

2018 年(第一期)贵阳白云工业发展投资有限公司

公司债券信用评级报告



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。

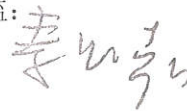
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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：



报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【321】
号 03

分析师

姓名：
卢参参 王一峰

电话：
0755-82871601

邮箱：
lucc@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 1 月 5 日

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

2018 年（第一期）贵阳白云工业发展投资有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：6 亿元（发行总额 11 亿元，分期发行） 评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，即自债券存续期第 3 年至第 7 年末，每年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金，到期利息随本金一起支付

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”或“公司”）本次拟发行第一期 6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年贵阳市白云区（以下简称“白云区”）经济和公共财政收入保持较快增长，当地政府在资产注入、财政补贴方面对公司的支持力度较大。同时鹏元也关注到公司整体资产流动性一般，面临一定的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 近年白云区经济和公共财政收入保持较快增长。2014-2016 年白云区地区生产总值分别为 150.75 亿元、178.23 亿元和 195.10 亿元，同比分别增长 17.3%、15.4% 和 13.0%；2014-2016 年白云区分别实现公共财政收入 11.69 亿元、13.50 亿元和 13.87 亿元，复合增长率为 8.92%。
- 当地政府在资产注入、财政补贴方面对公司的支持力度较大。2015 年白云区国有资产管理委员会注入土地资产 55.25 亿元，2014-2016 年白云区财政局合计提供 3.16 亿元的财政补贴。

关注：

- 公司整体资产流动性一般。公司资产以土地资产和应收款项为主，2016 年末公司土地资产（含无形资产中的土地使用权）和应收款项账面价值分别为 73.54 亿元和

41.34 亿元，分别占总资产的 49.88%和 28.04%，同时 98.27 亿元的资产已用于融资抵质押，应收款项对营运资金占用较明显，整体资产流动性一般。

- 公司主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力。截至 2016 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 47.18 亿元，而资金主要由公司自筹，后续项目建设面临一定的资金压力。
- 公司有息债务快速增长，面临一定的偿债压力。2016 年末公司有息债务为 40.68 亿元，2014-2016 年复合增长率为 183.83%，资产负债率较 2014 年增长 8.86 个百分点至 40.01%，公司面临一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,474,185.90	1,236,992.33	469,346.39
所有者权益（万元）	884,436.93	890,784.69	323,139.56
有息债务（万元）	406,834.73	172,129.49	50,500.00
资产负债率	40.01%	27.99%	31.15%
流动比率	3.98	6.13	3.54
营业收入（万元）	55,334.91	58,706.54	62,571.40
政府补助（万元）	5,984.50	14,108.95	11,536.48
利润总额（万元）	14,190.95	21,067.50	17,278.29
综合毛利率	14.00%	14.42%	11.85%
EBITDA（万元）	15,639.02	22,449.02	18,623.61
EBITDA 利息保障倍数	1.31	3.56	-
经营活动现金流净额（万元）	-25,269.83	-73,417.32	-4,953.85

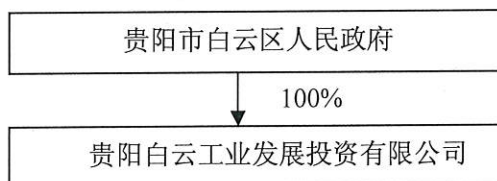
注：公司 2014 年数据来源于 2013-2015 年三年连审审计报告；2015 年数据来源于 2016 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

贵阳白云工业发展投资有限公司系根据2009年10月中共白云区委出具《常委会议纪要》（七届第148号）批复成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为人民币3,000.00万元，控股股东和实际控制人均为贵阳市白云区人民政府。历经三次增资后，截至2017年11月末，公司注册资本和实收资本为人民币15,000.00万元，产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2017年11月30日公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

公司系白云区基础设施建设的投融资主体，主要从事产业园区开发、基础设施建设、土地开发整理以及国有资产经营管理和资本运营服务。截止 2016 年底，公司纳入合并报表范围的子公司如表 1 所示。

表1 截至 2016 年末纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
贵州和馨物业管理有限公司	300.00	100.00%	物业管理
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	4,800.00	100.00%	融资担保

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额为147.42亿元，所有者权益合计88.44亿元，资产负债率为40.01%；2016年度，公司实现营业收入5.53亿元，利润总额1.42亿元，经营活动现金净流出2.53亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年（第一期）贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券；

发行总额：6亿元（发行总额11亿元，分期发行）；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：年付息一次，分次还本，即自债券存续期第3年至第7年，每年按照债券发行总额的20%偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6亿元，拟将其中4.09亿元资金用于白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目，将其中1.91亿元资金用于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目，资金投向明细如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目	133,767.75	40,909.09	30.58%
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	19,090.91	31.65%
合计	194,081.31	60,000.00	30.91%

资料来源：公司提供

（一）贵阳白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造项目

1、项目概况

白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目建设地点位于贵阳市白云区铝厂片区，该片区的贵阳市白云铝及铝加工基地是市委、市政府规划建设的十大产业园区之一，规划总用地282.8公顷。该项目为贵阳白云铝及铝加工基地建设项目的配套项目，项目总用地面积131,727.38平方米，总建筑面积545,359.13平方米，其中配套商铺面积94,416.84平方米，住宅建筑面积252,740.88平方米，商业综合楼及酒店面积53,047.2平方米，配套公建建筑面积6,307.73平方米，地下室面积138,846.48平方米，预计建成后可解决刘庄村及周边拆迁农户的安置及生活问题。

该项目总投资133,767.75万元，已于2015年8月正式开工，截至2017年4月末，公司已投资4.86亿元，项目总体实施进度百分比为36.32%。

2、项目审核情况

该项目已经得到有关部门批复，具体如表3所示。

表3 白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目审批情况

文件名称	审批单位	文号	出具时间
《关于贵阳白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目可行性研究报告的批复》	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改【2013】233 号	2013/12/20
《关于对<白云区铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目环境影响报告表>的批复》	贵阳市环境保护局	筑环审【2013】162 号	2013/12/10
建设用地规划许可证	贵阳市城乡规划局	筑规池字 2013（白云）006	2013/3/12
国有土地使用证	贵阳市国土资源局 白云区分局	白土国用（2014）第 023 号	2014/8/8

白云区地下综合管廊（铝厂片区）项目固定资产投资节能登记表	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改节能[2016]26号	2015/11/13
白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程项目社会稳定风险评估报告书	白云区维稳部门及群工委	-	2014/9/17

资料来源：公司提供

3、项目经济效益

根据中国市政工程西南设计研究总院有限公司编制的《白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程项目可行性研究报告》，该项目收入主要来源于出售配套商铺及住宅停车位部分。该项目竣工后，配套商铺可销售面积为94,416.84平方米，可销售住宅停车位2,528个，预计的销售均价为配套商铺部分20,000.00元/平方米，住宅停车位80,000.00元/个，预计可实现销售收入209,057.68万元、净利润46,421.24万元。该项目计划在2018-2022年共5年内完成销售，具体的销售计划如表4所示。

