

2019 年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司 公司债券信用评级报告



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：
中鹏信评【2018】第 Z
【362】号 03

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 13 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：5 亿元（发行总额 11 亿元，分期发行）

评级展望：稳定

债券期限：7 年

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

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”或“公司”）本次拟发行总额 5 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公司外部环境较好，为其发展提供了良好的基础，公司业务在白云区具有一定的垄断性且业务持续性较好，近年来获得的外部支持力度较大。同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性相对较弱，面临一定的或有负债风险、资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年白云区地区生产总值分别为 178.23 亿元、195.10 亿元和 220.16 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 15.4%、13.0% 和 11.60%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务在白云区具有一定的垄断性且业务持续性较好。公司主要从事贵阳市白云区基础设施和保障性住房建设，是白云区重要的建设平台之一，具有一定的业务垄断性，2017 年末公司主要在建及代建项目总投资合计 82.97 亿元。
- 公司获得的外部支持力度较大。股东在资产注入等方面给予了公司一定支持，2015 年白云区国有资产管理委员会注入土地资产 55.25 亿元，2015-2017 年白云区财政局合计提供 2.30 亿元的财政补贴。

关注:

- **公司资产流动性相对较弱。**2017 年末公司土地（含无形资产）和应收款项分别为 73.54 亿元和 52.34 亿元，分别占总资产的 46.69%和 33.23%，其中 37.89 亿元的土地资产已用于借款抵押，47.41 亿元的应收款项已用于借款质押，受限资产合计 85.90 亿元，占总资产的 54.53%，公司资产整体流动性相对较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 47.49 亿元，后续资金需求较大且多为公司自筹，未来项目建设面临一定的资金压力。
- **公司面临一定的偿债压力。**近年公司有息债务快速增长，2017 年末公司有息债务为 36.14 亿元，较 2015 年末大幅增长 111.44%，资产负债率为 44.15%，面临一定的偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**2017 年末，公司对外担保金额为 3.00 亿元，占当期末净资产的 3.41%，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标:

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

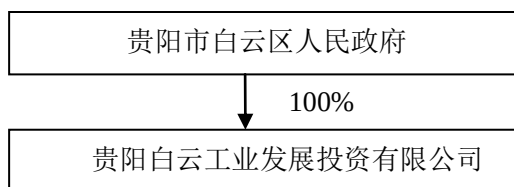
注：其他收益为公司会计政策变更后收到的补助。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系根据2009年10月中共白云区委出具《常委会议纪要》（七届第148号）批复成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为人民币3,000.00万元，控股股东和实际控制人均为贵阳市白云区人民政府。历经三次增资后，截至2018年4月末，公司注册资本和实收资本为人民币15,000.00万元，产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2018年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系白云区基础设施建设的投融资主体，主要从事产业园区开发、基础设施建设、土地开发整理以及国有资产经营管理和资本运营服务。截至2017年底，公司纳入合并报表范围的子公司如表1所示。

表1 截至2017年末纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

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

资料来源：公司2017年审计报告

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

二、本期债券概况

债券名称：2019年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券；

发行总额：5亿元（发行总额11亿元，其中第一期已发行6亿元¹，本期发行5亿元）；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，即自债券存续期第3年至第7年，每年按照

¹ 第一期债券全称为2018年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券，发行金额6亿元，债券到期日为2025年3月21日。

债券发行总额的20%偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为5亿元，拟将其中3.41亿元资金用于白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目（以下简称“B地块棚改项目”），1.59亿元资金用于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目（以下简称“黑石头片区棚改项目”），资金投向明细如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目	133,767.75	34,090.91	25.49%
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	15,909.09	26.38%
合计	194,081.31	50,000	25.76%

资料来源：公司提供

（一）白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造项目

1、项目概况

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

该项目总投资133,767.75万元，已于2015年8月正式开工，截至2018年10月末，公司已投资9.07亿元，项目总体实施进度百分比为67.79%。

2、项目审核情况

该项目已经得到有关部门批复，具体如表3所示。

表3 白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目审批情况

文件名称	审批单位	文号	出具时间
《关于白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目可行性研究报告的批复》	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改【2013】233号	2013/12/20
《关于对<白云区铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目环境影响》	贵阳市环境保护局	筑环审【2013】162号	2013/12/10

响报告表>的批复》			
建设用地规划许可证	贵阳市城乡规划局	筑规池字 2013（白云）006	2013/3/12
国有土地使用证	贵阳市国土资源局 白云区分局	白土国用（2014）第 023 号	2014/8/8
白云区地下综合管廊（铝厂片区）项目固定资产投资节能登记表	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改节能[2016]26 号	2015/11/13
白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程项目社会稳定风险评估报告书	白云区维稳部门及群工委	-	2014/9/17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目经济效益

