

毕节市安方建设投资(集团)有限公司

# 2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
鹏信评【2018】第 Z  
【560】号 04

分析师

姓名：  
赵云飞 刘伟强

电话：  
0755-82872643

邮箱：  
zhaoyf@pyrating.cn

评级日期：  
2018年11月12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](http://www.pyrating.cn)

## 毕节市安方建设投资（集团）有限公司 2019年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：12亿元

评级展望：稳定

债券期限：7年

增信方式：保证担保

担保主体：毕节市建设投资有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第3至第7年末分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对毕节市安方建设投资（集团）有限公司（以下简称“毕节安方”或“公司”）本次拟发行12亿元公司债券（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外部区域环境较好，公司后续收入持续性较好，并获得较大的外部支持，毕节市建设投资有限公司（以下简称“毕节建投”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券的偿付提供一定保障；同时鹏元也关注到公司资产流动性较弱、资金支出压力较大、存在较大的偿债压力及一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 外部经济持续发展，为公司构建较好的区域环境。2015-2017年，毕节市和赫章县地区生产总值保持持续增长；2017年，毕节市和赫章县地区生产总值分别为1,841.60亿元和144.03亿元，2015-2017年年均增速分别为12.23%和12.57%。
- 公司代建项目投资规模较大，收入持续性较好。赫章县人民政府与公司签订委托代建框架协议，授权公司为赫章县基础设施项目的投资主体，公司获得项目投资总额的20%作为项目代建收益。截至2017年末，公司在建项目较多，其中代建项目投资规模为96.29亿元，投资规模较大，后续代建收入持续性较好。
- 公司获得较大的外部支持。2013-2016年赫章县政府向公司注入资金共计23.32亿

元；2013-2017 年赫章县财政局给予公司财政补贴共计 4.22 亿元。

- **毕节建投为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券的偿付提供一定保障。** 毕节建投作为毕节市重要的投融资主体，经鹏元综合评定，毕节建投主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券的偿付提供一定保障。

### 关注：

- **公司资产以土地为主，存货中土地资产近六成已用于抵押，资产流动性较弱。** 2017 年末，公司存货中土地使用权占总资产比重为 41.68%，其中账面价值为 36.08 亿元的土地已用于借款抵押，占存货中土地使用权的 59.49%。
- **公司经营活动现金流表现较差，资金支出压力较大。** 2015-2017 年，公司经营活动产生的现金流合计净流出 26.19 亿元，表现较差；截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目至少尚需投资 99.32 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司存在较大的偿债压力。** 截至 2017 年末，公司资产负债率已攀升至 55.05%，有息债务达到 42.75 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 84.57%，占总负债比重为 53.37%，规模较大，存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。** 截至 2017 年末，公司对外提供担保规模合计 15.13 亿元，占同期末净资产的 23.13%，规模较大，且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**发行主体主要财务指标:**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	1,454,916.47	1,184,186.54	873,055.70
所有者权益(万元)	654,001.07	644,920.20	409,950.45
有息债务(万元)	427,485.350	318,012.25	125,488.25
资产负债率	55.05%	45.54%	53.04%
流动比率	3.42	4.16	2.55
营业收入(万元)	51,168.88	61,441.68	69,272.15
其他收益(万元)	11,927.30	0	0
营业外收入(万元)	0.04	11,179.37	12,354.00
利润总额(万元)	16,555.91	16,913.23	23,045.15
综合毛利率	15.01%	15.79%	17.19%
EBITDA(万元)	17,033.93	17,687.31	23,407.80
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.07	4.50
经营活动现金流净额(万元)	-70,411.08	-172,528.91	-18,981.13

注: 2017年政府补助计入“其他收益科目”。

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告, 鹏元整理

**担保方主要财务指标:**

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%
营业收入(万元)	54,210.08	71,353.24	61,990.18
利润总额(万元)	35,297.18	40,878.96	16,032.91
经营活动现金流净额(万元)	12,903.17	-8,760.39	6,069.61

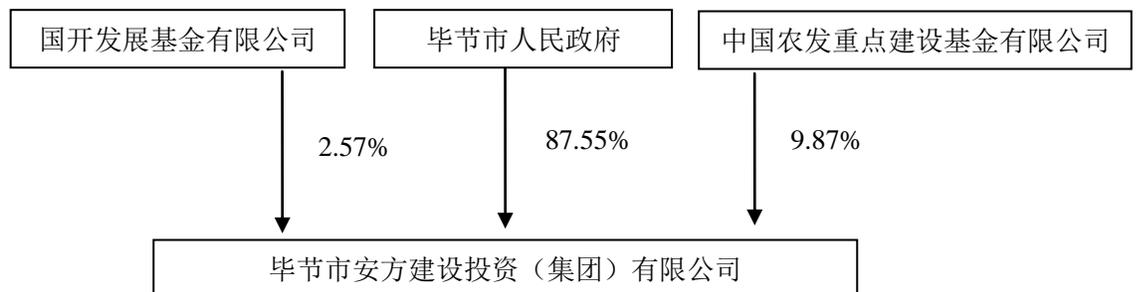
资料来源: 毕节建投提供, 鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司原名赫章县建设投资有限公司，系根据“赫发【2008】8号”文件，由赫章县人民政府于2008年5月14日出资组建，初始注册资本为人民币1亿元。2015年12月，公司更名为现名。2016年1月29日，公司吸收国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）增资8,940万元；2016年3月29日，公司吸收中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）增资2,979万元；2016年4月1日，赫章县人民政府对公司出资增至10亿元。2016年4月11日，赫章县人民政府将持有的全部股权无偿划转至毕节市人民政府。2016年1-6月，公司获得国开基金和农发基金共计20,219万元的投资款，公司实收资本达到120,219万元。2017年，国开基金减资6,000万元，公司实收资本减为114,219万元。

截至2018年10月末，公司注册资本为120,219万元，实收资本114,219万元，控股股东和实际控制人均为毕节市人民政府，持有公司87.55%的股权。

图 1 截至 2018 年 10 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事赫章县范围内城市基础设施建设、房地产开发与销售、土地整理开发等业务。截至2017年末，纳入公司合并报表范围的子公司情况如下表所示。

表 1 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式	合并年份
赫章县安方房地产开发有限公司	800	100%	房地产开发	投资设立	2011 年
赫章县安方住房投资有限公司	10,000	100%	房地产开发	投资设立	2015 年
贵州汇通金融服务有限公司	10,000	100%	金融服务	投资设立	2015 年
贵州云上无极贸易有限公司	3,000	100%	贸易服务	投资设立	2015 年
贵州金洲建筑安装工程有限公司	10,000	100%	建筑安装	投资设立	2015 年
贵州巅峰旅游投资发展有限公司	35,000	100%	旅游开发	投资设立	2015 年

贵州九龙泉地热资源项目开发有限公司	800	51%	投资开发	投资设立	2016年
赫章县供销信用合作社有限公司	30,000	51%	金融服务	投资设立	2017年
深圳前海华金金融服务有限公司	3,000	66%	金融服务	收购	2017年
深圳前海黔业互联网金融服务有限公司	2,000	100%	金融服务	收购	2017年
深圳前海乌蒙投资有限公司	20,000	100%	金融投资	收购	2017年

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为145.49亿元，所有者权益合计65.40亿元，资产负债率为55.05%；2017年度，公司实现营业收入5.12亿元，利润总额1.66亿元，经营活动现金净流出7.04亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2019年毕节市安方建设投资（集团）有限公司公司债券；

**发行总额：**人民币12亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率债券；

**还本付息方式：**每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第3至第7年年末分别按照债券发行总额的20%分期偿还债券本金；

**增信方式：**毕节建投为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额12亿元，用于赫章县城区棚户区改造项目。募集资金计划投向明细如下：

**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
赫章县城区棚户区改造项目	207,765.81	120,000.00	57.76%

资料来源：公司提供

### （一）项目介绍

#### 赫章县城区棚户区改造项目

**项目建设内容：**该项目包括赫章县后河片区，花果园片区，旧城区，地质队片区，可乐片区，卸旗片区、小山片区、龙泉大院片区、南门片区、狮山片区，白果七家湾片区，共11个安置小区，总建筑面积721,113.04平方米、住宅工程588,598.24平方米、商业建筑64,081.70平方米、商业配套工程79,382.97平方米。

### 项目审批情况

该项目相关审批情况如下表所示。

**表 3 本期债券募投项目审批情况**

单位	批复文件	文件号	批复日期
赫章县发展和改革委员会	《关于对赫章县城区棚户区改造项目可行性研究报告的批复》	赫发改[2016]433号	2016年7月22日
赫章县环境保护局	《赫章县环境保护局关于赫章县城区棚户区改造项目环境影响报告表的批复》	赫环表复[2016]28号	2016年7月13日
赫章县国土资源局	《赫章县国土资源局关于对赫章县城区棚户区改造项目用地预审意见的复函》	赫国土资函[2016]56号	2016年7月13日
赫章县城乡规划局	建设工程规划许可证	建字第520000201618165号	2016年7月14日
赫章县城乡规划局	建设用地规划许可证	建字第520000201619088号	2016年7月13日
赫章县城乡规划局	建设项目选址意见书	建字第520000201611574号	2016年7月13日
赫章县发展和改革委员会	《关于赫章县城区棚户区改造项目节能评估报告审查的批复》	赫发改[2016]670号	2016年7月13日
赫章县维护社会稳定工作领导小组办公室	《关于赫章县城区棚户区改造项目属于低社会稳定风险项目的证明》	赫县维稳办发[2016]28号	2016年7月13日

