

2015 年毕节市建设投资有限公司

公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

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>

2015 年毕节市建设投资有限公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【392】号 01

增信方式: 国有土地使用
权抵押担保

债券剩余规模: 16 亿元

债券到期日期:

2022 年 1 月 28 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 在
本期债券存续期间的第
3 至第 7 年末每年分别偿
还债券发行总额的
20%, 当期利息随本金一
起支付

分析师

姓名:

赵云飞 王一峰

电话:

0755-82872643

邮箱:

zhaoyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站

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

2017 年 6 月 15 日

2016 年 8 月 15 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”) 对毕节市建设投资有限公司(以下简称“毕节建投”或“公司”)及其 2015 年 1 月 28 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”) 的 2017 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毕节市经济实力进一步增长, 公司未来市政项目回购收入较有保障, 并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性; 同时鹏元也关注到毕节市财政自给能力较弱, 公司后续资金压力较大, 资产流动性偏弱, 存在较大偿债压力和一定的或有负债风险, 以及为本期债券提供抵押担保的土地未重新评估等风险因素。

正面:

- 毕节市经济和财政实力进一步增强。毕节市 2016 年地区生产总值和全市公共财政收入分别实现 1,625.80 亿元和 112.63 亿元, 分别同比增长 12.10%和 4.66%, 当地经济和财政实力进一步增强。
- 公司收入和毛利率双增, 未来市政项目回购收入较有保障。2016 年实现营业收入 7.14 亿元, 同比增长 15.10%, 综合毛利率大幅提高。截至 2016 年底, 公司主要在建项目投资规模较大, 公司未来市政项目回购收入及投资收益较有保障。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。公司实际以其合法拥有的 30 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保, 是本期债券未偿还本金的 1.88 倍, 仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **毕节市地方综合财力对上级补助收入依赖程度提高，财政自给能力较弱。**2016 年毕节市获得上级补助收入 313.35 亿元，占地方综合财力的 60.13%，比重进一步提高；2016 年毕节市全市和市本级财政自给率分别为 24.91% 和 51.02%，同比均有所下降，财政自给能力较弱。
- **公司主业回款规模大幅减少，在建项目规模较大，后续资金压力较大。**2016 年公司主业仅实现现金流入 116.88 万元，收现能力大幅减弱；截至 2016 年底，公司主要在建项目预计尚需投资 66.57 亿元以上，公司面临的资金压力较大。
- **公司资产流动性偏弱。**截至 2016 年底，公司资产中土地使用权共 145.70 亿元，占资产总额的 45.00%，其中 74.41% 的土地已抵押；在建工程为 63.44 亿元，占总资产的比重为 19.59%；应收款项共计 68.77 亿元，占总资产比重为 21.24%，资金占用规模较大，公司资产流动性偏弱。
- **公司有息债务规模大幅增加，存在较大的偿债压力。**截至 2016 年末，公司有息负债规模为 85.27 亿元，同比增长 8.94%，有息负债规模大幅增加，占总负债比重为 49.62%，公司存在较大偿债压力。
- **公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额为 23.69 亿元，担保规模较大，占同期末净资产的比重为 15.59%，存在一定的或有负债风险。
- **为本期债券提供抵押担保的土地使用权部分未抵押，抵押资产评估报告已过期，未重新评估。**公司原拟用于本期债券抵押担保的土地共 33 宗，本期债券成功发行后，公司实际办理了 30 宗土地的抵押登记。抵押资产评估报告最新评估基准日为 2013 年 11 月 20 日，截至 2017 年 5 月底评估报告已过有效期，未重新评估。

主要财务指标:

项目	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	3,237,875.35	2,972,757.62	2,401,578.88
所有者权益合计(万元)	1,519,377.53	1,489,346.04	1,089,224.73
资产负债率	53.07%	49.90%	54.65%
流动比率	3.59	3.43	2.31
有息债务(万元)	852,686.30	782,707.61	475,534.31
营业收入(万元)	71,353.24	61,990.18	58,099.83
营业利润(万元)	41,581.77	3,937.34	839.64
补贴收入(万元)	0.00	12,122.00	13,124.00
利润总额(万元)	40,878.96	16,032.91	13,963.64
综合毛利率	69.24%	16.05%	16.52%
EBITDA(万元)	57,965.84	27,452.13	17,278.39
EBITDA 利息保障倍数	1.11	0.84	1.25
经营活动现金流净额(万元)	-8,760.39	6,069.61	-54,379.72

注: 2014年数据采用2015年期初数

资料来源: 公司2015年和2016年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2895号文件批准，公司于2015年1月28日发行16亿元公司债券，票面利率为6.5%。本期债券募集资金16亿元，截至2016年末，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、实收资本、控股股东及实际控制人未变化，截至2016年末公司实收资本为63,689.32万元，实际控制人仍为毕节市人民政府，持有公司100%股权。2016年，公司主营业务和合并报表范围均未发生变化。

截至2016年12月31日，公司资产总额为323.79亿元，所有者权益合计为151.94亿元，资产负债率为53.07%；2016年度，公司实现营业收入7.14亿元，利润总额4.09亿元，经营活动现金净流出0.88亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年毕节市经济继续保持快速发展，经济实力增强，固定资产投资仍是当地经济发展的主要推动力

