

2015 年黔南州投资有限公司
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
【614】号 01

债券简称：15 黔南投资
债/PR 黔南投

债券剩余规模：14.40 亿
元

债券到期日期：
2022 年 3 月 9 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在每期债券存
续期的第 3 至第 7 个计
息年度末分别偿还债券
本金的 20%，到期利息
随本金一起支付，年度
付息款项自付息日起不
另计利息，本金自兑付
日起不另计利息

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 年黔南州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 6 月 27 日	2017 年 6 月 9 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对黔南州投资有限公司（以下简称“黔南投资”或“公司”）及其 2015 年 3 月 9 日发行的公司债券（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，公司业务持续性仍然较好，在资产注入和政府补助等方面继续获得较大支持。同时，我们也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年黔南布依族苗族自治州（以下简称“黔南州”）实现 GDP1,160.59 亿元，同比增长 12.1%；实现公共财政收入 119.01 亿元，同比增长 8.15%，增速位居贵州省第二位，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。
- 公司业务持续性仍然较好。公司主要在黔南州从事基础设施建设和土地整理开发业务，截至 2017 年末，公司已签订回购协议的主要在建项目计划总投资为 165.50 亿元。
- 公司在资产注入和政府补助等方面继续获得较大支持。2017 年公司获得的资产注入合计增加资本公积 48.77 亿元，一定程度上提升了资本实力；获得当地政府给予的 2.74 亿元补贴收入，占当期利润总额的 86.69%，较大程度改善了当期盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司存货为 496.81 亿元，占总资产的 55.39%，主要为土地和工程投入款，其中 88.66 亿元的土地资产已抵押，占土地资产（含无形资产）的 27.73%；应收款项和预付账款合计 277.28 亿元，占总资产的 30.92%，对营运资金占用明显，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 58.46 亿元，项目资金来源主要为自筹，随着项目推进，公司资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模较大且增速较快，偿债压力较大。**2017 年末公司有息债务为 351.91 亿元，较上年末 32.25%，资产负债率为 62.18%，EBITDA 利息保障倍数为 0.54，偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计为 62.97 亿元，占当期净资产的比重为 18.56%，均未采取反担保措施，面临较大的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	8,968,882.62	6,664,304.28	3,315,707.36
所有者权益（万元）	3,392,470.67	2,901,970.00	1,628,185.73
有息债务（万元）	3,519,107.04	2,660,875.53	1,051,168.87
资产负债率	62.18%	56.46%	50.89%
流动比率	3.23	5.47	5.10
营业收入（万元）	348,162.48	275,959.50	127,804.16
其他收益（万元）	19,801.70	0.00	0.00
营业外收入（万元）	7,733.26	16,167.21	8,347.29
利润总额（万元）	31,661.94	43,635.45	25,972.20
综合毛利率	10.39%	16.33%	31.06%
EBITDA（万元）	44,403.24	67,897.18	35,437.86
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.22	1.99
经营活动现金流净额（万元）	311,556.36	-1,016,488.35	-282,520.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

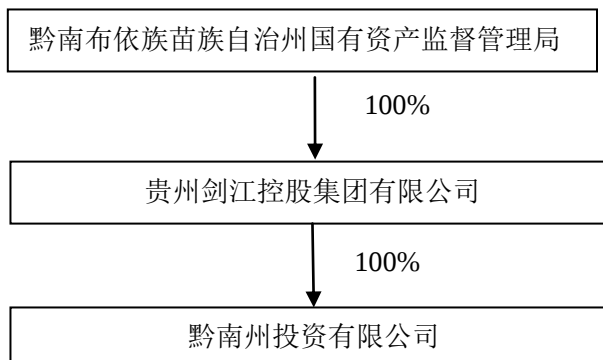
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月9日发行18亿元公司债券，票面利率为6.43%，其中，9亿元用于都匀市七星棚户区改造工程，3亿元用于平塘县“玉水新城”旧城棚户区改造工程（以下简称“玉水新城项目”），3亿元用于罗甸县城西棚户区改造工程（以下简称“罗甸棚改项目”）和3亿元用于贵定县县委片区棚户区改造安置房工程。截至2017年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人未发生变化，截至2017年末，注册资本仍为2亿元，公司控股股东仍为贵州剑江控股集团有限公司，实际控制人仍为黔南州人民政府，具体产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2017年12月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

根据黔南州人民政府于2017年12月28日出具的《黔南州人民政府关于杨林等同志任免职提名的通知》（黔南府任【2017】44号），公司董事长变更为杨林。

2017年，公司合并范围共有22家子公司，具体见附录五，其中新增一家子公司，具体如表1所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
独山县金城市政投资有限责任公司	100%	27,896	基础设施建设	股权划转

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为896.89亿元，所有者权益为339.25亿元，资产

负债率为62.18%；2017年度，公司实现营业收入34.82亿元，利润总额3.17亿元，经营活动现金净流入31.16亿元。

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，但仍有所分化。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了明确规定
2017 年 6 月	《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）	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

黔南州经济保持较快增长，固定资产投资对经济的拉动作用明显，为公司提供了良好的发展基础

黔南州经济实力继续保持较快增长，2017年实现地区生产总值1,160.59亿元，同比增

长12.1%，增速较快，地区经济发展水平相对落后，2017年黔南州人均GDP为35,481元，同比增长11.4%，为全国人均GDP的59.47%。三次产业结构由2016年的17.9:35.1:47.0调整为2017年的17.4:35.6:47.0，第二产业占比有所增加，第三产业占比保持不变。