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 项目工程实施情况

项目前期工作基本完成，在建设资金到位的情况下，工程建设周期暂定24个月（不含前期准备）。截至2017年末，本项目工程已投资7.86亿元，占预计总投资的37.83%。

#### （二）募集资金投资项目经济效益分析

该项目建设投资为207,765.81万元，根据具有甲级资质的中国华西工程设计建设有限公司编制的《赫章县城区棚户区改造项目可行性研究报告》测算，募投项目收入来源于住宅、商业用房和地下车库的销售收入三个方面，预计由公司负责销售并获得募投项目收益，项目计算期为9年，其中建设期2年，预计在本期债券存续期内（第3-8年）共计取得收入345,551.92万元。住宅、商业用房和地下车库在第3-9年对外销售。但需要注意的是，本期债券募投项目投资规模较大、运营期较长，募投项目未来每年实际获得的收益，可能受项目建设进度，以及建成后实际销售等情况的影响。

**表 4 本期债券募投项目收入构成（单位：万元）**

项目	销售面积/数量	销售价格	销售收入	销售进度
住宅	588,598.24 平方米	3,200 元/平方米，未来 5 年	251,354.54	前 6 年均为 15%，

		按每年 10% 的增长计算		最后 1 年为 10%
商铺	143,464.68 平方米	6,500 元/平方米, 未来 5 年按每年 10% 的增长计算	124,444.63	同上
地下车库	5,500 个	3.5 万元/个, 未来 5 年按每年 5% 的增长计算	22,220.21	同上
<b>合计</b>			<b>398,019.38</b>	

资料来源:《赫章县城区棚户区改造项目可行性研究报告》, 鹏元整理

## 四、外部运营环境

### (一) 宏观经济和政策环境

近年来, 全球经济整体呈现逐步复苏的态势, 为我国经济平稳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, 着力创新和完善宏观调控, 经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下, 随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进, 我国经济社会有望持续健康发展

近年来, 全球经济终于基本摆脱了2008年金融危机的阴影, 整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看, 美国经济表现总体稳定, 内生复苏动力较为充足, 加息、税改如期落地, 有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏, 政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长, 已创纪录地连续六个季度未出现衰退, 释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快, 但仍有所分化, 印度因币制改革与莫迪新政效应递减, 经济高速增长光环不再, 而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲, 降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来, 我国坚持以供给侧结构性改革为主线, 着力创新和完善宏观调控, 经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017年, 国内生产总值(GDP)从68.91万亿元增长至82.71万亿元, 增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%, 2017年实现2011年以来首次GDP增速回升。经济结构出现重大变革, 2015-2017年, 最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%, 服务业占GDP比重均超过50%, 经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动, 从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级, 服务业成为支撑经济稳定增长的主动力量, 新兴产业不断壮大, 高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓, 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。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下, 2017年增速由负转正, 实现回稳向好。居民消费价格指数(CPI)温和上涨, 2015-2017年年均上涨1.7%, 保持较低水平; 2015-2017年, 工业生产者出厂价格指数(PPI)增速分别为-5.2%、

-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017年，全国规模以上工业增加值同比分别增长6.1%、6.0%和6.6%，增速稳中有升。

“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在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。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

**自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年，城投行业监管政策密集发布，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**

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

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，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，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方政府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 近年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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资
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

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

## （二）区域环境

**毕节市经济持续较快发展，已形成煤炭、化工、电力等支柱产业，交通网络逐渐完善，经济实力持续增强**

毕节市位于贵州省西北部，地处川、滇、黔三省结合部，辖七星关区、赫章县、大方、黔西、金沙、织金、纳雍、威宁、百里杜鹃风景名胜区，杭瑞、厦蓉等高速公路和成贵、隆黄、昭黔、毕水兴等铁路贯穿境内，面积26,853平方公里，截至2017年底，毕节市常住人口城镇化率为43.45%。

毕节市矿产和水能资源较为丰富，生物资源多样，旅游资源丰富。毕节市已探明储量的

矿产资源达40多种，尤以煤、磷、稀土、硫铁、铅锌等矿藏最为丰富。其中，煤炭理论储量760亿吨，1,000米以浅储量570亿吨，上表储量281亿吨，占贵州省的51%，国家批准已建和在建的煤矿生产能力达1.2亿吨。毕节市内河流分属长江、珠江两大水系，流域面积在10平方公里以上的有193条，100平方公里的有80条，总流量128.2亿立方米，水能理论蕴藏量为221.2万千瓦，可开发量为161万千瓦。毕节盛产核桃、茶叶、烤烟以及天麻、杜仲、五倍子等产品，其中烤烟产量占贵州省的40%以上，是全国四大烟区之一；马铃薯年产量达550多万吨，是全国第二大马铃薯产区。同时，毕节市旅游文化资源也很丰富，拥有众多自然景观和人文景观，有国家重点风景名胜区2个、国家地质公园1个、国家级自然保护区1个、国家级森林公园3个、国家重点文物保护单位6个、国家级非物质文化遗产3处，并已建成并完善12个省重点旅游景区。

依托毕节市丰富的资源，毕节市目前已形成煤炭、化工、电力等支柱产业，以及新能源汽车、烟草、核桃、中药材等特色产业。在产业结构调整推动下，毕节市装备制造业、纺织服装、食品药品、电子信息等产业发展迅速，并重点打造国家新能源汽车高新技术产业基地、中国南方新型煤化工基地、载货汽车生产基地以及优势农产品基地。2017年，毕节市完成煤炭产量5,326万吨，同比增长12.8%，发电量达390亿千瓦时，同比增长1.34%。国家能源局已正式批复《毕节试验区新型能源化工基地规划》，此外，毕节市建成了多个农业示范园区。在工业经济的带动下，2015-2017年毕节市第二产业增加值保持了较高的增长速度，分别为12.60%、12.00%和10.10%。

随着基础设施建设工程的持续投资，毕节市交通设施持续改善。截至2017年底，毕节市全市公路通车里程31,688公里，其中普通铁路450公里以上，成贵快速铁路途经毕节，正在建设；高速公路通车里程达750公里以上，通村油路（水泥路）近1.4万公里；此外飞雄机场开通27条航线，连接北京、上海、广州、深圳等大城市，威宁机场获国家发改委批复；百里杜鹃、织金通用机场已开展前期工作，毕节市已逐渐成为西南地区区域性重要综合交通枢纽。2017年，毕节民航旅客吞吐量111万人次，同比增长50%；货物吞吐量1,056吨，同比增长146%。随着交通设施的进一步完善，2017年毕节市接待游客人次和旅游总收入分别增长41.8%和44.2%。随着旅游业的发展，毕节市第三产业发展迅速，2015-2017年分别实现增速15.50%、15.20%和15.60%，保持高速增长。

在工业经济和旅游业的带动下，近年来毕节市经济快速发展，经济实力持续增强。2015-2017年，毕节市分别实现地区生产总值1,461.30亿元、1,625.80亿元和1,841.60亿元，分别实现增速12.90%、12.10%和11.70%，保持较高增速；2017年，毕节市人均地区生产总值为2.78万元，与全国人均地区生产总值之比为46.60%，有待提高。三次产业结构由2015年的22.2:

38.8: 39.0调整为2017年的20.6: 37.6: 41.8, 第三产业比重提高, 已成为当地的主要产业。近年来, 毕节市保持较大规模的固定资产投资, 2015-2017年毕节市固定资产投资分别达到1,344.90亿元、1,601.80亿元和1,730.00亿元, 增速分别为19.20%、19.10%和18.10%, 成为毕节市经济快速发展的主要推动力。

需要注意的是, 毕节市工业经济中传统产业规模占比较高, 其中2017年煤、电、烟三类产业工业增加值占规模以上工业增加值的65.50%。2017年, 毕节市关闭煤矿49个、淘汰落后年产能744万吨。受宏观经济下滑影响以及供给侧结构性改革持续推进, 传统工业为主的产业结构不利于毕节市经济的持续稳定发展。此外, 2016年和2017年毕节市房屋销售面积和销售额均有所回升, 房地产市场虽有所回暖, 但毕节市房地产去库存压力仍然较大, 截至2017年末, 商品房库存去化周期为8个月, 毕节市房地产市场运行压力仍然较大。

**表 6 2015-2017 年毕节市经济发展情况表 (单位: 亿元)**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,841.60	11.70%	1,625.80	12.10%	1,461.30	12.90%
第一产业增加值	378.10	6.80%	344.40	6.00%	324.70	6.90%
第二产业增加值	692.20	10.10%	617.30	12.00%	566.60	12.60%
第三产业增加值	770.80	15.60%	664.10	15.20%	570.10	15.50%
工业增加值	455.50	10.60%	488.60	11.10%	453.10	11.70%
全年固定资产投资	1,730.00	18.10%	1,601.80	19.10%	1,344.90	19.20%
社会消费品零售总额	382.00	12.30%	340.10	12.60%	302.00	12.10%
存款余额	1,990.40	19.40%	1,667.30	32.90%	1,254.60	36.80%
贷款余额	1,321.30	15.10%	1,148.30	29.80%	884.50	28.30%
地区人均 GDP (万元)	2.78		2.45		2.23	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	46.60%		45.47%		45.04%	

