

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2014】第 Z【365】号

贵阳白云工业发展投资有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营与盈利能力、财务状况、政府支持以及本期债券的增信方式等方面对贵公司拟发行的 10 亿元人民币的公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一四年七月二十四日

贵阳白云工业发展投资有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号:

鹏信评【2014】第 Z
【365】号 05

分析师

姓名:
易美连 林心平

电话:
0755-82872736

邮箱:
yiml@pyrating.cn

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

贵阳白云工业发展投资有限公司 2015 年公司债券 信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行规模: 10 亿元

债券期限: 7 年

评级日期: 2015 年 3 月 9 日

发行主体长期信用等级: AA-

评级展望: 稳定

增信方式: 国有土地使用权抵押担保

债券偿还方式: 每年付息, 分次还本,
在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每
年分别偿还本金的 20.00%

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对贵阳白云工业发展投资有限公司 (以下简称“白云工投”或“公司”) 本次拟发行总额 10 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的评级结果为 AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司业务持续性有保障, 地方政府对公司的支持力度较大, 公司资产、收入规模不断增长, 主业盈利能力逐步增强, 以及土地使用权抵押担保对本期债券本息偿付的保障; 同时我们也关注到了白云区区域经济总量不大, 地方财政对国有土地出让收入依赖较强易受土地市场波动影响, 公司代建业务回款情况较差, 同时在建项目较多后续资金压力较大, 以及资产流动性不强、利润主要来源于政府补助, 经营净现金流较差等风险因素。

正面:

- 公司业务持续性有保障。截至 2013 年底公司在建的代建项目较多, 具体包括铝及铝加工基地基础设施建设项目、棚户区改造项目、黑石头片区项目、白云区程官摆拢片区城中村改造项目等, 业务持续性较有保障。
- 地方政府对公司支持力度较大。2011-2013 年当地政府分别向公司注入资产 4.31 亿元、9.57 亿元、2.35 亿元, 分别向公司拨付财政补贴 4,960.34 万元、9,648.94 万元、18,023.86 万元, 对公司支持力度较大, 提升了公司资本实力和融资能力。
- 公司资产、收入规模持续增长, 盈利能力逐渐增强。2011-2013 年公司资产规模、营业收入的复合增速分别达 47.53%、103.73%, 综合毛利率分别为 9.54%、17.53%

和 17.61%，主业盈利能力逐渐增强。

- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。**公司以其持有的 606,129.48 平方米的土地为本期债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **区域经济总量不大，地方财政对国有土地出让收入依赖较大，易受土地市场波动影响。**2013 年白云区地区生产总值为 122.05 亿元，在贵阳市主城区中排名靠后，财力构成方面，2011-2013 年白云区财政收入中国有土地使用权出让收入占比分别为 44.03%、64.91%、55.52%，对其依赖较大，易受土地市场波动影响。
- **公司代建业务回款情况较差，同时在建项目较多，后续资金压力较大。**2011-2013 年公司销售商品提供劳务收到的现金占公司获得的代建收入的比重分别为 6.16%、45.61%、61.87%，主业回款情况较差，同时，截至 2013 年底，公司主要在建项目预计总投资 83.14 亿元，已完成投资 12.74 亿元，未来尚需投资 70.40 亿元，面临的资金压力较大。
- **公司资产流动性不强、利润主要来源于政府补助，经营净现金流较差。**公司资产以土地资产为主，流动性偏弱，2011-2013 年公司获得的政府补贴占当年利润总额的比重分别为 100.57%、79.79%和 71.12%，对其依赖较强。公司经营净现金流较差，近三年持续表现为负数。

主要财务指标：

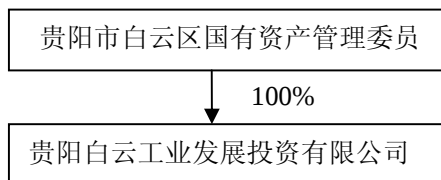
项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	382,184.78	338,393.03	175,587.26
归属于母公司所有者权益（万元）	306,194.23	258,799.66	143,778.56
资产负债率	19.88%	23.52%	18.12%
流动比率	6.08	4.37	7.99
营业收入（万元）	75,741.73	44,580.81	18,248.71
补贴收入（万元）	18,023.86	9,648.94	4,960.34
营业利润（万元）	7,326.49	2,461.10	-27.46
利润总额（万元）	25,343.00	12,093.24	4,932.22
综合毛利率	17.61%	17.53%	9.54%
总资产回报率	7.03%	4.71%	-
EBITDA（万元）	26,551.86	13,227.35	5,015.01
EBITDA 利息保障倍数	11.40	11.62	7.15

经营活动现金流净额（万元）	-4,582.45	-4,116.64	-10,536.43
资料来源：2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理			

一、发行主体概况

贵阳白云工业发展投资有限公司系根据 2009 年 10 月中共白云区委出具《常委会议纪要》（七届第 148 号）批复成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为人民币 3,000.00 万元，股东为贵阳市白云区国有资产管理委员会。历经数次增资后，截至 2013 年底，公司注册资本和实收资本为人民币 15,000.00 万元，产权及控制关系如下图所示：

图1 截至2013年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司系贵阳市白云区政府基础设施建设的投融资主体，主要从事基础设施建设、土地开发整理、以及国有资产经营管理和资本运营服务。截至 2013 年底，纳入公司合并报表范围的子公司情况如下表所示：

表 1 截至 2013 年底纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司全称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	融资担保	4,800.00	100

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 382,184.78 万元，所有者权益 306,194.23 万元，资产负债率为 19.88%；2013 年度公司实现营业收入 75,741.73 万元，利润总额 25,343.00 万元，经营活动产生的现金流量净额 -4,582.45 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2015年贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券；

发行总额：10亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20.00%，当期利息随本金一起支付；

增信方式：公司以其自身持有的606,129.48平方米评估价值为18.92亿元的国有土地使

用权为本期债券提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为 10 亿元，其中 8.5 亿元用于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目，1.5 亿元用于白云区黑石头片区 2 号道路工程项目。

表 2 本期债券拟使用募集资金情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用额度	比例
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236	85,000	46.64%
白云区黑石头片区2号道路工程项目	42,042.06	15,000	35.68%
合计	224,278.06	100,000	44.59%

资料来源：公司提供

1、白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目

项目建设内容包括：安置楼共计3,412套、安置商业综合性用房、基础配套设施及其附属工程。其中：建设用地面积约15.74万平方米，总建筑面积66.77万平方米，规划户数为3,412户，计入容积率建筑面积54.74万平方米。容积率建筑面积包括：住宅41.18万平方米，商业6.94万平方米，酒店3.64万平方米，办公楼2.65万平方米，幼儿园2205.48平方米，小学8,020.05平方米。

项目审批情况：该项目已经贵阳市白云区发展和改革委员会发改【2013】212号文件、贵阳市环境保护局筑环审【2013】167号文件批准，并已取得贵阳市城乡规划局编号为地字第520000201319908号筑规地字2013（白云）023建设用地规划许可证，及贵州省国土资源厅贵阳白云经济开发区国土资源分局颁发的编号为市【2013】白经国土建字第2013049号建设用地批准书。

项目实施进度：该项目于2013年12月开工建设，截至2014年6月底，该项目已完成总投资8,500万元。目前已完成1期项目约10万平方米建筑地勘工作和设计工作，平场土石方20,000 立方米，开始基础桩孔开挖工作。

