

黔西南州工业投资(集团)有限公司

**2014 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：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【426】号 01

债券剩余规模: 13 亿元

债券到期日期: 2021 年
12 月 15 日

债券偿还方式: 本期债券每年付息一次, 分次还本, 最后 5 年的利息随本金的兑付一起支付, 本期债券设计提前偿还条款, 即自债券发行后第 3 年起, 逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还本期债券本金

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

黔西南州工业投资（集团）有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 26 日	2014 年 11 月 25 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对黔西南州工业投资（集团）有限公司（以下简称“黔西南工投”或“公司”）及其 2014 年 12 月 15 日发行的公司债券（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。该评级结果是考虑到黔西南州地方经济和财政实力进一步增强，公司获得当地政府在财政补贴方面的大力支持，公司在建项目规模较大，未来收入有保障等因素；同时我们也关注到了黔西南州地方财力对上级补助较为依赖，2014 年公司利润对政府补助较为依赖，在建项目投资规模较大，面临持续资金压力，资产流动性不佳及有息债务规模增长较快金额较大等风险因素。

正面:

- 黔西南州经济和财政实力进一步增强。黔西南州 2014 年地区生产总值 670.96 亿元，同比增长 14.6%，全口径公共财政收入 94.50 亿元，同比增长 16.12%，当地经济和财政实力进一步增强。
- 公司在建项目较多，未来收入有保障。截至 2014 年底公司在建项目总投资 49.59 亿元，在建项目较多，未来可贡献代建和回购收入。
- 公司继续获得当地政府大力支持。2014 年公司获得政府补助 5,248.49 万元，对公司利润贡献较大。

关注:

- **地方财力对上级补助收入依赖较大，政府性基金收入易受房地产市场波动影响。** 2014 年黔西南州获得上级补助收入 143.56 亿元，黔西南州地方财力对上级补助较为依赖。政府性基金收入实现 53.96 亿元，但该收入易受房地产市场波动的影响。
- **利润对政府补贴较为依赖。** 2014 年公司营业收入 3.02 亿元，利润总额 1 亿元，其中补贴收入 0.52 亿元，利润对政府补助较为依赖。
- **公司在建项目规模较大，后续资金压力较大。** 截至 2014 年底，公司主要在建项目预计总投资 49.59 亿元，已投资 34.27 亿元，尚需投资规模较大，面临的资金压力较大。
- **公司资产流动性偏弱。** 2014 年底公司存货达 58.05 亿元，占总资产比重 56.01%，存货以土地为主，流动性偏弱。
- **有息债务规模增长较快，未来债务压力加大。** 2014 年公司有息负债规模增至 19.21 亿元，同比增长 110.58%，未来债务压力加大。
- **对外担保可能为公司带来代偿风险。** 截至 2014 年底，公司对外担保余额为 4.5 亿元，占公司净资产比重的 5.81%，可能为公司带来代偿风险。

主要财务指标:

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	1,036,344.31	916,844.34	907,026.14
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	755,325.36	759,103.69	764,480.10
资产负债率	25.20%	15.19%	13.73%
有息债务 (万元)	192,132.00	91,237.50	81,435.50
营业收入 (万元)	30,249.92	19,200.20	28,265.48
营业利润 (万元)	6,011.82	9,789.21	14,821.04
补贴收入 (万元)	5,248.49	5,936.15	13,227.12
利润总额 (万元)	10,018.08	15,733.47	28,058.69
综合毛利率	18.62%	66.54%	46.54%
总资产回报率	1.24%	1.73%	3.46%
EBITDA (万元)	12,348.27	15,881.74	28,284.00
EBITDA 利息保障倍数	1.98	4.74	9.69
经营活动现金流净额 (万元)	43,120.17	2,574.37	3,712.61

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，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[2014]2616号文件批准，公司于2014年12月15日发行13亿元公司债券，票面利率为7.4%。

本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券每年付息一次，分次还本，最后5年的利息随本金的兑付一起支付，本期债券设置提前偿还条款，即自债券发行后第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还本期债券本金。

截至2015年5月底，本期债券尚未到第一次还本付息时间。

本期债券募集资金13亿元，全部用于兴仁工业园陆官轻工区120万平方米标准厂房建设项目和兴仁县飞越大道道路工程建设项目，截至2015年4月底募集资金使用情况见下表。

