



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]Y030号

中诚信证券评估有限公司对息烽县城市建设投资有限公司及其拟发行的“2019年息烽县城市建设投资有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，息烽县城市建设投资有限公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；“2019年息烽县城市建设投资有限公司公司债券”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十四日

## 2019年息烽县城市建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AA <sup>+</sup>
主体级别	AA <sup>-</sup>
评级展望	稳定
发行主体	息烽县城市建设投资有限公司
发行规模	不超过8亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3至7年末逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金
担保主体	贵阳市城市建设投资（集团）有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

### 概况数据

息烽城投 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产（亿元）	75.44	113.70	146.35
所有者权益合计（亿元）	52.24	55.12	75.97
总负债（亿元）	23.20	58.58	70.38
总债务（亿元）	14.98	31.15	51.47
营业总收入（亿元）	5.69	10.05	10.67
经营性业务利润（亿元）	0.48	1.25	0.99
净利润（亿元）	0.76	1.91	2.12
EBIT（亿元）	0.80	2.04	2.58
EBITDA（亿元）	0.81	2.05	2.61
经营活动净现金流 （亿元）	-5.49	-13.26	-20.27
收现比（X）	0.78	0.85	0.63
总资产收益率（%）	1.41	2.16	1.99
营业毛利率（%）	16.70	16.60	16.94
应收类款项/总资产（%）	19.01	14.95	19.79
资产负债率（%）	30.75	51.52	48.09
总资本化比率（%）	22.29	36.11	40.39
总债务/EBITDA（X）	18.57	15.17	19.72
EBITDA 利息倍数（X）	1.16	0.97	0.78

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评将其他应付款中的带息借款调整至短期债务。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019年息烽县城市建设投资有限公司公司债券”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。该级别充分考虑了贵阳市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“贵阳城投”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

中诚信证评评定息烽县城市建设投资有限公司（以下简称“息烽城投”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。该级别反映了息烽城投偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司获得息烽县政府有力支持、资本实力不断增强以及公司项目储备丰富等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司未来存在较大的资本支出压力、盈利来源较为单一、经营活动净现金流缺口持续扩大以及债务规模快速上升等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 正面

- ▶ 有力的政府支持。作为息烽县城市基础设施建设的主要投融资和经营主体，公司获得了息烽县政府在股权划转、土地资产注入和财政补贴等方面的大力支持，公司资本实力不断增强。
- ▶ 项目储备丰富。公司负责息烽县区域内重大基础设施建设，在建及拟建项目丰富，为公司持续稳定的业务运营提供了保障。
- ▶ 担保主体实力较强。本期债券由贵阳城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，贵阳城投是贵阳市政府重要的城市基础设施项目建设的主体，项目大多集中在贵阳市，具有很强的区域优势，增强了对本期债券还本付息的保障。

贵阳城投 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	1,127.58	1,239.48	1,231.18
所有者权益合计(亿元)	642.45	647.03	654.12
总负债(亿元)	485.13	592.45	577.06
总债务(亿元)	400.64	476.18	453.11
营业总收入(亿元)	13.91	14.96	11.32
经营性业务利润(亿元)	0.23	-0.42	3.31
净利润(亿元)	4.07	4.14	4.14
EBIT(亿元)	4.45	5.15	5.79
EBITDA(亿元)	4.91	5.53	6.60
经营活动净现金流 (亿元)	1.08	3.51	4.06
收现比(X)	0.73	0.82	0.96
总资产收益率(%)	0.41	0.43	0.47
营业毛利率(%)	17.40	14.12	14.31
应收类款项/总资产(%)	37.61	39.96	34.13
资产负债率(%)	43.02	47.80	46.87
总资本化比率(%)	38.41	42.39	40.92
总债务/EBITDA(X)	81.53	86.14	68.70
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	0.38	0.40

注：1、各期财务报告均按照新会计准则编制；2、中诚信证评将其其他应付款中的带息金额调入短期债务，将长期应付款中的带息金额调入长期债务。

## 关注

- 公司未来存在较大的资本支出压力。未来公司在建及拟建基础设施项目仍需投入 132.88 亿元，投资规模较大，未来公司面临较大的资本支出压力。
- 盈利来源较为单一。近年来，公司 98% 以上的营业收入来自于工程代建业务，盈利来源较为单一。
- 经营活动净现金流缺口持续扩大。近年来，公司项目投资规模较大，公司经营活动净现金流持续为负。2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为-5.49 亿元、-13.26 亿元和-20.27 亿元，公司经营活动净现金流缺口持续扩大。
- 债务规模快速上升。截至 2017 年末，公司总债务规模达到 51.47 亿元，较 2016 年末增加 20.32 亿元，公司债务规模增长较快。

## 分析师

翟贾琦 jyzhai@ccxr.com.cn

刘祥青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 24 日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对息烽县城市建设投资有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

## 概 况

### 发债主体概况

公司成立于 2011 年 10 月 19 日，由息烽县财政局出资设立，成立时注册资本为 2,000 万元。2015 年 10 至 12 月，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）与息烽县财政局、息烽城投以及息烽县人民政府分 4 次签订了《中国农发重点建设基金投资协议》，分别决定由农发基金以货币资金 1,655 万元、1,500 万元、2,100 万元和 1,600 万元增资息烽城投。截至 2015 年 12 月 28 日，农发基金已将货币资金 6,855 万元付至公司账户，履行了上述投资协议约定的出资义务，公司股东变更为息烽县财政局和中国农发重点建设基金有限公司。2016 年 8 月 1 日，息烽县财政局将货币资金 1,600 万元付至公司账户，完成了第二期出资义务。公司注册资本和实收资本增加至 8,855 万元。其中：息烽县财政局出资 2,000 万元，占公司出资总额的 22.59%，农发基金出资 6,855 万元，占公司出资总额的 77.41%。2017 年 3 月 28 日，根据公司股东会决议，公司注册资本由 8,855 万元增加至 22,850 万元，息烽县财政局以土地使用权认缴出资 13,995 万元，在 2037 年 3 月 27 日前缴清。

截至 2017 年末，公司注册资本为 22,850 万元，实收资本为 8,855 万元；息烽县财政局和农发基金分别持有公司 70% 和 30% 的股权，息烽县财政局为公司的控股股东及实际控制人。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 8 家。

作为息烽县主要的城市基础设施建设投融资主体和经营主体，公司经营范围包括土地储备；土地一级开发；房地产开发；城市基础设施及配套项目建设、运营和管理；建筑工程；土木工程承包与分包；国有资产经营管理；物业管理；投资管理咨询；旅游会展、文化传媒、商业酒店投资及管理（不含住宿、餐饮）；各类建设工程、房地产项目和投资服务。

截至 2017 年末，公司资产总额 146.35 亿元，所有者权益合计 75.97 亿元，资产负债率 48.09%；2017 年，公司实现营业总收入 10.67 亿元，净利润 2.12 亿元，经营活动净现金流 -20.27 亿元。

### 募集资金概况

本期债券发行规模不超过 8 亿元，发行期限为 7 年，本期债券设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）协议发行和通过承销团成员设置的发行网点向中国境内机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）公开发行。

### 募集资金用途

本期债券募集资金人民币不超过 8 亿元，其中 6 亿元拟用于息烽县 2016~2017 年北门城市棚户区改造项目，2 亿元拟用于补充营运资金。息烽县 2016~2017 年北门城市棚户区改造项目总投资为人民币 86,136.38 万元，拟使用本期债券募集资金为人民币 60,000.00 万元，募集资金占投资的比重为 69.66%。

