

铜仁市梵净山投资有限公司

**2015 年公司债券 2016 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： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【833】号 01

增信方式: 国有土地使用
权抵押

债券剩余规模: 15 亿元

债券到期日期: 2022 年
01 月 28 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 在债券存续期
第 3 年起每年按照债券
发行总额 20%的比例偿
还债券本金

分析师

姓名:
魏榆峻 王一峰

电话:
0755-82872028

邮箱:
weiyj@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

铜仁市梵净山投资有限公司

2015 年公司债券 2016 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	2016 年 08 月 10 日	2015 年 08 月 13 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对铜仁市梵净山投资有限公司(以下简称“铜仁梵投”或“公司”)及其 2015 年 01 月 28 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 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铜仁市地方经济及财政实力持续增强, 公司是铜仁市重要的投融资平台, 持续得到当地政府的支持, 并且国有土地使用权抵押的增信方式仍可有效提升本期债券的安全性; 同时我们也关注到铜仁市经济实力相对较弱, 地方财政收入对上级补助依赖程度较高, 全口径财政自给能力较低, 公司资产主要为流动性受限的抵押土地资产和应收款项, 公司资产流动性较弱, 在建及拟建项目后续投资规模较大, 面临较重的资金压力, 存在较大的偿债压力和或有负债风险, 公司未按规定对抵押资产的价值进行重新评估等风险因素。

正面:

- 铜仁市经济总量和财政实力进一步增强。2015 年铜仁市实现地区生产总值 770.89 亿元, 同比增长 12.7%; 实现全口径和市本级公共财政收入 56.61 亿元和 12.06 亿元, 分别同比增长 12.93%和 18.93%。
- 地方政府支持力度较大。2015 年, 铜仁市政府累计向公司划拨土地资产使得公司增加资本公积 300,000 万元; 拨付财政补贴资金 14,678.22 万元, 有效地提升了公司的资本实力以及利润水平。
- 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券安全性。公司以评估价值 402,954.31

万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，该宗土地评估价值为本期债券发行总额的 2.88 倍，抵押土地资产评估价值对本期债券覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **铜仁市经济实力相对较弱，地方财政收入对上级补助依赖程度较高，全口径财政自给能力较低。**铜仁市工业基础较为薄弱，2015 年全部工业增加值仅为 160.55 亿元；全口径公共财政收入仅为 56.61 亿元，2015 年全口径及市本级上级补助收入分别占同期财政收入的 65.37% 和 65.57%，财政收入对上级补助收入依赖程度较高，2015 年铜仁市全口径公共财政收入与公共财政支出之比为 18.79%，财政自给率较低。
- **资产流动性较弱。**2015 年末公司资产主要为土地资产和应收款项，两者合计占总资产比重为 86.51%，其中抵押土地占土地资产账面价值总额的 65.90%，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流较差，资金压力较大。**2015 年公司实现经营活动现金净流出 48,401.47 万元。截至 2015 年末公司主要在建及拟建项目预算总投资为 100.67 亿元，后续尚需投入 54.34 亿元，未来随着主要在建、拟建项目的持续投入，公司面临较重的资金压力。
- **面临的偿债压力加大。**截至 2015 年末，公司总负债和有息债务分别高达 1,320,067.57 万元和 598,347.02 万元，相比 2014 年末分别增加 30.91% 和 56.88%。此外，2015 年末公司资产负债率为 39.73%，较 2014 年末增加 2.51 个百分点。
- **对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2015 年末，公司对外部单位提供担保余额合计 257,170.00 万元，占 2015 年末净资产比重为 12.84%，对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。
- **公司未按规定在 2015 年对抵押资产的价值进行重新评估。**

主要财务指标:

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	3,322,708.66	2,709,201.78	2,229,202.35
所有者权益合计 (万元)	2,002,641.09	1,700,835.09	1,678,472.93
有息债务 (万元)	598,347.02	381,410.20	300,019.91
资产负债率	39.73%	37.22%	24.71%
流动比率	4.59	3.80	8.90
营业收入 (万元)	78,099.22	74,415.48	73,319.28
营业外收入 (万元)	14,729.53	14,748.26	12,101.08
利润总额 (万元)	22,812.69	21,901.68	24,453.77
综合毛利率	16.36%	20.28%	31.68%
总资产回报率	0.77%	0.91%	1.12%
EBITDA (万元)	24,903.72	23,607.33	25,442.88
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.85	1.72
经营活动现金净流量 (万元)	-48,401.47	10,060.27	2,736.69

资料来源: 公司 2014 年、2015 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

经国家发展改革委“发改财金[2014]2916号”文件批准，公司于2015年1月28日公开发行7年期15亿元公司债券，票面利率为6.95%。

本期债券起息日为2015年1月28日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，即在本期债券存续期第3年起每年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。2016年1月28日为本期债券第一次付息日，公司已按时足额支付了本期债券利息。

本期债券募集资金总额为15亿元，截至2015年12月31日，募集资金已使用完毕，具体情况如表1所示。

表1 截至2015年12月31日本期债券募投资金使用情况（单位：亿元）

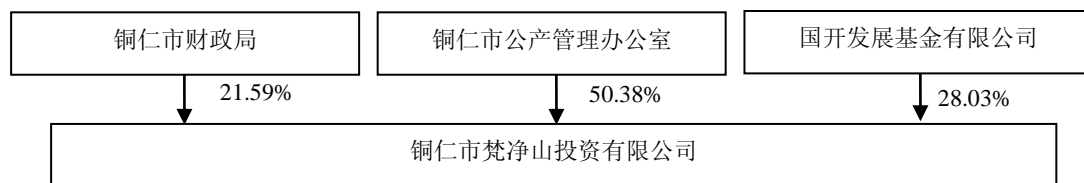
项目名称	总投资	已投资	拟使用本期债券资金	已使用募集资金
铜仁市碧江区103片区保障性安居工程	18.11	12.82	7.80	7.80
铜仁市碧江区粮食直库片区保障性安居工程	8.46	6.65	3.60	3.60
铜仁市碧江区桂花塘片区保障性安居工程	8.27	4.98	3.60	3.60
合计	34.84	24.45	15.00	15.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2015年，公司名称及业务范围未发生重大变化。2015年10月，根据公司、铜仁市财政局及国开发展基金有限公司签订的《国家发展基金投资合同》，国开发展基金有限公司于2015年总计向公司增资15.58亿元。截至2015年12月31日，公司注册资本为40亿元，实收资本为55.58亿元，其中铜仁市财政局出资12亿元，占21.59%；铜仁市公产管理办公室出资28亿元，占50.38%；国开发展基金有限公司出资15.58亿元，占28.03%，公司控股股东及实际控制人仍为铜仁市公产管理办公室。截至目前，公司相关工商变更手续仍在办理。公司最新产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2015年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2015年公司全资子公司铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司出资50万设立铜仁市乐家物业服务有限责任公司，公司间接持股比例为100%，纳入合并报表范围。公司根据《铜仁市贵州建工集团关于支持贵州建工梵净山建筑工程有限公司发展的合作备忘录》（2015年1月15日），“由贵州建工集团负责领导和管理贵州建工梵净山建筑工程有限公司（以下简称“建筑工程公司”）的业务发展、管理层招聘等工作。公司不再参与建筑工程公司日常管理和业务发展”。截至2015年末纳入公司合并报表范围的子公司共6家，2015年公司合并范围变化情况如下表所示。

