

信用等级公告

联合〔2020〕1875号

联合资信评估有限公司通过对贵州省凯里城镇建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州省凯里城镇建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 凯里城投债/PR 凯投 01”“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”和“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十四日



贵州省凯里城镇建设投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
贵州省凯里城镇建设投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 凯里城投债 01 /20 黔投 01	AA	稳定	AA	稳定
16 凯里城投专项债 /PR 黔凯专	AA	稳定	AA	稳定
15 凯里城投债 /PR 凯投 01	AA	稳定	AA	稳定

评级观点:

贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“公司”）是黔东南州重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司仍主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务，在财政补贴方面和股东增资方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司代建项目回款滞后、自建项目投资压力较大、短期偿债压力大、资产流动性较弱、面临一定的或有负债风险等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。未来，随着自建项目陆续投入运营，公司业务收入来源将有所丰富，对收入和利润规模形成一定支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 凯里城投债/PR 凯投 01”“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”和“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 凯里城投债 01 /20 黔投 01	8.0 亿元	8.0 亿元	2027/03/30
16 凯里城投专项债 /PR 黔凯专	11.0 亿元	8.8 亿元	2023/10/13
15 凯里城投债 /PR 凯投 01	14.0 亿元	8.4 亿元	2022/12/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时尚处于存续期的债券；到期兑付日为上述债券最后一期本金偿付日期

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	bbb	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	5	
调整因素和理由			调整子级	
外部支持			6	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

优势

- 外部发展环境良好。**2019 年，黔东南州和凯里市地区生产总值同比分别增长 8.4%和 9.5%，工业和服务业稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 持续获得有力的外部支持。**2019 年，公司获得凯里市财政局拨付的各类财政补助 2.28 亿元和项目专项资金 8.31 亿元，此外凯里市政府对公司子公司增资 1.57 亿元。

关注

- 代建项目回款滞后，部分项目建设进度较慢，自建项目投资压力较大。**截至 2019 年底，公司工程回购业务已投资 58.96 亿元，实际仅回购 7.23 亿元，回款滞后，且部分项目建设进度较慢；在建的自营尚需投资约 74.93 亿元，公司面临较大的投融资压力。
- 短期偿债压力大。**跟踪期内，公司短期债务快速增长，存续债券将于 2020 年迎来待偿本金峰值，现金类资产对短期债务的保障能力弱，公司短期偿债压力大。

分析师：霍正泽 邱 成

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街
2号中国人保财险大厦17层
(100022)

网址：www.lhratings.com

3. **资产流动性较弱。**截至 2019 年底，公司存货占资产总额的 58.99%，未结转的项目开发成本对公司资金形成较大占用。
4. **面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年底，公司对外担保余额 16.24 亿元，面临一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	23.70	3.76	12.73
资产总额(亿元)	389.35	375.49	390.26
所有者权益(亿元)	198.02	199.42	202.52
短期债务(亿元)	28.21	38.84	45.34
长期债务(亿元)	109.43	78.95	70.17
全部债务(亿元)	137.65	117.79	115.51
营业收入(亿元)	7.35	8.10	8.03
利润总额(亿元)	1.46	1.51	1.64
EBITDA(亿元)	5.53	3.41	3.41
经营性净现金流(亿元)	-24.80	13.11	27.40
营业利润率(%)	12.43	10.23	15.21
净资产收益率(%)	0.65	0.70	0.76
资产负债率(%)	49.14	46.89	48.11
全部债务资本化比率(%)	41.01	37.13	36.32
流动比率(%)	415.94	316.29	279.60
经营现金流动负债比(%)	-35.81	15.05	26.72
现金短期债务比(倍)	0.84	0.10	0.28
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	0.35	0.39
全部债务/EBITDA(倍)	24.90	34.49	33.91
公司本部(母公司)			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	281.02	276.62	289.89
所有者权益(亿元)	161.38	161.88	162.85
全部债务(亿元)	71.83	50.57	45.76
营业收入(亿元)	1.15	0.95	2.38
利润总额(亿元)	1.55	0.45	0.96
资产负债率(%)	42.57	41.48	43.82
全部债务资本化比率(%)	30.80	23.80	21.94
流动比率(%)	329.55	222.51	181.25
经营现金流动负债比(%)	-20.16	27.36	9.89

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 凯里城投债 01 /20 黔投 01	AA	AA	稳定	2019/06/14	霍正泽 辛纯璐	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
16 凯里城投专项债 /PR 黔凯专 15 凯里城投债 /PR 凯投 01	AA	AA	稳定	2019/06/12	霍正泽 辛纯璐	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
16 凯里城投专项债 /PR 黔凯专	AA	AA	稳定	2016/06/23	王妍 邢宇飞	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文
15 凯里城投债 /PR 凯投 01	AA	AA	稳定	2015/06/16	侯煜明 张庆扬	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

贵州省凯里城镇建设投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，黔东南州人民政府持有公司 51% 股权，凯里市人民政府持股 47%，麻江县人民政府和凯里经济开发区管理委员会各持股 1%，黔东南州人民政府为公司第一大股东和实际控制人。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍是黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务。截至 2019 年底，公司本部内设办公室、财务部、工程部和计划发展部共 4 个职能部门，拥有全资子公司 11 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 390.26 亿元，所有者权益 202.52 亿元。2019 年，公司实现营业收入 8.03 亿元，利润总额 1.64 亿元。

