

2015 年贵阳白云工业发展投资有限公司

公司债券 2018 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【2018】跟踪第
【365】号 01

债券简称：15 白云工投
债/PR 白云工投

增信方式：国有土地使用
权抵押担保

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2022 年
3 月 27 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期的第 3 年至
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：
谢海琳 刘志强

电话：
0755-82872658

邮箱：
xiehl@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 年贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券 2018 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	2018 年 5 月 29 日	2017 年 6 月 19 日

评级观点：

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”）及其 2015 年 3 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供良好基础，公司业务在白云区具有一定的垄断性且业务持续性较好，同时继续获得外部支持，并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性相对较弱，面临一定的或有负债风险、资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年贵阳市白云区实现 GDP 220.16 亿元，同比增长 11.60%，实现公共财政收入 15.03 亿元，同比增长 8.37%，区域经济和财政保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务在白云区具有一定的垄断性且业务持续性较好。公司主要从事贵阳市白云区基础设施和保障性住房建设，是白云区重要的建设平台之一，具有一定的业务垄断性，2017 年末公司主要在建及代建项目总投资合计 82.97 亿元。
- 公司继续获得外部支持。2017 年公司获得财政补贴 2,892.93 万元，占公司利润总额的 22.19%，一定程度上改善了公司的盈利水平。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。公司以其合法拥有

的 9 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，评估价值为 27.63 亿元，为本期债券未偿还本金的 3.45 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性相对较弱。**2017 年末公司土地（含无形资产）和应收款项分别为 73.54 亿元和 52.34 亿元，分别占总资产的 46.69%和 33.23%，其中 37.89 亿元的土地资产已用于借款抵押，47.41 亿元的应收款项已用于借款质押，受限资产合计 85.90 亿元，占总资产的 54.53%，公司资产整体流动性相对较弱。
- **面临一定的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 47.49 亿元，后续资金需求较大且多为公司自筹，未来项目建设面临一定的资金压力。
- **面临一定的偿债压力。**近年公司有息债务快速增长，2017 年末公司有息债务为 36.14 亿元，资产负债率为 44.15%，面临一定的偿债压力。
- **面临一定的或有负债风险。**2017 年末，公司对外担保金额为 3.00 亿元，占当期末净资产的 3.41%，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,575,167.92	1,474,185.90	1,236,992.33
所有者权益（万元）	879,749.60	884,174.79	890,784.69
有息债务（万元）	361,417.16	300,916.91	170,929.49
资产负债率	44.15%	40.02%	27.99%
流动比率	3.91	4.07	6.13
营业收入（万元）	54,788.73	55,334.91	58,706.54
其他收益（万元）	2,892.93	0.00	0.00
营业外收入（万元）	5.18	5,984.50	14,142.68
利润总额（万元）	13,035.74	14,190.95	21,067.50
综合毛利率	15.63%	14.00%	14.42%
EBITDA（万元）	14,643.44	15,639.02	22,449.02
经营活动现金流净额（万元）	-64,297.03	-25,269.83	-73,417.32

注：其他收益为公司会计政策变更后收到的补助。
 资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

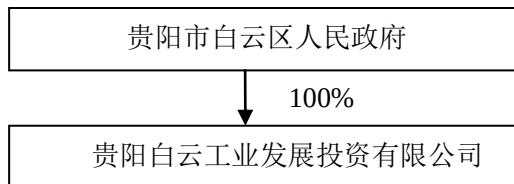
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2015]416号文件”批准，公司于2015年3月27日发行10亿元公司债券，票面利率7.3%。截至2017年末，8.5亿元已全部用于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目（以下简称“程官摆拢项目”），1.5亿元已全部用于白云区黑石头片区2号道路工程项目，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

截至2018年4月末，公司名称、注册资本、法定代表人、控股股东和实际控制人均未变化，注册资本仍为15,000万元，控股股东和实际控制人仍为贵阳市白云区人民政府（以下简称“白云区政府”），产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，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。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司无变化，合并报表范围内的子公司具体如表1所示。

表1 截至2017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2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为157.52亿元，所有者权益为87.97亿元，资产负债率为44.15%；2017年度，公司实现营业收入5.48亿元，利润总额1.30亿元，经营活动现金净流出6.43亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
------	------	------	------

2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97 号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266 号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92 号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年贵阳市经济增长较快,重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显,旅游业对第三产业发展有一定贡献

2017年贵阳市实现地区生产总值3,537.9亿元,按可比价格计算,同比增长11.3%,增速较上年回落0.4个百分点,增速较快,位居全国省会城市第一。地区经济实力不断增强,2017年人均GDP为74,493元,为全国人均GDP的124.86%,经济实力较好。分产业看,近年来贵阳市大力发展第二、第三产业,2017年第二、第三产业增加值分别为1,375.18亿元和2,015.45亿元,增速分别为10.0%和12.6%,第一产业增速略高于2016年。三次产业结构由2016年的4.3:38.6:57.1调整至2017年的4.2:38.9:57.0。

