,215.80	48,669.19
	小计	894,466.20	143,657.35
13 黔凯里城投债 02	凯里市国用（2013）第 09615 号	344,940.70	59,674.74
	凯里市国用（2013）第 09616 号	235,986.50	37,097.08
	凯里市国用（2013）第 09617 号	375,614.90	64,981.38
	凯里市国用（2013）第 09618 号	344,747.80	57,814.21
	凯里市国用（2013）第 09619 号	190,766.70	29,988.53
	凯里市国用（2013）第 09621 号	247,864.40	38,964.28
	小计	1,739,921.00	288,520.22
	总计	2,634,387.20	432,177.57

资料来源：公司提供

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对集团外提供的担保总额为101,850.00万元，占2017年末所有者权益的比重为5.14%，对外担保规模较大，担保对象主要是当地国有性质企业，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	被担保方企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
凯里正源建筑工程有限责任公司	国有控股	63,000.00	2027 年 5 月	否
贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司	国有控股企业子公司	28,500.00	2023 年 1 月	否
贵州炉碧经济开发区恒源鸿福建设开发有限责任公司	国有控股企业子公司	4,500.00	2021 年 6 月	否
贵州炉碧经济开发区恒源鸿福建设有限责任公司	国有控股企业子公司	4,200.00	2020 年 11 月	否
贵州省凯里市公共交通总公司	全民所有制	1,650.00	2018 年 11 月	否
合计	-	101,850.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

2017年黔东南州区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础；公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好；公司继续获得较大的外部支持；同时，国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时鹏元也关注到，2017年政府未按照约定支付本期债券募投项目回购款项，未来能否如约支付存在一定不确定性；2017年公司未取得土地转让收入，导致公司营业收入大幅下降，未来该业务是否实现收入存在较大不确定性；公司资产以项目开发成本、土地使用权和应收款项为主，资产流动性偏弱；公司经营活动现金净流出规模较大，且主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力；公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力；公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险；公司用于为本期债券抵押担保的土地使用权未按约定进行价值重估。

基于以上情况，鹏元维持13黔凯里城投债01等级为AA+，维持13黔凯里城投债02信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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	236,957.44	576,298.84	287,597.34
应收账款	97,351.26	71,474.34	45,352.87
预付款项	88,708.29	42,727.47	7,021.22
其他应收款	384,675.65	177,147.61	238,597.17
存货	2,073,294.49	888,058.45	600,031.26
其他流动资产	0.00	10,551.57	24,700.38
流动资产合计	2,880,987.13	1,766,258.28	1,203,300.24
可供出售金融资产	0.00	100.00	100.00
长期股权投资	641.61	660.01	0.00
投资性房地产	228,045.84	242,047.52	225,938.32
固定资产	30,376.49	32,005.04	40,745.94
在建工程	19,210.24	949,956.43	807,035.73
无形资产	733,867.67	724,609.08	713,715.00
长期待摊费用	0.00	0.00	26.99
递延所得税资产	419.15	57.79	73.02
非流动资产合计	1,012,560.99	1,949,435.88	1,787,635.00
资产总计	3,893,548.12	3,715,694.15	2,990,935.24
短期借款	50,000.00	113,395.00	23,200.00
应付票据	0.00	0.00	200.00
应付账款	72,778.96	56,436.01	28,025.47
预收款项	83,670.36	51,721.30	29,660.31
应付职工薪酬	126.46	164.49	197.12
应交税费	3,678.13	1,548.41	275.06
应付利息	13,441.61	8,258.73	7,391.57
其他应付款	236,818.01	167,936.89	376,645.44
一年内到期的非流动负债	232,131.73	214,727.43	153,971.43
其他流动负债	0.00	0.00	57.95
流动负债合计	692,645.26	614,188.27	619,624.35
长期借款	647,303.40	647,394.42	349,734.40
应付债券	447,034.93	357,497.74	278,012.25
长期应付款	111,105.10	123,698.70	223.47
专项应付款	11,981.41	9,381.41	41,554.79
递延收益-非流动负债	370.44	428.40	428.40
递延所得税负债	2,950.53	2,673.76	2,419.12
非流动负债合计	1,220,745.82	1,141,074.43	672,372.44

负债合计	1,913,391.07	1,755,262.70	1,291,996.79
实收资本(或股本)	100,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积	1,737,659.83	1,730,876.66	1,503,073.01
盈余公积	12,134.47	10,575.79	8,184.63
未分配利润	130,212.23	118,840.63	87,600.43
归属于母公司所有者权益合计	1,980,006.53	1,960,293.08	1,698,858.07
少数股东权益	150.52	138.37	80.38
所有者权益合计	1,980,157.05	1,960,431.45	1,698,938.45
负债和所有者权益总计	3,893,548.12	3,715,694.15	2,990,935.24