表4 贵阳白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造项目收益情况（单位：万元）

项目名称	合计	2018	2019	2020	2021	2022
面积（m ² ）	94,416.84	18,883.37	28,325.05	18,883.37	18,883.37	9,441.68
配套商铺						
金额	188,833.68	37,766.74	56,650.10	37,766.74	37,766.74	18,883.37
个数（个）	2,528	505	758	505	505	255
住宅停车位						
金额	20,224.00	4,040.00	6,064.00	4,040.00	4,040.00	2,040.00
销售收入	209,057.68	41,806.74	62,714.10	41,806.74	41,806.74	20,923.37

资料来源：《白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程项目可行性研究报告》

（二）白云区黑石头片区棚户区改造工程项目

1、项目概况

白云区黑石头片区棚户区改造工程项目位于白云区都拉乡黑石头村，占地43,500平方米，净用地面积35,070平方米，总建筑面积174,000平方米，其中计容面积125,800平方米，不计容面积48,200平方米，主要建设内容为住宅、配套商铺、停车位、绿化及配套设施等。

该项目预计总投资为60,313.56万元，项目工程建设周期为3年，计划于2017年开始实施。截至2017年4月底，该项目已投资6,915.77万元，总体实施进度百分比为11.47%，主要为前期的土地成本。

2、项目审批情况

该项目已经得到有关部门批复，具体如表5所示。

表5 白云区黑石头片区棚户区改造工程项目审批文件基本情况

文件名称	审批单位	文号	出具时间
关于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设可行性研究报告的批复	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改产[2016]41号	2016/9/9

关于对《白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目环境影响报告表》的审批意见	贵阳市白云区环境保护局	-	2016/9/2
建设用地规划许可证	贵阳市城乡规划局	筑规地字 2016-0006 号	2016/3/3
关于对白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目用地预审意见	贵阳市国土资源局白云区分局	白国土资函[2016]36 号	2016/9/8
关于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目节能评估报告书的审查意见	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改节能[2016]17 号	2016/9/9
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目社会稳定风险评估报告书	贵阳市白云区维护社会稳定工作小组办公室	-	2016/8/25

资料来源：公司提供，鹏元整理

3、项目经济效益

根据中国市政工程西南设计研究总院有限公司编制的《白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目可行性研究报告》，该项目收益主要来自住宅、配套商铺和车位的销售收入。根据项目建设进度计划，前三年为项目建设期，从第三年开始进行销售，计划在2018-2022年内完成销售。该项目可出售的住宅为115,800.00平方米，可供出售的配套商铺为8,000平方米，可供出售的车位为1,177个，预计售价：配套商铺均价25,000元/平方米，住宅均价4,000元/平方米，车位均价100,000元/个，在本期债券存续期内该项目预计可实现销售收入为78,090.00万元，除去经营成本及相关税费，预计可实现净利润8,233.76万元。

表6 白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目收益情况

项目	合计	2018	2019	2020	2021	2022
住宅	面积 (m ²)	115,800.00	23,160.00	34,740.00	23,160.00	11,580.00
	金额 (万元)	46,320.00	9,264.00	13,896.00	9,264.00	4,632.00
配套商铺	面积 (m ²)	8,000.00	1,600.00	2,400.00	1,600.00	800
	金额 (万元)	20,000.00	4,000.00	6,000.00	4,000.00	2,000
车位	个数 (个)	1,177.00	236	355	236	114
	金额 (万元)	11,770.00	2,360.00	3,550.00	2,360.00	1,140.00
销售收入 (万元)	78,090.00	15,624.00	23,446.00	15,624.00	15,624.00	7,772.00

注：表 6 收益的测算是基于公司 2016 年开始实施该项目。

资料来源：《白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目可行性研究报告》，鹏元整理

但我们应关注到本期募投项目为棚户区改造项目，收入主要来自于住宅、配套商铺及停车位销售，收入项目建成后能否按计划销售完毕存在较大不确定性，且募投项目的销售价格是基于当前市场行情的预测前提下，实际运营后售价或有变动，因而募投项目未来收益存在一定不确定性。

四、区域经济

近年贵阳市经济增速较快，固定资产投资对经济的拉动作用较为明显

贵阳市是贵州省省会城市，位于贵州省中部，东南与瓮安县、龙里县、惠水县、长顺县接壤，北面为遵义县，全市陆域面积8,034平方千米，占全省面积的4.56%，是贵州省经济文化中心，也是中国西南地区的中心城市之一。贵阳市现下辖观山湖、云岩、南明、花溪、乌当、白云6个区，修文、息烽、开阳3个县，代管清镇市1个县级市，是全国有名的休闲旅游度假城市。

贵阳市旅游业较为发达，拥有以喀斯特地貌为特征的自然景观和人文旅游资源，境内有国际级风景名胜——红枫湖风景名胜区，国际级城市湿地——贵阳花溪国家城市湿地公园，也有文昌阁、茶马古道等全国重点文物保护单位，以及贵阳野生动物园、黔灵山公园等国际4A级景区，2016年贵阳市全市全年旅游总人数为11,091.79万人，实现旅游总收入1,389.51亿元，同比分别增长31.0%和33.5%。

近几年贵阳市经济保持高速增长，2014-2016年贵阳市地区生产总值分别为2,497.27亿元、2,891.16亿元和3,157.70亿元，按可比价格计算，同比分别增长13.9%、12.5%和11.7%，增速较快但增速逐年放缓，三次产业结构由2014年的4.3：39.1：56.6调整为2016年的4.3：38.6：57.1，三次产业结构基本保持稳定。2016年贵阳市人均生产总值为67,771元，同比增长10.1%，地区人均生产总值是全国平均水平的125.55%，地区经济发展水平相对较好。

表7 2014-2016年贵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,157.70	11.7%	2,891.16	12.5%	2,497.27	13.9%
第一产业增加值	137.14	5.9%	129.89	6.4%	108.02	6.6%
第二产业增加值	1,218.79	12.1%	1,108.52	14.6%	976.59	13.9%
第三产业增加值	1,801.77	11.9%	1,652.75	11.1%	1,412.66	14.3%
规模以上工业增加值	780.82	9.9%	711.59	9.7%	636.06	12.2%
固定资产投资	3,380.73	20.5%	2,804.45	20.1%	2,336.06	19.3%
社会消费品零售总额	1,195.34	12.7%	1,060.17	11.5%	888.58	13.1%
进出口总额（亿美元）	39.27	-56.9%	91.22	16.3%	78.42	24.1%
存款余额	9,928.30	-	8,772.22	-	7,028.80	18.4%
贷款余额	9,153.20	-	7,875.58	-	6,624.53	57.54%
人均 GDP（元）	67,771		63,003		55,018	
人均 GDP/全国人均 GDP	125.55%		126.03%		116.56%	