表3 2016-2017 年贵阳市主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,537.96	11.3%	3,157.70	11.7%
第一产业增加值	147.33	6.3%	137.14	5.9%
第二产业增加值	1,375.18	10.0%	1,218.79	12.1%
第三产业增加值	2,015.45	12.6%	1,801.77	11.9%
规模以上工业增加值	-	9.7%	780.82	9.9%
固定资产投资	-	18.1%	3,380.73	20.5%
社会消费品零售总额	1,335.28	11.7%	1,195.34	12.7%
进出口总额（亿美元）	29.92	25.3%	39.27	-56.9%
存款余额	10,908.27	-	9,928.30	-
贷款余额	10,506.14	-	9,153.20	-
人均 GDP（元）	74,493		67,771	
人均 GDP/全国人均 GDP	124.86%		125.55%	

注：（1）2017 年的进出口增速按扣除政策性增量后的可比口径统计；

（2）标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2016-2017 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

贵阳市重点产业支柱作用较为明显。2017年贵阳市规模以上工业增加同比增长9.7%，贵阳市以磷煤化工、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、橡胶及塑料制品为八大重点产业，2017年贵阳市重点产业规模以上工业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为80.6%。2017年规模以上工业企业主营业务收入2,750.11亿元，同比增长9.7%，实现利税总额402.35亿元，同比增长3.1%。

2017年贵阳市固定资产投资增速为18.1%，增速较上年放缓2.4个百分点，对经济增长的拉动作用较为明显，其中2017年房地产投资金额同比增长10.7%。2017年贵阳市全市全年旅游总人数为14,877.54万人，实现旅游总收入1,871.95亿元，同比分别增长34.1%和34.7%。进出口方面，受国际经济复苏影响，2017年贵阳市进出口总额为29.92亿美元，按扣除政策性增量后的可比口径计算，同比增长25.3%。

总体来看，2017年贵阳市经济增长较快，重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显，旅游业对第三产业发展有一定贡献。

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

2017年贵阳市白云区实现地区生产总值220.16亿元，同比增长11.6%，增速较上年放缓1.4个百分点但仍高于全国平均增速，三次产业结构由2016年的3.0:53.2:43.8调整为2017年的2.9:52.8:44.3，第二产业为当地支柱产业，白云区人均GDP为75,865元，为全国人均GDP的127.16%，地区经济发展水平较好，但经济体量规模较小。

从工业上看，2017年白云区规模以上工业增加值为95.13亿元，同比增长9.9%，其中

重工业增加值为73.43亿元，同比增长9.9%，从主要行业看，化学原料及化学制品制造业、医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业实现高速增长。白云铝工业园区完成工业增加值62.66亿元，同比增长7.1%。

白云区2017年完成固定资产投资357.47亿元，规模较大，对经济增长的拉动作用明显，但增速下降明显，主要是第三产业投资增速大幅下降。分产业看，第二、第三产业分别累计完成投资162.97亿元和188.42亿元；从行业上看，其中房地产开发投资73.50亿元，占固定资产投资比重的20.6%。2017年白云区社会消费品零售总额为54.81亿元，同比增长12.3%，从消费和投资数据看，白云区经济主要为投资拉动型。

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。

表4 2016-2017年贵阳市白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	220.16	11.6%	195.10	13.0%
第一产业增加值	6.37	6.2%	5.93	6.5%
第二产业增加值	116.24	9.1%	103.71	12.7%
第三产业增加值	97.55	14.7%	85.46	13.7%
规模以上工业增加值	95.13	9.9%	104.87	12.0%
固定资产投资	357.47	1.4%	413.35	20.5%
社会消费品零售总额	54.81	12.3%	48.81	13.1%
进出口总额（亿美元）	0.53	40.8%	0.30	11.5%
存款余额	425.38	-	422.09	-
贷款余额	329.67	-	310.95	-
人均 GDP（元）	75,865		68,721	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.16%		127.31%	

资料来源：2016-2017年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

贵阳市公共财政收入保持增长，财政自给能力较好

受益于经济增长，贵阳市财政收入稳步增长，2017年贵阳市全市公共财政收入完成377.77亿元，同比¹增长8.01%，其中税收收入为296.41亿元，同比增长10.92%，非税收入81.36亿元，同比下降1.43%。从公共财政收入构成看，2017年贵阳市全市税收收入占78.46%，贵阳市公共财政收入质量较高。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，2017年贵阳市土地市场回暖，土地出让收入的大幅增加导致2017年全市政府性基金收入同比增长116.09%至270.46亿元。