根据中国市政工程西南设计研究总院有限公司编制的《白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程项目可行性研究报告》，该项目收入主要来源于出售配套商铺及住宅停车位部分。该项目竣工后，配套商铺可销售面积为94,416.84平方米，可销售住宅停车位2,528个，预计的销售均价为配套商铺部分20,000.00元/平方米，住宅停车位80,000.00元/个，预计可实现销售收入209,057.68万元、净利润46,421.24万元。该项目计划在2018-2022年共5年内完成销售，具体的销售计划如0所示。

表 4 贵阳白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造项目收益情况（单位：万元）

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

资料来源：《白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程项目可行性研究报告》

（二）白云区黑石头片区棚户区改造工程项目

1、项目概况

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

该项目预计总投资为60,313.56万元，项目工程建设周期为3年，于2017年启动实施。截至2018年10月末，该项目已投资7,252.9万元，总体实施进度百分比为12.03%，主要为前期的土地成本。

2、项目审批情况

该项目已经得到有关部门批复，具体如表5所示。

表 5 白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目审批文件基本情况

文件名称	审批单位	文号	出具时间
关于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目可行性研究报告的批复	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改产[2016]41 号	2016/9/9
关于对《白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目环境影响报告表》的审批意见	贵阳市白云区环境保护局	-	2016/9/2
建设用地规划许可证	贵阳市城乡规划局	筑规地字 2016-0006 号	2016/3/3
关于对白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目用地预审意见	贵阳市国土资源局白云区分局	白国土资函[2016]36 号	2016/9/8
关于白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目节能评估报告书的审查意见	贵阳市白云区发展和改革委员会	白发改节能[2016]17 号	2016/9/9
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目社会稳定风险评估报告书	贵阳市白云区维护社会稳定工作小组办公室	-	2016/8/25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目经济效益

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

表 6 白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目收益情况

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

注：表 6 收益的测算是基于公司 2016 年开始实施该项目。

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

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

告的收益测算基于 2016 年开始实施该项目，截至 2018 年 10 月末，该项目实施进度为 12.03%，实际施工进度与黑石头片区可研报告收益测算的计划施工时间存在较大的出入，因而募投项目未来收益实现时间和规模存在一定不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；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，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

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，经济运行整体上保持稳定态势。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%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。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，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。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。

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，我国实施减税降费，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。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。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。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。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

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 年以来，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出台，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 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 7 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作, 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)	发展改革委、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
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外, 不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资, 不得违规新增地方融资平台公司贷款, 不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任, 不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”, 统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型, 鼓励地方政府债券投资主体多元化, 要求加强债券资金管理

资料来源: 各政府部门网站, 中证鹏元整理

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

近年贵阳市经济增速较快，重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显，旅游业对第三产业发展有一定贡献，为公司发展提供了良好的基础

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

贵阳市旅游业较为发达，拥有以喀斯特地貌为特征的自然景观和人文旅游资源，境内有国际级风景名胜区——红枫湖风景名胜区，国际级城市湿地——贵阳花溪国家城市湿地公园，也有文昌阁、茶马古道等全国重点文物保护单位，以及贵阳野生动物园、黔灵山公园等国际4A级景区，2017年贵阳市全市全年旅游总人数为14,877.54万人，实现旅游总收入1,871.95亿元，同比分别增长34.1%和34.7%。

近几年贵阳市经济保持高速增长，2015-2017年贵阳市地区生产总值分别为2,891.16亿元、3,157.70亿元和3,537.96亿元，按可比价格计算，同比分别增长12.5%、11.7%和11.3%，增速均位居全国省会城市第一。三次产业结构由2015年的4.5:38.3:57.2调整至2017年的4.2:38.9:57.0，三次产业结构基本保持稳定。2017年人均GDP为74,493元，为全国人均GDP的124.86%，经济实力较好。

工业方面，贵阳市2015-2016年分别实现规模以上工业增加值711.59亿元和780.82亿元，同比分别增长9.7%和9.9%，2017年规模以上工业增加值同比增长9.7%。从产业看，磷煤化工、铝及铝化工、特色食品、烟草制造、医药制造、装备制造业、电力生产及供应、橡胶及塑料制品为贵阳市八大重点产业，2017年贵阳市重点产业规模以上工业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为80.6%，支柱作用明显。2017年规模以上工业企业主营业务收入2,750.11亿元，同比增长9.7%，实现利税总额402.35亿元，同比增长3.1%。