注：生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算。

资料来源：2014-2016年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

工业方面，贵阳市2014-2016年分别实现规模以上工业增加值636.06亿元、711.59亿元和780.82亿元，同比分别增长12.2%、9.7%和9.9%。从产业看，磷煤化工、铝及铝化工、

特色食品、烟草制造、医药制造、装备制造业、电力生产及供应、橡胶及塑料制品为贵阳市八大重点产业，2016年贵阳市重点产业实现规模以上工业增加值646.95亿元，占全市规模以上工业增加值的比重为82.9%，支柱作用较明显。从具体工业产品看，由于铝工业近年产能过剩压力较重，2014-2016年贵阳市电解铝产量分别为23.41万吨、30.64万吨和29.82万吨，有一定波动，该产业仍面临一定的结构调整压力。

固定资产投资方面，2014-2016年贵阳市分别完成固定资产投资2,336.06亿元、2,804.45亿元和3,380.73亿元，同比增速分别为19.3%、20.1%和20.5%，增速保持高位，对经济增长的拉动作用明显。从具体结构看，贵阳市2014-2016年房地产开发投资分别为1,017.60亿元、1,005.00亿元和927.32亿元，同比增长率分别为3.5%、-1.2%和-7.7%，房地产投资近年有一定下滑，同时考虑近年贵阳市房地产竣工面积整体上大于销售面积，当地房地产市场面临一定的去库存压力。

表8 贵阳市 2014-2016 年房产开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
房地产项目开发投资	927.32	-7.7%	1,005.00	-1.2%	1,017.60	3.5%
本年施工面积	6,176.97	-11.2%	6,956.45	-0.2%	6,973.79	5.4%
本年新开工面积	896.24	-23.6%	1,172.79	0.3%	1,169.31	-38.7%
本年竣工房屋面积	980.52	-31.3%	1,427.37	27.6%	1,118.71	52.7%
本年销售商品房面积	988.57	2.1%	968.17	2.1%	948.11	-27.2%

资料来源：贵阳市 2014-2016 年统计公报，鹏元整理

总体来看，近年贵阳市经济增速较快，固定资产投资对经济的拉动作用较为明显。

白云区经济保持快速增长，固定资产投资对经济拉动作用明显，应关注铝工业产能过剩可能对区域经济发展的负面影响

白云区位于贵阳市北部，是贵阳市六个中心城区之一，也是中华人民共和国科学技术部命名的国家可持续发展实验区。全区总面积272平方公里，下辖两乡（都拉乡、牛场乡）、三镇（艳山红镇、麦架镇、沙文镇）、六社区（铝兴社区、大山洞社区、艳山红社区、白沙关社区、红云社区、都新社区），截至2016年末，全区年末常住总人口28.39万人。

白云区是全国重要的铝工业基地和全省重要的新型工业化基地，区内有中国铝业贵州分公司、贵州铝厂、中航标准件、七冶建设等国有大中型企业，工业实力较强，但由于近年工业铝产能过剩的影响，铝工业对GDP的贡献有所下降。近年来白云区大力发展高新技术产业，目前初步建成金阳园、新天园、中关村贵阳科技园核心区（CBD）南园（科学城）铝精深加工产业园、生物医药绿色食品产业园等工业园区，有助于推动产业

的升级。但值得关注的是铝工业目前面临产能过剩的影响，未来该产业的发展前景不佳。

2014-2016年白云区地区生产总值分别为150.75亿元、178.23亿元和195.10亿元，按可比价格计算，同比分别增长17.3%、15.4%和13.0%，增速较快但有所下滑。分产业看，三次产业结构由2014年的3.1：52.2：44.7调整为3.0：53.2：43.8，第二产业为当地支柱产业。白云区2016年人均GDP为68,721万元，为全国平均水平的127.31%，地区经济发展水平相对较好。

工业方面，白云区的白云区主要的工业为有色金属冶炼及压延加工业、酒水饮料及茶制造业。目前仍然主推铝工业，白云铝工业园区于1999年成立，于2012年开始陆续进入试产和投产阶段，目前形成由贵州中铝铝板带、华科高性能铝合金为龙头的铝工业产业集群，基本覆盖铝资源初级加工、原材料生产、航空铝合金、以及铝资源回收利用等各个领域。2014-2016年白云区规模以上工业累计完成总产值分别为79.32亿元、90.14亿元和104.87亿元，同比分别增长17.0%、15.2%和12.0%，增速受铝产能过剩影响，有所下降。

固定资产投资方面，白云区2014-2016年全区完成固定资产投资278.61亿元、342.92亿元和413.35亿元，同比分别增长19.1%、23.1%和20.5%，规模较大且增速较快。2016年白云区社会消费品零售总额为48.81亿元，同比增长13.1%。2016年白云区进出口总额为0.30亿美元，同比增长11.5%，但体量较小。从消费、投资和进出口数据看，白云区经济增长主要为投资拉动型。

总体看，白云区经济保持快速增长，固定资产投资对经济拉动作用明显，应关注铝工业产能过剩可能对区域经济发展的负面影响。

表9 白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	195.10	13.0%	178.23	15.4%	150.75	17.3%
第一产业增加值	5.93	6.5%	5.10	6.3%	4.67	6.9%
第二产业增加值	103.71	12.7%	93.81	16.9%	78.72	17.6%
第三产业增加值	85.46	13.7%	79.32	13.6%	67.35	17.5%
规模以上工业增加值	104.87	12.0%	90.14	15.2%	79.32	17.0%
固定资产投资	413.35	20.5%	342.92	23.1%	278.61	19.1%
社会消费品零售总额	48.81	13.1%	43.16	12.4%	35.95	15.2%
进出口总额（亿美元）	0.30	11.5%	-	-	-	-
存款余额	422.09	-	342.36	-	299.81	-
贷款余额	310.95	-	293.96	-	284.08	-
人均 GDP（元）	68,721		63,882		55,119	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.31%		127.78%		116.77%	

注：白云区人均 GDP=白云区地区生产总值/白云区当年末常住总人口；固定资产投资统计口径为计划总投资 500 万元及以上固定资产项目投资和房地产开发项目投资；标“-”表示数据未获得。

资料来源：2014-2016 年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报

五、财政实力

近年贵阳市公共财政收入有一定波动，财政自给能力较好

2014-2016年贵阳市全市公共财政收入分别完成331.59亿元、374.15亿元和366.32亿元，2014-2015年同比分别增长19.60%和12.83%，2016年受“营改增”政策影响，贵阳市全市营业税由上年101.14亿元大幅降低至45.60亿元，增值税由35.20亿元增至71.97亿元，贵阳市全市税收收入同比降低6.00%至283.78亿元；剔除“营改增”等政策性减收因素影响，2016年贵阳市公共财政收入同比增长8.36%。从公共财政收入构成看，2014-2016年贵阳市全市税收收入占公共财政收入比重分别为81.98%、80.69%和77.47%，贵阳市全市公共财政收入质量较高，2016年税收收入占比降低主要是受“营改增”影响后税收收入降低。贵阳市全市政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让收入，2015-2016年政府性基金收入基本保持稳定。