注: 2017 年毕节市地区人均 GDP 计算过程中, 人口数据采用 2016 年常住人口。

资料来源: 毕节市政府官网、2015-2016 年毕节市国民经济与社会发展统计公报, 鹏元整理

#### **赫章县近年经济保持增长, 但工业基础较为薄弱, 经济总量仍然较小, 整体实力偏弱**

赫章县位于贵州省毕节市西南部, 东邻毕节、纳雍, 西连威宁, 南接六盘水, 北接云南省镇雄、彝良, 总面积3,250平方公里, 平均海拔1,996米, 辖27个乡镇456个行政村, 截至2017年, 赫章县常住人口66.16万人, 城镇化率20.45%。

赫章县蕴藏着煤、铁、铅、锌等25种金属和非金属矿, 截至2013年末, 已探明煤炭储量约57.5亿吨; 铁矿石储量10.8亿吨, 占贵州省已探明储量的50%; 铅锌矿储量781.8万吨; 铜矿储量38万吨。赫章县生物资源多样, 是“全国核桃林业标准化示范区”、“中国樱桃之乡”、“中国野生韭菜——多星韭之乡”, 是贵州省草地生态畜牧业重点县和中药材主产区之一。

赫章县旅游资源丰富，拥有境内有世界唯一“野生韭菜花”、阿西里西大草原和平山、水塘夜郎国家森林公园、可乐古夜郎墓葬等景点，以及野马川会议会址、毕节市乌蒙山回旋战赫章纪念馆、野马川红军公园等红色旅游景区。依靠丰富资源，赫章县已形成以核桃种植加工、旅游业等为代表的支柱产业。赫章县已建成妈姑、珠市循环经济产业基地和野马川农特产品加工基地，17年启动建材园区建设，赫章产业园区投产80余家，并整合打造核桃产业，已建成核桃基地160余万亩，形成了产加销一体化产业链。赫章县正在推进阿西里西大草原、九股水温泉、韭菜坪河漂流、松林千年杜鹃花区、可乐遗址公园等景区建设，其中阿西里西·韭菜坪已成为国家4A级景区，带动赫章县旅游业高速发展。2017年全县累计接待游客628.25万人次，同比增长28.71%；完成旅游收入68.08亿元，同比增长71.44%。

在工业和旅游业的带动下，2015-2017年，赫章县规模以上工业增加值增速分别为14.70%、15.10%和11.00%，但工业增加值规模较小，赫章县工业基础较为薄弱；第三产业增加值增速分别为14.30%、16.80%和16.40%，由此带动赫章县经济较快增长。2015-2017年，赫章县地区生产总值分别为112.06亿元、125.59亿元和144.03亿元，近三年持续增长，增速分别为12.80%、12.80%和12.10%，保持较高增速。三次产业结构由2015年的35.29:20.65:44.06调整为2017年的31.66:20.46:47.88，第三产业比例提升幅度较大。三次产业中，第三产业增速相对较高，是生产总值快速增长的主要构成部分。此外，赫章县固定资产投资规模较大，2015-2017年分别为84.20亿元、102.50亿元和116.65亿元，增速为18.00%、21.70%和19.30%，是赫章县经济发展的主要推动力。

**表 7 2015-2017 年赫章县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	144.03	12.10%	125.59	12.80%	112.06	12.80%
第一产业增加值	45.60	6.70%	41.22	6.30%	39.55	6.90%
第二产业增加值	29.47	10.70%	25.66	14.80%	23.14	15.90%
第三产业增加值	68.96	16.40%	58.71	16.80%	49.37	14.30%
规模以上工业增加值	14.42	11.00%	14.56	15.10%	14.61	14.70%
固定资产投资	116.65	19.30%	102.50	21.70%	84.20	18.00%
社会消费品零售总额	26.73	11.90%	23.89	12.50%	21.23	11.90%
存款余额	133.25	26.08%	105.69	23.16%	85.82	30.42%
贷款余额	77.30	17.93%	65.55	50.71%	43.49	29.43%
产业结构	31.66:20.46:47.88		32.82:20.43:46.75		35.29:20.65:44.06	
地区人均 GDP（元）	21,799.00		19,133.00		17,112.00	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	36.36%		35.44%		34.67%	

注：增长率按可比价格计算；固定资产投资为500万元及以上固定资产项目投资和房地产开发项目投资。  
 资料来源：2015-2017年赫章县国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

### 毕节市全市公共财政收入规模持续增加，地方综合财力对上级补助收入依赖程度较高，财政自给能力较弱

从毕节市全市地方综合财力来看，2015-2017年毕节市公共财政收入持续增加，分别为107.62亿元、112.63亿元和123.80亿元。随着经济持续发展，2015-2017年毕节市全市税收收入持续增长，分别实现79.21亿元、83.91亿元和90.80亿元，税收收入占公共财政收入比例略有波动，2015-2017年分别为73.60%、74.50%和73.34%，公共财政收入质量较高。

2015年和2016年，毕节市全市上级补助收入分别为280.10亿元、313.35亿元，占地方综合财力比重分别为58.32%、60.13%，地方综合财力对上级补助收入依赖程度较高。其中一般转移支付收入分别占上级补助收入的58.71%和55.78%，可自由支配程度较高。2015-2017年政府性基金收入分别为92.54亿元、95.12亿元和103.70亿元，保持增长，主要为国有土地使用权出让收入，未来需持续关注土地一级市场变化对政府性基金收入的影响。

从毕节市本级地方综合财力来看，公共财政收入稳步增长，其中，税收收入占比有所提高。2015年和2016年，上级补助收入规模较为稳定，主要为一般转移支付。2015-2017年，政府性基金收入下降幅度较大，未来受土地一级市场影响，政府性基金收入预计仍呈现波动性，可能对地方综合财力造成一定影响。

**表 8 2015-2017 年毕节市财政收支情况表（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
<b>地方综合财力</b>	-	-	<b>521.11</b>	<b>37.91</b>	<b>480.26</b>	<b>39.55</b>
（一）公共财政收入	123.80	24.40	112.63	22.57	107.62	21.93
其中：税收收入	90.80	17.90	83.91	16.65	79.21	15.17
税收收入/公共财政收入	73.34%	73.36%	74.50%	73.76%	73.60%	69.18%
非税收入	33.00	6.50	28.73	5.92	28.41	6.76
（二）上级补助收入	-	-	313.35	14.49	280.10	13.79
其中：返还性收入	-	-	10.87	5.66	8.24	4.96
一般转移支付	-	-	174.79	8.60	164.45	9.05
专项转移支付	-	-	127.70	0.23	107.41	-0.22
（三）政府性基金收入	103.70	1.28	95.12	0.86	92.54	3.83
其中：国有土地使用权出让收入	-	-	88.50	0.73	-	-
<b>财政支出</b>	<b>603.10</b>	<b>80.50</b>	<b>546.29</b>	<b>45.20</b>	<b>501.30</b>	<b>43.08</b>
（一）公共财政支出	510.30	79.50	452.20	44.24	409.75	40.67
（二）政府性基金支出	92.80	1.00	94.09	0.96	91.55	2.41

财政自给率	24.26%	30.69%	24.91%	51.02%	26.26%	53.92%
-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：“-”为数据未公开；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；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《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》、鹏元地区经济与财政信息数据库，鹏元整理

2015-2017年，受公共财政支出持续增加的影响，毕节市全市及市本级口径的财政支出持续增加。其中，2017年公共财政支出全市和市本级分别达到510.30亿元和79.50亿元，2015-2017年复合增长率分别为11.60%和39.81%，主要为教育支出、农林水事务支出、医疗卫生支出等。

2015-2017年，毕节市全市财政自给率分别为26.26%、24.91%和24.26%，持续下降，财政自给能力较弱。毕节市本级财政自给率分别为53.92%、51.02%和30.69%，呈下降趋势。

**赫章县公共财政收入保持增长，但规模较小，地方综合财力对上级补助依赖较高，财政自给能力弱**

2015-2017年，赫章县地方综合财力主要来源于上级补助收入，受上级补助收入波动影响，赫章县地方综合财力有所波动，分别为41.23亿元、39.95亿元和52.32亿元。

公共财政收入方面，得益于经济持续发展，赫章县公共财政收入持续增加，但规模偏小。2015-2017年赫章县分别实现公共财政收入3.06亿元、4.03亿元和4.42亿元。其中，税收收入持续增长，2015-2017年税收收入占公共财政收入比率分别为68.30%、79.90%和74.66%，公共财政收入质量整体提高。

赫章县上级补助收入是地方综合财力的主要组成部分。2015-2017年分别为34.22亿元、32.01亿元和39.46亿元，略有波动，占地方综合财力的比重分别为83.00%、80.13%和75.42%，赫章县地方综合财力对上级补助的依赖程度较高。政府性基金收入也是赫章县地方综合财力的重要组成部分，主要为国有土地使用权出让收入。2015-2017年赫章县政府性基金收入规模有所增加，分别为3.95亿元、3.91亿元和8.44亿元。但是需要注意的是，受房地产及土地市场景气度影响，未来赫章县政府性基金收入规模不确定性较大，进而影响地方综合财力的增长。

**表 9 2015-2017 年赫章县财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
地方综合财力	52.32	39.95	41.23
（一）公共财政收入	4.42	4.03	3.06
其中：税收收入	3.30	3.22	2.09
非税收入	1.12	0.81	0.97
（二）上级补助收入	39.46	32.01	34.22
其中：返还性收入	0.54	0.52	0.39