表1 截至2015年4月底本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	计划使用募集资金	已投资	已使用募集资金
兴仁工业园陆官轻工区120万平方米标准厂房建设项目	148,400.00	74,000.00	92,008.00	45,880.00
兴仁县飞越大道道路工程建设项目	258,809.41	56,000.00	163,049.90	35,280.00
合计	407,209.41	130,000.00	255,057.90	81,160.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未变化，实际控制人仍为黔西南州人民政府。

跟踪期内，公司财务报表合并范围新增子公司1家。具体情况见下表。

表2 2014年公司财务报表合并范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营范围
黔西南州煤炭工业公司	1,000.00	100%	煤炭批发

资料来源：公司2013-2014年审计报告

因财务报表合并范围变更，2014年公司新增煤炭销售业务。

截至2014年12月31日，公司资产总额为103.63亿元，所有者权益合计为77.52亿元，资产负债率为25.20%；2014年度，公司实现主营业务收入3.02亿元，利润总额1亿元，

经营活动现金流净额 4.31 亿元。

三、区域经济与财政实力

2014 年黔西南州地区经济继续保持平稳快速发展，经济实力持续增强

2014 年黔西南州实现地区生产总值 670.96 亿元，按可比价格计算，增长率为 14.60%；其中，第二产业增加值为 240.55 亿元，同比增长 16.00%，第三产业增加值为 316.99 亿元，同比增长 16.10%，三次产业结构比例由 2013 年的 15.8: 36.8: 47.4 调整为 16.9: 35.9: 47.2。2014 年黔西南州完成固定资产投资 786.31 亿元，同比增长 31.00%，固定资产投资增速较 2013 年有所下滑。2014 年黔西南州实现社会消费品零售总额 171.85 亿元，同比增长 12.70%，相较 2013 年下降 1.5 个百分点。

表3 2013-2014 年黔西南州主要经济指标（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	670.96	14.60%	558.91	15.50%
第一产业增加值	113.42	6.60%	88.46	7.30%
第二产业增加值	240.55	16.00%	205.60	17.90%
第三产业增加值	316.99	16.10%	264.85	16.10%
规模以上工业增加值	224.65	14.10%	188.81	15.60%
全年固定资产投资	786.31	31.00%	600.01	34.80%
社会消费品零售总额	171.85	12.70%	139.08	14.20%
进出口总额（亿美元）	1.63	683.20%	0.21	35.90%
存款余额	759.35	16.80%	650.18	16.73%
贷款余额	539.97	27.00%	425.29	26.39%

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 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014 年黔西南州实现规模以上工业增加值 224.65 亿元，比上年增长 12.70%。从主要行业来看：煤炭开采和洗选业完成增加值 120.39 亿，增长 17%；酒、饮料和精制茶制造业完成增加值 9.32 亿元，同比增长 8%，总体来看，黔西南州支柱产业保持平稳较快发展态势。

2014 年，黔西南州地方财力进一步增长，财政实力稳步提高，但黔西南州地方财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政自给能力较弱，政府性基金收入易受房地产市场宏观调

控政策影响，存在一定不确定性

2014年黔西南州全口径地方财力实现294.11亿元，同比增长15.64%，主要得益于2014年当地公共财政收入和上级补助收入的快速增长。2014年黔西南州全口径实现公共财政收入94.50亿元，同比增长16.12%，主要系当年税收收入快速增长。2014年黔西南州获得上级补助收入143.56亿元，同比增长18.81%，上级政府对黔西南州的财政补助维持平稳快速增长，随着2014年黔西南州获得的上级补助收入增长，该收入在地方财力中的占比提高至48.81%，较2013年提高1.3个百分点，其对黔西南州地方财力的重要性相应提高，但也反应了黔西南州地方财力对上级补助较为依赖。2014年黔西南州实现政府性基金收入53.96亿元，同比增长7.76%，增长平稳，但政府性基金收入易受房地产市场宏观调控政策影响，存在一定不确定性。

2014年黔西南州州本级地方财力实现18.80亿元，同比增长36.97%，主要系税收收入和政府性基金收入大幅增长。

财政支出方面，2014年黔西南州全口径公共财政支出236.91亿元，同比增长12.89%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖率为39.89%，覆盖程度依然较低，财政自给能力依然较弱。