项目建设经济效益：根据公司与贵阳市人民政府签订的《白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》和贵阳市人民政府出具的《贵阳市人民政府关于贵阳白云工业发展投资有限公司2014年公司债券募集资金投向和项目资金来源情况的函》（筑府函【2014】190号），贵阳市人民政府将于2015年至2022年分别安排资金对该项目分期回购，回购资金安排如下表所示。

表 3 本期债券募投项目回购资金安排（单位：万元）

支付时间	回购款安排
2015 年	8,000.00
2016 年	8,000.00
2017 年	30,000.00
2018 年	30,000.00
2019 年	30,000.00
2020 年	30,000.00
2021 年	30,000.00
2022 年	34,459.60
总 计	200,459.60

资料来源：《贵阳市人民政府关于贵阳白云工业发展投资有限公司 2014 年公司债券募集资金投向和项目资金情况来源的函》

贵阳市人民政府将位于贵阳市白云区沙文安置点二期地块、永茂中学地块、沙文生态园地块九、红湖老年公寓 2 号地块、华科高性能铝合金加工、01-01-05-01 中航居住、高山变电站 02-01-09 地块、兴农中学 01-02-05、06 地块、艳山红镇 1 号地块、210 国道沙文安置点、03-04-12-2 地块、B（12）34（2-5-19）（白金片区）地块、B（13）05（白云区程官摆拢片区地块 03-01-02）、B（12）27（黑石头旅游板块(02-10)）、白云区沙文生态园地块二、青山片区第二批地块四合计约 1,455.05 亩土地的出让收益作为白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程建设项目的还款来源。土地情况详见下表，2013 年贵阳市白云区经营性土地平均出让价格为 200 万元/亩，上述土地出让总收入约 291,010 万元，扣除相关税费及拆迁费用后净额 203,707 万元。

表 4 拟用来还款的土地明细（单位：亩）

编号	土地区块名称	面积
1	沙文安置点二期地块	19.19
2	永茂中学地块	23.16
3	沙文生态园地块九	19.55
4	红湖老年公寓 2 号地块	124.22
5	华科高性能铝合金加工	106.82
6	01-01-05-01 中航居住	79.52
7	高山变电站 02-01-09 地块	29.94
8	兴农中学 01-02-05、06	100.49
9	艳山红镇 1 号地块	12.76
10	210 国道沙文安置点	88.77
11	03-04-12-2 地块	28.09

12	B (12) 34 (2-5-19) (白金片区) 地块	260.52
13	B (13) 05 (白云区程官摆拢片区地块 03-01-02)	32.86
14	B (12) 27 (黑石头旅游板块(02-10))	37.99
15	白云区沙文生态园地块二	61.17
16	青山片区第二批地块四	430.00
合计	-	1,455.05

资料来源：《贵阳市人民政府关于贵阳白云工业发展投资有限公司 2014 年公司债券募集资金投向和项目资金来源情况的函》

2、白云区黑石头片区2号道路工程项目

项目建设内容包括：建设道路长1919米（含立交节点），宽30米：级别为城市一级主干道，双向六车道；其他包括排水、绿化、照明、管网、交通设施等附属工程。

项目审批情况：该项目已经贵阳市白云区发展和改革局白发改【2013】20号文件、贵阳市环境保护局筑环审【2012】136号文件批准，并已取得贵阳市城乡规划局编号为地字第520000201219336号筑规地字2012-076建设用地规划许可证，及贵州省国土资源厅贵阳白云经济开发区国土资源分局颁发的编号为市【2013】白经国土建字第2013002号建设用地批准书。

项目实施进度：该项目于2013年1月开工建设，截至2014年6月底，该项目已完成总投资约9,800万元。目前已完成工程的设计、勘察、施工图设计，目前正在进行路基工程、结构层、桥面沥青摊铺、各匝道等工程的施工建设。

项目经济效益：根据贵阳市人民政府出具的《贵阳市人民政府关于贵阳白云工业发展投资有限公司2014年公司债券募集资金投向和项目资金来源情况的函》（筑府函【2014】190号），贵阳市规划在白云区黑石头片区2号道路工程募投项目建成后，通过开发整理道路两侧的土地，整理出348亩商住用地，作为白云区黑石头片区2号道路工程项目的还款来源。贵阳市人民政府拟于2014-2016年出让上述土地，2013年贵阳市白云区经营性土地平均出让价格为200万元/亩，以此为基准，则出让上述土地可获得扣除相关税费和拆迁成本后的土地出让收益约48,720万元。

四、区域经济

作为贵州省省会，贵阳市经济发展情况良好，经济实力较强

贵阳是贵州省省会，是贵州省的政治、经济、文化、科教和交通中心，同时也是我国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。贵阳市交通发展迅速、基础设施建设较为齐全。境内有湘黔铁路、川黔铁路、黔桂铁路及贵昆铁路交汇，沪昆高

速、兰海高速、夏蓉高速过境，贵阳龙洞堡国际机场位于贵阳市东郊，距市中心 11 公里。贵阳市土地面积 8,034 平方公里，下辖六区一市三县，一个国家级经济技术开发区，一个国家级高新技术产业开发区，一个省级经济技术开发区。截至 2013 年末，全市常住人口 452.19 万人。

贵阳市主要矿产有煤、铝土矿、磷矿、硫铁矿、水晶、石英砂岩、石灰岩、白云岩、重晶石、石膏和铅锌矿等 20 余种。其中铝土矿和磷矿在国内占有重要地位。铝土矿、磷矿是贵阳地区优势矿产，其他如重晶石、水晶、石英砂等也有较大开发前景。传统矿产为煤矿，国营部分已基本枯竭。

近年来贵阳市经济持续发展，生产总值逐年增长。2013 年全市实现地区生产总值 2,085.42 亿元，比上年增长 16.00%。其中第一产业增加值 81.52 亿元，增长 6.30%；第二产业增加值 848.64 亿元，增长 18.60%；第三产业增加值 1,155.26 亿元，增长 14.60%。2013 年贵阳市三次产业结构比例由 2011 年的 4.6:42.4:53.0 调整为 3.9 : 40.7 : 55.4，二、三产业占地区生产总值的比重达 96.10%，较 2011 年提高 0.70 个百分点。

表 5 2011-2013 年贵阳市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	2,085.42	16.00%	1,700.30	15.90%	1,383.07	17.10%
其中：第一产业增加值	81.52	6.30%	72.28	8.50%	62.55	2.80%
第二产业增加值	848.64	18.60%	717.32	18.80%	586.84	21.30%
第三产业增加值	1,155.26	14.60%	910.7	14.10%	733.68	15.20%
工业增加值	608.32	16.80%	534.73	16.20%	454.9	22.30%
固定资产投资	1,958.14	26.10%	2,482.56	55.10%	1,600.59	57.10%
社会消费品零售总额	785.66	15.00%	683.19	16.90%	584.33	20.50%
出口金额（亿美元）	55.79	32.90%	42.14	51.60%	27.80	92.90%
存款余额	5,766.05	31.21%	4,394.37	21.94%	3,603.65	19.50%
贷款余额	4,205.01	20.85%	3,479.47	15.49%	3,012.86	17.30%

