

2015 年毕节市建设投资有限公司
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
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>

2015 年毕节市建设投资有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【968】号 01

债券简称:

15 毕节建投债/PR 毕建
投

增信方式: 国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模: 12.80 亿
元

债券到期日期:

2022 年 1 月 28 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 在
本期债券存续期间的第
3 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:

王强 刘伟强

电话:

0755-82872611

邮箱:

wangq@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

	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 15 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对毕节市建设投资有限公司 (以下简称“毕节建投”或“公司”) 及其 2015 年 1 月 28 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发展外部环境较好, 公司市政项目建设业务收入来源较有保障, 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性; 但鹏元也关注到, 公司资产整体流动性较弱, 主要在建及拟建项目规模较大, 面临较大的资金压力, 公司有息债务规模大幅增加, 面临较大的偿债压力, 为本期债券提供抵押担保的土地使用权未按抵押协议要求重新评估, 以及公司对外担保金额较大, 存在较大的或有负债等风险因素。

正面:

- 公司发展外部环境较好。2017 年毕节市地区生产总值和全市公共财政收入分别实现 1,841.61 亿元和 123.80 亿元, 分别同比增长 11.7% 和 12.3%, 当地经济和财政实力进一步增强, 为公司发展提供良好的外部环境。
- 公司市政项目建设业务收入来源较有保障。截至 2017 年末, 主要在建及拟建项目预计总投资 2,575,077.67 万元, 累计已投资 1,022,018.24 万元, 主要在建及拟建项目规模较大, 且在建项目大部分均与毕节市政府签订委托代建协议, 未来收入来源较有保障。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。公司实际以其合法拥有的 30 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保, 是本期债券未偿还本金的

2.35 倍，仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2017 年末公司资产主要由应收款项、存货和在建工程构成，三者合计占比 76.95%；应收款项主要应收对象为政府与关联方，回收时间不确定；存货主要为待开发土地，土地资产集中变现较为困难，且价值易受土地一级市场波动的影响，在建工程流动性较弱；同时使用权受到限制的货币资金、土地等账面价值合计 1,134,115.58 万元，占总资产比重的 29.02%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司主要在建及拟建项目规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目预计尚需投资 158.73 亿元，尚需投资规模较大，未来公司面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，面临较大的偿债压力。**截至 2017 年末公司有息债务规模为 189.84 亿元，同比增长 46.69%，占总负债的比重为 80.29%，与所有者权益之比为 122.93%，有息债务规模大幅增加，未来债务偿付压力较大。
- **为本期债券提供抵押担保的土地使用权部分未抵押，且抵押资产未按抵押协议要求重新评估。**公司原拟用于本期债券抵押担保的土地共 33 宗，本期债券成功发行后，公司实际办理了 30 宗土地的抵押登记。抵押资产评估报告最新评估基准日为 2013 年 11 月 20 日，截至 2018 年 5 月底评估报告已过有效期，未重新评估。
- **公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 60.18 亿元，担保规模较大，占同期末净资产的比重为 38.97%，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,908,646.91	3,237,875.35	2,972,757.62
所有者权益合计（万元）	1,544,339.70	1,519,377.53	1,489,346.04
资产负债率	60.49%	53.07%	49.90%
流动比率	2.47	3.59	3.43
有息债务（万元）	1,898,399.71	1,294,180.04	782,707.61
营业收入（万元）	54,210.08	71,353.24	61,990.18
营业外收入（万元）	0.00	2.28	12,122.00
利润总额（万元）	35,297.18	40,878.96	16,032.91
综合毛利率	88.69%	69.24%	16.05%
EBITDA（万元）	57,507.21	57,965.84	27,452.13
EBITDA利息保障倍数	0.98	1.11	0.84
经营活动现金流净额（万元）	12,903.17	-8,760.39	6,069.61

注：2017 年资本化和费用化利息之和用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据近似代替。

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

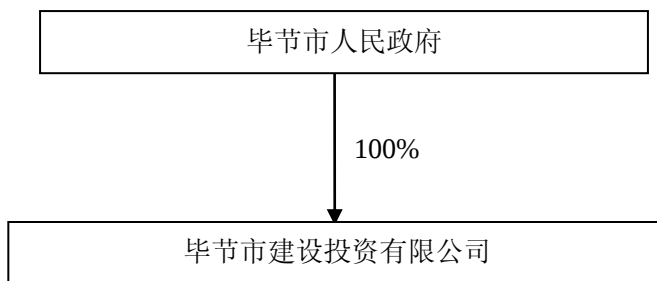
经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2895号文件批准，公司于2015年1月28日发行16亿元公司债券，票面利率为6.5%，期限为7年。

本期债券募集资金16亿元，全部用于于毕节中心城区小坝片区棚户区改造项目等3个棚户区改造项目和毕节高新技术产业基地一期道路网工程等3个城市道路建设项目，截至2017年末，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、实收资本、控股股东及实际控制人未变化，截至2018年5月末公司实收资本为63,689.32万元，实际控制人仍为毕节市人民政府，持有公司100%股权。2017年，公司主营业务和合并报表范围均未发生变化，但公司将持有的子公司毕节试验区乡村建设投资发展有限公司3.58%股权转让给国开发展基金有限公司，持股比例随之变更为96.42%。

图1 截至2018年5月末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

截至2017年12月31日，公司资产总额为3,908,646.91万元，所有者权益合计为1,544,339.70万元，资产负债率为60.49%；2017年度，公司实现营业收入54,210.08万元，利润总额35,297.18万元，经营活动现金净流入12,903.17万元。

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 1 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、规范政府和与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	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