支出方面，2017年贵阳市全市财政支出578.08亿元，同比增长10.06%，从支出方向看，

¹贵阳市全市及市本级财政数据同比增长的计算口径剔除了营业税改征增值税等政策性减收因素。

一般公共服务支出、教育支出、社会保障与就业支出和医疗卫生与计划生育等刚性支出合计279.66亿元，占比为48.38%，全市财政支出灵活性较小。2017年全市财政自给率为65.35%，财政自给能力较好。

市本级方面，2017年贵阳市本级实现公共财政收入123.00亿元，同比增长9.62%，其中税收收入87.19亿元，同比增长5.79%，非税收入35.81亿元，同比增长20.22%。从公共财政收入构成，2017年税收收入占比为70.89%，公共财政收入稳定性较好。受贵阳市土地市场行情回暖影响，市本级政府性基金收入大幅增长至171.61亿元。

从市本级支出情况看，2017年贵阳市市本级公共财政支出152.91亿元，市本级财政自给率为80.44%，贵阳市市本级财政自给能力较好。

总体来看，2017年贵阳市公共财政收入保持增长，财政自给能力较好。

表5 2016-2017年贵阳市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	-	-	689.16	189.84
（一）公共财政收入	377.77	123.00	366.32	120.50
其中：税收收入	296.41	87.19	283.78	90.71
非税收入	81.36	35.81	82.54	29.79
（二）上级补助收入	-	-	197.66	11.64
其中：返还性收入	-	-	38.52	14.38
一般性转移支付收入	-	-	81.46	-0.42
专项转移支付收入	-	-	77.68	-8.64
（三）政府性基金收入	270.46	171.61	125.18	57.70
其中：土地出让收入	251.30	159.37	111.35	50.09
财政支出	819.12	219.38	690.78	183.66
（一）公共财政支出	578.08	152.91	525.61	147.20
（二）政府性基金支出	241.04	66.47	165.17	36.46
财政自给率	65.35%	80.44%	69.69%	81.86%

注：（1）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；（2）标“-”表示数据通过公开渠道无法取得。

资料来源：贵阳市2017年全市和市本级财政预算执行情况与2018年全市和市本级财政预算（草案）报告和贵阳市2016年财政决算（草案）报告，鹏元整理

白云区公共财政收入稳步增长，财政自给能力较好，但整体而言地方综合实力规模较小

受益于经济增长，白云区财政稳步增长，2017年白云区地方综合财力为28.30亿元，同比增长6.19%。公共财政收入和上级补助收入是地方综合财力的主要来源，2017年公共财政收入和上级补助收入占比分别为53.09%和37.83%，公共财政收入占比较上年增加1.07

个百分点。

表6 2016-2017年贵阳市白云区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	283,024	266,519
（一）公共财政收入	150,256	138,655
其中：税收收入	120,932	100,590
非税收入	29,324	38,065
（二）上级补助收入	107,055	118,984
其中：返还性收入	13,676	9,909
一般性转移支付收入	53,094	53,142
专项转移支付收入	40,285	55,933
（三）政府性基金收入	25,713	8,880
财政支出	395,496	244,908
（一）公共财政支出	229,233	225,035
（二）政府性基金支出	166,263	19,873
财政自给率	65.55%	61.61%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：贵阳市白云区财政局，鹏元整理

2017年白云区实现公共财政收入15.03亿元，同比增长8.37%，其中税收收入为12.09亿元，占公共财政收入的80.48%，且税收收入占比较上年增加7.94%，公共财政收入质量较好。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，2017年白云区扣除专项转移支付后的地方综合财力为24.17亿元。

近年白云区政府性基金收入规模小于支出，主要是自2014年1月开始贵阳市实施土地“六统一”²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，之后白云区政府按成本的60-80%确认土地出让收入，款项待决算审计后拨付，审核拨付周期较长，同时资金拨付存在较长的时滞。

白云区财政支出方面，2017年白云区公共财政支出22.92亿元，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，2017年白云区财政自给率为65.55%，财政自给能力较好。

