

2013 年安顺市国有资产管理有限责任公司

企业债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
 中鹏信评【2019】跟踪  
 第【651】号 01

债券简称：  
 PR 安国资/13 安顺国资  
 债

债券剩余规模：  
 1.60 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 梁璇

电话：  
 0755-82871617

邮箱：  
 hejh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
 资信评估股份有限公司  
 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。

中证鹏元资信评估股份  
 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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2013 年安顺市国有资产管理有限责任公司企业债券 2019 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	2019 年 6 月 27 日	2018 年 6 月 27 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对安顺市国有资产管理有  
 限公司（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  
 以下简称“本期债券”）的 2019 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，并持续获得外部支持。同时中  
 证鹏元也关注到，公司应收款项对资金占用较多，黄果树景区的门票收费权和部分土地资  
 产抵质押受限，部分应收款存在回收风险，面临较大的资金压力和债务偿付压力，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。2018 年安顺市实现地区生产总值 849.40 亿元，同比增长 10.3%，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、公交、转贷款业务等，2018 年工程建设收入和旅游服务收入占营业收入比重仍超过 80%。截至 2018 年末公司主要代建项目已投资 34.34 亿元，尚需投资超过 30.66 亿元，后续仍可贡献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。
- 公司持续获得外部支持。2018 年，公司收到安顺市各政府单位拨付的财政补贴 2.03

亿元，其中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”）收到运营补贴 1.80 亿元。

### 关注：

- **应收款项对公司资金占用较多，黄果树景区的门票收费权和部分土地资产抵质押受限，部分应收款存在回收风险。**截至 2018 年末，公司资产中应收票据及应收账款、其他应收款（主要是关联单位往来款）合计 92.54 亿元，占比为 18.70%，占用了公司较多资金，其中部分应收款项可能存在一定的回收风险。截至 2018 年末，公司抵押受限土地资产 41.44 亿元，占公司土地资产的 23.69%，黄果树景区的门票收费权已被质押借款。
- **公司在建项目后续资金需求较大，部分项目投资回收方式不确定。**截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资超过 72.30 亿元，部分资金需由公司筹集；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未明确。
- **公司有息债务规模持续上升，债务偿付压力较大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 179.07 亿元，同比增长 4.51%，占总负债的比重为 67.74%，其中短期有息债务 23.05 亿元，公司面临的债务偿付压力较大。
- **对外担保面临较大的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司及子公司安顺城投、贵州省安顺投资担保有限公司（以下简称“安顺担保”）的对外担保金额合计 99.62 亿元，占期末净资产的比重达 43.20%，其中安顺担保累计担保代偿额 2.03 亿元，累计代偿回收额仅 0.37 亿元。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。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,949,841.19	4,494,652.21	4,042,809.61
所有者权益合计	2,306,126.87	2,286,018.24	1,937,696.00
有息债务	1,790,743.33	1,713,542.02	1,828,027.32
资产负债率	53.41%	49.14%	52.07%
流动比率	4.45	4.67	3.54
营业收入	308,117.60	301,280.86	313,479.35
其他收益	20,252.40	21,232.68	0.00

营业利润	36,287.12	39,896.72	12,176.06
营业外收入	3,184.00	1,642.92	23,648.45
利润总额	37,426.99	40,161.37	35,580.92
综合毛利率	21.57%	18.63%	23.92%
EBITDA	78,103.86	67,074.49	78,604.76
EBITDA 利息保障倍数	3.19	0.69	1.44
经营活动现金流净额	-5,029.66	212,835.13	-132,701.07

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理，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，募集资金计划用于安顺市西市村“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。截至2019年4月30日，本期债券募集资金专户余额为81.38元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本均未发生变动。截至2019年5月31日公司注册资本和实收资本为38.10亿元，安顺市人民政府（以下简称“安顺市政府”）和国开发展基金有限公司（以下简称“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。

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。2018年3月9日，根据《关于毛捷等同志不再担任职务的通知》（安市干任【2018】16号），毛捷不再担任公司董事长。2018年5月30日，根据《关于周云虹等同志任免职的通知》（安市干任【2018】35号），周云虹任公司董事长，不再担任总经理，刘浩任公司副董事长、总经理。2018年7月12日，根据《安顺市人民政府关于吴强、陈敏同志不再担任职务的通知》（安府任【2018】8号），吴强、陈敏不再担任公司监事。

2018年公司合并范围未发生变动，截至2018年末公司合并范围共9家一级子公司，明细如表1所示。

**表1 截至 2018 年末公司合并范围内一级子公司明细（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%	文艺作品拍摄、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 2018 年审计报告

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范

地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018年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
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)	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2018年安顺市经济保持较高增速,固定资产投资是拉动安顺市经济发展的重要因素

2018年安顺市经济保持较高增速,全年全市地区生产总值849.40亿元,比上年增长10.3%。按产业分,第一产业增加值149.16亿元,增长6.9%;第二产业增加值272.83亿元,增长10.4%;第三产业增加值427.41亿元,增长11.4%。三次产业结构比由2017年的16.9:33.4:49.7调整为17.6:32.1:50.3,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。2018年全市人均地区生产总值36,164元,增长9.8%,是全国人均地区生产总值的55.94%,人均GDP水平逐年提升。