	行》(财预[2017]62号)		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

2017年毕节市经济总量持续增长,产业结构进一步优化

2017年毕节市实现地区生产总值1,841.61亿元,按可比价格计算,同比增长11.7%。其中,第一产业实现增加值378.1亿元,同比增长6.8%;第二产业实现增加值692.2亿元,同比增长10.1%;第三产业实现增加值770.8亿元,同比增长15.6%;三次产业结构比例由2016年的21.2:38.0:40.8调整为20.6:37.6:41.8,第三产业比例持续上升,产业结构进一步优化。2017年毕节市人均生产总值为27,690元,为全国人均生产总值的46.41%。

毕节市固定资产投资仍处于快速增长时期,2017年毕节市实现固定资产投资1,730亿元,同比增长18.1%。毕节市政府办公室公布数据显示,2017年,全市787个重大工程和重点项目共完成投资1,210.31亿元。截至2017年11月底,收尾项目84个,完成投资118.4亿元;续建项目269个,完成投资535.75亿元;新建项目340个,实际开工363个(其中47个预备项目提前开工),开工率为106.76%,完成投资445.3亿元;预备项目94个,完成投资70.5亿元。

表2 2016-2017年毕节市主要经济发展指标(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）	1,841.61	11.70%	1,625.80	12.10%
第一产业增加值	378.10	6.80%	344.4	6.00%
第二产业增加值	692.20	10.10%	617.3	12.00%
第三产业增加值	770.80	15.60%	664.1	15.20%
工业增加值	545.95	9.30%	488.6	11.10%
固定资产投资	1,730.00	18.10%	1,601.80	19.10%
社会消费品零售总额	381.98	12.30%	340.1	12.60%
进出口总额（亿美元）	2.05	120.20%	-	-
存款余额	1,990.38	9.40%	1,667.31	32.90%
贷款余额	1,321.29	15.10%	1,148.30	29.80%
人均 GDP（元）		27,690		24,544
人均 GDP/全国人均 GDP		46.41%		45.47%

资料来源：鹏元经济财政数据库，鹏元整理

2017年毕节市公共财政收入规模持续增长，财政实力增强，但财政自给能力较弱

2017年毕节市全市公共财政收入为123.80亿元，较上年同口径增长12.30%，其中税收收入占比达73.34%，公共财政收入质量较好；2017年毕节市政府性基金收入为103.70亿元，较上年略有增长，其主要来源于土地出让收入，易受土地一级市场波动影响，未来需持续关注毕节市土地出让情况。

2017年毕节市市本级公共财政收入为24.40亿元，同比增长8.11%，其中税收收入占比达73.36%，公共财政收入质量较好；2017年毕节市获得上级补助收入371.90亿元，占地方综合财力的62.05%，比重进一步提供，综合财力对上级补助收入依赖程度较高；2017年毕节市政府性基金收入为1.28亿元，受土地出让收入增加影响，同比大幅增长48.84%。

毕节市全市及市本级公共财政支出及政府性基金支出不断增长，公共财政支出规模占比较大，主要为一般公共服务支出、教育支出、医疗卫生支出、社会保障与就业支出，刚性支出占比较高。2017年毕节市全市和市本级财政自给率分别为24.26%和30.69%，财政自给能力较弱。

表 3 2016-2017 年毕节市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力	599.40	95.68	521.1	37.92
（一）公共财政收入	123.80	24.40	112.63	22.57
其中：税收收入	90.80	17.90	83.91	16.65
非税收入	33.00	6.50	28.73	5.92

(二) 上级补助收入	371.90	70.00	313.35	14.49
其中：返还性收入	-	-	10.87	5.66
一般性转移支付收入	-	-	174.79	8.6
专项转移支付收入	-	-	127.7	0.23
(三) 政府性基金收入	103.70	1.28	95.12	0.86
财政支出	603.10	80.50	545	45.2
(一) 公共财政支出	510.30	79.50	452.2	44.24
(二) 政府性基金支出	92.80	1.00	94.09	0.96
财政自给率	24.26%	30.69%	24.91%	51.02%

注：1) 财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。2) 地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；3) 财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；4) “-”数据未公开披露；5) 根据《毕节市2017年全市和市本级预算执行情况与2018年全市和市本级预算草案的报告》，按照全面推开“营改增”改革，毕节市对全市公共财政收入2016年基数由1,126,347万元调整为1,102,525万元。

资料来源：鹏元经济与财政数据库，鹏元整理

四、经营与竞争

2017年，公司主营业务未发生变化，收入主要来源于市政项目建设业务和租赁业务。2017年公司实现营业收入54,210.08万元，同比下降24.03%，主要系本期市政项目建设业务结算收入大幅下降所致；毛利率方面，2017年以仅确认代建管理费的模式确认的市政项目建设业务收入占总的市政项目建设业务收入的比重显著提高至80.49%，使得2017年公司市政项目建设业务毛利率进一步提升至87.68%。

表4 公司营业收入结构和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政项目建设业务	49,767.15	87.68%	66,609.70	67.05%
租赁业务	4,400.30	100.00%	4,636.75	100.00%
其他收入	42.64	100.00%	106.80	100.00%
合计	54,210.08	88.69%	71,353.24	69.24%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司市政项目建设业务收入下降，毛利率上升，在建项目较多，未来市政项目建设业务收入来源较有保障，同时面临较大的资金压力

公司受毕节市政府委托，承建毕节市基础设施项目，主要通过两种模式进行。一是项目在项目竣工后，由毕节市人民政府按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的110%一次性支付工程项目款，公司获得项目成本的10%作为投资收益；二是项目由毕节市人民政府向公司提供委托代建工程款，并按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的10%或者15%向公司支付代建管理费。