一般性转移支付收入	18.16	19.07	18.38
专项转移支付	20.75	12.43	15.46
(三) 政府性基金收入	8.44	3.91	3.95
<b>财政支出</b>	<b>51.85</b>	<b>40.87</b>	<b>41.78</b>
(一) 公共财政支出	43.22	35.84	37.14
(二) 政府性基金支出	8.63	5.03	4.64
<b>财政自给率</b>	<b>10.23%</b>	<b>11.24%</b>	<b>8.24%</b>

注：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；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：赫章县财政局

从财政支出方面来看，受公共财政支出波动影响，2015-2017年赫章县财政支出略有波动，分别为41.78亿元、40.87亿元和51.85亿元。其中，公共财政支出为财政支出的主要部分，集中在教育、农林水支出和医疗卫生与计划生育支出等方面。2015-2017年赫章县财政自给率分别为8.24%、11.24%和10.23%，公共财政收入不能满足公共财政支出的需要，财政自给能力弱。

## 五、公司治理与管理

公司按《中华人民共和国公司法》、《公司登记管理条例》等有关法律法规制定了公司章程，建立了较为完整的法人治理结构，设立了股东会、董事会、监事会和组织架构。毕节市人民政府、国开基金和农发基金为公司股东，并组成股东会，股东会是公司最高权力机构，决定公司的重大事项；其中国开基金和农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员。

公司设立董事会、监事会，负责公司生产经营活动的预测、决策和组织领导、协调、监督等工作。公司董事会成员5人，设董事长1人，董事4人，董事任期3年；董事会成员（除职工代表董事会）由公司控股股东委派产生，董事长由公司控股股东从董事会成员中指定；董事会成员中设职工代表1人，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设监事会，监事会成员5人，其中职工代表监事2人，监事任期三年；职工代表监事由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。

组织架构方面，截至2017年末，公司主要下设行政部、融资部、工程部、财务部和法务部等职能部门。各部门分工明确，权责明晰，组织架构合理，符合公司的业务发展需要。公司设置了独立的财务部，建立了较为健全的财务管理制度。

根据公司2018年6月4日出具的说明，公司董事、监事及高级管理人员均不存在国家公务员兼任的情况，亦不存在国家公务员兼职领薪的情况。

## 六、经营与竞争

公司作为赫章县内基础设施建设开发的重要投融资主体，主要承担赫章县范围内城市基础设施建设等任务。2015-2017 年公司收入主要来源于基础设施代建业务，以及少量的金融服务业务和其他业务。2015-2017 年公司分别实现营业收入 6.93 亿元、6.14 亿元和 5.12 亿元，规模下降，主要是受基础设施代建收入规模下降所致。2015-2017 年，公司综合毛利率逐年下降，2017 年综合毛利率为 15.01%。

**表 10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

收入分类	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建收入	49,925.74	14.17%	60,279.04	14.17%	68,831.64	16.67%
金融服务费收入	957.27	33.84%	1,158.60	100.00%	421.73	100.00%
<b>主营业务合计</b>	<b>50,883.00</b>	<b>14.54%</b>	<b>61,437.63</b>	<b>15.79%</b>	<b>69,253.38</b>	<b>17.17%</b>
其他业务	285.87	100.00%	4.05	72.87%	18.77	82.50%
<b>合计</b>	<b>51,168.88</b>	<b>15.01%</b>	<b>61,441.68</b>	<b>15.79%</b>	<b>69,272.15</b>	<b>17.19%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

**公司承担较多的基础设施建设项目，未来代建收入较有保障；但基础设施代建收入易受建设进度影响，未来收入规模可能呈现较大的波动，并面临较大的资金压力**

公司受赫章县人民政府的委托，承担赫章县范围内基础设施建设项目。针对承担的建设项目，公司与赫章县人民政府签订委托代建框架协议，受托建设各项工程。赫章县人民政府于每年末对公司完成的工程投资进行结算，并按照工程投资的 20% 支付公司项目代建费用，公司将其确认为项目代建收益。

2015 年公司结算 13 条通乡油路项目、2013-2014 赫章县棚户区改造项目、212 省道赫章县黄泥至大山工程等项目，共计工程量 57,359.70 万元，根据工程结算确认书，公司共计确认收入 68,831.64 万元。2016 年公司结算西城区路网及配套设施、2013-2014 赫章县棚户区改造项目、212 省道赫章县黄泥至大山工程项目，根据工程结算确认书，公司共计确认收入 60,279.04 万元。2017 年公司 2013-2014 赫章县棚户区改造项目、212 省道赫章县黄泥至大山工程等项目，共计工程量 42,852.92 万元，根据工程结算确认书，公司共计确认收入 49,925.74 万元。其中，2016 年和 2017 年，受“营改增”影响，公司基础设施建设业务毛利率下降至 14.17%。

**表 11 公司 2015-2017 年基础设施代建收入明细（单位：万元）**

项目名称	2017		2016 年		2015 年	
	确认收入	结转成本	确认收入	结转成本	确认收入	结转成本
西城区路网及配套设施	0.00	0.00	14,978.19	12,856.28	9,476.53	6,069.18
13 条通乡油路项目	0.00	0.00	0.00	0.00	29,970.18	24,975.15
2013-2014 赫章县棚户区改造项目	3,408.69	2,925.80	30,102.50	25,837.98	15,929.90	15,102.85
212 省道赫章县黄泥至大山工程	27,017.32	23,189.86	15,198.35	13,045.25	10,212.64	8,510.53
2011 廉租房	0.00	0.00	0.00	0.00	1,758.60	1,465.50
会展中心路网	0.00	0.00	0.00	0.00	945.46	787.89
赫章县粮食储备库	0.00	0.00	0.00	0.00	538.32	448.60
2015 年城市棚户区改造项目	19,499.73	16,737.26	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>49,925.74</b>	<b>42,852.92</b>	<b>60,279.04</b>	<b>51,739.51</b>	<b>68,831.64</b>	<b>57,359.70</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年末，公司在建及拟建项目较多，包括 2013-2014 赫章县棚户区改造项目、土地复垦项目、小山村土地整治项目、生态移民搬迁以及本期募投项目等项目，公司主要在建及拟建项目预算总投资 139.69 亿元，其中已签订委托代建协议的项目（序号 1-21）总投资 96.29 亿元，后续投入规模较大，未来代建收入较有保障。

但同时应该注意到公司目前代建收入占营业收入比重较大，2015-2017 年，代建收入占公司营业收入的比重均在 97% 以上，公司收入来源比较单一。受代建项目进度影响，代建收入波动较大，未来收入规模可能呈现较大的波动。此外，截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目尚需至少投资 99.32 亿元，考虑到公司近六成土地已抵押而融资弹性受限、赫章县地方政府的财力有限，公司存在较大的资金压力。

**表 12 截至 2017 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）**

序号	项目名称	计划总投资	累计已投资	项目预计完工日期
1	西城区路网及配套设施	52,013.67	67,947.62	2018.07
2	13 条通乡油路项目	30,192.59	24,975.15	2018.01
3	2013-2014 赫章县棚户区改造项目	248,452.16	43,866.62	2018.12
4	2015 年城市棚户区改造项目	59,881.84	16,737.26	2018.12
5	212 省道赫章县黄泥至大山工程	25,453.93	61,051.70	2018.03
6	2011 廉租房	9,547.30	9,984.96	2018.01
7	土地复垦项目	19,834.00	9,728.55	2018.02
8	6 条通乡油路项目	9,143.71	7,808.70	2018.02
9	会展中心路网	9,930.00	5,192.79	2019.04

10	垃圾填埋场项目	3,008.00	4,005.61	2018.04
11	污水处理工程项目	2,507.00	3,728.54	2018.02
12	赫章县粮食储备库	1,774.80	2,242.31	2018.06
13	可乐乡小城镇建设项目	9,894.39	1,927.03	2018.12
14	小山村土地整治项目	29,365.00	10,170.81	2018.12
15	白改黑工程	2,250.00	1,842.60	2018.06
16	生态移民搬迁	71,229.54	39,723.36	2018.11
17	后河流域项目	67,433.01	30,732.24	2019.8
18	老城区体育馆地块项目	70,638.00	7,393.11	2022.06
19	会展中心及广场项目	21,128.00	4,472.38	2019.06
20	赫章县城关至野马川城市干道项目	194,218.89	5,337.80	2021.04
21	妈姑铅锌矿独立工矿区公路改修（妈姑至雉街）	25,000.00	1,933.87	2019.11
22	赫章县城市棚户区改造	207,765.81	78,592.31	2018.12
23	赫章县城市公共停车场建设项目	148,987.35	0.00	2018.12
24	妈姑铅锌矿独立工矿区搬迁配套路网工程（白果至水塘）	24,363.59	6,494.31	2019.06
25	韭菜坪国家中长跑高原训练基地项目	10,000.00	2,263.38	2020.04
26	贵州省赫章县申家沟生态循环农业园项目	-	2,012.67	2020.05
27	赫章县城区基础设施改造建设项目工程	24,844.83	3,500.83	2019.05
28	塔山公园项目	18,003.80	6,669.40	2019.3
29	其他零星项目	-	15,553.59	-
-	<b>合计</b>	<b>1,396,861.21</b>	<b>475,889.50</b>	-

注：部分项目累计投资已超过计划总投资。

资料来源：公司提供，鹏元整理

此外，公司 2015 年设立的子公司贵州汇通金融服务有限公司（以下简称“赫章汇通”）为赫章县内企业提供融资中介服务，被服务企业每天向赫章汇通支付融资总额的千分之三作为融资中介服务费。2015-2017 年，公司分别实现金融服务费业务收入 421.73 万元、1,158.60 万元和 957.27 万元，一定程度上补充了公司收入规模。