2016年毕节市实现地区生产总值1,625.80亿元，按可比价格计算，增长率为12.10%；全年人均地区生产总值为24,544元，同比增长11.2%，达到2016年全国人均地区生产总值的45.47%。其中，第一产业增加值344.4亿元，比上年增长6.0%；第二产业增加值617.3亿元，比上年增长12.0%；第三产业增加值664.1亿元，比上年增长15.2%。三次产业结构比例由2015年的22.2: 38.8: 39.0调整为2016年的21.2: 38.0: 40.8，第三产业比重有所提升。

工业方面，2016年毕节市全年实现工业增加值488.6亿元，比上年增长11.1%；规模以上工业增加值401.3亿元，比上年增长11.6%。主要工业产品，如发电量、水泥、汽车等产量均有较大幅度增加。旅游业发展快速，2016年旅游总人数5,494.26万人次，同比增长34.2%；实现旅游总收入444.46亿元，同比增长42%，有力推动毕节市第三产业快速增长。

2016年毕节市完成固定资产投资1,601.80亿元，同比增长19.10%，为毕节市经济发展的主要驱动力；预计2017年保持固定资产增速20%左右，未来固定资产投资仍为推动毕节经济发展的主要因素。分产业看，第一产业投资完成196.1亿元，第二产业完成投资338

亿元，第三产业完成投资 1,067.7 亿元。其中，2016 年，毕节市房地产开发投资 177.3 亿元，增长 16.3%，商品房施工面积 1,887.5 万平方米，增长 4.9%，但房屋竣工面积为 96.1 万平方米，同比大幅下降 43.3%，未来毕节市房地产市场仍面临较大压力，市场行情存在一定不确定性。

表1 2015-2016 年毕节市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,625.80	12.10%	1,461.30	12.90%
第一产业增加值	344.40	6.00%	324.70	6.90%
第二产业增加值	617.30	12.00%	566.60	12.60%
第三产业增加值	664.10	15.20%	570.10	15.50%
工业增加值	488.60	11.10%	453.10	11.70%
全年固定资产投资	1,601.80	19.10%	1,344.90	19.20%
社会消费品零售总额	340.10	12.60%	302.00	12.10%
存款余额	1,667.31	32.90%	1,254.60	36.80%
贷款余额	1,148.30	29.80%	884.50	28.30%
地区人均 GDP（万元）	2.45		2.23	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	45.47%		45.04%	

资料来源：2015-2016 年毕节市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

毕节市全市地方综合财力增强，公共财政收入规模有所增长，对上级补助收入依赖程度提高，且财政自给能力较弱

在上级补助收入规模增长的带动下，2016 年毕节市全市地方综合财力实现 521.10 亿元，同比增长 8.50%，整体财政实力增强。

从毕节市全市地方综合财力情况来看，2016 年毕节市公共财政收入为 112.63 亿元，同比增长 4.66%；其中税收收入 83.91 亿元，占公共财政收入的 74.50%，同比提高 0.9 个百分点，公共财政收入质量进一步提高。2016 年毕节市获得上级补助收入 313.35 亿元，同比增长 11.87%，占地方综合财力的 60.13%，比重进一步提高，毕节市地方综合财力对上级补助的依赖程度提高。2016 年，毕节市政府性基金收入为 95.12 亿元，略有提高 2.79%，主要为国有土地使用权收入。政府性基金收入规模易受房地产市场景气度影响，未来可能会对地方综合财力的稳定造成影响。

从毕节市本级地方综合财力来看，2016 年毕节市公共财政收入为 22.57 亿元，同比增长 2.92%；其中税收收入 16.65 亿元，占公共财政收入的 73.77%，同比提高 4.60 个百分点，公共财政收入质量有所提高。2016 年毕节市获得上级补助收入 14.49 亿元，较 2015 年略有增长，占地方财力的 38.21%。2016 年，受国有土地使用权收入大幅下降影响，毕节市政府性基金

收入为0.86亿元，大幅下降77.55%

毕节市财政支出方面，受公共财政支出增加影响，毕节市财政支出规模有所增加。其中，2016年毕节市全市和本级公共财政支出分别为452.20亿元和44.24亿元，分别同比增长10.36%和8.78%，主要为教育支出、农林水事务支出、医疗卫生支出等。2016年毕节市全市和市本级财政自给率分别为24.91%和51.02%，同比均有所下降，财政自给能力较弱。

总体来看，2016年毕节市全市地方综合财力增强，公共财政收入规模有所增长，对上上级补助收入依赖提高，政府性基金收入受房地产市场行情不佳影响，未来可能会对地方综合财力的稳定造成影响，且财政自给能力较弱。

表2 2015-2016年毕节市财政收支主要情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力	521.10	37.92	480.26	39.55
（一）公共财政收入	112.63	22.57	107.62	21.93
其中：税收收入	83.91	16.65	79.21	15.17
非税收入	28.73	5.92	28.41	6.76
（二）上级补助收入	313.35	14.49	280.10	13.79
其中：返还性收入	10.87	5.66	8.24	4.96
一般转移支付	174.79	8.60	164.45	9.05
专项转移支付	127.7	0.23	107.51	-0.22
（三）政府性基金收入	95.12	0.86	92.54	3.83
其中：国有土地使用权出让收入	88.50	-	82.72	2.55
财政支出	545.00	45.20	501.30	43.08
（一）公共财政支出	452.20	44.24	409.75	40.67
（二）政府性基金支出	94.09	0.96	91.55	2.41
财政自给率=公共财政收入/公共财政支出	24.91%	51.02%	26.26%	53.92%