公司注册地址：贵州省黔东南苗族侗族自治州凯里市风情大道 1 号；法定代表人：吴如刚。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，联合资信所评公司存续期内债券包括“15 凯里城投债/PR 凯投 01”“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”和“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”，存续期内债券余额合计 25.20 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期支付存续期债券本息，公司既往还本付息情

况良好。

募集资金使用方面，“15 凯里城投债/PR 凯投 01”募集资金用于凯里市 2014 年棚户区改造工程项目及凯里市 2015 年棚户区改造工程项目，“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”募集资金用于凯里市城市停车场建设项目的建设，“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”募集资金用于凯里市城东绿色公共交通综合体建设项目的建设以及补充营运资金，截至 2020 年 5 月底上述债券募集资金已按约定用途使用完毕。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 凯里城投债/PR 凯投 01	14.00	8.40	2015/12/17	7 年
16 凯里城投专项债/PR 黔凯专	11.00	8.80	2016/10/13	7 年
20 凯里城投债 01/20 黔投 01	8.00	8.00	2020/03/30	7 年
合计	33.00	25.20	--	--

资料来源：联合资信整理

“15 凯里城投债/PR 凯投 01”的募投项目计划总投资额合计 31.00 亿元，截至 2020 年 5 月底已投资额合计 33.40 亿元（建设周期拉长、费用支出上升使得实际投资规模超过计划总投资），项目完工进度约为 88%。“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”的募投项目计划总投资额 16.59 亿元，截至 2020 年 5 月底已投资额 13.20 亿元，项目完工进度为 83%。“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”的募投项目计划总投资 13.57 亿元，截至 2020 年 5 月底已投资 9.32 亿元，项目完工进度约为 68%。截至 2020 年 5 月底，上述债券的募投项目均未产生运营收入，“15 凯里城投债/PR 凯投 01”和“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”的募投项目建设进度和收益实现情况不及预期，项目的资金平衡情况有待观察。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务

风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关

于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点

2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡

的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济情况

公司是黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务，公司的经营和投资方向受地区经济实力的影响较大，并与城市建设、城市发展规划密切相关。

（1）黔东南州

跟踪期内，黔东南州地区生产总值保持增长，产业结构进一步优化，固定资产投资中的房地产开发增速较快。

根据《黔东南苗族侗族自治州2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年黔东南州全年实现地区生产总值1123.04亿元，比上年增长8.4%，人均地区生产总值达到3.17万元。分产业看，第一产业增加值223.73亿元，增长5.7%；第二产业增加值253.85亿元，增长8.1%；第三产业增加值645.46亿元，增长9.5%；第一、二、三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为19.9%、22.6%和57.5%，二、三产业占比较上年进一步提高。

2019年，黔东南州工业增加值比上年增长6.2%，其中规模以上工业增加值比上年增长5.0%；500万元及以上固定资产投资比上年增长4.0%，其中工业投资增长34.7%，基础设施投资增长4.4%，房地产开发投资增长59.1%。

(2) 凯里市

凯里市作为黔东南州州府所在地，在黔东南州经济总量中占有较大比重，跟踪期内地区生产总值增长较快，工业和服务业稳步发展。

根据《2019年凯里市人民政府工作报告》，初步统计2019年凯里市实现地区生产总值267亿元，同比增长9.5%，贫困人口全部脱贫，城乡居民人均可支配收入预计分别完成3.49万元和1.31万元，分别增长9%和10%。凯里市“工业强市”战略深入实施，初步形成以铝及铝加工、冶金、新型建材等为重点的本地优势产业，2019年实施“千企改造”工业产业项目41个，累计完成技改投资12.13亿元。服务业务方面，2019年凯里市承办了黔东南州第十届旅游产业发展大会，预计2019年内接待游客4776.34万人次，实现旅游综合收入519.62亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，股权结构较上年末未发生变化。其中，黔东南州人民政府、凯里市人民政府、麻江县人民政府和贵州凯里经济开发区管理委员会分别持有公司51%、47%、1%和1%股权，公司实际控制人为黔东南州人民政府。

2. 外部支持

公司代建项目及回购项目回款来源均为黔东南州及其首府凯里市政府，黔东南州财政收支情况直接影响公司的业务承接、收入规模及回款情况。2019年，黔东南州及凯里市地方一般公共预算收入均有所下降，财政自给率低；地方政府债务负担重。跟踪期内，公司在财政补贴、股东增资和项目资金拨付等方面获得了有力的外部支持。

根据《黔东南苗族侗族自治州2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年，黔东南州一般公共预算收入60.76亿元，同比下降

8.5%。其中，税收收入42.20亿元，同比下降6.8%；非税收入18.56亿元，同比下降12.1%；税收收入占一般公共预算收入比重为69.45%，收入质量一般。同期，凯里市完成一般公共预算支出489.65亿元，同比增长21.3%，财政自给率12.41%，财政自给能力弱。

根据凯里市政府披露的数据，2019年，凯里市一般公共预算收入13.02亿元，较上年下降16.77%；一般公共预算支出35.44亿元，财政自给率36.74%，处于较低水平。同期，凯里市收到上级转移性收入23.00亿元，实现政府性基金收入30.57亿元，对地方综合财力形成了重要补充。截至2019年底，凯里市本级地方债务余额150.49亿元，政府债务负担重。