表4 2013-2014年黔西南州财政收支主要情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	全口径	州本级	全口径	州本级
（一）公共财政收入	944,954	190,969	813,778	157,458
其中：税收收入	706,911	165,085	526,125	128,864
非税收入	238,043	25,884	287,653	28,594
（二）上级补助收入	1,435,588	-56,678	1,208,302	-54,846
其中：返还性收入	32,491	6,936	33,483	-139,468
一般性转移支付收入	688,136	-90,666	627,742	64,172
专项转移支付收入	714,961	27,052	547,077	20,450
（三）政府性基金收入	539,599	41,331	500,753	21,438
其中：国有土地使用权出让收入	-	-	465,642	8,498
（四）预算外收入	20,928	12,341	20,391	13,178
地方财力（一+二+三+四）	2,941,069	187,963	2,543,224	137,228
（一）公共财政支出	2,369,099	269,948	2,098,586	230,955
（二）政府性基金支出	585,643	24,275	560,230	29,129
（三）预算外支出	16,479	10,877	16,056	8,911
地方财政支出=（一）+（二）+（三）	2,971,221	305,100	2,674,872	268,995

资料来源：黔西南州财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2014 年公司新增煤矿销售收入，收入规模达 2.51 亿元，但代建管理费收入规模下降，总体来说，受益于煤矿销售收入的增加，2014 年公司营业收入同比大幅增长 57.55%，达到 3.02 亿元。另一方面，煤矿销售收入毛利率较低，受此影响，2014 年公司主营业务毛利率大幅降低。

表5 2013-2014 年公司主营业务收入结构和毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
煤矿销售收入	25,106.37	2.03%	-	-
代建管理费	2,908.54	100.00%	9,638.38	100.00%
安保收入	2,216.08	100.00%	1,908.20	100.00%
政府回购收入	-	-	7,640.45	15.92%
合计	30,230.99	18.63%	19,187.04	66.52%

资料来源：公司审计报告

2014 年公司新增煤炭销售业务，但该业务收入毛利率较低，对公司利润贡献不大

公司煤炭销售业务由黔西南州煤炭工业公司（以下简称“煤炭公司”）运营，煤炭公司成立于 1998 年，主要从事煤炭经销业务，2014 年煤炭公司与第三方合作协议到期，公司收回实际控制权，达到合并报表条件，纳入公司财务报表合并范围，公司相应增加了煤矿销售收入。煤炭公司业务模式为煤炭公司与贵州、云南等周边省市的电厂签订煤炭供应合同，为电厂供应煤炭，同时煤炭公司与黔西南州内煤矿企业签订煤炭采购合同，由州内矿企负责供应煤炭，公司从中赚取经销利润。煤炭销售价格一般以市场价格为基础确定，具体以与各电厂签订的销售合同为准，采购价格是在销售价格的基础上减去相应的管理费用确定。价款结算方式上，公司煤炭采购款有预结算和待结算两种方式，预结算是供应商发了一定量煤炭后预估货物的总金额，公司按照 80% 的比例预付给供应商，待结算是公司待销售客户结算煤款后再支付供应商，具体采用何种方式以签订的合同为准，结算频率为按月结算。2014 年，公司销售客户前三名分别为华能云南滇东能源有限责任公司、云南滇东雨汪能源有限公司和贵州粤黔电力有限责任公司，销售收入分别为 11,797.07 万元、11,015.01 万元和 892.15 万元，占公司营业收入的 39.00%、36.41% 和 2.95%，公司前三名客户占营业收入的比重较高，客户较为集中，对单一客户较为依赖，面临较大的客户集中风险。同时，该业务毛利率较低，对公司整体利润贡献不大。

煤炭公司的客户主要为黔西南州外的电厂，在六盘水和云南有较高的市场占有率，2014 年累计销售煤炭达 63 万吨，在全州 132 家煤炭经营企业（包含煤矿生产企业）中煤炭销量名列第二，黔西南州有煤炭经销企业约 10 家左右，目前大约有 80% 的煤矿都需要通过经销

商来销售煤炭，公司业务持续性有一定保障。

2014 年公司代建管理费收入下降，目前公司在建项目较多，未来收入有保障，但尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力；2014 年公司继续获得政府补贴，一定程度上缓解了公司资金压力

2014 年公司对代建的西城区开发大道二期建设、晴隆土地代整治等项目确认了收入，公司确认代建管理费收入 2,908.54 万元，根据公司与政府签订的代建协议，项目建设资金由公司负责筹集，委托单位给予公司 20% 的代建费作为代建收入，公司按照所获代建费确认收入，相关业务毛利率为 100%。