息烽县 2016~2017 年北门城市棚户区改造项目已被列入贵州省级棚户区改造计划。其中 2016 年北门棚户区改造项目 121 户，2017 年北门棚户区改造项目 900 户，拆迁房屋建筑面积 94,180 平方米。项目总用地面积 32,606.81 平方米（折 48.91 亩），总建筑面积 144,218.30 平方米，其中住宅建筑面积 105,985.23 平方米，建设套数 1,021 套，配套商业建筑面积 38,233.07 平方米。

募集资金投向具体情况如下：

表 1：募集资金用途概况表（万元）

项目名称	总投资额	拟使用募投资金额	募集资金占投资比重
息烽县 2016~2017 年北 门城市棚户区 改造项目	86,136.38	60,000.00	69.66%
补充营运资金	--	20,000.00	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>80,000.00</b>	<b>--</b>

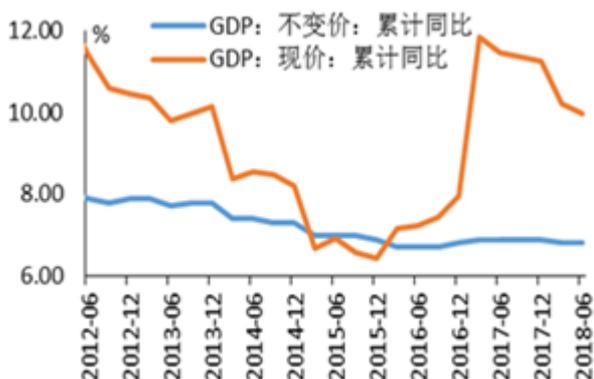
资料来源：募集说明书

## 宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比

增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6-6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费增速个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我

国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信证评认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

### 贵州省经济概况

贵阳市是贵州省省会，土地总面积 8,034 平方公里，是贵州省的政治、经济、文化、科教、交通中心和西南地区重要的交通、通信枢纽、工业基地及商贸旅游服务中心，区位优势明显。贵阳市行政区划辖七区一市三县、一个国家级经济开发区、一个国家级高新技术开发区和一个省级经济技术开发区。

贵阳市作为西部内陆城市，近年来不断优化产

业结构，产业集群规模扩大，经济呈现稳步增长的态势。2015~2017年，贵阳市分别实现地区生产总值（GDP）2,891.16亿元、3,157.70亿元和3,537.96亿元，2017年较上年增长11.3%；从贵阳市生产总值构成来看，2017年第一产业增加值147.33亿元，比上年增长6.3%；第二产业增加值1,375.18亿元，比上年增长10.0%；第三产业增加值2,015.45亿元，比上年增长12.6%。贵阳市以高新技术和现代制造业为龙头的现代工业、以金融业为龙头的现代服务业、以都市农业为龙头的现代农业蓬勃发展，三次产业结构比由2016年的4.3:38.6:57.1调整为2017年的4.2:38.8:57.0，继续呈现稳健的“三二一”结构，第二、三产业依然是推动贵阳经济发展的核心动力。

2015~2017年，贵阳市分别实现固定资产投资总额2,804.45亿元、3,380.73亿元和3,850.60亿元，2017年比上年增长18.1%。其中第一产业投资比上年增长60.1%；第二产业投资比上年增长1.30%；第三产业投资比上年增长19.4%。较高的地区经济增速与固定资产投资增速为未来城市基础设施建设与发展提供有力的保障。

工业方面，依托丰富的矿产资源，在“十三五”期间贵阳市将发挥资源优势，实施“工业强市”政策。目前贵阳市工业生产所涉及的产品覆盖了32个工业门类，是全国三大磷矿工、精密光学仪器生产基地之一，及全国最大的铝工业生产基地之一，并拥有包括航天、航空、电子工业三大基地在内的国防科技工业。2015年，贵阳市全年规模以上工业增加值达到711.59亿元，比上年增长9.7%。其中，重点产业（行业）规模以上工业增加值600.75亿元，比上年增长9.1%。工业园区规模以上工业增加值609.38亿元，比上年增长10.2%；2016年，贵阳市全年规模以上工业增加值达到780.82亿元，比上年增长9.9%。其中，重点产业（行业）规模以上工业增加值646.95亿元，比上年增长7.2%。工业园区规模以上工业增加值678.20亿元，比上年增长9.3%；2017年，贵阳市全年规模以上工业增加值比上年增长9.7%。重点产业（行业）规模以上工业增加值比上年增长10.4%，工业园区规模以上工

业企业增加值比上年增长9.6%。装备制造业已成为贵阳市特色支柱产业重要组成部分，其中，电子元器件、工程机械、汽车零部件、特种数控机床、电线电缆、轮胎等行业均在全国占有较重要的地位。

总体来看，近年来，贵阳市总体经济实力不断增强，为公司提供了良好的发展环境。作为国务院确定的“黔中产业带”、“南贵昆经济带”和“泛珠三角经济区”内的重要中心城市，贵阳市经济预计在未来几年还将保持稳步增长态势。

### 息烽县经济概况

息烽县地处国务院确定的黔中经济区，位于贵阳生态保护发展区和北部高新技术产业实体经济带上，西北与遵义市播州区、金沙县相望，南与修文县接壤，东与开阳县毗邻。川黔铁路、210国道、黔渝快铁、贵遵高速公路纵贯南北，正在建设的江口至都格高速公路和息烽县至金沙二级公路横贯东西，息烽港及三级航道可北入长江、南下珠江。息烽县距贵阳龙洞堡机场70公里、遵义新州机场75公里，处于西南交通网重要节点上，交通、区位优势突出。息烽县全县总面积1,036.5平方公里，辖九镇一乡一社区，总人口27.25万。

近年来，息烽县地方经济快速发展，形成了精细磷煤化工、医药食品、环保建材、物流等支柱产业。息烽县巩固发展小寨坝产业园区，积极再造永靖园区，努力构建“一园两组团<sup>1</sup>”格局，获评省级新型工业产业化示范基地、省级知名品牌创建示范基地和“511园区”等称号。息烽全县磷矿石现已探明储量达1,352万吨，品位32%以上；全国品位最高、储量最大的开阳磷矿（储量为3.56亿吨）距息烽仅12公里，有公路、铁路相通。丰富的磷矿资源与县内丰富的煤矿资源及充足的电力一起为息烽磷化工产业的发展提供了最基本的资源条件，构筑起在息烽发展磷化工产业的得天独厚的资源组合优势。此外，息烽是贵阳市唯一列入全国30条红色旅游精品线和100个红色旅游经典景区名录的（区）县，

<sup>1</sup> 一园两组团：“一园”指中关村贵阳科技园息烽产业园；“两组团”指小寨坝磷煤精细化工产业组团、永靖高新技术产业组团。

除了拥有息烽集中营革命历史纪念馆、息烽乌江峡两大全国红色旅游经典景区外，还有全国妇女教育基地、半边天文化发祥地养龙司乡堡子村、“南来佛教第一山”西望山、“天下第一神汤”息烽温泉等氡温泉群，“亚洲第一地下长廊”多缤洞和龙滩洞等著名景区、景点。2017年，息烽县各景区、景点接待旅游人数 815.24 万人次，比上年增长 38.89%；实现旅游总收入 53.88 亿元，比上年增长 40.27%。

息烽县 2017 年主要纳税大户包括贵州开磷息烽合成氨有限责任公司、贵阳开磷化肥有限公司、贵州电网有限责任公司贵阳息烽供电局和息烽县土地矿产资源储备中心等。

表 2：2017 年息烽县主要纳税企业

序号	纳税企业名称
1	贵州开磷息烽合成氨有限责任公司
2	贵阳开磷化肥有限公司
3	贵州电网有限责任公司贵阳息烽供电局
4	息烽县土地矿产资源储备中心
5	贵州息烽磷矿有限责任公司
6	息烽县农村信用合作社
7	息烽县开磷化工装备工程有限责任公司
8	息烽县城市建设投资有限公司
9	贵州希望玫瑰园房地产开发有限公司息烽分公司
10	贵州开磷房地产开发有限责任公司

