

2015 年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司

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>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【793】号 01

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2022 年
11 月 26 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期的
第 3-7 年末，逐年分别偿
还债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
舒静 杨再昆

电话：
0755-82871612

邮箱：
shuj@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

2015 年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	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 06 月 24 日	2016 年 08 月 03 日

评级结论

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司（以下简称“曲靖麒麟城投”或“公司”）及其 2015 年 11 月 26 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曲靖市和麒麟区经济和公共财政收入持续增长，公司收取建设管理费的业务有一定可持续性，公司继续获得一定的政府支持；同时我们也关注到了区域税收增长乏力，政府性基金收入下滑，财政自给率较低，公司基础设施代建业务可持续性存在较大不确定性、资产流动性偏低、面临较大的资金压力、偿债压力加大且面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 区域经济和公共财政收入持续增长。2016 年，曲靖市和麒麟区分别实现地区生产总值 1,775.11 亿元和 576.6 亿元，同比均增长 9.2%；分别实现公共财政收入 126.31 亿元和 19.72 亿元，同比分别增长约 7%和 1%。
- 公司收取建设管理费的在建项目较多，业务具有一定可持续性。公司主要在建项目计划总投资合计 143.00 亿元，累计已投资 40.64 亿元，由于在建项目较多，未来公司项目建设管理费收入具有一定的持续性。
- 公司继续获得一定的政府支持。2016 年，公司获得政府补助收入 5,000.00 万元，全部计入营业外收入。

关注：

- **区域税收增长乏力，政府性基金收入下滑，财政自给率较低。**2016 年麒麟区税收收入下滑；曲靖市和麒麟区政府性基金收入均明显下滑；曲靖市和麒麟区财政自给率分别为 31.57%和 47.05%。
- **公司基础设施代建项目已接近完工，收入规模下滑明显，业务可持续性存在较大不确定性。**公司基础设施代建收入来源于金麟湾片区土地整理项目，由于该项目已接近完工，2016 年公司仅实现基础设施代建收入 1.33 亿元，业务可持续性存在较大不确定性。
- **公司资产中应收款项和土地资产占比较大，流动性偏低。**截至 2016 年末，公司应收款项合计 22.57 亿元，回收时间存在不确定性；公司拥有总面积 216.98 万平方米、账面总价值 40.84 亿元的土地资产，占期末总资产比重达到 36.45%；公司多数土地资产为划拨形式取得，非划拨土地多数已抵押，流动性受限。
- **公司经营活动现金流表现较差，且在建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资金压力。**2016 年公司经营活动现金净流出额达 11.25 亿元；截至 2016 年底公司主要在建项目计划尚需投资 102.36 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大。**2016 年末，公司有息债务规模达 32.89 亿元，有息债务占负债总额的比重提升至 61.95%，EBITDA 利息保障倍数下降至 1.16，公司偿债压力加大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2016 年底，公司对外担保金额合计 3.18 亿元，占 2016 年底净资产的 5.40%，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,120,377.20	1,107,435.52	641,580.01
所有者权益（万元）	589,364.85	539,631.70	434,073.16
有息债务（万元）	328,937.62	277,276.75	50,000.00
资产负债率	47.40%	51.27%	32.34%
流动比率	6.13	5.17	4.63
营业收入（万元）	53,111.28	110,320.98	38,287.17
政府补助（万元）	5,000.00	7,950.00	2,165.00
利润总额（万元）	40,095.52	44,315.84	13,886.60

综合毛利率	75.58%	38.02%	38.34%
EBITDA (万元)	41,483.88	44,820.21	14,029.19
EBITDA 利息保障倍数	1.16	5.15	3.06
经营活动现金流净额 (万元)	-112,460.57	-28,729.60	-17,891.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年11月26日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于曲靖市中心城区2014-2015年城市棚户区改造项目。截至2016年底，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变化。截至2016年底，公司注册资本和实收资本仍为1.05亿元，控股股东和实际控制人仍为曲靖市麒麟区住房和城乡建设局（以下简称“区住建局”），持股比例仍为100%。

2016年公司主营业务范围无重大变化，仍主要从事曲靖市麒麟区的城市基础设施建设和土地整理开发等业务，2016年新纳入公司合并范围的子公司4家，均为新设成立，如表1所示。

表1 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
曲靖市麒麟区农业发展投资有限公司	56.58%	76,000.00	农业投资开发	设立
曲靖市麒麟区旅游开发投资有限责任公司	100%	56,000.00	基础设施建设、旅游开发投资	设立
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	100%	1,060.00	基础设施建设、工业园区开发投资	设立
曲靖市麒麟区建设综合服务有限公司	100%	602.00	土地开发整理、工程建设、物业服务等	设立