注：2013 年固定资产投资统计口径为计划总投资 500 万元及以上固定资产项目投资和房地产开发项目投资；除存货和贷款外增长率均按可比价计算。

资料来源：2011-2013 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报

工业方面，贵阳市 2013 年完成全部工业增加值 608.32 亿元，同比增长 16.80%；实现规模工业增加值 550.98 亿元，增长 16.00%；从工业结构看，轻工业增长 12.70%，重工业增长 19.10%。磷煤化工、铝及铝化工、特色食品、烟草制品、现代医药、装备制造业为当地六大支柱产业，2013 年实现规模以上工业增加值 429.43 亿元，比上年增长 15.50%。受市场环境影响，规模以上工业企业主要工业产品中原铝产量 33.98 万吨，同比下降 15.6%，

铝为贵阳市支柱产业之一，产业结构调整压力较大。

2013 年贵阳市完成固定资产投资 1,958.14 亿元，比上年增长 26.10%，其中完成第二产业投资 438.86 亿元，比上年增长 14.30%。值得注意的是，2013 年贵州省固定资产投资增速下滑较快，未来有一定经济增速下滑风险。

总体来看，作为贵州省省会，贵阳市经济总量排名全省第一，近年来经济发展情况良好，经济实力较强。

表 6 2011-2013 年贵州省各州市经济总量和增长率情况（单位：亿元）

排名	地区	2013 年		2012 年		2011 年	
		GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
1	贵阳市	2,085.4	16.00%	1,700.3	17.0%	1,383.1	17.1%
2	遵义市	1,584.7	14.00%	1,343.9	15.9%	1,121.2	17.0%
3	毕节市	1,041.9	15.10%	878.0	15.3%	737.4	16.8%
4	六盘水市	882.1	15.90%	738.7	16.0%	613.4	16.6%
5	黔南州	645.5	16.00%	541.3	19.4%	443.6	15.5%
6	黔东南州	584.6	16.10%	477.8	16.5%	383.6	16.8%
7	黔西南州	558.9	15.50%	462.3	15.4%	375.2	15.6%
8	铜仁市	535.2	15.40%	447.0	17.0%	357.7	15.5%
9	安顺市	429.2	15.40%	352.6	15.4%	285.6	15.0%

资料来源：贵州省各州市 2011-2013 年国民经济和社会发展统计公报、贵州省各州市 2014 年政府工作报告

白云区是贵阳市主城区之一，工业基础较好，但其自身经济实力在各区中排名靠后

白云区是贵阳北部的门户，是贵阳市六个中心城区之一。全区总面积 272 平方公里，下辖两乡（都拉乡、牛场乡）三镇（艳山红镇、麦架镇、沙文镇）六社区（铝兴社区、大山洞社区、艳山红社区、白沙关社区、红云社区、都新社区），56 个行政村，32 个居委会，截至 2013 年末，全区常住总人口 27.18 万人。

白云区毗邻市级行政中心，交通便捷。距离龙洞堡国际机场约 20 分钟车程，环城高速、二环路、兰海高速穿境而过，云环路、金苏大道、云峰大道、盐沙路等形成纵横交错的交通网络，渝黔、贵广、成贵等多条快速铁路在此汇聚。

白云区是全国重要的铝工业基地和全省重要的新型工业化基地，工业基础和实力较为雄厚，辖区内聚集了中国铝业贵州分公司、贵州铝厂、南方汇通、中航标准件、七冶建设等国有大中型企业，规模以上工业企业达 122 家，为全市第一。

近年来白云区经济持续发展，2013 年实现地区生产总值 122.05 亿元，比上年增长 18.20%。其中，第一产业增加值 3.68 亿元，增长 8.00%；第二产业增加值 66.16 亿元，增

长 19.70%；第三产业增加值 52.21 亿元，增长 16.80%，第一产业、第二产业、第三产业增加值占生产总值的比重分别为 3.00%、54.20%和 42.80%。2013 年，白云区完成规模以上工业增加值 60.07 亿元，比上年增长 18.70%。从主要行业看，有色金属冶炼及压延加工业、酒、饮料和精制茶制造业为当地支柱产业，2013 年两行业分别实现规模以上工业增加值 19.64 亿元、11.75 亿元，同比分别增长 17.20%和 87.40%，仍保持了较快的增速。主要工业产品产量方面，软饮料、钢材、家具、氧化铝分别比上年增长 51.80%、14.50%、18.00%、5.70%，电解铝较上年下降 15.6 0%。

表 7 2011-2013 年白云区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	122.05	18.20%	101.86	18.10%	76.65	20.30%
其中：第一产业增加值	3.68	8.00%	3.22	9.50%	2.74	4.30%
第二产业增加值	66.16	19.70%	57.14	19.90%	42.07	25.00%
第三产业增加值	52.21	16.80%	41.50	16.10%	31.84	15.50%
工业增加值	60.07	18.70%	51.50	24.60%	33.97	28.00%
固定资产投资	233.97	27.50%	218.83	60.90%	135.98	78.00%
社会消费品零售总额	31.22	15.60%	27.00	18.20%	22.84	20.40%
存款余额	263.47	22.78%	214.58	28.31%	167.24	4.06%
贷款余额	242.08	13.63%	213.04	13.85%	187.12	4.38%

注：除存货和贷款外其他增长率均按可比价计算。

资料来源：2011-2013 年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报

从贵阳市下辖各区（县、市）经济发展水平对比来看，白云区在经济总量在贵阳市主城区中排名靠后。

表 8 2011-2013 年贵阳市各区县主要经济指标（单位：亿元）

排名	地区	2013 年		2012 年		2011 年	
		GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
1	云岩区	515.53	16.60%	441.29	15.70%	382.98	17.40%
2	南明区	440.07	17.80%	375.50	17.50%	301.70	17.20%
3	乌当区	99.08	17.00%	156.57	18.00%	125.51	20.30%
4	花溪区	275.16	17.10%	119.53	17.00%	98.79	18.10%
5	小河区	-	-	110.74	17.60%	80.63	20.40%
6	白云区	122.05	18.20%	101.86	18.10%	76.65	20.30%
7	观山湖区	107.07	15.9	-	-	-	-
8	开阳县	126.03	17.60%	102.88	17.20%	81.93	20.50%
9	息烽县	104.30	18.00%	84.34	18.00%	64.65	20.30%

10	修文县	88.73	18.00%	71.24	17.20%	57.67	20.20%
11	清镇市	175.01	14.30%	144.16	16.80%	117.07	20.30%

注：小河区于 2012 年 11 月 15 日撤销，原花溪区与小河区合并成为新花溪区，小河区地区生产总值来自《贵阳经济技术开发区（小河区）2012 年主要经济运行情况报告》；2012 年 11 月，中国国务院同意在原贵阳新区的基础上设立观山湖区，下辖原乌当区的金阳街道、碧海街道、金华镇、朱昌镇和清镇市的百花湖乡。