2019年，公司获得了凯里市财政局拨付的凯里民族风情园租金补贴、凯里西出口会展中心营运补贴、贷款利息补贴等共计1.97亿元，计入“其他收益”科目；收到财政拨付的贷款利息贴息，冲减公司财务费用；子公司凯里市交通建设工程公司（以下简称“凯里交建”）收到凯里市政府拨付的增资款1.57亿元，计入“资本公积”科目；收到财政拨付的“东出口异地扶贫安置点项目扶贫资金”8.23亿元，计入“专项应付款”科目。

3. 企业信用情况

跟踪期内，公司债务履约情况良好；公司因担保问题可能面临一定的或有负债风险。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（社会统一信用代码为：91522601551906052T），截至2020年4月21日，公司未结清和已结清的信贷中无不良或关注类信息记录。公司另有2.15亿元关注类担保，根据公司出具的情况说明，该笔贷款为贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司（以下简称“开元城投”）于2017年向中航国际租赁有限公司（以下简称“中航国际”）申请的融资租赁贷款，由于开元城投计划延期支付偿债资金，中航国际将该笔业务列为关注类。目前开元城投正在积极筹措资金

偿还债务，该笔担保对公司日常经营暂无重大影响。

2015年12月，开元城投与平安国际融资租赁有限公司（以下简称“平安租赁”）签订售后回租合同，公司对该笔融资提供连带责任担保。2019年7月，由于开元城投未按约定偿还本息，经平安租赁、开元城投与公司的民事调解，开元城投需按约定时间节点偿还租金及留购价款合计0.68亿元，并计提罚息。由于开元城投未能及时履行调解书中的偿债约定，平安租赁向上海金融法院申请执行，执行标的0.47亿元。开元城投和平安租赁于2020年5月22日达成和解，并调整了还款计划，开元城投已于2020年5月25日支付了第一笔还款金0.11亿元，平安租赁同时撤除了公司的失信被执行人信息。

2020年4月15日，公司因工程合同纠纷，被凯里市人民法院列为被执行人，执行标的878.86万元。截至目前公司已偿还部分欠款，剩余欠款正按照合同逐步落实。

联合资信将持续关注上述事项的执行情况

及其对公司信用水平可能带来的影响。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入构成仍以工程施工收入和工程项目回购收入为主；营业收入规模保持相对稳定，毛利率水平有所上升。

跟踪期内，公司营业收入以工程施工收入和工程项目回购收入为主。2019年，公司实现营业收入8.03亿元，同比下降0.88%；其中，工程施工业务收入占68.88%，工程项目回购收入占29.64%，仍然是公司主要的收入来源。同期，公司综合毛利率为19.20%，较上年度上升5.02个百分点，主要系占比较大的工程施工业务毛利率上升所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程项目回购	1.70	20.92	18.52	2.38	29.64	19.23
工程施工	6.24	77.01	12.31	5.53	68.88	18.99
租赁	0.10	1.23	68.23	0.08	0.94	60.29
车辆运输	0.02	0.20	-108.82	0.01	0.07	229.24
其他	0.05	0.65	30.48	0.04	0.46	1.47
合计	8.10	100.00	14.18	8.03	100.00	19.20

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）工程项目回购业务

跟踪期内，公司主要执行原有项目回购协议。受回购项目完工进度及竣工验收进度滞后的影响，政府回购进度晚于约定期限。

跟踪期内，公司未签订新的项目回购协议，仍执行2015年以前与凯里市人民政府按项目签订的投资建设回购协议，投资回报率按总投资

额的30%计算，项目建设完成并经交工验收合格后，在回购期限内分期支付回购款项。2017年，子公司凯里市交通建设工程公司（以下简称“凯里交建”）与凯里市国有资产经营有限责任公司（以下简称“凯里国资”）就凯里市福利院至凯二线市政干道建设和凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设等项目签订代建协议，将工程投资所形成的工程款分标段分期结算，结

算比例为成本加成 25%。凯里国资根据相关《项目费用申请书》拨付款项。

表 4 截至 2019 年底公司回购项目的回购安排情况（单位：亿元）

项 目	总投资	预计回购资金	已投资	已回购金额/ 2019 年回购金额	回购期限
凯里市滨河路道路工程建设项目	21.06	27.38	29.82	6.46/2.38	2014—2020 年
凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程	21.82	28.37	15.71	--	2014—2020 年
凯二大道城市主干道建设	5.17	6.72	1.72	--	2016—2023 年
凯里市炉山至下司快速通道建设工程	5.40	7.02	2.32	--	2017—2024 年
凯里市第一职业学校门前开怀至薊支坪城市主干道建设项目	0.37	0.48	0.19	--	2015—2019 年
麻江县城至白秧坪公路	4.75	6.18	2.77	--	2014—2018 年
开怀片区 20 公里路网	10.07	13.09	3.79	--	2014—2020 年
碧波工业园区环线路网	11.25	14.63	2.03	--	2016—2022 年
凯里市福利院至凯二线市政干道建设项目	1.88	2.35	0.37	0.45/--	2018—2023 年
凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设项目	0.24	0.30	0.24	0.29/--	2018—2023 年
合计	82.01	106.52	58.96	7.23/2.38	--