注：“-”为未提供相关数据。

资料来源：毕节市财政局

四、经营与竞争

2016年，公司主营业务未发生变化，收入主要来源于市政项目建设业务和租赁业务。得益于市政项目结算规模增加，2016年公司实现营业收入7.14亿元，同比增长15.10%。毛利率方面，由于2016年公司对新增代建项目仅确认代建管理费，市政项目建设收入毛利率大幅提高，使得公司2016年综合毛利率大幅提升至69.24%。

表3 公司营业收入结构和毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年度		2015 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政项目建设业务	66,609.70	67.05%	57,241.65	9.09%
租赁业务	4,522.41	100.00%	4,748.53	100.00%
其他收入	221.13	100.00%	0.00	-
合计	71,353.24	69.24%	61,990.18	16.05%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司市政项目建设业务收入和毛利率双增，但回款情况仍较差；在建项目较多，未来市政项目建设业务回购收入较有保障，同时面临较大的资金压力

公司受毕节市政府委托，承建毕节市基础设施项目，主要通过两种模式进行。部分项目在项目竣工后，由毕节市人民政府按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的110%一次性支付工程项目款，公司获得项目成本的10%作为投资收益；部分项目由毕节市人民政府向公司提供委托代建工程款，并按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的10%或者15%向公司支付代建管理费。

2016年，毕节市人民政府对大剧院、中心路网工程等项目采用第一种模式合计确认收入2.30亿元；同时，公司对2016年新增代建工程采用第二种模式确认代建管理费收入4.36亿元。总体来看，2016年公司市政项目建设业务实现收入6.66亿元，较2015年有所增长；同时受大部分收入通过仅确认代建管理费方式获得，公司市政项目建设业务毛利率大幅提高至67.05%。但需要注意的是，2016年公司市政项目建设收入回款情况进一步变差。截至2016年末，公司应收账款中应收毕节市财政局的款项达33.46亿元，同比增长25.99%。

截至2016年末，公司在建项目仍较多，主要在建项目计划总投资164.52亿元，已累计投资101.76亿元，预计尚需投资66.57亿元以上。公司就以下项目均与毕节市政府签订委托代建协议，公司未来可获得实际投资额的10%作为投资收益（个别项目投资收益为实际投资额的15%），若全部项目未来均按期投资并进行代建收入确认，预计公司未来至少可获得6.66亿元以上的投资收益（均按实际投资额的10%作为投资收益）。但同时需要注意到，公司主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表4 截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资数据	2016 确认收入
大剧院	32,404.00	37,837.45	1,303.06
博物馆	9,076.72	9,622.01	145.15
图书馆 科技馆	13,501.29	13,867.69	157.06
地下停车场	5,131.00	5,207.39	-
三板桥体育场	6,535.00	6,889.18	3.88

中心路网工程	88,481.28	103,465.27	3,711.28
东出口道路改扩建工程	30,352.82	30,324.84	-
南环东路工程	9,960.00	9,800.86	16.03
望城路工程	10,493.23	15,594.93	11.52
地委党校路工程	6,862.71	7,800.43	3.14
百里杜鹃大道	30,369.00	27,889.04	64.54
草海大道	34,793.09	45,141.25	47.14
市第二人民医院	34,000.00	1,953.83	189.69
梨新大道	110,305.00	53,730.00	7,824.76
毕节中心城区小坝片区棚户区改造项目	84,690.55	58,081.69	12,949.41
威宁县 2012 年草海镇人民北路城市棚户区改造一期工程	46,142.45	27,004.17	4,565.85
威宁县 2013 年草海镇人民南路和解放路城市棚户区改造一期工程	51,117.72	27,109.00	2,631.94
大方县大方镇迎宾大道道路工程	16,302.75	8,490.95	824.36
大方县金鱼村至龙昌村综合环境整治工程	57,844.93	30,388.63	2,950.35
毕节高新技术产业基地一期道路网工程	115,221.73	41,776.91	4,056.01
经济开发区一期路网工程		48,403.68	4,699.39
南部新区棚户区	60,825.65	17,744.90	1,722.81
旧城环境整治工程	6,290.00	4,131.81	404.61
沙帽山工程	7,267.50	2,647.25	257.01
职教城	264,427.54	191,568.26	8,556.02
双山新区医院	75,000.00	6,381.70	619.58
新双大道	164,086.90	136,693.94	4,221.01
毕节市 2013-2014 年棚改区改造项目	248,452.16	41,742.29	4,052.65
毕节市农民集中居住示范村建设项目	25,252.00	6,295.75	611.24
其他零星项目	-	-	10.21
合计	1,645,187.02	1,017,585.07	66,609.70

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司租赁收入保持稳定，毛利率较高，但该业务规模较小，未来租赁收入存在一定不确定性

2016年，公司租赁业务总体稳定，目前在租物业为毕节市人民政府向公司注入的大方县循环经济产业园和毕节试验区大方药品食品产业园的标准厂房，面积合计为329,759.09平方米，租赁期限为5年（2013年1月1日至2018年12月31日）。2016年，公司实现租赁收入4,522.41万元，相比2015年略有减少，毛利率100%，保持稳定。总体看该业务盈利能力较好，2016年租赁业务毛利润占公司业务毛利润的9.15%，对公司整体利润具有一定的贡献；租赁方主要为大方金龙城镇开发建设投资有限公司，为大方县国有企业，主要业务为城镇基础设施及相关配套项目的建设与管理。但需注意的是，公司租赁业务规模有限，且