表 2 2015 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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
铜仁市乐家物业服务有限责任公司	100%	50.00	物业服务、房产租赁、招商策划、社区连锁超市、家政服务及代办手续	新设

2、跟踪期内不再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	不再纳入合并报表的原因
贵州建工梵净山建筑工程有限公司	50%	3,000.00	房屋建筑、市政公用、地基与基础工程，建筑装修装饰工程、机电安装工程施工；土地开发治理	丧失控制权

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为332.27亿元，所有者权益合计为200.26亿元，资产负债率为39.73%；2015年度，公司实现营业收入7.81亿元，利润总额2.28亿元，经营活动现金净流出4.84亿元。

三、地方经济与财政实力

铜仁市经济快速发展，综合实力不断提升，但工业基础仍然较为薄弱，经济发展水平相对较低

近年来随着区域交通条件的逐步改善及国家对武陵山片区支持力度的加强，铜仁市工业和旅游业得到了初步的发展。2015年，全市实现工业增加值160.55亿元，同比增长12.2%；全年共接待旅游人数3,100.02万人次，比上年增长22%；实现旅游总收入240.18亿元，同比增长23.5%。近年铜仁市工业和旅游业发展较快，带动了铜仁市产业结构的进一步优化，但2015年第二、三产业占比有所下滑，三次产业结构由2014年的23.1:29.9:47.0调整至2015年的24.8: 28.7: 46.5。受工业起步较晚的影响，铜仁市产业体系尚处于初步发展阶段，缺乏具有产业集聚力的行业龙头企业，支柱产业尚不具规模，工业基础仍然较为薄弱，经济发展水平相对较低。

2015年受工业经济和第三产业增速放缓的影响，铜仁市经济增长有所放缓但仍取得较快发

展，综合实力稳步提高，2015年铜仁市实现地区生产总值770.89亿元，同比增长12.7%；2015年铜仁市常住人口为312.24万人，人均GDP为2.47万元，占全国人均GDP比重为47.48%，反应铜仁市经济实力仍相对较弱。完成全社会固定资产投资1,261.20亿元，同比增长9.3%，固定资产投资继续保持增长态势，但增速有所回落；全年社会消费品零售总额165.64亿元，增长11.9%，消费市场保持快速增长。

表 3 铜仁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	770.89	12.7%	647.73	14.3%
第一产业增加值	191.10	6.7%	149.68	6.5%
第二产业增加值	221.21	13.8%	193.35	16.0%
第三产业增加值	358.59	14.9%	304.70	17.2%
固定资产投资	1,261.20	9.3%	1,153.38	15.1%
社会消费品零售总额	165.64	11.9%	134.26	13.0%
进出口总额（亿美元）	1.76	24.1%	1.43	774%
存款余额	980.31	30.0%	754.14	14.2%
贷款余额	716.77	19.1%	601.65	27.2%

资料来源：铜仁市 2014-2015 年国民经济和社会发展统计公报

铜仁市财政收入持续增长，财政实力不断增强，但财政收入较为依赖上级补助收入，全口径财政自给能力相对较弱

2015年铜仁市全口径和市本级地方财政收入进一步增长，分别为361.47亿元和78.85亿元，分别同比增长15.61%和28.32%。

从结构来看，上级补助收入是铜仁市全口径和市本级公共财政收入的主要构成，铜仁市下辖的8个县中有7个为国家级贫困县，且其地处的武陵山连片贫困地区为国家扶贫攻坚的主战场之一，在上级财政转移支付方面获得了国家和省级财政的大力支持。2015年上级补助收入占全口径和市本级地方财政收入的比重分别达到65.37%和65.57%，表明铜仁市财政收入对上级补助的依赖较大。受益于工业经济的快速增长，2015年铜仁市全口径和市本级公共财政收入均保持较快增长，增速分别为12.93%和18.93%，其中税收收入同比增长分别为19.97%和17.93%，仍保持较快的增长态势，2015年税收收入占全口径和市本级公共财政收入比重分别为80.00%及74.71%，全口径公共财政收入质量和稳定性有所提高。受益于经济的快速发展，铜仁市区房地产市场有所升温，以土地出让收入为主的政府性基金收入也随之不断攀升，2015年铜仁市全口径和市本级政府基金收入分别同比增长18.69%及88.39%。但目前铜仁市房地产市场发展面临较多不确定因素，未来政府性基金收入仍可能存在一定的波动性。

从财政支出来看，公共财政支出是铜仁市全口径和市本级财政支出的主要构成，其中，2015年刚性支出占全口径和市本级公共财政支出的比重分别为56.19%和61.84%，处于较高水平，表明财政支出灵活性较弱。2015年铜仁市全口径和市本级的公共财政收入与公共财政支出之比分别为18.79%和50.54%，全口径指标较上年下降0.76个百分点，市本级指标较上年提升7.06个百分点，市本级指标虽较上年有所提升但仍处于较低水平，表明铜仁市财政自给率较低。

表 4 2014-2015 年铜仁市全市及市本级财政收入情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	全市	市本级	全市	市本级
财政收入	361.47	78.85	312.65	61.45
（一）公共财政收入	56.61	12.06	50.13	10.14
其中：税收收入	45.29	9.01	37.75	7.64
非税收收入	10.32	3.05	12.38	2.50
（二）上级补助收入	236.29	51.7	201.91	42.21
其中：返还性收入	3.03	1.93	2.78	1.73
一般性转移支付收入	126.06	26.13	100.67	18.54
专项转移支付	107.20	23.64	98.47	21.94
（三）政府基金收入	68.57	15.09	57.77	8.01
其中：土地出让收入	65.39	13.54	53.60	6.00
（四）预算外财政专户收入	0.00	0.00	2.84	1.09
财政支出	368.69	36.61	317.03	29.09
（一）公共财政支出	301.30	23.86	256.48	23.32
（二）政府基金支出	67.39	12.75	60.55	5.77
公共财政收入/公共财政支出	18.79%	50.54%	19.55%	43.48%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府基金收入+预算外财政专户收入，财政支出=公共财政支出+政府基金支出。