资料来源：公开资料，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额112.04亿元，所有者权益合计58.94亿元，资产负债率为47.40%。2016年度公司实现营业收入5.31亿元，利润总额4.01亿元，经营活动产生的现金流量净额-11.25亿元。

三、区域经济与财政实力

曲靖市经济持续增长，固定资产投资增长较快

2016年曲靖市实现地区生产总值（GDP）1,775.11亿元，按可比价格计算，增长9.2%。2016年全市人均GDP达29,266元，为全国人均GDP的54.22%。从生产总值构成来看，2016

年曲靖市第一产业实现增加值335.56亿元，较上年增长5.6%；第二产业实现增加值681.91亿元，较上年增长9.7%；第三产业实现增加值757.63亿元，较上年增长10.3%。

工业方面，曲靖市依托于丰富的矿产资源，已形成以烟草、煤炭、电力、机械、化工、冶金、纺织、建材、造纸、皮革、粮油加工为主的较为完整的工业化体系。2016年曲靖市实现全部工业增加值525.52亿元，按可比价计算比上年增长7.8%，拉动GDP增长2.45个百分点，对经济增长贡献率为26.6%。规模以上工业企业实现增加值495.04亿元，增长7.9%；其中：轻工业实现增加值195.75亿元，增长0.2%；重工业实现增加值299.29亿元，增长13.2%。主要支柱产业中，煤炭开采和洗选业实现工业增加值80.02亿元，增长38.8%；烟草制品业159.75亿元，下降5.2%；电力热力的生产和供应业96.28亿元，增长1.6%；炼焦业10.82亿元，增长12%；黑色金属冶炼及压延加工业8.99亿元，下降32.6%；有色金属冶炼及压延加工业37.21亿元，增长19.9%；化学原料及化学制品制造业18.68亿元，增长2%；食品加工及酒类制造业20.33亿元，增长23.4%；非金属矿物制品业23.2亿元，增长16.2%；汽车制造业2.16亿元，增长8.7%。

2016年，曲靖市规模以上固定资产投资达1,794亿元，同比增长30.1%；社会消费品零售总额保持较快增长；金融机构存款增长加快，贷款余额增长放缓。

表 2 曲靖市主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	1,775.11	9.2%	1,630.26	7.4%
第一产业增加值	335.56	5.6%	317.15	6.0%
第二产业增加值	681.91	9.7%	642.23	5.9%
第三产业增加值	757.63	10.3%	670.88	9.5%
工业增加值	525.52	7.8%	509.67	4.4%
规模以上固定资产投资	1,794.00	30.1%	1,378.79	18.4%
社会消费品零售总额	564.97	12.5%	502.40	13.1%
进出口总额（亿美元）	6.30	12.6%	5.60	25.3%
存款余额	2,008.21	9.6%	1,833.33	7.7%
贷款余额	1,299.48	2.9%	1,262.57	11.0%
人均 GDP（元）		29,266		27,044
人均 GDP/全国人均 GDP		54.22%		54.80%

资料来源：2015-2016年曲靖市国民经济和社会发展统计公报

麒麟区经济持续增长，固定资产投资增长较快

麒麟区自然资源及矿产资源丰富，煤、磷、铁、石膏、石英砂、瓷土、地热等资源储量丰富，是全市三大储煤区县之一，已探明储量 13.5 亿吨。麒麟区形成了烟草、能源、

化工、矿冶、机电、汽车制造、建材、生物资源开发创新等支柱产业，是新型工业城市、鱼米之乡、云烟之乡，品牌产品有石林、福牌系列卷烟和一汽轻卡等。

2016年，麒麟区实现地区生产总值576.6亿元，同比增长9.2%。其中第一产业增加值24亿元，增长5.5%；第二产业增加值281.7亿元，增长8.6%；第三产业增加值270.9亿元，增长10.1%。2016年，麒麟区实现固定资产投资541.1亿元，同比增长33.0%；社会消费品零售总额169.9亿元，同比增长12.1%；进出口总额10,179万美元，增长97.2%；金融机构存、贷款余额有所增长。

表3 曲靖市麒麟区主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	576.6	9.2%	531.5	6.1%
第一产业增加值	24	5.5%	22.7	6.0%
第二产业增加值	281.7	8.6%	267.7	3.0%
第三产业增加值	270.9	10.1%	241.1	10.2%
固定资产投资	541.1	33.0%	406.7	22.6%
社会消费品零售总额	169.9	12.1%	151.6	13.0%
进出口总额（万美元）	10,179	97.2%	5,161.0	-27.3%
金融机构存款余额	801.5	3.5%	774.3	1.0%
金融机构贷款余额	579.6	0.7%	575.4	5.5%