财政支出方面，2014-2016年贵阳市全市公共财政支出分别448.65亿元、503.59亿元和525.61亿元，年复合增长率为8.24%，增速较快，从支出方向看，教育支出、一般公共服务支出、城乡社区支出、社会保障与就业支出占比较高，上述五项合计占贵阳市2016年全市公共财政支出的59.59%。2014-2016年贵阳市全市财政自给率分别为73.91%、74.30%和69.69%，呈一定的波动性，整体财政自给能力较好。

市本级财政方面，2014-2016年贵阳市分别完成市本级公共财政收入119.13亿元、130.54亿元和120.50亿元，2016年公共财政收入有所降低主要受“营改增”等政策性减税影响。从公共财政收入结构看，税收收入占公共财政收入比重较大，2014-2016年分别为77.44%、75.38%和75.28%，贵阳市市本级公共财政收入质量较好。贵阳市市本级上级补助收入规模较小，市本级地方综合财力主要来自公共财政收入。政府性基金方面，贵阳市市本级政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让收入，受土地出让行情影响，贵阳市市本级政府性基金收入有所波动，2014-2016年政府性基金收入分别为63.41亿元、51.29亿元和57.70亿元。

从支出看，2014-2016年贵阳市市本级公共财政支出分别为131.95亿元、133.17亿元和147.20亿元，同期本级财政自给率分别为90.29%、98.03%和81.86%，贵阳市市本级财政自给能力较强。

总体来看，近年贵阳市公共财政收入有一定波动，财政自给能力较好。

表10 贵阳市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	602.85	189.84	607.77	184.38	-	189.71
（一）公共财政收入	366.32	120.50	374.15	130.54	331.59	119.13
其中：税收收入	283.78	90.71	301.90	98.40	271.85	92.25
非税收入	82.54	29.79	72.26	32.13	59.74	26.88
（二）上级补助收入	125.18	11.64	121.94	2.55	-	7.17
（三）政府性基金收入	111.35	57.70	111.68	51.29	-	63.41
财政支出	690.78	183.66	611.12	146.36	-	173.77
（一）公共财政支出	525.61	147.20	503.59	133.17	448.65	131.95
（二）政府性基金支出	165.17	36.46	107.53	13.19	-	41.82
财政自给率	69.69%	81.86%	74.30%	98.03%	73.91%	90.29%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%，标“-”表示数据通过公开渠道无法取得。

资料来源：贵阳市 2014-2016 年全市和本级财政预算执行情况及全市和本级财政预算报告

白云区公共财政收入保持较快增长，但地方综合财力规模仍相对较小

受益于经济增长，近年白云区财政稳步增长，2014-2016年白云区分别实现地方综合财力21.71亿元、24.72亿元和26.65亿元，年复合增长率为10.79%。

2014-2016年白云区分别实现公共财政收入11.69亿元、13.50亿元和13.87亿元，复合增长率为8.92%，同期公共财政收入中税收收入占比分别为82.16%、82.22%和72.55%，公共财政收入质量较好。2016年税收收入占比较上年有所降低，主要是受“营改增”政策影响，白云区营业税由上年的25,261万元大幅下降至9,765万元，税收收入同比降低9.36%至10.06亿元。上级补助方面，2014-2016年上级补助收入占地方综合财力分别为36.46%、39.49%和44.64%，从上级补助收入构成看，专项转移支付收入占比较高，一定程度上限制了财政资金使用灵活性，2014-2016年白云区扣除专项转移支付后的地方综合财力分别为17.94亿元、20.09亿元和21.06亿元。

白云区政府性基金收入规模相对较小，主要是自2014年1月开始贵阳市实施土地“六统一”¹政策，涉及挂牌出让地块的出让价款均缴入市级金库，土地出让金收支统一纳入市级清算，土地出让收入仅按成本的60-80%核拨下达至白云区，款项待决算审计后拨付，审核拨付周期较长；土地出让金收入上划至市级财政统一核算后，白云区土地出让金收入的规模减少，资金拨付还存在较长的时滞。

财政支出方面，2014-2016年白云区公共财政支出分别为17.60亿元、19.42亿元和22.50

¹ 贵阳市将对经营性用地按照统一规划、统一收储、统一出让、统一交易平台、统一出让金收缴、统一监管的“六统一”原则进行有效管控。

亿元，支出方向主要为教育支出、一般公共服务支出、公共安全支出、城乡社区支出、医疗与计划生育支出，2016年上述五项支出占公共财政支出的71.67%。2014-2016年白云区财政自给率分别为66.39%、69.51%和61.61%，财政自给能力尚可。

总体来看，白云区公共财政收入保持增长，但地方综合财力规模仍较小。

表11 2014-2016年贵阳市白云区地方财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力	266,519	247,207	217,124
（一）公共财政收入	138,655	134,970	116,871
其中：税收收入	100,590	110,978	96,023
非税收入	38,065	23,992	20,848
（二）上级补助收入	118,984	97,612	79,165
其中：一般性转移支付收入	53,142	47,560	37,543
专项转移支付收入	55,933	46,282	37,724
税收返还	9,909	3,770	3,898
（三）政府性基金收入	8,880	14,625	21,088
财政支出	244,908	233,066	247,549
（一）公共财政支出	225,035	194,171	176,036
（二）政府性基金支出	19,873	38,895	71,513
财政自给率	61.61%	69.51%	66.39%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：贵阳市白云区财政局，鹏元整理

截至2016年末，白云区负有偿还义务的直接债务余额54.01亿元，担保债务余额1,255.52万元，地方政府债务余额为54.07亿元，债务水平相对较高。

六、经营与竞争

公司主要负责白云区园区的开发建设，主要业务包括工程建设、房屋出租和担保业务，其中工程建设业务是公司收入的主要来源。担保业务由公司全资子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司（以下简称“白云中小企业融资担保”）运营，该子公司于2013年8月5日由公司发起设立，拥有融资性担保机构经营许可证，目前收入规模不大。2014-2016年公司分别实现营业收入62,571.40万元、58,706.54万元和55,334.91万元，收入规模持续下滑，主要原因是公司最主要的来源收入工程建设收入下滑，毛利率方面，2014-2016年公司综合毛利率为11.85%、14.42%和14.00%，存在一定的波动。2014-2016年，公司营业收入构成和毛利率情况如表12所示。

表12 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	50,322.97	9.09%	54,156.35	9.04%	58,643.04	9.01%
房租收入	4,710.98	60.90%	4,263.70	86.95%	3,720.50	51.62%
担保费收入	300.95	100.00%	286.49	100.00%	196.96	100.00%
咨询服务费收入	-	-	-	-	10.90	100.00%
合计	55,334.91	14.00%	58,706.54	14.42%	62,571.40	11.85%