表6 2014 年公司确认代建管理费明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
纳福新区 A 片区路网项目	367.4
西城区开发大道二期建设	956.12
代理青山百合片区工程收入	612.12
晴隆土地代整治项目	972.87
合计	2,908.51

注：由于统计四舍五入原因，明细表合计数与代建管理费收入总数略有出入。
 资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司在建项目预计总投资 49.59 亿元，未来尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。

表7 截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	收入确认方式
1	安龙大道项目	23,000.00	22,000.00	1,000.00	回购
2	盘江大道项目	16,000.00	15,000.00	1,000.00	回购
3	青山镇百合片区开发项目	8,149.37	13,713.52	-	代建
4	望谟纳福新区A片区路网项目	8,130.00	3,568.00	4,562.00	代建
5	西城区开发大道二期	7,541.40	7,541.40	-	代建
6	晴隆土地整治项目	25,866.00	25,866.00	-	代建
	合计	88,686.77	87,688.92	6,562.00	

资料来源：公司提供

表8 截至 2015 年 4 月底本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
兴仁工业园陆官轻工区 120 万平方米标准厂房建设项目	148,400.00	92,008.00	56,392.00
兴仁县飞越大道道路工程建设项目	258,809.41	163,049.90	95,759.51

合计	407,209.41	255,057.90	152,151.51
----	------------	------------	------------

资料来源：公司提供

2014年公司获得政府补助5,248.49万元，一定程度上缓解了公司资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告。报告均采用新会计准则编制。2014 年公司合并报表范围增加 1 家子公司，具体情况见表 2。

2014 年公司财务报表因会计政策变更追溯调整年初和年末“可供出售金融资产”18,541.38 万元，同时减少年初和年末长期股权投资 18,541.38 万元，本报告所用的公司 2013 年财务数据均采用 2014 年审计报告年初数。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，但资产仍以土地为主，整体流动性偏弱

截至 2014 年末公司资产规模为 103.63 亿元，同比增长 13.03%。资产仍以流动资产为主，流动资产占比 83.52%。

截至 2014 年末公司货币资金为 17.23 亿元，较年初增长 11.55 亿元，主要系公司于年末发行债券所致，绝大部分为银行存款，其他货币资金 1.98 亿元，为保证金存款，使用权受到一定限制。2014 年末公司预付账款 2.31 亿元，较年初增长 8,009.40 万元，主要系新增预付煤炭货款、预付农户回购安置房款等，预付账款账龄在 1-2 年的占比 50%，对公司流动资金造成一定占用。截至 2014 年末，公司其他应收款余额 8.53 亿元，同比下降 19.89%，2014 年公司收到的代建款大于垫付的代建款，期末余额有所下降，截至 2014 年底，其他应收款对象仍主要是黔西南州下辖各县财政局等政府部门，前五名单位余额占其他应收款的比重为 75.73%，账龄均在 1 年以内，其他应收款整体账龄缩短。

截至 2014 年末公司存货为 58.05 亿元，同比增长 0.69%，存货仍主要为待开发土地资产，截至 2014 年底公司存货中土地共有 44 宗，面积合计 3,304,777.02 平方米，约 4,957.22 亩，账面价值 57.33 亿元，均为出让地，其中商业和住宅用地 1,112,656.36 平方米，综合用地 2,192,120.66 平方米，土地已抵押面积 1,056,287.74 平方米，账面价值 16.10 亿元，未抵押土地较多，为公司提供了财务弹性。

截至 2014 年末公司非流动资产主要为长期股权投资和无形资产。2014 年末公司长期股权投资增至 7.32 亿元，增长 2,402.67 万元，主要系当年增加对广西平班水电开发有限公司的投资 2,608 万元，公司长期股权投资质量较好，2014 年公司获得投资净收益 4,466.67 万元，同比增长 106.25%。2014 年公司无形资产增至 5.28 亿元，同比增长 17.09%，主要系新增土地使用权。