资料来源：麒麟区统计局

曲靖市公共财政收入持续增长，但税收占比下滑，财政自给能力较弱

从曲靖市全市来看，2016年地方综合财力中，公共财政收入占比在30%左右，上级补助收入占比在60%左右，政府性基金收入占比较小，整体上对上级补助收入依赖较大。2016年曲靖市实现公共财政收入126.31亿元，同比增长约7%，其中税收收入占比69.52%，较2015年有所下降。上级补助收入持续增长，主要为一般性转移支付收入和专项转移支付收入，自由支配程度不高。政府性基金收入主要系国有土地使用权出让收入，受土地市场疲弱影响，2016年曲靖市政府性基金收入继续下滑至8.87亿元，同比减少47.01%。

市本级方面，2016年，曲靖市本级实现公共财政收入32.74亿元，增长较快，其中税收收入占比下滑至64.17%；上级补助收入规模较大且保持增长，其中一般性转移支付收入增长显著；政府性基金收入规模较小且继续下滑。

财政支出方面，曲靖市公共财政支出规模较大，且主要为公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2016年全市公共财政支出额达到400.15亿元，全市公共财政收入对支出的覆盖程度较低，2016年全市财政自给率31.57%，公共财政收支之间的缺口还需上级

补助收入予以弥补。2016年，曲靖市本级公共财政支出规模较大，主要为教育、交通运输和农林水事务等支出，公共财政收入对支出的覆盖程度不高，财政自给率为58.40%。

表4 曲靖市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	379.56	291.54	374.12	280.66
（一）公共财政收入	126.31	32.74	118.09	27.42
其中：税收收入	87.81	21.01	84.21	18.87
非税收入	38.50	11.73	33.89	8.55
（二）上级补助收入	244.38	256.84	239.29	249.34
其中：返还性收入	7.82	7.76	10.17	10.17
一般性转移支付收入	135.99	135.54	124.12	123.60
专项转移支付收入	100.57	113.54	105.01	115.57
（三）政府性基金收入	8.87	1.96	16.74	3.90
财政支出	416.84	57.37	392.68	43.98
（一）公共财政支出	400.15	56.06	363.05	41.68
（二）政府性基金支出	16.69	1.31	29.63	2.30
财政自给率	31.57%	58.40%	32.53%	65.79%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：曲靖市财政局网站，鹏元整理

麒麟区公共财政收入小幅增长，但税收收入和政府性基金收入下滑，财政自给率较低

2016年麒麟区实现公共财政收入19.72亿元，持续增长，但增速下滑至约1%。其中税收收入规模降至9.74亿元，占比下降至49.39%。税收收入下滑主要系当地烟草制品业和黑色金属冶炼及压延加工业等产业景气度下滑所致；非税收入的快速增长弥补了税收收入的不足。上级补助收入是麒麟区地方综合财力的重要组成部分，2016年全区收到上级补助收入21.45亿元。政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，受房地产市场疲弱影响，2016年麒麟区政府性基金收入下滑至2.27亿元，整体规模较小。

财政支出方面，麒麟区公共财政支出规模较大，主要为公共安全、社会保障、医疗卫生等刚性支出。2016年麒麟区公共财政支出额达到41.91亿元，公共财政收入不能覆盖公共财政支出，财政自给率为47.05%，水平较低，公共财政收支之间的缺口主要依赖上级补助收入予以弥补。

表5 曲靖市麒麟区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年
地方综合财力	43.44	44.39
（一）公共财政收入	19.72	19.52

其中：税收收入	9.74	10.77
非税收入	9.98	8.75
(二) 上级补助收入	21.45	20.99
其中：返还性收入	1.85	0.39
一般性转移支付收入	10.22	8.93
专项转移支付收入	9.38	11.67
(三) 政府性基金收入	2.27	3.88
财政支出	44.31	47.99
(一) 公共财政支出	41.91	40.99
(二) 政府性基金支出	2.40	7.00
财政自给率	47.05%	47.62%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：曲靖市麒麟区政府网站，鹏元整理

截至 2016 年底，曲靖市麒麟区地方政府直接债务余额 214,346.72 万元，负有担保债务余额 802.00 万元，综合债务率为 45.36%。

四、经营与竞争

2016年公司主营业务范围无重大变化，仍主要承担曲靖市麒麟区的城市基础设施建设和土地整理等职责。2016年公司实现营业收入5.31亿元，同比减少51.86%，主要系基础设施代建收入大幅下降所致。受毛利较低的基础设施代建业务规模下降和毛利率较高的项目建设管理费业务规模上升影响，公司综合毛利率水平大幅提升。公司基础设施代建收入来自麒麟区金鳞湾片区土地整理项目，2016年该项目处于收尾阶段，投资成本和确认收入均相应减少。收取项目建设管理费的业务规模上升，收入达3.59亿元，同比增长30.12%，采用净额法核算，毛利率仍为100%。公司园林绿化、自来水销售、物业管理和市政配套设施等业务规模整体不大，2016年收入规模均有所波动，毛利率水平普遍较高。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建收入	13,337.65	15.25%	79,216.55	15.25%
项目建设管理费	35,885.95	100.00%	27,578.96	100.00%
园林绿化	462.88	43.41%	323.14	46.66%
自来水销售	189.17	46.92%	214.04	15.59%
物业管理收入	310.87	49.12%	171.85	5.43%
市政配套设施收入	1,205.80	71.18%	792.11	36.33%
主营业务收入合计	51,392.32	76.32%	108,296.66	37.07%