资料来源：2013 年贵阳市各区县国民经济和社会发展统计公报、2011-2012 贵阳市统计年鉴

五、财政实力

贵阳市是贵州省省会，近年来经济持续发展，财政实力不断增强

随着贵阳市经济的持续发展，当地财政实力不断增强。2011-2013 年，贵阳市全市一般预算收入由 187.14 亿元增长至 277.20 亿元，三年复合增速为 21.71%，增长较快。从市本级财政收入来看，一般预算收入是其主要来源，2011-2013 年市本级一般预算收入分别为 67.20 亿元、81.75 亿元、100.03 亿元，三年复合增速为 22.01%；一般预算收入主要是税收收入，2011-2013 年税收收入分别为 52.24 亿元、61.77 亿元、74.83 亿元，占一般预算收入的比重分别为 77.74%、75.56%、74.81%，近三年占比均在 70%以上，表明一般预算收入的质量和稳定性较好。2011-2013 年贵阳市市本级政府性基金收入分别为 69.44 亿元、67.42 亿元、70.70 亿元，主要是国有土地使用权出让收入，土地使用权出让收入对地方财政贡献较大，但需要注意的是，该收入易受宏观经济周期和国家对房地产宏观调控政策的影响，未来的收入规模存在一定不确定性。

从支出规模来看，2011-2013 年贵阳市全市一般预算支出分别为 277.43 亿元、351.44 亿元、393.49 亿元，一般预算收入对一般预算支出的覆盖率分别为 67.45%、68.63%、70.45%，表明全市财政的自给能力不能增长。从市本级口径看，2011-2013 年市本级公用财政预算支出分别为 97.47 亿元、116.96 亿元、116.16 亿元，一般预算收入对一般预算支出的覆盖率分别为 68.94%、69.90%、86.11%，市本级的财政自给能力略好于全市财政自给能力。

表 9 2011-2013 年贵阳市地方政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
收入						
一、一般预算收入	277.20	100.03	241.20	81.75	187.14	67.20
其中：税收收入	-	74.83	-	61.77	-	52.24
非税收收入	-	25.20	-	19.98	-	14.96
二、上级补助收入	-	7.19	-	8.44	-	7.21
三、政府性基金收入	-	70.70	-	67.42	-	69.44

其中：国有土地使用权出让收入	-	60.94	-	59.01	-	60.05
支出						
一、一般预算支出	393.49	116.16	351.44	116.96	277.43	97.47
二、政府性基金支出	-	47.12	-	37.93	-	76.82

注：“-”为公开资料未公布相关数据。

资料来源：2011-2013 年贵阳市全市和市本级财政预算执行情况及全市和市本级财政预算报告

从财政实力排名来看，2013 年贵阳市一般预算收入在贵州省内排名第一，财政实力较强。

表 10 贵州省各州市 2011-2013 年一般预算收入情况（单位：亿元）

排名	各州市	2013 年		2012 年		2011 年	
		一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率
1	贵阳市	277.2	20.2%	241.2	28.9%	187.1	37.3%
2	遵义市	136.8	21.8%	113.0	33.5%	84.6	46.9%
3	毕节市	125.6	15.2%	110.4	36.7%	80.8	30.0%
4	六盘水市	123.6	19.0%	103.5	46.1%	70.8	43.7%
5	黔东南州	86.0	26.9%	70.1	54.8%	45.3	72.9%
6	黔西南州	81.4	28.8%	64.4	41.5%	45.5	58.9%
7	黔南州	73.2	29.1%	57.9	47.6%	39.2	44.4%
8	安顺市	46.9	29.2%	37.5	41.5%	26.5	33.6%
9	铜仁市	44.8	24.4%	36.6	28.7%	28.4	55.3%

资料来源：贵州省各州市统计局

白云区财政实力逐步增强，但其对国有土地使用权出让收入依赖较高，土地市场波动对财政收入的稳定性易造成影响

2014 年根据贵阳国家高新技术产业开发区、贵阳综合保税区和白云区三区统筹发展领导小组印发的《贵阳国家高新区、贵阳综保区、贵阳市白云区关于三区统筹发展机制的意见》的通知（筑高综白字【2014】9 号 1），白云区财政局对白云区 2011-2013 年的财政决算表进行了追溯调整。追溯调整后，白云区本级财政收入由 2011 年的 294,415 万元增长到 2013 年的 628,017 万元，三年复合增速为 46.05%，呈现出较快增长势头。从财政收入结构看，一般预算收入、政府性基金收入是其主要来源，2013 年，追溯调整后白云区的一般预算收入、政府性基金收入占地方财政收入的比重分别为 28.29%和 58.33%；上级补助收入和预算外收入占比相对较小，2013 年该两项收入占财政收入比重分别为 13.23%和 0.15%。

¹ 该文件明确三区将在议事决策、规划布局、产业发展、基础设施、招商引资、发展资源、统计核算、生态保护、利益分成、社会治理等方面统筹规划、融合发展。统筹统计核算方面，在行政区统计考核时，将高新区、综保区数据纳入白云区统计。

表 11 追溯调整后白云区 2011-2013 年地方财政收入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
（一）一般预算收入	177,659	135,683	94,996
税收收入	144,743	121,914	81,844
非税收入	32,916	13,769	13,152
（二）上级补助收入	83,096	64,104	63,344
一般性转移支付收入	30,893	24,813	31,484
专项转移支付收入	46,913	34,022	26,773
税收返还收入	5,290	5,269	5,087
（三）政府性基金收入	366,331	392,007	135,077
其中：国有土地使用权出让收入	348,695	384,844	129,620
（四）预算外收入	931	1,074	998
地方财政收入=（一）+（二）+（三）+（四）	628,017	592,868	294,415

注：以上数据为追溯调整后包含高新区、综保区财政收入的白云区财政收入明细数据。

资料来源：白云区财政局，鹏元整理

2011-2013年，白云区一般预算收入复合增速为36.75%，增长较快。一般预算收入主要以税收收入为主，2013年税收收入为144,743万元，占一般预算收入的比重为81.47%，同比增速为18.73%，增速较2012年有所下降；2013年白云区非税收入为32,916万元，同比增长139.06%，非税收入主要来源为国有资本经营收入。政府性基金收入是当地财政收入最主要来源，2011-2013年，白云区政府性基金收入分别为135,077万元、392,007万元和366,331万元，三年复合增速为64.68%，增长较快；其结构主要以国有土地使用权出让收入为主，2011-2013年国有土地使用权出让收入分别为129,620万元、384,844万元和348,695万元，占政府性基金收入的比重分别为95.96%、98.17%和95.19%。值得注意的是，2013年国有土地使用权出让收入较2012年有所下降，受此影响，2013年政府性基金收入有所减少，由于当地财政对土地出让收入依赖较大，土地市场的波动会对当地财政收入的稳定性造成较大影响。

表 12 追溯调整后的白云区 2011-2013 年地方财政支出情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一般预算支出	246,860	182,267	135,605
上解上级支出	18,188	17,244	17,545
政府性基金支出	387,274	377,589	131,599
预算外支出	947	1,069	995
地方财政支出	653,269	578,169	285,744

资料来源：白云区财政局，鹏元整理

近三年，追溯调整后白云区财政支出不断增长，分别为 285,744 万元、578,169 万元和 653,269 万元，三年复合增速为 51.20%；其中一般预算支出分别为 135,605 万元、182,267

万元和 246,860 万元，占地方财政支出的比例分别为 47.13%、31.42%和 37.67%。从支出方向来看，一般公共服务、教育、医疗卫生和社会保障与就业四个科目支出之和占一般公共预算支出的比例分别为 48.04%、57.35%和 53.00%，刚性支出为一般公共预算支出的重要组成部分。2011-2013 年，白云区政府性基金支出分别为 131,599 万元、377,589 万元和 387,274 万元，占地方财政支出的比例分为 45.73%、65.08%和 59.10%，支出方向主要为征地和拆迁补偿、土地开发和城市建设。

