

贵州铁路投资有限责任公司

**2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

贵州铁路投资有限责任公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【353】号 01

债券剩余规模: 20 亿元

债券到期日期: 2022 年
3 月 27 日

债券偿还方式: 分次还
本, 在存续期的第 6 至
第 10 个计息年度分别偿
还未回售部分债券的
20%

分析师

姓名:
龙真 范刚强

电话:
0755-82869430

邮箱:
longzh@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

	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	2015 年 6 月 23 日	2014 年 5 月 28 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对贵州铁路投资有限责任公司(以下简称“贵铁投”或“公司”)及其 2012 年 3 月 27 日发行的 20 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 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。该等级的评定是考虑到贵州省经济和财政实力持续提升, 公司铁路项目投资规模进一步扩大, 经营实力得到进一步的提升, 跟踪期内继续获得当地政府的大力支持, 公司总资产规模增长较快等因素; 同时我们也关注到, 贵州省财政对上级补助的依赖程度较高, 财政自给能力较弱, 公司资产仍以非流动资产为主, 整体流动性较弱, 跟踪期内公司期间费用上升较快, 同时铁路投资规模仍较大, 未来仍面临较大的筹资压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内贵州省经济整体保持较快增长, 财政实力稳步提升。2014 年贵州省地区生产总值达 9,251.01 亿元, 同比增长 10.8%, 一般公共预算收入达到 1,366.42 亿元, 同比增长 13.3%。
- 跟踪期内公司铁路项目投资规模进一步扩大。公司项目尚在投资期, 2014 年公司铁路投资 30.62 亿元, 总投资规模从 2013 年的 95.79 亿元增至 2014 年的 126.40 亿元。
- 公司获得当地政府大力支持。2014 年公司获得贵州省财政厅拨付的铁路建设资金 24.18 亿元作为股东资本金。

关注：

- **贵州省可支配财力对上级补助收入依赖较大，财政自给能力较弱。**2014 年贵州省获得中央各项转移支付补助 2,137.41 亿元，其占可支配财力的比重为 57.26%，贵州省可支配财力对上级补助依赖较大。
- **公司在建及拟建项目规模较大，后续资金压力较大。**截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目预计总投资 760.57 亿元，未来尚需投资 580.94 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性不强。**公司资产以非流动资产为主，占总资产的比例为 59.55%，资产流动性偏弱。
- **有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**截至 2014 年底，公司有息债务规模达 67.2 亿元，同比增长 236%，有息债务规模增长较快，且规模较大，存在一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,404,915.97	1,516,427.97	1,222,593.45
归属于母公司的所有者权益合计（万元）	1,600,500.42	1,290,198.65	1,009,177.89
资产负债率	30.83%	14.29%	17.46%
有息债务（万元）	672,000.00	200,000.00	201,200.00
流动比率	13.99	32.96	42.06
营业收入（万元）	64,241.00	53,855.00	34,722.00
营业利润（万元）	40,828.64	39,479.67	22,487.45
利润总额（万元）	40,827.46	39,478.71	22,478.60
综合毛利率	100.00%	100.00%	100.00%
总资产回报率	3.27%	3.94%	3.27%
EBITDA（万元）	64,165.28	53,963.76	33,445.26
EBITDA 利息保障倍数	2.75	3.74	3.07
经营活动净现金流净额（万元）	-3,624.95	76,993.78	28,617.88

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]380号文件批准，公司于2012年3月27日发行20亿元公司债券，票面利率7.20%。

本期债券发行期限为10年期，第5年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；在债券存续期第6、7、8、9和10年末分次还本，分别偿还未回售部分债券的20%。本期债券计息期限为2012年3月27日至2022年3月26日，付息日为本期债券存续期内的每年3月27日。截至2015年5月底，本期债券还本付息情况如下表所示：

表1 截至2015年5月底本期债券还本付息情况（单位：亿元）

兑付时间	本金兑付金额	利息兑付金额	期末本金余额
2013年3月27日	0	1.44	20
2014年3月27日	0	1.44	20
2015年3月27日	0	1.44	20

资料来源：公司本期债券各年付息公告，鹏元整理

本期债券募集资金20亿元，其中8亿元用于新建贵阳至广州铁路项目、8亿元用于新建长沙至昆明铁路客运专线项目、4亿元用于补充公司营运资金。截至2015年5月底，本期债券募集资金已按计划用途使用完毕。