截至2017年末，白云区负有偿还义务的直接债务余额53.48亿元，担保债务余额1,201.00万元，地方政府债务余额为53.60亿元，债务水平相对较高。

总体来看，白云区公共财政收入稳步增长，财政自给能力较好，但整体而言地方综合财力规模较小。

² 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。

四、经营与竞争

2017年公司实现营业收入5.48亿元，同比下降0.99%，工程建设收入仍是最主要的收入来源，同期占营业收入的84.40%，2017年公司新增了4,070.54万元的房屋销售收入，主要来自标准厂房和米兰春天项目销售收入。担保费收入主要来自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开展的担保业务，规模很小，其他业务收入主要为公司物业产生的房租收入。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为15.63%，综合毛利率水平较2016年有所提高，主要原因是“营改增”前已计提未缴纳的营业税调增2017年工程建设收入导致工程建设毛利率大幅至11.49%，2017年工程建设毛利率的增长不具有持续性。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	50,470.69	10.85%	50,623.92	9.63%
其中：工程建设收入	46,243.74	11.49%	50,322.97	9.09%
房屋销售收入	4,070.54	0.14%	0.00	0.00
担保费收入	156.41	100%	300.95	100.00%
其他业务收入	4,318.04	71.43%	4,710.98	60.90%
其中：房租收入	4,318.04	71.43%	4,710.98	60.90%
合计	54,788.73	15.63%	55,334.91	14.00%

资料来源：公司提供

公司工程建设收入有所下滑，部分项目已签订回购协议，有一定的业务持续性，但受投资进度影响，收入规模存在一定波动性

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，业务在区域内具有一定的垄断性。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《白云区程官摆拢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公司的白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目。

公司在建的基础设施项目包括铝及铝加工基地各项工程、青山路、观云大道、南湖西路、青山产城互动带等项目，2017年市政基础设施项目确认投资额3.20亿元，根据协议按照投入额的10%确认工程建设收入3.41亿元，较上年增长119.98%；棚户区改造项目收入主要来自程官摆拢项目，2017年棚户区改造项目收入为9,582.12万元，较2016年大幅下降，受投资进度影响，公司工程建设收入规模存在一定的波动性。

表8 公司 2016-2017 年确认的工程建设收入明细（单位：万元）

类别	项目	2017 年		2016 年	
		投入金额	确认收入	投入金额	确认收入
市政基础设施项目	铝及铝加工基地	21,484.21	22,944.30	5,474.45	6,021.90
	青山路、观云大道	7,619.20	8,137.00	3,076.61	3,384.27
	南湖西路	818.43	874.05	129.7	142.66
	青山产城互动带等	210.57	224.88	242.19	266.41
	黑石头片区项目（1、2 号路）	1,823.41	1,947.33	5,180.85	5,698.93
	小计	31,955.81	34,127.56	14,103.80	15,514.17
棚户区改造项目	商专安置楼 ³	0.00	0.00	-9,380.00	-10,318.00
	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	8,972.35	9,582.12	41,024.36	45,126.80
	小计	8,972.35	9,582.12	31,644.36	34,808.80
合计		40,928.16	43,709.68	45,748.16	50,322.97

注：（1）表 7 和表 8 的工程建设收入差额主要为“营改增”前已计提未缴纳的营业税。

（2）程官摆拢项目 2017 年末账面价值较 2016 年末相比未变化。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2017年底，公司在建的基础设施项目有铝及铝加工基地基础设施

³ 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。

项目、黑石头片区项目等，预计总投资82.97亿元，已完成投资额35.49亿元，且部分项目已签订回购协议，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47.49亿元，后续资金需求多为公司自筹，未来公司项目建设面临一定的资金压力。

表9 截至 2017 年 12 月 31 日公司在建及代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
铝及铝加工基地建设项目	191,783.88	102,241.06	2015.9.18	是
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	73,900.93	2015 年 8 月	否
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	116,307.30	2015.1.21	是
白云区黑石头片区 2 号道路工程项目	42,043.06	19,896.44	2013.1.24	否
白云区黑石头片区棚户区改造工程项目	60,313.56	7,165.78	-	否
麦架河治理工程	135,882.18	3,625.04	2014.11.28	否
体育健身中心	32,500.00	3,161.96	2015.2.13	否
白云区吉利汽车 W 项地块土地一级开发建设项目	51,188.19	28,558.84	2016.5.10	是
合计	829,714.62	354,857.35		

注：（1）白云区黑石头片区棚户区改造工程项目暂未开工，前期已投资额主要为土地成本。

（2）白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目为公司“18 白云工投债 01”募投项目；白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区 2 号道路工程项目为公司本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

租赁业务、房屋销售和担保业务一定程度上丰富了公司收入来源，但房屋销售毛利率很低，对公司利润贡献有限

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，2017年获得租金收入4,318.04万元，较2016年下降8.34%。从主要物业租赁条款看，目前公司与政府部门、医院、银行等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10 截至 2017 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	2017 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	3,936.20	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	169.70	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	3,926.07	132.32	2014.3-2024.3	租金按每半年缴纳，