2018年安顺市规模以上工业增加值比上年增长11.2%。按轻重工业分，轻工业增加值增长8.8%；重工业增加值增长13.1%。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长56.6%，电力、热力的生产和供应业增加值增长11.7%，医药制造业增加值增长8.3%。

固定资产投资是安顺市经济发展的重要动力，2018年固定资产投资比上年增长14.0%，其中，工业投资增长16.5%，房地产开发企业投资增长30.9%；全年商品房销售面积239.39万平方米，增长7.6%。在经济发展的带动下，2018年安顺市社会消费品零售总额保持较快增长，增速为8.1%。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。2018年旅游总人数10,122.73万人次，比上年增长35.6%；旅游总收入1,035.41亿元，增长35.4%。金融环境方面，全市金融机构人民币各项存款余额1,110.05亿元，比上年末下降5.4%；金融机构人民币各项贷款余额928.76亿元，比上年末增长14.3%，外部金融环境良好。

**表3 安顺市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	849.40	10.3%	802.46	12.3%
第一产业增加值	149.16	6.9%	135.70	6.7%
第二产业增加值	272.83	10.4%	267.82	12.1%
第三产业增加值	427.41	11.4%	398.94	14.2%
规模以上工业增加值（2,000万元）	-	11.2%	214.68	12.1%
固定资产投资（500万元）	-	-	794.54	21.7%
社会消费品零售总额	-	8.1%	197.11	11.8%
进出口总额（万美元）	25,418	17.2%	21,689	25.6%
存款余额	1,110.05	-5.4%	1,173.14	7.5%
贷款余额	928.76	14.3%	812.39	18.1%
人均GDP（元）		36,164		34,345
人均GDP/全国人均GDP		55.94%		57.56%

资料来源：2017年数据来自中证鹏元地方财政与经济数据库，2018年数据来自安顺市2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年安顺市实现公共财政收入77.32亿元，同比增长1.4%，其中税收收入50.14亿元，占公共财政收入比重为64.85%；实现政府性基金收入85.22亿元，同比增长38.51%；同期安顺市公共财政支出为272.67亿元，同比增长6.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为28.36%。

## 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。2018 年公司实现营业收入 30.81 亿元，与上年持平；公司主营业务中工程建设和旅游服务收入合计占比 83.93%，是公司营业收入的主要来源，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。公司其他业务收入除转贷款业务形成的利息收入和租金收入外，还包括各子公司检测收入、商品销售收入、物业管理收入、食堂餐饮服务收入等零星收入。

2018 年公司综合毛利率 21.57%，较上年增长 2.94 个百分点，主要原因为公司 2017 年在核算转贷款业务成本时，将不属于转贷款形成的利息支出 20,886 万元计算在内，导致其成本倒挂。

**表4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	190,974.36	9.24%	180,203.93	11.24%
旅游服务收入	67,624.31	47.03%	62,353.65	47.58%
供水收入	11,347.53	14.39%	12,743.91	35.48%
公交收入	7,279.87	-6.34%	6,865.36	21.99%
担保收入	5,763.52	100.00%	10,617.92	100.00%
商品房收入	0.00	-	1,908.74	-0.65%
其他主营业务收入	3,732.10	71.18%	7,506.69	50.56%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>286,721.70</b>	<b>20.59%</b>	<b>282,200.20</b>	<b>24.93%</b>
利息收入	14,022.97	3.38%	16,540.96	-98.00%
租金收入	1,207.66	88.31%	2,302.93	80.38%
其他	6,165.26	95.05%	236.76	51.11%
<b>其他业务收入合计</b>	<b>21,395.90</b>	<b>34.59%</b>	<b>19,080.65</b>	<b>-74.62%</b>
<b>营业收入合计</b>	<b>308,117.60</b>	<b>21.57%</b>	<b>301,280.85</b>	<b>18.63%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**公司在建项目投资规模较大，后续仍可为公司带来较多收入，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，具体业务由公司本部、子公司安顺城投、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”）、子公司安顺市黔中投资有限公司（以下简称“黔中投资”）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。

除此之外，2018年5月28日，安顺市住建局出具《关于委托安顺市黔中投资有限公司作为中华东路棚户区改造（二期）工程项目实施主体的函》，委托黔中投资作为中华东路棚户区改造（二期）项目实施主体，采取代建模式建设，投资总额的8%作为黔中投资的投资收益。

2018年，公司工程建设收入全部来自于子公司安顺城投，具体包括历史文化街区项目、贵安大道项目和安顺市城投南出口片区棚户区改造项目安置房（二标段）等，公司共确认工程建设收入19.09亿元。

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。2018年，安顺市政府确认支付回购款15,000.00万元，公司将其中的2,962.29万元确认为基础设施回购收入。

**表5 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
<b>合计</b>		<b>15.25</b>

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目共11个，已投资55.54亿元，其中已签订代建协议的项目3个，已投资34.34亿元，尚需投资超过30.66亿元，未来仍可带来一定的工程建设收入。但公司主要在建项目尚需投资超过72.30亿元，部分资金需由公司筹集，除党

