

毕节市天河城建开发投资有限公司

2018 年城市停车场建设 专项债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1633】号 01

分析师

姓名：
赵云飞 王哲

电话：
0755-82872643

邮箱：
zhaoyf@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 10 月 18 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

毕节市天河城建开发投资有限公司 2018 年城市停车场建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：8 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：每年付息一次，自债券存续期的第 3 年起，逐年分别按照债券发行总额的 20% 的比例偿还债券本金

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对毕节市天河城建开发投资有限公司（以下简称“毕节天河”或“公司”）本次拟发行人民币 8 亿元城市停车场建设专项债券（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区域环境较好，为公司发展提供良好基础，公司后续业务持续性较好以及获得的外部支持力度较大；同时我们也关注到本期债券募投项目未来进度及实现收益存在一定的不确定性，公司资产流动性较弱、资金支出压力较大以及偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 区域环境较好，为公司发展提供良好基础。2015-2017 年，毕节市七星关区分别实现地区生产总值 290.58 亿元、333.40 亿元和 372.10 亿元，分别实现增速 13.80%、13.00% 和 12.20%，保持较高增速；七星关区公共财政收入保持快速增长，由 2015 年的 22.87 亿元持续增长至 2017 年的 25.51 亿元，增幅 11.50%。
- 公司市政工程回购收入较有保障，后续业务持续性较好。毕节市七星关区人民政府与公司签订回购协议，授权公司为市政相关项目的投资建设主体，截至 2017 年末，公司主要在建代建项目较多，计划总投资 73.43 亿元，后续业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2013-2014 年，七星关区政府向公司共计划拨 2.98 亿元资金和价值 18.03 亿元的土地，提升了公司资本实力；2014-2017 年，七星关区财政局共计给予公司财政补贴 4.35 亿元，增强了公司盈利能力。

关注：

- **募投项目未来进度及实现收益存在一定的不确定性。**截至 2018 年 6 月末，本期债券募投项目已投资 2.06 亿元，占总投资的比重为 13.03%，进度较为缓慢；募投项目投资规模较大，建设期相对较长，未来受资金到位情况及实际销售和运营情况影响，募投项目实施进度及实现的收益均存在一定的不确定性。
- **公司资产以土地和应收款项为主，大部分土地已用于抵押，流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货中土地和应收款项占总资产的比重分别为 41.88%和 17.02%，其中公司存货中账面价值为 40.06 亿元的土地已用于借款抵押，占土地使用权的 86.02%。
- **公司未来资金支出压力较大。**截至 2017 年末，公司主要在建项目至少尚需投资 66.55 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司负债水平持续提高，有息债务规模较大，偿债压力较大。**截至 2017 年末，资产负债率持续提升至 45.05%，有息债务规模为 32.79 亿元，全部为银行借款，较 2015 年末大幅增长 194.11%，占总负债比重为 65.44%，债务偿付压力较大。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,112,085.30	984,708.77	844,889.75
所有者权益（万元）	611,063.42	598,990.54	579,887.00
有息债务（万元）	327,852.50	256,176.10	111,472.73
资产负债率	45.05%	39.17%	31.37%
流动比率	3.38	7.03	3.97
营业收入（万元）	56,950.29	60,486.46	103,009.15
营业外收入（万元）	12,000.00	11,503.47	5,000.05
利润总额（万元）	12,061.93	11,455.51	13,707.30
综合毛利率	16.40%	10.94%	10.85%
EBITDA（万元）	17,710.27	14,766.43	15,032.87
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.90	1.57
经营活动现金流净额（万元）	-10,398.31	-150,941.95	57,883.23