租赁合同到期后能否继续租赁及租赁价格存在不确定性。

除此之外，公司拥有较大规模的可转让土地，截至2016年底，公司土地规模达到145.70亿元，合计面积为788.49万平方米，均为出让性质土地，主要为商业、住宅用地，商业住宅用地价值合计128.63亿元，土地转让业务具备持续发展的基础。但截至2016年末，公司已抵押土地规模为108.42亿元，占存货中土地规模的74.41%。但需要注意到，近两年公司未实现土地转让收入，同时未来受宏观经济和土地市场行情的影响，此项收入存在不确定性。

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2015年和2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要为土地资产和在建工程，资产流动性偏弱

随着公司加大融资规模，截至2016年末，公司资产规模为323.79亿元，同比增长8.92%。公司资产以流动资产为主，截至2016年末，公司流动资产占资产比例为75.59%。

流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2016年末，公司货币资金为24.35亿元，规模有所降低，主要为银行存款，其中5.09亿元存款已用于质押，另有其他货币资金200万元，为受限的银行贷款保证金。截至2016年末，公司应收账款35.30亿元，同比增长25.65%，新增主要系应收毕节市财政局项目建设款；截至2016年末，公司应收毕节市财政局项目建设款33.46亿元，其中79.36%的应收账款账龄在一年以上，账龄偏长，对公司资金占用规模较大。截至2016年末，公司其他应收款规模达到33.47亿元，同比增长43.05%，规模较大，新增主要是借款及代垫款项增多，主要应收对象是贵州毕节高新建设投资有限公司、毕节市生态文明家园建设办公室、毕节市洪欣城市建设有限公司、毕节金海湖新区管理委员会等，整体账龄相对较长。截至2016年末，公司应收账款和其他应收款合计68.77亿元，占总资产比重为21.24%，账龄相对较长，主要应收对象为毕节市政府单位或下属国有企业，回收风险相对较小，但何时收回不确定，对公司资金占用规模

较大。公司存货全部为待销售土地。截至 2016 年底，公司存货规模达到 145.70 亿元，全部为待开发土地，规模保持稳定，占总资产比重为 45.00%；其中 108.42 亿元的土地使用权已抵押，占存货的比重为 74.41%。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产和在建工程。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产规模为 5.71 亿元，同比增长 412.75%，新增主要系公司新增对毕节市下属各地的中科扶贫发展基金管理中心的投资所致，其中毕节市政府指定公司代各县（区）政府、管委会根据基金总额的 10% 进行劣后级有限合伙份额的认购，实际出资由各县（区）政府、管委会负责，投向扶贫开发领域相关的项目或者产业，若有超额投资收益，可由劣后级有限合伙人和普通合伙人按照 10:1 的比例进行分配。

在建工程是公司承建的市政基础设施及其他项目，截至 2016 年末，公司在建工程 63.44 亿元，占总资产比重为 19.59%，同比增长 5.55%，主要投入为职教城 19.16 亿元、新双大道 13.67 亿元、梨新大道 5.37 亿元、毕节高新技术产业基地一期道路网工程 4.18 亿元、经济开发区一期路网工程 4.84 亿元等。

总体来看，公司资产规模保持增长，主要为土地资产和在建工程，资产流动性偏弱。

表5 2015-2016 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	243,506.57	7.52%	287,530.75	9.67%
应收账款	352,959.19	10.90%	280,911.39	9.45%
其他应收款	334,731.99	10.34%	234,004.19	7.87%
存货	1,456,996.99	45.00%	1,456,996.99	49.01%
流动资产合计	2,447,474.61	75.59%	2,260,443.33	76.04%
可供出售金融资产	57,144.63	1.76%	11,144.63	0.37%
在建工程	634,385.42	19.59%	601,056.44	20.22%
非流动资产合计	790,400.74	24.41%	712,314.29	23.96%
资产总计	3,237,875.35	100.00%	2,972,757.62	100.00%

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入和毛利率双增，利润规模大幅增加

2016 年实现营业收入 7.14 亿元，同比增长 15.10%，以市政项目建设收入为主。目前公司在建项目业务量充足，未来市政项目建设业务回购收入较有保障。

盈利能力方面，2016 年公司与毕节市政府签订委托代建协议，对公司代建的市政工程

项目，毕节市政府约定支付公司 10%的代建管理费，公司对 2016 年新增代建工程仅将代建管理费确认为收入，因此市政项目建设业务毛利率大幅提高，并带动公司综合毛利率提高至 69.24%。2016 年，公司应收账款规模大幅增加，账龄较长，公司计提的坏账损失大幅增加，但受收入和毛利率双增的影响，2016 年公司实现营业利润 4.16 亿元，同比增长 9.56 倍，盈利能力大幅提高。值得注意的是，公司 2016 年未获得补贴收入，未来需关注政府补贴的持续性。

表6 2015-2016 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	71,353.24	61,990.18
资产减值损失	5,348.70	-1,344.06
营业利润	41,581.77	3,937.34
补贴收入	0.00	12,122.00
利润总额	40,878.96	16,032.91
综合毛利率	69.24%	16.05%

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业回款规模大幅减少，经营活动现金流表现较差，未来资金需求量大，面临较大融资压力