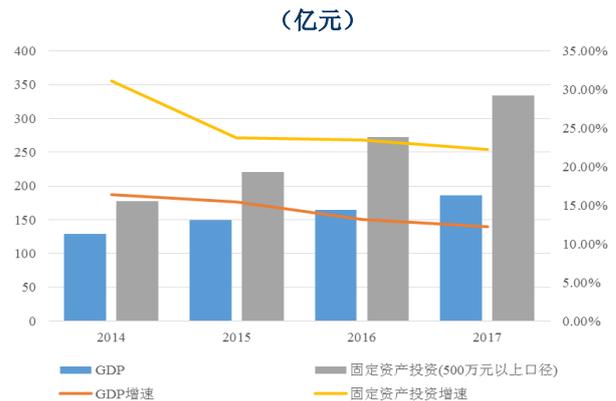
资料来源：息烽县财政局

近年来，息烽县地方经济不断增强。2015~2017 年，息烽县分别实现地区生产总值 149.09 亿元、164.62 亿元和 186.68 亿元，2017 年同比增长 12.2%。息烽县地区生产总值在全省 22 个县域第一方阵县（市、特区）中绝对值排第 11 位；在贵阳市三县一市（修文县、息烽县、开阳县和清镇市）中绝对值排第 4 位，增速排第 3 位。其中，第一产业增加值完成 18.48 亿元，比上年增长 6.6%；第二产业增加值完成 90.84 亿元，比上年增长 10.6%；第三产业增加值完成 77.36 亿元，比上年增长 15.1%，三次产业结构比由 2016 年的 10.4: 48.0: 41.6 调整为 2017 年的 9.9: 48.7: 41.4，产业结构仍以二、三产业为主。2017 年，息烽县人均生产总值达到 79,219 元，比上年增长 8.7%。

2015~2017 年，息烽县固定资产投资（500 万元以上口径）分别完成 220.36 亿元、272.23 亿元和

333.89 亿元，2017 年比上年增长 22.2%。其中，固定资产投资完成投资 321.80 亿元，比上年增长 20.75%；房地产开发投资 11.19 亿元，比上年增长 87.78%。按三次产业分，第一产业投资 45.85 亿元，比上年增长 118.0%；第二产业投资 47.39 亿元，比上年下降 38.09%；第三产业投资 239.48 亿元，比上年增长 37.12%。

图 2：2014~2017 年息烽县 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：息烽县各年国民经济和社会发展统计公报

工业方面，2017 年，息烽县工业总产值 328.20 亿元，比上年增长 3.4%。2017 年，息烽县规模以上工业增加值为 51.28 亿元，比上年增长 10.2%。2017 年，息烽县有资质等级的总承包和专业承包建筑企业 6 个，全县建筑业增加值为 11.16 亿元，比上年增长 14.1%。

总体来看，近年来，息烽县地区生产总值和固定资产投资规模保持较快增长，但增速有所放缓，经济情况总体处于快速发展态势。

## 竞争实力

公司是息烽县城市基础设施建设重要投融资和经营主体，在息烽县区域发展中发挥重要作用，获得了息烽县政府在股权划转、土地资产注入、财政补贴和资本注入等方面的大力支持。

在股权划转方面，2015 年，根据《县人民政府关于县属国有企业国有股权无偿划转的批复》（县府函[2015]1 号），息烽县政府将息烽县财政局持有的贵州息烽产业园区开发投资有限公司（以下简称“息烽产业园区开发公司”）100% 国有股权无偿划转至公司名下。2016 年，根据《县人民政府关于县属

国有企业国有股权无偿划转的批复》（县府函[2016]2号），息烽县政府将息烽县财政局持有的贵州阜峰交通发展有限责任公司（以下简称“阜峰公司”）100%国有股权无偿划转至公司名下；根据《县人民政府关于县属国有企业国有股权无偿划转的批复》（县府函[2016]10号），息烽县政府将息烽县财政局持有的息烽山区水务发展有限责任公司（以下简称“水务公司”）100%国有股权无偿划转至公司名下。

在土地注入方面，2014年，根据《县人民政府关于息烽县城市建设投资有限公司注入国有土地使用权的批复》（县府函[2014]12号），息烽县财政局将永靖镇、西山镇等5宗总面积为47.47万平方米的国有土地使用权注入公司。2015年，根据《县人民政府关于息烽县城市建设投资有限公司注入国有土地使用权的批复》（县府函[2015]5号），息烽县财政局将永靖镇、西山镇等4宗总面积为34.77万平方米的国有土地使用权注入公司；根据《县人民政府关于向贵州阜峰交通发展有限责任公司注入国有土地使用权的批复》（县府函[2015]27号），息烽县财政局将永靖镇1宗面积26.90万平方米的国有土地使用权注入子公司阜峰公司；根据《县人民政府关于向息烽山区水务发展有限责任公司注入国有土地使用权的批复》（县府函[2015]28号），息烽县财政局将永靖镇1宗面积为3.68万平方米的国有土地使用权注入子公司水务公司。截至2017年末，公司共拥有324.01万平方米的土地，账面净值为51.40亿元，规划用途大多为商业用地。

资金支持及资本注入方面，对于基础设施项目建设，息烽县政府每年会给予公司一定补助，2015~2017年，公司分别获得财政补贴0.34亿元、0.68亿元和1.22亿元。此外，2017年，根据《县人民政府关于向息烽县城市建设投资有限公司、息烽县产业园区开发投资有限公司注入注册资本的批复》（县府函[2017]200号），由息烽县财政局承担公司应付相关单位的往来款14.22亿元，并将该笔款项作为息烽县财政局对公司的增资，以增加公司资本公积；息烽县财政局拨付给公司子公司息烽产业园区开发公司2.94亿元资金以增加公司资本公

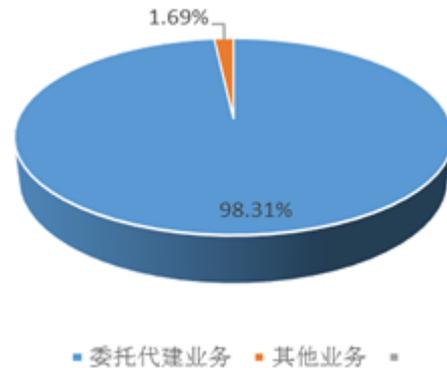
积；根据息烽城投、国家开发银行贵州分行、息烽县财政局、息烽县住房和城乡建设局签订的省级提前置换存量债务协议书（协议书编号[2017]NO:S2016005），贵州省财政厅为息烽城投承担2.01亿元债务，作为贵州省财政厅对公司的支持资金以增加公司资本公积。

综合来看，公司获得了息烽县政府的大力支持，具有一定的抗风险能力。

## 业务运营

2015~2017年，公司分别实现营业总收入5.69亿元、10.05亿元和10.67亿元，营业收入2016年增长较大，2017年与上年相比略有增加。分业务板块来看，公司营业收入主要来自委托代建业务，2017年，公司委托代建业务收入在营业总收入中的占比为98.33%。此外，公司还有较小规模的汽车清洗劳务费、停车场管理费等其他业务收入。

图3：2017年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

## 委托代建业务

公司是息烽县主要的城市基础设施建设投融资和经营主体，承担息烽县城市基础设施及社会重大项目的委托代建业务，委托代建业务收入是公司最主要的收入来源。

公司接受息烽县政府或其他政府单位的委托开展委托代建业务，并根据项目投资总额收取一定的代建管理费。具体模式为：公司与息烽县政府或息烽县内其他政府单位每年年初签订《委托代建协议》，协议中约定由公司负责进行项目施工、资金筹集等建设工作，在工程验收合格之日起一年内，相关政府部门按照公司发生的全部代建投入成本