校新校区项目等 3 个项目签订代建协议，其他项目投资回收方式未明确，公司面临的资金需求较大。

**表6 截至 2018 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	85,784	23,384.14	62,415.86	否
党校新校区项目	22,000	29,998.33	-	是
南出口项目	350,000	101,783.98	248,216.02	是
体育路经济适用房及配电设施	135,000	59,531.38	75,468.62	否
北部新区廉租房	11,205	16,808.60	-	否
工商小区项目	10,098	13,827.30	-	否
中华东西路棚户区改造	270,000	211,620.40	58,379.60	是
安运司棚改项目地块	81,000	41,587.88	39,412.12	否
安顺西秀区 2016 年西山、太平片区城市棚改项目	50,016	20,498.46	29,517.54	否
安运司原汽车城项目	46,000	14,879.98	31,120.02	否
老党校棚户区项目	200,000	21,500.45	178,499.55	否
<b>合计</b>	<b>1,261,103</b>	<b>555,420.90</b>	<b>723,029.33</b>	-

注：1）中华东西路建设用地 2018 年办理了相关权证，转入存货-待开发土地核算，转入时账面价值 48.89 亿元。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。3）截至 2018 年末，北山安置房、工商小区安置房、体育路安置房项目共预收房款 2.03 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司负责经营黄果树风景名胜区等景区的门票业务，主要景区游客人数持续上升，旅游服务收入保持增长态势，但期间费用亦保持较大规模**

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。2018 年，黄果树景区、奇石馆景点分别接待游客 436 万人次和 5.5 万人次，同比分别增长 32.93% 和 57.14%，多彩贵州风景点接待游客 30 万人次，较上年略下降 3.23%，公司实现旅游服务收入 6.76 亿元，同比增长 8.45%。截至 2018 年末黄果树旅游总资产 40.44 亿元，资产负债率为 91.25%，2018 年黄果树旅游营业收入为 6.94 亿元，同比增长 10.69%，综合毛利率为 48.93%，同比下降 1.48 个百分点，但仍保持较高水平。由于管理费用及财务费用规模大，黄果树旅游 2018 年期间费用合计 2.46 亿元，期间费用率 35.41%，当年实现净利润 0.67 亿元。

**表7 2017-2018 年黄果树旅游经营情况**

景区	项目	2018年	2017年
黄果树景区	景区接待游客数（万人次）	436	328
	旺季门票价格（元/人次）	160	180
	淡季门票价格（元/人次）	150	160
奇石馆景点	景区接待游客数（万人次）	5.5	3.5
	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）	30	31
	门票价格（元/人次）	100	100
观光缆车	景区接待游客数（万人次）	322	239
	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

### 公司供水和公交业务具有一定的区域垄断性，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业务，具有一定区域垄断性。截至 2018 年末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，跟踪期内水价均无变动，实际供水量、售水量和供水户数均有上升。2018 年供水公司供水和安装业务分别实现收入 0.99 亿元和 0.44 亿元，同比分别增长 6.98% 和 28.06%。2018 年公司供水业务毛利率 14.39%，较上年下降 21.09 个百分点。

**表8 2017-2018 年公司供水情况**

项目	2018年	2017年
设计供水能力（万吨/日）	18.50	18.50
实际供水量（万吨/年）	4,038.11	3,253
实际售水量（万吨/年）	2,842.52	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）	13.70	13.70
供水户数（万户）	14	13
管网长度（千米）	338	338
供水收入（万元）	14,481	13,071
其中：供水业务收入（万元）	9,899	9,253
安装业务收入（万元）	4,436	3,464

注：以上为供水公司单体数据，合并调整后供水收入和表 4 有一定差异。

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 2018 年末，公司营运公交客车 283 辆，营运线

路 16 条；公交车和出租车分别实现运营收入 0.65 亿元、0.08 亿元，同比分别增长 4.89% 和 16.52%，但随着公交运营线路长度增加，运营成本上升较快，而公交票价仍保持不变，2018 年公司公交业务表现亏损。

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，但收入规模和盈利贡献都不大。

**表9 2017-2018 年公司公交业务运营情况**

项目	2018 年	2017 年
公交车数量（辆）	283	243
出租车数量（辆）	113	150
公交营运线路数量（条）	16	18
线路长度（公里）	521.4	321.05
承运人次（万人次）	4,716.18	4,772
公交票价	1-1.5 元/人	1-1.5 元/人
公交业务收入（万元）	7,279.87	6,865
其中:公交车收入（万元）	6,483	6,181
出租车收入（万元）	797	684

资料来源：公司提供

#### 公司担保业务已发生较多代偿，公司持续缩减业务规模，仍需持续关注其代偿风险和代偿回收情况

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，客户主要为安顺市各类中小企业。当前宏观经济增速持续放缓，企业整体信用风险上升，为控制代偿风险，安顺担保持续缩减担保业务规模，2018 年末在保余额 1,637.27 万元，较上年下降 60.98%。

2018 年，公司担保费用仍按照贷款总金额的 3.5% 标准收取，公司全年实现担保收入 0.58 亿元，同比下降 45.72%，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 2018 年末安顺担保累计担保代偿额 2.03 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 2018 年末累计代偿回收额 3,715.88 万元，代偿明细如附录三所示。考虑到公司担保对象规模均较小，经营抗风险能力较弱，偿债能力易受宏观经济、行业环境和企业竞争等因素影响，需关注安顺担保可能产生的代偿风险以及代偿回收情况。