2016 年公司收到的政府工程代建资金大幅减少，仅实现现金流入 116.88 万元，收现能力大幅减弱。同时，2016 年公司往来款规模相对较小，且未收到政府补贴收入。2016 年公司经营活动仅实现 1,080.13 万元的现金流入，较 2015 年大幅减少，进一步导致公司经营活动现金净流出 8,760.39 万元，经营活动表现较差。

投资活动现金流主要是公司在建项目投入形成，随着工程建设持续投入，2016 年公司投资活动现金净流出为 20.13 亿元，仍保持较大规模。

由于项目建设资金需求量大，2016 年公司继续通过筹资获取了较大规模的资金，全年筹资活动现金净流入 17.60 亿元。截至 2016 年底，公司主要在建项目预计尚需投资 66.57 亿元以上，尚需投资规模较大，未来公司面临较大资金压力。

表7 2015-2016 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.00	0.48
销售商品、提供劳务收到的现金	116.88	30,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	963.25	12,958.64

经营活动现金流入小计	1,080.13	42,958.64
购买商品、接受劳务支付的现金	7,462.66	35,140.63
支付其他与经营活动有关的现金	2,101.95	1,475.62
经营活动现金流出小计	9,840.52	36,889.03
经营活动产生的现金流量净额	-8,760.39	6,069.61
投资活动产生的现金流量净额	-201,327.27	-386,286.84
筹资活动产生的现金流量净额	175,963.48	485,485.51
现金及现金等价物净增加额	-34,124.18	105,268.28

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模较大且有进一步增长的趋势，面临较大的偿债压力

受公司对外融资规模大幅增长和利润累积，截至 2016 年末，公司负债规模和所有者权益规模均保持增长，负债总额为 171.85 亿元，同比增长 15.85%；所有者权益为 151.94 亿元，同比增长 2.02%；公司负债与所有者权益比率提升至 113.11%，权益对债务保障程度有所减弱。

表8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	1,718,497.82	1,483,411.58
所有者权益合计	1,519,377.53	1,489,346.04
负债与所有者权益比率	113.11%	99.60%

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

受公司加大长期借款融资规模影响，2016 年公司非流动负债大幅增长至 103.64 亿元，占总负债比重为 60.31%，为公司负债的主要形式。

2016 年公司偿还了 1.99 亿元的短期借款，并且未新增短期借款。截至 2016 年末，公司应付账款规模为 8.38 亿元，同比下降 44.28%，主要是由于随着部分项目完工，款项结算所致。截至 2016 年末，公司应付账款主要为由于公司资金紧张而未付大方县财政局的购买土地款 3.86 亿元，另外主要为应付贵州毕节高新建设投资有限公司、威宁县建设投资有限责任公司等公司的工程款。

截至 2016 年末，公司其他应付款为 49.97 亿元，同比增长 18.36%，主要是与关联方的借款本金、保证金及代收代付款等，无付息项。其他应付账款账龄超过一年的达 42.70 亿元，主要是由于公司资金周转原因尚未偿付。公司一年内到期的非流动负债由即将到期的应付债券和长期借款构成，规模为 6.05 亿元。

截至 2016 年末,公司长期借款达 51.88 亿元,占负债总额的 30.19%,同比增长 27.99%,主要为向国家开发银行股份有限公司、贵阳银行股份有限公司毕节分行、中信信托有限责任公司等取得的抵质押借款。2016 年公司偿还了“毕节建投 2015 银杏私募债”,应付债券规模有所减少。2016 年末,公司长期应付款规模为 11.47 亿元,同比增长 21.38%,全部为国开发展基金有限公司对公司的增资款。2016 年末公司专项应付款增至 19.82 亿元,主要是政府拨入的项目减少配套资金和政府置换转贷资金。其他非流动负债全部为待收扶贫开发基金管理中心的投资款。总体看,2016 年公司负债规模增长较快,债务结构以非流动负债为主。

表9 2015-2016 年公司负债主要构成 (单位: 万元)

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	19,900.00	1.34%
应付账款	83,818.55	4.88%	150,432.16	10.14%
其他应付款	499,717.92	29.08%	422,216.15	28.46%
一年内到期的非流动负债	60,502.44	3.52%	43,630.38	2.94%
流动负债合计	682,077.75	39.69%	658,671.69	44.40%
长期借款	518,825.00	30.19%	405,350.00	27.33%
应付债券	158,666.86	9.23%	177,139.23	11.94%
长期应付款	114,692.00	6.67%	94,488.00	6.37%
专项应付款	198,236.21	11.54%	147,762.65	9.96%
其他非流动负债	46,000.00	2.68%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1,036,420.07	60.31%	824,739.88	55.60%
负债合计	1,718,497.82	100.00%	1,483,411.58	100.00%
其中: 有息债务	852,686.30	49.62%	782,707.61	52.76%

资料来源: 公司 2015 年和 2016 年审计报告, 鹏元整理

截至 2016 年末,公司有息负债规模为 85.27 亿元,同比增长 8.94%,有息负债规模大幅增加,占总负债比重为 49.62%,未来公司建设项目仍较多,资金需求较大,预计未来公司有息债务规模将继续增长。

表10 截至 2016 年末公司应付债券明细 (单位: 万元)

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额
银杏债 1 号	2014.06.12	2014.06.12-2017.06.12	1,000.00
银杏债 2 号	2014.06.12	2014.06.12-2017.06.12	4,000.00
银杏债 3 号	2014.06.12	2014.06.12-2017.06.12	10,000.00
银杏债 4 号	2014.06.12	2014.06.12-2017.06.12	5,000.00
15 毕节建投债	2015.01.28	2015.01.28-2022.01.28	160,000.00