注：根据公司提供的数据，凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程计划投资额由 14.82 亿元调整为 21.82 亿元，上表中该项目回购资金按新概算金额加 30% 回报率计算得出，与回购协议中回购资金存在差异
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要回购项目总投资 82.01 亿元，已投资额合计 58.96 亿元，尚需投资金额约 23.05 亿元，大部分项目施工进度缓慢，在 2019 年度未有投入。其中，凯里市滨河路道路工程建设项目已投资额高于计划总投资额，主要系征地拆迁投资超预算所致；公司对凯里二龙至台江台工业园区公路工程计划总投资额调增至 21.82 亿元，对应预计回购应为 28.37 亿元，根据项目回购协议，最终回购金额可根据竣工决算调整。

截至 2019 年底，公司回购项目均应进入回购期，但根据项目回购协议，项目达到竣工验收标准后才能进行回购，受回购项目完工进度或竣工验收进度滞后的影响，凯里市人民政府仅对公司凯里市滨河路道路工程建设项目回购收入予以确认并支付回购款；凯里国资对凯里市福利院至凯二线市政干道建设项目和凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设项目确认回购。2019 年，公司确认回购收入 2.38 亿元，均已实现回款；毛利率为 19.23%，较上年小幅上升。考虑到公司工程项目预计回购金额较大，联合资信将持续关注公司回购项目的回购安排

执行情况、回购项目超概算及总概算调增部分的回购协议签订情况。

（2）代建管理业务

跟踪期内，公司代建项目基本完工，但仍未进行最终审计结算，未确认代建管理费收入。

跟踪期内，公司代建管理业务区域、内容、模式、收入确认和结算方式未发生变化。黔东南州人民政府、凯里市人民政府（委托方）分别就部分项目与公司（受托方）签订委托代建协议，公司负责凯里市区域内的基础设施建设，也可根据实际情况另行委托或依法按程序发包给有资质的第三方作为委托建设主体项目的具体实施主体，但公司承担相应的项目管理责任。根据协议，在项目建设的初期和实施阶段，根据实际需要，委托方先行拨付项目建设资金；每年年末，由公司对项目的建设进度和实际成本进行汇总统计，经委托方审核后支付给公司所承担项目的建设资金并加成 20% 作为委托建设管理费，公司仅将管理费确认收入；待项目竣工验收合格后结算全部剩余款项给公司。会计处理方面，公司代建管理业务相关的项目成

本均体现在“存货”中。

2019年，公司代建项目基本完工，但未进行审计结算，故未确认代建管理费收入，当期未新增代建管理项目投入。截至2019年底，公司本部在建的代建项目为滨江路一段、开怀土地收储项目和炉山万潮片区土地整治项目，计划总投资额合计11.65亿元，累计已投资额8.82亿元，尚需投资2.83亿元。公司代建项目建设接近尾声，但整体处于暂停状态，资金平衡情况有待观察。

(3) 工程施工业务

跟踪期内，工程施工业务正常开展，在手合同和收入规模略有增长，回款效率高。总体来看，该业务整体规模较小，业务持续性一般。

子公司凯里市建和凯里交建为公司工程施工业务的经营实体。其中，凯里市建具备国家房屋建筑工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包叁级资质。

表5 公司工程施工业务合同情况

(单位：个、亿元)

项目		2017年	2018年	2019年
凯里市建	在手合同额	5.70	6.28	6.35
	已完成工程进度对应合同额	5.20	5.71	5.93
	新签合同个数	37	43	32
	新签合同金额	1.08	0.58	0.46
凯里交建	在手合同额	17.49	22.13	23.58
	已完成工程进度对应合同额	10.52	8.56	9.62
	新签合同个数	--	4	6
	新签合同金额	--	4.64	6.83

注：未获凯里交建2017年新签合同数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，凯里市建和凯里交建两家公司仍主要承接凯里市各类政府部门的项目，其经营模式为公司通过招投标方式承接项目并施工建设，凯里市建、凯里交建根据建造合同方式确定收入和成本。由于公司的项目主要为政府投资项目，由公司先行垫资，政府部门通常会

根据项目进度向公司支付工程建设款，公司承建项目资金回收较有保障。

截至2019年底，凯里市建主要在手施工合同额合计6.35亿元，已完成工程进度对应合同额5.93亿元；凯里交建主要在手施工合同额合计23.58亿元，已完成工程进度对应合同额9.62亿元。新签施工合同方面，2019年，凯里市建新签合同32个，总造价0.46亿元；凯里交建新签合同6个，单个项目合同金额较大，合计金额6.83亿元。整体看，公司工程施工业务规模较小，持续性一般。

2019年，公司实现工程施工收入5.53亿元，较上年下降11.38%，均已收到回款。同期，公司工程施工业务毛利率18.99%，较上年上升6.68个百分点，主要系当期确认收入的“旱改水”项目成本较低所致。

(4) 自建项目

跟踪期内，公司主要进行自建项目的投资建设。该部分业务将丰富公司未来的收入来源，但景区和停车场项目的收入实现情况受市场因素影响较大，可能存在一定不确定性；项目投资需求较大，如收入规模未达预期，可能将对公司的资金平衡带来压力。

除上述代建管理业务和项目回购业务中的在建项目以外，公司尚有部分自建项目，计划总投资额合计161.29亿元，截至2019年底已投资额72.92亿元，未来尚需投资90.47亿元，公司面临较大的资金筹措压力。2019年，香炉山景区建设、巴拉河景区慢行系统等项目因资金问题建设进度较慢。公司自营项目主要通过项目运营收入实现资金平衡，其中景区和停车场项目的收入实现情况受市场因素影响较大，可能存在一定不确定性。截至2019年底，公司无拟建项目。