注：2014年数据来源于2013-2015年三年连审审计报告。

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、公司提供，鹏元整理

（一）工程建设收入

公司工程建设收入有所下滑，但部分项目已签订回购协议，有一定的业务持续性

公司主要承接基础设施和保障性住房建设任务，是白云区重要的建设平台。基础设施建设方面，根据2010年1月白云区政府出具的《关于明确贵阳白云工业发展投资有限公司开发建设利润的通知》（以下简称“通知”），由公司作为项目业主承担铝及铝加工基地、黑石头片区、程官摆陇片区等基础设施建设项目，并明确开发建设利润为项目建设成本总价的10%（土地开发整理、保障房建设项目收购价格另行约定）。2014年12月，公司与白云区政府签订了《白云区建设项目合作协议》（以下简称“合作协议”），在原“通知”的基础上，进一步明确公司基础设施项目的业务模式和代建项目。业务模式为：公司作为项目的业主及投资主体，按白云区政府的要求建设，项目竣工后由白云区政府进行收购，项目收购金额与“通知”一致，包括项目投资成本加上10%的投资回报；每年年末公司根据项目施工进度，对已完工的部分进行结算；待项目全部竣工验收合格后，公司向白云区政府提交工程决算书，委托审计部门对工程造价决算进行审计并确认项目收购金额，白云区政府扣除已支付的建设资金后，按分期付款的方式支付给公司。代建的项目包括：铝及铝加工基地、黑石头片区、麦架河治理、检察院两房建设工程、体育健康中心工程、贵州三占公司资产拍卖、麦沙大道工程、城市矿产示范基础工程、沙文物流园、武装部项目、会展中心项目等13个项目。

棚户区改造项目方面，根据2013年公司与白云区政府签订的《白云区程官摆陇片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》（以下简称“改造协议”），该项目建设资金由公司先行垫付，白云区政府将按项目总投资额加上10.00%的投资回报进行回购，在实际建设过程中，白云区政府按项目当年总投资额加上10.00%的投资回报对其进行回购，但上述棚户区改造的运营模式不包括本期债券的两个棚户区改造项目。

2014-2016年公司承建的项目主要有铝及铝加工基地基础设施建设项目、青山路、观云大道、黑石头片区项目、程官摆陇片区城中村改造项目等，共获得工程建设收入59,784.24

万元、54,156.35万元和50,322.97万元。毛利率方面，公司工程建设毛利率在9%左右，主要原因是公司按照项目的当年投资进度加上10.00%投资回报确认收入。

表13 2014-2016 年公司主要工程收入明细（单位：万元）

类别	项目	2016 年	2015 年	2014 年
市政基础设施项目	铝及铝加工基地基础设施建设项目	6,021.90	4,971.88	14,154.95
	青山路、观云大道	3,384.27	8,678.26	24,372.28
	南湖西路	142.66	1,036.29	3,098.78
	青山产城互动带项目	266.41	152.12	200.96
	黑石头片区项目（1、2 号路）	5,698.93	8,050.22	4,311.95
棚户区改造项目	商专安置楼 ²	-10,318.00	11.13	11,056.77
	程官摆拢片区城中村改造项目	45,126.80	31,256.45	2,588.56
合计	-	50,322.97	54,156.35	59,784.24

注：由于公司对 2014 年的工程建设收入作了调整，但审计报告的收入确认表没有调整，二者略有不同。
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2016年底，公司在建及代建的基础设施项目有铝及铝加工基地基础设施项目、黑石头片区项目等，预计总投资77.85亿元，已完成投资额30.67亿元，公司未来代建业务收入有一定保障，但我们也关注到，主要在建及代建项目尚需投入47.18亿元，后续资金需求较大且多为公司自筹，未来公司项目建设面临较大的资金压力。

表14 截至 2016 年 12 月 31 日公司在建及代建拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	开工时间	是否有回购
铝及铝加工基地	325,551.63	167,774.98	2015.9.18	-
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	107,334.95	2015.1.21	是
黑石头片区 2 号道路工程项目	42,043.06	18,771.43	2013.1.24	否
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	6,642.11	-	否
麦架河治理工程	135,882.18	3,459.90	2014.11.28	否
体育健身中心	32,500.00	2,746.64	2015.2.13	否
合计	778,526.43	306,730.01	-	-

注：铝及铝加工基地包含白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目；白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目暂未开工，前期已投资额主要为土地成本；铝及铝加工基地部分项目有回购。

资料来源：公司提供

（二）其他业务收入

公司租赁业务收入稳定，对公司营业收入有一定的补充作用，担保业务面临一定的潜在代偿风险

² 由于规划改变，公司暂不再承担商专安置楼的建设，2016 年公司冲回以前年度多确认的收入。

为增强公司可持续经营能力，白云区政府陆续将部分办公用房、经营性房产无偿划拨给公司，公司将这些资产进行了出租，2016年获得租金收入4,710.98万元，同比增长10.49%。从公司主要物业租赁条款看，目前公司物业与主要客户签订了较为长期的租赁合同，且约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表15 截至2016年底公司主要租赁资产明细（单位：平方米、万元）

租赁资产名称	面积	2016年租金	租赁期	租赁条款
云峰大道、七一路等6处写字楼	58,288.77	3,821.62	2011.12-2026.12	租金每年在上一年的基础上递增3%
中环路107号1栋1层1号、2号，2层1号、2号，3层1号、2号，负一层	4,653.05	203.11	1栋1层1号 2012.8-2017.8 其余 2014.3-2026.3	年租金递增3%
白云区同心路13号原检察院写字楼	3,926.07	121.18	2014.3-2024.3	租金按每半年缴纳，先交租金后使用，第三年起递增3%。免三个月装修期。
白云南路611号A段1层10号（佳居新苑一楼十号）	141.49	84.70	2015.5-2017.5	年递增10%
合计	67,009.38	4,230.61	-	-

资料来源：公司提供

公司担保业务由下属子公司白云中小企业融资担保负责，主要为白云区内各产业园、各乡镇的中小微企业担保，目前与贵阳银行、贵阳市农村商业银行两家银行签署了合作协议，截至2016年末，白云中小企业融资担保对外累计担保金额为3.20亿元。2014-2016年担保发生额分别为7,425万元、10,485万元和11,538万元，年复合增长率为24.66%。截至2016年末，公司共发生了1笔担保代偿，累计损失额约473万元。

表16 公司融资担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
累计担保笔数（笔）	46	36	27
累计担保金额	31,998	20,460	9,975
当期担保发生额	11,538	10,485	7,425
当期解除担保额	11,135	7,425	2,550
期末在保余额	10,888	10,485	7,425
期末间接融资性担保责任余额	10,888	10,485	7,425

资料来源：公司提供

当地政府在资产注入、财政补贴方面对公司的支持力度较大

在资产注入方面，根据“白国资委[2013]11号”文件，2013年白云区国资委将白云区分峰大道3处房产、一块土地注入公司，增加资本公积2.35亿元。2015年，白云区国有资产管理委员会出具“白国资委[2015]09”号文件，将青山片区十宗土地以评估价552,542.97万元注入公司，计入存货并等额增加资本公积552,542.97万元。