总体来说，2014 年公司资产规模进一步增长，但资产仍以土地为主，整体流动性偏弱。

表9 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	172,308.79	16.63%	56,855.06	6.20%
预付款项	23,131.28	2.23%	15,121.88	1.65%
其他应收款	85,335.30	8.23%	106,516.67	11.62%
存货	580,483.14	56.01%	576,516.47	62.88%
流动资产合计	865,566.54	83.52%	756,388.47	82.50%
长期股权投资	73,162.38	7.06%	70,759.71	7.72%
无形资产	52,831.66	5.10%	45,121.56	4.92%
非流动资产合计	170,777.77	16.48%	160,455.87	17.50%
资产总计	1,036,344.31	100.00%	916,844.34	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014 年公司收入规模增长但盈利能力下降，利润对政府补助的依赖程度增强

2014 年公司实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 57.6%，主要因为 2014 年公司新增煤矿销售收入，但该业务毛利率较低，拉低公司综合毛利率，2014 年公司综合毛利率降至 18.62%。受高毛利的代建业务等收入下滑影响，2014 年公司营业利润下滑，全年实现营业利润 6,011.82 万元。

2014 年公司获得政府补贴 5,248.49 万元，公司利润对政府补贴的依赖程度加强。

表10 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	30,249.92	19,200.20
营业利润	6,011.82	9,789.21
补贴收入	5,248.49	5,936.15
利润总额	10,018.08	15,733.47

净利润	9,361.71	14,418.36
综合毛利率	18.62%	66.54%
总资产回报率	1.24%	1.73%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司未来资金需求量大，面临较大融资压力

2014 年收现比为 1.10，收现情况较好，2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金大于支付其他与经营活动有关的现金，受此影响公司经营活动现金流净额实现大幅增长。

2014 年公司募投项目投资规模较大，相应投资活动现金流净额呈大额净流出，募投项目未来尚需投资规模较大。2014 年公司成功发行本期债券，全年净融资 8.77 亿元。受经营活动现金流净额改善和大规模融资影响，公司 2014 年现金及现金等价物净增加 11.55 亿元，为公司未来提供了资金储备。目前公司在建项目尚需投资规模较大，未来公司仍面临一定资金压力。

表11 2013-2014 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	33,413.19	33,992.85
收到其他与经营活动有关的现金	63,320.56	19,450.06
经营活动现金流入小计	96,733.75	53,442.91
购买商品、接受劳务支付的现金	30,715.87	21,016.99
支付其他与经营活动有关的现金	14,159.86	28,381.89
经营活动现金流出小计	53,613.59	50,868.53
经营活动产生的现金流量净额	43,120.17	2,574.37
投资活动产生的现金流量净额	-15,321.32	3,086.94
筹资活动产生的现金流量净额	87,654.88	647.00
现金及现金等价物净增加额	115,453.73	6,308.31

资料来源：公司 2014 年审计报告

资本结构和财务安全性

2014 年公司有息债务快速增长，偿债压力有所加大

截至 2014 年底，公司负债与所有者权益比率为 0.34，资产负债率为 25.20%，负债总额 26.11 亿元，同比增长 87.55%，增长较快。

表12 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	261,134.11	139,236.64

所有者权益合计	775,210.20	777,607.70
负债与所有者权益比率	0.34	0.18

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主。2014 年公司新增银行承兑汇票 1 亿元，计入应付票据。2014 年其他应付款增至 5.54 亿元，同比增长 18.78%，其他应付款主要为借款、工程款，应付单位主要为晴隆县财政局、贵州天寿建设工程公司等。2014 年公司成功发行本期债券，应付债券增加 13 亿元，本期债券利率为 7.4%，期限为 7 年。

表13 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
应付票据	10,000.00	3.83%	-	-
其他应付款	55,362.74	21.20%	26,150.64	18.78%
一年内到期的非流动负债	9,093.00	3.48%	27,913.00	20.05%
流动负债合计	79,965.88	30.62%	64,866.28	46.59%
长期借款	43,024.00	16.48%	63,056.50	45.29%
应付债券	130,000.00	49.78%	-	-
专项应付款	8,129.23	3.11%	11,298.86	8.11%
非流动负债合计	181,168.23	69.38%	74,370.36	53.41%
负债合计	261,134.11	100.00%	139,236.64	100.00%
有息债务	192,132.00	73.58%	91,237.50	65.53%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司有息负债规模增至 19.21 亿元，同比增长 110.58%，有息负债规模增长较快。我们注意到目前公司建设项目较多，资金需求较大，预计未来公司有息债务规模将继续增长，从而进一步增大债务压力。