固定资产投资方面，2015-2016年贵阳市分别完成固定资产投资2,804.45亿元和3,380.73亿元，同比增速分别为20.1%和20.5%，2017年贵阳市固定资产投资增速为18.1%，增速保持高位，对经济增长的拉动作用明显，其中2017年房地产投资金额同比增长10.7%。

总体来看，近年贵阳市经济增速较快，重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显，旅游业对第三产业发展有一定贡献，为公司发展提供了良好的基础。

表 8 贵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,537.96	11.3%	3,157.70	11.7%	2,891.16	12.5%
第一产业增加值	147.33	6.3%	137.14	5.9%	129.89	6.4%
第二产业增加值	1,375.18	10.0%	1,218.79	12.1%	1,108.52	14.6%
第三产业增加值	2,015.45	12.6%	1,801.77	11.9%	1,652.75	11.1%
规模以上工业增加值	-	9.7%	780.82	9.9%	711.59	9.7%
固定资产投资	-	18.1%	3,380.73	20.5%	2,804.45	20.1%
社会消费品零售总额	1,335.28	11.7%	1,195.34	12.7%	1,060.17	11.5%
进出口总额（亿美元）	29.92	25.3%	39.27	-56.9%	91.22	16.3%
存款余额	10,908.27	-	9,928.30	-	8,772.22	-
贷款余额	10,506.14	-	9,153.20	-	7,875.58	-
人均 GDP（元）	74,493		67,771		63,003	
人均 GDP/全国人均 GDP	124.86%		125.55%		126.03%	

注：标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2015-2017 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年贵阳市全市实现公共财政收入377.77亿元²，同比增长3.13%，其中税收收入296.41亿元，占公共财政收入比重为78.46%；实现政府性基金收入270.46亿元，同比增长116.06%；同期贵阳市全市公共财政支出为578.08亿元，同比增长9.98%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为65.35%。

白云区经济保持快速增长，固定资产投资对经济拉动作用明显

白云区位于贵阳市北部，是贵阳市六个中心城区之一，也是中华人民共和国科学技术部命名的国家可持续发展实验区。全区总面积272平方公里，下辖两乡（都拉乡、牛场乡）、三镇（艳山红镇、麦架镇、沙文镇）、六社区（铝兴社区、大山洞社区、艳山红社区、白沙关社区、红云社区、都新社区），截至2017年末，全区常住总人口29.02万人。

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

² 贵阳市财政数据来源为贵阳市 2017 年全市和市本级财政预算执行情况与 2018 年全市和市本级财政预算（草案）报告、贵阳市 2016 年财政决算（草案）报告和贵阳市 2015 年全市和市本级财政预算执行情况与全市和市本级财政预算报告。

（科学城）铝精深加工产业园、生物医药绿色食品产业园等工业园区，有助于推动产业的升级。

2015-2017年白云区实现地区生产总值分别为178.23亿元、195.10亿元和220.16亿元，按可比价格计算，同比分别增长15.4%、13.0%和11.60%，增速较快但有所下滑。分产业看，三次产业结构由2015年的2.9:52.6:44.5调整为2017年的2.9:52.8:44.3，第二产业为当地支柱产业。白云区2017年人均GDP为75,865元，为全国平均水平的127.16%，地区经济发展水平相对较好。

从工业上看，2015-2017年白云区规模以上工业增加值分别为90.14亿元、104.87亿元和95.13亿元，分别同比增长15.2%、12.0%和9.9%，其中2017年重工业增加值为73.43亿元，同比增长9.9%；白云铝工业园区完成工业增加值62.66亿元，同比增长7.1%。从主要行业看，化学原料及化学制品制造业、医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业实现高速增长。

固定资产投资方面，白云区2015-2017年全区完成固定资产投资342.92亿元、413.35亿元和357.47亿元，同比分别增长23.1%、20.5%和1.4%，2017年固定资产投资增速大幅下降，主要是第三产业投资增速大幅下降。2017年白云区社会消费品零售总额为54.81亿元，同比增长12.3%。2017年白云区进出口总额为0.53亿美元，同比增长40.8%，但体量较小。从消费、投资和进出口数据看，白云区经济增长主要为投资拉动型。