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，本息回收存在一定的不确定性

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 2018 年末公司转贷款余额为 22.00 亿元，前五大客户分别为安顺市工业投资有限责任公司、安顺市财政局、安顺市保障性住房建设中心、普定县财政局、西秀区财政局，转贷款余额合计 14.14 亿元，占比为 64.27%。2018 年公司实现利息收入 1.40 亿元，扣除成本后利润 473.50 万元。但我们也关注到，转贷款本息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。

### 2018 年公司持续获得外部支持

2018 年，公司收到安顺市各政府单位拨付的财政补贴 2.03 亿元，其中子公司安顺城投收到运营补贴 1.80 亿元，其他包括利息补贴、文艺调演补贴、市财政低保户消防用水补助等，一定程度上增强了公司的资金实力。

## 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、2018 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至 2018 年末，公司合并范围内共 9 家一级子公司，明细如表 1 所示。

### 资产结构与质量

公司资产以土地资产、在建项目、预付和应收款项为主，黄果树景区的门票收费权和部分土地资产抵质押受限，部分应收款存在回收风险

2018 年公司融资规模持续扩大，2018 年末公司总资产 494.98 亿元，同比增长 10.13%。公司资产以土地资产和项目开发成本为主，截至 2018 年末流动资产占总资产的比重为 81.17%。

表10 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	361,030.27	7.29%	275,238.88	6.12%
应收票据及应收账款	265,596.63	5.37%	285,554.02	6.35%



预付款项	233,183.04	4.71%	208,493.98	4.64%
其他应收款	659,801.10	13.33%	616,394.89	13.71%
存货	2,476,543.88	50.03%	2,258,489.68	50.25%
<b>流动资产合计</b>	<b>4,017,833.65</b>	<b>81.17%</b>	<b>3,664,853.80</b>	<b>81.54%</b>
可供出售金融资产	65,807.47	1.33%	71,355.08	1.59%
长期股权投资	71,039.30	1.44%	69,972.03	1.56%
长期应收款	78,979.49	1.60%	0.00	0.00%
固定资产	121,997.11	2.46%	107,934.03	2.40%
在建工程	94,638.81	1.91%	92,444.16	2.06%
其他非流动资产	415,526.27	8.39%	418,078.50	9.30%
<b>非流动资产合计</b>	<b>932,007.54</b>	<b>18.83%</b>	<b>829,798.41</b>	<b>18.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,949,841.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,494,652.21</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括土地资产、在建项目、应收和预付款项。2018 年末公司货币资金 36.10 亿元，其中定期存单和各类保证金合计 1.21 亿元，流动性受限。2018 年末公司应收账款账面价值为 26.56 亿元，与上年持平，其中应收安顺市住建局项目回购款 24.20 亿元，占应收账款原值的 87.18%，规模较大，回收时点不确定。截至 2018 年末，公司预付款项为 23.32 亿元，其中预付安顺经济技术开发区财政局 4.78 亿元、西秀区华西办事处财政分局 1.85 亿元、安顺市西秀区新太社区服务中心 1.39 亿元，均为项目征地拆迁补偿款，预付贵州建工集团第一建筑工程有限责任公司 1.18 亿元，为建设贵安大道项目的工程款，预付安顺市钢固达房地产开发有限公司 1.45 亿元，为预付工程款，以上款项合计 10.65 亿元，占预付款项总额的 45.65%；1 年以上的预付账款占比为 71.74%。

2018 年末公司其他应收款 65.98 亿元，同比增长 7.04%，主要为往来款增加。公司其他应收款包括应收中华西路片区旧城改造工作领导小组办公室 5.72 亿元、紫云自治县住房和城乡建设局 2.26 亿元、安顺市安普路改造开发置业有限公司 2.20 亿元、镇宁自治县新型城镇化项目建设指挥部 1.89 亿元，占其他应收款期末原值的 18.38%，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；应收民企安顺市钢固达房地产开发有限公司 5.42 亿元，款项规模较大，存在一定的回收风险。

存货主要包括公司项目建设成本和待开发土地，截至 2018 年末公司存货账面价值 247.05 亿元，其中项目建设成本 93.13 亿元，同比下降 23.08%，待开发土地 153.91 亿元，同比增长 47.14%，均系中华东西路建设用地项目办理了土地权证后由存货-开发成本-项目建设成本科目转入存货-开发成本-待开发土地科目核算所致。截至 2018 年末公司待开发土地 153.91 亿元，面积 1,102.75 万平方米，均为出让用地。截至 2018 年末公司长期应收款

7.90 亿元，主要是拆借款，其中应收安顺投资有限公司 6.00 亿元，应收安顺市交通建设投资有限责任公司 1.00 亿元，规模较大，对营运资金形成一定的占用。

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 2018 年末可供出售金融资产账面价值 6.58 亿元，较上年减少 0.55 亿元，主要是公司将持有的贵州虹智精密轴承有限公司 100% 股权（账面价值 4,030.00 万元）、贵州华泰绿色食品有限公司 89% 股权（账面价值 1,400.00 万元）转让导致。长期股权投资为对联营、合营企业投资，截至 2018 年末账面价值 7.10 亿元，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 4.80 亿元和 1.41 亿元，持股比例分别为 100%<sup>5</sup>和 46%。公司固定资产以房屋、建筑物为主，2018 年末公司固定资产账面价值 12.20 亿元，同比增长 13.03%，主要是若飞城市公园、安顺市西秀区产业园开发项目完工转固导致。截至 2018 年末公司在建工程 9.46 亿元，其中黄果树风景名胜区改造工程 4.20 亿元、安顺市供水总公司调度大楼 2.31 亿元。