其他业务收入	1,718.96	53.51%	2,024.33	89.12%
合计	53,111.28	75.58%	110,320.98	38.02%

注：由于公司项目建设管理费采用净额法核算，毛利率为 100%。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司基础设施代建项目已接近完工，收入规模大幅下降，业务可持续性存在较大不确定性

根据公司与区政府签订的委托代建协议书，公司承担麒麟区金鳞湾片区土地整理项目的建设工作，待项目建设完成后，由区政府或有关部门向公司支付委托代建费，其金额包括经双方确认的项目建设总成本以及占项目建设总成本一定比例的项目收益，麒麟区金鳞湾片区土地整理项目收益率为建设总成本的 18%。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认上述项目的当年建设成本，并据此核算相应的基础设施代建收入。

2016 年麒麟区金鳞湾片区土地整理项目结算投资成本 1.13 亿元，实现基础设施代建收入 1.33 亿元。2016 年该项目收入大幅下降主要是由于金鳞湾片区项目处于收尾阶段，成本投入较小所致。该项收入由投资成本按固定比例的收益加成确认，毛利率稳定。

由于金鳞湾片区土地整理业务已接近完工，公司基础设施代建收入可持续性存在较大的不确定性。

公司收取建设管理费的在建项目较多，有一定可持续性，但面临较大的资金压力

公司收取建设管理费的项目包括基础设施建设项目和土地整理开发项目，采取净额法核算。其中基础设施建设项目由公司与曲靖市麒麟区人民政府分别签订委托建设协议，协议均约定公司收益为相应项目建设总成本的 18%。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认相关项目的当年建设成本，并据此核算相应的项目建设管理费。

公司收取项目建设管理费的土地整理开发项目主要由子公司负责。由曲靖市麒麟区人民政府与公司子公司曲靖城南片区项目开发有限公司（以下简称“城南片区开发公司”）和曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司（以下简称“土投公司”）分别签订区域委托土地开发协议和具体项目的委托土地开发协议。土投公司对麒麟区范围内的国有土地或农村集体土地进行统一征地拆迁、安置补偿，组织实施道路、供水、供电、供气、排水、照明、绿化、土地平整，达到“三通一平”的土地供应条件，再通过政府相关单位“招、拍、挂”方式实现出让，产生的土地出让金上交麒麟区财政局。区政府按照“成本全覆盖”的原则承担项目建设成本，并按照审计部门所确定的总投资额的 18% 给予土投公司投资回报。城南片区的土地开发模式与此类似，目前项目运作主体为城南片区开发公司。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认相关项目的当年建设成本，并据此核算相应的项目建设管理费。

2016 年公司建设管理费收入主要来自城区棚户区改造、道路建设和各区域土地整理等项目，确认建设成本 19.94 亿元，按 18% 收益率确认的项目建设管理费收入为 3.59 亿元。

表 7 2016 年公司收取项目建设管理费的项目结算情况（单位：万元）

项目	当年建设成本	项目建设管理费
东门街棚户区项目	40,823.57	7,348.24
煤建东村棚户区项目	8,217.61	1,479.17
南宁广场片区棚户区项目	64,500.00	11,610.00
古城（市二中）棚户区项目	14,900.00	2,682.00
城南片区防洪调节库项目	37,546.25	6,758.32
云师大附属麒麟学校建设项目	6,806.73	1,225.21
珠江源大道延线道路项目	17,349.77	3,122.96
其他项目	9,222.46	1,660.04
合计	199,366.39	35,885.95

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2016 年底，公司主要在建项目有城南片区防洪调节库项目、珠江源大道延线道路项目和云师大附属麒麟学校建设项目等，除标*项目外均已与地方政府签订委托建设协议，约定建设管理费为成本的 18%。公司主要在建项目计划总投资合计 143.00 亿元，累计已投资 40.64 亿元，尚需投资 102.36 亿元。整体来看，由于在建项目较多，未来公司项目建设管理费收入具有一定的持续性，但截至 2016 年底公司在建项目尚需投资额较多，面临较大的资金压力。