但我们也注意到，白云区本身的（未合并高新区、综保区）一般公共预算收入在贵阳市排名中游，整体财政实力一般。

表 13 贵阳市各区县 2011-2013 年一般公共预算收入情况（单位：亿元）

序号	各市(州)	2013 年		2012 年		2011 年	
		收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率
1	南明区	33.54	27.63%	26.73	43.63%	18.61	45.50%
2	云岩区	30.12	16.50%	25.98	26.73%	20.50	37.40%
3	观山湖区	29.25	-	-	-	-	-
4	花溪区	23.17	29.00%	8.95	37.30%	6.52	49.30%
5	乌当区	12.62	19.90%	11.46	30.67%	8.77	45.00%
6	白云区	9.73	19.27%	8.96	38.50%	6.47	40.10%
7	开阳县	8.61	-	12.80	79.96%	7.11	42.00%
8	清镇市	9.87	17.66%	9.95	26.90%	7.84	41.60%
9	息烽县	-	-	6.00	36.56%	4.39	42.80%
10	修文县	-	-	5.42	40.20%	3.87	38.30%

注：根据 2012 年 11 月 15 日国务院下发的《国务院关于同意贵州省调整贵阳市部分行政区划的批复》(国函〔2012〕190 号)，原贵阳市花溪区、小河区撤销，并设立新花溪区和观山湖区；白云区一般公共预算收入及增速来自 2011-2013 年白云区国民经济与社会发展统计公报；“-”为暂无相关公开信息。

资料来源：贵阳市各区县 2013 年财政预算执行情况及 2014 年财政预算（草案）报告；2011-2012 年贵阳市统计年鉴

六、经营与竞争

公司主要业务包括工程建设、担保业务及土地整理开发业务，其中工程建设业务是公司的主要收入来源，2011-2013 年工程建设收入占营业收入的比重均在 90.00%以上。担保业务由公司全资子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司运营，该子公司于 2013 年 8 月 5 日由公司发起设立，拥有融资性担保机构经营许可证，目前收入规模不大。

表 14 2011-2013 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	72,068.08	15.75%	40,981.06	14.35%	18,204.86	9.49%

担保费收入	33.45	75.64%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租金收入	3,640.20	53.90%	3,599.75	53.63%	43.86	30.84%
合计	75,741.73	17.61%	44,580.81	17.53%	18,248.71	9.54%

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告

公司作为白云区基础设施和保障性住房建设主体，业务持续性有保障，但项目建设均需公司先行垫付资金，后续资金压力较大

基础设施及保障性住房建设主要由公司本部运营。基础设施建设方面，根据贵阳市白云区人民政府 2010 年 1 月出具的《关于明确贵阳白云工业发展投资有限公司开发建设利润的通知》（以下简称“通知”），由公司作为项目业主承担的铝及铝加工基地、黑石头片区、程官摆陇片区等基础设施建设项目（基础设施建设内容主要包括：市政工程、市政配套工程、公共服务工程及其他附属设施工程），开发建设利润明确如下：贵阳市白云区人民政府同意在项目建设成本总价的基础上，给予 10.00% 的开发利润（土地开发整理、保障房建设项目回购价格另行约定）。项目建设成本包括：设计、勘测费用，工程实体费用，工程实施前期准备费；工程施工费用、监理费用、质检费和招投标费用、审计费用，贷款利息费用等。

保障性住房方面，根据公司与贵阳市人民政府签订的《白云区程官摆陇片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》（以下简称“协议”），该项目建设资金由公司先行垫付，贵阳市人民政府将按项目总投资额加计 10.00% 的投资回报进行回购。

公司每年按照政府确认的市政基础设施建设工程及棚户区改造项目发生的支出加成 10% 开发建设利润确认工程建设收入，工程实际支出与政府确认的支出差额形成在建工程。由于结算金额与通知和协议的约定略有出入，2011-2013 年公司工程建设业务的毛利率均高于代建报酬率。

2011-2013 年公司承建的项目主要来自于铝及铝加工基地基础设施建设项目、棚户区改造项目、黑石头片区项目、白云区程官摆陇片区城中村改造项目等，分别获得代建收入 18,204.86 万元、40,981.06 万元、72,068.08 万元。但白云区政府实际支付给公司的回款较少，2011-2013 年公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 1,121.84 万元、18,689.54 万元、44,590.08 万元，远低于公司应获得的工程款。

表 15 2011-2013 年公司代建收入明细（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
铝及铝加工基地基础设施建设项目	33,216.50	37,212.21	18,124.86
黑石头片区项目	11,511.57	340.54	0.00
铝及铝加工基地项目棚户区改造项目	14,360.84	20.54	0.00

白云区程官摆拢片区城中村改造项目	4,477.96	11.34	0.00
青山产城互动带项目	188.93	0.00	0.00
青山路项目	2,505.32	0.00	0.00
南湖西路工程	52.80	0.00	0.00
其他项目	5,754.16	3,396.43	80.00
合计	72,068.08	40,981.06	18,204.86

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2013 年底，公司在建的基础设施项目有铝及铝加工基地基础设施及保障性住房项目、黑石头片区项目、南湖新区垃圾转运站项目等，预计总投资 83.14 亿元，已完成投资 12.74 亿元，未来尚需投资 70.40 亿元，预计仍可为公司带来较好的代建收入。代建项目中白云区程官摆拢片区城中村改造项目（本期债券募投项目）贵阳市人民政府已和公司签订了代建协议，并明确了未来每年的付款计划，此项目的资金回款较有保障。

表 16 截至 2013 年底公司主要在建项目明细表（单位：万元）

项目	预计总投资	已完成投资
铝及铝加工基地基础设施项目	211,860.63	91,932.58
加油站项目	148,480.00	1,041.06
黑石头片区项目	70,100.00	14,835.22
铝及铝加工基地项目棚户区改造项目	113,691.00	14,381.38
白云区程官摆拢片区城中村改造项目	182,236.00	4,489.30
南湖新区垃圾转运站项目	1,000.00	631.52
人才公寓项目	591.59	106.5
武装部项目	103,448.00	1.51
合计	831,407.22	127,419.07

资料来源：公司提供

总之，作为白云区基础设施和保障性住房建设主体，公司近年代建的项目较多，取得的代建工程收入持续快速增长，目前在建项目后续投资额仍较大，业务持续性较有保障，但公司近年实际收到的财政局支付的工程回款建少，公司需垫付工程建设款，面临较大的资金压力。

公司租赁业务收入增长迅速，未来持续性较好

近年为增强公司可持续经营能力，白云区政府陆续将部分办公用房、经营性房产无偿划拨给公司。为盘活资产，公司将这些资产进行了出租，2011-2013 年分别为公司贡献收入 43.86 万元、3,599.75 万元、3,640.20 万元，其中 2012 年租金收入增速较快，主要原因为：公司将位于云峰大道、七一路、健康路、白云北路、白云南路的 6 处写字楼予以出租，为公司贡献租金收入 3,497.33 万元。

截至 2013 年底，公司前五大客户租赁明细如下，通过该表可以看出，公司目前与前五大租赁客户均签订了较为长期的租赁合同，且大部分约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表 17 截至 2013 年底公司前五大租赁资产明细（平方米，万元）