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

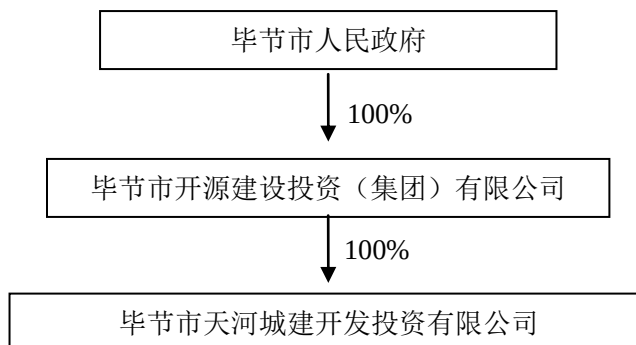
一、发行主体概况

公司系经“毕市府通（2003）110号”文件批准¹，由毕节市七星关区人民政府（原县级毕节市人民政府）出资组建的国有独资公司，初始注册资本人民币2,000万元。

2009年9月1日，根据“毕署通【2009】38号”文件，毕节市七星关区人民政府将持有的公司全部股权无偿划转给毕节市开源建设投资有限公司，划转后毕节市开源建设投资有限公司持有公司100%股权，毕节市人民政府持有毕节市开源建设投资有限公司100%股权。2013年11月4日，经毕节市七星关区工商行政管理局核准名称变更，毕节市开源建设投资有限公司更名为毕节市开源建设投资（集团）有限公司。2016年3月16日，公司注册资本由2,000万元增加至10,000万元。

截至2018年9月末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，控股股东为毕节市开源建设投资（集团）有限公司，最终实际控制人为毕节市人民政府。

图1 截至2018年9月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事城市基础设施建设、公益项目投资等业务。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）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并年份
毕节市天川房屋拆迁有限责任公司	57	100%	房屋拆迁	2004年
毕节市天和物业管理有限公司	50	100%	物业管理	2016年
毕节市天厦房地产开发有限公司	10,000	100%	房地产开发经营，建筑装饰、装修，建筑材料、五金交电销售；城市基	2010年

¹ “毕市府通（2003）110号”文件中批准组建毕节市城市基础设施建设开发投资有限公司，根据毕节市人民政府出具的说明文件，毕节市天河城建开发投资有限公司和毕节市城市基础设施建设开发投资有限公司是同一公司。

			基础设施建设，公益设施建设	
毕节市城乡第四建筑工程有限公司	5,000	100%	建筑施工等	2017 年

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为111.21亿元，所有者权益合计61.11亿元，资产负债率为45.05%；2017年度，公司实现营业收入5.70亿元，利润总额1.21亿元，经营活动现金净流出1.04亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年毕节市天河城建开发投资有限公司城市停车场建设专项债券；

发行总额：人民币8亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券利息每年付息一次，分次还本。自债券存续期的第3年起，逐年分别按照债券发行总额的20%的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为人民币8亿元，全部用于毕节市七星关区城市停车场建设工程项目。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：亿元）

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
毕节市七星关区城市停车场建设工程	15.78	8.00	50.70%

资料来源：公司提供

（一）项目介绍

毕节市七星关区城市停车场建设工程

项目建设内容：毕节市七星关区城市停车场建设工程包含十八个点的停车场建设项目，总用地面积为212,390.33平方米，总建筑面积289,916.08平方米，配套商业建筑面积15,800平方米，地下车库建筑面积274,116.08平方米（地下机械式停车场），停车位12,985个。

项目审批情况：该项目可行性研究报告已由毕节市七星关区发展和改革局《毕节市七星关区发展和改革局关于七星关区城市停车场建设工程可行性研究报告的批复》（七星发改投资〔2016〕77号）批复，建设项目用地已由毕节市七星关区国土资源局《毕节市七星关区国土资源局关于七星关区城市停车场建设项目用地预审复函》（七星国土资复〔2016〕60号）