截至 2018 年末，公司其他非流动资产为 41.55 亿元，同比变动不大，主要为转贷款和待处置资产。2018 年末公司转贷款余额为 22.00 亿元，2018 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；截至 2018 年末公司待处置土地资产为 16.40 亿元，面积 91.54 万平方米。

截至 2018 年末，公司存货和其他非流动资产中抵押受限的土地资产分别为 27.85 亿元、13.59 亿元，合计 41.44 亿元，占公司土地资产的 23.69%。同时我们关注到，黄果树景区的门票收费权已被质押借款。

## 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

2018 年公司营业收入为 30.81 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%。2018 年公司综合毛利率 21.57%，较上年增长 2.94 个百分点，主要是 2017 年转贷款业务成本倒挂导致公司当年综合毛利率较低。公司已签订代建协议的项目规模较大，公司仍可获得一定的工程建设收入；黄果树风景名胜区游客人数逐年上

<sup>5</sup>2016 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。故将其的股权投资项目列入长期股权投资科目核算。

升，公司旅游服务收入有望稳定增长。2018 年公司投资收益 0.76 亿元，主要来自于安顺市翠麓置地发展投资有限公司、贵州银行股份有限公司分配股利。2018 年公司获得各项政府补助共 2.30 亿元，占利润总额的比重为 54.11%，利润对政府补助仍较依赖。

**表11 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	308,117.60	301,280.86
投资收益	7,599.69	3,369.41
其他收益	20,252.40	21,232.68
营业利润	36,287.12	39,896.72
营业外收入	3,184.00	1,642.92
利润总额	37,426.99	40,161.37
净利润	28,246.51	34,310.58
综合毛利率	21.57%	18.63%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流波动性大，后续项目建设支出规模仍较大

2018 年工程建设业务回款较不及时，公司收现比为 0.68。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。公司关联方往来款规模及波动性均较大，虽然 2018 年往来款表现为净流入，仍使得公司经营活动表现为现金净流出 0.50 亿元。

2018 年公司投资活动现金净流出 3.85 亿元，主要为若飞城市公园、安顺市西秀区产业园开发项目等项目支出。公司主要依靠融资来满足项目建设的资金需求，2018 年公司加大了融资力度，筹资活动净流入 12.81 亿元。截至 2018 年末，公司受托建设项目尚需投资超过 72.30 亿元，后续资金需求仍较大。

**表12 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.68	1.14
销售商品、提供劳务收到的现金	209,928.12	343,648.35
收到其他与经营活动有关的现金	426,012.59	408,952.41
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>635,940.71</b>	<b>752,600.76</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	414,822.15	444,554.16
支付其他与经营活动有关的现金	170,589.68	51,429.98

经营活动现金流出小计	640,970.37	539,765.63
经营活动产生的现金流量净额	-5,029.66	212,835.13
投资活动产生的现金流量净额	-38,495.01	-83,080.40
筹资活动产生的现金流量净额	128,078.08	-242,813.73
现金及现金等价物净增加额	84,553.41	-113,059.00

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模同比上升，刚性债务偿付压力较大

2018 年末公司所有者权益达 230.61 亿元，基本与上年持平，而负债总额同比大幅增长 19.70%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。2018 年末非流动负债占公司总负债的比重为 65.82%。

**表13 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	2,643,714.32	2,208,633.97
所有者权益	2,306,126.87	2,286,018.24
产权比率	114.64%	96.61%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款主要是未结算的工程款和业务采购款，截至 2018 年末公司应付账款 1.35 亿元，前五大应付账款占比 35.35%。跟踪期内公司应付票据增加较多，2018 年末应付票据 1.00 亿元，全部为银行承兑汇票。公司预收账款主要是预收购房款和项目建设工程款，截至 2018 年末公司预收账款 4.41 亿元，同比增长 79.84%，前五大预收账款占比 50.98%。2018 年末公司其他应付款（不含应付利息）为 57.10 亿元，前五大应付对象为安顺市财政局、贵州建工集团有限公司、安顺市土地储备中心、安顺黄铺物流园开发投资公司、安顺市人民医院，款项性质为往来款，以上应付款项合计 30.22 亿元，占比为 54.14%。公司长期应付款为 21.36 亿元，同比增长 42.31%，主要为融资租赁款增加。截至 2018 年末公司长期应付款包括应付安顺金砖城市基金管理中心（有限合伙）3.13 亿元、应付融资租赁款 7.69 亿元、安顺市财政局 9.99 亿元暂借款，长期应付款中需付息款项为 11.11 亿元。

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 179.07 亿元，同比增长 4.51%，占总负债的比重为 67.74%，包括短期借款 4.43 亿元、一年内到期的非流动负债 18.63 亿元、长期借款 79.96 亿元、应付债券 64.95 亿元、需付息的长期应付款 11.11 亿元。长期借款大部分是质押借款<sup>6</sup>，应付债券为公司及子公司安顺城投发行的债券。截至 2018 年末，公司有息债务中短期债务为 23.05 亿元，规模较大，公司面临的债务偿付压力较大。