截至 2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 10.82 和 1.09，流动资产对流动负债的覆盖程度较好，但公司流动资产主要是土地，流动性偏弱，变现价值和变现能力较不确定。截至 2014 年底公司资产负债率为 25.20%，资产负债率低，考虑到公司目前在建项目资金需求依然较大，未来公司资产负债率有上升可能。经营现金流对债务的覆盖程度方面，2014 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.98，较 2013 年大幅下降，主要因为当年利息支出大幅增长所致。总体来说，2014 年公司有息债务快速增长，目前公司在建项目较多，预计未来债务仍将持续增加，增大公司债务压力。

表14 2013-2014 年公司偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
----	--------	--------

资产负债率	25.20%	15.19%
流动比率	10.82	11.66
速动比率	1.09	1.29
EBITDA (万元)	12,348.27	15,881.74
EBITDA 利息保障倍数	1.98	4.74

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险

截至 2014 年底公司对外担保共计 8 笔，金额 45,005.06 万元，占公司净资产的 5.81%，存在一定或有负债风险。

表15 截至 2014 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保人	担保金额	借款到期日	备注
贵州大田河水电开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	20,000.00	2019/3/22	借款担保
贵州大田河水电开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	2,000.00	2017/9/20	借款担保
贵州大田河水电开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	2,000.00	2015/3/31	借款担保
贵州大田河水电开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	2,000.00	2018/2/28	借款担保
广西平班水电开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	16,005.06	2023/8/20	借款担保
黔西南州聚成矿业开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	1,000.00	2015/2/27	借款担保
黔西南州聚成矿业开发有限公司	黔西南州工业投资（集团）有限公司	1,000.00	2015/2/27	借款担保
广西太平洋建设有限公司	安龙县基本建设投资有限责任公司	1,000.00	2015/1/24	借款担保
合计		45,005.06		

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2014年黔西南州地区经济继续保持平稳快速发展，经济实力持续增强。跟踪期内，黔西南州地方财力进一步增长，财政实力稳步提高，但黔西南州地方财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政自给能力较弱，政府性基金收入易受房地产市场宏观调控政策影响，存在一定不确定性。

2014年公司新增煤炭销售业务，但该业务收入毛利率较低，对公司利润贡献不大。2014年公司代建管理费收入下降，目前公司在建项目较多，未来收入有保障，但尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。2014年公司继续获得政府补贴，缓解了公司资金压力。

总体来说，公司资产规模进一步增长，但资产仍以土地为主，整体流动性偏弱。2014年公司收入规模增长但盈利能力下降，利润对政府补助的依赖程度增强。公司未来资金需求量大，面临较大融资压力。2014年公司有息债务快速增长，目前公司在建项目较多，预计未来债务仍将持续增加，增大公司债务压力。公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的2015年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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	172,308.79	56,855.06	50,546.75
应收账款	4,308.03	1,378.40	16,509.03
预付款项	23,131.28	15,121.88	3,463.90
其他应收款	85,335.30	106,516.67	128,343.88
存货	580,483.14	576,516.47	573,431.12
流动资产合计	865,566.54	756,388.47	772,294.67
可供出售金融资产	18,541.38	18,541.38	
长期股权投资	73,162.38	70,759.71	63,796.51
投资性房地产		3,279.44	4,053.44
固定资产	9,466.61	9,785.65	9,106.64
在建工程	4,102.97	195.42	
无形资产	52,831.66	45,121.56	45,123.23
长期待摊费用	60.15	50.87	68.97
递延所得税资产	165.71	274.92	135.76
其他非流动资产	12,446.91	12,446.91	12,446.91
非流动资产合计	170,777.77	160,455.87	134,731.47
资产总计	1,036,344.31	916,844.34	907,026.14
短期借款		900.00	900.00
应付票据	10,000.00		
应付账款	347.84	224.50	74.05
预收款项	1,441.68		0.01
应付职工薪酬	14.21		
应交税费	3,258.36	9,678.15	7,329.06
应付利息	448.05		
其他应付款	55,362.74	26,150.64	25,792.38
一年内到期的非流动负债	9,093.00	27,913.00	6,800.00
流动负债合计	79,965.88	64,866.28	40,895.50
长期借款	43,024.00	63,056.50	83,522.50
应付债券	130,000.00		
长期应付款	15.00	15.00	15.00
专项应付款	8,129.23	11,298.86	138.81
非流动负债合计	181,168.23	74,370.36	83,676.31
负债合计	261,134.11	139,236.64	124,571.81
实收资本(或股本)	37,062.20	37,062.20	37,062.20
资本公积金	710,083.09	707,164.39	710,337.50
盈余公积金	877.18	11,263.41	2,944.38
未分配利润	7,302.89	3,613.69	14,136.02
归属于母公司所有者权益合计	755,325.36	759,103.69	764,480.10
少数股东权益	19,884.84	18,504.01	17,974.24
所有者权益合计	775,210.20	777,607.70	782,454.33
负债和所有者权益总计	1,036,344.31	916,844.34	907,026.14