批复，环境影响报告表已由毕节市七星关区环境保护局《毕节市七星关区环境保护局关于七星关区城市停车场建设工程项目环境影响报告表的批复》（七星环审〔2016〕030号）批复，水土保持方案已由毕节市七星关区水土保持委员会办公室《毕节市七星关区水土保持委员会办公室关于对七星关区城市停车场建设工程点配套基础设施建设项目水土保持方案的批复》（七星水保〔2016〕3号）批复，建设工程规划已取得“建字第1523306号”建设工程规划许可证，建设用地规划已取得“地字第1522270号”建设用地规划许可证，并已取得“选字第1519313号”选址意见书。

项目工程实施情况：根据具有甲级资质的福建浯澄集团设计院有限公司和中国华西工程设计建设有限公司联合编制的《毕节市七星关区城市停车场建设工程可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），该工程实施时间2015年4月到2017年9月，共计30个月。该项目分为拆迁补偿安置和城市停车场建设两个部分，根据项目实施具体计划分：（1）待拆迁地块的拆迁补偿安置：2015年4月-2015年9月，安置房地块拆迁模拟；2015年7月-2015年12月正式对安置房地块拆迁。（2）2016年10月-2017年9月，新建城市停车场。（3）2018-2023年，城市停车场的后期运营管理。截至2018年6月末，本项目工程已投资2.06亿元，占总投资的比重为13.03%，进展较为缓慢。

（二）募集资金投资项目经济效益分析

该项目建设投资为157,777万元（含建设期资金利息），计划由公司建设并运营，根据《毕节市七星关区城市停车场建设工程可行性研究报告》测算，募投项目收入分为停车场经营收入、停车位出售和配套商业出售三个方面，预计在停车场后期运营管理阶段（2018-2023年），共计可取得收入253,186万元，财务净现值12,985万元，总投资收益率6.73%，项目资本金净利润率6.83%。但需要注意的是，本期债券募投项目投资规模较大，建设期相对较长，该项目进展较为缓慢，未来受资金到位情况及实际销售情况影响，募投项目实施进度及实现的预期收益均存在一定的不确定性。

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，推动结构优化、动力转换和质量提升，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

2017年以来，全球经济整体呈现复苏态势，但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。

2017年以来，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，国民经济运行保持稳定态势。2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%，其中第三产业同比增长7.6%，占GDP的比重提高到54.3%，对经济增长的贡献不断提升。固定资产投资增速持续回落，基础设施投资大幅下滑，但民间投资增速回升；消费保持稳健增长，成为稳定经济增长的主力；进出口总额同比稳定增长，受贸易摩擦升级影响，出口增速回落，进口增速明显加快，贸易顺差收窄。

财政政策方面，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；2018年以来财政政策更加积极，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有效保障在建项目融资需求，加大基础设施投资建设力度。货币政策整体上保持稳健中性，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。

中美贸易摩擦是今年以来我国经济面临的最大的不确定因素，尽管近年来我国大力推进经济结构调整，转变发展方式，促进新旧动能接续转换，内需对经济增长的拉动作用逐渐增强，外贸抗压能力正在加强，并积极开拓新的海外市场，中美贸易摩擦升级对我国经济运行的影响有限。但是，在外部贸易摩擦、内部防风险双重挑战下，未来我国经济下行压力较大，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。

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各种形式的担保，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 3 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(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方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,鹏元整理

(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个省级重点旅游景区。

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，普通铁路450公里以上，成贵快速铁路途径毕节，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，是全国人均地区生产总值的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 4 2015-2017 年毕节市经济发展情况表 (单位: 亿元)

项目	2017		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

七星关区经济保持增长, 其中第三产业保持高速增长态势

七星关区是毕节市的政治、经济、科技文化和信息中心, 是西南地区重要的物资集散地。全区总面积3,412平方公里, 辖27个镇、8个乡、10个办事处。截至2017年末, 七星关区城市建成区面积达到52平方公里, 常住人口城镇化率提高到48.1%。