合计 180,000.00

注：发行金额包括一年内到期的应付债券。

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年底，受融资规模进一步增加影响，公司资产负债率提升至 53.07%。受偿还短期借款和部分工程款结算影响，2016 年公司流动比率、速动比率均略有提高，但公司流动资产主要是土地，其变现能力和变现价值存在一定不确定性，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般。受公司利润规模大幅增加影响，2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数有所提高，但保障能力仍较弱。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仍有上升可能。总体来看，公司有息债务规模快速增长，且有进一步增长的趋势，公司仍面临较大的偿债压力。

表11 2015-2016 年公司偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	53.07%	49.90%
流动比率	3.59	3.43
速动比率	1.45	1.22
EBITDA（万元）	57,965.84	27,452.13
EBITDA 利息保障倍数	1.11	0.84

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司实际以其持有的 30 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，能继续为本期债券的偿还提供进一步保障；但部分土地未办理抵押登记，抵押资产评估报告已过期，未重新评估

公司以自身及下属企业合法拥有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过行使抵押权以清偿债务。

公司原拟用于抵押的土地共 33 宗，土地总面积 156.23 万平方米，实际完成抵押登记 30 宗，面积 133.24 万平方米。根据抵押资产监管协议约定，公司应在本期债券发行完成后 10 个工作日内向土地使用权抵押登记部门申请抵押登记并将他项权证原件交予抵押权代理人。2015 年 2 月 2 日，公司针对威国用（2011）第 CT040 号、威国用（2011）第 CT041 号、威国用（2011）第 CT042 号、威国用（2011）第 CT052 号、威国用（2011）第 CT053 号、威国用（2011）第 CT054 号、威国用（2011）第 CT055 号、威国用（2011）第 CT056 号、威国用（2011）第 CT057 号共 9 宗土地完成了抵押登记，抵押存续期为自 2015 年 2 月 2 日至 2022 年 2 月 1 日，权利人为贵州银行股份有限公司毕节杜鹃支行（抵押权代理人），

他项权证号为威他项（2015）第 T001 号；2015 年 2 月 10 日，公司针对方国用（2012）第 170001 至方国用（2012）第 170006、方国用（2012）第 170008 至方国用（2012）第 170002 号 21 宗地完成了抵押登记，抵押存续期为自 2015 年 2 月 2 日至 2022 年 2 月 1 日，权利人为贵州银行股份有限公司毕节杜鹃支行，他项权证号为方他项（2015）第 00001 号。截至 2017 年 5 月 31 日，公司未对原拟用于本期债券抵押的土地使用权毕国用（2011）第 A019 号、毕国用（2011）第 A039 号、毕国用（2011）第 A040 号进行抵押登记，该等土地使用权面积 229,924.57 平方米。

抵押比率方面，抵押资产监管协议要求在本期债券存续期间，抵押资产的价值总额与本期债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不应低于 1.8 倍。抵押资产存续期间评估方面，抵押资产监管协议中约定在本期债券的存续期间，当监管人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的或者公司拟对抵押资产追加、置换、释放时，应当聘请具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告，公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。本期债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的 20 个工作日。

根据贵州亚太房地产土地评估有限公司出具的黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告（估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日），公司 33 宗土地评估价值共计 362,446.84 万元，已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元，为本期债券未偿还本金的 1.88 倍，满足抵押资产监管协议的要求，能为本期债券的偿还提供进一步保障。但我们也关注到截至 2017 年 5 月底公司抵押资产的评估报告已过有效期，未按要求重新评估。

表12 公司用于抵押担保土地情况（单位：平方米、万元）

权证编号	位置	性质	用途	面积	评估值	他项权证号
未完成抵押登记						
毕国用（2011）第 A019 号	梨树镇联合村	出让	商住	136,433.60	19,303.78	
毕国用（2011）第 A039 号	毕节市德沟	出让	商业	47,333.57	21,404.24	
毕国用（2011）第 A040 号	毕节市德沟	出让	商住	46,157.40	20,872.38	
小计				229,924.57	61,580.40	
已完成抵押登记						
方国用（2012）第 170001 号	大方县大方镇龙	出让	商住	39,068.00	9,313.81	方