资料来源：铜仁市财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2015年，公司子公司铜仁梵净山城市建设投资有限公司（以下简称“城投公司”）取得建筑工程施工二级资质并开展工程施工业务，公司新增工程施工业务收入。2015年公司实现营业收入78,099.22万元，较2014年同比增长4.95%。公司营业收入主要来源于项目回购及工程施工，2015年这两项业务收入占营业收入的比重分别为55.33%和23.40%；其他业务收入为理财产品收入。2015年，公司整治的土地均未出让，因此未实现土地出让收入。

毛利率方面，2015年公司项目回购业务毛利率较上年有所提升，但项目回购业务收入所占比重有所下滑，公交营业和销售商品业务毛利率同比大幅下降，公司新增资产转让及工程施工

业务收入毛利率相对较低。受以上因素影响，公司综合毛利率较2014年下滑3.92个百分点。

表 5 2014-2015 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项 目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
项目回购	43,216.15	16.64%	65,375.90	16.42%
公交营业	4,260.71	-9.22%	3,661.74	7.12%
销售商品	5,230.87	3.12%	1,556.44	17.77%
项目管理	26.71	100.00%	408.58	100.00%
风险投资	0.00	-	362.24	100.00%
租赁	591.40	100.00%	359.85	100.00%
土地出让	0.00	-	0.00	-
资产转让	3,407.31	13.04%	0.00	-
工程施工	18,278.94	9.35%	0.00	-
其他业务收入	3,087.13	98.59%	2,690.74	100.00%
合计	78,099.22	16.36%	74,415.48	20.28%

注：2014 年“其他业务收入”数据来源于 2014 年审计报告。

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

2015年公司项目回购收入大幅下滑，由于在建及拟建项目较多，项目回购收入来源较有保障，但项目回购收入易受项目完工结算进度影响而存在大幅波动的风险，且在建及拟建项目后续尚需投资较大，带来较大的资金压力

公司受铜仁市政府委托承担了部分重大基础设施项目的投资任务。2012年、2013年及2014年，铜仁市政府分别与公司签订了《贵州省铜仁市梵净山环线公路项目投资建设回购合同》、《贵州省铜仁市梵净山环线三联线项目政府投资回购协议》及《贵州省铜仁市城市主干道项目投资建设回购合同》，委托公司负责该部分项目的投资建设，并由铜仁市政府分别按三个项目审定投资额120%、115%和120%价款按工程完工结算进度进行回购。其中梵净山环线公路项目于2012年12月完工，梵净山环线三联线项目于2013-2014年分标段进行完工结算，铜仁市城市主干道项目于2014-2015年分标段进行完工结算。根据合同约定，在项目完工后审计局每年分别对项目成本进行审验确认，政府以审计局确认的审定投资额采取成本加成方式对项目进行分期回购。

2015年，公司投资的回购项目审定投资额合计3.60亿元，与实际发生投资额无差异，公司合计确认项目回购收入4.32亿元，较上年大幅减少33.90%，主要是由于项目回购业务收入在项目完工结转后方才确认，而2015年公司完工项目基本都已完成回购且没有新增完工项目。由于采用成本加成结算方式，项目回购业务毛利率近两年维持在16.50%左右，因实际结算等原因造成毛利率的轻微波动在合理范围内。

表 6 2014-2015 年末公司项目回购情况（单位：万元）

项目名称	总投资	2015 年		2014 年	
		收入	审定投资额	收入	审定投资额
贵州省铜仁市梵净山环线公路项目	70,000.00	406.44	338.80	1,356.05	1,133.39
贵州省铜仁市梵净山环线三联线项目	39,000.00	291.50	242.99	4,453.19	3,721.98
贵州省铜仁市城市主干道项目	78,000.00	42,518.21	35,442.23	59,566.65	49,785.89
合计	187,000.00	43,216.15	36,024.02	65,375.89	54,641.26

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司主要在建及拟建项目计划投资额合计100.67亿元，已完成投资46.33亿元，后续尚需投入54.34亿元。公司主要在建及拟建项目中桃源广场项目、大兴新区与城市主干道连线工程等9个项目已与政府签订回购协议；贵州中烟工业有限责任公司场平工程、公交公司公交站场项目及铜仁客运北站项目计划由铜仁市政府回购，但目前暂未与铜仁市政府签订回购合同；铜仁市碧江区103片区保障性安居工程、铜仁市碧江区粮食直库片区保障性安居工程项目为本期债券募投项目，铜仁市城市棚户区改造项目为“12梵投债”的募投项目，根据项目的可行性研究报告，上述三个项目建成后拟对拆迁安置户销售，未来有望为公司带来一定的房产销售收入。综上，公司主要在建及拟建项目较多，项目回购收入来源较有保障。同时我们也关注到，回购项目收入易受项目完工结算进度影响而存在大幅波动的风险，公司主要在建、拟建项目后续尚需投资较大，面临较重的资金压力。

表 7 截至 2015 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否有回购	回购模式
桃源广场项目	4.25	0.64	是	政府购买服务
大兴新区与城市主干道连线工程	1.16	0.60	是	政府购买服务
城市快速干道工程	9.22	0.55	是	政府购买服务
铜仁市 511 建设项目	0.65	0.07	是	政府购买服务
铜仁凤凰机场航站区改扩建工程	1.99	0.04	是	政府购买服务
大兴工业园区 4、6、7、8#标准化厂房	0.30	0.30	是	政府购买服务
民族风情园二期	0.65	0.03	是	政府购买服务
梵净山三联线工程	5.72	0.03	是	政府购买服务
铜仁市碧江区桂花塘片区保障性安居工程	8.27	4.98	是	政府购买服务
贵州中烟工业有限责任公司场平工程	1.50	1.07	否	-
公交公司公交站场	2.10	0.55	否	-
铜仁客运北站	9.45	0.36	否	-
铜仁市城市棚户区改造项目	28.84	17.64	否	-
铜仁市碧江区 103 片区保障性安居工程	18.11	12.82	否	-