及投入成本的一定比例向公司支付代建工程款，公司收到代建工程款后将其计入工程代建收入。在项目建设过程中，公司按照协议约定获取项目委托建设收益，项目委托建设收益按照每年发生的建设费用的 20% 计算，于每个会计年度末按实际工程投资支付进度进行结算。

2015~2017 年，公司分别确认委托代建业务收入 5.69 亿元、10.02 亿元和 10.49 亿元。其中，2017 年委托代建业务收入主要来自息烽县团圆山环线道路建设项目工程、息烽县永靖大道安置房工程、息烽县第一幼儿园和息烽县西山底寨中学综合楼

教师楼等项目。

在建项目方面，截至 2017 年末，公司在建项目主要包括息烽县龙泉大道两侧城市棚户区改造工程项目、G210 息烽集中营至黎安公路扩改建工程、永靖镇马当田至西山林丰村道路建设和息烽县团圆山环线道路建设工程项目等 76 个项目，总投资合计 177.14 亿元，累计已投资 73.56 亿元，已结算金额 23.70 亿元，已回款金额 10.55 亿元。截至 2017 年末，公司在建项目尚需投资 103.58 亿元，未来投资压力较大。

**表3：截至2017年末公司主要在建项目情况（亿元）**

项目名称	总投资	已投资	已结算金额	已回款金额	账面价值
息烽县龙泉大道两侧城市棚户区改造工程项目	30.49	31.76	9.68	7.41	23.69
G210息烽集中营至黎安公路扩改建工程项目	19.54	0.06	0.00	0.00	0.06
永靖镇马当田至西山林丰村道路建设项目	14.50	1.73	0.00	0.00	1.73
息烽县团圆山环线道路建设工程项目	14.00	8.25	7.50	0.00	2.00
息烽县住房和城乡建设局项目	11.10	10.09	0.41	0.10	9.75
坪上路网工程项目	11.02	2.07	0.00	0.00	2.07
息烽县2016年城市棚户区改造综合治理项目	10.50	0.92	0.00	0.00	0.92
2016南门城市棚户区基础设施配套项目	10.50	0.03	0.00	0.00	0.03
南门坝工程项目	3.16	0.59	0.00	0.00	0.59
息烽县永靖大道匝道工程项目	2.63	4.24	0.00	0.00	4.24
综合业务用房项目	0.38	0.38	0.15	0.13	0.25
其他	49.32	13.44	5.96	2.91	8.48
<b>合计</b>	<b>177.14</b>	<b>73.56</b>	<b>23.70</b>	<b>10.55</b>	<b>53.81</b>

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司未来重点拟建项目主要包括息烽工业园区永靖组团坪上地块路网工程、中关村贵阳科技园息烽产业园产业综合服务体项目一期、息烽县污水管网处理设施建设工程、息烽县养龙司镇城市棚户区改造综合整治配套基础设施建设项目和息烽新萝温泉项目等，公司未来重点拟建项目预计总投资为 29.30 亿元，未来或将面临较大的投资压力。

**表4：截至2017年末公司主要拟建项目（亿元）**

项目名称	总投资
息烽工业园区永靖组团坪上地块路网工程	4.30
中关村贵阳科技园息烽产业园产业综合服务体项目一期	3.50
息烽县污水管网处理设施建设工程	3.50
息烽县养龙司镇城市棚户区改造综合整治配套基础设施建设项目	3.50
息烽新萝温泉项目	3.20
息烽县南山风力发电项目	2.70
息烽产业园永靖组团南门坝医疗器械市政道路工程项目	2.60
息烽县西望山景区改造工程	2.50
息烽县两岔河水库工程	2.00
贵阳市息烽县味美调味品异地技改项目	1.50
<b>合计</b>	<b>29.30</b>

资料来源：公司提供

总的来看，近年来，公司委托代建的基础设施

建设项目稳步推进，是公司主要的收入来源，但中诚信证评也关注到公司在建及拟建项目未来投资金额较大，公司或将面临较大的资金支出压力。

### 其他业务

公司其他业务主要为下属子公司的洗车服务、招投标服务以及停车场管理等，其他业务产生的收入规模较小，在公司营业总收入中的占比尚不足2%。

### 战略规划

公司定位于息烽县基础设施建设投融资主体和经营主体，肩负着息烽县发展建设的重要使命，公司将努力进行资产运营、多元化产业经营、有效资本运作以及提升人员管理水平，以夯实业务及管理基础并实现可持续发展。

资产运营方面，公司要进一步盘活存量资产，通过对各项资源和资本的统筹运营，使所有的资产存量被最大限度地盘活，由此吸引到更多的增量，从而实现存量资源与增量资源效益最大化的目标。

产业发展方面，合理运用多元化的经营模式，构建多个业务板块，实现业务多样化，收入多元化。力争实现使下属子公司通过涉及不同行业领域，使公司的主营业务范围得以进一步拓宽，而且使公司现有的资产得到良性循环，大幅度增强公司的综合实力，也为公司的稳定、持续发展奠定坚实的基础。

资本运作方面，公司要拓宽融资渠道，进入资本市场，成立一些有盈利潜能的子公司，并积极促成子公司上市，借此来拓展城投公司的融资渠道。

人才培养与管理方面，形成人才培养工作规范化、制度化，保证公司人才储备与开发进入一种有序、持续和稳定发展的局面。公司将实施积极的经营城市战略，盘活存量资产，采用多样化的经营模式，拓宽多样化的融资渠道，重视人才培养，开辟公司发展新路径、新方向，从而充分发挥公司在城市建设中的积极作用，最终实现自我造血、动态平衡与可持续发展的状态。

总体来看，公司发展规划切合实际，在夯实基础业务的前提下，鼓励支持产业多元化并重视人才培养，有助于公司的长远发展。

## 公司治理和管理

### 产权结构

截至2017年末，公司注册资本为22,850万元，实收资本为8,855万元。息烽县财政局和农发基金分别持有公司70%和30%的股权，息烽县财政局为公司的控股股东及实际控制人。截至2017年末，公司纳入合并范围的二级子公司共8家。

### 法人治理结构

息烽城投建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架。公司设有股东会、董事会、监事会和经理层。公司股东会由息烽县财政局和中国农发重点建设基金有限公司行使股东会职权。公司董事会共设董事5名，由出资人委派，其中设董事长1名，董事4名；董事长是公司的法定代表人，由出资人委派；董事每届任期3年，可以连任。公司监事会共设监事5名，监事会由3名股东代表和2名公司职工代表组成；监事每届任期三年，可以连任；董事、高级管理人员以及财务负责人不得兼任监事。公司总经理由出资人委派，总经理负责公司的日常经营管理工作，对董事会负责；总经理未经出资人同意，不得兼任其他有限责任公司、股份有限公司或其他经营组织的负责人。此外，根据公司业务特点及业务需要，公司设置了综合办公室、财务部、审计部、经营部、投融资发展部、资产管理部、工程管理部、人事部共8个职能部门。

### 管理水平

为提高公司的整体控制能力和管理水平，公司已在投融资管理、财务管理、经济合同管理、工作纪律考核管理等方面建立起一套有效的企业监管体系和管理措施。

投融资管理方面，公司就对内及对外投资决策、对外融资决策以及重大资产重组决策进行了管理规定，严格划定审核决策范围、严格执行决策程序以及严格落实审批权限。财务管理方面，公司财务管理的基本原则是依法理财、厉行节约、量入为出、保证重点；公司财务管理在行政一把手领导下，形成了“统一领导、事前审批、集中核算”的财务管理体制，财务人员在日常工作中必须严格按照有关