表6 截至2019年底公司主要在建自营项目明细

(单位：亿元)

项目名称	总投资规模	已完成投资	未来投资需求
------	-------	-------	--------

凯里市城东绿色公共交通综合体建设项目	13.57	5.00	8.57
棚户区改造	31.30	33.40	--
停车场项目	16.59	13.20	3.39
香炉山景区建设项目	48.04	1.93	46.11
东出口异地扶贫安置点项目	25.00	16.00	9.00
巴拉河景区慢行系统项目	10.98	0.13	10.85
碧波特色小镇项目	4.32	0.03	4.29
滨江公园广场项目	1.20	0.05	1.15
未来城运动广场	1.37	0.45	0.92
新银桂广场	0.88	0.08	0.80
万博广场	7.41	2.50	4.91
二十二小	0.63	0.15	0.48
合计	161.29	72.92	90.47

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目预计建设完工运营后将为公司贡献部分经营性收入，但尚需投资规模大，且部分公益性项目收益无法覆盖项目总投资，未来公司将面临较大资金压力。

八、财务分析

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.70	6.09	3.76	1.00	12.73	3.26
预付款项	8.87	2.28	11.13	2.96	9.53	2.44
其他应收款	38.47	9.88	43.28	11.53	30.28	7.76
存货	207.33	53.25	213.56	56.88	230.22	58.99
流动资产	288.10	74.00	275.46	73.36	286.69	73.46
投资性房地产	22.80	5.86	22.86	6.09	23.05	5.91
无形资产	73.39	18.85	72.18	19.22	71.06	18.21
非流动资产	101.26	26.01	100.03	26.64	103.57	26.54
资产总额	389.35	100.00	375.49	100.00	390.26	100.00

注：其他应收款中不包含应收利息和应收股利

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司流动资产 286.69 亿元，较上年底增长 4.08%，主要系货币资金和存货增长所致。公司货币资金 12.73 亿元，较上年底增加 8.97 亿元，主要系往来款净流入规模较大所致；货币资金中受限资金 2.36 亿元。预付款项 9.53 亿元，较上年底下降 14.35%，主要系结转了预付工程款所致；从账龄看，公司

公司提供了 2019 年合并财务报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2019 年，公司收购了国瀛投资控股（深圳）有限公司和中微（深圳）商业管理有限公司，并纳入合并范围。由于新并表子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中存货和其他应收款占比大；且受限资产规模较大，公司资产流动性仍较弱。

截至 2019 年底，公司资产总额 390.26 亿元，较上年底增长 3.93%，主要来自流动资产的增加。同期，公司资产结构仍以流动资产为主。

预付款项账龄较短，其中 1 年以内占 23.03%，1~2 年占 32.46%，2~3 年占 30.60%，3 年以上 13.91%；从构成看，公司预付款项主要为预付的工程款，前五名欠款额合计占 49.13%，集中度较高。其他应收款 30.28 亿元，较上年底下降 30.03%，主要系公司与凯里国资的往来款规模大幅减少所致；公司其他应收款前五名欠款

额合计占 59.83%，集中度较高。存货 230.22 亿元，较上年底增长 7.80%；主要由开发成本 138.29 亿元、待开发土地 86.40 亿元和未结算工程施工成本 5.50 亿元构成，其中 33.92 亿元土地使用权用于抵押，占存货中土地使用权的 39.26%。

截至 2019 年底，公司非流动资产 103.57 亿元，较上年底增长 3.54%。其中投资性房地产 23.05 亿元，主要由房屋、建筑物（占 69.31%）和土地使用权（占 30.69%）构成，其中用于抵押的房产 18.30 亿元，受限比例高。无形资产 71.06 亿元，较上年底略有减少，主要系土地使用前和特许经营权摊销所致，其中受限土地使用权 39.28 亿元，占比 57.12%。

截至 2019 年底，公司应收类款项占资产总额的比重为 11.01%，较上年底略有增加。公司受限资产主要为用于融资抵押的房屋建筑物和土地使用权。截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 94.80 亿元，占资产总额的比重为

46.29%，规模较大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构基本保持稳定。

截至 2019 年底，公司所有者权益 202.52 亿元，规模和结构较上年底基本保持稳定。其中实收资本 10.00 亿元（占 4.94%）、资本公积 175.34 亿元（占 86.58%）、未分配利润 15.81 亿元（占 7.81%）。截至 2019 年底，公司资本公积较上年底增加 1.57 亿元，主要系凯里市政府对凯里交建拨付的增资款。

跟踪期内，公司负债总额有所增加，流动负债占比提升；有息债务结构仍以长期债务为主，债务负担有所加重，短期偿债压力大。

截至 2019 年底，公司负债总额 187.74 亿元，较上年底增长 6.63%，系流动负债增加所致；从负债结构来看，流动负债占比快速上升至 54.62%。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	23.68	12.38	33.33	18.93	39.83	21.22
一年内到期的非流动负债	23.21	12.13	37.67	21.39	41.87	22.30
流动负债	69.26	36.20	87.09	49.46	102.54	54.62
长期借款	64.73	33.83	47.04	26.72	50.41	26.85
应付债券	44.70	23.36	31.92	18.13	19.76	10.53
非流动负债	122.07	63.80	88.98	50.54	85.21	45.39
负债总额	191.34	100.00	176.07	100.00	187.74	100.00