资料来源：2015-2017 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
营业收入	73,518.61	178,302.67	96,542.71
减：营业成本	60,540.79	104,320.93	74,165.39
营业税金及附加	3,841.02	32,177.03	3,792.06
销售费用	0.66	5.20	103.19
管理费用	13,496.60	13,961.90	8,532.58
财务费用	6,912.06	5,237.41	4,263.08
资产减值损失	1,617.39	247.25	104.92
加：公允价值变动净收益	1,107.09	1,605.20	-942.10
投资净收益	-18.41	8.64	0.00
其他收益	27,651.40	0.00	0.00
营业利润	15,850.18	23,966.80	4,639.40
加：营业外收入	73.69	18,343.87	15,068.96
减：营业外支出	1,352.81	151.23	1,205.44
利润总额	14,571.06	42,159.45	18,502.91
减：所得税	1,667.25	8,888.50	2,184.16
净利润	12,903.81	33,270.95	16,318.76

资料来源：2015-2017 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
销售商品、提供劳务收到的现金	85,857.02	221,157.97	95,126.10
收到其他与经营活动有关的现金	149,459.90	108,000.20	126,285.89
经营活动现金流入小计	235,316.91	329,158.16	221,411.98
购买商品、接受劳务支付的现金	251,186.37	161,804.13	58,895.73
支付给职工以及为职工支付的现金	1,520.21	2,481.10	4,867.63
支付的各项税费	11,907.16	54,761.90	16,713.32
支付其他与经营活动有关的现金	218,715.89	298,929.88	57,494.97
经营活动现金流出小计	483,329.63	517,977.01	137,971.64
经营活动产生的现金流量净额	-248,012.72	-188,818.85	83,440.34
收回投资收到的现金	0.00	15,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	8.63	0.00
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	0.48	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	15,009.11	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	47,166.43	155,622.74	163,316.38
投资支付的现金	0.00	0.00	15,105.40
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	9,393.11	1,010.88
投资活动现金流出小计	47,166.43	165,015.85	179,432.66
投资活动产生的现金流量净额	-47,166.43	-150,006.74	-179,432.66
吸收投资收到的现金	6,777.68	53,732.52	14,420.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	100.00	90.00
取得借款收到的现金	377,497.90	784,212.70	260,220.00
发行债券收到的现金	150,000.00	110,000.00	138,880.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	12,969.30
筹资活动现金流入小计	534,275.58	947,945.22	426,489.30
偿还债务支付的现金	481,623.23	243,447.90	165,936.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	92,904.60	76,090.23	52,586.96
支付其他与筹资活动有关的现金	3,910.00	880.00	6,265.78
筹资活动现金流出小计	578,437.83	320,418.13	224,789.17
筹资活动产生的现金流量净额	-44,162.25	627,527.09	201,700.13
现金及现金等价物净增加额	-339,341.40	288,701.50	105,707.81

资料来源：公司 2015-2017 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	2017年	2016年	2015年
净利润	12,903.81	33,270.95	16,318.76
加：资产减值准备	1,617.39	247.25	104.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,163.54	2,426.81	2,399.33
无形资产摊销	11,755.46	11,097.63	3,539.40
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	10.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.06	985.07
公允价值变动损失	-1,107.09	-1,605.20	942.10
财务费用	27,092.51	6,439.67	4,947.91
投资损失	18.41	-8.64	0.00
递延所得税资产减少	-361.36	-2.67	-26.23
递延所得税负债增加	276.77	254.64	-235.53
存货的减少	-171,360.99	-117,149.54	-881.12
经营性应收项目的减少	-261,481.67	39,717.05	-123,194.00
经营性应付项目的增加	130,470.50	-163,506.84	178,529.06
经营活动产生的现金流量净额	-248,012.72	-188,815.85	83,440.34
现金的期末余额	236,957.44	576,298.84	287,597.34
减：现金的期初余额	576,298.84	287,597.34	181,889.53
现金及现金等价物净增加额	-339,341.40	288,701.50	105,707.81

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	49.14%	47.24%	43.20%
流动比率	4.16	2.88	1.94
速动比率	1.17	1.43	0.97
综合毛利率	17.65%	41.49%	23.18%
收现比	1.17	1.24	0.99
EBITDA（万元）	36,630.01	62,123.56	29,348.67
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.75	0.51
负债与所有者权益比率	96.63%	89.53%	76.05%
有息债务（万元）	1,472,943.96	1,448,296.59	805,341.55

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 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+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+融资租赁款+应付信托公司款项+应付基金公司款项

附录六 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。