铜仁市碧江区粮食直库片区保障性安居工程	8.46	6.65	否	-
合计	100.67	46.33	-	-

资料来源：公司提供

2015年，公司新增工程施工业务收入，后续业务来源较有保障，但业务收入易受施工进度影响，同时毛利率受原材料价格、人力成本及市场竞争等因素影响存在波动的风险

2015年，公司子公司城投公司取得建筑工程施工二级资质并开展工程施工业务，公司新增工程施工业务收入。工程施工业务成本以实际发生成本进行核算，根据公司签订的建造合同约定，工程施工收入按完工百分比法确认收入。2015年，城投公司先后完成檀木桥安置区道路工程、铜仁复烤厂物流通道工程等5项工程施工项目，共确认收入18,278.94万元，合计成本16,569.60万元。

毛利率方面，由于城投公司采取市场化运作模式，工程施工成本均以实际投入额进行核算，毛利率受原材料价格、人力成本及市场竞争等因素影响存在大幅波动的风险。

由于公司是铜仁市城市建设重要的投融资平台，每年在技术及人才等方面均给予城投公司大力支持，城投公司具有平台优势，易受客户认可；且铜仁市后续待开发面积较大，随着铜仁市经济的持续增长及城镇化建设步伐的加快，配套工程施工项目将逐渐增多，城投公司工程施工业务来源较有保障。但我们也注意到，工程施工业务收入受施工进度影响较大，后续收入存在波动的可能性。

表 8 2015 年公司工程施工情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已确认收入	成本
檀木桥安置区道路工程	0.43	0.41	0.38
铜仁复烤厂物流通道工程	0.40	0.18	0.16
中烟异地技改项目物流通道工程	0.30	0.27	0.25
中烟易地技改项目场平工程	0.78	0.76	0.69
铜仁学院项目工程	0.41	0.19	0.18
合计	2.32	1.83	1.66

资料来源：公司提供

2015年，公司公交运营、商品混凝土销售业务收入有所提升，但毛利率大幅下降；公司不再主动收取项目管理费，项目管理费收入大幅下滑

公司三级公司贵州省铜仁市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”）成立于2012年底，主要从事铜仁市内公共汽车及出租车运营。截至2015年末合计经营公交线路21条，运营公交车辆171辆；运营出租车140台。受城市扩容的影响，铜仁市新增并改善公交线路，公交公司运营车辆的增加，公交运营收入快速增长，2015年实现公交营业收入4,260.71万元，同比增长16.36%。但由于新增公交车辆较多，人力成本及车辆运营成本迅速上升，导致同期毛利率大

幅下降，2015年公交营业毛利率为-9.22%，较上年大幅下降16.34个百分点。

公司子公司贵州省铜仁市兴源物资贸易有限公司（以下简称“兴源贸易公司”）成立于2013年3月，主要经营商品混凝土的生产及销售，截至2015年末兴源贸易公司商品混凝土产能为20万立方米/年。受益于铜仁市城市的快速扩张及兴源贸易公司正式运营投产，兴源贸易公司商品混凝土产销量快速增长，2015年销售商品混凝土3万立方米、销售沥青混凝土2,100吨，合计实现销售收入5,230.87万元，较上年大幅增长236.08%。2015年销售商品毛利率较上年下降14.65个百分点，仅为3.12%，主要是由于生产设备当期计提折旧金额较大。

根据2009年第13次专员会议纪要（铜署发[2009]13号），公司作为铜仁市的投融资主体，融资资金转借政府投资项目时可向业主单位按转借融资额的一定比例收取融资成本费（融资成本费=转借融资额*同期银行存款基准利率*（1+30%））；公司自身作为项目业主时也可按项目融资额的一定比例（比例同上）提取融资成本费。公司上述两种融资管理费计入项目管理费收入，2015年公司确认项目管理费26.71万元，较上年大幅减少。原因在于公司并不具备经营信贷等金融业务的相关资质，为规避经营风险自2014年起公司不再主动向融资单位收取项目管理费，仅按融资单位主动支付的费用确认为项目管理收入，2015年公司不再新增项目管理业务收入，当期业务收入为收取的以前年度管理费剩余金额。

2015年，公司新增资产转让业务。根据公司与铜仁市政府签订的《铜仁市大兴工业园区标准化厂房项目投资建设移交合作协议书》及铜仁市审计局出具的铜市审报[2013]3号审计报告，铜仁市政府对公司已建成大兴工业园区标准化厂房项目进行回购，由铜仁市审计局确认工程投资额，铜仁市政府基于铜仁市审计局审定投资额的15%确认项目收益，其中7%为资金占用费率，8%为投资回报率。公司确认资产转让业务成本2,962.88万元，收入3,407.31万元，因实际结算等原因造成毛利率的轻微波动在合理范围内。

当地政府在资产划拨、资金注入方面给予了公司大力支持，有效地提升了公司的资本实力

作为铜仁市主要的城市基础设施投融资建设主体，公司承担了铜仁市重大基础设施项目的投资建设任务。公司建设资金需求量大，当地政府一方面通过资产划拨提升公司的资本实力以增强公司的融资能力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。

2015年，根据《铜仁市人民政府关于划转土地抵应收账款和增加资本公积的通知》（“铜署函[2015]21号”文件），铜仁市政府将坐落于铜仁市滑石乡塔冲1宗国有土地使用权注入公司，该土地面积为5,624亩，评估价值553,682.80万元，其中增加公司资本公积300,000万元，抵销公司应收账款253,682.80万元。

在财政补贴方面，政府也对公司给予了较大支持。2015年，公司共收到铜仁市财政局及铜仁市交通局拨付的财政补助14,678.22万元。

总体来看，地方政府对于公司的支持力度较大，有效地提升了公司的资本实力以及利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的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年审计报告，其中2014年数据来源于2015年审计报告年初数，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2015年公司新设一家子公司，同时丧失一家子公司控制权，财务报表合并范围变动见表2。截至2015年末纳入公司合并报表范围的子公司共6家，具体情况见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模稳步提升，但资产主要为流动性受限的抵押土地和应收政府部门款项，资产流动性较弱，资产质量一般