2017年，毕节市人民政府对南部新区、职教城、新双大道以及毕节高新技术产业基地一期道路路网工程等项目采用第二种模式合计确认代建管理费收入40,056.87万元；同时公司对中心路网、威宁2012年草海镇人民北路城市棚户区、小坝片区棚户区以及毕节市2013-2014年棚改等项目采用第一种模式确认收入9,710.27万元，合计确认市政项目建设业务收入49,767.15万元，总体来看，因受完工进度影响，市政项目建设业务收入较2016年大幅下降25.29%；因第二种模式确认的代建管理费收入占公司市政项目建设业务收入的比重大幅提升至80.49%，使得2017年公司市政项目建设业务毛利率进一步提高至87.68%。

本期债券募投项目在2017年共确认收入4,834.09万元，其中小坝片区棚户区、威宁2012年草海镇人民北路城市棚户区项目按照第一种模式确认收入4,201.33万元，毕节高新技术产业基地一期道路路网工程、大方金鱼村至龙昌村环境整治工程、大方镇迎宾大道道路工程以及威宁2013年草海镇人民南路和解放路棚户区项目按照第二种模式确认代建管理费632.75万元。

截至2017年末，公司在建项目仍较多，主要在建项目计划总投资152.72亿元，已累计投资102.20亿元，预计尚需投资53.95亿元。在建项目大部分均与毕节市政府签订委托代建协议，公司未来可获得实际投资额的10%作为投资收益（个别项目投资收益为实际投资额的15%），若全部项目未来均按期投资并进行代建收入确认，预计公司未来至少可获得5.40亿元的投资收益（均按实际投资额的10%作为投资收益）。截至2017年末，公司主要拟建项目预计总投资1,047,851.12万元，主要在建及拟建项目预计总投资2,575,077.67万元，累计已投资1,022,018.24万元，尚需投资1,587,344.56万元，公司主要在建项目尚需投资规模较大，收入来源较有保障的同时，也面临较大的资金压力。

表 5 截至 2017 年末公司主要在建及拟建项目、本期收入确认情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	2017 确认收入
职教城	264,427.54	200,120.14	64,307.40	20,195.55
新双大道	164,086.90	160,582.93	3,503.97	18,799.81
毕节市2013-2014年棚户区改造项目	248,452.16	79,194.91	169,257.25	3,566.92
梨新大道	110,305.00	53,730.00	56,575.00	-
毕节高新技术产业基地一期道路路网工程	84,690.55	44,446.64	40,243.91	254.26
大方县金鱼村至龙昌村综合整治工程	57,844.93	32,227.03	25,617.90	175.09
威宁县2013年草海镇人民南路和	51,117.72	28,731.12	22,386.60	154.49

解放路城市棚户区改造一期工程				
南部新区棚户区	60,825.65	22,246.89	38,578.76	428.76
经开区2015年度城市棚改	47,185.38	11,022.31	36,163.07	-
大方县大方镇迎宾大道道路工程	16,302.75	9,004.62	7,298.13	48.92
毕节市农民集中居住示范村建设项目	25,252.00	7,017.15	18,234.85	-
中心路网	88,481.28	104,186.71	-	714.95
东出口道路改扩建工程	30,352.82	30,321.54	31.28	-
环境整治工程	11,833.77	12,436.71	-	-
南环东路工程	9,960.00	9,802.48	157.52	1.61
百里杜鹃大道	30,369.00	27,918.59	2,450.41	29.27
草海大道	34,793.09	45,145.25	-	3.96
威宁2012年草海镇人民北路城市棚户区	46,142.45	40,825.42	5,317.03	1,453.45
大剧院	32,404.00	38,692.82	-	847.66
博物馆	9,076.72	9,689.69	-	67.07
图书馆、科技馆	13,501.29	13,961.91	-	93.37
地下停车场	5,131.00	5,393.19	-	184.13
小坝片区棚户区	84,690.55	35,320.20	49,370.35	2,747.88
在建项目合计	1,527,226.55	1,022,018.24	539,493.44	49,767.15
毕节市老年人活动中心建设项目*	10,272.00	-	10,272.00	-
毕节市2017年棚户区改造项目*	1,037,579.12	-	1,037,579.12	-
拟建项目合计	1,047,851.12	-	1,047,851.12	-
总计	2,575,077.67	1,022,018.24	1,587,344.56	-

注：累计已投资大于预计总投资的项目，在测算尚需投资额等相关数据时剔除。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司租赁收入基本保持稳定，毛利率较高，但该业务规模较小，未来租赁收入存在一定不确定性

2017年，公司租赁业务总体稳定，目前在租物业仍为毕节市人民政府向公司注入的大方县循环经济产业园和毕节试验区大方药品食品产业园的标准厂房，面积合计为329,759.09平方米，租赁期限为5年（2013年1月1日至2018年12月31日）。2017年，公司实现租赁收入4,400.30万元，相比2016年略有减少，主要系缴纳增值税的影响，毛利率100%，保持稳定。总体看该业务盈利能力较好，对公司整体利润具有一定的贡献；租赁方主要为大方金城镇开发建设投资有限公司，为大方县国有企业，主要业务为城镇基础设施及相关配套项目的建设经营。但需注意的是，公司租赁业务规模有限，且截至2018年5