表 8 截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
城南片区防洪调节库项目	100,000.00	96,895.86	3,104.14
曲靖麒麟区城南片区土地整理项目	50,000.00	40,598.12	9,401.88
云师大附属麒麟学校建设项目	73,088.00	20,670.29	52,417.71
珠江源大道延线道路项目	115,665.13	17,349.77	98,315.36
曲靖麒麟区轻工业园区项目	13,789.77	13,100.28	689.49
曲靖麒麟区三宝镇保障性住房项目	20,000.00	13,018.93	6,981.07
潇湘江二期治理项目	11,103.39	10,770.29	333.10
南小线项目	10,000.00	9,617.98	382.02
小坡片区-麒麟综合物流配送中心建设项目	9,392.80	8,547.45	845.35
农校片区项目	5,630.21	4,504.17	1,126.04
东门街棚户区项目	165,500.00	93,557.22	71,942.78
印染厂棚户区项目	549,000.00	13,267.15	535,732.85
南宁广场片区棚户区项目	164,000.00	64,500.00	99,500.00

曲靖市麒麟区安置房建设项目*	142,855.73	0.00	142,855.73
合计	1,430,025.03	406,397.51	1,023,627.52

注：标*项目截至 2016 年底正在进行拆迁安置工作，前期投入为政府投资。

资料来源：公司提供

公司继续获得一定规模的政府补助收入

2016年，根据曲靖市麒麟区财政局麒财预〔2016〕47号文件，公司获得政府补助收入5,000.00万元，为城南片区“城乡一体化”整体城镇化建设项目补助经费，全部计入营业外收入。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，公司财务报表均采用新会计准则编制。2016年公司合并范围新增4家子公司，截至2016年底公司合并范围有14家一级子公司、1家2级子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项和土地资产占比较大，流动性偏低

2016年末公司总资产达到112.04亿元，同比略有增长。从构成来看，公司资产仍主要为流动资产，2016年末流动资产占比为98.68%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。2016年末货币资金余额为12.27亿元，主要为银行存款，同比减少43.25%，主要系2016年基础设施建设业务代垫建设费用增加且偿债支出较多所致；年末货币资金受限金额3,800万元，为用于担保的定期存款。公司应收账款规模较大，2016年末应收账款主要是应收曲靖市麒麟区人民政府的项目款11.07亿元（账龄2-3年）和曲靖市麒麟碧桂园房地产开发有限公司所欠土投公司的土地转让款2.58亿元（账龄3-4年），其余部分为其他单位所欠的项目款，账龄在1-2年。公司应收账款的债务人较为集中，账龄较长，对公司资金形成占用。2016年末公司预付账款大幅增长，主要系基础设施业务规模增长带来预付款规模增加所致。2016年末，公司其他应收款主要债务人为曲靖敏大房地产开发有限公司、曲靖市麒麟区城南片区开发建设办公室、区住建局、曲靖万宇实业有限公司和曲靖麒麟区文华街道办事处，账龄多在1-2年；前五名单位其他应收款期末余额合计4.05亿元，占比51.99%。

2016年末公司存货达到68.44亿元，占总资产的比重为61.09%，主要是政府注入的22

宗划拨土地和通过出让取得的6宗土地以及基础设施建设项目开发成本27.59亿元。上述土地资产总面积216.98万平方米，账面总价值40.84亿元，大部分为政府划拨土地，其流动性受到一定限制。截至2016年底，公司土地资产中已用于抵押部分账面价值3.27亿元，流动性受限。

总的来看，公司资产规模继续增长，但应收款项和土地资产占比较大，流动性偏低。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	122,733.45	10.95%	216,277.75	19.53%
应收账款	139,731.08	12.47%	163,182.73	14.74%
预付账款	72,499.70	6.47%	6,430.03	0.58%
其他应收款	85,924.30	7.67%	45,984.80	4.15%
存货	684,383.10	61.09%	660,869.73	59.68%
流动资产合计	1,105,582.12	98.68%	1,092,745.04	98.67%
非流动资产合计	14,795.08	1.32%	14,690.48	1.33%
资产总计	1,120,377.20	100.00%	1,107,435.52	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模下滑，政府补助对利润水平有一定的补充

2016年公司实现营业收入5.31亿元，同比减少51.86%，主要系基础设施代建收入大幅下降所致。受毛利较低的基础设施代建业务规模下降和毛利率较高的项目建设管理费业务规模上升影响，公司营业利润水平下滑幅度不大，综合毛利率水平大幅提升。由于金麟湾片区土地整理项目已接近完工，未来基础设施代建业务可持续存在较大不确定性；收取项目建设管理费的在建项目仍较多，投资规模较大，仍具有一定的可持续性。