注：其他应付款数据不包含应付利息和应付股利
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动负债 102.54 亿元，较上年底增长 17.73%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。其中应付账款 7.74 亿元，主要由应付凯里市旅游发展委员会、凯里市路通荣鑫物质贸易有限公司和贵州凯通建筑劳务有限公司等的款项构成。预收账款 7.10 亿元，较上年底增长 8.29%，主要系增加预收工程款所致。其他应付款（不包含应付利息和应付股利）39.83 亿元，较上年底

增长 19.50%，系应付凯里市财政局往来款规模增加所致。一年内到期的非流动负债 41.87 亿元，较上年底增长 11.17%，其中包括一年内到期的长期借款 17.54 亿元、一年内到期的应付债券 20.00 亿元、一年内到期的长期应付款 4.33 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 85.21 亿元，较上年底下降 4.24%。其中长期借款 50.41 亿元，以质押借款 26.98 亿元、抵押借款 5.91

亿元及保证并质押借款 14.53 亿元为主。应付债券 19.76 亿元，系“15 凯里城投债/PR 凯投 01”“16 凯里城投专项债/PR 黔凯专”“19 凯里 01”“19 凯里 02”和“19 凯里 03”的摊余成本。长期应付款（不含专项应付款）4.66 亿元，为公司向其他金融机构的借款，均为有息债务。专项应付款 10.01 亿元，较上年底增加 8.39 亿元，主要系收到财政拨款的各类专项资金所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 115.51 亿元，较上年底下降 1.94%。其中长期债务占 60.75%，较上年底下降 6.28 个百分点。截至 2019 年底，公司资产负债率为 48.11%，较 2018 年底有所增加；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.32% 和 25.73%，均较 2018 年底有所下降。若将其他应付款中的有息债务纳入短期债务，长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，公司调整后全部债务 124.37 亿元，较上年底减少 5.50 亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 38.05% 和 26.98%。从债务期限结构来看，公司 2020—2023 年到期债务分别占公司调整后全部债务的 33.87%、15.98%、18.41% 和 7.92%，公司短期偿债压力大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模变动不大，营业利润率受成本降速较快影响有所上升；受公司所获政府贷款利息补贴直接冲抵利息支出减少影响，公司期间费用大幅增加，对公司利润的侵蚀较大，政府补助对利润总额贡献大。公司整体盈利能力仍弱。

2019 年，公司实现营业收入 8.03 亿元，较上年度下降 0.88%；同期，公司营业成本 6.49 亿元，较上年度下降 6.68%，高于同期营业收入降速。营业利润率 15.21%，较上年度增加 4.98 个百分点。

2019 年，公司期间费用合计 1.46 亿元，同比增长 30.12%，主要系公司所获政府贷款利息补贴直接冲抵利息支出减少所致。同期，公司

期间费用占营业收入的比重为 18.15%，较上年度增加 4.32 个百分点，对利润的侵蚀仍较大。

2019 年，公司实现其他收益 1.97 亿元，主要为政府下发的贷款利息补贴、运营补贴和项目专项补助资金等。同期，公司发生资产减值损失 0.28 亿元，主要为其他应收款计提的坏账损失；公允价值变动收益 0.19 亿元，为按公允价值计量的投资性房地产价值变动收益。2019 年，公司利润总额 1.64 亿元，其他收益对利润总额贡献大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 0.58% 和 0.76%，公司整体盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受收到其他与经营活动有关的现金规模较大的影响，公司经营活动现金流净额大幅增长。公司外部筹资借款规模有所增长，但偿还债务本金及利息支出保持较大规模，筹资活动净现金流持续为负。

经营活动方面，受营业收入回款和收到的往来款增加影响，2019 年公司经营活动现金流入 45.00 亿元，同比增长 3.08%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 9.36 亿元，同比下降 26.75%；收到其他与经营活动有关的现金 35.64 亿元，主要由收到的往来款 33.33 亿元和政府补助 2.28 亿元构成。同期，公司现金收入比 116.59%，同比下降 41.17 个百分点，公司收现质量维持在较好水平。2019 年，公司经营活动现金流出量为 17.61 亿元，同比下降 42.36%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 12.16 亿元，同比下降 13.65%，主要系本年工程项目投入较少所致；支付其他与经营活动有关的现金 4.82 亿元，同比下降 68.95%，主要为支付的往来款 4.77 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 27.40 亿元。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 600 万元；投资活动现金流出主要为投资支付的现金 3.03 亿元，主要为购买理财产品

产生的现金支出。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额-3.06亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入22.59亿元，同比增长18.68%，主要为取得借款收到的现金（占93.05%）。同期，公司偿债现金流出规模为37.96亿元，同比下降26.70%，主要为偿还债务支付的现金。2019年，公司筹资活动现金流净额持续为负，为-15.37亿元，公司外部筹资压力大。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期支付压力仍大，长期偿债能力仍弱。考虑到公司获得持续的外部支持，整体偿债风险很低。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率均较上年底大幅下降，分别为279.60%和55.07%。2019年，公司经营现金流动负债比为26.72%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱。2019年底，公司现金短期债务比为0.28倍，现金类资产短期债务的覆盖能力弱，公司短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为3.41亿元，同比变动不大；调整后全部债务/EBITDA为36.51倍，较上年度有所下降；EBITDA利息倍数为0.39倍；公司长期偿债能力弱。考虑到公司获得有力的外部支持，整体偿债风险很低。