写字楼				第三年起递增 3%， 免三个月装修期
合计	66,867.89	4,238.22	-	-

资料来源：公司提供

2017年房屋销售收入主要来自标准厂房安置房和米兰春天项目，购房者主要为白云区两家地方国有企业，但已售房屋主要为安置房，毛利率很低，带来的利润规模有限。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，2017年担保发生额和担保费收入分别为6,181万元和156.41万元，2017年末在保责任余额6,681万元，担保发生额和在保责任余额较2016年下降程度较大。

表11 公司融资担保业务开展情况（万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
累计担保笔数（笔）	104	82	36
累计担保金额	38,179	31,998	20,460
当期担保发生额	6,181	11,538	10,485
当期解除担保额	10,388	11,135	7,425
期末在保责任余额	6,681	10,888	10,485
期末间接融资性担保责任余额	6,681	10,888	10,485
代偿笔数（笔）	3	2	0
代偿金额	400	530	0
代偿回收金额	23	0	0

资料来源：公司提供

在财政补贴方面，当地政府继续给予公司支持

2017年公司获得财政补贴2,892.93万元，占公司利润总额的22.19%，得到政府的继续支持，一定程度上改善了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

2017年，公司聘请的会计师事务所由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中准会计师事务所（特殊普通合伙）。以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围无变化，因公司2017年执行关于财务报表列报和政府补助等新的会计政策及进行了前期会计差错更正，2016年财务数据采用2017年审计报告期初数或上期

数。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增加，但以土地资产和应收款项为主，土地资产和应收款项抵质押比例较高，且应收款项对营运资本占用较明显，整体资产流动性相对较弱

公司总资产规模进一步增加，截至2017年末，公司总资产为157.52亿元，同比增长6.85%，其中流动资产占比为88.28%。

表12 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,449.44	3.27%	101,681.01	6.90%
应收账款	302,189.93	19.18%	252,744.80	17.14%
预付款项	30,494.12	1.94%	20,567.96	1.40%
其他应收款	221,196.70	14.04%	160,682.52	10.90%
存货	776,538.47	49.30%	764,411.03	51.85%
流动资产合计	1,390,480.82	88.28%	1,306,493.38	88.62%
投资性房地产	42,887.06	2.72%	44,084.66	2.99%
在建工程	118,309.67	7.51%	104,359.85	7.08%
非流动资产合计	184,687.10	11.72%	167,692.52	11.38%
资产总计	1,575,167.92	100.00%	1,474,185.90	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

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2017年末，公司货币资金为5.14亿元，其中0.60亿元货币资金受限，整体受限规模较小。2017年末公司应收账款为30.22亿元，同比增长19.56%，主要应收对象为贵阳市白云区财政局（以下简称“区财政局”）和贵阳市白云区机关事务局等地方政府部门，其中应收区财政局24.44亿元，账龄主要在1年以上。2017年末公司预付账款为3.05亿元，同比增长48.26%，主要为预付工程款。2017年末其他应收款为22.12亿元，同比增长37.66%，主要为公司与地方政府部门或地方国企发生的往来款。2017年末公司应收款项为52.34亿元，占总资产的33.23%，其中47.41亿元的应收账款已用于借款质押。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，公司未计提坏账准备，但回收时间具有不确定性，对公司资金占用较明显。2017年公司存货为77.65亿元，其中土地资产（含无形资产）为73.54亿元，已抵押的土地价值为37.89亿元，占土地资产（含无形资产）的51.52%。

公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。2017年末公司投资性房地产为

4.29亿元，为对外出租的写字楼和门面等，采用成本法计量。2017年末在建工程为11.83亿元，同比增长13.37%，主要是铝及铝加工基地项目等项目追加投入所致。

总体而言，公司资产规模进一步增加，但以土地资产和应收款项为主，土地资产和应收款项抵质押比例较高，且应收款项对营运资本占用较明显，整体资产流动性相对较弱。

盈利能力

2017年公司营业收入规模有所下降，政府补助一定程度上改善了公司的盈利能力

2017年公司营业收入为5.48亿元，较2016年有所下降，主要原因是公司工程建设收入有所下降。2017年获得政府补贴2,892.93万元，主要是与在建项目相关的补贴，一定程度上改善了公司的盈利水平。2017年营业利润为1.30亿元，较上年大幅增加，主要是公司的政府补助会计政策变更及冲减3,247.60万元的资产减值损失。毛利率方面，2017年综合毛利率为15.63%，较2016年有所提高，主要原因是“营改增”前已计提未缴纳的营业税调增2017年工程建设收入导致工程建设毛利率大幅至11.49%。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	54,788.73	55,334.91
其他收益	2,892.93	0.00
营业利润	13,045.00	8,231.66
营业外收入	5.18	5,984.50
利润总额	13,035.74	14,190.95
综合毛利率	15.63%	14.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017公司收现情况相对较弱，经营活动现金净流出规模较大，主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力