**表14 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	44,250.00	1.67%	58,907.08	2.67%
应付票据及应付账款	23,502.03	0.89%	11,586.92	0.52%
预收款项	44,136.03	1.67%	24,541.59	1.11%
其他应付款	570,990.39	21.60%	533,834.13	24.17%
一年内到期的非流动负债	186,264.59	7.05%	132,842.42	6.01%
流动负债合计	903,529.90	34.18%	785,315.99	35.56%
长期借款	799,634.25	30.25%	584,332.33	26.46%
应付债券	649,451.90	24.57%	630,100.69	28.53%
长期应付款	213,610.14	8.08%	150,103.70	6.80%
非流动负债合计	1,740,184.42	65.82%	1,423,317.98	64.44%
负债合计	2,643,714.32	100.00%	2,208,633.97	100.00%
其中:有息债务	1,790,743.33	67.74%	1,713,542.02	77.58%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着融资规模扩大，截至 2018 年末公司资产负债率同比上升 8.79 个百分点至 53.41%，公司流动比率、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。2018 年公司 EBITDA 同比虽有上升，但对有息债务的保障程度仍较弱。

**表15 2017-2018 年公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	53.41%	44.62%
流动比率	4.45	4.67
速动比率	1.71	1.79
EBITDA（万元）	78,103.86	67,074.49
EBITDA 利息保障倍数	3.19	0.69

<sup>6</sup> 安顺城投与贵州银行安顺分行签订借款合同，截至 2018 年末借款余额 7.17 亿元，质押物为安顺城投应收安顺市钢固达房地产开发债权，质押金额 3.92 亿元；安顺城投与国民信托有限责任公司签订借款合同，截至 2018 年末借款余额 4.9 亿元，质押物为安顺城投应收安顺市住房和城乡建设局的债权，质押金额 6.9 亿元。

有息债务/EBITDA	22.93	25.55
-------------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月1日），公司子公司安顺城投存在3笔已结清欠息，明细如下表所示。根据贵州银行股份有限公司2016年2月23日出具的说明，2,636.86万元欠息为银行系统设置问题造成。除此之外，安顺城投不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月23日），公司本部存在1笔已结清欠息，明细如下表所示。根据招商银行股份有限公司贵阳分行2018年5月17日出具的说明，65.94万元欠息为银行内部系统升级导致，非公司主观欠息。除此之外，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

**表16 公司本部及安顺城投已结清欠息情况（单位：元）**

公司名称	授信机构	欠息类型	首次欠息发生日期	最近一次结清日期	历史最高欠息金额
公司本部	招商银行股份有限公司贵阳分行	表内	2018-3-19	2018-4-20	659,383.97
安顺城投	中国农业银行贵州省分行	表内	2015-4-21	2016-6-11	703,080.00
安顺城投	贵州银行股份有限公司	表内	2015-6-11	2016-3-18	26,368,615.33
安顺城投	安顺农村商业银行股份有限公司	表内	2018-1-21	2018-11-21	330,927.00

资料来源：公司提供

### （二）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2018年12月31日，公司及子公司安顺城投、安顺担保的对外担保金额为99.62亿元，占期末净资产的比重为43.20%，明细如附录四所示。被担保对象包括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

2018年安顺市经济实力持续增长,为公司发展提供了良好的基础;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,旅游服务收入有望稳定增长;公司持续获得外部支持。

但同时我们注意到,公司应收款项对公司资金占用较多,黄果树景区的门票收费权和部分土地资产抵质押受限,应收安顺市钢固达房地产开发有限公司的款项存在回收风险。2018年末公司主要在建项目尚需投资超过72.30亿元,部分资金需由公司筹集,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未明确。截至2018年末公司有息债务规模为179.07亿元,同比增长4.51%,其中短期有息债务23.05亿元,规模较大,公司面临的债务偿付压力较大。截至2018年末,公司及子公司安顺城投、安顺担保的对外担保金额合计99.62亿元,占期末净资产的比重达43.20%,安顺担保累计担保代偿额2.03亿元,累计代偿回收额仅0.37亿元,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。

基于上述情况,中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	361,030.27	275,238.88	398,487.62
应收账款及应收票据	265,596.63	285,554.02	245,894.26
预付款项	233,183.04	208,493.98	267,288.82
其他应收款	659,801.10	616,394.89	527,610.32
存货	2,476,543.88	2,258,489.68	1,715,881.68
固定资产	121,997.11	107,934.03	65,511.72
其他非流动资产	415,526.27	418,078.50	546,609.87
资产总计	4,949,841.19	4,494,652.21	4,042,809.61
短期借款	44,250.00	58,907.08	52,635.76
应付票据及应付账款	23,502.03	11,586.92	11,595.17
其他应付款	570,990.39	533,834.13	526,946.65
一年内到期的非流动负债	186,264.59	132,842.42	262,487.90
长期借款	799,634.25	584,332.33	608,307.28
应付债券	649,451.90	630,100.69	501,351.38
长期应付款	213,610.14	150,103.70	42,817.33
负债合计	2,643,714.32	2,208,633.97	2,105,113.61
有息债务	1,790,743.33	1,713,542.02	1,828,027.32
所有者权益	2,306,126.87	2,286,018.24	1,937,696.00
营业收入	308,117.60	301,280.86	313,479.35
营业利润	36,287.12	39,896.72	12,176.06
其他收益	20,252.40	21,232.68	-
营业外收入	3,184.00	1,642.92	23,648.45
净利润	28,246.51	34,310.58	29,099.16
经营活动产生的现金流量净额	-5,029.66	212,835.13	-132,701.07
投资活动产生的现金流量净额	-38,495.01	-83,080.40	-22,901.41
筹资活动产生的现金流量净额	128,078.08	-242,813.73	164,753.85
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	21.57%	18.63%	23.92%
收现比	0.68	1.14	0.63
产权比率	114.64%	96.61%	108.64%
资产负债率	53.41%	49.14%	52.07%
流动比率	4.45	4.67	3.54
速动比率	1.71	1.79	1.62
EBITDA（万元）	78,103.86	67,074.49	78,604.76
EBITDA 利息保障倍数	3.19	0.69	1.44