黔南州工业发展和效益提升较快，2017年黔南州实现全年工业增加值306.47亿元，同比增长10.7%，规模以上工业增加值（2,000万元以上）比上年增长11.6%。医药制造业、酒饮料和精制茶制造业、非金属矿物制品业、非金属矿采选业、烟草制品业等行业产值增长较快，同比分别增长39.2%、34.7%、29.5%、21.1%和15.8%。工业企业经济效益提升较快，2017年规模以上工业企业实现主营业务收入1,215.87亿元，比上年增长19.1%；利润总额61.32亿元，比上年增长34.7%。

固定资产投资方面，2017年黔南州完成固定资产投资1,284.83亿元，同比增长21.9%，增速与上年基本持平，其中房地产开发投资147.86亿元，增速回落27.4个百分点。2017年黔南州社会消费品零售总额为279.14亿元，同比增长12.6%；进出口方面，受益于国际经济形势复苏，2017年黔南州进出口总额为3.03亿美元，同比增长26.0%。从投资、消费和进出口数据看，黔南州经济增长受固定资产投资的拉动较为明显，较大规模的固定资产投资为公司提供了良好的发展基础。

总体来看，黔南州经济保持较快增长，固定资产投资对经济的拉动作用明显，为公司提供了良好的发展基础。

表3 黔南州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）	1,160.59	12.1%	1,023.39	12.5%
第一产业增加值	202.30	6.6%	183.36	6.4%
第二产业增加值	412.91	11.5%	359.47	12.7%
第三产业增加值	545.38	14.5%	480.56	14.6%
工业增加值	306.47	10.7%	267.31	11.4%
固定资产投资	1,284.83	21.9%	1,053.58	22.0%
社会消费品零售总额	279.14	12.6%	247.91	13.2%
进出口总额（亿美元）	3.03	26.0%	2.40	-13.9%
存款余额	1,660.71	9.2%	1,521.44	29.9%
贷款余额	1,328.00	24.6%	1,066.21	32.8%
人均 GDP（元）	35,481		31,472	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.47%		58.30%	

资料来源：黔南州 2016-2017 年统计公报，鹏元整理

黔南州公共财政收入增速较快，地方综合财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政

自给能力较弱

受益于土地出让收入和专项转移支付的大幅增加，2017年黔南州全州地方综合财力同比增长18.49%至489.09亿元。从地方综合财力结构看，2017年黔南州全州的上级补助收入占比为54.20%，地方财政对上级补助的依赖较大。

2017年黔南州全州公共财政收入为119.01亿元，同比增长8.15%，其中税收收入85.84亿元，同比增长8.15%，公共财政收入和税收收入增速均位居贵州省第二位。同时，2017年税收收入占同期公共财政收入的72.13%，公共财政收入质量较好。2017年黔南州全州上级补助收入265.11亿元，同比增长17.34%，其中专项转移支付收入114.27亿元，占上级补助收入的43.10%，专项转移支付收入在上级补助收入中的占比偏高，将一定程度上限制黔南州财政支出的灵活性。黔南州政府性基金收入主要来源于土地使用权出让收入，2017年黔南州土地市场回暖，土地出让收入的大幅增加导致2017年全州政府性基金收入同比增长36.68%至104.97亿元。

财政支出方面，2017年黔南州公共财政支出378.16亿元，同比增长15.24%，财政自给率为31.47%，自给率水平较上年有所下降，且整体覆盖程度较低，财政收支缺口主要依靠上级政府的补助弥补。

总体来看，黔南州公共财政收入增速较快，地方综合财力对上级补助收入的依赖程度较高，财政自给能力较弱。

表4 黔南州全州财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	489.09	412.78
（一）公共财政收入	119.01	110.04
其中：税收收入	85.84	79.74
非税收入	33.17	30.30
（二）上级补助收入	265.11	225.94
其中：返还性收入	12.37	10.92
一般性转移支付收入	138.47	124.82
专项转移支付收入	114.27	90.20
（三）政府性基金收入	104.97	76.80
其中：土地出让收入	102.41	74.42
财政支出	482.26	410.06
（一）公共财政支出	378.16	328.16
（二）政府性基金支出	104.10	81.90
财政自给率	31.47%	33.53%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：黔南州财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司营业收入来源较广，主要有代建收入、建筑安装收入、供水收入、土地复垦收入、房地产收入和安装收入等。2017年主营业务收入为34.14亿元，同比增长25.04%，主要系代建业务收入大幅增加所致，主营业务毛利率为9.41%，较上年同比下降6.55个百分点，主要原因是代建、建筑安装、供水和土地复垦等主要业务的毛利率均大幅下降。2017年实现其他业务收入6,793.53万元，较2016年大幅增长，主要是新增3,919.58万元的安装收入。

表5 公司主营业务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
代建收入	284,609.77	8.33%	183,356.33	11.49%
建筑安装收入	32,011.33	2.58%	43,807.22	16.86%
供水收入	13,088.75	26.56%	13,127.00	35.32%
土地复垦收入	3,617.53	29.24%	19,587.68	56.57%
管理服务收入	2,495.50	96.66%	283.36	46.33%
房地产收入	1,593.21	-15.45%	9,835.49	-16.05%
建材销售	1,363.40	3.18%	-	-
劳务收入	987.82	7.33%	1,157.76	-0.87%
酒店旅行收入	516.86	64.10%	831.31	67.70%
印务收入	855.34	39.46%	781.9	28.20%
水电发电收入	229.42	46.73%	238.49	37.96%
合计	341,368.93	9.41%	273,006.53	15.97%