月底租赁合同尚未续约，合同到期后能否继续租赁及租赁的具体价格均存在不确定性。

除此之外，公司拥有较大规模的可转让土地，截至2017年底，公司存货中的土地规模达到145.70亿元，合计面积为788.49万平方米，均为出让性质，主要为商业、住宅用地，土地转让业务具备持续发展的基础。但截至2017年末，公司已抵押土地规模为108.32亿元，存货中的土地抵押规模为105.32亿元，占存货的比重为72.28%。同时需要关注的是，近三年公司未实现土地转让收入，未来受宏观经济和土地市场行情的影响，此项收入实现存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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 2016 年和 2017 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017 年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，主要由应收款项、存货和在建工程构成，多数土地已抵押，整体流动性较弱

截至 2017 年末，公司资产规模为 3,908,646.91 万元，同比增长 20.72%，主要系本期融资规模增加所致，其中受限资产规模为 1,134,115.58 万元，占比 29.02%，公益性资产规模为 2,749.82 万元；公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产占总资产比重为 71.82%。

表 6 2016-2017 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	351,676.75	9.00%	243,506.57	7.52%
应收账款	285,663.44	7.31%	352,959.19	10.90%
预付款项	96,007.55	2.46%	58,592.68	1.81%
其他应收款	605,747.78	15.50%	334,731.99	10.34%
存货	1,456,997.09	37.28%	1,456,996.99	45.00%
其他流动资产	11,130.92	0.28%	537.19	0.02%
流动资产合计	2,807,384.14	71.82%	2,447,474.61	75.59%

可供出售金融资产	167,490.45	4.29%	57,144.63	1.76%
长期应收款	172,000.00	4.40%	-	0.00%
在建工程	658,926.57	16.86%	634,385.42	19.59%
无形资产	36,141.63	0.92%	36,261.43	1.12%
非流动资产合计	1,101,262.76	28.18%	790,400.74	24.41%
资产总计	3,908,646.91	100.00%	3,237,875.35	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货以及其他流动资产构成。截至 2017 年末，公司货币资金为 351,676.75 万元，同比大幅增长 44.42%，主要系本期借款增加、发行债券“17 毕节管廊 01”、“17 毕节管廊 02”收到较多现金所致，其中 50,850 万元的人民币定期存单已用于质押，另有其他货币资金 100 万元，为受限的银行贷款保证金，受限资金合计占比 14.49%。截至 2017 末，公司应收账款 285,663.44 万元，同比下降 19.07%，主要为应收毕节市财政局和客户大方金城镇开发建设投资有限公司的工程款，其中应收毕节市财政局的款项占比为 90.72%，规模较大，风险小但回收时间不确定，对公司资金形成较大的占用，应收客户大方金城镇开发建设投资有限公司的款项占比为 8.11%，账龄略长，存在一定的坏账风险。截至 2017 年末，公司预付款项为 96,007.55 万元，同比增长 63.86%，主要系本期预付的工程款增加所致，1 年以内的款项占比 80.41%。截至 2017 年末，公司其他应收款规模达到 605,747.78 万元，同比大幅增长 80.97%，主要系本期借款本息、代垫款、工程款等款项增加所致；其中应收对象为关联方或政府单位的无风险款项合计 402,212.97 万元，占比 64.22%，风险小但规模大，回收时间不确定，影响公司资金使用效率；按账龄分析法和单项金额重大单独计提坏账准备的其他应收款中账龄在 1 年以上的占比 16.37%，存在一定的坏账风险。截至 2017 年末，公司应收账款和其他应收款合计 891,411.22 万元，占总资产的比重为 22.81%，主要应收对象为政府和关联方，风险小但规模大，回收时间不确定，对公司资金形成较大规模的占用，按账龄分析法需计提坏账的应收款项占比虽小但因平均账龄略长，存在一定的坏账风险。

截至 2017 年底，公司存货规模 1,456,997.09 万元，占总资产比重为 37.28%，基本全部为待开发土地，待开发土地均为出让性质，规模保持稳定；其中 1,053,165.58 万元的土地使用权已抵押，占存货的比重为 72.28%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 11,130.92 万元，同比大幅增长，主要系本期预交大额土地款所致。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、在建工程以及无形资产构成。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产规模为 167,490.45 万元，同比增长 193.10%，主

要系本期新增对试验区开发生态建设(浦发)投资基金管理中心、毕节市新型城镇化发展投资基金管理中心以及黔西县乡村建设投资有限责任公司等的投资所致。截至 2017 年末，公司新增 172,000.00 万元的其他应收款，实为市级主管、县级实施的毕节市纳威赫 18 个极贫乡镇贫困村出列人居环境建设投资基金，公司仅为代收代付。截至 2017 年末，公司在建工程规模为 658,926.57 万元，占总资产比重为 16.86%，同比增长 3.87%，主要系本期对重要在建工程项目投资增加所致。截至 2017 年末，公司无形资产规模为 36,141.63 万元，主要为政府注入的 2 万亩耕地占补平衡指标，其中账面价值为 30,000.00 万元的土地已用于贷款担保，占比 83.01%，账面价值为 750.63 万元的毕地国用（2011）第 A026 号属于公益性资产，此外固定资产中账面价值为 1,999.19 万元的体育中心运动场及附属设施也属公益性资产，企业资产中公益性资产合计 2,749.82 万元。

总体来看，公司资产规模保持增长，主要由应收款项、存货和在建工程构成，三者合计占比 76.95%；应收款项主要应收对象为政府与关联方，回收时间不确定；存货主要为待开发土地，土地资产集中变现较为困难，且价值易受土地一级市场波动的影响，在建工程流动性较弱；同时使用权受到限制的货币资金、土地等账面价值合计 1,134,115.58 万元，占总资产比重的 29.02%，资产流动性较弱。