租赁资产名称	面积	年租金	租赁期	租赁条款
云峰大道、七一路等 6 处写字楼	58,288.77	3,497.33	2011.12-2026.12	租金每年在上一年基础上递增 3%
云环中路综合写字楼	3,287.55	110.46	2013.9-2016.9	租金每年增长 5%
中环路 107 号 1 栋 1 层 1 号	709.1	34.04	2012.8-2017.8	年租金递增 3.00%
白云南路 611 号 A 段 1 层 10 号（佳居新苑一楼十号）	141.49	9.98	2008.5-2015.5	无
园艺场综合楼 2 楼-5 楼	1,485.00	4.00	2009.3--2019.2	前五年承包费每年 3 万元，后五年每年 4 万元

资料来源：公司提供

政府对公司支持力度较大，有效地提升了公司的资本实力和融资能力

公司是白云区的基础设施建设主体，近年承建的项目较多，资金需求量大，为提升公司实力，提高公司的融资能力，政府在资产注入、财政补助方面给予了公司大力支持。

资产注入方面，2011 年根据白国资委【2011】15 号文件，白云区国有资产管理委员会将白云区云峰大道 99 号 1 号综合写字楼、尖山路拂云巷二期 15 号、七一路 2 号综合楼等七处房产注入公司，增加资本公积 4.31 亿元。2012 年根据白国资委【2012】09 号文件，白云区国有资产管理委员会将白云区同心路 13 号 1 栋、2 栋综合写字楼，及位于金苏大道、云峰大道共 3 块土地资产注入公司，增加资本公积 9.57 亿元。2013 年根据白国资委【2013】11 号文件，白云区国有资产管理委员会将白云区云峰大道 3 处房产、一块土地注入公司，增加资本公积 2.35 亿元。

在财政补助方面，2011-2013 年期间，白云区财政局分别以会议纪要、通知、函件的方式先后拨付公司财政补贴 4,960.34 万元、9,648.94 万元、18,023.86 万元，占同期利润总额的比重分别为 100.57%、79.79%、71.12%。

总体来说，作为白云区重要的平台公司，白云区政府近年对公司的支持力度较大，提升了公司的资本实力和融资能力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011-2013 年度审计报告，公司 2011-2013 年财务报表均按照新会计准则编制。2011-2012 年公司无纳入合并报表范围的子公司，2013 年公司投资新设了子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司并将之纳入了合并范围。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，但整体流动性不强

受益于政府持续的资产注入，近年来公司资产规模大幅增长，2011-2013 年公司资产规模复合增速达 47.53%。截至 2013 年底，公司总资产规模 38.22 亿元，主要以流动资产为主，流动资产占总资产的比例为 76.64%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货等组成。截至 2013 年底，公司拥有货币资金 0.73 亿元，主要为银行存款，无受限货币资金。存货所占比例最大，占流动资产的比例为 58.46%，占总资产的比例为 44.80%；存货主要为土地，截至 2013 年末公司存货中土地账面余额 17.12 亿元，全部为未抵押的出让商住用地，具体明细请见附录四。截至 2013 年末公司应收账款余额 7.29 亿元，应收对象主要为贵阳市白云区财政局，占应收账款总额的比例为 90.41%，应收款回收风险较小，但我们关注到应收账款回收时间较不确定，对公司资金造成一定占用。截至 2013 年末公司其他应收款约 4.00 亿元，主要是公司与贵阳市白云区财政局、贵阳市房屋征收管理局等单位的往来款，前五名欠款单位分别为贵阳市白云区财政局、贵阳市房屋征收管理局、白云艳山红镇刘庄村委员会、贵阳市白云区艳山红高山村民委员会、贵阳中铝铝业有限公司，其合计欠款账面余额占比为 85.69%，其他应收款账龄在 1 年以上的占比 83.03%，账龄偏长，对公司资金占用明显。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期股权投资等构成。截至 2013 年末，公司固定资产账面净额 7.91 亿元，主要为房屋及建筑物，其中 1.36 亿元的房屋建筑物已用于借款抵押。在建工程 0.88 亿元，主要为铝及铝加工基地项目、黑石头片区项目等。

总体来看，近年公司资产规模大幅增长，以流动资产为主，但资产主要以土地资产为主，整体流动性偏弱。

表 18 2011-2013 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	292,898.72	76.64%	255,694.88	75.56%	95,531.21	54.41%
其中：货币资金	7,326.21	1.92%	6,140.49	1.81%	5,772.85	3.29%

应收账款	72,942.79	19.09%	43,006.81	12.71%	17,124.86	9.75%
其他应收款	39,959.84	10.46%	41,975.13	12.40%	13,314.25	7.58%
存货	171,235.51	44.80%	151,010.88	44.63%	57,585.69	32.80%
非流动资产合计	89,286.06	23.36%	82,698.15	24.44%	80,056.05	45.59%
固定资产净额	79,084.85	20.69%	76,961.15	22.74%	74,377.92	42.36%
在建工程	8,752.26	2.29%	4,411.58	1.30%	4,382.90	2.50%
资 产 总 计	382,184.78	100.00%	338,393.03	100.00%	175,587.26	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司收入持续增长，盈利能力有所增强，但利润对政府补助较为依赖

近年来公司收入规模持续增长，2011-2013 年公司实现营业收入分别为 18,248.71 万元、44,580.81 万元和 75,741.73 万元，近三年复合增速达 103.73%。目前公司收入主要来源于工程建设收入、担保费收入和租金收入，2013 年工程建设收入、担保费收入和租金收入占营业收入的比重分别为 95.15%、0.04%和 4.81%，工程建设收入是公司收入的最主要来源。

近三年公司综合毛利率分别为 9.54%、17.53%和 17.61%，呈上升趋势，期间费用率分别为 3.00%、1.36%和 1.70%，期间费用控制较好，近三年公司分别实现营业利润-27.46 万元、2,461.10 万元和 7,326.49 万元，公司主营业务盈利能力有所增强。2011-2013 年公司分别获得政府补贴 4,960.34 万元、9,648.94 万元和 18,023.86 万元，占当年利润总额的比例分别为 100.57%、79.79%和 71.12%，公司利润水平对政府补贴的依赖程度较高。

总之，近年公司收入持续增长，但主业盈利能力偏弱，利润水平对政府补助依赖较强。

表 19 2011-2013 年公司盈利能力主要指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入（万元）	75,741.73	44,580.81	18,248.71
营业利润（万元）	7,326.49	2,461.10	-27.46
补贴收入（万元）	18,023.86	9,648.94	4,960.34
利润总额（万元）	25,343.00	12,093.24	4,932.22
净利润（万元）	23,868.39	11,521.12	5,089.58
综合毛利率	17.61%	17.53%	9.54%
期间费用率	1.70%	1.36%	3.00%
总资产回报率	7.03%	4.71%	-

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流出，目前在建项目资金需求较大，公司面临较大的资金压力

近三年公司收现比分别为 0.06、0.42、0.59，收现比有所改善，但整体情况较差。公司将项目建设投入资金纳入到经营活动产生的现金流量进行核算，近年来公司项目建设支出规模较大，经营活动现金流量表现为持续的净流出。