注：2016 年的土地复垦收入实质为土地整治收入。

资料来源：公司提供

（一）代建业务收入

公司代建业务收入规模较大且未来可持续性较好，但受投资进度和政府确认时间影响，代建业务收入或存在一定波动性

公司及其下属的7个子公司与黔南州下属各市、县政府签订项目委托代建（管）协议，由公司的子公司作为代建（管）人负责工程前期的准备、投融资管理和代建管理，并收取一定的代建管理费。在与政府的项目委托代建协议中明确规定，作为代建（管）人的子公司可以获得每年度工程实际支出加成的15%或20%作为代建管理费收入，经营模式为公司垫资代建、政府最终回购。2017年公司确认的代建业务收入28.49亿元，分别来自玉水新

城项目、贵定金海代建项目、绿茵湖大道代建项目和罗甸棚改项目等32个项目，较上年大幅增加55.22%。其中本期债券募投项目玉水新城和罗甸棚改项目共确认代建收入11.55亿元。2017年公司代建业务毛利率为8.33%，较上年下降3.16个百分点，一方面是2017年确认收入的主要代建项目成本加成比例主要为15%，另一方面是罗甸棚改项目经审计认定的成本超支1,830万元，导致该项目的毛利率为0.59%。考虑到代建业务基本签订了代建协议，业务持续性较好，但受投资进度和政府确认时间影响，代建业务收入或存在一定波动性。

表6 2017年公司主要代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	代建支出	代建收入
平塘县“玉水新城”棚户区一期改造工程	83,543.69	90,310.73
贵定金海代建项目	60,822.38	67,450.12
绿茵湖大道代建项目	22,611.85	26,438.39
罗甸县城西棚户区改造项目	25,077.22	25,227.01
惠安大道项目	23,022.57	24,974.32
幸福路代建项目	7,147.07	8,352.02
龙泉大道	5,518.00	5,987.86
惠安大道	4,416.11	4,800.21
经开区北部大道	4,419.00	4,803.52
明田区外围路网升级改造建设项目	3,000.00	3,251.20
合计	239,577.89	261,595.38

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司及所属子公司承担的主要在建的政府代建项目见表7，该等项目计划总投资合计165.50亿元，已完成投资额107.04亿元，尚需投资58.46亿元，考虑到该等项目最终均由政府回购，公司未来代建业务收入仍有一定保障。值得关注的是，本期债券募投项目罗甸棚改项目正着手竣工结算及玉水新城项目需调整规划设计，在2017年度基本无项目进展。但考虑到政府支付代建费用存在一定的滞后性，项目资金来源主要为自筹，随着项目推进，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。

表7 截至2017年12月31日公司主要的在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
都匀经济开发区道路工程	289,435.90	249,185.29
都匀市七星棚户区改造工程*	260,552.86	258,820.93
平塘县“玉水新城”旧城棚户区改造工程*	260,374.18	91,130.96
都匀市经济开发区高铁城	186,145.48	62,480.52
滨江路工程	166,000.00	103,009.74
独山县毋敛州古城（城市棚户区）开发项目	152,000.00	113,843.11
经开区城市棚户区改造安置区工程	125,000.00	56,089.02

贵定县县委片区棚户区改造安置房工程*	82,454.02	60,822.38
杉木湖中央公园、环西线北段	73,400.00	23,125.68
罗甸县城西棚户区改造工程*	59,635.33	51,882.73
总计	1,654,997.77	1,070,390.36

注：标“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

（二）建筑安装业务

2017年建筑安装业务收入继续下降，在手订单完工程度较高，短期内业务持续性一般

公司建筑安装业务均由子公司贵州双源工程建设有限公司（以下简称“双源建设”）承担，双源建设具备水利建设二级资质，主要从事中小型水利电力工程建筑安装，行业经验较为丰富，业务主要是通过招投标方式获取。公司建筑安装业务收入已连续两年下降，其中2017年建筑安装收入3.20亿元，同比下降26.93%。2017年建筑安装毛利率下降至2.58%，主要原因是贵定县城乡供水一体化项目等项目确认亏损约2,900万元。截至2017年底，双源建设主要在手工程合同金额合计7.95亿元，单个项目合同金额不大，整体完工程度较高，短期内业务持续性一般。

表8 截至2017年底贵州双源工程建设有限公司主要在手合同情况（单位：万元）

序号	项目名称	合同金额	开标时间	进度	完工周期
1	荔波尧柳水库工程	14,932.59	2014/9/12	89.38%	853 日历天
2	荔波县平林水电站 I 标段-土建工程	11,870.16	2016/6/29	58.44%	730 日历天
3	贵州省黔南州长顺县城乡供排水工程（一期）	10,410.53	2016/11/28	65.85%	324 日历天
4	都匀大河水库工程	8,575.06	2015/11/5	60.73%	718 日历天
5	贵阳市开阳县那卡河水库工程	7,045.06	2013/7/13	81.93%	935 日历天
6	龙里县下把比水库工程	6,768.31	2016/7/4	43.56%	690 日历天
7	荔波大土水库 C1 标	5,737.05	2015/4/27	85.94%	762 日历天
8	都匀平省水库 C2 标	5,236.72	2012/10/29	93.84%	1092 日历天
9	长顺县干桥水库工程	4,886.92	2015/4/10	46.00%	705 日历天
10	贵州省黔南州贵定县城乡供水一体化项目昌明镇水厂工程	4,032.23	2016/8/17	19.45%	180 日历天
	合计	79,494.63			