财务管理的法律、法规，确保报销的原始凭证真实可靠，票据完整清晰。为加强经济合同管理，减少失误，提高经济效益，根据《经济合同法》及其他有关法规的规定，结合公司的实际情况，公司还制定了经济合同管理制度，该制度对公司签订经济合同的整个流程进行了约束及指导，明确了合同签署权限、合同审批权限、合同审批程序以及合同审查要点等。在工作纪律管理考核方面，为维护工作秩序，提高工作效率及工作积极性，促进员工自觉遵守公司劳动纪律，公司制定了相应的管理办法，在管理办法中规定了员工考勤制度、工作量考核制度和日常工作纪律等。此外，公司还制定了会议制度、公文处理制度、政务接待制度、机关公务用车使用管理制度、机关工作人员行为规范以及督查工作制度等，以全面落实公司日常经营活动的管理控制。

总体来看，公司建立了符合现代企业制度要求的管理体制，随着各项管理制度不断完善，管理水平将进一步提升。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年三年连审审计报告。公司各期财务报表均依照新会计准则编制。

### 资本结构

近年来，随着息烽县建设的推进和政府支持力度的加强，公司的资产规模不断扩大。2015~2017年末，公司总资产分别为75.44亿元、113.70亿元和146.35亿元。

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2015~2017年末，公司流动资产占总资产的比重分别为99.84%、99.40%和99.47%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。从具体科目来看，2015~2017年末，公司存货分别为50.82亿元、85.38亿元和105.34亿元，主要由土地使用权和工程施工构成，近年来，息烽县政府不断将土地资产注入公司，同时随着项目建设量的增加，公司存货大幅提升。截至2017年末，公司持有土地资产27宗，账面价值合计51.40亿元，均为

出让地，用途主要为商业用地。随着项目建设的推进，2017年计入存货中的工程施工金额增加了19.69亿元，主要系息烽县龙泉大道两侧城市棚户区改造工程项目、息烽县团圆山环线道路建设工程项目、息烽县永靖大道匝道工程项目和息烽县2016~2017年北门城市棚户区改造项目的投资金额增加所致。2015~2017年末，公司其他应收款分别为12.46亿元、13.66亿元和21.33亿元，规模上升较快，主要系公司与当地平台和政府部门的往来款项增多所致。截至2017年末，应收账款和其他应收款涉及息烽县相关政府部门的部分共计110,338.13万元，根据《息烽县人民政府关于做好息烽县城市建设投资有限公司应收款项清算工作的通知》文件，息烽县政府责成相关单位加快与公司有关款项的支付进度，于2021年前完成所欠公司全部款项的支付。为确保还款资金落到实处，息烽县将根据土地出让指标，从整理的达到出让条件的土地中安排约3,107.92亩的土地实施挂牌出让，将上述地块对应的土地出让金收益作为支付应收款项的资金来源。经测算，在还款计划期内，上述地块预计土地出让收入达到124,156.49万元，扣除相应成本后，预计将实现土地收益83,206.57万元，该部分收益为偿还公司应收款项提供了一定保障。2015~2017年末，公司货币资金分别为9.94亿元、10.61亿元和11.10亿元，较为充足，且均未受限，能够为公司发展提供一定的流动性支持。2015~2017年末，公司非流动资产分别为0.12亿元、0.68亿元和0.78亿元，主要包括长期股权投资、固定资产和可供出售金融资产。

表5:截至2017年末其他应收款前五名单位情况(亿元、%)

单位名称	金额	占其他应收款总额的比例
息烽县投资有限责任公司	16.82	78.46
息烽县土地矿产资源储备中心	2.12	9.89
息烽县水务管理局	0.37	1.73
贵州开磷建设集团有限公司	0.20	0.93
息烽县财政局	0.20	0.93
<b>合计</b>	<b>19.71</b>	<b>91.94</b>

资料来源：公司财务报告

近年来，随着工程建设的推进，公司用款需求激增，总负债呈快速增长态势，2015~2017年末，

公司总负债规模分别为 23.20 亿元、58.58 亿元和 70.38 亿元。公司负债结构从以流动性负债为主逐渐转变为以非流动负债为主，截至 2017 年末，非流动负债占总负债的比例为 67.17%。

流动负债方面，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 8.21 亿元、34.48 亿元和 23.11 亿元。2017 年末，公司流动负债主要由其他应付款、应付账款和短期借款构成。2015~2017 年末，公司其他应付款分别为 7.35 亿元、25.66 亿元和 17.32 亿元，其中，2017 年末的其他应付款主要为与贵州省贵民投资集团有限责任公司、息烽县投资有限责任公司和贵州开磷房地产开发有限责任公司的往来款以及向贵阳贵银金融租赁有限责任公司和息烽县财政局的借款。同期，公司应付账款分别为 0.30 亿元、3.15 亿元和 2.09 亿元，以应付工程款和应付材料款为主，与业务规模的扩张程度相匹配。2015 和 2016 年末，公司无短期借款；2017 年末，公司新增短期借款 2.00 亿元，系子公司贵州阜烽交通发展有限责任公司新增的向贵阳银行借的质押借款，借款利率为 7%。

表 6: 截至 2017 年末其他应付款前五名单位情况(亿元、%)

单位名称	金额	占其他应付款总额的比例	款项性质
贵州省贵民投资集团有限责任公司	7.43	42.89	往来款
息烽县投资有限责任公司	3.31	19.12	往来款
贵阳贵银金融租赁有限责任公司	2.25	12.99	借款
贵州开磷房地产开发有限责任公司	1.71	9.88	往来款
息烽县财政局	1.20	6.93	借款
合计	15.90	91.81	--

资料来源：公司提供

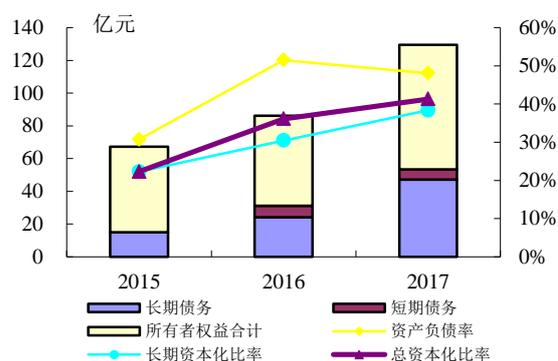
非流动负债方面，公司非流动负债主要为长期借款。公司长期借款以抵押及质押借款为主；2015~2017 年末，公司长期借款分别为 14.98 亿元、24.10 亿元和 47.22 亿元，呈快速增长趋势，主要系公司根据业务发展需要以银行借款方式筹措资金来补充公司项目建设资金和自身营运资金。

表 7: 截至 2017 年末长期借款前五名来源情况(亿元、%)

单位名称	金额	占长期借款总额的比例
贵阳银行息烽支行	14.39	30.47
华能贵城信托有限公司	13.40	28.38
国家开发银行贵州省分行	8.10	17.15
贵阳银行虎城支行	3.70	7.84
中国农业发展银行息烽县支行	2.70	5.72
合计	42.29	89.46

资料来源：公司提供

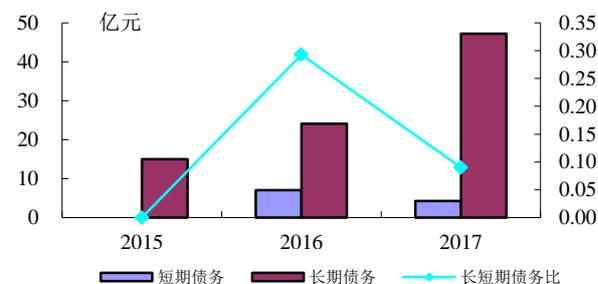
图 4: 2015~2017 年末公司资本结构



资料来源：公司财务报告

债务结构方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 14.98 亿元、31.15 亿元和 51.47 亿元，总债务规模呈快速增长趋势。2015 年末，公司无短期债务，2016~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.29 倍和 0.09 倍，长期债务占比较大，债务结构与公司业务模式较为匹配，债务结构较为合理。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 30.75%、51.52% 和 48.09%，呈波动趋势；同期，总资本化比率分别为 22.29%、36.11% 和 40.39%，呈逐年增长趋势。