截至2015年末公司资产规模为332.27亿元，同比增长22.65%。公司资产主要为存货和其他应收款，2015年末公司流动资产占比为95.82%，公司流动资产占比较高，但整体流动性一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	243,766.69	7.34%	95,484.36	3.52%
应收账款	63,764.19	1.92%	292,674.37	10.80%
预付款项	15,051.98	0.45%	8,831.49	0.33%
其他应收款	693,819.91	20.88%	635,889.73	23.47%
存货	2,161,389.08	65.05%	1,576,983.54	58.21%
流动资产合计	3,183,848.56	95.82%	2,612,368.50	96.43%
在建工程	38,846.56	1.17%	41,197.59	1.52%
非流动资产合计	138,860.10	4.18%	96,833.28	3.57%
资产总计	3,322,708.66	100.00%	2,709,201.78	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

受公司发行债券及国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）增资的影响，2015年末公司货币资金较上年大幅增长155.29%，达到243,766.69万元。2015年末，公司货币资金主要为银行存款；其他货币资金为5.60亿元，系商业汇票保证金及借款质押担保金，使用权受限，

其中商业承兑汇票保证金为1.75亿元，银行承兑汇票保证金为4.20亿元，质押金为500万元。根据铜府发[2015]21号文件，由铜仁市政府通过划转土地方式抵销公司应收账款253,682.80万元，使得2015年末公司应收账款较上年末大幅减少78.21%，为63,764.19万元，主要是应收铜仁市财政局52,103.50万元项目回购款，考虑到对方为政府部门，坏账风险不大。2015年末，公司其他应收款为693,819.91万元，主要是应收铜仁市大兴科技工业区管理委员会、贵州铜玉铁路有限责任公司、碧江区政府、铜仁市交通局及贵州大龙经济开发区管委会等单位之间的铁路、基建项目融资转借款；相比2014年末增加9.11%，主要系应收大兴科技工业区管理委员会、铜仁市交通局等单位借款增加所致。2015年底，公司应收款项合计757,584.10万元，规模较大，且何时收回存在较大不确定性，影响公司资金使用效率。截至2015年底，公司预付款项为15,051.98万元，较2014年末大幅减少76.68%，主要系预付中国核工业第二建设有限公司及贵州省铜仁市广远建筑工程公司等单位项目工程款完工结算所致，2015年末预付款项主要为预付铜仁旅游投资有限公司及铜仁市交通局土地款及工程款。

2015年末，公司存货为2,161,389.08万元，较上年大幅增长37.06%，主要系铜仁市政府根据铜府发[2015]21号文件向公司划转土地所致。2015年末存货主要由账面价值2,116,931.71万元共计83,364.86亩的土地资产构成（明细见附录五），其中购置的耕地流转指标为44,767亩，账面价值为58,550.64万元。公司的土地资产主要为政府及股东注入，2015年末已抵押的土地资产面积为26,976.49亩，价值为1,395,052.42万元，占土地资产账面价值总额的比重为65.90%。2015年底，公司在建工程为38,846.56万元，主要为对贵州中烟工业有限责任公司场平工程及大兴新区与桃源广场等项目的投资。

综上，公司资产规模稳步提升，但资产主要为流动性受限的抵押土地资产和应收款项，资产流动性较弱，资产质量一般。

盈利能力

2015年，公司营业收入和营业利润均有所增长，但综合毛利率有所下滑，利润对财政补贴较为依赖

2015年公司未实现土地出让收入，营业收入主要来源于项目回购收入及工程施工收入。受完工项目较少的影响，2015年项目回购收入有所下滑，但由于新增工程施工及资产转让业务收入，营业收入较2014年小幅提升4.95%。截至2015年末公司在建项目较多，大部分均已签订回购协议，未来随着项目的建设完工，可为公司带来一定的回购收入。公司存量土地大部分已设置抵押，短期内可供出让的土地资源不多，且受市场行情低迷的影响，土地出让收入亦不稳定，公司未来营业收入存在下滑的可能性。

从盈利能力指标来看，2015年，公司综合毛利率为16.36%，较上年下滑3.92个百分点，主要受项目回购业务收入占比减小、新增工程施工及资产转让业务毛利率不高、公交营业及销售商品毛利率大幅下降的影响。由于期间费用率有所下降，2015年公司实现营业利润8,104.36万元，同比增加12.89%。

为保障公司的持续健康发展，铜仁市政府在财政补贴方面给予了公司较大的支持。2015年铜仁市财政局及铜仁市交通运输局合计给予公司14,678.22万元的政府补助，增厚了公司利润。但我们也关注到，2015年公司政府补助占同期净利润的69.46%，利润对财政补贴较为依赖。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	78,099.22	74,415.48
营业利润	8,104.36	7,178.84
政府补助	14,678.22	14,702.08
利润总额	22,812.69	21,901.68
净利润	21,131.97	20,513.45
综合毛利率	16.36%	20.28%
期间费用率	4.48%	5.34%
总资产回报率	0.77%	0.91%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流较差，且投资活动现金支出规模较大，所需资金主要通过筹资满足；公司在建、拟建项目投资规模较大，面临较重的资金压力

公司经营活动现金流入主要来自政府债券置换资金和收到企业间资金拆借等其他与经营活动有关的现金，2015年公司收现比大幅提升，主要由于项目回购业务回购款及工程施工业务往来款等现金流入。经营活动现金流出主要为支付企业间资金拆借现金，以及经营性业务的运营现金支出。2015年实现经营活动现金净流出48,401.47万元。

2015年公司投资支出规模较大，主要是城市快速干道工程等项目进一步大规模建设支出所致。另外，支付铜玉铁路项目建设借款加剧了公司投资活动现金流出。

公司经营活动、投资活动现金净流量表现较差，2015年对外部融资依赖程度加大。公司融资渠道主要为银行借款和发行债券，2015年，公司成功发行本期债券并募集资金15亿元，同时已收到国开发展基金15.58亿元增资，使得2015年筹资活动现金净流入较2014年大幅增加。

截至2015年底，公司在建及拟建项目尚需资金54.34亿元，资金需求量较大，面临较大的资金压力。

表 11 公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	0.61	0.08
销售商品、提供劳务收到的现金	47,498.04	6,223.13
收到其他与经营活动有关的现金	198,320.05	109,932.34
经营活动现金流入小计	245,818.09	116,155.47
购买商品、接受劳务支付的现金	90,388.15	33,853.25
支付其他与经营活动有关的现金	200,702.13	69,592.88
经营活动现金流出小计	294,219.56	106,095.20
经营活动产生的现金流量净额	-48,401.47	10,060.27
投资活动现金流入小计	50,262.85	0.00
投资活动现金流出小计	138,869.72	25,476.94
投资活动产生的现金流量净额	-88,606.87	-25,476.94
筹资活动现金流入小计	663,230.00	167,983.73
筹资活动现金流出小计	420,389.33	99,379.02
筹资活动产生的现金流量净额	242,840.67	68,604.71
现金及现金等价物净增加额	105,832.32	53,188.04