在财政补助方面，2014-2016年白云区财政局分别拨付公司财政补贴11,536.48万元、14,108.95万元和5,984.50万元，占同期利润总额的比重分别为66.77%、66.97%和42.17%，政府补助是公司利润的重要来源。

表17 近年来公司受政府支持情况（单位：亿元）

年份	政府文件号	项目	入账价值	备注
2011年	白国资委【2011】15号	房产	4.31	白云区云峰大道99号1号综合写字楼、尖山路拂云巷二期15号、七一路2号综合楼等七处房产注入公司
2012年	白国资委【2012】09号	土地	9.57	白云区同心路13号1栋、2栋综合写字楼，及位于金苏大道、云峰大道共3块土地资产注入公司
2013年	白国资委【2013】11号	房产/土地	2.35	白云区国有资产管理委员会将白云区云峰大道3处房产、一块土地注入公司
2015年	白国资委【2015】09号	土地	55.25	青山片区十宗土地以评估价值入账

资料来源：公司提供

七、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2013-2015年三年连审审计报告及2016年审计报告，2013-2015年三年连审审计报告及2016年审计报告均按照新会计准则编制。

2016年合并报表范围内新增一家子公司，2014-2016年公司纳入合并范围子公司变化情况如表18所示，因公司2016年执行“营改增”新会计政策，2015年数据采用2016年审计报告期初数或上期数。

表18 公司2014-2016年纳入合并范围的子公司变化情况

公司名称	是否合并		
	2016年	2015年	2014年
贵州和馨物业管理有限公司	√	×	×
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	√	√	√

资料来源：公司2013-2015年三年连审审计报告、2016年审计报告

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，资产以土地资产和应收款项为主，其中部分资产已受限，应收款项对营运资金占用较明显，整体资产流动性一般

公司总资产规模进一步增加，截至2016年末，公司总资产为147.42亿元，2014-2016

年复合增长率为77.23%，2016年末流动资产占比为86.64%。

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。截至2016年末，公司货币资金为10.17亿元，其中0.50亿元为保证金，流动性受限，货币资金整体受限规模较小。截至2016年末，公司应收账款为25.27亿元，主要为应收贵阳市白云区财政局20.04亿元工程款，账龄主要在1年以上，其中47.41亿元的应收账款已用于质押。公司其他应收款主要为往来借款及征拆迁补偿款，截至2016年公司其他应收款为16.07亿元，主要是贵阳白云城市建设投资有限公司、贵阳市白云区房屋征收管理局等单位在公司的借款，以及应收贵阳白云经济开发区土地储备中心、贵阳市白云区土地征收工作领导小组办公室等单位的征拆迁补偿款。2016年末公司应收款项占总资产的比例为28.04%，考虑到应收对象主要为地方政府或地方国企，发生坏账损失的风险不大，但回收时间具有不确定性，对公司资金占用较明显。截至2016年公司存货为73.51亿元，其存货中的土地资产为73.30亿元，已抵押的存货价值为48.90亿元，抵押比例为66.52%。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司固定资产以房屋建筑物为主，2016年末公司固定资产为8.49亿元，变化的原因主要是公司购置了6,966.33万元的房屋建筑物。2016年末公司在建工程为10.44亿元，规模大幅提升，主要原因是公司铝及铝加工基地项目、黑石头片区项目等项目追加投入所致。

总体而言，公司资产规模进一步扩大，但以土地资产和应收款项为主，2016年末98.27亿元的资产已用于融资抵质押，应收款项对营运资本占用较明显，整体资产流动性一般。

表19 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	101,681.01	6.90%	50,347.47	4.07%	24,325.24	5.18%
应收账款	252,744.80	17.14%	200,526.30	16.21%	135,143.15	28.79%
其他应收款	160,682.52	10.90%	108,790.94	8.79%	43,903.19	9.35%
存货	735,125.08	49.87%	732,966.04	59.25%	171,212.76	36.48%
流动资产合计	1,277,207.43	86.64%	1,104,656.27	89.30%	375,536.66	80.01%
固定资产	84,850.38	5.76%	79,299.14	6.41%	80,099.57	17.07%
在建工程	104,359.85	7.08%	51,492.39	4.16%	12,159.46	2.59%
非流动资产合计	196,978.47	13.36%	132,336.07	10.70%	93,809.74	19.99%
资产总计	1,474,185.90	100.00%	1,236,992.33	100.00%	469,346.39	100.00%

注：2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据来源于 2013-2015 年三年连审审计报告，下同。

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入规模有所下降，利润对政府补助的依赖性较强

2014-2016年公司分别实现营业收入62,571.40万元、58,706.54万元和55,334.91万元，收入规模有所下降，主要原因是公司工程建设收入减少，目前公司在建代建项目较多，且部分主要在建项目已签订回购协议，未来工程建设收入有较好的持续性。毛利率方面，2014-2016年公司综合毛利率分别为11.85%、14.42%和14.00%，呈一定波动性，2015年公司综合毛利率同比增加2.57个百分点，主要是房租收入毛利率提升所致。2014-2016年公司营业利润呈一定波动性，2016年公司营业利润为2,501.67万元，较2015年大幅下降，主要原因是公司计提的坏账准备增加导致资产减值损失增加。2016年公司营业外收入为11,714.49万元，主要是非流动资产处置利得和政府补助，其中非流动资产处置利得不具有持续性。2014-2016年白云区财政局分别拨付公司财政补贴11,536.48万元、14,108.95万元和5,984.50万元，占同期利润总额的比重分别为66.77%、66.97%和42.17%，公司利润对政府补助的依赖性仍然较大。2016年公司利息支出均资本化，使得公司期间费用率为0.50%，处于较低水平。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业收入	55,334.91	58,706.54	62,571.40
营业利润	2,501.67	6,936.12	4,858.52
补贴收入	5,984.50	14,108.95	11,536.48
非流动资产处置利得	5,717.61	0.00	884.30
利润总额	14,190.95	21,067.50	17,278.29
综合毛利率	14.00%	14.42%	11.85%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金持续净流出，主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力

2014-2016年公司收现比分别为0.16、0.06和1.33，近三年平均收现比为0.52，主营业务回款能力较差，公司大量资金被占用。2014-2016年公司经营活动现金流表现为持续的净流出，主要是受公司项目建设支出及往来款的影响。

2014-2016年公司投资活动现金流出规模持续增加，2014-2016年流出额分别为247.13万元、30,594.15万元和38,163.50万元，但整体规模不大。公司主业经营现金回收情况一般，项目建设主要依靠融资来筹集资金，2014-2016年筹资活动现金净流入分别为1.82亿元、12.97亿元和11.41亿元，2015年筹资活动现金净流入较2014年大幅增加主要原因是发行