#### 公司获得了较大的外部支持，有助于提升公司的资本实力

公司主要在赫章县范围内从事基础设施建设，赫章县人民政府通过资金注入和政府补助的方式提升公司的资本实力，以增强公司的融资能力，并缓解公司的资金压力。

资金注入方面，2013-2016 年，赫章县人民政府分别将公司向赫章县财政局借款转为对公司的资金投入，分别为 4.83 亿元、1.80 亿元、5.77 亿元和 10.92 亿元，合计 23.32 亿元，均计入公司资本公积。

政府补助方面，2013-2017 年，赫章县财政局分别给予公司财政补贴 2,767.50 万元、3,934.00 万元、12,354.00 万元、11,179.37 万元和 11,927.20 万元，合计 4.22 亿元，增强了公司可持续经营能力。

**表 13 近年当地政府向公司注入资金和财政补贴情况**

年份	注入资金/财政补贴	依据文件
2013 年	资金 4.83 亿元	赫府发【2013】201 号
	财政补贴 2,767.50 万元	赫财字【2013】3、6、7 号
2014 年	资金 1.80 亿元	赫府发【2014】58 号
	财政补贴 3,934.00 万元	赫财字【2014】9、10 号
2015 年	资金 5.77 亿元	赫府发【2015】87 号
	财政补贴 12,354.00 万元	赫财字【2015】13、17 号
2016 年	资金 10.92 亿元	赫财字【2016】241 号
	财政补贴 11,179.37 万元	赫财字【2016】242 号
2017 年	财政补贴 11,927.20 万元	赫财字【2017】136 号

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至 2017 年末，公司合并报表范围共 11 家子公司，具体情况见表 1。

### 资产结构与质量

公司资产规模持续快速增长，以土地资产和往来款为主，其中近六成存货中土地资产已用于抵押，公司被占用资金规模较大，资产流动性较弱

得益于政府持续的资金注入以及融资规模扩大，近年来公司资产规模持续快速增长，截至 2017 年末，公司总资产 145.49 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 29.09%。公司资产以流动资产为主，2015-2017 年流动资产占总资产的比重均在 98% 以上。

**表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	161,357.03	11.09%	116,397.86	9.83%	115,757.90	13.26%
应收账款	72,754.85	5.00%	28,272.81	2.39%	29.01	0.00%
预付款项	166,044.80	11.41%	122,765.00	10.37%	98,339.18	11.26%
其他应收款	279,618.53	19.22%	242,323.70	20.46%	34,946.69	4.00%
存货	750,335.22	51.57%	660,857.12	55.81%	610,484.61	69.93%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,439,671.64</b>	<b>98.95%</b>	<b>1,170,616.49</b>	<b>98.85%</b>	<b>859,557.39</b>	<b>98.45%</b>
无形资产	11,062.43	0.76%	11,333.89	0.96%	11,539.57	1.32%

非流动资产合计	15,244.83	1.05%	13,570.06	1.15%	13,498.31	1.55%
资产总计	1,454,916.47	100.00%	1,184,186.54	100.00%	873,055.70	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 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，公司货币资金规模为 16.14 亿元，主要为现金银行存款，增长较快，2015-2017 年年均复合增长率为 18.06%，主要是由于公司长期借款大幅增长所致，无受限资金。截至 2017 年末，公司应收账款规模为 7.28 亿元，较 2015 年末大幅增加，新增部分主要为应收赫章县财政局的项目建设资金，回收风险不大，但对公司资金形成较大占用。

2015-2017 年公司预付款项规模持续增加，截至 2017 年末，预付款项规模为 16.60 亿元，其中 43.13% 的预付款项账龄在 1 年以内，主要为预付赫章县宏谊建筑工程有限责任公司、毕节市融达公路桥梁工程有限责任公司、赫章县房产事业局、赫章县城镇拆迁安置办公室等公司或单位的工程款，由于工程未完工，因此均未结算。

2015-2017 年公司其他应收款规模大幅增加，截至 2017 年末，公司其他应收款为 27.96 亿元，较 2015 年末大幅增加，新增部分主要为与赫章县财政局、赫章县宏谊建筑工程有限责任公司、赫章县扶贫开发投资有限责任公司、赫章县房屋征收与补偿安置办公室等形成的往来款，规模较大，账龄相对较长，已计提 1,405.12 万元的坏账准备，对公司资金占用规模较大。

公司存货是公司资产的最大构成部分，主要由土地使用权构成。2015-2017 年，公司存货规模持续增长，2017 年末公司存货为 75.03 亿元，占总资产的比重为 51.57%。其中，公司存货中土地资产持续增长，2015-2017 年分别为 59.60 亿元、60.65 亿元和 60.65 亿元，占总资产比重分别为 68.27%、51.22% 和 41.68%，为公司主要资产，增长的土地主要为公司通过招拍挂、协议出让等方式获得。截至 2017 年末，公司存货中拥有土地使用权合计面积 6,090.77 亩，均为出让性质土地；其中账面价值 22.70 亿元的出让性质土地为政府注入，尚未缴纳土地出让金；2017 年末，公司账面价值为 36.08 亿元的土地已用于借款抵押，占公司存货中土地使用权的 59.49%。

公司非流动资产主要为无形资产。截至 2017 年末，公司无形资产账面价值为 1.11 亿元，主要为土地使用权，由赫章县人民政府无偿划拨至公司，2015-2017 年无新增土地使用权，均无抵押。

整体来看，公司资产规模持续快速增长，以土地资产和其他应收款为主，其中土地近六成已用于抵押，公司被占用资金规模较大，资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司收入规模和毛利率均下降，公司利润对财政补贴依赖程度持续提高

受基础设施代建收入规模下降影响，近年来公司收入下降，2015-2017 年公司分别实现营业收入 6.93 亿元、6.14 亿元和 5.12 亿元；受营改增影响，公司基础设施代建业务毛利率略有下降，公司综合毛利率下降，2017 年综合毛利率为 15.01%。截至 2017 年末，公司有多项在建基础设施项目，未来预计收入持续性仍较好，但受公司收入来源较单一、工程建设进度的影响，预计公司未来收入呈现一定的波动性。

作为赫章县内基础设施建设开发的重要投融资主体，近年赫章县政府对公司保持较大的支持力度。2015-2017 年，赫章县财政局分别给予公司财政补贴 12,354.00 万元、11,179.37 万元和 11,927.20 万元（计入“其他收益”科目）。虽公司收入和毛利率均有所下降，但得益于较大规模的财政补贴，公司利润总额仍保持一定的规模；但 2015-2017 年财政补贴占同期利润总额的比重分别为 53.61%、66.10% 和 72.04%，公司利润对财政补贴依赖程度持续提高。

**表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	51,168.88	61,441.68	69,272.15
其他收益	11,927.30	0.00	0.00
营业利润	16,612.01	5,733.86	10,691.15
营业外收入	0.04	11,179.37	12,354.00
利润总额	16,555.91	16,913.23	23,045.15
净利润	15,064.35	15,138.75	20,361.71
综合毛利率	15.01%	15.79%	17.19%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

### 现金流

**公司主业回款能力持续降低，经营活动现金流表现较差，对筹资活动依赖较大，同时面临较大的融资压力**

公司收入主要来自于政府，但公司主业回款能力较弱且持续降低，2015-2017 年公司主业分别收到现金 5.34 亿元、3.34 亿元和 0.75 亿元，收现比分别为 0.77、0.54 和 0.15，回款能力持续下降。受公司工程支出持续大幅增长的影响，公司经营活动现金支出保持较大规模。2015-2017 年，公司经营活动产生的现金流合计净流出 26.19 亿元，表现较差。

公司市政工程投资支出在经营活动产生的现金流出科目核算，而投资活动现金支出主要是固定资产购置支出，2015-2017 年公司购置了少量固定资产，因此投资活动现金均保持较

小规模净流出。

为了解决资金压力，2015-2017年，公司通过银行借款和往来款等方式，合计获得现金流入49.63亿元，公司筹资活动现金流保持净流入，且规模持续增加，为公司业务发展提供资金支持。截至2017年末，公司主要在建及拟建项目后续仍需投入较大规模的资金，未来公司仍面临较大的融资压力。

**表 16 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	<b>0.15</b>	<b>0.54</b>	<b>0.77</b>
销售商品、提供劳务收到的现金	7,497.45	33,420.14	53,438.55
收到的其他与经营活动有关的现金	206,683.50	200,405.20	242,699.81
经营活动现金流入小计	214,180.95	233,825.34	296,138.36
购买商品、接受劳务支付的现金	177,688.99	176,634.05	255,758.65
支付的其他与经营活动有关的现金	105,108.04	229,108.04	59,276.26
经营活动现金流出小计	284,592.03	406,354.24	315,119.48
经营活动产生的现金流量净额	<b>-70,411.08</b>	<b>-172,528.91</b>	<b>-18,981.13</b>
投资活动产生的现金流量净额	<b>-2,917.25</b>	<b>-98.81</b>	<b>-465.99</b>
筹资活动产生的现金流量净额	<b>118,287.51</b>	<b>214,915.68</b>	<b>64,383.30</b>
现金及现金等价物净增加额	<b>44,959.17</b>	<b>42,287.96</b>	<b>44,936.19</b>