2016年公司收到政府补助5,000.00万元，占同期利润总额的12.47%，对利润水平有一定的补充。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	53,111.28	110,320.98
营业利润	34,602.12	36,261.01
政府补助	5,000.00	7,950.00
利润总额	40,095.52	44,315.84
综合毛利率	75.58%	38.02%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目投资规模较大，面临较大资金压力

近年来公司主要项目的建设资金支出规模较大，前期主要由公司垫付，而项目审计结算滞后，实际收到的资金回流较少，导致主营业务付现规模远大于收现规模。2016年公司收现比提高至1.28主要系营业收入规模下滑所致。公司与财政局等单位的往来资金规模较大，2016年为小幅净流入。整体上，公司经营活动现金仍为净流出，2016年净流出11.25亿元。

2016年公司减少了投资活动，投资活动现金流出规模较小。筹资活动方面，2016年公司仍有一定规模的银行借款，同时偿债支出增加，筹资活动现金流仍为净流入，但规模明显减少。

截至2016年底，公司主要在建项目计划总投资合计143.00亿元，累计已投资40.64亿元，尚需投资102.36亿元，项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	1.28	0.65
销售商品、提供劳务收到的现金	68,213.95	72,090.48
收到的其他与经营活动有关的现金	213,905.74	237,062.30
经营活动现金流入小计	282,119.69	309,152.78
购买商品、接受劳务支付的现金	197,039.72	131,764.32
支付的其他与经营活动有关的现金	192,083.67	201,988.59
经营活动现金流出小计	394,580.26	337,882.38
经营活动产生的现金流量净额	-112,460.57	-28,729.60
投资活动产生的现金流量净额	-73.86	-21,618.67
筹资活动产生的现金流量净额	18,990.13	222,282.79
现金及现金等价物净增加额	-93,544.31	171,934.52

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大

2016年末，随着往来款规模的减少，公司负债总额降至53.10亿元。随着经营的积累，公司所有者权益增长至58.94亿元。2016年末，公司产权比率降至90.10%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	531,012.35	567,803.82
所有者权益	589,364.85	539,631.70
产权比率	90.10%	105.22%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年末公司负债仍主要为非流动负债，流动负债占比降至33.95%。

公司流动负债主要为短期借款、应交税费和其他应付款。2016年末，公司新增短期借款2.45亿元，含0.45亿元抵押借款和2.00亿元保证借款；新增应付票据全部为银行承兑汇票；应付账款大幅减少，主要为应付施工单位的工程款项；应交税费主要为应交企业所得税和增值税，一方面企业所得税累积增加，另一方面税收政策改革带来增值税的增长。2016年末公司其他应付款大幅减少，主要是与昆明捷运路桥发展有限公司等单位的往来款项减少所致；其他应付款账龄1年以内的占比62.49%；款项相对分散，对曲靖市经济技术开发区财政局等前五名对象其他应收款合计3.37亿元，占比36.46%。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和专项应付款。2016年末，公司长期借款规模增至20.31亿元，含0.27亿元通过质押定期存单取得的质押借款、17.44亿元通过抵押国有土地使用权和房产等资产取得的抵押借款和2.60亿元保证借款。公司应付债券为本期债券。2016年末，公司专项应付款4.82亿元，主要是政府通过公司转付的专项建设基金、棚户区改造款和安居工程款等专项资金。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,500.00	4.61%	0.00	0.00%
应付票据	2,794.33	0.53%	0.00	0.00%
应付账款	3,618.27	0.68%	10,884.68	1.92%
应交税费	39,248.01	7.39%	28,373.88	5.00%
其他应付款	92,480.27	17.42%	162,192.31	28.56%
流动负债合计	180,287.50	33.95%	211,258.20	37.21%
长期借款	203,119.00	38.25%	178,139.00	31.37%
应付债券	98,524.29	18.55%	99,137.75	17.46%
专项应付款	48,181.33	9.07%	78,356.49	13.80%
非流动负债合计	350,724.85	66.05%	356,545.62	62.79%
负债合计	531,012.35	100.00%	567,803.82	100.00%
其中：有息债务	328,937.62	61.95%	277,276.75	48.83%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年底，公司有息债务规模为32.89亿元，占负债总额的61.95%，有息债务规模和占负债总额的比重均显著提升。

2016年末，公司资产负债率降至47.40%，随着流动资产规模的上升和流动负债规模的下降，流动比率与速动比率均有所提高。由于利润总额减少，2016年公司EBITDA规模下降，随着有息债务规模的增长，EBITDA利息保障倍数快速降至1.16，有息债务/EBITDA指标提升至7.93。整体来看，公司偿债压力加大。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年
资产负债率	47.40%	51.27%
流动比率	6.13	5.17
速动比率	2.34	2.04
EBITDA（万元）	41,483.88	44,820.21
EBITDA 利息保障倍数	1.16	5.15
有息债务/EBITDA	7.93	6.19