2017年公司收现比为0.19，收现情况相对较弱，公司收到的工程款回款仅为1.02亿元，较上年大幅下降，导致公司经营活动现金净流出规模较大，2016-2017年经营活动现金合计净流出8.96亿元。

2017年公司投资活动现金净流出为2.12亿元，整体规模不大。2017年主业经营现金回收情况相对较弱，项目建设主要依靠外部融资来筹集资金，筹资活动现金净流入3.43亿元。截至2017年末，公司主要在建项目尚需投入47.49亿元，而项目资金主要来源于自筹，未

来面临一定的资金压力。

总体来看，2017公司收现情况较差，经营活动现金净流出规模较大，主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.19	1.33
销售商品、提供劳务收到的现金	10,240.33	73,489.02
收到的其他与经营活动有关的现金	85,337.62	78,741.71
经营活动现金流入小计	95,577.95	152,230.73
购买商品、接受劳务支付的现金	49,012.86	41,954.53
支付的其他与经营活动有关的现金	109,519.77	134,591.62
经营活动现金流出小计	159,874.99	177,500.56
经营活动产生的现金流量净额	-64,297.03	-25,269.83
投资活动产生的现金流量净额	-21,248.04	-38,163.50
筹资活动产生的现金流量净额	34,313.19	114,130.16
现金及现金等价物净增加额	-51,231.89	50,696.84

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力

2017年末公司所有者权益为87.97亿元，较2016年末有所下降，主要原因是2017年公司上缴贵阳市白云区财政局的房产白云区行政中心大楼有偿出让款1.40亿元。随着公司长期借款等负债的增加，2017年末公司负债总额增长17.87%至69.54亿元，产权比率上升至79.05%。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	695,418.31	590,011.11
所有者权益	879,749.60	884,174.79
产权比率	79.05%	66.73%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年末公司流动负债占比为51.12%，主要为应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司应付账款以应付工程款为主，2017年末为3.10亿元，较上年末有所下降。2017年末预收账款为9.15亿元，较上年有所增加，主要为预收两家地方国有企业的销售款，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款、征拆迁补偿

款、保证金及土地报批费等，2017年末其他应付款为15.86亿元，同比增长29.20%。2017年末一年内到期的非流动负债为3.77亿元，主要为一年内到期的长期借款1.37亿元、一年内到期的应付债券2.00亿元和一年内到期的长期应付款0.40亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要为抵押借款及委托借款，2017年末长期借款为19.94亿元，同比增长61.33%。2017年末应付债券为7.95亿元，同比下降19.94%，主要是公司于2018年3月27日分期偿还本期债券的2.00亿元计入了一年内到期的非流动负债。长期应付款主要为信托和融资租赁款，2017年末长期应付款为4.48亿元，同比增长49.81%，主要原因是新增中民国际融资租赁股份有限公司的1.51亿元融资租赁款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	30,953.46	4.45%	31,053.21	5.26%
预收款项	91,465.10	13.15%	86,314.71	14.63%
其他应付款	158,600.67	22.81%	122,754.15	20.81%
一年内到期的非流动负债	37,734.77	5.43%	39,700.00	6.73%
流动负债合计	355,487.87	51.12%	320,917.60	54.39%
长期借款	199,375.96	28.67%	123,581.73	20.95%
应付债券	79,512.74	11.43%	99,313.91	16.83%
长期应付款	44,793.70	6.44%	29,900.00	5.07%
非流动负债合计	339,930.44	48.88%	269,093.51	45.61%
负债合计	695,418.31	100.00%	590,011.11	100.00%
其中：有息债务	361,417.16	51.97%	300,916.91	51.00%

资料来源：公司 2017 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2017年末，公司有息负债较上年末增长20.11%至36.14亿元，主要系增加了7.58亿元的长期借款和新增1.51亿元的融资租赁款所致。根据公司提供的截至2017年末有息债务偿还期限安排，偿还期限主要集中在2021年及以后。

表17 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 及以后
本金	37,734.77	57,119.64	49,829.04	218,127.28

注：注：有息负债偿还期限分布表与 2017 年末有息负债总额的差异主要由摊余成本法导致。

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产负债率为44.15%，同比增加4.13个百分点，负债水平有所增加。2017年末流动比率为3.91，较上年有所下降，同时新增的流动资产主要为应收款项，

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。

总体而言，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	44.15%	40.02%
流动比率	3.91	4.07
速动比率	1.73	1.69
EBITDA（万元）	14,643.44	15,639.02
有息债务/EBITDA	24.68	19.24

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

用于抵押的国有土地使用权评估价值对本期债券未偿还本金的覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平