盈利能力

2017 年公司营业收入下降，综合毛利率上升，利润规模总体有所下降

公司营业收入主要来自于市政项目建设业务，受本期工程完工进度以及收入结算方式的影响，2017 年公司实现营业收入 54,210.08 万元，同比下降 24.03%。目前公司在建及拟建项目业务量充足，规模较大，且大部分项目均已签订回购或代建协议，未来市政项目建设业务收入来源较有保障。

盈利能力方面，2016 年公司与毕节市政府签订委托代建协议，对公司代建的市政工程项目，毕节市政府约定支付公司 10%或者 15%的代建管理费，因 2017 年以仅确认代建管理费的模式确认的市政项目建设业务收入占总的市政项目建设业务收入的比重显著提高使得公司市政项目建设业务毛利率大幅提高，并带动公司综合毛利率提高至 88.69%。2017 年，公司其他应收款项规模大幅增加，账龄略长，公司计提的坏账损失大幅增加，使得本期营业利润和利润总额都有所降低，值得注意的是，公司 2016-2017 年均未获得补贴收入，未来需关注政府补贴的持续性。

表 7 2016-2017 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	54,210.08	71,353.24
资产减值损失	12,342.11	5,348.70
营业利润	35,306.05	41,581.77
营业外收入	0.00	2.28
利润总额	35,297.18	40,878.96
综合毛利率	88.69%	69.24%

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改善但仍表现偏弱，目前主要在建拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力

2017 年公司收到的政府工程代建资金、代建管理费等较多，使得本期收现比提升至 0.55，资金回笼状态好转，但总体上资金回笼状况较差。收到其他与经营活动有关的现金主要来自于利息收入和保证金，支付其他与经营活动有关的现金主要来自于代收代付款和保证金，其他经营活动的现金净流出相对较小，主营活动现金净流入较多，使得 2017 年经营活动现金净流入 1.29 亿元，较去年大幅改善，经营活动现金流表现好转。

投资活动现金流支出主要是公司在建项目投入、借出款项、大额存单投资以及委托贷款等形成的现金流出，本期收到其他与投资活动有关的现金主要是收回借款、大额存单以及借款利息等形成的现金流入，随着工程建设的持续投入和其他投资活动的现金净流出加大，使得 2017 年公司投资活动现金大幅净流出 38.40 亿元。

由于项目建设资金需求量大，2017 年公司继续通过筹资获取了较大规模的资金，全年筹资活动现金净流入 47.94 亿元。截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目预计尚需投资 158.73 亿元，尚需投资规模较大，未来公司面临较大资金压力。

表 8 2016-2017 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.55	0.00
销售商品、提供劳务收到的现金	30,025.00	116.88
收到其他与经营活动有关的现金	1,218.73	963.25
经营活动现金流入小计	31,243.73	1,080.13
购买商品、接受劳务支付的现金	15,346.24	7,462.66
支付其他与经营活动有关的现金	2,500.72	2,101.95
经营活动现金流出小计	18,340.56	9,840.52
经营活动产生的现金流量净额	12,903.17	-8,760.39

投资活动产生的现金流量净额	-383,998.17	-201,327.27
筹资活动产生的现金流量净额	479,365.17	175,963.48
现金及现金等价物净增加额	108,270.18	-34,124.18

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

2017 年公司有息债务规模大幅增加，面临较大的偿债压力

受公司对外融资规模大幅增长和利润累积，截至 2017 年末，公司负债规模和所有者权益规模均保持增长，负债总额为 2,364,307.20 万元，同比增长 37.58%；所有者权益为 1,544,339.70 万元，同比增长 1.64%；公司负债与所有者权益比率进一步提升至 153.10%，权益对债务保障程度有所减弱。截至 2017 年末，公司非流动负债增长至 1,225,521.78 万元，占总负债比重为 51.83%，为公司负债的主要形式。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	2,364,307.20	1,718,497.82
所有者权益合计	1,544,339.70	1,519,377.53
产权比率	153.10%	113.11%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司流动负债主要由应付账款、应交税费、其他应付款以及一年内到期的非流动负债等构成。2017 年末公司应付账款为 83,951.58 万元，基本与去年保持不变，主要为应付工程款、应付土地价款以及应付服务费。2017 年末公司应交税费为 45,270.24 万元，同比大幅增长 64.40%，主要系 2017 年企业税费核算时全部按照一般纳税人的税率计算所致。公司其他应付款包括借款本息、保证金、代收代付款以及托管资金等，2017 年末公司其他应付款为 915,353.95 万元，同比增长 83.17%，主要系本期应付其他单位的一年期的借款本金和利息大幅增长所致。2017 年末公司一年内到期的非流动负债为 80,000.00 万元，同比增长 32.23%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款以及其他非流动负债等构成。2017 年末公司长期借款为 557,255.00 万元，同比增长 7.41%，主要系本期借上海浦发银行毕节分行的信用借款大幅增长所致。2017 年末公司应付债券为 329,220.57 万元，同比大幅增长 107.49%，主要系本期新增债券发行规模为 12.3 亿元、利率为 5.78%、期限为 7 年的“17 毕节管廊 01”和发行规模为 5.0 亿元、利率为 5.55%、期限为 7 年的“17 毕节管廊 02”所致。2017 年末公司长期应付款为 73,524.00 万

元，同比下降 35.89%，主要系偿还部分国开发展基金所致。2017 年末公司专项应付款为 219,522.21 万元，同比增长 10.74%，主要系本期政府拨入的项目建设配套资金以及政府置换转贷资金均出现不同幅度的增加所致。2017 年公司其他非流动负债为 46,000.00 万元，全部为公司代收投资基金款。