资料来源：公司提供

（三）土地复垦业务

2017年公司土地复垦收入继续下降，预计未来收入仍存在较大波动

公司下属子公司罗甸县红水河投资有限责任公司¹（以下简称“罗甸红水河投资”）2012年12月与罗甸县国土局签订了《委托土地复耕协议书》和《委托土地整治协议书》。根据《委托土地复耕协议书》，罗甸县国土局将6,499.4亩土地委托给罗甸红水河投资复垦，项目发生费用均由罗甸红水河投资支付，之后由国土部门挂牌出让耕地指标，所得价款上缴当地财政部门，再由财政部门将资金划入罗甸红水河投资账户。根据《委托土地整治协议书》，罗甸县国土局将1,120亩国有土地委托给罗甸红水河投资进行土地开发整治，资金由罗甸红水河投资自筹，经罗甸红水河投资整治后的土地已变为可直接对外出让的土地，由当地国土部门对外挂牌出让，并享有耕地占用指标出让收益权，由国土部门将土地出让金上缴财政部门，再由财政部门划拨到罗甸红水河投资账户，截至2017年末，土地整治业务已完成，预计未来将不会产生土地整治收入。

2017年公司土地复垦收入继续大幅下降，实现收入3,617.53万元，同比下降81.53%，主要由于耕地指标出让面积减少。根据罗甸县财政局文件，耕地出让2017年按照4.5万元/亩的价格结算，公司确认耕地指标出让含税收入3,834.59万元。截至2017年末，公司主要的可供出让的耕地规模为3,387.98亩，公司后续土地复垦收入有一定来源保障，但收入实现受土地出让市场行情的影响，未来波动性较大。

（五）其他业务

劳务、酒店旅行、印务收入、管理服务及水电发电等业务收入丰富了公司收入来源，但房地产业务收入规模下降且处于亏损状态

公司所属子公司龙里县供排水总公司、福泉市供排水有限公司和惠水县自来水公司分别在龙里县、福泉市和惠水县提供自来水销售业务，水价方面，三个地区的水价基本持平，2017年生活用水为1.9元/吨，经营服务用水、行政事业用水和工业用水均为3.2元/吨、特种用水为9元/吨。截至2017年底，三地自来水用户数合计12.81万户，全年供水量2,582.61万立方米，售水量2,295.35万立方米。2017年公司实现供水收入13,088.75万元，较2016年略有下降。

此外，公司所属子公司还从事印刷品业务、旅行社业务、房地产业务及劳务派遣业务等。2017年公司房地产业务实现收入1,593.21万元，主要来自于幸福小区项目结转的收入，收入规模同比下降83.80%，考虑到该房地产项目带有福利房性质，毛利率为负，处于亏损状态。公司子公司上海黔兴劳务服务有限公司提供劳务派遣、装卸服务等业务，2017年度

¹ 该公司原名为罗甸县国有资本营运有限责任公司，2015年1月6日更名为罗甸县红水河投资有限责任公司。

公司实现劳务收入987.82万元。水电发电、印务、酒店旅行及管理服务业务规模较小，总体来说上述业务丰富了公司收入来源。

2017年公司在资产注入、政府补助等方面继续获得较大支持力度，较大程度上提高了盈利能力

2017年公司在资产注入方面继续获得较大支持。根据相关政府文件，公司获得的资产注入合计增加资本公积48.77亿元，一定程度上提升了资本实力。在政府补助方面，2017年获得政府补助合计27,449.29万元，占当期利润总额的86.69%，政府补助较大程度上改善了当期盈利水平。

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）变更为大华会计师事务所（特殊普通合伙）。以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告和经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2017年执行关于财务报表列报和政府补助等新的会计政策。2017年公司合并范围内新增一家子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产以土地资产、工程投入款、应收款项和预付账款为主，但部分土地资产已抵押，应收款项和预付账款对营运资金占用明显，资产流动性较弱

2017年公司资产规模大幅增加，年末总资产为896.89亿元，同比增长34.58%，其中流动资产占比为92.30%，比重较上年增加10.34个百分点，主要是2017年将政府工程项目由在建工程转入存货核算。

表9 2016-2017 年末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	531,914.03	5.93%	456,841.23	6.86%
应收账款	202,840.62	2.26%	140,477.36	2.11%
预付款项	459,354.77	5.12%	237,356.29	3.56%