总体看，白云区经济保持快速增长，固定资产投资对经济拉动作用明显。

表 9 贵阳市白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	220.16	11.6%	195.10	13.0%	178.23	15.4%
第一产业增加值	6.37	6.2%	5.93	6.5%	5.10	6.3%
第二产业增加值	116.24	9.1%	103.71	12.7%	93.81	16.9%
第三产业增加值	97.55	14.7%	85.46	13.7%	79.32	13.6%
规模以上工业增加值	95.13	9.9%	104.87	12.0%	90.14	15.2%
固定资产投资	357.47	1.4%	413.35	20.5%	342.92	23.1%
社会消费品零售总额	54.81	12.3%	48.81	13.1%	43.16	12.4%
进出口总额（亿美元）	0.53	40.8%	0.30	11.5%	-	-
存款余额	425.38	-	422.09	-	342.36	-
贷款余额	329.67	-	310.95	-	293.96	-
人均 GDP（元）	75,865		68,721		63,882	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.16%		127.31%		127.78%	

注：（1）2017 年的进出口增速按扣除政策性增量后的可比口径统计；

(2) 标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2015-2017 年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据贵阳市白云区财政局提供的数据，2017年白云区实现公共财政收入15.03亿元，同比增长8.37%，其中税收收入12.09亿元，占公共财政收入比重为80.48%；实现政府性基金收入2.57亿元，同比增长189.56%；同期白云区公共财政支出为22.92亿元，同比增长1.87%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为65.55%。

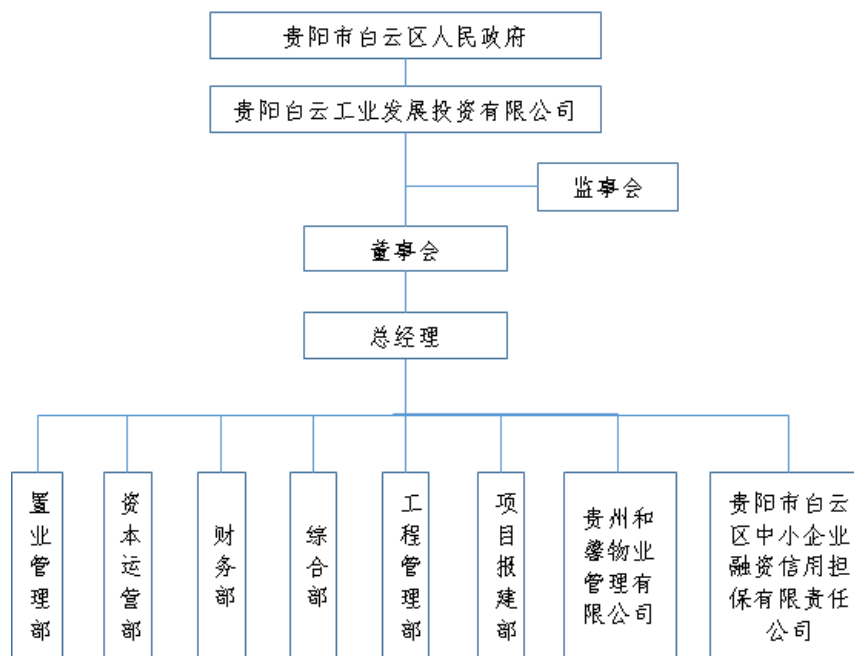
五、公司治理与管理

公司已按照相关法律法规以及公司章程等要求建立了较为完善的法人治理结构，并且对董事、监事和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定。公司不设股东会，设董事会、监事会、总经理及经营管理机构。

董事会是公司的最高权力机构，董事会成员为3人，由股东委派。监事会成员5人，设监事长1名，职工监事由职工代表选举产生，其他监事由股东委派。公司设总经理1名，副总经理2名，由股东委派，总经理对董事会负责，并接受监事会监督，根据公司提供的资料，不存在政府公务人员在公司兼职董监高的情况。

此外，在组织机构设置方面，公司根据业务特点及需要设立了置业管理部、资本运营部、财务部、综合部、工程管理部、项目报建部等职能部门，并建立了决策机制和财务管理制度，截至2018年4月末，公司组织结构如图2所示。

图2 截至2018年4月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要负责白云区园区的开发建设，主要业务包括工程建设、房屋出租和担保业务，其中工程建设业务是公司收入的主要来源。担保业务由公司全资子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司（以下简称“白云中小企业融资担保公司”）运营，该公司于2013年8月5日由公司发起设立，拥有融资性担保机构经营许可证，目前收入规模不大。2015-2017年公司分别实现营业收入5.87亿元、5.53亿元和5.48亿元，收入规模整体呈下降趋势，主要原因是近年工程建设收入减少。2017年公司新增了4,070.54万元的房屋销售收入，主要来自标准厂房和米兰春天项目销售收入。毛利率方面，2015-2017年公司综合毛利率分别为14.42%、14.00%和15.63%，呈一定的波动性，2017年综合毛利率有所上升主要受益于“营改增”前已计提未缴纳的营业税调增2017年工程建设收入，但2017年工程建设毛利率的增长不具有持续性。