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2016 年底，公司为曲靖市麒麟区城建实业公司等 3 个单位提供担保，被担保对象中曲靖市麒麟区城建实业公司为曲靖市麒麟区建设局控股的集体所有制企业，曲靖市大丰建筑工程集团有限公司为民营企业，曲靖市麒麟职业技术学校为事业单位。对外担保金额合计 3.18 亿元，占 2016 年底净资产的 5.40%，公司面临一定的或有负债风险。

表 15 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
曲靖市麒麟区城建实业公司	1,000.00	2018.4.21	否
曲靖市大丰建筑工程集团有限公司	800.00	2017.8.25	否
曲靖市麒麟职业技术学校	30,000.00	2019.12.16	否
合计	31,800.00	-	-

资料来源：公司 2016 年年报

七、评级结论

2016年，曲靖市和麒麟区经济持续增长，固定资产投资增长较快，带动公共财政收入持续增长；公司收取项目建设管理费的在建项目较多，投资规模较大，有一定的持续性；公司继续收到一定规模的政府补助。

同时我们关注到，2016年曲靖市税收收入占公共财政收入比重下降，麒麟区税收收入下滑，曲靖市和麒麟区政府性基金均持续下滑，财政自给率较低；随着金麟湾片区项目接近完工，公司基础设施代建收入减少，业务可持续性存在较大不确定性；公司资产中应收款项和存货占比较大，应收款项对公司资金形成占用，存货以国有土地使用权和在建项目为主，其中国有土地使用权多为划拨用地，整体资产流动性偏低；公司经营活动现金流仍表现较差，且在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力；公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大；公司对外担保面临一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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	2016年	2015年	2014年
流动资产：			
货币资金	122,733.45	216,277.75	44,112.66
应收票据	282.34	-	-
应收账款	139,731.08	163,182.73	132,068.41
预付款项	72,499.70	6,430.03	4,164.06
其他应收款	85,924.30	45,984.80	34,337.90
存货	684,383.10	660,869.73	425,796.49
其他流动资产	28.14	-	-
流动资产合计	1,105,582.12	1,092,745.04	640,479.51
非流动资产：			
可供出售金融资产	5,236.48	5,236.48	-
长期股权投资	395.00	-	50.00
投资性房地产	5,812.91	5,927.53	-
固定资产	2,629.27	2,818.70	341.78
无形资产	1.00	0.59	-
长期待摊费用	92.67	130.82	270.12
递延所得税资产	627.75	576.36	438.59
非流动资产合计	14,795.08	14,690.48	1,100.49
资产总计	1,120,377.20	1,107,435.52	641,580.01
流动负债：			
短期借款	24,500.00	-	-
应付票据	2,794.33	-	-
应付账款	3,618.27	10,884.68	14,372.78
预收款项	10,866.53	8,130.42	4,762.03
应付职工薪酬	51.94	190.72	8.21
应交税费	39,248.01	28,373.88	17,172.97
应付利息	6,728.15	1,486.19	2,862.67
其他应付款	92,480.27	162,192.31	99,279.35
流动负债合计	180,287.50	211,258.20	138,458.00
非流动负债：			
长期借款	203,119.00	178,139.00	50,000.00
应付债券	98,524.29	99,137.75	-
专项应付款	48,181.33	78,356.49	19,048.84
其他非流动负债	900.23	912.38	-

非流动负债合计	350,724.85	356,545.62	69,048.84
负债合计	531,012.35	567,803.82	207,506.85
所有者权益：			
股本	10,500.00	10,500.00	10,500.00
资本公积	459,075.01	439,675.01	368,022.04
盈余公积	4,859.49	3,083.79	2,259.60
未分配利润	114,930.35	86,372.89	53,019.32
归属于母公司所有者权益合计	589,364.85	539,631.70	433,800.96
少数股东权益	-	-	272.20
所有者权益合计	589,364.85	539,631.70	434,073.16
负债和所有者权益总计	1,120,377.20	1,107,435.52	641,580.01

资料来源：公司 2014-2016 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
一、营业总收入	53,111.28	110,320.98	38,287.17
其中：营业收入	53,111.28	110,320.98	38,287.17
二、营业总成本	18,942.23	74,125.84	26,435.95
其中：营业成本	12,970.31	68,372.80	23,608.88
营业税金及附加	2,159.16	2,407.22	722.89
管理费用	3,246.65	2,847.13	1,420.87
财务费用	360.55	-211.77	-154.46
资产减值损失	205.56	710.47	837.78
加：投资收益	433.07	65.87	-
三、营业利润	34,602.12	36,261.01	11,851.22
加：营业外收入	5,612.43	8,245.39	2,239.79
减：营业外支出	119.03	190.56	204.42
四、利润总额	40,095.52	44,315.84	13,886.60
减：所得税费用	9,762.37	10,138.07	2,844.53
五、净利润	30,333.16	34,177.76	11,042.07
归属于母公司所有者的净利润	30,333.16	34,177.76	11,077.67
少数股东损益	-	-	-35.60
七、综合收益总额	30,333.16	34,177.76	11,042.07
归属于母公司普通股股东综合收益总额	30,333.16	34,177.76	11,077.67
归属于少数股东的综合收益总额	-	-	-35.60