其他应收款	2,110,592.28	23.53%	1,827,367.07	27.42%
存货	4,968,058.69	55.39%	2,788,477.39	41.84%
流动资产合计	8,278,344.95	92.30%	5,462,345.73	81.96%
固定资产	103,865.65	1.16%	121,828.31	1.83%
在建工程	440,116.53	4.91%	844,799.10	12.68%
非流动资产合计	690,537.68	7.70%	1,201,958.56	18.04%
资产总计	8,968,882.62	100.00%	6,664,304.28	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货。2017年末公司货币资金为53.19亿元，主要为银行存款，其中2,400万元为贷款保证金，使用权受限。公司应收账款主要为应收惠水县财政局等业主方的工程款，2017年末应收账款为20.28亿元，其中应收账款前五大单位余额合计19.55亿元，占应收账款余额的95.90%。公司预付账款主要为预付土地保证金和工程款，2017年末账面价值为45.94亿元，同比大幅增加93.53%，主要是新增大额的土地保证金和工程款，而存量预付款项由于工程未完工而未结算。公司其他应收款主要为往来款，2017年末账面价值为211.06亿元，同比增长15.50%，其中三都县财政局等其他应收款前五大单位余额合计34.10亿元，占其他应收款余额的16.08%，其他应收款对象较为分散。2017年末公司应收款项和预付账款合计277.28亿元，占总资产的30.92%，考虑到主要应收对象主要为地方政府部门和国有企业，发生坏账损失的风险不大，但回收时间具有不确定性，对营运资金占用明显。公司存货主要为代建工程和待开发土地，2017年末存货账面价值为496.81亿元，同比增长78.16%，主要是当年代建项目投入大幅增加、将政府工程项目由在建工程转入存货核算及独山县金城市政投资有限公司等下属子公司新增土地资产。2017年末代建工程176.88亿元，主要为瓮安工业园区基建工程、都匀经济开发区道路工程和独山县毋敛州古城（城市棚户区）开发项目等项目的投入款；待开发土地账面价值为317.61亿元，土地面积为3,389.68万平方米，其中88.66亿元的土地资产已抵押，占公司土地资产（含无形资产）的27.73%。

公司非流动资产主要为固定资产和在建工程。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2017年末账面价值为10.39亿元，同比下降14.74%，主要是2017年处置了1.32亿元的房屋建筑物，其中801.16万元的固定资产已抵押，且5.71亿元的房屋及建筑物产权正在办理中。2017年末在建工程主要为44.01亿元，同比下降47.90%，主要是政府工程项目由在建工程转入存货核算。

总体来看，公司资产以土地资产、工程投入款、应收款项和预付账款为主，但部分土地资产已抵押，应收款项和预付账款对营运资金占用明显，资产流动性较弱。

盈利能力

2017年公司毛利率继续下降，较大规模的资产损失侵蚀了当期盈利能力，但政府补助较大程度上改善了盈利水平

公司营业收入来源较广，主要有代建收入、建筑安装收入、供水收入和土地复垦收入等。2017年公司实现营业收入34.82亿元，同比增长26.16%，主要受益于代建业务收入的大幅增长。而当期确认坏账损失7,573.47万元及政府无偿收回房产带来的固定资产处置损失1.04亿元，较大程度吞噬了公司当期盈利规模。2017年公司共获得政府补助2.74亿元，占同期利润总额的86.69%，较大程度上改善了公司的盈利水平，其中1.98亿元的政府补助计入其他收益。2017年公司综合毛利率继续下降至10.39%，主要是代建、建筑安装、供水和土地复垦等主要业务的毛利率均大幅下降。

总体来看，2017年公司毛利率继续下降，较大规模的资产损失侵蚀了盈利能力，但政府补助较大程度上改善了盈利水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	348,162.48	275,959.50
资产减值损失	7,573.47	5,411.37
资产处置收益	-10,432.53	0.00
其他收益	19,801.70	0.00
营业利润	24,250.44	27,852.42
营业外收入	7,733.26	16,167.21
利润总额	31,661.94	43,635.45
综合毛利率	10.39%	16.33%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流有所改善，但在建工程后续资金需求较大，面临较大资金压力

2017年公司收现比为1.06，主营业务现金回收能力较上年大幅改善，加之收到的往来款大幅增加，经营活动现金流由负转正，实现净流入31.16亿元，经营活动现金流较上年有所改善。投资活动现金流方面，由于公司承担着黔南州的基础设施建设任务，近年公司在建工程投资支出金额较大，投资活动现金净规模较大，2017年投资活动现金净流出126.20亿元。为支持经营活动和投资活动现金需求，公司对外融资需求较大，2017年筹资

活动现金净流入102.59亿元，主要为金融机构信贷资金和发行“17黔南停车场债01”的募集资金。考虑到公司在建工程后续资金需求较大，公司面临较大的资金压力。

总体来看，公司经营活动现金流有所改善，但在建工程后续资金需求较大，面临较大资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.06	0.59
销售商品、提供劳务收到的现金	370,572.53	163,689.94
收到的其他与经营活动有关的现金	481,904.91	275,899.91
经营活动现金流入小计	852,477.44	439,589.84
购买商品、接受劳务支付的现金	230,710.81	420,617.43
支付的其他与经营活动有关的现金	292,902.21	1,021,224.75
经营活动现金流出小计	540,921.08	1,456,078.19
经营活动产生的现金流量净额	311,556.36	-1,016,488.35
投资活动产生的现金流量净额	-1,261,992.73	-758,272.24
筹资活动产生的现金流量净额	1,025,865.17	1,739,744.17
现金及现金等价物净增加额	75,428.80	-35,016.42

资料来源：公司 2016-2017 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且增速较快，偿债压力较大

受益于政府土地资产注入和公司自身经营积累，2017年公司所有者权益同比增长16.90%至339.25亿元。受金融机构信贷资金和与其他单位的往来款大幅增加影响，2017年末公司负债总额同比增长48.22%至557.64亿元，产权比率上升34.73个百分点至164.38%，所有者权益对负债的覆盖程度较上年有所降低。

表12公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	5,576,411.95	3,762,334.29
所有者权益	3,392,470.67	2,901,970.00
产权比率	164.38%	129.65%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，2017年末流动负债占比45.94%，占比较上年增加19.40个百分点，负债结构由长变短。