七星关区具有丰富的生物资源、水资源和矿产资源。其中, 林木资源700余种, 农作物资源455种, 中药材2,000多种, 花卉400余种等。年均地表径流量为14.92亿立方米, 地下水储量4.33亿立方米, 水能资源可开发量为115,714千瓦, 在贵州省属水能资源丰富县区。矿产资源丰富, 多达20余种, 其中: 煤炭地质储量达42.55亿吨, 以无烟煤为主, 有少量烟煤、煤

层4至5层，机械性能好；硫磺矿储量达8.41亿吨，有铁磺、褐铁磺、菱铁磺等类型，品位较高，易采、易选；已探明的粘土储量达到3,000万吨以上，三氧化铝含量平均达30%以上，其它有害物质均低于2%以下；大理石资源尤为丰富，作为建筑材料颇具开采价值。

依托自然资源，七星关区以煤电、化工、烟酒为主导产业，同时新能源汽车、新型建材、食品药品、电商产业及商贸物流服务业发展迅速。2017年，七星关区煤电烟酒四大传统产业实现产值105.92亿元，规模工业总产值134.4亿元、增长11.38%；已建成并运营新桂花市场、黔西北农产品批发市场、星城农贸市场等9个市场，电商产业园已入驻企业69家，石桥边物流园和农产品大型冷库项目已启动建设。

近年来七星关区经济保持快速增长，经济实力不断增强。2015-2017年，七星关区分别实现地区生产总值290.58亿元、333.40亿元和372.10亿元，分别实现增速13.80%、13.00%和12.20%，保持较高增速；2017年，七星关区人均地区生产总值为32,203.28元，同比增长11.61%，是全国人均地区生产总值的53.98%，经济发展水平较低。在商贸物流服务业的带动下，2015-2017年七星关区第三产业增加值保持了较高的增长速度，分别为17.90%、18.00%和15.40%。同时值得注意的是，2015-2017年七星关区固定资产投资分别达到了189.30亿元、226.00亿元和253.50亿元，增速分别为21.90%、19.40%和21.30%，增速较高，七星关区经济发展对固定资产投资依赖程度较高。

表 5 2015-2017 年七星关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	372.10	12.20%	333.40	13.00%	290.58	13.80%
第一产业增加值	65.90	6.60%	66.00	6.00%	60.36	6.60%
第二产业增加值	118.40	10.80%	106.00	10.10%	99.64	11.40%
第三产业增加值	187.90	15.40%	161.40	18.00%	130.58	17.90%
工业增加值	68.30	6.80%	85.72	8.10%	82.33	11.40%
固定资产投资	253.50	21.30%	226.00	19.40%	189.30	21.90%
社会消费品零售总额	116.30	12.30%	103.60	12.80%	103.70	12.20%
存款余额	745.40	21.80%	612.07	29.48%	472.72	43.63%
贷款余额	411.30	6.50%	386.13	29.93%	297.19	25.01%
地区人均 GDP（元）	32,203.28		28,854.00		25,450.00	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	53.98%		53.45%		51.57%	

注：2017 年工业增加值统计口径为规模 2,000 万元以上的工业企业。

资料来源：毕节市七星关区人民政府官网、2015-2016 年七星关区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，2015-2017年公共财政收入稳步增长，其中，税收收入占比较高。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。2016年和2017年政府性基金收入较2015年均下降幅度较大，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 6 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
地方综合财力	-	-	521.11	37.91	480.26	39.55
（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	-	-
财政支出	603.10	80.50	546.29	45.20	501.30	43.08
（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%	51.01%	26.26%	53.92%

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；

“-”为无公开数据。

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，毕节市全市公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为26.26%、24.91%和24.26%，持续下降，财政自给能力较弱。毕节市本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为53.92%、51.01%和30.69%，呈下降趋势。