表 10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	46,243.74	11.49%	50,322.97	9.09%	54,156.35	9.04%
房租收入	4,318.04	71.43%	4,710.98	60.90%	4,263.70	86.95%
担保费收入	156.41	100%	300.95	100.00%	286.49	100.00%
房屋销售收入	4,070.54	0.14%	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	54,788.73	15.63%	55,334.91	14.00%	58,706.54	14.42%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司是白云区重要的建设平台之一，业务在区域内具有一定的垄断性，近年工程建设收入有所下滑，部分项目已签订回购协议，有一定的业务持续性，但受投资进度影响，收入规模存在一定波动性

公司主要承接基础设施和保障性住房建设任务，是白云区重要的建设平台之一，业务在区域内具有一定的垄断性。基础设施建设方面，根据2010年1月白云区政府出具的《关于明确贵阳白云工业发展投资有限公司开发建设利润的通知》（以下简称“通知”），由公司作为项目业主承担铝及铝加工基地、黑石头片区、程官摆陇片区等基础设施建设项目，并明确开发建设利润为项目建设成本总价的10%（土地开发整理、保障房建设项目收购价格另行约定）。2014年12月，公司与白云区政府签订了《白云区建设项目合作协议》（以下简称“合作协议”），在原“通知”的基础上，进一步明确公司基础设施项目的业务模式和代建项目。业务模式为：公司作为项目的业主及投资主体，按白云区政府的要求建设，

项目竣工后由白云区政府进行收购，项目收购金额与“通知”一致，包括项目投资成本加上10%的投资回报；每年年末公司根据项目施工进度，对已完工的部分进行结算；待项目全部竣工验收合格后，公司向白云区政府提交工程决算书，委托审计部门对工程造价决算进行审计并确认项目收购金额，白云区政府扣除已支付的建设资金后，按分期付款的方式支付给公司。代建的项目包括：铝及铝加工基地、黑石头片区、麦架河治理、检察院两房建设工程、体育健康中心工程、贵州三占公司资产拍卖、麦沙大道工程、城市矿产示范基础工程、沙文物流园、武装部项目、会展中心项目等13个项目。

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

2015-2017年公司承建的项目主要有铝及铝加工基地基础设施建设项目、青山路、观云大道、黑石头片区项目、程官摆拢片区城中村改造项目等，分别共获得工程建设收入5.42亿元、5.03亿元和4.37亿元。毛利率方面，2015-2016年工程建设毛利率在9%左右，主要原因是公司按照项目的当年投资进度加上10.00%投资回报确认收入。2017年工程建设毛利率上升至11.49%，主要“营改增”前已计提未缴纳的营业税调增2017年工程建设收入。

表 11 2015-2017 年公司工程收入明细（单位：万元）

类别	项目	2017 年	2016 年	2015 年
市政基础设施项目	铝及铝加工基地基础设施建设项目	22,944.30	6,021.90	4,971.88
	青山路、观云大道	8,137.00	3,384.27	8,678.26
	南湖西路	874.05	142.66	1,036.29
	青山产城互动带项目	224.88	266.41	152.12
	黑石头片区项目（1、2 号路）	1,947.33	5,698.93	8,050.22
棚户区改造项目	商专安置楼 ³	0.00	-10,318.00	11.13
	程官摆拢片区城中村改造项目	9,582.12	45,126.80	31,256.45
合计	-	43,709.68	50,322.97	54,156.35

注：表 12 和表 13 的工程建设收入差额主要由“营改增”前已计提未缴纳的营业税导致。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2017年底，公司在建及代建的基础设施项目有铝及铝加工基地基础设施项目、黑石头片区项目等，预计总投资82.97亿元，已完成投资额35.49亿元，且部分项目已签订回购协议，公司未来代建业务收入有一定保障，但我们也关注到，主要在建

³由于规划改变，公司暂不再承担商专安置楼的建设，2016 年公司冲回以前年度多确认的收入。

及代建项目尚需投入47.49亿元，后续资金多为公司自筹，未来公司项目建设面临一定的资金压力。

表 12 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建及代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	开工时间	是否有回购
铝及铝加工基地建设项目	191,783.88	102,241.06	2015.9.18	是
白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目	133,767.75	73,900.93	2015 年 8 月	否
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	116,307.30	2015.1.21	是
白云区黑石头片区 2 号道路工程项目	42,043.06	19,896.44	2013.1.24	否
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	7,165.78	-	否
麦架河治理工程	135,882.18	3,625.04	2014.11.28	否
体育健身中心	32,500.00	3,161.96	2015.2.13	否
白云区吉利汽车 W 项地块土地一级开发建设项目	51,188.19	28,558.84	2016.5.10	是
合计	829,714.62	354,857.35		