流动负债主要由应付债券、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017年末应付账款为11.34亿元，同比增长102.21%，主要是应付工程款大幅增加。2017年末预收账款为28.60亿元，同比大幅增长453.79%，主要是预收工程款大幅增加。公司其他应付款主要为往来款和保证金，2017年末账面价值为154.21亿元，较上年末大幅增加，主要原因是应付其他单位的往来款大幅增加及专项应付款在2017年划入其他应付款核算。2017年末一年内到期的非流动负债为51.34亿元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和其他应付款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2017年末公司长期借款大幅攀升至164.29亿元，其中抵押借款76.05亿元、质押借款35.37亿，借款机构有银行、信托、资管和融资租赁公司等，债务负担较重。2017年末公司应付债券为76.01亿元，较上年末下降11.24%，主要是部分私募债到期偿还，其中应付债券明细为本期债券、“15黔南01”（债券全称为黔南州投资有限公司2015年非公开发行公司债券(第一期)，发行规模10亿元，票面利率7.8%，发行期限5年）、“16黔南01”（黔南州投资有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期），发行规模为10亿元，利率为7.50%，期限为5年）、16黔债01（黔南州投资有限公司非公开发行2016年公司债券（第一期），发行规模20亿元，利率6.99%，期限为3年）和“17黔南停车场债01”（2017年第一期黔南州投资有限公司停车场专项债券、发行规模7亿元，利率6.77%，发行期限7年）。公司其他非流动负债主要是在信托和资管公司等金融结构和其他单位的借款，2017年末账面价值为61.17亿元，同比下降24.96%。

表13 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	113,365.66	2.03%	56,064.07	1.49%
预收款项	285,950.40	5.13%	51,634.71	1.37%
其他应付款	1,542,103.06	27.65%	660,045.20	17.54%
一年内到期的非流动负债	513,406.71	9.21%	161,989.78	4.31%
流动负债合计	2,561,717.41	45.94%	998,568.09	26.54%
长期借款	1,642,880.50	29.46%	697,467.87	18.54%
应付债券	760,132.86	13.63%	935,816.62	24.87%
其他非流动负债	611,681.19	10.97%	815,154.93	21.67%
非流动负债合计	3,014,694.55	54.06%	2,763,766.20	73.46%
负债合计	5,576,411.95	100.00%	3,762,334.29	100.00%
其中：有息债务	3,519,107.04	63.11%	2,660,875.53	70.72%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、

长期借款、应付债券、长期应付款中的借款及其他非流动负债构成。2017年末公司有息债务为351.19亿元，同比增长32.25%。根据公司提供的有息债务偿还计划表，公司在2018-2019年有息债务偿还压力较大。

表14 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
短期借款	2,350.00	0.00	0.00
长期借款	307,898.90	548,648.55	227,224.80
应付债券	192,164.60	37,000.00	99,221.45
合计	502,413.50	585,648.55	326,446.25

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司资产负债率为62.18%，随着公司有息债务的大幅增加，2017年末资产负债率上升至62.18%，流动比率和速动比率分别降至3.23和1.29，流动资产主要为土地和应收款项，土地资产流动性偏弱，应收款项的回收依赖于地方财政收支情况，流动资产变现偿还短期债务的能力存在不确定性，公司短期债务偿还保障能力一般。截至2017年末，公司EBITDA利息保障倍数为0.54，经营活动现金生成对利息的保障程度较上年大幅下降。

总体来说，公司有息债务规模较大且增速较快，偿债压力较大。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	62.18%	56.46%
流动比率	3.23	5.47
速动比率	1.29	2.68
EBITDA（万元）	44,403.24	67,897.18
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.22
有息债务/EBITDA	79.25	39.19

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

2017年末公司对外担保规模较大，均未采取反担保措施，面临较大的或有负债风险

截至2017年末，公司为48家单位提供的对外担保金额合计为62.97亿元，占净资产的18.56%，对外担保金额较大，均未采取反担保措施，被担保方主要为国有企业与事业单位，对外担保面临较大的或有负债风险，具体担保情况见附录六。

七、评级结论

公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，在资产注入和政府补助等方面继续获得较大支持。同时，我们也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，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	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	531,914.03	456,841.23	489,101.65
应收账款	202,840.62	140,477.36	17,707.39
预付款项	459,354.77	237,356.29	107,768.89
其他应收款	2,110,592.28	1,827,367.07	904,958.67
存货	4,968,058.69	2,788,477.39	1,422,079.80
其他流动资产	5,584.56	11,826.39	9,000.00
流动资产合计	8,278,344.95	5,462,345.73	2,950,616.41
可供出售金融资产	71,322.54	70,171.39	7,645.19
长期股权投资	9,110.51	21,131.65	27,980.66
投资性房地产	29,143.17	29,851.19	0.00
固定资产	103,865.65	121,828.31	45,987.45
在建工程	440,116.53	844,799.10	270,255.36
工程物资	4.60	4.60	114.20
无形资产	22,382.39	20,132.81	10,806.27
长期待摊费用	1,673.74	2,120.91	2,036.86
递延所得税资产	2,094.03	383.44	264.97
其他非流动资产	10,824.51	91,535.15	0.00
非流动资产合计	690,537.68	1,201,958.56	365,090.96
资产总计	8,968,882.62	6,664,304.28	3,315,707.36
短期借款	2,350.00	3,550.00	10,240.00
应付票据	0.00	0.00	11,300.00
应付账款	113,365.66	56,064.07	10,527.61
预收款项	285,950.40	51,634.71	57,655.42
应付职工薪酬	411.80	207.64	327.81
应交税费	70,540.42	34,157.70	7,791.58
应付利息	31,573.63	30,662.65	10,733.20
应付股利	16.73	0.00	0.00
其他应付款	1,542,103.06	660,045.20	402,389.06
一年内到期的非流动负债	513,406.71	161,989.78	67,336.87
其他流动负债	1,999.00	256.33	256.33
流动负债合计	2,561,717.41	998,568.09	578,557.88
长期借款	1,642,880.50	697,467.87	320,379.19
应付债券	760,132.86	935,816.62	368,773.79
长期应付款	0.00	47,046.50	406.50
专项应付款	0.00	268,280.27	146,521.59