截至2017年末，公司共有9宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估价值为27.63亿元，其中3宗国有土地使用权（白土国用（2014）第T031号、白土国用（2014）第T033号和白土国用（2014）第T036号）评估价值为17.62亿元（评估基准日为2016年7月31日，评估公司为中瑞国际资产评估（北京）有限公司，报告编号为中瑞评报字[2016]002022号）；另外6宗抵押的国有土地使用权评估价值为10.01亿元（评估公司：中瑞国际资产评估（北京）有限公司，评估基准日：2014年6月30日，土地估价报告编号：中瑞评报字[2014]0701062号），公司对上述资产均办妥了抵押登记，他项权证号“国土他项2015第0011号”，抵押到期日为2022年4月3日。抵押资产具体情况如表18所示。根据《资产抵押协议》，本期债券履行期尚未届满时，抵押资产的抵押比率（抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率）不得低于1.5。截至2018年4月末，本期债券抵押资产总评估价值27.63亿元，为本期债券未偿还本金的3.45倍，满足抵押协议的要求，为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

表19 截至 2017 年末本期债券抵押资产情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	评估价值	账面价值
白土国用（2014）第 T031 号	出让	商住	278,483.90	57,960.85	58,571.73
白土国用（2014）第 T033 号	出让	商住	287,114.80	59,917.99	59,375.34
白土国用（2014）第 T036 号	出让	商住	283,782.00	58,285.99	57,778.02
白土国用（2010）第 T063 号	出让	商住	58,762.74	12,564.55	12,598.73

白土国用（2010）第 T064 号	出让	商住	50,671.53	10,834.51	9,784.67
白土国用（2010）第 T065 号	出让	商住	113,468.48	38,780.03	35,197.92
白土国用（2012）第 T287 号	出让	商住	11,949.11	4,002.26	3,257.33
白土国用（2012）第 T286 号	出让	商住	45,560.56	15,260.17	12,419.81
白土国用（2012）第 T285 号	出让	商住	77,242.90	18,700.73	20,206.74
合计			1,207,036.02	276,307.08	269,190.29

注：由于评估时点不一致，导致公司土地账面价值与评估价值不一致。

资料来源：公司提供，鹏元整理

根据《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

- 1、抵押资产部分被征用；
- 2、抵押资产市场行情发生显著贬值；
- 3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

截至 2017 年底，公司未对本期债券抵押的 9 宗国有土地使用权进行重新评估。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额为3.00亿元，占当期末净资产的3.41%，被担保方为地方国有企业，且公司采取了反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表20 截至 2017 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
贵阳白云城市建设投资有限公司	30,000	2019年7月14日	是
合计	30,000	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

八、评级结论

公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，业务在白云区具有一定的垄断性且持续性较好，同时继续获得外部支持，并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性相对较弱，面临一定的或有负债风险、资金压力和偿债压力等风险因素。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的 2018 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	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	51,449.44	101,681.01	50,347.47
应收账款	302,189.93	252,744.80	200,526.30
预付款项	30,494.12	20,567.96	4,857.29
其他应收款	221,196.70	160,682.52	108,790.94
存货	776,538.47	764,411.03	732,966.04
其他流动资产	8,612.15	6,406.05	7,168.24
流动资产合计	1,390,480.82	1,306,493.38	1,104,656.27
可供出售金融资产	8,975.06	3,799.33	500.00
投资性房地产	42,887.06	44,084.66	0.00
固定资产	11,168.76	11,479.77	79,299.14
在建工程	118,309.67	104,359.85	51,492.39
无形资产	2,380.47	2,428.79	579.69
长期待摊费用	276.46	52.22	72.05
递延所得税资产	689.62	1,487.90	392.8
非流动资产合计	184,687.10	167,692.52	132,336.07
资产总计	1,575,167.92	1,474,185.90	1,236,992.33
短期借款	0.00	8,421.27	0.00
应付账款	30,953.46	31,053.21	27,208.69
预收款项	91,465.10	86,314.71	3,012.65
应付职工薪酬	96.58	69.33	3.99
应交税费	30,389.95	26,490.24	20,992.54
应付利息	5,753.73	5,475.00	5,475.00
其他应付款	158,600.67	122,754.15	100,837.93
一年内到期的非流动负债	37,734.77	39,700.00	22,100.00
其他流动负债	493.61	639.70	571.65
流动负债合计	355,487.87	320,917.60	180,202.44
长期借款	199,375.96	123,581.73	49,700.00
应付债券	79,512.74	99,313.91	99,129.49
长期应付款	44,793.70	29,900.00	0.00
专项应付款	16,035.71	16,035.71	17,175.71
递延所得税负债	212.33	262.15	0.00
非流动负债合计	339,930.44	269,093.51	166,005.21
负债合计	695,418.31	590,011.11	346,207.64
实收资本	15,000.00	15,000.00	15,000.00
资本公积	771,247.83	785,247.83	803,196.67