二、发行主体概况

2014年公司确认大股东贵州省发展改革委员会缴付的投资款283,241.00万元，贵州省发展改革委员会代表贵州省政府回购贵州赤天化集团有限责任公司持有的公司股权11,800.00万元，公司减资相应规模。截至2014年末公司账面实收资本增加至1,406,016.47万元，实收资本变动情况如下表所示：

表2 2014年实收资本变动情况（单位：万元、%）

投资者名称	年初余额		本年增加	本年减少	年末余额	
	投资金额	所占比例			投资金额	所占比例
贵州省发改委	882,775.47	77.81	283,241.00	0.00	1,166,016.47	82.93

中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	50,000.00	4.41	0.00	0.00	50,000.00	3.56
贵州赤天化集团有限责任公司	11,800.00	1.04	0.00	11,800.00	0.00	0.00
中电投贵州遵义产业发展有限公司	190,000.00	16.75	0.00	0.00	190,000.00	13.51
合计	1,134,575.47	100	283,241.00	11,800.00	1,406,016.47	100.00

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，控股股东、实际控制人未发生变化。

跟踪期内公司新纳入合并范围的子公司 4 家，均为公司投资设立的企业，截至 2014 年底公司纳入合并范围的子公司共 5 家。

表3 2014 年新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

序号	企业名称	实收资本	股权比例	合并方式
1	贵州铁路投资物产有限公司	5,000	100%	投资设立
2	贵州安六铁路有限责任公司	40,000	60%	投资设立
3	贵州铁建物资贸易有限公司	200	100%	投资设立
4	贵州铁建租赁有限公司	50	100%	投资设立

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 240.49 亿元，归属于母公司的所有者权益合计 160.05 亿元，资产负债率为 30.83%；2014 年度，公司实现营业收入 6.42 亿元，利润总额 4.08 亿元，经营活动现金流净额-3,624.95 万元。

三、区域经济与财政实力

跟踪期内，贵州省经济整体保持较快增长

2014 年，贵州省地区生产总值达到 9,251.01 亿元，比上年增长 10.80%，增速回落但仍高于全国 GDP 增速。三大产业结构由 2013 年的 12.9：40.5：46.6 调整为 13.8：41.6：44.6。

表4 2013-2014 年贵州省主要经济指标（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	9,251.01	10.80%	8,006.79	12.50%
第一产业增加值	1,275.45	6.60%	1,029.05	5.80%
第二产业增加值	3,847.06	12.30%	3,243.70	14.10%

第三产业增加值	4,128.50	10.40%	3,734.04	12.60%
规模以上工业增加值	3,117.60	11.30%	2,531.92	13.60%
全社会固定资产投资	8,778.40	23.60%	7,102.78	29.00%
社会消费品零售总额	2,579.53	12.90%	2,366.24	14.00%
进出口总额（亿美元）	108.14	30.50%	82.90	25.00%
存款余额	15,263.26	15.06%	13,265.01	25.84%
贷款余额	12,368.30	22.41%	10,104.30	21.99%

注：地区生产总值及各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算；存贷款余额增速按现价计算。

资料来源：2013-2014年贵州省国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年贵州省全年规模以上工业增加值3,117.60亿元，比上年增长11.30%。从主要行业看，煤炭、酒的制造、烟草等重点行业继续受宏观经济增速放缓和限制三公消费等因素影响，增速继续下滑，计算机、通信设备和其他电子设备制造业等新兴行业保持快速发展。全年规模以上工业企业实现主营业务收入8260.86亿元，比上年增长15.5%；盈亏相抵后的利润总额为539.40亿元，增长9.4%。

表5 2013-2014年贵州省主要工业增加值情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	工业增加值	同比增长	工业增加值	同比增长
煤炭开采和洗选业	676.28	8.80%	558.35	12.60%
酒、饮料和精制茶制造业	613.85	13.70%	495.62	15.60%
电力、热力生产和供应业	340.17	6.60%	318.03	5.80%
烟草制品业	302.19	8.80%	274.74	10.10%
非金属矿物制品业	190.56	23.60%	106.79	26.90%
有色金属冶炼及压延加工业	140.13	14.80%	94.07	18.70%