有息债务/EBITDA	22.93	25.55	23.26
-------------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 2018年公司存货-开发成本-项目建设成本转入存货-开发成本-待开发土地明细

所有权人	入账价值 (万元)	面积 (平方米)	坐落	性质	土地证号
安顺渝坤房地产开发有限公司	14,272.73	37,747.01	安顺市西秀区市 东路42号	城镇住宅、住宿 餐饮、其他商服	安国用(2015)第1006 号
紫盛房地产开发有限责 任公司	3,834.00	47,352.00	紫云自治县松山 镇格凸大道北道 (ZYG20123-10)	商业住宅	黔(2017)紫云县不动 产第0000003号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	53,396.75	48,128.44	安顺中华西路 (龙井)片区17 号地块	批发零售、城镇 住宅	安国用(2013)第002号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	98,178.83	95,988.71	安顺中华西路 (龙井)片区18 号地块	批发零售、城镇 住宅	安国用(2013)第003号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	99,796.64	136,138.70	安顺市西秀区中 华西路	批发零售、城镇 住宅	黔(2017)安顺市不动 产权第6002434号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	46,519.60	29,776.00	安顺市西秀区中 华东路	批发零售	黔(2017)安顺市不动 产权第6002381号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	43,365.30	33,180.00	安顺市西秀区中 华西路片区	批发零售、城镇 住宅	黔(2017)安顺市不动 产权第6002393号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	45,242.90	33,491.00	安顺市西秀区中 华西路	批发零售、城镇 住宅	黔(2017)安顺市不动 产权第6002394号
安顺惠民保障性住房开 发建设有限责任公司	88,119.98	46,365.00	安顺市西秀区中 华东路	批发零售	黔(2017)安顺市不动 产权第6002431号;黔 (2017)安顺市不动 产权第6002432号;黔(2017) 安顺市不动产权第 6002433号
贵州建工安顺建筑工程 有限公司	373.02	-	-	-	土地证正在办理中
<b>合计</b>	<b>493,099.72</b>	<b>508,166.86</b>	-	-	-

资料来源：公司提供

### 附录三 截至2018年12月31日安顺担保代偿明细（单位：万元）

序号	企业名称	担保金额	代偿时间	代偿金额	已收回金额	代偿余额
	<b>一、未结清项目</b>	<b>18,750</b>	<b>-</b>	<b>17,479.25</b>	<b>397</b>	<b>17,082.25</b>
1	紫云自治县明智种养殖有限公司	200	2014.7.25	138	0	138
2	贵州永兴风能制动器有限责任公司	200	2014.10.30	202	0	202
3	安顺市西秀区树锋粮油有限公司	800	2015.9.30	800	5	795
4	贵州安顺巨驰汽车配件有限责任公司	100	2015.11.6	102.77	0	102.77
5	贵州易芯田贸易有限公司	1,200	2015.11.6-2016.3.1	1,256.1	0	1256.1
6	贵州玖固钢结构有限公司	500	2015.12.31-2016.3.1	514.19	0	514.19
		1,600	2016.6.30-2016.11.30	1,797.95		1,797.95
7	贵州省安顺市鑫圣实业有限责任公司	1,000	2015.6.1-2016.1.12	1,104.77	0	1,104.77
8	普定县兴发建材有限责任公司	120	2016.3.1	36.76	5	31.76
9	安顺市稻谷香宴宾楼有限公司	500	2016.3.18	537.78	50	487.78
10	贵州新华生化科技发展有限公司	1,050	2015.5.20	152.25	21	131.25
		600	2015.12.30-2016.12.14	664.56		664.56
		500	2016.6.30	529.57		529.57
11	安顺市西秀区广源绿色油脂有限公司	1,700	2015.6.12	1680	0	1680
		1,180	2016.3.31-2017.9.29	1,325.22		1325.22
12	贵州永宏物流有限公司	200	2016.3.9-2016.11.25	223.48	2	221.48
13	安顺骊源汽贸有限公司	1,000	2015.12.1-2018.5.28	1,164.81	308	856.81
14	安顺开发区华美永鑫合金铸造有限公司	850	2016.9.2-2017.10.26	974.96	0	974.96
15	安顺市桦强粮油有限公司	300	2016.6.30	314.64	6	308.64
16	贵州省安顺市黄果树风景名胜区分天下画仓十字绣有限公司	1,200	2016.6.30-2016.12.29	1,283.94	0	1,283.94
17	安顺市顺丰粮油开发有限公司	450	2017.3.30	459.05	0	459.05
18	贵州永科材料科技有限公司	2,000	2017.4.27-2017.12.21	716.45	0	716.45
19	贵州省平坝县顺龙米业有限责任公司	1,500	2016.9.28-2016.12.14	1,500	0	1,500
	<b>二、已结清项目</b>	<b>5,000</b>	<b>-</b>	<b>2,815.72</b>	<b>3,318.88</b>	<b>0</b>
1	贵州省关岭自治县磊鑫石材有限公司	3,500	2015.7.10-2016.5.26	1,915.72	2,220.1	0