	昌村						他项 (2015) 第000 01号
方国用(2012)第170002号	大方县大方镇金鱼村	出让	商住	50,132.00	11,951.47		
方国用(2012)第170003号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	9,091.00	2,167.29		
方国用(2012)第170004号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	4,967.00	1,184.13		
方国用(2012)第170005号	大方县大方镇庆云村	出让	商住	67,999.00	16,210.96		
方国用(2012)第170006号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	1,754.00	418.15		
方国用(2012)第170008号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	7,654.00	1,824.71		
方国用(2012)第170009号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	28,306.00	6,748.15		
方国用(2012)第170010号	大方县大方镇白石村	出让	商住	27,794.00	6,495.46		
方国用(2012)第170011号	大方县大方镇白石村	出让	商住	42,933.00	10,033.44		
方国用(2012)第170012号	大方县大方镇白石村	出让	商住	69,730.00	16,295.90		
方国用(2012)第170013号	大方县大方镇白石村	出让	商住	36,968.00	8,639.42		
方国用(2012)第170014号	大方县大方镇余石村	出让	商住	53,634.00	11,992.56		
方国用(2012)第170015号	大方县大方镇余石村	出让	商住	52,014.00	11,630.33		
方国用(2012)第170016号	大方县大方镇白石村	出让	商住	18,098.00	4,229.50		
方国用(2012)第170017号	大方县大方镇白石村	出让	商住	66,799.00	15,610.93		
方国用(2012)第170018号	大方县大方镇龙昌村、庆云村、云龙村	出让	商住	33,333.00	7,946.59		
方国用(2012)第170019号	大方县大方镇庆云村、云龙村	出让	商住	33,003.00	7,867.92		
方国用(2012)第170020号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	8,491.00	2,024.25		
方国用(2012)第170021号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	51,735.00	12,333.62		
方国用(2012)第170022号	大方县大方镇关井村	出让	商住	32,742.00	7,805.69		
威国用(2011)第CT040号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	32,821.10	7,634.19	威他项 (2015) 第T00	
威国用(2011)第CT041号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	44,085.00	10,254.17		
威国用(2011)第CT042号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	30,508.90	7,096.37		
威国用(2012)第CT052号	威宁县草海镇大	出让	商住	104,126.60	21,606.27		

	洼塘村、下坝村					1号
威国用(2012)第CT053号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	69,274.90	16,113.34	
威国用(2012)第CT054号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	43,657.60	9,058.95	
威国用(2012)第CT055号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	50,643.00	10,508.42	
威国用(2012)第CT056号	威宁县草海镇燎原村	出让	商住	141,640.90	29,390.49	
威国用(2012)第CT057号	威宁县羊街镇棒木村	出让	商住	79,421.50	16,479.96	
小计				1,332,424.50	300,866.44	
合计				1,562,349.07	362,446.84	

资料来源：黔亚太土评[2013]074号、黔亚太土评[2013]075号、黔亚太土评[2013]076号土地估价报告

七、或有事项

公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险

截至2016年末，公司对外担保余额为23.69亿元，虽被担保对象多为毕节市政府单位或下属国有企业，但担保规模较大，占同期末净资产的比重为15.59%，存在一定的或有负债风险。

表13 截至2016年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保余额	担保期间
毕节市中医院	180.00	5年
威宁城乡建设投资有限公司	19,980.00	3年
贵州毕节双山建设投资有限公司	4,500.00	10年
大方县土地矿权征收储备交易局	20,000.00	5年
大方县油杉河旅游区投资开发服务有限公司	25,459.00	5年
赫章县国土资源收购储备交易中心	5,000.00	3年
大方县新九驿建设投资有限公司	7,375.00	6年
毕节市信泰投资有限公司	50,000.00	5年
大方县金城镇开发建设投资有限公司	4,200.00	3年
大方县新九驿建设投资有限公司	5,000.00	2年
赫章县国土资源收购储备交易中心	15,000.00	2年
贵州省大方县人民医院	3,000.00	7年
大方县财务局	25,020.00	2年6个月
大方县建设投资有限公司	2,800.00	2年
大方县中医医院	2,100.00	3年
毕节双山建设投资有限公司	23,650.00	5年
毕节双山建设投资有限公司	23,650.00	5年

合计

236,914.00

资料来源：公司 2016 年年度报告，鹏元整理

八、评级结论

2016 年，毕节市经济继续保持快速发展，经济实力增强，固定资产投资仍是当地经济发展的主要推动力；毕节市全市地方综合财力增强，公共财政收入规模有所增长，对上级补助收入依赖提高，且财政自给能力较弱。

公司在建项目较多，基础设施建设和棚户区改造业务量充足，未来市政项目建设业务回购收入较有保障，同时在建项目资金需求量较大，公司面临较大的资金压力；租赁收入保持稳定，毛利率较高，但该业务规模较小，未来租赁收入存在一定不确定性。

公司资产规模保持增长，主要为土地资产和在建工程，资产流动性偏弱；公司收入和毛利率双增，利润规模大幅增加；主业回款规模大幅减少，经营活动现金流表现较差，未来资金需求量大，面临较大融资压力；有息债务规模较大且有进一步增长的趋势，面临较大的偿债压力和存在一定的或有负债风险。

公司实际以其持有的 30 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券未偿还本金的 1.88 倍，能继续为本期债券的偿还提供进一步保障，但尚有 3 宗土地尚未办理抵押登记，抵押资产的评估报告已过期，未按要求重新评估。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的 2017 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	2016年	2015年	2014年
流动资产：			
货币资金	243,506.57	287,530.75	121,512.48
应收账款	352,959.19	280,911.39	250,214.92
预付款项	58,592.68	1,000.00	61,013.44
其他应收款	334,731.99	234,004.19	180,711.86
应收股利	150.00	0.00	150.00
存货	1,456,996.99	1,456,996.99	1,455,899.58
其他流动资产	537.19	0.00	706.08
流动资产合计	2,447,474.61	2,260,443.33	2,070,208.34
非流动资产：			
可供出售金融资产	57,144.63	11,144.63	11,144.63
长期股权投资	3,500.00	3,500.00	3,500.00
投资性房地产	52,572.64	54,473.16	56,373.67
固定资产	3,135.24	3,278.12	3,495.59
在建工程	634,385.42	601,056.44	217,519.10
无形资产	36,261.43	36,381.23	36,501.03
递延所得税资产	3,401.38	2,480.71	2,836.51
非流动资产合计	790,400.74	712,314.29	331,370.53
资产总计	3,237,875.35	2,972,757.62	2,401,578.88
流动负债：			
短期借款	0.00	19,900.00	20,000.00
应付账款	83,818.55	150,432.16	153,103.12
预收款项	0.00	0.00	3,120.00
应交税费	27,537.42	11,689.92	5,757.31
应付利息	10,501.42	10,803.08	9,005.56
其他应付款	499,717.92	422,216.15	666,205.98
一年内到期的非流动负债	60,502.44	43,630.38	40,000.00
流动负债合计	682,077.75	658,671.69	897,191.96
非流动负债：			
长期借款	518,825.00	405,350.00	348,669.00
应付债券	158,666.86	177,139.23	19,265.31
长期应付款	114,692.00	94,488.00	0.00
专项应付款	198,236.21	147,762.65	47,227.88
其他非流动负债	46,000.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1,036,420.07	824,739.88	415,162.19
负债合计	1,718,497.82	1,483,411.58	1,312,354.15