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司总负债和有息债务增长较快，资产负债率有所上升，面临的偿债压力加大

截至2015年底，公司负债总额1,320,067.57万元，同比增长30.91%，主要是本期债券成功发行及银行借款增加所致；得益于公司盈余积累、国开发展基金注资及政府划拨土地等，2015年末所有者权益同比增长17.74%。2015年末，公司负债与所有者权益比率较2014年上升6.63个百分点，达到65.92%，资产负债率为39.73%。

表 12 近年公司资本结构变动情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
负债总额	1,320,067.57	1,008,366.69
所有者权益	2,002,641.09	1,700,835.09
负债与所有者权益比率	65.92%	59.29%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，非流动负债占比呈上升趋势。2015年末，非流动负债占比为47.40%，较2014年末上升了15.65个百分点。

截至2015年底，公司短期借款为129,375万元，较上年大幅增长287.35%，新增的短期借款主要为公司以国有土地使用权作抵押向贵阳银行股份有限公司观山湖支行借取的款项；公司应付票据较年初下降99.40%，主要系公司货币资金充裕支付了部分票据导致；应交税费为

94,865.29万元，与上年相比变动较小；其他应付款为405,190.32万元，较上年末减少19.60%，主要为应付铜仁市旅游投资有限公司、铜仁市公路处、铜仁市财政局等单位款项；一年内到期的非流动负债为45,000万元，主要为一年内到期的长期借款。

截至2015年底，公司长期借款为179,620.91万元，主要为以土地使用权作为抵押物的抵押借款；应付债券为244,201.11万元，较上年增长了104.73%，主要原因系成功发行本期债券所致；长期应付款为179,677.14万元，主要系国开发展基金投入资金及其利息调整影响所致，国开发展基金投资属于“明股实债”，公司和铜仁市财政局与国开发展基金签订合同约定，国开发展基金每年通过现金分红、回购溢价等方式取得投资收益。

截至2015年底，公司有息债务合计598,347.02万元，较上年末大幅增长56.88%。有息债务规模较大，公司存在较重的债务偿付压力。

表 13 公司债务结构（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	129,375.00	9.80%	33,400.00	3.31%
应付票据	150.00	0.01%	25,000.00	2.48%
应交税费	94,865.29	7.19%	91,395.12	9.06%
其他应付款	405,190.32	30.69%	503,983.91	49.98%
一年内到期的非流动负债	45,000.00	3.41%	22,150.00	2.20%
流动负债合计	694,317.88	52.60%	688,182.35	68.25%
长期借款	179,620.91	13.61%	181,580.00	18.01%
应付债券	244,201.11	18.50%	119,280.20	11.83%
长期应付款	179,677.14	13.61%	0.00	0.00%
非流动负债合计	625,749.69	47.40%	320,184.34	31.75%
负债合计	1,320,067.57	100.00%	1,008,366.69	100.00%
其中：有息债务	598,347.02	45.33%	381,410.20	37.82%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力来看，随着债务规模的快速增长，公司资产负债率也持续攀升；公司资产规模较大，流动比率尚可；2015年有息债务规模大幅增长的影响，公司EBITDA利息保障倍数进一步降低。

考虑到公司承担的建设任务较重，资金需求量较大，融资规模仍将持续增加，若后续经营现金回笼情况未能改善，随着有息债务规模的不断增加，公司的偿债保障能力将会持续弱化。

表 14 公司偿债能力指标

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	39.73%	37.22%

流动比率	4.59	3.80
速动比率	1.47	1.50
EBITDA（万元）	24,903.72	23,607.33
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.85

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

土地使用权抵押仍能够有效提升本期债券的信用水平，但公司未按规定在2015年对抵押资产的价值进行重新评估

公司以其拥有的1宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，该宗土地位于铜仁市滑石乡塔冲，南临铜兴大道等，西临城市快速主干道，面积为4,734亩，土地规划用途为商住用地。经深圳市广衡房地产和土地估价有限公司2014年4月23日出具的“广衡（估）字[2014]014号”评估报告，该宗土地评估价值为431,930.16万元，为本期债券发行总额的2.88倍。但我们也关注到，根据公司出具的《抵押资产承诺函》，在本期债券存续期间，公司应聘请经抵押资产监管人认可的具有相应资质的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。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三十个工作日，2015年公司未对本期债券抵押物进行重新评估。考虑到2015年铜仁市土地市场交易价格并未发生明显下滑迹象，且原有评估价值对本期债券覆盖倍数较高，我们认为土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

上述土地抵押物均已于2015年1月20日之前办妥土地抵押登记手续。

七、或有事项分析

对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险

截至2015年12月31日，公司为外部单位提供担保余额合计257,170.00万元，占2015年末净资产比重为12.84%，对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。

表 15 截至 2015 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否存在反担保
铜仁市第一中学贷款	250.00	2016 年 12 月 23 日	无
铜仁幼儿师范高等专科学校	5,920.00	2021 年 2 月 19 日	无
铜仁市旅游投资有限公司	150,000.00	2016 年 9 月 24 日	无
铜仁市人民政府土地矿权储备交易局	24,000.00	2018 年 1 月 14 日	无
铜仁学院	7,000.00	2022 年 3 月 25 日	无
铜仁市旅游投资有限公司	25,000.00	2020 年 1 月 22 日	无

贵州大龙高铁城置业有限公司	45,000.00	2019 年 5 月 25 日	无
合计	257,170.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

铜仁市地方经济及财政实力持续增强，公司作为铜仁市城市建设开发主体，持续得到当地政府的较大支持，且用于抵押的土地使用权评估价值对本期债券未偿还本金覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时，我们也关注到铜仁市经济实力相对较弱，地方财政收入对上级补助依赖程度较高，全口径财政自给能力较低；公司土地资产大部分已设置抵押，资产流动性较差；公司经营现金流表现较差，资金压力较大；公司有息债务规模较大，面临较重的偿债压力；同时公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险；公司未按规定在2015年对抵押资产的价值进行重新评估。