资料来源：2013-2014年贵州省国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年贵州省旅游、交通运输继续快速发展，全年实现旅游总收入2,895.98亿元，接待国内旅游人数32,049.44万人次，旅游收入和旅游人数分别较上年增长22.2%和20.1%；2014年铁路、公路、水运完成货物周转量1,326.25亿吨公里，比上年增长12.7%；完成旅客周转量610.87亿人公里，增长7.9%。值得一提的是，2014年贵广高铁建成通车，沪昆铁路客运专线贵阳至怀化段达到联调联试条件，高铁通车极大提升了贵州省铁路客运能力，有助于贵州省发挥其旅游资源优势，预期未来其旅游业收入和旅游人次将维持快速增长。

2014年，贵州省固定资产投资继续保持高速增长，主要投资领域是制造业、交通运输、仓储和邮政业以及房地产业，在东部地区部分产业向西部转移的大趋势下，贵州省固定资

产投资的快速增长有助于其改善产业结构，提高基础设施水平，提升经济发展潜力。

跟踪期内，贵州省财政收入增长较快，财政实力稳步提高，但增速有所放缓，可支配财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政自给能力较弱

依托地区经济的快速发展和上级政府对贵州省财政扶持力度的加大，2014年贵州省财政收入实现了较快增长。2014年，全省可支配财力为3,732.92亿元，同比增长15.14%，增速较2013年提高0.64个百分点。

2014年，贵州省一般预算收入达到1,366.42亿元，同比增长13.30%，增幅较2013年大幅下降，近年宏观经济增速放缓，对贵州省经济和财政均造成一定冲击，近年贵州省一般预算收入增速持续下降。一般预算收入中税收收入达1,026.45亿元，占比为75.12%，该比例较2013年有所上升。

2014年贵州省财政获得中央各项转移支付补助2,137.41亿元，同比增长16.27%，增速较上年大幅提高，其占可支配财力的比重为57.26%，较上年提高0.55个百分点，贵州省可支配财力对上级补助的依赖进一步加大。

2014年贵州省一般预算收入对一般预算支出的覆盖率为38.58%，财政自给能力依然较弱。

表6 2013-2014年贵州省财政收支主要情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
一般预算收入	1,366.42	13.30%	1,205.72	18.90%
其中：税收收入	1,026.45	22.30%	838.99	23.10%
上级补助收入	2,137.41	16.27%	1,838.30	9.56%
当年可支配财力	3,732.92	15.14%	3,241.95	14.50%
一般预算支出	3,542.13	14.90%	3,240.20	17.70%

资料来源：贵州省2013-2014年预决算报告，鹏元整理

四、经营与竞争

公司作为贵州省出资人代表，参与贵广铁路、渝黔铁路、沪昆铁路等铁路项目建设，并负责贵州省内铁路项目的投融资和建设，公司营业收入全部来源于铁路项目建设管理费，毛利率为100%。

表7 公司2013-2014年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务小计	64,241.00	100%	53,855.00	100%
其中：财政专项拨款-建设管理费收入	64,241.00	100%	53,855.00	100%
合计	64,241.00	100%	53,855.00	100%

资料来源：公司 2014 年审计报告

跟踪期内，公司铁路项目投资规模进一步扩大，经营实力得到进一步的提升

按照公司发展规划，2014年公司进一步配合国家铁道部等相关部门，继续建设了渝黔铁路、成贵铁路、织毕铁路、织纳铁路，增加对上述铁路投资30.62亿元，公司总投资规模由2013年的95.79亿元增至2014年的126.40亿元，当期投资增加情况及持股比例如下表所示：

表8 截至 2014 年末公司长期股权投资情况（单位：万元、%）

被投资单位	核算方法	年初余额	增减变动	期末余额	持股比例
贵广铁路有限责任公司	成本法	475,000.00	-	475,000.00	17.74
渝黔铁路有限责任公司	成本法	165,358.00	167,390.00	332,748.00	7.49
沪昆铁路有限责任公司	成本法	227,243.00	-	227,243.00	6.02
成贵铁路有限责任公司	成本法	11,397.22	130,768.01	142,165.24	2.25
黄织铁路有限责任公司	成本法	6,057.94	-	6,057.94	19.94
黄织铁路有限责任公司(织毕铁路)	成本法	34,800.00	2,800.00	37,600.00	-
黄织铁路有限责任公司(织纳铁路)	成本法	38,000.00	5,200.00	43,200.00	-
合计		957,856.17	306,158.01	1,264,014.18	