表 10 2016-2017 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	83,951.58	3.55%	83,818.55	4.88%
应交税费	45,270.24	1.91%	27,537.42	1.60%
其他应付款	915,353.95	38.72%	499,717.92	29.08%
一年内到期的非流动负债	80,000.00	3.38%	60,502.44	3.52%
流动负债合计	1,138,785.42	48.17%	682,077.75	39.69%
长期借款	557,255.00	23.57%	518,825.00	30.19%
应付债券	329,220.57	13.92%	158,666.86	9.23%
长期应付款	73,524.00	3.11%	114,692.00	6.67%
专项应付款	219,522.21	9.28%	198,236.21	11.54%
其他非流动负债	46,000.00	1.95%	46,000.00	2.68%
非流动负债合计	1,225,521.78	51.83%	1,036,420.07	60.31%
负债合计	2,364,307.20	100.00%	1,718,497.82	100.00%
其中：有息债务	1,898,399.71	80.29%	1,294,180.04	75.31%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司有息债务主要由其他应付款中的计息部分、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款等构成，规模为 189.84 亿元，同比增长 46.69%，占总负债的比重为 80.29%，与所有者权益之比为 122.93%，有息债务规模大幅增加，未来债务偿付压力较大。此外根据公司提供的 2018-2020 年有息债务本金偿还计划，短期内公司存在较大的债务集中偿付压力。

表 11 2018-2020 年公司有息债务本金偿还计划（单位：亿元）

年份	当期偿还本金
2018 年	18.97
2019 年	20.04
2020 年	21.58
合计	60.59

截至 2017 年底，受融资规模大幅增加影响，公司资产负债率提升至 60.49%。2017

年末公司流动比率和速动比率分别为 2.47 和 1.19，较 2017 年均有所下降，流动资产、速动资产对流动负债的覆盖能力降低。2017 年公司利润总额有所下降使得 EBITDA 规模随之略有下降至 57,507.21 万元。2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.98，公司盈利对债务利息的偿付保障程度下降。截至 2017 年末公司有息债务与 EBITDA 之比为 33.01，公司盈利对债务本金的覆盖能力较弱。同时鹏元也考虑到，公司主要在建及拟建项目尚需投资 158.73 亿元，后续融资规模可能继续增加，公司的偿债保障能力可能进一步削弱。

表 12 2016-2017 年公司偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	60.49%	53.07%
流动比率	2.47	3.59
速动比率	1.19	1.45
EBITDA（万元）	57,507.21	57,965.84
EBITDA 利息保障倍数	0.98	1.11
有息债务/EBITDA	33.01	14.71

注：2017 年资本化和费用化利息之和用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据近似代替。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司实际以其持有的 30 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，能继续为本期债券的偿还提供进一步保障；但部分土地未办理抵押登记，抵押资产评估报告已过期，未重新评估

公司以自身及下属企业合法拥有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过行使抵押权以清偿债务。

公司原拟用于抵押的土地共 33 宗，土地总面积 156.23 万平方米，实际完成抵押登记 30 宗，面积 133.24 万平方米。截至 2018 年 5 月 31 日，公司未对原拟用于本期债券抵押的土地使用权毕国用（2011）第 A019 号、毕国用（2011）第 A039 号、毕国用（2011）第 A040 号进行抵押登记，该等土地使用权面积 229,924.57 平方米。

抵押比率方面，抵押资产监管协议要求在本期债券存续期间，抵押资产的价值总额与本期债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不应低于 1.8 倍。抵押资产存续期间评估方面，抵押资产监管协议中约定在本期债券的存续期间，当监管人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的或者公司拟对抵押资产追加、置换、释放时，应当聘请具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告，公司将在本期债券的本

息全部清偿完毕之日前聘请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。本期债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，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 20 个工作日。

根据贵州亚太房地产土地评估有限公司出具的黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告（估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日），公司 33 宗土地评估价值共计 362,446.84 万元，已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元，30 宗土地评估价值为本期债券未偿还本金的 2.35 倍，满足抵押资产监管协议的要求，能为本期债券的偿还提供进一步保障。但鹏元也关注到截至 2018 年 5 月底公司抵押资产的评估报告已过有效期，未按要求重新评估。

表 13 公司用于抵押担保土地情况（单位：平方米、万元）

权证编号	位置	性质	用途	面积	评估值	他项权证号
未完成抵押登记						
毕国用（2011）第 A019 号	梨树镇联合村	出让	商住	136,433.60	19,303.78	
毕国用（2011）第 A039 号	毕节市德沟	出让	商业	47,333.57	21,404.24	
毕国用（2011）第 A040 号	毕节市德沟	出让	商住	46,157.40	20,872.38	
小计				229,924.57	61,580.40	
已完成抵押登记						
方国用（2012）第 170001 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	39,068.00	9,313.81	方他项（2015）第 00001 号
方国用（2012）第 170002 号	大方县大方镇金鱼村	出让	商住	50,132.00	11,951.47	
方国用（2012）第 170003 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	9,091.00	2,167.29	
方国用（2012）第 170004 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	4,967.00	1,184.13	
方国用（2012）第 170005 号	大方县大方镇庆云村	出让	商住	67,999.00	16,210.96	
方国用（2012）第 170006 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	1,754.00	418.15	
方国用（2012）第 170008 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	7,654.00	1,824.71	
方国用（2012）第 170009 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	28,306.00	6,748.15	
方国用（2012）第 170010 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	27,794.00	6,495.46	
方国用（2012）第 170011 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	42,933.00	10,033.44	
方国用（2012）第 170012 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	69,730.00	16,295.90	