图 5: 2015~2017 年末公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 52.24 亿元、55.12 亿元和 75.97

亿元，呈逐年增长态势。截至 2017 年末，公司实收资本为 0.89 亿元，较 2016 年末无变化。公司资本公积主要为息烽县政府向公司注入的资金、股权及土地资产，2015~2017 年末，公司资本公积分别为 50.51 亿元、51.32 亿元和 70.05 亿元；其中，2017 年末较上年末增加 18.73 亿元，其中 14.22 亿元系根据《县人民政府关于向息烽县城市建设投资有限公司、息烽县产业园区开发投资有限公司注入资本的批复》（县府函[2017]200 号），息烽县财政局承担公司应付相关单位的往来款，并将承担的往来款金额作为对公司的增资，以增加公司资本公积；其中 2.01 亿元系根据息烽城投、国家开发银行贵州分行、息烽县财政局、息烽县住房和城乡建设局签订的《省级提前置换存量债务协议书》（协议编号：[2017]NO:S2016005），贵州省财政厅为公司承担 2.01 亿元债务，作为贵州省财政厅对公司的支持资金以增加公司的资本公积；其中 2.49 亿元系根据《县人民政府关于向息烽县城市建设投资有限公司、息烽县产业园区开发投资有限公司注入资本的批复》（县府函[2017]200 号），息烽县财政局拨付给子公司息烽产业园区开发公司资金以增加公司资本公积；其中 0.10 亿元系息烽县工信局拨付给息烽产业园区开发公司资金以增加公司资本公积。此外，公司未分配利润亦逐年累积，2015~2017 年末，分别为 0.92 亿元、2.65 亿元和 4.57 亿元。

总体来看，近年来，公司持续获得政府在资金

注入和资产划拨方面的有力支持，资本实力不断增强。同时，中诚信证评也关注到，随着工程项目建设的推进，公司投融资规模加大，总债务规模上升较快。

## 盈利能力

随着业务的不断发展，公司收入规模呈现增长态势。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 5.69 亿元、10.05 亿元和 10.67 亿元，呈逐年增长态势。

从收入构成来看，委托代建收入是公司营业收入的主要来源，在营业总收入中的占比保持在 98% 以上。2015~2017 年，委托代建收入分别为 5.69 亿元、10.02 亿元和 10.49 亿元；2017 年，公司确认收入的项目主要为息烽县团圆山环线道路建设项目工程、息烽县永靖大道安置房工程、息烽县第一幼儿园和息烽县西山底寨中学综合楼教师楼项目等。公司委托建设收益按照每年发生的建设费用的 20% 计算，故近三年毛利率较为稳定，分别为 16.68%、16.41% 和 15.56%，其中，2017 年毛利率略有下降，主要系原材料和人力成本价格上升所致。

其他业务方面，2015~2017 年，其他业务收入分别为 24.69 万元、238.61 万元和 1,802.71 万元，收入规模较小但逐年增长较快，主要系子公司业务发展较快，产生的沥青混凝土销售收入、洗车费收入和水费收入逐年增加。

表 8：2015~2017 年公司营业总收入及毛利率情况

项目	2015		2016		2017	
	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)
委托代建业务	56,861.80	16.68	100,212.63	16.41	104,878.26	15.56
其他业务	24.69	80.11	238.61	98.58	1,802.71	97.32
<b>合计/综合</b>	<b>56,886.49</b>	<b>16.70</b>	<b>100,451.24</b>	<b>16.60</b>	<b>106,680.97</b>	<b>16.94</b>

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司期间费用有所波动，分别为 0.28 亿元、0.24 亿元和 0.53 亿元。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2015~2017 年，公司管理费用分别为 0.25 亿元、0.16 亿元和 0.13 亿元，呈逐年下降趋势。2015~2016 年，公司借款利息大部分资本化处理，财务费用维持在较低水平；2017 年，公司有息债务大幅增加，财务费用增

长较大。2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 4.88%、2.35% 和 4.95%，呈波动趋势，但整体水平三费收入占比水平较低。

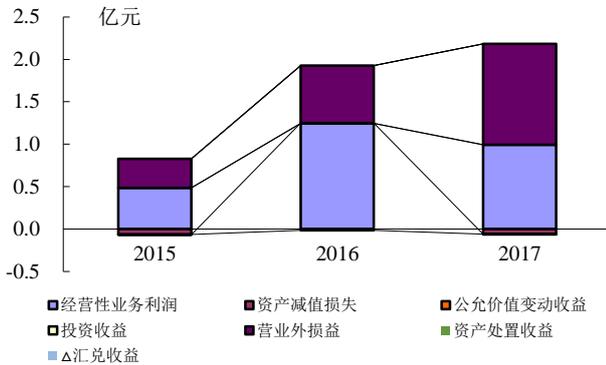
表 9: 2015~2017 年公司期间费用情况

项目名称	2015	2016	2017
销售费用 (亿元)	0.00	0.00	0.00
管理费用 (亿元)	0.25	0.16	0.13
财务费用 (亿元)	0.03	0.07	0.40
三费合计 (亿元)	0.28	0.24	0.53
营业总收入 (亿元)	5.69	10.05	10.67
三费收入占比 (%)	4.88	2.35	4.95

资料来源: 公司财务报告

利润方面, 2015~2017 年, 公司利润总额分别为 0.76 亿元、1.92 亿元和 2.12 亿元, 呈逐年增长趋势。公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外收入构成。2015~2017 年, 公司经营性业务利润分别为 0.48 亿元、1.25 亿元和 0.99 亿元, 2017 年出现下降, 主要系营业毛利率下降所致; 同期, 营业外损益分别为 0.34 亿元、0.68 亿元和 1.19 亿元, 主要系政府补助收入, 是公司利润总额的重要组成部分。

图 6: 2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告

总体来看, 近年来, 公司三费收入占比较低, 营业收入和利润总额均保持增长, 但主营业务较为单一, 盈利规模有限, 利润形成很大一部分依赖政府补助。

## 偿债能力

2015~2017 年末, 总债务分别为 14.98 亿元、31.15 亿元和 51.47 亿元, 总债务规模呈快速增长趋势, 主要系随着代建业务投资规模的加大, 公司融资需求增大, 长期贷款及与其他单位的资金拆借款增多所致。

从偿债指标看, 2015~2017 年, EBITDA 分别为 0.81 亿元、2.05 亿元和 2.61 亿元, 保持逐年增

长; 2017 年, 公司总债务上升幅度较大, EBITDA 对总债务的覆盖能力较 2016 年有所减弱, 总债务/EBITDA 升至 19.72 倍。2015~2017 年, EBITDA 利息倍数呈下降趋势, 分别为 1.16 倍、0.97 倍和 0.78 倍。2015~2017 年, 公司经营净现金流为负, 无法覆盖总债务及利息支出。

表 10: 2015~2017 年公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	14.98	31.15	51.47
短期债务 (亿元)	0.00	7.05	4.25
长期债务 (亿元)	14.98	24.10	47.22
资产负债率 (%)	30.75	51.52	48.09
总资本化比率 (%)	22.29	36.11	40.39
EBITDA (亿元)	0.81	2.05	2.61
经营活动净现金流 (亿元)	-5.49	-13.26	-20.27
总债务/EBITDA (X)	18.57	15.17	19.72
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.37	-0.43	-0.39
EBITDA 利息倍数 (X)	1.16	0.97	0.78
经营活动净现金流利息倍数 (X)	-7.88	-6.26	-6.09