注：“-”为公司未提供相关数据

资料来源：公司 2014 年审计报告

2014年公司铁路投资额增加，根据“黔财预[2014]101号、142号文件”，由省财政厅将征收的铁路项目建安营业税 64,241.00 万元拨付给省发改委，作为公司铁路项目管理费收入，公司营业收入规模进一步扩大。

根据铁道部与贵州省人民政府于 2010 年 9 月 6 日签订的《关于进一步加快贵州铁路建设的会议纪要》（铁计函[2010]1160号），从 2011 年至 2020 年，贵州省铁路运营里程计划新增 4,800 公里左右，总投资 4,400 多亿元，其中公司作为贵州省出资人代表，预计将出资 376.78 亿元，后续投资规模较大，公司经营具有良好的可持续性。

公司进一步获得贵州省政府在资本金注入方面的支持，但公司未来铁路投资规模仍较大，将面临较大的资金压力

2014年，依据黔财建【2014】27号、黔财预【2014】73号和黔财预【2014】80号文件的批复，公司共获得贵州省财政厅拨付的铁路建设资金24.18亿元作为股东资本金。

公司未来铁路投资规模仍较大，主要在建及拟建项目尚需投资金额为580.94亿元，公司将面临较大的资金压力。

表9 截至2014年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	公司投入部分	累计已投资	尚需投资金额	建设周期
六沾复线	2.50	2.50	-	2007~2013
在建项目				
贵广铁路	57.1	55.55	1.55	2008~2014
沪昆铁路	65	49.71	15.29	2010~2016
渝黔铁路	52.38	33.38	19.00	2012~2017
成贵铁路	50	14.36	35.64	2013~2019
织毕铁路	3.92	3.76	0.16	2012~2016
织纳铁路	4.35	4.32	0.03	2012~2016
铜玉铁路	14.4	12.74	1.66	2013~2017
六安城际	36.50	1.31	35.19	2014~2018
贵安车站	7	2	5.00	2015~2017
拟建项目				
叙毕铁路	4.35	-	4.35	2015~2017
纳六铁路	6.75	-	6.75	2015~2017
瓮马铁路	22	-	22.00	2015~2018
贵南客专	86.7	-	86.70	2015~2020
渝怀复线	10	-	10.00	2015~2020
贵襄客专	150	-	150.00	2016~2020
贵兴铁路	94.38	-	94.38	2016~2018
黔昭铁路	60.00	-	60.00	2017~2022
吉铜铁路	6.24	-	6.24	2017~2020
六威城际	27.00	-	27.00	2017~2020
合计	760.57	179.63	580.94	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013-2014 年审计报告，所有财务报告均按照新会计准则编制。2014 年公司合并范围增加 4 家子公司，具体情况见下表。

表10 2014 年公司合并范围子公司增加情况（单位：万元）

名称	控制方式	实收资本	控股比例	主营业务
贵州铁路投资物产有限公司	投资设立	5,000.00	100%	房地产开发、物资设备供应等
贵州安六铁路有限责任公司	投资设立	40,000.00	60%	铁路建设与铁路运输服务等
贵州铁建物资贸易有限公司	投资设立	200.00	100%	建筑材料、机械设备、机电设备等
贵州铁建租赁有限公司	投资设立	50.00	100%	汽车租赁、机械设备租赁、场地租赁等

资料来源：公司提供

资产结构与质量

跟踪期内，公司总资产规模增长较快，仍以非流动资产为主，整体流动性较弱

2014 年末公司总资产为 240.49 亿元，同比增长 58.59%，较 2013 年增加 88.85 亿元，其中货币资金增加 34.5 亿元、长期股权投资增加 30.62 亿元、在建工程增加 15.37 亿元。截至 2014 年末，公司资产仍以非流动资产为主，非流动资产占总资产的比重为 59.55%。