基于上述情况，鹏元将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	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	243,766.69	95,484.36	25,296.32
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6,056.71	2,406.71	1,400.00
应收账款	63,764.19	292,674.37	238,050.52
预付款项	15,051.98	8,831.49	15,025.87
其他应收款	693,819.91	635,889.73	312,462.55
存货	2,161,389.08	1,576,983.54	1,562,764.60
其他流动资产	0.00	98.29	21.08
流动资产合计	3,183,848.56	2,612,368.50	2,155,020.94
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00
长期应收款	14,869.89	14,195.20	7,019.75
长期股权投资	13,390.00	9,530.00	630.00
投资性房地产	13,997.79	13,821.87	13,716.28
固定资产	16,112.84	13,167.12	11,895.97
在建工程	38,846.56	41,197.59	36,099.46
无形资产	4,114.20	4,198.85	4,305.95
长期待摊费用	66.65	0.00	9.16
递延所得税资产	462.17	722.64	504.84
其他非流动资产	37,000.00	0.00	0.00
非流动资产合计	138,860.10	96,833.28	74,181.41
资产总计	3,322,708.66	2,709,201.78	2,229,202.35
短期借款	129,375.00	33,400.00	0.00
应付票据	150.00	25,000.00	0.00
应付账款	5,244.77	4,186.83	2,516.68
预收款项	1,038.58	4,454.29	31.89
应付职工薪酬	106.13	93.68	71.40
应交税费	94,865.29	91,395.12	87,220.45
应付利息	13,246.93	3,420.46	3,420.46
应付股利	79.08	79.99	0.00
其他应付款	405,190.32	503,983.91	147,445.33
一年内到期的非流动负债	45,000.00	22,150.00	1,400.00
其他流动负债	21.78	18.08	0.00
流动负债合计	694,317.88	688,182.35	242,106.20
长期借款	179,620.91	181,580.00	179,722.00
应付债券	244,201.11	119,280.20	118,897.91

长期应付款	179,677.14	0.00	0.00
专项应付款	21,071.00	18,171.00	8,866.00
递延所得税负债	1,179.53	1,153.14	1,137.30
非流动负债合计	625,749.69	320,184.34	308,623.21
负债合计	1,320,067.57	1,008,366.69	550,729.41
实收资本	555,780.00	400,000.00	400,000.00
资本公积	1,267,090.77	1,144,169.87	1,144,169.87
盈余公积	17,739.55	15,579.56	13,367.41
未分配利润	156,580.42	137,642.92	119,435.10
归属于母公司所有者权益合计	1,997,190.74	1,697,392.34	1,676,972.38
少数股东权益	5,450.35	3,442.75	1,500.55
所有者权益合计	2,002,641.09	1,700,835.09	1,678,472.93
负债和所有者权益总计	3,322,708.66	2,709,201.78	2,229,202.35

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	78,099.22	74,415.48	73,319.28
其中：营业收入	78,099.22	74,415.48	73,319.28
二、营业总成本	70,433.63	67,342.23	61,239.03
其中：营业成本	65,320.90	59,322.28	50,089.74
营业税金及附加	2,937.27	2,826.08	7,608.82
销售费用	174.22	178.44	93.23
管理费用	3,506.51	2,594.15	2,343.83
财务费用	-179.72	1,203.00	-127.27
资产减值损失	-1,325.55	1,218.28	1,230.68
加：公允价值变动收益	175.92	105.59	283.01
投资收益	262.85	0.00	0.04
三、营业利润	8,104.36	7,178.84	12,363.30
加：营业外收入	14,729.53	14,748.26	12,101.08
减：营业外支出	21.20	25.42	10.61
其中：非流动资产处置损失		7.32	0.00
四、利润总额	22,812.69	21,901.68	24,453.77
减：所得税费用	1,680.72	1,388.24	3,150.82
五、净利润	21,131.97	20,513.45	21,302.95

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 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	47,498.04	6,223.13	17,941.43
收到其他与经营活动有关的现金	198,320.05	109,932.34	178,296.58
经营活动现金流入小计	245,818.09	116,155.47	196,238.00
购买商品、接收劳务支付的现金	90,388.15	33,853.25	19,904.23
支付给职工以及为职工支付的现金	2,860.90	2,262.59	1,116.25
支付的各项税费	268.38	386.48	280.11
支付其他与经营活动有关的现金	200,702.13	69,592.88	172,200.73
经营活动现金流出小计	294,219.56	106,095.20	193,501.32
经营活动产生的现金流量净额	-48,401.47	10,060.27	2,736.69
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
收回投资收到的现金	50,000.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	262.85	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1,053.03
投资活动现金流入小计	50,262.85	0.00	1,053.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3,359.72	16,576.94	19,331.42
投资支付的现金	90,860.00	8,900.00	1,400.00
支付其他与投资活动有关的现金	44,650.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	138,869.72	25,476.94	20,731.42
投资活动产生的现金流量净额	-88,606.87	-25,476.94	-19,678.39
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	157,780.00	1,928.70	1,500.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	2,000.00	1,928.70	1,500.00
取得借款所收到的现金	447,425.00	85,508.00	5,180.00
收到其他与筹资活动有关的现金	58,025.00	80,547.03	86,145.04
筹资活动现金流入小计	663,230.00	167,983.73	92,825.04
偿还债务所支付的现金	277,077.09	45,900.00	56,000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	45,053.14	36,445.04	24,934.96
支付其他与筹资活动有关的现金	98,259.10	17,033.98	500.00
筹资活动现金流出小计	420,389.33	99,379.02	81,434.96
筹资活动产生的现金流量净额	242,840.67	68,604.71	11,390.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	105,832.32	53,188.04	-5,551.62

资料来源：公司 2014 年、2015 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	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	21,131.97	20,513.45	21,302.95
加：资产减值准备	-1,325.55	1,218.28	1,230.68
固定资产折旧	1,428.34	1,029.20	824.86
无形资产摊销	107.14	107.10	117.83
长期待摊费用摊销	109.04	21.04	10.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	7.32	0.00
公允价值变动损失	-175.92	-105.59	-283.01
财务费用	5.70	907.27	35.42
投资损失	-262.85	0.00	-0.04
递延所得税资产减少	260.48	-217.81	-352.55
递延所得税负债增加	26.39	15.84	70.75
存货的减少	-30,722.73	-14,323.25	5,246.69
经营性应收项目的减少	110,709.70	-172,455.61	-139,584.46
经营性应付项目的增加	-149,693.17	173,343.05	114,116.56
经营活动产生的现金流量净额	-48,401.47	10,060.27	2,736.69