方国用（2012）第 170013 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	36,968.00	8,639.42	
方国用（2012）第 170014 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	53,634.00	11,992.56	
方国用（2012）第 170015 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	52,014.00	11,630.33	
方国用（2012）第 170016 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	18,098.00	4,229.50	
方国用（2012）第 170017 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	66,799.00	15,610.93	
方国用（2012）第 170018 号	大方县大方镇龙昌村、庆云村、云龙村	出让	商住	33,333.00	7,946.59	
方国用（2012）第 170019 号	大方县大方镇庆云村、云龙村	出让	商住	33,003.00	7,867.92	
方国用（2012）第 170020 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	8,491.00	2,024.25	
方国用（2012）第 170021 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	51,735.00	12,333.62	
方国用（2012）第 170022 号	大方县大方镇关井村	出让	商住	32,742.00	7,805.69	
威国用（2011）第 CT040 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	32,821.10	7,634.19	威他项（2015）第 T001 号
威国用（2011）第 CT041 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	44,085.00	10,254.17	
威国用（2011）第 CT042 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	30,508.90	7,096.37	
威国用（2012）第 CT052 号	威宁县草海镇大洼塘村、下坝村	出让	商住	104,126.60	21,606.27	
威国用（2012）第 CT053 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	69,274.90	16,113.34	
威国用（2012）第 CT054 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	43,657.60	9,058.95	
威国用（2012）第 CT055 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	50,643.00	10,508.42	
威国用（2012）第 CT056 号	威宁县草海镇燎原村	出让	商住	141,640.90	29,390.49	
威国用（2012）第 CT057 号	威宁县羊街镇棒木村	出让	商住	79,421.50	16,479.96	
小计	-	-	-	1,332,424.50	300,866.44	-
合计	-	-	-	1,562,349.07	362,446.84	-

资料来源：黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告

七、或有事项分析

公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险

截至 2017 年末，公司对外担保余额为 60.18 亿元，虽被担保对象多为毕节市政府单位或下属国有企业，但担保规模较大，占同期末净资产的比重为 38.97%，存在较大的或有负债风险。

表 14 截至 2017 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保对象	担保余额	担保到期时间
贵州毕节双山建设投资有限公司	3,500.00	2024年12月14日
大方县土地矿权征收储备交易局	20,000.00	2019年12月29日
大方县油杉河旅游区投资开发服务有限公司	2,000.00	2019年12月7日
毕节市信泰投资有限公司	50,000.00	2019年12月10日
贵州毕节高新建设投资有限公司	300,000.00	2021年6月22日
毕节市信泰投资有限公司	45,000.00	2021年7月25日
贵州毕节双山建设投资有限公司	4,000.00	2020年4月6日
贵州毕节双山建设投资有限公司	48,800.00	2021年4月10日
贵州毕节双山建设投资有限公司	30,000.00	2022年4月28日
贵州毕节双山建设投资有限公司	42,999.91	2022年4月28日
大方县建设投资有限公司	45,000.00	2018年12月31日
大方县建设投资有限公司	10,500.00	2021年1月28日
合计	601,799.91	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

公司发展外部环境较好，2017 年毕节市地区生产总值和全市公共财政收入分别实现 1,841.61 亿元和 123.80 亿元，分别同比增长 11.7%和 12.30%；公司市政项目建设业务收入来源较有保障，截至 2017 年末，主要在建及拟建项目预计总投资 2,575,077.67 万元，累计已投资 1,022,018.24 万元，且在建项目大部分均与毕节市政府签订委托代建协议，未来收入来源较有保障；国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性，公司实际以其合法拥有的 30 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，是本期债券未偿还本金的 2.35 倍，仍能有效提升本期债券的安全性。

同时鹏元也关注到公司资产整体流动性较弱，应收款项、存货和在建工程三者合计占总资产比重的 76.95%，同时使用权受到限制的货币资金、土地等账面价值合计 1,134,115.58 万元，占总资产比重的 29.02%；截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目预计尚需投资 158.73 亿元，尚需投资规模较大，未来公司面临较大资金压力；截至 2017 年末公司有息债务规模为 189.84 亿元，同比增长 46.69%，占总负债的比重为 80.29%，与所有者权益之比为 122.93%，有息债务规模大幅增加，未来债务偿付压力较大；为本期债券提供抵押担

保的土地使用权部分未抵押，且抵押资产未按抵押协议要求重新评估；截至 2017 年末，公司对外担保余额为 60.18 亿元，担保规模较大，占同期末净资产的比重为 38.97%，存在较大的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级AA+，维持公司主体长期信用等级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	351,676.75	243,506.57	287,530.75
应收账款	285,663.44	352,959.19	280,911.39
预付款项	96,007.55	58,592.68	1,000.00
应收利息	10.63	0.00	0.00
其他应收款	605,747.78	334,731.99	234,004.19
应收股利	150.00	150.00	0.00
存货	1,456,997.09	1,456,996.99	1,456,996.99
其他流动资产	11,130.92	537.19	0.00
流动资产合计	2,807,384.14	2,447,474.61	2,260,443.33
可供出售金融资产	167,490.45	57,144.63	11,144.63
长期应收款	172,000.00	0.00	0.00
长期股权投资	3,500.00	3,500.00	3,500.00
投资性房地产	50,672.12	52,572.64	54,473.16
固定资产	2,996.85	3,135.24	3,278.12
在建工程	658,926.57	634,385.42	601,056.44
无形资产	36,141.63	36,261.43	36,381.23
递延所得税资产	6,034.14	3,401.38	2,480.71
其他非流动资产	3,501.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,101,262.76	790,400.74	712,314.29
资产总计	3,908,646.91	3,237,875.35	2,972,757.62
短期借款	0.00	0.00	19,900.00
应付账款	83,951.58	83,818.55	150,432.16
应交税费	45,270.24	27,537.42	11,689.92
应付利息	14,209.65	10,501.42	10,803.08
其他应付款	915,353.95	499,717.92	422,216.15
一年内到期的非流动负债	80,000.00	60,502.44	43,630.38
流动负债合计	1,138,785.42	682,077.75	658,671.69
长期借款	557,255.00	518,825.00	405,350.00
应付债券	329,220.57	158,666.86	177,139.23
长期应付款	73,524.00	114,692.00	94,488.00
专项应付款	219,522.21	198,236.21	147,762.65
其他非流动负债	46,000.00	46,000.00	0.00
非流动负债合计	1,225,521.78	1,036,420.07	824,739.88
负债合计	2,364,307.20	1,718,497.82	1,483,411.58
实收资本(或股本)	63,689.32	63,689.32	63,689.32