注：（1）2017 年末白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目暂未开工，前期已投资额主要为土地成本；（2）白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目为公司“18 白云工投债 01”和“本期债券”募投项目；白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区 2 号道路工程项目为公司“15 白云工投债”募投项目。

资料来源：公司提供

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

为增强公司可持续经营能力，白云区政府陆续将部分办公用房、经营性房产无偿划拨给公司，公司将这些资产进行了出租，2015-2017年分别取得房租4,263.70万元、4,710.98和4,318.04万元，呈一定的波动性。从主要物业租赁条款看，目前公司与政府部门、医院、银行等主要客户签订了较为长期的租赁合同，且约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表 13 截至 2017 年底公司主要租赁资产明细（单位：平方米、万元）

租赁资产名称	面积	2017 年租金	租赁期	租赁条款
云峰大道、七一路等 6 处写字楼	58,288.77	3,936.20	2011.12-2026.12	租金每年在上一年度的基础上递增 3%
中环路 107 号 1 栋 1 层 1 号、2 号，2 层 1 号、2 号，3 层 1 号、2 号，负一层	4,653.05	169.70	1 栋 1 层 1 号 2012.8-2017.8 其余 2014.3-2026.3	年租金递增 3%
白云区同心路 13 号原检察院写字楼	3,926.07	132.32	2014.3-2024.3	租金按每半年缴纳，第三年起递增 3%，免三个月装修期
合计	66,867.89	4,238.22	-	-

资料来源：公司提供

2017年公司新增房屋销售收入4,070.54万元，主要来自标准厂房安置房和米兰春天项目，购房者主要为白云区两家地方国有企业，但已售房屋主要为安置房，毛利率很低，带来的利润规模有限。公司担保业务由下属子公司白云中小企业融资担保公司负责，主要为白云区内各产业园、各乡镇的中小微企业担保，目前与贵阳银行和贵阳市农村商业银行两家银行签署了合作协议，2015-2017年分别实现担保费收入286.49万元、300.95万元和156.41万元，2017年末在保责任余额6,681万元，收入规模有所下降。

表 14 公司融资担保业务开展情况（万元）

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

资料来源：公司提供

股东在资产注入及补贴方面对公司的支持力度较大

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

在财政补助方面得到当地政府的继续支持，2015-2017年白云区财政局分别拨付公司财政补贴14,108.95万元、5,984.50万元和2,892.93万元，占同期利润总额的比重分别为66.97%、42.17% 和22.19%，一定程度上改善了公司的盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

2017年，公司聘请的会计师事务所由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中准会计师事务所（特殊普通合伙）。以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特

殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告和北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告, 报告均采用新会计准则。因公司2017年执行关于财务报表列报和政府补助等新的会计政策及进行了前期会计差错更正, 2016年财务数据采用2017年审计报告期初数或上期数, 2016年执行“营改增”新会计政策, 2015年数据采用2016年审计报告期初数或上期数。

2016年合并报表范围内新增一家子公司, 2015-2017年公司纳入合并范围子公司变化情况如表15所示。

表 15 公司 2015-2017 年纳入合并范围的子公司变化情况

公司名称	是否合并		
	2017 年	2016 年	2015 年
贵州和馨物业管理有限公司	√	√	×
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	√	√	√

资料来源: 公司 2016-2017 年审计报告

资产结构与质量

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

公司资产规模进一步增加, 2015-2017年复合增长率为12.84%, 2017年末总资产为157.52亿元, 其中流动资产占比为88.28%。

表 16 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	51,449.44	3.27%	101,681.01	6.90%	50,347.47	4.07%
应收账款	302,189.93	19.18%	252,744.80	17.14%	200,526.30	16.21%
预付款项	30,494.12	1.94%	20,567.96	1.40%	4,857.29	0.39%
其他应收款	221,196.70	14.04%	160,682.52	10.90%	108,790.94	8.79%
存货	776,538.47	49.30%	764,411.03	51.85%	732,966.04	59.25%
流动资产合计	1,390,480.82	88.28%	1,306,493.38	88.62%	1,104,656.27	89.30%
投资性房地产	42,887.06	2.72%	44,084.66	2.99%	0.00	0.00%
固定资产	11,168.76	0.71%	11,479.77	0.78%	79,299.14	6.41%
在建工程	118,309.67	7.51%	104,359.85	7.08%	51,492.39	4.16%
非流动资产合计	184,687.10	11.72%	167,692.52	11.38%	132,336.07	10.70%
资产总计	1,575,167.92	100.00%	1,474,185.90	100.00%	1,236,992.33	100.00%