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模大幅增长，存在较大的偿债压力

由于其他应付款及对外融资规模的大幅增加、政府持续注资和公司利润的积累，2015-2017年公司负债总额和所有者权益均持续增加。截至2017年末，公司负债总额和所有者权益分别达到80.09亿元和65.40亿元。2015-2017年末，公司负债与所有者权益比率较为波动，但整体上有所上升，由2015年末的112.97%上升到2017年末的122.46%；资产负债率上升至55.05%，公司负债水平有所上升。

**表 17 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	800,915.40	539,266.34	463,105.25
所有者权益	654,001.07	644,920.20	409,950.45
负债与所有者权益比率	122.46%	83.62%	112.97%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

2015-2017年，公司负债结构变动较大。截至2017年末，公司负债结构较为均衡，流动

负债占总负债比重为 52.50%。

公司流动负债主要由应付账款、应交税费和其他应付款构成。2015-2017 年，公司应付账款规模持续减少。截至 2017 年末，公司应付账款为 0.14 亿元，全部为应付工程款。应交税费主要由企业所得税、增值税等构成，规模保持增长。

其他应付款为公司负债的主要构成部分，其中 2017 年末公司其他应付款规模大幅增加。截至 2017 年末，其他应付款为 39.95 亿元，占总负债比重为 49.87%，主要为与赫章县宏谊建筑工程有限责任公司、赫章县人民医院、中国华融资产管理股份有限公司、赫章县房屋征收补偿安置办公室、赫章县煜城建材有限公司的往来款。

公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款，另有少量其他非流动负债。长期借款规模持续增长，截至 2017 年末公司长期借款规模 33.38 亿元，占总负债比重为 41.68%，2015-2017 年年均复合增长率为 95.46%，主要为质押、抵押和信用借款。长期应付款规模持续增长，为向毕节试验区乡村建设投资发展有限公司、贵州省贵民投资有限责任公司的贷款以及远东宏信（天津）融资租赁有限公司的融资租赁款。2015 年，公司新增 1.19 亿元其他非流动负债，为中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司向公司投入的投资款，2016 年已完成公司变更登记。

**表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	41,648.00	8.99%
应付账款	1,405.19	0.18%	16,392.74	3.04%	24,839.85	5.36%
应交税费	16,229.99	2.03%	13,190.92	2.45%	9,214.06	1.99%
其他应付款	399,454.01	49.87%	251,412.28	46.62%	261,869.43	56.55%
<b>流动负债合计</b>	<b>420,458.76</b>	<b>52.50%</b>	<b>281,393.09</b>	<b>52.18%</b>	<b>337,617.00</b>	<b>72.90%</b>
长期借款	333,807.81	41.68%	224,993.25	41.72%	87,369.25	18.87%
长期应付款	41,418.61	5.17%	32,880.00	6.10%	26,200.00	5.66%
其他非流动负债	5,230.22	0.65%	0.00	0.00%	11,919.00	2.57%
<b>非流动负债合计</b>	<b>380,456.64</b>	<b>47.50%</b>	<b>257,873.25</b>	<b>47.82%</b>	<b>125,488.25</b>	<b>27.10%</b>
<b>负债合计</b>	<b>800,915.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>539,266.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>463,105.25</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	427,485.350	53.37%	318,012.25	58.97%	125,488.25	27.10%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

2015-2017 年，随着公司融资规模增加，公司有息债务规模持续大幅增加。截至 2017 年末，公司有息债务达到 42.75 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 84.57%，占总负债比重为 53.37%，规模较大，且存在较大的集中偿付压力，整体来看，公司存在较大的偿债压力。

**表 19 截至 2017 年末公司有息债务偿债计划（单位：万元）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
偿付规模	13,410.05	100,001.05	96,189.01	101,011.28

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2015-2017 年末公司流动比率和速动比率均较为波动，但公司流动资产主要为土地资产，多数土地已抵押，公司短期偿债能力表现一般。受利润总额下降影响，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 利息保障倍数下降，债务保障能力减弱。同时考虑到公司承担的基础设施建设项目规模较大，资金需求量较大，融资规模增长迅速，未来公司的偿债保障能力可能会进一步弱化。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	55.05%	45.54%	53.04%
流动比率	3.42	4.16	2.55
速动比率	1.64	1.81	0.74
EBITDA（万元）	17,033.93	17,687.31	23,407.80
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.07	4.50

资料来源：公司 2015-2017 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

本期债券本息偿付资金将主要来源于募投资项目收益、日常营运以及资产变现产生的现金流。

本期债券募投资项目收益来源于项目完工后住宅、商铺和地下车库的销售收入。根据具有甲级资质的中国华西工程设计建设有限公司编制的《赫章县城区棚户区改造项目可行性研究报告》测算，募投资项目收入来源于住宅、商业用房和地下车库的销售收入三个方面，项目计算期为 9 年，其中建设期 2 年，预计在本期债券存续期内（第 3-8 年）共计取得收入 345,551.92 万元。上述募投资项目盈利能力尚可，项目收益可较好地覆盖募集资金本息。但值得注意的是，受宏观经济、资金到位程度、市场需求波动等因素影响，项目存在不能按期竣工或销售效果不理想的风险。

公司日常经营所产生的现金流将为本期债券本息的偿付提供一定的保障。截至 2017 年末，公司在建的项目较多，短中期内预计公司收入来源较有保障。但我们也关注到，公司的收入来源较为单一，公司资金易受项目建设进度和当地政府的财政拨付进度影响，资金掌控

力低，一旦资金返还拖延，可能会对公司的经营发展和偿债带来压力。

与此同时，在紧急情况下，公司可通过流动资产变现来补充偿债资金。截至 2017 年末，公司存货中未抵押的土地使用权 24.57 亿元，公司在现金流量不足的情况下，可以通过加大应收账款和其他应收款催收力度，以及出让土地使用权来获得必要的偿债资金支持，以保证本期债券的本息按期足额偿付，但同时我们也关注到应收款项的催收难度和土地资产集中及时变现的质量和难度。

## （二）本期债券保障措施分析

**担保方毕节建投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券的偿付提供一定保障**

### 1、担保范围

毕节建投出具了《担保函》，约定为本期债券（7 年期债券、发行面额总计不超过 15 亿元，债券期限及发行额度以国家发展和改革委员会最终确认为准）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为本期债券本金及利息，以及违约金（包括罚息）、损害赔偿金、实现债权的费用（包括诉讼费、律师费等）和其他应支付的费用。

### 2、保证期间

保证期间本期债券存续期及债券到期之日起二年。债券分期发行的，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

### 3、担保方分析

毕节建投原名毕节地区建设投资有限毕节建投，成立于 2007 年 3 月，由毕节市人民政府（原贵州省毕节地区行政公署）授权毕节市财政局（原毕节地区财政局）出资组建，注册资本为 63,689.32 万元。2012 年 2 月，毕节建投出资人由毕节市财政局变更为毕节市人民政府，毕节建投更名为现名。截至 2018 年 5 月末毕节建投实收资本为 63,689.32 万元，实际控制人仍为毕节市人民政府，持有毕节建投 100% 股权。

毕节建投主要从事毕节市城市基础设施建设业务。毕节建投收入主要来源于市政项目建设业务和租赁业务，毕节建投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 年毕节建投实现营业收入 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 年毕节建投市政项目建设业务毛利率进一步提升至 87.68%。毕节建投在建项目较多，

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；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。

截至 2017 年 12 月 31 日，毕节建投资产总额为 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，毕节建投实现营业收入 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。

**表 21 2015-2017 年毕节建投主要财务数据**

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

资料来源：毕节建投提供，鹏元整理

综合来看，毕节建投未来市政项目回购收入和土地出让收益较有保障，但后续资金压力较大，资产流动性偏弱，存在较大偿债压力和一定的或有负债风险。经鹏元综合评定，毕节建投主体长期信用等级为 AA。毕节建投为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券的偿付提供一定保障。

## 九、或有事项

截至 2017 年末，公司对外提供担保的单位主要为教育管理中心、学校、卫生院等部门，规模合计 15.13 亿元（见附录五），与同期末净资产之比为 23.13%，规模较大，且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

## 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	161,357.03	116,397.86	115,757.90
应收账款	72,754.85	28,272.81	29.01
预付款项	166,044.80	122,765.00	98,339.18
其他应收款	279,618.53	242,323.70	34,946.69
存货	750,335.22	660,857.12	610,484.61
其他流动资产	9,561.20	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,439,671.64</b>	<b>1,170,616.49</b>	<b>859,557.39</b>
非流动资产：			
可供出售金融资产	450.00	450.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	447.30
固定资产	1,589.72	1,446.22	1,467.50
无形资产	11,062.43	11,333.89	11,539.57
递延所得税资产	442.68	339.95	43.94
其他非流动资产	1,700.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,244.83</b>	<b>13,570.06</b>	<b>13,498.31</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,454,916.47</b>	<b>1,184,186.54</b>	<b>873,055.70</b>
应付票据	0.00	0.00	41,648.00
应付账款	1,405.19	16,392.74	24,839.85
预收款项	51.14	409.99	45.66
应付职工薪酬	105.31	-12.84	0.00
应交税费	16,229.99	13,190.92	9,214.06
应付利息	83.65	0.00	0.00
其他应付款	399,454.01	251,412.28	261,869.43
其他流动负债	3,129.47	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>420,458.76</b>	<b>281,393.09</b>	<b>337,617.00</b>
非流动负债：			
长期借款	333,807.81	224,993.25	87,369.25
长期应付款	41,418.61	32,880.00	26,200.00
其他非流动负债	5,230.22	0.00	11,919.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>380,456.64</b>	<b>257,873.25</b>	<b>125,488.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>800,915.40</b>	<b>539,266.34</b>	<b>463,105.25</b>
所有者权益（或所有者权益）：			
实收资本	114,219.00	120,219.00	10,000.00
资本公积	467,749.48	468,099.03	358,879.03
盈余公积	7,334.74	5,692.03	4,080.75