公司业务的增加加大了对资金的需求，近年来公司通过银行借款筹集大规模的资金，筹资活动现金流均表现为大规模的净流入。

总体来看，公司经营活动现金流持续净流出，公司对外部融资较为依赖，目前公司在建项目较多，未来存在较大融资压力。

表 20 2011-2013 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
经营活动现金流入小计	120,886.02	107,014.22	23,598.89
经营活动现金流出小计	125,468.47	111,130.86	34,135.32
经营活动产生的现金流量净额	-4,582.45	-4,116.64	-10,536.43
投资活动现金流出小计	6,185.36	1,426.16	361.30
投资活动产生的现金流量净额	-6,185.36	-1,426.16	-361.30
筹资活动现金流入小计	12,400.00	7,349.00	16,123.00
筹资活动现金流出小计	3,029.95	1,438.56	701.38
筹资活动产生的现金流量净额	9,370.05	5,910.44	15,421.62
现金及现金等价物净增加额	-1,397.77	367.64	4,523.89

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告

资本结构和财务安全性

公司资产负债率较低，但资产流动性偏弱，债务保障能力一般

近年公司债务规模快速增长，2011-2013 年公司债务规模复合增长率为 54.56%，公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年末，公司流动负债占负债总额的 63.41%，流动负债主要为其他应付款和应交税费。其他应付款主要为对贵阳白云经济开发区土地储备中心、太平洋建设集团有限公司、贵阳俊发房地产有限责任公司等企事业单位的暂借款，账期在一年以内的达 78.41%，账龄较短，面临一定短期偿还压力。

截至 2013 年末公司非流动负债主要为长期借款。公司长期借款主要抵押借款，80.00% 以上借款的利率为银行基准利率上浮 10%，其中 2016 年需偿还的本金较多，存在一定的集

中支付压力。

公司有息负债主要是一年内到期的非流动负债和长期借款，截至 2013 年末公司有息负债总额为 2.86 亿元，占负债总额的比例为 37.64%，有息负债占比不高。但我们注意到目前公司建设项目较多，资金需求较大，预计未来公司债务规模将继续增长，从而增加债务压力。

表 21 2011-2013 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	48,184.84	63.41%	58,487.65	73.48%	11,958.71	37.60%
预收款项	971.36	1.28%	1,571.36	1.97%	2,071.36	6.51%
其他应付款	34,694.98	45.66%	25,004.77	31.42%	8,788.02	27.63%
应交税费	11,643.84	15.32%	5,771.58	7.25%	949.31	2.98%
一年内到期的非流动负债	800.00	1.05%	600.00	0.75%	150.00	0.47%
非流动负债合计	27,805.71	36.59%	21,105.71	26.52%	19,850.00	62.40%
其中：长期借款	27,800.00	36.58%	21,100.00	26.51%	19,850.00	62.40%
负债总额	75,990.56	100.00%	79,593.37	100.00%	31,808.71	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理

截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率分别为 6.08 和 2.52，但考虑到公司存货流动性较弱，应收账款回款时间较不确定，我们认为公司短期偿债能力一般。公司资产负债率为 19.88%，资产负债率较低，但我们注意到公司资产主要为土地资产和固定资产，整体流动性偏弱，削弱了公司资产对债务的保障能力。

总体而言，公司资产流动性偏弱，债务保障能力一般。

表 22 2011-2013 年公司偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	19.88%	23.52%	18.12%
流动比率	6.08	4.37	7.99
速动比率	2.52	1.79	3.17
EBITDA（万元）	26,551.86	13,227.35	5,015.01
EBITDA 利息保障倍数	11.40	11.62	7.15

资料来源：公司 2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金将主要来源于政府回购资金、公司日常经营所产生的现金、流动资产变现

根据公司与贵阳市人民政府签订的《白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》，贵阳市人民政府将分别于 2015 年至 2022 年将合计安排资金共 200,459.60 万元进行回购，但回购资金主要来源于特定地块的出让收益，受国家房地产政策以及当地土地交易市场影响较大。

公司销售商品，提供劳务收到的现金将为本期债券本息的偿付提供一定的保障。2011-2013 年，该部分金额分别为 1,121.84 万元、18,689.54 万元、44,590.08 万元。截至 2013 年底，公司在建项目仍然较多，短中期内预计公司收入来源较有保障。但我们也关注到，公司的收入来源单一，且对当地财政收支状况依赖度高，资金掌控力低，一旦资金返还拖延，可能会对公司的经营发展和偿债带来压力。

与此同时，在紧急情况下，公司可通过流动资产变现来补充偿债资金。截至 2013 年底，公司经审计的流动资产余额为 292,898.72 万元，其中货币资金 7,326.21 万元、应收账款和其他应收款合计 112,902.63 万元，存货 171,235.51 万元，公司现金流量不足的情况下，可以通过加大应收账款和其他应收款催收力度来获得必要的偿债资金支持，但同时我们也关注到应收款项的催收难度。截至 2013 年底，公司名下拥有土地资产 17.12 亿元，公司可以通过将这些土地资产进行抵押获得贷款，若发生紧急情况，也可以将这些资产进行出让，以保证本期债券的本息按期足额偿付，但这些土地未来能否顺利转让且给公司带来较好的收益存在较大的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，较好地提升了本期债券的信用水平

为保障本期债券的本息偿付，公司以自身拥有的 7 宗国有土地使用权作为初始抵押资产为本期债券提供抵押担保，上述 7 宗土地使用权经中瑞国际资产评估（北京）有限公司（评估基准日：2014 年 6 月 30 日，土地估价报告编号：中瑞评报字【2014】0701062 号），抵押资产总评估价值 18.92 亿元，抵押资产具体情况如下表所示。

表 23 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	评估价值
白土国用（2010）第 T063 号	出让	商住	58,762.74	12,564.55
白土国用（2010）第 T064 号	出让	商住	50,671.53	10,834.51

白土国用（2010）第 T065 号	出让	商住	113,468.48	38,780.03
白土国用（2012）第 T287 号	出让	商住	11,949.11	4,002.26
白土国用（2012）第 T286 号	出让	商住	45,560.56	15,260.17
白土国用（2012）第 T284 号	出让	商住	248,474.16	89,096.23
白土国用（2012）第 T285 号	出让	商住	77,242.90	18,700.73
合计			606,129.48	189,238.48

资料来源：《土地估价报告》、《资产抵押协议》

目前，公司与贵阳银行股份有限公司白云支行签署了《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，贵阳银行股份有限公司白云支行作为本期债券的债权代理人 and 抵押资产监管人。

根据《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，公司抵押资产抵押担保的范围、抵押物的评估、抵押资产的替代和置换、抵押资产的释放和解除的相关条款如下所示：

（1）抵押担保的范围

抵押所担保的范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

（2）抵押资产的评估

抵押资产的首次评估工作应当在本期债券发行日之前三十个工作日内完成。

在本期债券存续期间，公司应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。

在本期债券存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

- 1、抵押资产部分被征用；
- 2、抵押资产市场行情发生显著贬值；
- 3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

（3）抵押资产的替代和追加

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，公司因此获得的相关补偿均视同为抵押资产，如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生贬值等情形，导致抵押比率（抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率）低于 1.5 的，公司应就抵押资产减少部分提供同等价值的担保。