所有者权益(或股东权益):			
实收资本(或股本)	63,689.32	63,689.32	63,689.32
资本公积金	1,317,468.47	1,317,468.47	931,775.46
盈余公积金	13,472.07	10,389.38	8,812.29
未分配利润	124,747.66	97,798.88	84,947.65
归属于母公司所有者权益合计	1,519,377.53	1,489,346.04	1,089,224.73
所有者权益合计	1,519,377.53	1,489,346.04	1,089,224.73
负债和所有者权益总计	3,237,875.35	2,972,757.62	2,401,578.88

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业总收入	71,353.24	61,990.18	58,099.83
营业收入	71,353.24	61,990.18	58,099.83
营业总成本	30,021.47	58,302.84	57,520.19
营业成本	21,946.02	52,037.86	48,501.18
营业税金及附加	922.60	4,113.99	3,311.69
管理费用	3,044.61	3,560.06	3,318.97
财务费用	-1,240.46	-65.01	1,013.17
资产减值损失	5,348.70	-1,344.06	1,375.18
其他经营收益	250.00	250.00	260.00
营业利润	41,581.77	3,937.34	839.64
加：营业外收入	2.28	12,122.00	13,124.00
减：营业外支出	705.08	26.43	0.00
利润总额	40,878.96	16,032.91	13,963.64
减：所得税	10,847.48	1,604.60	211.57
净利润	30,031.48	14,428.31	13,752.07

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	116.88	30,000.00	21,157.20
收到其他与经营活动有关的现金	963.25	12,958.64	22,894.49
经营活动现金流入小计	1,080.13	42,958.64	44,051.69
购买商品、接受劳务支付的现金	7,462.66	35,140.63	96,266.18
支付给职工以及为职工支付的现金	266.32	272.78	210.08
支付的各项税费	9.59	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	2,101.95	1,475.62	1,955.15
经营活动现金流出小计	9,840.52	36,889.03	98,431.41
经营活动产生的现金流量净额	-8,760.39	6,069.61	-54,379.72
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	268.01	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	100.00	400.00	110.00
收到其他与投资活动有关的现金	27,845.75	7,231.25	733.99
投资活动现金流入小计	28,213.76	7,631.25	843.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	144,095.57	346,586.09	165,599.04
投资支付的现金	46,805.20	0.00	50.00
支付其他与投资活动有关的现金	38,640.27	47,332.00	37,288.02
投资活动现金流出小计	229,541.03	393,918.09	202,937.06
投资活动产生的现金流量净额	-201,327.27	-386,286.84	-202,093.07
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	20,804.00	98,378.00	0.00
取得借款收到的现金	211,800.00	428,090.00	179,470.00
收到其他与筹资活动有关的现金	205,424.03	302,383.70	366,244.58
筹资活动现金流入小计	438,028.03	828,851.70	545,714.58
偿还债务支付的现金	76,758.00	84,050.00	28,605.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	52,175.41	32,583.70	13,876.68
支付其他与筹资活动有关的现金	133,131.14	226,732.49	156,568.05
筹资活动现金流出小计	262,064.55	343,366.20	199,049.73
筹资活动产生的现金流量净额	175,963.48	485,485.51	346,664.85
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-34,124.18	105,268.28	90,192.06

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	30,031.48	14,428.31	13,752.07
加：资产减值准备	5,348.70	-1,344.06	1,375.18
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,046.84	2,105.46	2,103.68
无形资产摊销	119.80	119.80	119.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失		16.70	0.00
财务费用	4,296.31	96.08	1,091.27
投资损失	-250.00	-250.00	-260.00
递延所得税资产减少	-920.67	355.80	-343.80
存货的减少		-1,097.41	-189,017.01
经营性应收项目的减少	-39,287.03	-12,134.39	83,322.29
经营性应付项目的增加	-10,145.83	3,773.34	33,239.24
其他	0.00	0.00	237.55
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-8,760.39	6,069.61	-54,379.72

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	53.07%	49.90%	54.65%
流动比率	3.59	3.43	2.31
速动比率	1.45	1.22	0.68
综合毛利率	69.24%	16.05%	16.52%
EBITDA（万元）	57,965.84	27,452.13	17,278.39
EBITDA利息保障倍数	1.11	0.84	1.25
负债与所有者权益比率	113.11%	99.60%	120.49%
收现比	0.00	0.48	0.36

资料来源：公司 2015 年和 2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+其他应付款中的付息项+长期借款+应付债券+长期应付款

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。