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	30,249.92	19,200.20	28,265.48
营业收入	30,249.92	19,200.20	28,265.48
营业总成本	28,704.78	11,576.68	18,583.09
营业成本	24,617.62	6,424.11	15,111.43
营业税金及附加	255.39	1,055.90	1,582.65
销售费用	1,286.16	986.36	
管理费用	1,818.55	1,993.63	1,348.99
财务费用	1,626.75	-108.61	-21.12
资产减值损失	-899.70	1,225.29	561.14
其他经营收益	4,466.67	2,165.69	5,138.65
投资净收益	4,466.67	2,165.69	5,138.65
营业利润	6,011.82	9,789.21	14,821.04
加：营业外收入	5,263.26	5,963.10	13,247.64
减：营业外支出	1,257.00	18.84	9.99
利润总额	10,018.08	15,733.47	28,058.69
减：所得税	656.37	1,315.11	1,668.02
净利润	9,361.71	14,418.36	26,390.67

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
销售商品、提供劳务收到的现金	33,413.19	33,992.85	45,226.58
收到其他与经营活动有关的现金	63,320.56	19,450.06	89,986.20
经营活动现金流入小计	96,733.75	53,442.91	135,212.78
购买商品、接受劳务支付的现金	30,715.87	21,016.99	57,800.70
支付给职工以及为职工支付的现金	1,494.42	1,265.29	514.50
支付的各项税费	7,243.43	204.37	52.49
支付其他与经营活动有关的现金	14,159.86	28,381.89	73,132.47
经营活动现金流出小计	53,613.59	50,868.53	131,500.17
经营活动产生的现金流量净额	43,120.17	2,574.37	3,712.61
取得投资收益收到的现金	1,803.07	2,542.26	3,587.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		0.05	422.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		280.25	
收到其他与投资活动有关的现金		1,740.80	5.79
投资活动现金流入小计	1,803.07	4,563.36	4,015.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,799.97	1,476.43	941.66
投资支付的现金	5,324.42		7,211.00
投资活动现金流出小计	17,124.39	1,476.43	8,152.66
投资活动产生的现金流量净额	-15,321.32	3,086.94	-4,136.99
吸收投资收到的现金			15,238.00
取得借款收到的现金	9,823.00	21,113.00	29,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	130,000.00		37,686.11
筹资活动现金流入小计	139,823.00	21,113.00	82,124.11
偿还债务支付的现金	49,575.50	20,466.00	19,398.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,617.62		2,124.77
支付其他与筹资活动有关的现金	975.00		41,886.45
筹资活动现金流出小计	52,168.12	20,466.00	63,409.22
筹资活动产生的现金流量净额	87,654.88	647.00	18,714.90
现金及现金等价物净增加额	115,453.73	6,308.31	18,290.52

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	9,361.71	14,418.36	26,390.67
加：资产减值准备	-899.70	1,225.29	561.14
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	262.49	146.60	78.10
无形资产摊销	2.03	1.67	76.52
固定资产报废损失	224.02		0.21
投资损失	-4,466.67	-2,165.69	-5,138.65
递延所得税资产减少	-109.21	-139.16	-30.88
存货的减少	-3,966.67	-3,085.35	-43,112.11
经营性应收项目的减少	11,062.19	-21,845.17	-11,166.14
经营性应付项目的增加	31,649.98	14,017.83	35,631.36
其他			422.37
间接法-经营活动产生的现金流量净额	43,120.17	2,574.37	3,712.61
现金的期末余额	172,308.79	56,855.06	50,546.75
减：现金的期初余额	56,855.06	50,546.75	32,256.23
间接法-现金及现金等价物净增加额	115,453.73	6,308.31	18,290.52