资料来源: 公司财务报告

从债务到期分布情况来看, 公司到期债务集中在 2020 年和 2022 年及以后, 到期债务金额分别为 11.61 亿元和 27.69 亿元。

表 11: 截至 2017 年末公司债务到期分布情况 (亿元)

到期年份	2018	2019	2020	2021	2022 年及以后
到期金额	3.11	6.44	11.61	2.61	27.69

资料来源: 公司提供

截至 2017 年末, 公司总债务 51.47 亿元, 其中纳入政府债务的债务余额为 0.80 亿元, 2017 年置换 3.49 亿元, 截至 2017 年末累计已置换 7.51 亿元。

或有事项方面, 截至 2017 年末, 公司对外担保金额为 1.84 亿元, 占净资产的比例为 2.42%, 占比较低。公司对外担保对象为息烽县旅游文化产业投资开发有限公司和息烽华公馆酒店管理有限公司, 担保金额分别为 1.76 亿元和 0.08 亿元, 上述两家企业均系地方国有企业。

受限资产方面, 截至 2017 年末, 公司将账面价值 6.71 亿元的土地资产用于抵质押获得银行借款, 公司受限资产占总资产的比例为 4.58%。

银行授信方面, 截至 2017 年末, 公司获得授

信额度共计 29.80 亿元，公司未使用授信额度为 14.35 亿元。

## 担保主体实力

### 贵阳城投

贵阳城投作为担保人为本期公司债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

贵阳城投是 2009 年经贵阳市人民政府批准(筑府发[2009]40 号)，在贵阳市建设投资控股有限公司和贵阳市城市建设投资有限责任公司基础上组建，并由贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵阳市国资委”）履行出资人职责的国有独资有限公司，初始注册资本 5,000 万元。截至 2017 年末，贵阳城投注册资本为 860,149 万元，实收资本为 860,149 万元，实际控制人为贵阳市国资委，下属二级全资子公司 11 家。

贵阳城投是贵阳市政府重要的投融资主体和城市基础设施项目建设的主体，主要负责城市基础设施建设投融资；组织实施市政基础设施项目、环境治理项目建设和运营管理以及部分政府投资公共房屋建筑项目代建；开展城市基础设施建设形成的资产管理和经营；受贵阳市政府委托进行土地一级开发和房地产开发等，在贵阳市市政道路建设、环境工程、公共建筑工程等基础设施建设领域发挥重要作用。

贵阳城投通过委托代建的业务模式承担着贵阳市大部分城区市政道路、桥梁、污水处理厂等基础设施投融资和建设任务，在贵阳市范围内占有率达 50% 以上，在老城区范围内达 100%，具有很强的区域优势。此外，公司向城市建设产业链的上下游延伸，作为投资及施工方积极发展其工程施工结算业务，收入逐年稳定增长对公司业务的持续增长起到了有力支撑。2015~2017 年，贵阳城投营业总收入分别为 13.91 亿元、14.96 亿元和 11.32 亿元，主要来自工程结算收入，2017 年，贵阳城投工程结算收入占营业总收入的比重为 72.61%。

截至 2017 年末，贵阳城投资产总额 1,231.18 亿元，所有者权益合计 654.12 亿元，资产负债率 46.87%；2017 年，贵阳城投实现营业总收入 11.32

亿元，净利润 4.14 亿元，经营活动净现金流 4.06 亿元。

截至 2017 年末，贵阳城投总债务 453.11 亿元，其中，贵阳城投纳入地方性政府债务的债务余额为 136.50 亿元，其中一类债务余额为 136.22 亿元，2017 年通过地方政府债券置换公司债券 72.15 亿元，预计 2018 年可将一类债务全部置换完成。

整体而言，贵阳城投近年来资产规模逐年提升，作为贵阳市国资委下属的国有独资企业，未来其业务规模和整体实力有望继续壮大。此外，贵阳城投有部分债务纳入地方政府性债务，贵阳城投的偿债风险可控。

未来，公司可持续获得息烽县政府有力支持，且项目储备丰富，为公司后续收入的稳定性提供了保证；随着公司项目稳步推进，营业收入有望保持较快增长。同时，中诚信证评也关注公司未来存在一定的资本支出压力、盈利来源较为单一、经营活动净现金流缺口持续扩大以及债务规模快速上升等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

## 结 论

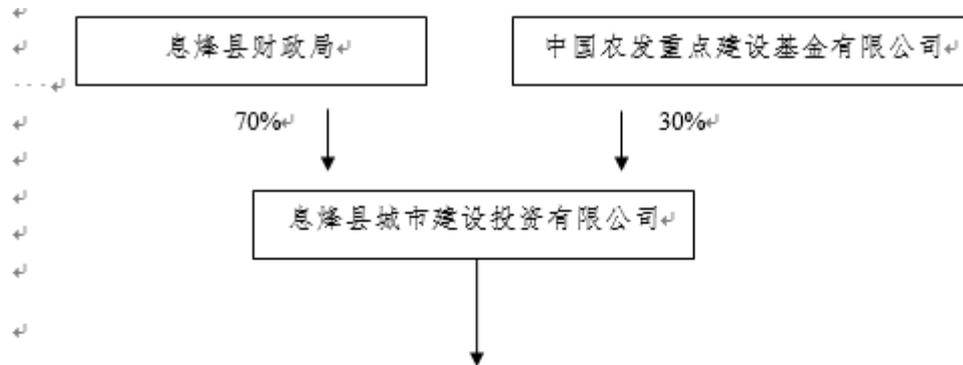
综上，中诚信证评评定息烽县城市建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；评定“2019 年息烽县城市建设投资有限公司公司债券”债项的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，该级别充分考虑贵阳城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

## 关于2019年息烽县城市建设投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

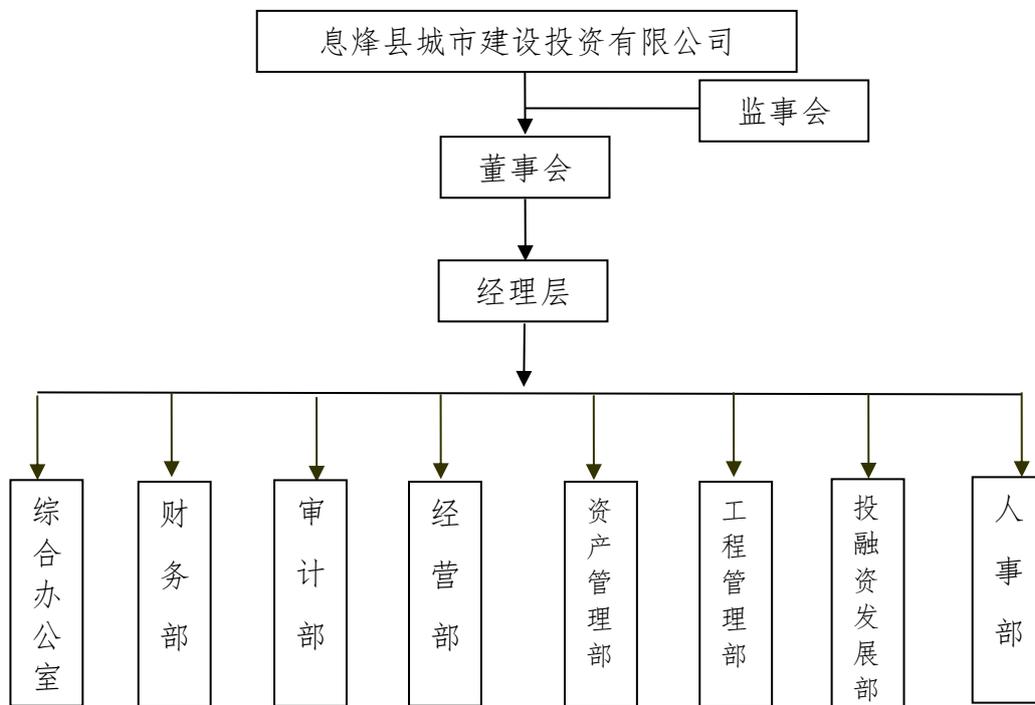
附一：息烽县城市建设投资有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	企业名称	级次	持股比例 (%)
1	贵州息烽产业园区开发投资有限公司	二级	100
2	息烽山区水务发展有限责任公司	二级	100
3	贵州息烽交通发展有限责任公司	二级	100
4	息烽县陆通建筑工程有限公司	二级	100
5	息烽县团圆山建设有限公司	二级	100
6	息烽县南门棚户区建设有限公司	二级	100
7	息烽县陆通建设劳务有限公司	二级	100
8	息烽县城投房地产开发有限公司	二级	100