“15白工投”（票面利率为7.30%，期限为7年）募集资金，2016年公司的银行贷款规模较上年大幅增加，使得公司筹资活动产生的现金流量净额11.41亿元。截至2016年末，公司主要在建项目尚需投入47.18亿元，规模仍然较大，而资金主要自筹，未来仍将面临一定的融资压力。

近年公司经营活动现金持续净流出，主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力。

表21 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
收现比	1.33	0.06	0.16
销售商品、提供劳务收到的现金	73,489.02	3,393.35	10,077.51
收到的其他与经营活动有关的现金	78,741.71	54,787.32	70,515.11
经营活动现金流入小计	152,230.73	58,180.67	80,592.62
购买商品、接受劳务支付的现金	41,954.53	56,818.81	35,968.08
支付的其他与经营活动有关的现金	134,591.62	69,689.65	44,189.44
经营活动现金流出小计	177,500.56	131,597.99	85,546.46
经营活动产生的现金流量净额	-25,269.83	-73,417.32	-4,953.85
投资活动产生的现金流量净额	-38,163.50	-30,594.15	-247.13
筹资活动产生的现金流量净额	114,130.16	129,667.71	18,200.00
现金及现金等价物净增加额	50,696.84	25,656.24	12,999.03

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务快速增长，存在一定的偿债压力

近年公司债务规模快速增长，2016年末公司负债总额分别为58.97亿元，2014-2016年年均复合增长率为100.84%。受益于政府资产注入及自身经营积累，公司资本实力大幅提升，2016年末公司所有者权益为88.44亿元，较2014年增长173.70%。2016年末公司产权比率为66.68%，较2014年末增加21.43个百分点。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	589,748.96	346,207.64	146,206.83
所有者权益	884,436.93	890,784.69	323,139.56
产权比率	66.68%	38.87%	45.25%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，2016年末公司流动负债占比为54.42%。公司流动负债主要为应付账款、预收账款、应交税费、其他应付款与一年内到期的非流动负债。2016年公司新增委托

贷款8,421.27万元，占比为1.43%。公司应付账款以应付工程款为主，截至2016年末公司应付账款为3.11亿元。公司预收账款以预收卖房款、工程款为主，2016年末公司预收账款为8.63亿元，较2014年大幅增加，主要系公司2016年新增卖房款8.33亿元所致，但该项预收账款对公司不造成实质性偿付压力。公司其他应付款主要为往来借款、征拆补偿款、保证金及土地报批费等，2016年末其他应付款为12.28亿元，主要系公司往来借款增加所致。公司一年内到期的非流动负债为公司一年内到期的长期借款，2016年末规模为3.97亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款与专项应付款。公司长期借款主要为抵押借款及委托借款，系以公司土地使用权、房产及应收账款进行抵押，2016年末公司长期借款为12.36亿元。公司应付债券为“15白工投”，2016年末公司应付债券余额为9.93亿元。公司长期应付款为特定资产收益权回购款，实质为公司的融资款，2016年末规模为2.99亿元。公司专项应付款主要为政府补助项目经费、征拆迁款，2016年末规模为1.60亿元。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,421.27	1.43%	0	0.00%	0	0.00%
应付账款	31,053.21	5.27%	27,208.69	7.86%	27,208.69	18.61%
预收款项	86,314.71	14.64%	3,012.65	0.87%	9,433.01	6.45%
其他应付款	122,754.15	20.81%	100,837.93	29.13%	47,884.96	32.75%
一年内到期的非流动负债	39,700.00	6.73%	22,100.00	6.38%	6,700.00	4.58%
流动负债合计	320,917.60	54.42%	180,202.44	52.05%	105,858.41	72.57%
长期借款	123,581.73	20.95%	49,700.00	14.36%	40,100.00	27.43%
应付债券	99,313.91	16.84%	99,129.49	28.63%	0	0.00%
长期应付款	29,900.00	5.07%	0	0.00%	0	0.00%
专项应付款	16,035.71	2.72%	17,175.71	4.96%	-	-
非流动负债合计	268,831.36	45.58%	166,005.21	47.95%	40,105.71	27.43%
负债合计	589,748.96	100.00%	346,207.64	100.00%	146,206.83	100.00%
其中：有息债务 ³	406,834.73	68.98%	172,129.49	49.72%	50,500.00	34.54%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、其他应付款中的企业借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2016年末，公司有息债务规模增长至40.68亿元，2014-2016年复合增长率为183.83%，公司有息债务快速增长，公司面临一定的偿债压力。

³截至 2015 年末，公司其他应付款中仅有与贵阳高科控股集团有限公司的 1,200 万借款为有息借款。

根据公司偿债能力指标，2016年末公司资产负债率为40.01%，较2014年增加8.86个百分点，负债比率有所增加。2016年的流动比率为3.98，略高于2014年，流动资产主要为土地资产和应收款项，部分土地资产已抵押，应收账款的回收能力受当地财政收支情况影响，存在一定的不确定性，短期偿债能力进一步下降。2015-2016年公司EBITDA利息保障倍数为分别3.56和1.31，公司的经营活动现金生成对利息支出的保障程度一般。总体而言，公司有息债务规模快速增加，公司面临一定的偿债压力。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	40.01%	27.99%	31.15%
流动比率	3.98	6.13	3.54
EBITDA（万元）	15,639.02	22,449.02	18,623.61
EBITDA 利息保障倍数	1.31	3.56	-
有息债务/EBITDA	26.01	7.67	2.71

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

（1）募投项目产生的投资收益

根据募投项目的可行性研究报告，在本期债券存续期内，白云区铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目及白云区黑石头片区棚户区改造工程项目建设完工后，预计分别可实现销售收入合计 287,147.68 万元，是本期债券还本付息的首要保障。但我们应关注到项目建成后能否按计划销售完毕存在较大不确定性，且募投项目的销售价格是基于当前市场行情的预测前提下，实际运营后售价或有变动，因而募投项目未来收益存在一定不确定性。

（2）公司在建及代建项目预计可以带来的收入

截至 2016 年末，公司主要在建及代建项目有铝及铝加工基地、白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目、黑石头片区 2 号道路工程项目等。公司主要在建及代建项目计划总投资 77.85 亿元，截至 2016 年末已完成投资 30.67 亿元，项目规模较大，未来收入有一定的持续性，可为本期债券偿还提供一定保障，但公司在建项目受投资进度和财政资金安排影响，在建及代建项目收入存在一定的波动性。

(3) 土地资产变现

2016年末公司存货为73.51亿元，其中存货中的土地资产为73.30亿元，已抵押的存货价值为48.90亿元，抵押比例为66.52%，剩余未抵押土地可通过出让或者用于抵押进行融资，为公司提供一定的流动性支持。但是，由于土地变现的价值易受城市规划及土地市场景气度的影响，极端情况下短期快速变现能力较弱。