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	25.20%	15.19%
流动比率	10.82	11.66
速动比率	1.09	1.29
综合毛利率	18.62%	66.54%
总资产回报率	1.24%	1.73%
EBITDA（万元）	12,348.27	15,881.74
EBITDA 利息保障倍数	1.98	4.74
负债与所有者权益比率	0.34	0.18

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 2014年公司存货中土地明细（单位：平方米、万元）

土地证号	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
望府国用（2011）第00024号	93,338.00	出让	商住	15,105.99	已抵押
望府国用（2012）第0005号	46,298.78	出让	商住	9,508.44	已抵押
望府国用（2011）第006号	45,815.49	出让	商住	7,699.14	已抵押
望府国用（2011）第007号	36,543.92	出让	商住	7,481.55	已抵押
望府国用（2011）第008号	35,477.57	出让	商住	6,071.73	已抵押
望府国用（2008）第0415号	14,600.00	出让	商住用地	891.63	已抵押
望府国用（2010）第0495号	3,220.00	出让	商业用地	865.28	已抵押
望府国用（2010）第0797号	3,042.00	出让	商业用地	2,265.97	已抵押
册国用 2011 第 07 号	43,610.00	出让	综合用地	11,057.18	已抵押
册国用 2011 第 05 号	40,703.00	出让	综合用地	9,534.64	已抵押
册国用 2012 第 26 号	25,531.00	出让	住宅用地	4,454.67	已抵押
册国用 2012 第 27 号	32,731.00	出让	住宅用地	5,710.94	已抵押
册国用 2010 第 23 号	47,883.00	出让	住宅用地	9,017.55	
册国用 2010 第 24 号	38,743.00	出让	住宅用地	7,296.26	
册国用 2010 第 25 号	50,130.00	出让	住宅用地	9,440.90	
安国用（2011）05—57	36,553.00	出让	综合用地	5,820.06	已抵押
安国用（2011）05—58	72,046.67	出让	综合用地	10,299.66	已抵押
安国用（2011）05—61	28,068.16	出让	综合用地	4,070.35	已抵押
安国用（2012）T—035	110,353.70	出让	商业住宅	22,674.48	
安国用（2012）T-036	10,900.40	出让	商业住宅	2,239.72	
安国用（2012）T-037	4,195.40	出让	商业住宅	784.31	
安国用（2012）T—038	88,398.40	出让	商业住宅	18,152.27	

安国用（2012）T-039	81,792.80	出让	商业住宅	16,806.05	
安国用（2012）T-040	47,369.90	出让	商业住宅	9,733.14	
晴府国用（2011）字第448号	200,000.00	出让	综合商业用地	12,789.80	
晴府国用（2011）字第450号	20,000.00	出让	综合商业用地	1,310.16	
晴府国用（2011）字第449号	133,333.40	出让	综合商业用地	2,068.14	
晴府国用（2011）字第331号	105,644.53	出让	综合商业用地	5,313.92	已抵押
晴府国用（2011）字第468号	113,339.00	出让	综合商业用地	4,964.02	已抵押
仁国用（2003字第01487号）	24,000.00	出让	综合	908.00	已抵押
仁国用（2004字第01712号）	640	出让	综合	62.10	
仁国用（2009）第04353号	633,963.70	出让	综合	145,258.24	
仁国用（2009）第04356号	329,885.92	出让	综合	75,585.79	
仁国用（2009）第05202号	22,826.76	出让	综合	5,230.23	
仁国用（2010字第04148号）	19,596.84	出让	综合	2,531.80	
仁国用（2010）第04357号	15,040.37	出让	综合	4,067.67	已抵押
仁国用（2010）第04355号	77,180.25	出让	综合	20,873.41	已抵押
仁国用（2010）第04354号	101,184.00	出让	综合	27,365.23	
仁国用（2010）字第05205号	122,505.00	出让	综合	16,807.69	已抵押
普国用（2009）215号	97,786.00	出让	商住	13,984.75	
普国用（2009）207号	54,013.20	出让	商住	7,724.64	
普国用（2009）219号	144,492.80	出让	商住	20,664.47	
普国用（2009）第237号	11,000.06	出让	综合用地	1,567.20	
普国用（2010）第183号	41,000.00	出让	综合用地	7,260.89	已抵押
合计	3,304,777.02			573,320.08	

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。