其他非流动负债	611,681.19	815,154.93	272,882.69
非流动负债合计	3,014,694.55	2,763,766.20	1,108,963.76
负债合计	5,576,411.95	3,762,334.29	1,687,521.64
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	3,240,105.23	2,752,448.37	1,515,936.13
盈余公积	10,726.40	10,593.37	10,593.37
未分配利润	120,558.30	118,928.25	81,603.20
归属于母公司所有者权益合计	3,391,389.94	2,901,970.00	1,628,132.71
少数股东权益	1,080.73	0.00	53.02
所有者权益合计	3,392,470.67	2,901,970.00	1,628,185.73
负债和所有者权益总计	8,968,882.62	6,664,304.28	3,315,707.36

资料来源：公司 2015-2017 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
营业收入	348,162.48	275,959.50	127,804.16
减：营业成本	311,985.58	230,887.04	88,111.89
税金及附加	4,012.05	2,309.98	5,773.82
销售费用	1,123.04	1,066.60	806.89
管理费用	9,757.33	9,914.73	12,032.07
财务费用	1,275.12	982.42	4,161.62
资产减值损失	7,573.47	5,411.37	426.47
投资净收益	2,445.37	2,465.06	1,430.71
资产处置收益	-10,432.53	0.00	0.00
其他收益	19,801.70	0.00	0.00
营业利润	24,250.44	27,852.42	17,922.11
加：营业外收入	7,733.26	16,167.21	8,347.29
减：营业外支出	321.76	384.18	297.21
利润总额	31,661.94	43,635.45	25,972.20
减：所得税	8,243.07	6,085.21	5,734.96
净利润	23,418.87	37,550.24	20,237.24

资料来源：公司 2015-2017 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	370,572.53	163,689.94	164,542.88
收到其他与经营活动有关的现金	481,904.91	275,899.91	104,180.20
经营活动现金流入小计	852,477.44	439,589.84	268,723.08
购买商品、接受劳务支付的现金	230,710.81	420,617.43	116,500.36
支付给职工以及为职工支付的现金	6,407.12	6,799.94	8,586.43
支付的各项税费	10,900.93	7,436.07	16,474.04
支付其他与经营活动有关的现金	292,902.21	1,021,224.75	409,682.47
经营活动现金流出小计	540,921.08	1,456,078.19	551,243.29
经营活动产生的现金流量净额	311,556.36	-1,016,488.35	-282,520.22
收回投资收到的现金	0.00	13,695.80	0.00
取得投资收益收到的现金	1,915.85	2,321.03	900.00
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	0.00	5.23
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	1,915.85	16,016.83	905.23
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,257,086.28	699,823.49	227,557.25
投资支付的现金	6,822.30	74,465.59	9,000.00
投资活动现金流出小计	1,263,908.58	774,289.07	236,557.25
投资活动产生的现金流量净额	-1,261,992.73	-758,272.24	-235,652.02
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	1,554,014.57	2,026,488.45	926,696.88
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	168,398.68	109,706.74
筹资活动现金流入小计	1,554,014.57	2,194,887.13	1,036,403.62
偿还债务支付的现金	448,076.68	452,121.78	79,008.13
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	80,072.72	3,021.18	14,464.87
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	13,442.21
筹资活动现金流出小计	528,149.40	455,142.96	106,915.21
筹资活动产生的现金流量净额	1,025,865.17	1,739,744.17	929,488.41
现金及现金等价物净增加额	75,428.80	-35,016.42	411,316.17

资料来源：公司 2015-2017 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	23,418.87	37,550.24	20,237.24
加：资产减值准备	7,573.47	5,411.37	426.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,944.81	19,276.83	4,329.15
无形资产摊销	1,146.52	1,372.95	14.00
长期待摊费用摊销	0.00	815.95	583.62
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	-3.86
固定资产报废损失	0.00	20.44	18.35
财务费用	2,649.97	2,795.99	4,538.89
投资损失	-2,445.37	-2,465.06	-1,430.71
递延所得税资产减少	-1,710.59	-118.47	-78.58
存货的减少	-790,844.03	-138,834.58	59,475.67
经营性应收项目的减少	137,405.28	-1,274,361.30	-500,632.34
经营性应付项目的增加	925,417.43	332,047.30	130,001.87
经营活动产生的现金流量净额	311,556.36	-1,016,488.35	-282,520.22

资料来源：公司 2015-2017 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	62.18%	56.46%	50.89%
流动比率	3.23	5.47	5.10
产权比率	164.38%	129.65%	103.64%
综合毛利率	10.39%	16.33%	31.06%
EBITDA（万元）	44,403.24	67,897.18	35,437.86
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.22	1.99