2014 年末，公司货币资金为 53.18 亿元，同比增长 184.73%，由于财政对公司的制度性安排投入以及建安营业税返还是按照一定比例（10%）逐年增长的，且投入的资本金只允许投入铁路建设，建安营业税返还只能用于支付铁路建设贷款产生的财务费用，2014 年公司的投资计划并没有完全占用，结余造成货币资金增加。其他应收款为 43.29 亿元，主要为应收贵广铁路有限责任公司、沪昆铁路有限责任公司的拆迁补偿款，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）部分的占 16.54%，账龄在 1-2 年的部分占 28.14%，其余账龄均在 2 年至 4 年间，整体账龄偏长，公司其他应收款项将陆续转作对各铁路项目的投资款，因此不存在回收的风险。

公司非流动资产主要是长期股权投资和在建工程，2014 年末公司长期股权投资为 126.4 亿元，较 2013 年底增长 31.96%，跟踪期内公司对渝黔铁路有限责任公司的投资额增加了 16.74 亿元，对成贵铁路有限责任公司的投资额增加了 13.08 亿元，是跟踪期内最大的投资项目。跟踪期内，公司在建工程铜仁至玉屏铁路新增投资 13.31 亿元，新增在建工程安顺至六盘水铁路，当年投资规模为 2.06 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模继续保持较快增长，资产以非流动资产为主，整

体流动性较弱。

表11 2013-2014 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	531,805.43	22.11%	186,776.77	12.32%
预付账款	7,953.24	0.33%	8,797.20	0.58%
其他应收款	432,906.70	18.00%	352,484.89	23.24%
存货	10.08	0.00%	35.10	0.00%
流动资产合计	972,675.44	40.45%	548,093.97	36.14%
持有至到期投资	3,600.00	0.15%	0.00	0.00%
长期股权投资	1,264,014.18	52.56%	957,856.17	63.17%
在建工程	164,128.19	6.82%	10,387.85	0.69%
非流动资产合计	1,432,240.53	59.55%	968,334.00	63.86%
资产总计	2,404,915.97	100.00%	1,516,427.97	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内公司营业收入增加，期间费用上升，整体盈利相对稳定

2014 年，公司营业收入为 6.42 亿元，较上年增长 19.29%，营业收入全部为财政专项拨给的建设管理费，随着公司铁路投资规模的扩大，其铁路项目建设管理费收入可能进一步增加。2014 年公司营业利润为 4.08 亿元，同比增长 3.42%，增加 1.04 亿元，同期期间费用为 2.34 亿元，同比增长 62.86%，期间费用的大幅增长对利润造成一定侵蚀。2014 年公司期间费用由管理费用和财务费用构成，管理费用稳定，财务费用为 2.19 亿元，同比增长 66.32%，主要是由于 2014 年 4 月公司发行了 17 亿元的债券，票面利率 7.5%，同时当年公司新增长期借款 30.2 亿元，随着公司借款规模的扩大，预计公司未来期间费用仍有可能继续上升。总体来说，受期间费用上升影响，整体盈利相对稳定。

表12 2013-2014 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	64,241.00	53,855.00
营业利润	40,828.64	39,479.67
利润总额	40,827.46	39,478.71
净利润	38,857.61	38,059.76
综合毛利率	100%	100%
期间费用率	36.44%	26.69%

总资产回报率	3.27%	3.94%
--------	-------	-------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流表现差，未来公司铁路投资规模较大，仍面临较大的筹资压力

2014 年公司确认收入的财政专项拨给的建设管理费收现情况较差，全年经营活动现金净流出 3,624.95 万元。

2014 年，公司对铁路建设项目的投资依然较大，导致当期投资活动产生的现金流量净额表现为大幅净流出，全年投资活动现金净流出 38.42 亿元，公司的铁路建设项目资金主要来源于股东的资本金注入和借款。

2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 73.28 亿元，同比增长 117.55%，主要来源于股东的投资款缴付和对外借款，虽然政府对公司铁路项目建设的支持力度较大，但是公司未来铁路投资规模仍较大，将面临较大的筹资压力。

表13 2013-2014 年公司主要现金流量指标情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收到的其他与经营活动有关的现金	286.05	89,930.62
经营活动现金流入小计	286.05	89,930.62
购买商品、接受劳务支付的现金	1.93	-
支付给职工以及为职工支付的现金	689.73	619.95
支付的各项税费	1,820.14	996.12
支付的其他与经营活动有关的现金	1,399.19	11,320.77
经营活动现金流出小计	3,911.00	12,936.84
经营活动产生的现金流量净额	-3,624.95	76,993.78
投资活动产生的现金流量净额	-384,159.29	-364,248.70
筹资活动产生的现金流量净额	732,812.90	336,851.29
现金及现金等价物净增加额	345,028.66	49,596.38