截至2019年底，公司共获得各银行授信额度共计61.98亿元，未使用额度7.44亿元，公司间接融资渠道亟待扩宽。

截至2019年底，公司对外担保余额16.24亿元，担保比率为8.02%，被担保方均为黔东南州或凯里市国有企业。公司对开元城投的担保余额2.15亿元，其中开元城投对平安租赁的债务已调整还款计划并与债权人达成和解。整体看，公司面临一定的或有负债风险。

表9 截至2019年底公司对外担保明细

(单位：亿元)

被担保企业名称	担保余额
凯里正源建筑工程有限责任公司	0.39
凯里市国土资源开发建设投资有限公司	5.27
开元城投	5.39
贵州炉碧经济开发区恒源鸿福建设开发有限公司	0.43
凯里市文化旅游产业投资发展有限公司	2.27
凯里市海峰市政建设投资有限公司	1.50
黔东南州交通旅游建设投资(集团)有限责任公司	1.00
合计	16.24

资料来源：公司审计报告

6. 母公司财务概况

母公司资产和权益规模占合并口径的比重较高，但有息债务占合并口径的比重一般，子公司债务负担重。母公司为代建业务主体，收入和利润占合并口径的比重较小。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额289.89亿元，较上年底增长4.80%。其中流动资产占62.30%、非流动资产占37.70%，母公司资产构成以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的74.28%，占比较大。

截至2019年底，母公司所有者权益合计162.85亿元，较上年底变动不大；主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的80.41%，占比较高。

截至2019年底，母公司负债总额127.04亿元，较上年底增长10.71%。其中流动负债占78.43%、非流动负债占21.57%，母公司负债结构以流动负债为主。母公司负债总额占合并报表负债的67.67%，占比较高。从有息债务来看，公司应付债券均由母公司发行，但子公司的银行贷款规模较大，子公司的债务负担重。截至2019年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为43.82%和21.94%，母公司债务负担一般。

2019年，母公司实现营业收入2.38亿元，同比增加1.43亿元，占合并报表营业收入的比重较小，为29.64%；母公司利润总额为0.96

亿元，同比增加 0.51 亿元，主要来自营业收入和公允价值变动收益的增加。

母公司经营活动现金流主要为收到其他与经营活动有关的现金，2019 年，经营活动现金流净额为 9.85 亿元；投资活动现金流主要来自购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 165.26 万元；筹资活动现金流出规模较大，主要为偿还债务支付的现金 8.98 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 3.65 亿元，2019 年，筹资活动现金流量净额为-9.63 亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

公司面临一定的存续债券短期偿债压力，经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可。

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券余额 38.20 亿元（考虑子公司凯里交建的存续债券），其中 2020 年内到期的应付债券 10.00 亿元。截至 2019 年底，公司非受限现金类资产 9.46 亿元，对 2020 年内到期债券的保障程度一般。公司将于 2022 年达到存续债券偿还本金峰值 13.00 亿元（若“19 凯里 01”和“19 凯里 02”均不于 2021 年回售）。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 45.00 亿元、27.40 亿元和 3.41 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年 5 月底
2020 年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	13.00
非受限现金类资产/2020 年内到期债券余额	0.95
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.46
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.26