未分配利润	64,184.46	50,518.19	36,990.67
归属于母公司所有者权益合计	653,487.67	644,528.25	409,950.45
少数股东权益	513.40	391.95	0.00
<b>所有者权益(或股东权益)合计</b>	<b>654,001.07</b>	<b>644,920.20</b>	<b>409,950.45</b>
<b>负债和所有者权益(或股东权益)总计</b>	<b>1,454,916.47</b>	<b>1,184,186.54</b>	<b>873,055.70</b>

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 年度	2016 年度	2015 年度
<b>一、营业收入</b>	<b>51,168.88</b>	<b>61,441.68</b>	<b>69,272.15</b>
减：营业成本	43,486.27	51,740.61	57,362.99
税金及附加	176.42	537.56	630.96
销售费用	47.40	1.80	111.62
管理费用	2,695.69	2,096.32	590.87
财务费用（收益以“-”号填列）	-274.17	141.11	-271.41
资产减值损失	410.94	1,184.02	153.28
加：投资收益（净损失以“-”号填列）	58.39	2.70	-2.70
资产处置收益（损失以“-”号填列）	0.00	-9.10	0.00
其他收益	11,927.30	0.00	0.00
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>16,612.01</b>	<b>5,733.86</b>	<b>10,691.15</b>
加：营业外收入	0.04	11,179.37	12,354.00
减：营业外支出	56.15	0.00	0.00
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>16,555.91</b>	<b>16,913.23</b>	<b>23,045.15</b>
减：所得税费用	1,491.55	1,774.48	2,683.44
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>15,064.35</b>	<b>15,138.75</b>	<b>20,361.71</b>
归属于母公司所有者的净利润（净亏损以“-”号填列）	15,308.97	15,138.80	20,361.71

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 年度	2016 年度	2015 年度
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	7,497.45	33,420.14	53,438.55
收到其他与经营活动有关的现金	206,683.50	200,405.20	242,699.81
经营活动现金流入小计	214,180.95	233,825.34	296,138.36
购买商品、接受劳务支付的现金	177,688.99	176,634.05	255,758.65
支付给职工以及为职工支付的现金	1,359.75	157.66	80.42
支付的各项税费	435.24	454.49	4.14
支付其他与经营活动有关的现金	105,108.04	229,108.04	59,276.26
经营活动现金流出小计	284,592.03	406,354.24	315,119.48
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-70,411.08</b>	<b>-172,528.91</b>	<b>-18,981.13</b>
二、投资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	58.39	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	58.39	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	957.24	98.81	15.99
投资支付的现金	2,018.40	0.00	450.00
投资活动现金流出小计	2,975.64	98.81	465.99
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,917.25</b>	<b>-98.81</b>	<b>-465.99</b>
三、筹资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00
吸收投资收到的现金	966.07	25,207.00	0.00
取得借款收到的现金	116,378.96	157,780.00	60,279.00
收到其他与筹资活动有关的现金	24,605.00	41,648.00	69,428.00
筹资活动现金流入小计	141,950.03	224,635.00	129,707.00
偿还债务支付的现金	3,653.40	1,179.50	9,863.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,542.73	8,539.82	5,206.37
支付其他与筹资活动有关的现金	6,466.39	0.00	50,253.58
筹资活动现金流出小计	23,662.52	9,719.32	65,323.70
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>118,287.51</b>	<b>214,915.68</b>	<b>64,383.30</b>
<b>四、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>44,959.17</b>	<b>42,287.96</b>	<b>44,936.19</b>

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 年度	2016 年度	2015 年度
<b>净利润</b>	<b>15,064.35</b>	<b>15,138.75</b>	<b>20,361.71</b>
加：资产减值准备	410.94	1,184.02	153.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	119.48	117.22	99.39
无形资产摊销	271.46	246.67	263.26
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	9.10	0.00
财务费用（收益以“—”号填列）	87.09	410.19	0.00
投资损失（收益以“—”号填列）	-58.39	-2.70	2.70
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-102.73	-296.01	-38.32
存货的减少（增加以“—”号填列）	-89,478.09	-50,372.52	-237,412.38
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-125,056.68	-260,046.62	-53,700.77
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	128,331.50	121,082.97	251,290.02
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-70,411.08</b>	<b>-172,528.91</b>	<b>-18,981.13</b>

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
有息债务（万元）	427,485.350	318,012.25	125,488.25
资产负债率	55.05%	45.54%	53.04%
流动比率	3.42	4.16	2.55
速动比率	1.64	1.81	0.74
EBITDA（万元）	17,033.93	17,687.31	23,407.80
EBITDA 利息保障倍数	1.26	2.07	4.50
负债与所有者权益比率	122.46%	83.62%	112.97%
综合毛利率	15.01%	15.79%	17.19%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2017年末公司对外担保（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保方式	担保到期日
赫章县农村公路管理所	18,000.00	担保、抵押	2021/1/10
赫章县宏谊建筑工程有限责任公司	5,000.00	担保	2023/12/1
赫章实验中学	2,000.00	担保	2019/9/18
赫章县白果镇教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县财神镇教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县城关镇教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县第三中学	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县可乐中学	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县六曲河镇教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县罗州乡教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县民族中学	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县双坪彝族苗族乡教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县水塘堡彝族苗族乡教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县野马川镇教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县哲庄乡教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县中等职业中学	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县朱明乡教育管理中心	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县珠市彝族乡教育管理中心	1,900.00	担保	2026/9/5
赫章县德卓乡教育管理中心	1,600.00	担保	2026/9/5
赫章县兴发苗族彝族回族乡教育管理中心	1,600.00	担保	2026/9/5
赫章县古基乡教育管理中心	1,500.00	担保	2026/9/5
赫章县河镇彝族苗族乡教育管理中心	1,500.00	担保	2026/9/5
赫章县古达苗族彝族乡教育管理中心	1,300.00	担保	2026/9/5
赫章县松林坡白族彝族苗族乡教育管理中心	900.00	担保	2026/9/5
赫章县妈姑镇教育管理中心	1,200.00	担保	2026/9/5
赫章县妈姑中学	1,200.00	担保	2026/9/5
赫章县平山乡教育管理中心	1,200.00	担保	2026/9/5
赫章县安乐溪乡教育管理中心	1,100.00	担保	2026/9/5
赫章县达依乡教育管理中心	1,100.00	担保	2026/9/5
赫章县辅处彝族苗族乡教育管理中心	1,000.00	担保	2026/9/5
赫章县思源实验学校	1,000.00	担保	2026/9/5
赫章县铁匠苗族乡教育管理中心	1,000.00	担保	2026/9/5
赫章县雉街彝族苗族乡教育管理中心	800.00	担保	2026/9/5
赫章县威奢乡教育管理中心	600.00	担保	2026/9/5
赫章县野马川镇卫生院	500.00	担保	2019/5/26

赫章县哲庄乡卫生院	480.00	担保	2019/5/26
赫章县古基乡卫生院	400.00	担保	2019/5/26
赫章县扶贫开发投资有限责任公司	2,500.00	抵押	2021/6/28
赫章县鸿基建筑工程有限责任公司	730.00	抵押	2021/6/28
贵州屋脊韭菜坪旅游开发有限公司	800.00	抵押	2018/12/30
贵州屋脊韭菜坪旅游开发有限公司	1,200.00	抵押	2019/3/25
赫章县第一中学	9,000.00	抵押	2022/2/11
贵州夜郎春秋生态农业综合开发有限公司	2,000.00	抵押	2021/3/30
贵州省阿西里西旅游开发有限公司	18,800.00	担保	2029/10/30
贵州省阿西里西旅游开发有限公司	1,200.00	担保	2029/10/30
贵州省阿西里西旅游开发有限公司	27,600.00	担保	2031/9/28
毕节柳江畜禽有限公司	550.00	担保	2020/9/12
毕节柳江畜禽有限公司	35.30	担保	2020/9/13
赫章县精诚医疗投资有限公司	1.00	质押	2018/12/27
赫章县煜城建设投资有限公司	1.00	质押	2018/12/27
赫章县人民医院	7,000.00	担保	2021/8/9
赫章县人民医院	2,000.00	担保	2026/9/5
赫章县人民医院	3,000.00	抵押	2021/6/28
<b>合计</b>	<b>151,297.30</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 附录六 截至2017年末公司土地明细（单位：亩、万元）