资料来源：公司审计报告

资本结构和财务安全性

跟踪期内公司有息债务规模增长较快，且规模较大，面临一定的还本付息压力

跟踪期内，公司负债规模大幅增加，受此影响，公司资产负债率上升至 30.83%。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
------	--------	--------

负债总额	741,518.71	216,629.32
所有者权益合计	1,663,397.26	1,299,798.65
负债与所有者权益比率	0.45	0.17

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至 2014 年底，公司负债规模为 74.15 亿元，较上年大幅增长 242.54%。跟踪期内公司应付账款增至 3.22 亿元，新增应付款主要为工程款。其他应付款增至 1.53 亿元，主要是对承建单位的验收款和质保金等。跟踪期内公司新增长期借款 30.20 亿元，其中质押借款 20 亿元，信用借款 10.20 亿元；公司于 2014 年 4 月 23 日发行债券 17 亿元，期限 10 年，票面利率 7.5%，公司负债规模大幅攀升，加大了公司的债务压力。

表15 2013-2014 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
应付账款	32,204.91	4.34%	-	-
应付利息	19,571.67	2.64%	10,800.00	4.99%
其他应付款	15,318.39	2.07%	3,904.16	1.80%
流动负债合计	69,518.71	9.38%	16,629.32	7.68%
长期借款	302,000.00	40.73%	-	-
应付债券	370,000.00	49.90%	200,000.00	92.32%
非流动负债合计	672,000.00	90.62%	200,000.00	92.32%
负债合计	741,518.71	100.00%	216,629.32	100.00%
其中：有息负债	672,000.00	90.62%	200,000.00	92.32%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

受公司债务大幅攀升影响，跟踪期内公司资产负债率上升，截至 2014 年底，公司资产负债率为 30.83%，但总体来看公司资产负债率处于适中水平。公司流动比率和速动比率较 2013 年明显下降，但仍然处于较高水平，公司短期偿债能力较强。2014 年公司盈利虽有所提高，但支付利息规模增长更快，致使 EBITDA 利息保障倍数下降。综合来看，跟踪期内公司债务规模大幅上升，使得公司各项债务指标有所弱化，我们也关注到随着公司未来铁路投资计划的推进，有息债务规模将进一步增加。

表16 截至 2014 年末公司有息债务还款计划（单位：亿元）

时间	本金偿还金额
2015 年	0
2016 年	0
2017 年	8.2
2018 年	8.6

2019 年	10.9
2020 年及以后	39.5
合计	67.2

资料来源：公司提供

表17 2013-2014 年公司偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	30.83%	14.29%
流动比率	13.99	32.96
速动比率	13.99	32.96
EBITDA（万元）	64,165.28	53,963.76
EBITDA 利息保障倍数	2.75	3.74

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，贵州省经济整体保持较快增长，贵州省财政收入增长较快，财政实力稳步提高，但增速有所放缓，可支配财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政自给能力较弱。

业务方面，跟踪期内，公司铁路项目投资规模进一步扩大，经营实力得到进一步的提升；公司进一步获得贵州省政府在资本金注入方面的支持，但公司未来铁路投资规模仍较大，将面临较大的资金压力。

财务方面，跟踪期内，公司总资产规模增长较快，仍以非流动资产为主，整体流动性较弱；跟踪期内公司收入增加，期间费用上升，整体盈利相对稳定；跟踪期内，公司经营活动现金流表现差，未来公司铁路投资规模较大，仍面临较大的筹资压力；跟踪期内公司有息债务规模增长较快，面临一定的还本付息压力。