(4) 政府支持

2014-2016年白云区公共财政收入分别为11.69亿元、13.50亿元和13.87亿元，公司作为白云区重要基础设施建设实施主体，2014-2016年公司合计获得白云区财政局3.16亿元的财政补贴，是公司利润的主要来源，考虑到公司仍承担着较大规模的基础设施建设项目和棚户区改造任务，预计未来在资产注入和财政补贴方面将继续获得政府的有力支持。但我们也应关注政府补贴易受当地政府财政预算的影响。

九、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额合计为3.24亿元，占公司期末净资产的3.66%，被担保方均为国有企业。同时，公司对贵阳白云城市建设投资有限公司3.00亿元的担保采取了反担保措施，公司对外担保面临的代偿风险相对较小。

表25 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
贵阳水务集团白云区水务有限公司 ⁴	2,400.00	2019.07.15	无
贵阳白云城市建设投资有限公司	30,000.00	2017.12.19	有
合计	32,400.00	-	-

资料来源：公司提供

⁴ 该公司原名为贵阳市白云区自来水公司。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	101,681.01	50,347.47	24,325.24
应收账款	252,744.80	200,526.30	135,143.15
预付款项	20,567.96	4,857.29	952.32
其他应收款	160,682.52	108,790.94	43,903.19
存货	735,125.08	732,966.04	171,212.76
其他流动资产	6,406.05	7,168.24	0.00
流动资产合计	1,277,207.43	1,104,656.27	375,536.66
可供出售金融资产	3,799.33	500.00	500.00
固定资产	84,850.38	79,299.14	80,099.57
在建工程	104,359.85	51,492.39	12,159.46
无形资产	2,428.79	579.69	589.59
长期待摊费用	52.22	72.05	240.31
递延所得税资产	1,487.90	392.80	220.81
非流动资产合计	196,978.47	132,336.07	93,809.74
资产总计	1,474,185.90	1,236,992.33	469,346.39
短期借款	8,421.27	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	3,700.00
应付账款	31,053.21	27,208.69	27,208.69
预收款项	86,314.71	3,012.65	9,433.01
应付职工薪酬	69.33	3.99	0.00
应交税费	26,490.24	20,992.54	10,976.23
应付利息	5,475.00	5,475.00	0.00
其他应付款	122,754.15	100,837.93	47,884.96
一年内到期的非流动负债	39,700.00	22,100.00	6,700.00
其他流动负债	639.70	571.65	198.23
流动负债合计	320,917.60	180,202.44	106,101.12
长期借款	123,581.73	49,700.00	40,100.00
应付债券	99,313.91	99,129.49	0.00
长期应付款	29,900.00	0.00	0.00
专项应付款	16,035.71	17,175.71	5.71
非流动负债合计	268,831.36	166,005.21	40,105.71
负债合计	589,748.96	346,207.64	146,206.83
实收资本（或股本）	15,000.00	15,000.00	15,000.00
资本公积	785,247.83	803,196.67	250,653.70

其他综合收益	1,048.59	0.00	0.00
盈余公积	6,470.85	5,419.99	3,853.01
未分配利润	76,669.66	67,168.02	53,632.85
归属于母公司所有者权益合计	884,436.93	890,784.69	323,139.56
所有者权益合计	884,436.93	890,784.69	323,139.56
负债和所有者权益总计	1,474,185.90	1,236,992.33	469,346.39

注：2014 年财务数据来源于 2013-2015 年三年连审审计报告，2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告期初数或上期数，下同。

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、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	55,334.91	58,706.54	62,571.40
营业收入	55,334.91	58,706.54	62,571.40
营业总成本	52,833.23	51,770.42	57,712.88
营业成本	47,590.12	50,243.26	55,157.54
税金及附加	588.53	974.27	194.4
销售费用	11.26	49.87	139.28
管理费用	1,051.20	764.08	2,745.30
财务费用	-788.28	-949.02	-130.57
资产减值损失	4,380.41	687.96	-393.07
营业利润	2,501.67	6,936.12	4,858.52
加：营业外收入	11,714.49	14,142.68	12,425.77
减：营业外支出	25.21	11.30	6.00
利润总额	14,190.95	21,067.50	17,278.29
减：所得税	3,550.65	5,245.59	332.96
净利润	10,640.31	15,821.91	16,945.34

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、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
销售商品、提供劳务收到的现金	73,489.02	3,393.35	10,077.51
收到其他与经营活动有关的现金	78,741.71	54,787.32	70,515.11
经营活动现金流入小计	152,230.73	58,180.67	80,592.62
购买商品、接受劳务支付的现金	41,954.53	56,818.81	35,968.08
支付给职工以及为职工支付的现金	587.61	514.15	372.57
支付的各项税费	366.80	4,575.39	5,016.37
支付其他与经营活动有关的现金	134,591.62	69,689.65	44,189.44
经营活动现金流出小计	177,500.56	131,597.99	85,546.46
经营活动产生的现金流量净额	-25,269.83	-73,417.32	-4,953.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,041.63	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	1,041.63	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	36,705.13	30,594.15	247.13
投资支付的现金	2,500.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	39,205.13	30,594.15	247.13
投资活动产生的现金流量净额	-38,163.50	-30,594.15	-247.13
吸收投资收到的现金	500.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	121,653.00	31,400.00	19,100.00
发行债券收到的现金	0.00	99,000.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	30,000.00	49,598.19	0.00
筹资活动现金流入小计	152,153.00	179,998.19	19,100.00
偿还债务支付的现金	8,050.00	6,400.00	900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,924.00	6,309.66	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	18,048.84	37,620.82	0.00
筹资活动现金流出小计	38,022.84	50,330.48	900.00
筹资活动产生的现金流量净额	114,130.16	129,667.71	18,200.00
现金及现金等价物净增加额	50,696.84	25,656.24	12,999.03

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、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	10,640.31	15,821.91	16,945.34
加：资产减值准备	4,380.41	687.96	-393.07
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,399.43	1,346.39	1,321.32
无形资产摊销	28.81	13.70	13.32
长期待摊费用摊销	19.83	21.43	10.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）	-5,705.45	0.00	-883.68
财务费用（收益以“—”号填列）	0.00	0.00	-130.57
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-1,095.10	-171.99	111.88
存货的减少（增加以“—”号填列）	-2,159.04	-561,753.28	22.75
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-119,820.76	422,175.36	-64,423.34
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	87,041.74	48,441.20	42,451.54
经营活动产生的现金流量净额	-25,269.83	-73,417.32	-4,953.85
现金的期末余额	96,678.32	45,981.49	20,325.24
减：现金的年初余额	45,981.49	20,325.24	7,326.21
现金及现金等价物净增加额	50,696.84	25,656.24	12,999.03

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、2016 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	40.01%	27.99%	31.15%
流动比率	3.98	6.13	3.54
综合毛利率	14.00%	14.42%	11.85%
EBITDA（万元）	15,639.02	22,449.02	18,623.61
EBITDA 利息保障倍数	1.31	3.56	-
产权比率	66.68%	38.87%	45.25%
收现比	1.33	0.06	0.16

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告、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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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	$\text{短期借款} + \text{其他应付款中的企业借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。