资本公积金	1,317,468.47	1,317,468.47	1,317,468.47
盈余公积金	16,299.15	13,472.07	10,389.38
未分配利润	146,882.76	124,747.66	97,798.88
归属于母公司所有者 权益合计	1,544,339.70	1,519,377.53	1,489,346.04
所有者权益合计	1,544,339.70	1,519,377.53	1,489,346.04
负债与所有者权益合 计	3,908,646.9	3,237,875.4	2,972,757.6

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
营业总收入	54,210.08	71,353.24	61,990.18
营业收入	54,210.08	71,353.24	61,990.18
营业总成本	19,154.03	30,021.47	58,302.84
营业成本	6,129.88	21,946.02	52,037.86
营业税金及附加	1,115.51	922.60	4,113.99
管理费用	3,132.78	3,044.61	3,560.06
财务费用	-3,566.24	-1,240.46	-65.01
资产减值损失	12,342.11	5,348.70	-1,344.06
其他经营收益	250.00	250.00	250.00
营业利润	35,306.05	41,581.77	3,937.34
加：营业外收入	0.00	2.28	12,122.00
减：营业外支出	8.87	705.08	26.43
利润总额	35,297.18	40,878.96	16,032.91
减：所得税	9,283.90	10,847.48	1,604.60
净利润	26,013.28	30,031.48	14,428.31

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
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	30,025.00	116.88	30,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,218.73	963.25	12,958.64
经营活动现金流入小计	31,243.73	1,080.13	42,958.64
购买商品、接受劳务支付的现金	15,346.24	7,462.66	35,140.63
支付给职工以及为职工支付的现金	485.80	266.32	272.78
支付的各项税费	7.80	9.59	
支付其他与经营活动有关的现金	2,500.72	2,101.95	1,475.62
经营活动现金流出小计	18,340.56	9,840.52	36,889.03
经营活动产生的现金流量净额	12,903.17	-8,760.39	6,069.61
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	467.41	268.01	
取得投资收益收到的现金	250.00	100.00	400.00
收到其他与投资活动有关的现金	109,478.54	27,845.75	7,231.25
投资活动现金流入小计	110,195.95	28,213.76	7,631.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	87,881.31	144,095.57	346,586.09
投资支付的现金	110,030.24	46,805.20	
支付其他与投资活动有关的现金	296,282.56	38,640.27	47,332.00
投资活动现金流出小计	494,194.12	229,541.03	393,918.09
投资活动产生的现金流量净额	-383,998.17	-201,327.27	-386,286.84
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		20,804.00	98,378.00
取得借款收到的现金	368,829.58	211,800.00	428,090.00
收到其他与筹资活动有关的现金	496,695.36	205,424.03	302,383.70
筹资活动现金流入小计	865,524.94	438,028.03	828,851.70
偿还债务支付的现金	83,201.00	76,758.00	84,050.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	58,661.86	52,175.41	32,583.70
支付其他与筹资活动有关的现金	244,296.90	133,131.14	226,732.49
筹资活动现金流出小计	386,159.77	262,064.55	343,366.20
筹资活动产生的现金流量净额	479,365.17	175,963.48	485,485.51
现金及现金等价物净增加额	108,270.18	-34,124.18	105,268.28

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	26,013.28	30,031.48	14,428.31
加：资产减值准备	12,342.11	5,348.70	-1,344.06
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,047.19	2,046.84	2,105.46
无形资产摊销	119.80	119.80	119.80
长期待摊费用摊销	-	-	-
待摊费用减少	-	-	-
预提费用增加	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-	16.70
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-
财务费用	-2,940.60	4,296.31	96.08
投资损失	-250.00	-250.00	-250.00
递延所得税资产减少	-2,632.76	-920.67	355.80
递延所得税负债增加			
存货的减少	-0.10		-1,097.41
经营性应收项目的减少	-43,744.28	-39,287.03	-12,134.39
经营性应付项目的增加	21,948.54	-10,145.83	3,773.34
经营活动产生的现金流量净额	12,903.17	-8,760.39	6,069.61

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	60.49%	53.07%	49.90%
流动比率	2.47	3.59	3.43
有息债务（万元）	1,898,399.71	1,294,180.04	782,707.61
综合毛利率	88.69%	69.24%	16.05%
EBITDA（万元）	57,507.21	57,965.84	27,452.13
EBITDA 利息保障倍数	0.98	1.11	0.84
收现比	0.55	0.00	0.48

资料来源：公司 2015-2017 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	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入
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	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的非流动负债+其他应付款中的付息项+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。