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017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
都匀工业聚集区资本营运有限公司	63,000	100	基础设施建设
都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司	10,700	100	基础设施建设
独山县恒通置业开发有限公司	26,000	100	基础设施建设
独山县金城市政投资有限责任公司	27,896	100	基础设施建设
福泉市福润城镇基础设施投资开发有限公司	20,000	100	基础设施建设
福泉市供排水有限责任总公司	400	100	供排水工程
贵定县金海投资开发有限责任公司	41,100	100	基础设施建设
贵州清水江城投集团有限公司	6,000	100	基础设施建设
贵州双源工程建设有限公司	10,000	100	水利及水电站工程建设
贵州长顺久安产业发展有限公司	20,000	100	基础设施建设
惠水县工业投资经营有限公司	20,000	100	基础设施建设
惠水县自来水公司	522	100	自来水生产、销售
荔波锦福投资有限责任公司	100,000	100	基础设施建设
龙里县供排水总公司	4,552	100	供排水工程
龙里县贵龙基础设施建设开发有限公司	50	100	市政基础设施建设
罗甸县红水河投资有限责任公司	30,000	100	投资融资、土地开发建设等
平塘县国有资本营运有限责任公司	41,800	100	投资融资、土地开发建设等
黔南印务发行有限责任公司	200	100	报务印制
三都水族自治县城镇建设投资有限公司	25,000	100	基础设施建设
上海黔兴劳务服务有限公司	200	100	劳务服务等
瓮安县城镇建设投资开发有限责任公司	5,000	100	基础设施建设
瓮安县工业园区投资开发有限责任公司	35,140	100	基础设施建设

注：贵州清水江城投集团有限公司曾用名均为都匀经济开发区城市投资开发有限公司。

资料来源：公司提供

附录六 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
贵定县国有资本营运有限责任公司	80,000.00	2035.1	否
贵州锦绣实业（集团）有限责任公司	60,000.00	2018.02	否
贵州省珠江源投资开发有限责任公司	45,000.00	2018.05	否
福泉市福润住房建设投资开发有限公司	39,494.13	2025.1	否
贵州省黔南布依族苗族自治州中医医院	30,000.00	2027.01	否
贵州省三都水族自治县国有资本营运有限责任公司	30,000.00	2024.03	否
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	28,000.00	2018.03	否
贵定县雪山旅游发展有限责任公司	25,000.00	2018.12	否
贵定县雪山旅游发展有限责任公司	25,000.00	2018.12	否
贵州省贵定水利工程有限责任公司	24,466.40	2025.12	否
贵州民生发展投资有限公司	23,615.92	2027.1	否
贵州省珠江源投资开发有限责任公司	20,000.00	2018.05	否
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	20,000.00	2018.02	否
平塘县殡葬服务有限责任公司	15,789.47	2018.04	否
贵州省珠江源投资开发有限责任公司	15,000.00	2018.05	否
平塘县水务有限责任公司	13,500.00	2018.03	否
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	13,410.00	2018.03	否
黔南布依族苗族自治州公路处	12,300.00	2018.11	否
贵州省黔南民族职业技术学院	10,000.00	2019.12	否
黔南布依族苗族自治州公路处	8,500.00	2018.11	否
黔南州公路处	8,464.00	2018.11	否
黔南州公路处	7,800.00	2018.11	否
黔南民族医学院高等专科学校	7,680.00	2020.12	否
贵定县高粱坝水库工程管理所	7,500.00	2029.02	否
贵州省黔南民族职业技术学院	6,025.00	2019.12	否
贵定县文化旅游投资有限责任公司	5,000.00	2018.1	否
贵定县文化旅游投资有限责任公司	5,000.00	2018.1	否
罗甸县民生斛农农业投资开发有限公司	4,550.00	2022.11	否
黔南民族医学高等专科学校	4,286.05	2020.12	否
贵州太平洋建设有限公司	4,000.00	2019.10.	否
罗甸县人民医院	4,000.00	2021.01	否
贵州太平洋建设有限公司	3,768.39	2019.1	否
罗甸县民生斛农农业投资开发有限公司	3,712.80	2022.02	否
罗甸县中医医院	3,256.08	2021.01	否

三都县城镇建设物资有限公司	3,000.00	2020.12	否
三都县城镇建设物资有限公司	3,000.00	2020.12	否
罗甸县中医医院	2,000.00	2021.01	否
平塘县工业园区建设开发有限责任公司	1,899.09	2019.02	否
贵州省黔南民族职业技术学院	1,500.00	2019.12	否
贵州省黔南民族职业技术学院	750.00	2019.12	否
贵州健宝儿童用品有限公司	550.00	2019.05	否
贵州健宝儿童用品有限公司	550.00	2019.05	否
贵州健宝儿童用品有限公司	550.00	2019.05	否
贵定县云雾镇中心卫生院	500.00	2017.09	否
独山县创科道路绿化工程有限公司	490.00	2018.02	否
贵州交投交通安全设施有限公司	490.00	2018.04	否
贵州太平洋建设有限公司	282.20	2019.07	否
贵州省电子信息高级技工学校	41.08	2025.03	否
合计	629,720.61	-	-

资料来源：公司提供

附录七 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+ 1 年内到期的非流动负债中的有息负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息负债+其他非流动负债

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。