替代和追加的资产应按照资产抵押协议的规定进行价值评估，如需要办理登记手续，由公司负责。

（4）抵押资产的释放

本期债券存续期间，在抵押比率不低于 2 的前提下，公司可以向债权代理人申请解除部分抵押资产的抵押。

（5）抵押资产的解除

在本期债券的利息及本金全部清偿完毕后方可解除抵押。

综上所述，我们认为，公司以其合法拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供的抵押担保，较好地提升了本期债券的信用水平。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	7,326.21	6,140.49	5,772.85
应收账款	72,942.79	43,006.81	17,124.86
预付款项	1,398.81	13,545.03	1,711.85
其他应收款	39,959.84	41,975.13	13,314.25
存货	171,235.51	151,010.88	57,585.69
其他流动资产	35.56	16.54	21.72
流动资产合计	292,898.72	255,694.88	95,531.21
长期股权投资	500.00	500.00	500.00
固定资产	79,084.85	76,961.15	74,377.92
在建工程	8,752.26	4,411.58	4,382.90
无形资产	602.91	614.33	627.30
长期待摊费用	13.35	0.00	0.00
递延所得税资产	332.70	211.09	167.94
非流动资产合计	89,286.06	82,698.15	80,056.05
资产总计	382,184.78	338,393.03	175,587.26
应付账款	0.00	25,535.00	0.00
预收款项	971.36	1,571.36	2,071.36
应交税费	11,643.84	5,771.58	949.31
其他应付款	34,694.98	25,004.77	8,788.02
一年内到期的非流动负债	800.00	600.00	150.00
其他流动负债	74.66	4.94	0.02
流动负债合计	48,184.84	58,487.65	11,958.71
长期借款	27,800.00	21,100.00	19,850.00
专项应付款	5.71	5.71	0.00
非流动负债合计	27,805.71	21,105.71	19,850.00
负债合计	75,990.56	79,593.37	31,808.71
实收资本	15,000.00	15,000.00	8,600.00
资本公积	250,653.70	227,127.53	130,027.54
盈余公积	3,853.01	1,560.30	551.04
未分配利润	36,687.52	15,111.83	4,599.98
归属于母公司所有者权益合计	306,194.23	258,799.66	143,778.56
所有者权益合计	306,194.23	258,799.66	143,778.56
负债和股东权益总计	382,184.78	338,393.03	175,587.26

资料来源：2011-2013 年连审审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	75,741.73	44,580.81	18,248.71
其中：营业收入	75,741.73	44,580.81	18,248.71
二、营业总成本	68,415.24	42,119.70	18,276.17
其中：营业成本	62,400.61	36,767.61	16,507.47
营业税金及附加	4,240.21	4,574.23	548.72
销售费用	1.80	0.00	0.00
管理费用	1,358.63	637.63	562.21
财务费用	-72.44	-32.37	-13.98
资产减值损失	486.44	172.61	671.74
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,326.49	2,461.10	-27.46
加：营业外收入	18,023.86	9,657.90	4,960.34
减：营业外支出	7.36	25.76	0.66
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	25,343.00	12,093.24	4,932.22
减：所得税费用	1,474.60	572.12	-157.36
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	23,868.39	11,521.12	5,089.58

资料来源：2011-2013 年连审审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年度
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	44,590.08	18,689.54	1,121.84
收到其他与经营活动有关的现金	76,295.94	88,324.68	22,477.06
经营活动现金流入小计	120,886.02	107,014.22	23,598.89
购买商品、接受劳务支付的现金	71,811.60	20,287.55	16,637.50
支付给职工以及为职工支付的现金	205.78	108.92	76.99
支付的各项税费	2,793.94	1,782.15	313.63
支付其他与经营活动有关的现金	50,657.15	88,952.25	17,107.20
经营活动现金流出小计	125,468.47	111,130.86	34,135.32
经营活动产生的现金流量净额	-4,582.45	-4,116.64	-10,536.43
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,385.36	1,426.16	361.30
投资支付的现金	4,800.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	6,185.36	1,426.16	361.30
投资活动产生的现金流量净额	-6,185.36	-1,426.16	-361.30
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	4,800.00	5,349.00	1,423.00
取得借款收到的现金	7,600.00	2,000.00	14,700.00
筹资活动现金流入小计	12,400.00	7,349.00	16,123.00
偿还债务支付的现金	700.00	300.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,329.95	1,138.56	701.38
筹资活动现金流出小计	3,029.95	1,438.56	701.38
筹资活动产生的现金流量净额	9,370.05	5,910.44	15,421.62
四、现金及现金等价物净增加额	-1,397.77	367.64	4,523.89
加：期初现金及现金等价物余额	6,140.49	5,772.85	1,248.96
五、期末现金及现金等价物余额	4,742.72	6,140.49	5,772.85

资料来源：2011-2013 年连审审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	23,868.39	11,521.12	5,089.58
加：资产减值准备	486.44	172.61	671.74
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,195.38	1,121.14	69.82
无形资产摊销	12.97	12.97	12.97
长期待摊费用摊销	0.51	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	-9.77	0.00	0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	-72.44	-32.37	-13.98
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-121.61	-43.15	-167.94
存货的减少（增加以“－”号填列）	-20,224.63	-93,425.19	-1.88
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-18,219.23	-37,929.83	-10,501.03
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	8,501.55	114,486.06	-5,695.71
经营活动产生的现金流量净额	-4,582.45	-4,116.64	-10,536.43

资料来源：2011-2013 年连审审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	382,184.78	338,393.03	175,587.26
归属于母公司所有者权益（万元）	306,194.23	258,799.66	143,778.56
资产负债率	19.88%	23.52%	18.12%
流动比率	6.08	4.37	7.99
营业收入（万元）	75,741.73	44,580.81	18,248.71
补贴收入（万元）	18,023.86	9,648.94	4,960.34
营业利润（万元）	7,326.49	2,461.10	-27.46
利润总额（万元）	25,343.00	12,093.24	4,932.22
综合毛利率	17.61%	17.53%	9.54%
总资产回报率	7.03%	4.71%	-
EBITDA（万元）	26,551.86	13,227.35	5,015.01
EBITDA 利息保障倍数	11.40	11.62	7.15
经营活动现金流净额（万元）	-4,582.45	-4,116.64	-10,536.43
总资产（万元）	382,184.78	338,393.03	175,587.26
归属于母公司所有者权益（万元）	306,194.23	258,799.66	143,778.56
资产负债率	19.88%	23.52%	18.12%
流动比率	6.08	4.37	7.99
营业收入（万元）	75,741.73	44,580.81	18,248.71
补贴收入（万元）	18,023.86	9,648.94	4,960.34

资料来源：2011-2013 年连审审计报告，鹏元整理

附录五 截至2013年底公司存货中土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地使用证编号	使用权性质	用途	使用权面积	账面价值	是否抵押
白土国用（2010）第 T063 号	出让	商服、住宅用地	58,762.74	12,598.73	否
白土国用（2010）第 T064	出让	商服、住宅用地	50,671.53	9,784.67	否
白土国用（2010）第 T065 号	出让	商服、住宅用地	113,468.48	35,197.92	否
白土国用（2012）第 T287	出让	商服、住宅用地	11,949.11	3,257.33	否
白土国用（2012）第 T286	出让	商服、住宅用地	45,560.56	12,419.81	否
白土国用（2012）第 T284 号	出让	商服、住宅用地	248,474.16	77,747.56	否
白土国用（2012）第 T285 号	出让	商服、住宅用地	77,242.90	20,206.74	否
合计		-	606,129.48	171,212.76	-

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信

用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。