基于以上情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	531,805.43	186,776.77	137,180.40
预付款项	7,953.24	8,797.20	
其他应收款	432,906.70	352,484.89	376,584.59
存货	10.08	35.10	75.12
流动资产合计	972,675.44	548,093.97	513,840.11
持有至到期投资	3,600.00	-	
长期股权投资	1,264,014.18	957,856.17	708,642.55
固定资产	498.16	89.98	110.79
在建工程	164,128.19	10,387.85	
非流动资产合计	1,432,240.53	968,334.00	708,753.34
资产总计	2,404,915.97	1,516,427.97	1,222,593.45
应付账款	32,204.91	-	
应付职工薪酬	302.37	225.88	207.30
应交税费	2,121.37	1,699.28	999.02
应付利息	19,571.67	10,800.00	10,800.00
其他应付款	15,318.39	3,904.16	209.24
流动负债合计	69,518.71	16,629.32	12,215.56
长期借款	302,000.00	-	1,200.00
应付债券	370,000.00	200,000.00	200,000.00
其他非流动负债			
非流动负债合计	672,000.00	200,000.00	201,200.00
负债合计	741,518.71	216,629.32	213,415.56
实收资本(或股本)	1,406,016.47	1,134,575.47	891,614.47
盈余公积金	19,452.44	15,562.32	11,756.34
未分配利润	175,031.51	140,060.86	105,807.08
归属于母公司所有者权益合计	1,600,500.42	1,290,198.65	1,009,177.89
少数股东权益	62,896.84	9,600.00	
所有者权益合计	1,663,397.26	1,299,798.65	1,009,177.89
负债和所有者权益总计	2,404,915.97	1,516,427.97	1,222,593.45

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业总收入	64,241.00	53,855.00	34,722.00
营业收入	64,241.00	53,855.00	34,722.00
营业总成本	23,412.36	14,375.33	12,234.55
管理费用	1,540.95	1,225.51	1,359.83
财务费用	21,871.41	13,149.83	10,874.72
营业利润	40,828.64	39,479.67	22,487.45
减：营业外支出	1.18	0.96	8.84
利润总额	40,827.46	39,478.71	22,478.60
减：所得税	1,969.85	1,418.95	897.03
净利润	38,857.61	38,059.76	21,581.58

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
收到其他与经营活动有关的现金	286.05	89,930.62	30,732.15
经营活动现金流入小计	286.05	89,930.62	30,732.15
购买商品、接受劳务支付的现金	1.93		152.42
支付给职工以及为职工支付的现金	689.73	619.95	573.27
支付的各项税费	1,820.14	996.12	877.79
支付其他与经营活动有关的现金	1,399.19	11,320.77	510.78
经营活动现金流出小计	3,911.00	12,936.84	2,114.27
经营活动产生的现金流量净额	-3,624.95	76,993.78	28,617.88
收到其他与投资活动有关的现金	213.96	338.60	
投资活动现金流入小计	213.96	338.60	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	112,209.07	3,177.66	3.24
投资支付的现金	272,164.19	361,409.64	219,066.14
投资活动现金流出小计	384,373.26	364,587.30	219,069.38
投资活动产生的现金流量净额	-384,159.29	-364,248.70	-219,069.38
吸收投资收到的现金	271,441.00	352,561.00	70,400.00
取得借款收到的现金	470,640.00		200,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5,250.67		
筹资活动现金流入小计	747,331.67	352,561.00	270,400.00
偿还债务支付的现金		1,200.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,518.78	14,436.71	86.15
支付其他与筹资活动有关的现金		73.00	1,636.00
筹资活动现金流出小计	14,518.78	15,709.71	1,722.15
筹资活动产生的现金流量净额	732,812.90	336,851.29	268,677.85
现金及现金等价物净增加额	345,028.66	49,596.38	78,226.35
期初现金及现金等价物余额	186,776.77	137,180.40	58,954.05
期末现金及现金等价物余额	531,805.43	186,776.77	137,180.40

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	38,857.61	38,059.76	21,581.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	48.09	45.21	80.50
递延所得税资产减少			22.10
存货的减少	25.02	40.02	5.60
经营性应收项目的减少	-48,063.40	37,728.83	-3,916.85
经营性应付项目的增加	5,507.72	1,119.96	10,844.95
经营活动产生的现金流量净额	-3,624.95	76,993.78	28,617.88
现金的期末余额	531,805.43	186,776.77	137,180.40
减：现金的期初余额	186,776.77	137,180.40	58,954.05
现金及现金等价物净增加额	345,028.66	49,596.38	78,226.35

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年
资产负债率	30.83%	14.29%
流动比率	13.99	32.96
速动比率	13.99	32.96
综合毛利率	100.00%	100.00%
总资产回报率	3.27%	3.94%
EBITDA（万元）	64,165.28	53,963.76
EBITDA 利息保障倍数	2.75	3.74
负债与所有者权益比率	0.45	0.17

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 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。