其他综合收益	637.00	786.44	0.00
盈余公积	7,449.62	6,470.85	5,419.99
未分配利润	85,415.16	76,669.66	67,168.02
归属于母公司所有者权益合计	879,749.60	884,174.79	890,784.69
所有者权益合计	879,749.60	884,174.79	890,784.69
负债和所有者权益总计	1,575,167.92	1,474,185.90	1,236,992.33

注：公司 2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告的期初数，公司 2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告的期初数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	54,788.73	55,334.91	58,706.54
营业收入	54,788.73	55,334.91	58,706.54
营业总成本	44,658.07	52,833.23	51,770.42
营业成本	46,226.94	47,590.12	50,243.26
税金及附加	1,003.88	588.53	974.27
销售费用	-118.34	11.26	49.87
管理费用	1,408.19	1,051.20	764.08
财务费用	-615.00	-788.28	-949.02
资产减值损失	-3,247.60	4,380.41	687.96
加：投资收益	21.41	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	5,729.99	0.00
其他收益	2,892.93	0.00	0.00
营业利润	13,045.00	8,231.66	6,936.12
加：营业外收入	5.18	5,984.50	14,142.68
减：营业外支出	14.43	25.21	11.30
利润总额	13,035.74	14,190.95	21,067.50
减：所得税	3,237.30	3,550.65	5,245.59
净利润	9,798.44	10,640.31	15,821.91

注：公司 2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告的上期数，2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告上期数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	10,240.33	73,489.02	3,393.35
收到其他与经营活动有关的现金	85,337.62	78,741.71	54,787.32
经营活动现金流入小计	95,577.95	152,230.73	58,180.67
购买商品、接受劳务支付的现金	49,012.86	41,954.53	56,818.81
支付给职工以及为职工支付的现金	779.96	587.61	514.15
支付的各项税费	562.39	366.80	4,575.39
支付其他与经营活动有关的现金	109,519.77	134,591.62	69,689.65
经营活动现金流出小计	159,874.99	177,500.56	131,597.99
经营活动产生的现金流量净额	-64,297.03	-25,269.83	-73,417.32
取得投资收益收到的现金	21.41	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	1,041.63	0.00
投资活动现金流入小计	21.41	1,041.63	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,269.45	36,705.13	30,594.15
投资支付的现金	5,000.00	2,500.00	0.00
投资活动现金流出小计	21,269.45	39,205.13	30,594.15
投资活动产生的现金流量净额	-21,248.04	-38,163.50	-30,594.15
吸收投资收到的现金	0.00	500.00	0.00
取得借款收到的现金	89,324.88	121,653.00	31,400.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	99,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	20,000.00	30,000.00	49,598.19
筹资活动现金流入小计	109,324.88	152,153.00	179,998.19
偿还债务支付的现金	39,695.88	8,050.00	6,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,315.81	11,924.00	6,309.66
支付其他与筹资活动有关的现金	14,000.00	18,048.84	37,620.82
筹资活动现金流出小计	75,011.69	38,022.84	50,330.48
筹资活动产生的现金流量净额	34,313.19	114,130.16	129,667.71
现金及现金等价物净增加额	-51,231.89	50,696.84	25,656.24

注：公司 2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告的上期数，2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告上期数。

资料来源：公司 2016-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	9,798.44	10,640.31	15,821.91
加：资产减值准备	-3,247.60	4,380.41	687.96
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,536.21	1,399.43	1,346.39
无形资产摊销	51.90	28.81	13.70
长期待摊费用摊销	19.59	19.83	21.43
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）	0.00	-5,705.45	0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	798.28	-1,095.10	-171.99
存货的减少（增加以“－”号填列）	-12,127.45	-2,159.04	-561,753.28
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-109,436.97	-119,820.76	422,175.36
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	30,404.77	74,586.53	48,441.20
其他	17,905.79	12,455.21	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-64,297.03	-25,269.83	-73,417.32

注：公司 2015 年财务数据来源于 2016 年审计报告的上期数，2016 年财务数据来源于 2017 年审计报告上期数。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	44.15%	40.02%	27.99%
流动比率	3.91	4.07	6.13
综合毛利率	15.63%	14.00%	14.42%
EBITDA（万元）	14,643.44	15,639.02	22,449.02
产权比率	79.05%	66.73%	38.87%
收现比	0.19	1.33	0.06

资料来源：公司 2016-2017 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	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+一年内到期的非流动负债+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。