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年	2013 年
有息债务（万元）	598,347.02	381,410.20	300,019.91
资产负债率	39.73%	37.22%	24.71%
流动比率	4.59	3.80	8.90
速动比率	1.47	1.50	2.45
负债与所有者权益比率	65.92%	59.29%	32.81%
综合毛利率	16.36%	20.28%	31.68%
期间费用率	4.48%	5.34%	3.15%
总资产回报率	0.77%	0.91%	1.12%
EBITDA（万元）	24,903.72	23,607.33	25,442.88
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.85	1.72

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资 本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
铜仁市梵城资产经营管理有限公司	500.00	100.00%		资产管理、投资管理等
铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司	2,000.00	100.00%		房地产开发销售等
铜仁梵净山城市建设投资有限公司	10,000.00	100.00%		土木工程建设、项目投资与资产管理等
贵州省铜仁市兴源物资贸易有限公司	3,000.00	100.00%		金属材料、装饰材料等用品销售、水泥、砖、砂石等材料加工及销售
铜仁梵净山科技创业投资有限公司	8,000.00	45.71%		创业投资及咨询等
铜仁桃源公路开发建设有限责任公司	5,825.03	100.00%		公路开发、投资管理
贵州省铜仁市公共交通有限责任公司（孙公司）	3,000.00		100.00%	城乡、市内公共汽车、电车、出租汽车营运等
铜仁市碧江区兴业房地产咨询服务有限公司（孙公司）	30.00		100.00%	商品房销售及租赁等
铜仁市乐家物业服务有限责任公司（孙公司）	50.00		100.00%	物业服务、房产租赁等

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 截至2015年12月31日公司土地资产情况（单位：万元、亩）

土地证编号	土地面积	账面价值	土地用途	土地性质	是否抵押
碧江国用(2014)第 10020 号	0.54	78.39	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10021 号	8.24	1,005.97	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10022 号	1.23	170.98	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10023 号	0.96	86.85	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10024 号	57.72	3,289.93	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10025 号	3.79	337.38	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10026 号	10.96	1,915.90	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10027 号	1.32	118.89	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10028 号	1.56	275.27	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10029 号	13.52	2,466.94	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10030 号	15.19	1,703.24	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10031 号	0.59	74.85	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10041 号	6.57	915.44	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10032 号	3.49	696.25	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10033 号	0.61	120.93	综合	出让	否
万山国用(2014)第 1001 号	126.29	6,465.79	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10042 号	3.00	351.42	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10034 号	15.38	990.15	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10035 号	13.81	779.16	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10036 号	12.51	705.29	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10043 号	7.52	468.14	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10037 号	1.07	69.00	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10038 号	1.73	195.36	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10044 号	6.46	1,652.55	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10039 号	10.75	1,947.95	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10040 号	6.07	674.85	综合	出让	否
碧江国用(2014)第 10072 号	3,397.50	27,179.84	商业	出让	是
碧江国用(2014)第 10059 号	1,270.49	12,553.25	商业	出让	否
松国用(2014)第 200 号	3,198.00	8,954.34	商业	出让	否
碧江国用(2014)第 10045 号	198.00	11,550.00	综合	出让	否
江国用(2014)第 031 号	350.00	57,694.88	综合	出让	是
江国用(2014)第 032 号	650.00		综合	出让	是
江国用(2014)第 033 号	129.57		综合	出让	是
碧江国用(2014)第 10049 号	4,180.00	111,665.57	综合	出让	是
大兴国用(2014)第 10001 号	2,979.96	78,589.99	商业	出让	是

碧江国用(2014)第 10046 号	180.00	9,327.43	综合	出让	是
碧江国用(2014)第 10050 号	1,060.01	36,840.13	商住	出让	是
松国用(2014)第 190 号	201.42	11,086.87	商业	出让	是
松国用(2014)第 191 号	146.00	8,941.38	商业	出让	是
松国用(2014)第 192 号	105.00	6,494.77	商业	出让	是
松国用(2014)第 193 号	35.00	2,250.65	商业	出让	是
松国用(2014)第 194 号	72.00	4,541.73	商业	出让	是
松国用(2014)第 195 号	110.00	6,938.76	商业	出让	是
松国用(2014)第 196 号	70.00	4,372.69	商业	出让	是
松国用(2014)第 197 号	80.00	4,997.36	商业	出让	是
松国用(2014)第 198 号	50.00	3,123.35	商业	出让	是
江国用(2014)第 034 号	80.00	6,065.20	商业	出让	是
江国用(2014)第 035 号	70.00	4,776.36	商业	出让	是
江国用(2014)第 036 号	40.00	2,880.97	商业	出让	是
江国用(2014)第 037 号	60.00	4,412.42	商业	出让	是
江国用(2014)第 038 号	80.00	5,943.92	商业	出让	是
江国用(2014)第 039 号	50.00	3,411.68	商业	出让	是
江国用(2014)第 040 号	80.00	5,458.69	商业	出让	是
江国用(2014)第 041 号	50.00	3,335.85	商业	出让	是
江国用(2014)第 042 号	30.00	2,047.01	商业	出让	是
江国用(2014)第 043 号	50.00	3,411.68	商业	出让	是
江国用(2014)第 044 号	95.00	6,194.09	商业	出让	是
江国用(2014)第 045 号	37.00	2,440.48	商业	出让	是
江国用(2014)第 046 号	30.00	1,956.03	商业	出让	是
江国用(2014)第 047 号	80.00	5,276.72	商业	出让	是
江国用(2014)第 048 号	28.00	1,868.08	商业	出让	是
碧江国用(2014)第 10051 号	770.00	60,219.95	商业	出让	是
碧江国用(2014)第 10052 号	3,020.02	224,377.06	商业	出让	是
碧江国用(2014)第 10008 号	4,734.00	431,930.16	商业	出让	是
碧江国用(2014)第 10007 号	1,000.00	144,446.48	商业	出让	否
碧江国用(2014)第 10009 号	1,946.00		商业	出让	是
松国用(2014)第 199 号	1,850.01	149,585.58	商业	出让	是
碧江区国用(2014)第 10055 号	5,624.00	553,682.80	商服	出让	否
合计	38,597.86	2,058,381.07	-	-	-

注：公司另有账面价值 58,550.64 万元，面积合计 44,767.00 亩的耕地流转指标，公司土地资产账面价值合计 2,116,931.71 万元。

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
	存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
	净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2] \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
	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
资本结构及财务安全性	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	负债权益比例	负债总额 / 所有者权益
	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 计入长期应付款的融资租赁款
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 计入其他流动负债的短期融资券
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录八 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。