资料来源：公司提供

附二：息烽县城市建设投资有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

**附三：息烽县城市建设投资有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	99,444.10	106,141.30	110,961.55
应收账款	18,767.22	33,429.11	76,275.58
其他应收款	124,649.32	136,602.48	213,317.44
存货	508,204.11	853,802.19	1,053,387.43
可供出售金融资产	0.00	4,800.00	4,800.00
长期股权投资	971.44	1,008.75	1,006.40
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.66
总资产	754,357.38	1,136,982.93	1,463,457.02
其他应付款	73,537.04	256,569.98	173,214.56
短期债务	0.00	70,500.00	42,500.00
长期债务	149,825.00	241,000.00	472,160.84
总债务	149,825.00	311,500.00	514,660.84
总负债	231,953.47	585,801.16	703,790.20
费用化利息支出	405.00	1,278.10	4,605.72
资本化利息支出	6,560.55	19,910.91	28,692.37
实收资本	7,255.00	8,855.00	8,855.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	522,403.91	551,181.76	759,666.82
营业总收入	56,886.49	100,451.24	106,680.97
经营性业务利润	4,849.19	12,467.39	9,943.66
投资收益	-28.56	37.31	-2.36
营业外收入	3,421.79	6,782.42	12,193.92
净利润	7,602.61	19,077.86	21,175.43
EBIT	8,010.50	20,428.86	25,844.07
EBITDA	8,069.28	20,533.05	26,103.45
销售商品、提供劳务收到的现金	44,209.22	85,538.22	67,686.64
收到其他与经营活动有关的现金	240,939.80	551,268.82	484,597.32
购买商品、接受劳务支付的现金	131,957.61	398,785.65	272,204.23
支付其他与经营活动有关的现金	208,023.97	370,341.84	481,631.79
吸收投资收到的现金	8,855.00	5,600.00	23,935.00
资本支出	69.09	956.53	1,443.36
经营活动产生现金净流量	-54,878.44	-132,643.17	-202,684.15
投资活动产生现金净流量	-69.09	-5,756.53	-1,443.36
筹资活动产生现金净流量	147,975.00	130,096.90	223,947.76

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	16.70	16.60	16.94
三费收入比 (%)	4.88	2.35	4.95
应收类款项/总资产 (%)	19.01	14.95	19.79
收现比 (X)	0.78	0.85	0.63
总资产收益率 (%)	1.41	2.16	1.99
流动比率 (X)	9.17	3.28	6.30
速动比率 (X)	2.98	0.80	1.74
资产负债率 (%)	30.75	51.52	48.09
总资本化比率 (%)	22.29	36.11	40.39
长短期债务比 (X)	0.00	0.29	0.09
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.37	-0.43	-0.39
经营活动净现金流/短期债务 (X)	--	-1.88	-4.77
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-7.88	-6.26	-6.09
总债务/EBITDA (X)	18.57	15.17	19.72
EBITDA/短期债务 (X)	--	0.29	0.61
货币资金/短期债务 (X)	--	1.51	2.61
EBITDA 利息倍数 (X)	1.16	0.97	0.78

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评将其他应付款中的带息借款调整至短期债务。

附四：贵阳市城市建设投资（集团）有限公司主要财务数据与指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	673,225.29	1,111,621.57	1,284,988.43
应收账款	37,693.68	40,779.08	49,223.91
其他应收款	4,203,198.07	4,911,656.69	4,152,916.55
存货	5,376,469.29	5,340,831.17	5,335,233.23
可供出售金融资产	76,824.76	104,120.48	84,856.58
长期股权投资	2,336.90	2,252.22	2,843.65
在建工程	148.89	7,511.68	33,137.49
无形资产	33,041.17	32,124.71	31,203.58
总资产	11,275,773.50	12,394,830.32	12,311,809.58
其他应付款	379,020.01	530,553.34	664,211.04
短期债务	408,238.49	955,228.02	425,478.04
长期债务	3,598,154.26	3,806,612.63	4,105,652.12
总债务	4,006,392.75	4,761,840.66	4,531,130.16
总负债	4,851,298.86	5,924,520.74	5,770,567.29
费用化利息支出	2,946.99	9,545.29	13,900.56
资本化利息支出	113,527.21	136,898.65	152,156.31
实收资本	860,149.01	860,149.01	860,149.01
少数股东权益	1,983.52	2,242.36	2,097.08
所有者权益（含少数股东权益）	6,424,474.65	6,470,309.58	6,541,242.29
营业总收入	139,078.81	149,574.71	113,229.98
经营性业务利润	2,338.26	-4,163.26	33,118.71
投资收益	980.88	1,418.16	12,256.86
营业外收入	42,405.38	46,095.47	63.71
净利润	40,739.35	41,378.60	41,371.77
EBIT	44,540.31	51,464.43	57,908.48
EBITDA	49,137.64	55,279.13	65,959.24
销售商品、提供劳务收到的现金	101,194.47	121,942.21	109,218.65
收到其他与经营活动有关的现金	80,939.48	138,951.75	77,434.41
购买商品、接受劳务支付的现金	77,073.20	114,427.36	83,150.82
支付其他与经营活动有关的现金	36,471.23	64,238.60	24,430.62
吸收投资收到的现金	80.00	245.00	30,000.00
资本支出	23,368.67	27,176.12	13,804.78
经营活动产生现金净流量	10,771.25	35,133.91	40,612.05
投资活动产生现金净流量	-887,261.69	-596,473.66	-1,207.48
筹资活动产生现金净流量	1,015,326.88	999,536.04	714,816.08

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	17.40	14.12	14.31
三费收入比 (%)	12.14	14.50	24.42
应收类款项/总资产 (%)	37.61	39.96	34.13
收现比 (X)	0.73	0.82	0.96
总资产收益率 (%)	0.41	0.43	0.47
流动比率 (X)	8.47	5.64	6.85
速动比率 (X)	4.12	3.02	3.61
资产负债率 (%)	43.02	47.80	46.87
总资本化比率 (%)	38.41	42.39	40.92
长短期债务比 (X)	0.11	0.25	0.10
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.003	0.01	0.01
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.03	0.04	0.10
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.09	0.24	0.24
总债务/EBITDA (X)	81.53	86.14	68.70
EBITDA/短期债务 (X)	0.12	0.06	0.16
货币资金/短期债务 (X)	1.65	1.16	3.02
EBITDA 利息倍数 (X)	0.42	0.38	0.40

注：1、各期财务报告均按照新会计准则编制；2、中诚信证评将其他应付款中的带息金额调入短期债务，将长期应付款中的带息金额调入长期债务。

**附五：公司基本财务指标的计算公式**

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 财务费用 - 管理费用 - 销售费用 + 其他收益

营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入

三费合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产

收现比 = 销售商品提供劳务收到的现金流入 / 营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

现金比率 = (货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。