资料来源: 公司 2016-2017 年审计报告, 中证鹏元整理

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。2017

年末，公司货币资金为5.14亿元，其中0.60亿元货币资金受限，整体受限规模较小。

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

公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。2017年末公司投资性房地产为4.29亿元，为公司对外出租的写字楼和门面等资产，采用成本法计量。2017年末在建工程为11.83亿元，同比增长13.37%，主要是铝及铝加工基地项目等项目追加投入所致。

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

盈利能力

近年公司营业收入规模有所下降，利润对政府补助的依赖性较强

2015-2017年公司分别实现营业收入5.87亿元、5.53亿元和5.48亿元，收入规模有所下降，主要原因是公司工程建设收入有所下降，但目前公司在建代建项目较多，且部分主要在建项目已签订回购协议，未来工程建设业务持续性较好。毛利率方面，2015-2017年综合毛利率分别为14.42%、14.00%和15.63%，呈一定的波动性，2017年综合毛利率同比增加1.63个百分点，主要原因是“营改增”前已计提未缴纳的营业税调增2017年工程建设收入导致工程建设毛利率大幅至11.49%。2015-2017年营业利润分别为6,936.12万元、8,231.66万元和13,045.00万元，2017年营业利润较2016年大幅增加主要原因是政府补助会计政策变更，与公司日常经营活动相关的政府补助计入其他收益。2015-2017年公司共收到政府补助2.30亿元，占同期利润总额合计数的47.60%，对政府补助的依赖性仍然较大。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	54,788.73	55,334.91	58,706.54

资产减值损失	-3,247.60	4,380.41	687.96
其他收益	2,892.93	0.00	0.00
营业利润	13,045.00	8,231.66	6,936.12
营业外收入	5.18	5,984.50	14,142.68
利润总额	13,035.74	14,190.95	21,067.50
综合毛利率	15.63%	14.00%	14.42%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

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

2015-2017年公司收现比分别为0.06、1.33和0.19，主营业务回款能力一般，运营资金占用情况明显；2015-2017年经营活动现金持续净流出，合计净流出16.30亿元，主要是受公司项目建设支出及往来款的影响。2015-2017年投资活动现金净流出3.06亿元、3.82亿元和2.12亿元，整体规模不大。

考虑到公司主业经营现金回收规模，项目建设主要依靠外部融资筹集资金，2015-2017年筹资活动现金净流入分别为12.97亿元、11.41亿元和3.43亿元，2015和2016年筹资活动现金净流入规模较大，主要原因是发行“15白云工投债”（票面利率为7.30%，期限为7年）募资10亿元和在银行大幅举债。截至2017年末，公司主要在建项目尚需投入47.49亿元，而项目资金主要来源于自筹，未来面临一定的资金压力。

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

表 18 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.19	1.33	0.06
销售商品、提供劳务收到的现金	10,240.33	73,489.02	3,393.35
收到的其他与经营活动有关的现金	85,337.62	78,741.71	54,787.32
经营活动现金流入小计	95,577.95	152,230.73	58,180.67
购买商品、接受劳务支付的现金	49,012.86	41,954.53	56,818.81
支付的其他与经营活动有关的现金	109,519.77	134,591.62	69,689.65
经营活动现金流出小计	159,874.99	177,500.56	131,597.99
经营活动产生的现金流量净额	-64,297.03	-25,269.83	-73,417.32
投资活动产生的现金流量净额	-21,248.04	-38,163.50	-30,594.15
筹资活动产生的现金流量净额	34,313.19	114,130.16	129,667.71

现金及现金等价物净增加额	-51,231.89	50,696.84	25,656.24
--------------	------------	-----------	-----------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务快速增长，存在一定的偿债压力

近年公司所有者权益有所下降，主要原因是公司缴纳政府划拨的房产、政府办公场所等资产的出让金，2017年末所有者权益为87.97亿元，较2015年末下降1.24%。受长期银行信贷和预收销售款大幅增加影响，近年公司总债务不断扩张，2017年末负债总额为69.54亿元，较2015年末增长100.87%，2017年末公司产权比率为79.05%，较2015年末增加40.18个百分点。