资料来源：公司 2014-2016 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
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	68,213.95	72,090.48	24,516.05
收到其他与经营活动有关的现金	213,905.74	237,062.30	146,034.85
经营活动现金流入小计	282,119.69	309,152.78	170,550.91
购买商品、接受劳务支付的现金	197,039.72	131,764.32	73,901.87
支付给职工以及为职工支付的现金	1,775.15	1,101.48	838.80
支付的各项税费	3,681.72	3,027.99	1,957.66
支付其他与经营活动有关的现金	192,083.67	201,988.59	111,743.82
经营活动现金流出小计	394,580.26	337,882.38	188,442.16
经营活动产生的现金流量净额	-112,460.57	-28,729.60	-17,891.25
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	403.07	273.87	-
投资活动现金流入小计	403.07	273.87	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	107.93	21,872.54	120.79
投资支付的现金	369.00	20.00	-
投资活动现金流出小计	476.93	21,892.54	120.79
投资活动产生的现金流量净额	-73.86	-21,618.67	-120.79
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	10,000.00
取得借款收到的现金	84,500.00	143,139.00	35,000.00
发行债券收到的现金	-	98,900.00	-
筹资活动现金流入小计	84,500.00	242,039.00	45,000.00
偿还债务支付的现金	35,020.00	15,000.00	5,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	30,489.87	4,756.21	-
筹资活动现金流出小计	65,509.87	19,756.21	5,000.00
筹资活动产生的现金流量净额	18,990.13	222,282.79	40,000.00
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-93,544.31	171,934.52	21,987.96
期初现金及现金等价物余额	216,277.75	44,343.24	22,124.69
六、期末现金及现金等价物余额	122,733.45	216,277.75	44,112.66

资料来源：公司 2014-2016 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	30,333.16	34,177.76	11,042.07
加：资产减值准备	205.56	710.47	837.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	389.26	364.70	127.69
无形资产摊销	0.25	0.37	0.00
长期待摊费用摊销	129.98	139.30	14.90
投资损失	0.00	-65.87	0.00
递延所得税资产减少	-51.39	-137.77	-346.38
存货的减少	-21,437.79	-186,297.24	-44,039.59
经营性应收项目的减少	-259,446.23	38,042.43	-89,382.95
经营性应付项目的增加	137,416.64	84,336.24	103,855.24
经营活动产生的现金流量净额	-112,460.57	-28,729.60	-17,891.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
综合毛利率	75.58%	38.02%	38.34%
收现比	1.28	0.65	0.64
负债与所有者权益比率	90.10%	105.22%	47.80%
资产负债率	47.40%	51.27%	32.34%
流动比率	6.13	5.17	4.63
速动比率	2.34	2.04	1.55
EBITDA (万元)	41,483.88	44,820.21	14,029.19
EBITDA 利息保障倍数	1.16	5.15	3.06
有息债务/EBITDA	7.93	6.19	3.56

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	56,365.13	100%	土地开发整理，基础设施建设配套等
曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司	1,000.00	100%	保障性住房开发、建设及经营
麒麟区轻工业园区开发投资有限公司	2,300.00	100%	基础设施配套投资、房地产开发、园区物业管理等
曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限公司	200.00	100%	基础设施建设等
曲靖弘映园林绿化有限公司	200.00	100%	园林绿化规划、设计、施工等
曲靖市麒麟区城建物业服务服务有限公司	50.00	100%	物业管理服务，家政服务，房屋租赁等
曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司	103.00	100%	房地产开发
曲靖城南片区项目开发有限公司	1,000.00	100%	基础设施建设项目开发、度假区开发等
曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司	9,530.00	100%	融资担保业务
曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司	22,390.00	100%	经营管理重要投资、基本建设资金和专项建设基金
曲靖市麒麟区农业发展投资有限公司	76,000.00	56.58%	农业投资开发
曲靖市麒麟区旅游开发投资有限责任公司	56,000.00	100%	基础设施建设、旅游开发投资
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	1,060.00	100%	基础设施建设、工业园区开发投资
曲靖市麒麟区建设综合服务服务有限公司	602.00	100%	土地开发整理、工程建设、物业服务等

资料来源：公开资料，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。