2	贵州平坝宝鑫包装袋有限公司	500	2014.9.29	500	602.6	0
3	黔西南州乾盛贸易有限责任公司	1,000	2015.3.12	400	496.18	0
总计	-	<b>23,750</b>	-	<b>20,294.97</b>	<b>3,715.88</b>	<b>17,082.25</b>

资料来源：公司提供

## 附录四 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保开始日	担保到期日
安顺虹阳国有资产投资营运有限责任公司	50,000.00	2016.1.22	2019.1.22
普定县普信城投建设投资有限公司	19,000.00	2016.3.24	2019.3.24
普定县夜郎国有资产营运有限责任公司	100,000.00	2017.11.13	2024.11.13
普定县夜郎国有资产营运有限责任公司	40,000.00	2018.3.13	2025.3.13
安顺市人民医院	60,000.00	2014.6.17	2027.6.18
安顺黄铺物流园开发投资有限公司	49,000.00	2016.11.12	2019.11.13
安顺市交通建设投资有限公司	30,000.00	2016.8.5	2019.8.6
安顺市大健康医药投资有限公司	30,000.00	2017.1.8	2020.1.7
安顺市交通建设投资有限公司	30,000.00	2016.9.11	2019.9.12
安顺市大健康医药投资有限公司	30,000.00	2016.12.12	2019.12.11
安顺市交通建设投资有限公司	20,000.00	2016.8.20	2019.8.21
安顺市交通建设投资有限公司	20,000.00	2016.10.15	2026.10.16
安顺市交通建设投资有限公司	20,000.00	2016.9.28	2019.9.29
安顺市大健康医药投资有限公司	20,000.00	2016.12.1	2019.12.2
安顺市交通建设投资有限公司	18,385.74	2017.10.18	2019.10.17
安顺职业技术学院	8,600.00	2014.5.15	2022.5.16
安顺市交通建设投资有限公司	7,000.00	2017.6.15	2020.6.15
安顺市交通建设投资有限公司	6,870.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺职业技术学院	6,400.00	2014.5.15	2022.5.16
安顺市人民医院	5,000.00	2014.6.17	2027.6.18
安顺职业技术学院	5,000.00	2014.5.15	2022.5.16
安顺职业技术学院	5,000.00	2014.5.15	2022.5.16
黄织铁路有限责任公司	3,231.73	2008.7.1	2026.7.2
安顺市人民医院	3,000.00	2014.6.17	2027.6.18
安顺市人民医院	3,000.00	2014.6.17	2027.6.18
安顺市人民医院	2,000.00	2014.6.17	2027.6.18
安顺市交通建设投资有限公司	2,650.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,820.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,660.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,415.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,410.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,441.00	2017.4.18	2019.4.17
安顺市交通建设投资有限公司	1,050.00	2017.4.18	2019.4.17

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	2014.12.20	2019.12.21
安顺黄铺物流园区开发投资有限公司	30,000.00	2018.8.22	2020.8.22
贵州省安顺汽车运输公司	1,800.00	2018.7.26	2019.7.26
贵州省安顺汽车运输公司	4,500.00	2018.8.26	2019.8.26
安顺投资有限公司	36,000.00	2016.8.22	2019.8.21
安顺投资有限公司	30,000.00	2016.11.22	2019.11.22
安顺投资有限公司	20,000.00	2017.6.26	2022.6.26
安顺投资有限公司	5,000.00	2017.6.30	2019.6.30
安顺投资有限公司	20,000.00	2015.12.31	2019.12.30
安顺职业技术学院	40,000.00	2015.4.15	2030.4.14
贵州龙宫旅游发展有限责任公司	40,000.00	2014.12.19	2019.12.18
安顺黄铺物流园开发投资有限公司	44,000.00	2017.3.16	2020.3.15
紫云交投发展有限责任公司	40,000.00	2017.8.28	2022.8.28
安顺市工业投资有限公司	40,000.00	2017.9.20	2020.9.20
安顺担保提供的一系列担保	1,647.27	-	-
<b>合计</b>	<b>996,160.74</b>	-	-

注：为贵州生态建设投资股份有限公司（以下简称“生态建投”）提供 280 万元债务担保，系公司在中国农业银行为生态建投提供的担保服务，中国农业银行已将该笔担保业务的本金作为不良资产打包处置，且尚未向公司提出代偿申请。该担保事项，因央行提供报告无法查询到担保期限，故未披露相关时间信息；安顺担保提供的一系列担保未提供到期日数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+其他应付款有息部分+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

## 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。