表 19 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	695,418.31	590,011.11	346,207.64
所有者权益	879,749.60	884,174.79	890,784.69
产权比率	79.05%	66.73%	38.87%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债与非流动负债规模基本持平。公司流动负债主要为应付账款、预收账款、其他应付款与一年内到期的非流动负债。公司应付账款以应付工程款为主，2017年末为3.10亿元，较2015年末有所增加。2017年末预收账款为9.15亿元，较2015年末大幅增加，主要为预收两家地方国有企业的销售款，对公司不造成实质性偿付压力。公司其他应付款主要为往来款、征拆补偿款、保证金及土地报批费等，2017年末其他应付款为15.86亿元。2017年末一年内到期的非流动负债为3.77亿元，主要为一年内到期的长期借款1.37亿元、一年内到期的应付债券2.00亿元和一年内到期的长期应付款0.40亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要为抵押借款及委托借款，2017年末长期借款为19.94亿元，较2015年末大幅增加。2017年末应付债券为7.95亿元，较2015年末下降19.94%，主要是公司于2018年3月27日分期偿还“15白云工投债”的2.00亿元计入了一年内到期的非流动负债。长期应付款主要为信托和融资租赁款，2017年末长期应付款为4.48亿元，其中应付华能贵诚信托有限公司2.97亿元和中民国际融资租赁股份有限公司的1.51亿元融资租赁款。

表 20 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

应付账款	30,953.46	4.45%	31,053.21	5.26%	27,208.69	7.86%
预收款项	91,465.10	13.15%	86,314.71	14.63%	3,012.65	0.87%
其他应付款	158,600.67	22.81%	122,754.15	20.81%	100,837.93	29.13%
一年内到期的非流动负债	37,734.77	5.43%	39,700.00	6.73%	22,100.00	6.38%
流动负债合计	355,487.87	51.12%	320,917.60	54.39%	180,202.44	52.05%
长期借款	199,375.96	28.67%	123,581.73	20.95%	49,700.00	14.36%
应付债券	79,512.74	11.43%	99,313.91	16.83%	99,129.49	28.63%
长期应付款	44,793.70	6.44%	29,900.00	5.07%	0.00	0.00%
非流动负债合计	339,930.44	48.88%	269,093.51	45.61%	166,005.21	47.95%
负债合计	695,418.31	100.00%	590,011.11	100.00%	346,207.64	100.00%
其中：有息负债	361,417.16	51.97%	300,916.91	51.00%	170,929.49	49.37%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017年末公司有息负债为36.14亿元，较2015年末大幅增长111.44%，主要原因是长期借款、信托和融资租赁款大幅增加。根据公司提供的截至2017年末有息债务偿还期限安排，偿还期限主要集中在2021年及以后。

表 21 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

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

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

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产负债率为44.15%，较2015年末同比增加16.16个百分点，负债水平有所增加。2017年末流动比率为3.91，较2015年末大幅下降，同时新增的流动资产主要为应收款项，应收账款的回收能力受当地财政收支情况影响，存在一定的不确定性，短期偿债能力进一步下降。

总体而言，公司有息债务规模较大，公司面临一定的偿债压力。

表 22 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	44.15%	40.02%	27.99%
流动比率	3.91	4.07	6.13
速动比率	1.73	1.69	2.06
EBITDA（万元）	14,643.44	15,639.02	22,449.02
有息债务/EBITDA	24.68	19.24	7.61

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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

（1）募投项目产生的投资收益

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

（2）公司在建及代建项目预计可以带来的收入

截至 2017 年末，公司主要在建及代建项目有铝及铝加工基地、白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目、白云区黑石头片区 2 号道路工程项目等。2017 年末公司主要在建及代建项目计划总投资 82.97 亿元，已完成投资额 35.49 亿元，项目规模较大，未来业务持续性较好，可为本期债券偿还提供一定保障，但公司在建项目受投资进度和财政资金安排影响，在建及代建项目收入规模存在一定的波动性。

（3）土地资产变现

2017 年末公司土地资产为 73.54 亿元，未抵押的土地资产为 35.65 亿元，未抵押比例为 48.48%，剩余未抵押土地可通过出让或者用于抵押进行融资，为公司提供一定的流动性支持。但是，由于土地变现的价值易受城市规划及土地市场景气度的影响，需关注极端情况下短期快速变现能力。

九、或有事项分析

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

表 23 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
贵阳白云城市建设投资有限公司	30,000	2019 年 7 月 14 日	是
合计	30,000	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

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

资本公积	771,247.83	785,247.83	803,196.67
其他综合收益	637.00	786.44	0.00
盈余公积	7,449.62	6,470.85	5,419.99
未分配利润	85,415.16	76,669.66	67,168.02
归属于母公司所有者权益合计	879,749.60	884,174.79	890,784.69
所有者权益合计	879,749.60	884,174.79	890,784.69
负债和所有者权益总计	1,575,167.92	1,474,185.90	1,236,992.33

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

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

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

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

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

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

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

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

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

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

资料来源：公司2016-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

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

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

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。