土地证编号	证载使用权类型	证载用途	面积	账面价值	抵押状况
赫国用（2016）第 B100 号	出让	居住兼容商业	48.55	4,000.52	是
赫国用（2016）第 B101 号	出让	居住兼容商业	40.90	3,370.16	是
赫国用（2016）第 B102 号	出让	居住兼容商业	44.53	3,669.89	是
赫国用（2016）第 B103 号	出让	居住兼容商业	41.86	3,449.47	是
赫国用（2016）第 B104 号	出让	居住兼容商业	47.94	3,950.05	是
赫国用（2016）第 B105 号	出让	居住兼容商业	47.15	3,885.16	是
赫国用（2016）第 B106 号	出让	居住兼容商业	33.04	2,722.29	是
赫国用（2016）第 B107 号	出让	居住兼容商业	48.54	4,000.52	是
赫国用（2016）第 B108 号	出让	居住兼容商业	47.97	3,953.14	是
赫国用（2016）第 B109 号	出让	居住兼容商业	48.27	3,977.86	是
赫国用（2016）第 B110 号	出让	居住兼容商业	49.39	4,070.56	是
赫国用（2016）第 B111 号	出让	居住兼容商业	32.58	2,684.18	是
赫国用（2016）第 B112 号	出让	居住兼容商业	31.50	2,595.60	是
赫国用（2016）第 B114 号	出让	居住兼容商业	46.09	3,797.61	否
赫国用（2016）第 B115 号	出让	居住兼容商业	34.10	2,809.84	否
赫国用（2016）第 B116 号	出让	居住兼容商业	43.91	3,618.39	否
赫国用（2016）第 B117 号	出让	居住兼容商业	48.92	4,031.42	否
赫国用（2016）第 B118 号	出让	居住兼容商业	31.18	2,569.85	否
赫国用（2016）第 B119 号	出让	居住兼容商业	38.51	3,173.43	否
赫国用（2016）第 B120 号	出让	居住兼容商业	47.15	3,886.19	否
赫国用（2016）第 B121 号	出让	居住兼容商业	39.27	3,236.26	否
赫国用（2016）第 B122 号	出让	居住兼容商业	32.28	2,659.46	否
赫国用（2016）第 B123 号	出让	居住兼容商业	42.86	3,531.87	否
赫国用（2016）第 B124 号	出让	居住兼容商业	44.39	3,658.56	否
赫国用（2016）第 B125 号	出让	居住兼容商业	43.94	3,620.45	否
赫国用（2016）第 B126 号	出让	居住兼容商业	36.31	2,992.15	否
赫国用（2016）第 B127 号	出让	居住兼容商业	47.86	3,942.84	否
赫国用（2016）第 B128 号	出让	居住兼容商业	35.84	2,953.01	否
赫国用（2016）第 B129 号	出让	居住兼容商业	49.13	4,047.90	否
赫国用（2016）第 B130 号	出让	居住兼容商业	29.18	2,404.02	否
赫国用（2016）第 B131 号	出让	居住兼容商业	28.05	2,311.32	否
赫国用（2016）第 B132 号	出让	居住兼容商业	45.69	3,764.65	否
赫国用（2015）第 B2019 号	出让	居住兼容商业	39.92	3,289.82	否
赫国用（2015）第 B2020 号	出让	居住兼容商业	47.58	3,920.18	否
赫国用（2015）第 B2021 号	出让	居住兼容商业	48.11	3,964.47	否
赫国用（2015）第 B2022 号	出让	居住兼容商业	49.32	4,063.35	否
赫国用（2015）第 B2023 号	出让	居住兼容商业	47.80	3,938.72	否
赫国用（2015）第 B2024 号	出让	居住兼容商业	47.45	3,909.88	是
赫国用（2015）第 B2025 号	出让	居住兼容商业	49.23	4,057.17	否
赫国用（2015）第 B2026 号	出让	居住兼容商业	43.95	3,621.48	否

赫国用（2015）第 B2040 号	出让	居住兼容商业	47.87	3,944.90	否
赫国用（2015）第 B2041 号	出让	居住兼容商业	46.52	3,832.63	否
赫国用（2015）第 B2042 号	出让	居住兼容商业	31.80	2,620.32	否
赫国用（2015）第 B2043 号	出让	居住兼容商业	46.57	3,837.78	否
赫国用（2015）第 B2044 号	出让	居住兼容商业	31.70	2,612.08	否
赫国用（2015）第 B2045 号	出让	居住兼容商业	48.80	4,022.15	否
赫国用（2015）第 B2046 号	出让	居住兼容商业	45.56	3,754.35	是
赫国用（2015）第 B2047 号	出让	居住兼容商业	49.86	4,108.67	是
赫国用（2015）第 B2048 号	出让	居住兼容商业	49.54	4,081.89	是
赫国用（2015）第 B2049 号	出让	居住兼容商业	49.40	4,070.56	是
赫国用（2015）第 B2050 号	出让	居住兼容商业	46.56	3,836.75	否
赫国用（2015）第 B2051 号	出让	居住兼容商业	48.66	4,009.79	否
赫国用（2015）第 B2052 号	出让	居住兼容商业	27.49	2,264.97	是
黔（2017）赫章县不动产权第 0003008 号	出让	居住兼容商业	48.18	3,970.65	否
黔（2017）赫章县不动产权第 0003004 号	出让	居住兼容商业	48.15	3,967.56	否
黔（2017）赫章县不动产权第 0003007 号	出让	居住兼容商业	48.94	4,032.45	否
黔（2017）赫章县不动产权第 0003005 号	出让	居住兼容商业	48.43	3,991.25	否
黔（2017）赫章县不动产权第 0003006 号	出让	居住兼容商业	48.80	4,021.12	否
赫国用（2015）第 B2058 号	出让	居住兼容商业	42.06	3,465.95	是
赫国用（2015）第 B2059 号	出让	居住兼容商业	45.33	3,734.78	是
黔（2017）赫章县不动产权第 0003010 号	出让	居住兼容商业	49.25	4,058.20	否
赫国用（2015）第 B2061 号	出让	居住兼容商业	48.64	4,007.73	是
赫国用（2015）第 B2062 号	出让	居住兼容商业	49.40	4,070.56	是
赫国用（2015）第 B2063 号	出让	居住兼容商业	47.79	3,937.69	是
赫国用（2015）第 B2064 号	出让	居住兼容商业	45.92	3,784.22	是
赫国用（2015）第 B2065 号	出让	居住兼容商业	49.46	4,075.71	是
黔（2017）赫章县不动产权第 0003011 号	出让	居住兼容商业	49.75	4,099.40	否
赫国用（2015）第 B2067 号	出让	居住兼容商业	47.68	3,929.45	是
赫国用（2015）第 B2068 号	出让	居住兼容商业	42.77	3,524.66	是
赫国用（2015）第 B2069 号	出让	居住兼容商业	47.50	3,914.00	是
赫国用（2015）第 B2071 号	出让	居住兼容商业	49.10	4,045.84	是
黔（2017）赫章县不动产权第 0003009 号	出让	居住兼容商业	42.88	3,533.93	否
赫国用（2014）第 D43 号	出让	商业	49.66	8,542.82	是
赫国用（2014）第 D44 号	出让	商业	49.81	8,569.60	是
赫国用（2014）第 D45 号	出让	商业	49.80	8,566.51	是
赫国用（2014）第 D46 号	出让	商业	49.86	8,577.84	是
赫国用（2014）第 D47 号	出让	商业	49.75	8,558.27	是
赫国用（2014）第 D48 号	出让	商业	49.80	8,566.51	是
赫国用（2014）第 D49 号	出让	商业	49.75	8,557.24	是

赫国用（2014）第 D50 号	出让	商业	49.78	8,562.39	是
赫国用（2014）第 B43 号	出让	商业用地	24.30	2,950.01	否
赫国用（2014）第 B44 号	出让	商业用地	18.95	2,302.05	否
赫国用（2014）第 B45 号	出让	商业用地	21.21	2,586.33	否
赫国用（2014）第 B46 号	出让	商业用地	16.42	2,416.38	否
赫国用（2014）第 B47 号	出让	商业用地	56.35	6,396.30	否
赫国用（2014）第 B48 号	出让	商业用地	15.26	1,725.25	否
赫国用（2014）第 B49 号	出让	商业用地	32.07	3,605.00	否
赫国用（2014）第 B50 号	出让	商业用地	31.19	3,505.09	否
赫国用（2014）第 B51 号	出让	商业用地	36.74	4,462.99	否
赫国用（2014）第 B52 号	出让	商业用地	26.82	3,256.86	否
赫国用（2013）第 D35 号	出让	城镇混合住宅用地	24.63	3,174.46	是
赫国用（2013）第 D36 号	出让	城镇混合住宅用地	108.24	13,353.95	是
赫国用（2012）第 D25 号	出让	商服	126.96	15,074.15	是
赫国用（2012）第 D26 号	出让	商服	95.56	11,345.68	是
赫国用（2011）第 206 号	出让	商服用地	536.67	63,720.04	是
赫国用（2011）第 207 号	出让	商服用地	794.96	74,608.63	是
赫国用（2011）第 881 号	出让	商服用地	244.62	27,385.10	否
赫国用（2011）第 882 号	出让	商服用地	311.03	34,819.32	否
赫国用（2010）第 551 号	划拨	办公	4.57	690.73	否
赫国用（2010）第 552 号	划拨	办公	6.75	755.31	否
赫国用（2010）第 553 号	划拨	办公	0.81	136.47	否
赫国用（2010）第 554 号	划拨	办公	5.48	940.32	否
赫国用（2010）第 555 号	划拨	体育	117.36	3,988.55	否
赫国用（2010）第 556 号	划拨	办公	25.34	2,893.26	否
赫国用（2008）第 829 号	划拨	商业	21.00	1,630.35	否
<b>合计</b>	-	-	<b>6,272.11</b>	<b>617,489.44</b>	

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 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/营业总收入
EBITDA	EBIT+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	长期借款+长期应付款+其他非流动负债+其他应付款中有息债务

## 附录八 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 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。