资料来源：联合资信整理

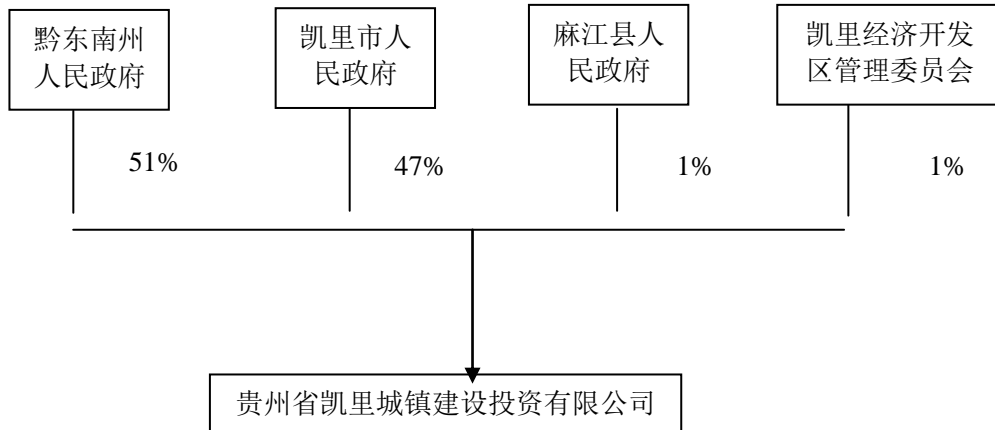
整体看，公司面临一定的存续债券短期偿债压力，经营活动现金流入量和经营活动现金

流净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可。

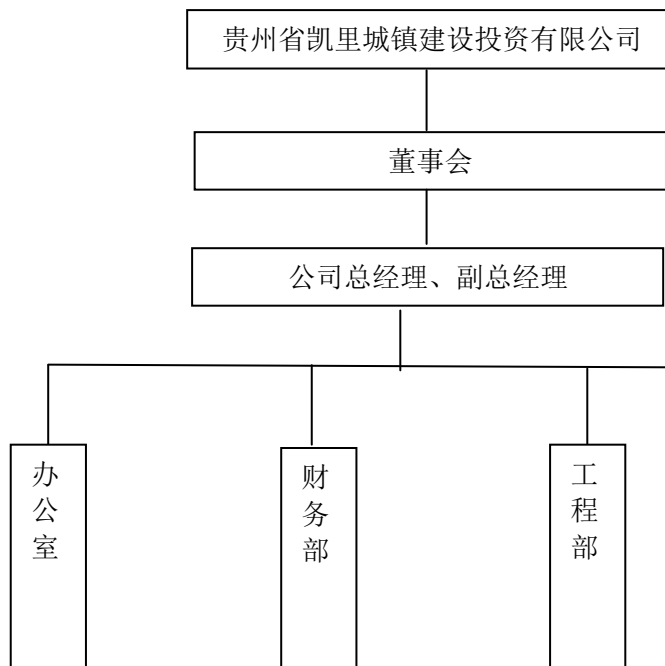
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 凯里城投债/PR 凯投 01”“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”和“20 凯里城投债 01/20 黔投 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
贵州省凯里黔城房地产开发有限公司	2000.00	房地产开发	100.00	--	新设立
贵州省凯里财富投资开发有限公司	200000.00	基础设施投资	100.00	--	新设立
凯里市建设工程总公司	3000.00	工程施工	100.00	--	新设立
凯里市交通建设工程有限公司	7700.00	工程施工	100.00	--	新设立
贵州省凯里黔行城市产业发展有限公司	10000.00	基础设施建设管理	100.00	--	新设立
凯里千里公共交通有限责任公司	101360.00	公共汽车/出租汽车经营	80.00	20.00	新设立
凯里互联网众创产业园有限责任公司	20000.00	电子商务	100.00	--	新设立
贵州省凯里黔乡人文化传媒有限公司	2000.00	文化传媒	100.00	--	新设立
贵州省凯里香炉山旅游发展有限公司	5000.00	旅游景区开发运营	100.00	--	新设立
国瀛投资控股（深圳）有限公司	100.00	咨询	100.00	--	收购
中微（深圳）商业管理有限公司	500.00	商业管理	100.00	--	收购

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.70	3.76	12.73
资产总额(亿元)	389.35	375.49	390.26
所有者权益(亿元)	198.02	199.42	202.52
短期债务(亿元)	28.21	38.84	45.34
调整后短期债务(亿元)	32.21	42.84	49.54
长期债务(亿元)	109.43	78.95	70.17
调整后长期债务(亿元)	120.54	87.04	74.83
全部债务(亿元)	137.65	117.79	115.51
调整后全部债务(亿元)	152.76	129.87	124.37
营业收入(亿元)	7.35	8.10	8.03
利润总额(亿元)	1.46	1.51	1.64
EBITDA(亿元)	5.53	3.41	3.41
经营性净现金流(亿元)	-24.80	13.11	27.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.76	1.21	2.37
存货周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	116.78	157.77	116.59
营业利润率(%)	12.43	10.23	15.21
总资本收益率(%)	1.18	0.59	0.58
净资产收益率(%)	0.65	0.70	0.76
长期债务资本化比率(%)	35.59	28.36	25.73
调整后长期债务资本化比率(%)	37.84	30.38	26.98
全部债务资本化比率(%)	41.01	37.13	36.32
调整后全部债务资本化比率(%)	43.55	39.44	38.05
资产负债率(%)	49.14	46.89	48.11
流动比率(%)	415.94	316.29	279.60
速动比率(%)	116.61	71.07	55.07
经营现金流动负债比(%)	-35.81	15.05	26.72
现金短期债务比(倍)	0.84	0.10	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	24.90	34.49	33.91
调整后全部债务/EBITDA(倍)	27.63	38.03	36.51
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	0.35	0.39

注：调整后短期债务=短期债务+其他应付款中的有息债务；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.99	0.73	0.93
资产总额(亿元)	281.02	276.62	289.89
所有者权益(亿元)	161.38	161.88	162.85
短期债务(亿元)	8.03	14.51	28.72
长期债务(亿元)	63.80	36.06	17.05
全部债务(亿元)	71.83	50.57	45.76
营业收入(亿元)	1.15	0.95	2.38
利润总额(亿元)	1.55	0.45	0.96
EBITDA(亿元)	1.55	0.45	0.96
经营性净现金流(亿元)	-10.68	20.84	9.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.05	0.79	11.61
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01
现金收入比(%)	0.10	313.57	105.00
营业利润率(%)	-3.24	-7.76	8.07
总资本收益率(%)	0.67	0.23	0.46
净资产收益率(%)	0.97	0.31	0.59
长期债务资本化比率(%)	28.33	18.22	9.48
全部债务资本化比率(%)	30.80	23.80	21.94
资产负债率(%)	42.57	41.48	43.82
流动比率(%)	329.55	222.51	181.25
速动比率(%)	46.79	18.96	16.20
经营现金流动负债比(%)	-20.16	27.36	9.89
现金短期债务比(倍)	1.00	0.05	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	46.26	111.34	47.52
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.09	0.26

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变