七星关区公共财政收入持续增长，但地方综合财力对上级补助依赖程度持续提高，财政自给能力较弱

公共财政收入方面，随着经济持续发展，七星关区公共财政收入保持快速增长，由2015年的22.87亿元持续增长至2017年的25.50亿元，增幅11.50%。从公共财政收入的结构来看，受益于城市维护建设税、城镇土地使用税和营业税的较快增长，七星关区税收收入由2015年的18.35亿元持续增长至2017年的20.39亿元，增幅11.12%。近三年税收收入占公共财政收入比率分别为80.24%、81.71%和79.96%，公共财政收入质量较好。

七星关区上级补助收入规模较大，2015-2017年分别为36.30亿元、42.38亿元和49.36亿元，占地方综合财力比重分别为43.37%、49.15%和50.89%，持续提高，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七星关区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，近三年来规模有所波动。2015-2017年，七星关区政府性基金收入规模略有下降。受房地产及土地市场景气度影响，未来政府性基金收入仍可能持续面临一定的波动，进而影响地方综合财力的稳定。

表 7 2015-2017 年七星关区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
地方综合财力	969,916	862,321	836,986
（一）公共财政收入	255,007	242,262	228,699
其中：税收收入	203,901	197,955	183,502
税收收入/公共财政收入	79.96%	81.71%	80.24%
非税收入	51,106	44,307	45,197
（二）上级补助收入	493,559	423,799	363,007
其中：返还性收入	20,954	197,357	5,984
一般性转移支付收入	183,377	208,707	191,130
专项转移支付收入	289,228	17,735	165,893
（三）政府性基金收入	221,350	196,260	245,280

其中：土地出让收入	-	167,662	242,580
财政支出（一+二）	921,523	855,152	827,321
（一）公共财政支出	699,688	635,799	582,041
（二）政府性基金支出	221,835	219,353	245,280
财政自给率	36.45%	38.10%	39.29%

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；

“-”无公开数据。

资料来源：《毕节市七星关区 2017 年全区和区级财政预算执行情况及 2018 年全区和区级财政预算（草案）报告》、鹏元地区经济与财政信息数据库，鹏元整理

从财政支出方面来看，2015-2017年七星关区公共财政支出持续增长，年均复合增长率为9.64%，主要集中在教育、社会保障和就业等方面。2015-2017年七星关区公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为39.29%、38.10%和36.45%，公共财政收入不能满足公共财政支出的需要，财政自给能力较弱。

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，不断完善法人治理结构，设立了董事会、监事会和经理层。公司由毕节市开源建设投资有限公司（以下简称“毕节开源”）作为出资人，行使分取公司红利、决定公司经营方针和投资计划，委派或更换董事、监事等权利。公司不设股东会，由公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司合并、解散、增减注册资本和发行公司债券均由出资人决定。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。公司董事会每届任期3年，成员5人，成员由出资人委派或更换，董事长由出资人从董事会成员中指定；监事会成员3人，由出资人委派，任期3年；公司总经理、副总经理由出资人报经有关部门同意后聘任或解聘。

组织架构方面，截至2017年末，公司主要下设综合行政部、工程项目管理部、投融资部、财务部、安全生产管理部、项目支付审查部和数据信息部等职能部门，不断完善组织架构，以符合公司的业务发展需要。根据公司出具的承诺函，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

公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体，主要承担七星关区城市基础设施

和公益设施投资、环保项目的投资等。2015 年以来，公司收入主要来源于市政工程建设业务，以及少量的租金收入；其中 2015 年和 2016 年市政工程建设收入均占营业收入 99% 以上，2017 年公司新增房屋销售业务。2015-2017 年公司分别实现营业收入 10.30 亿元、6.05 亿元和 5.70 亿元，规模逐年下降，主要系市政工程建设业务收入规模下降所致。毛利率方面，2015 和 2016 年受市政工程建设业务占比较高影响，公司综合毛利率较低，2017 年得益于房屋销售业务较高的毛利率，公司综合毛利率提高至 16.40%。

表 8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市政结算	44,354.70	10.71%	60,304.49	10.71%	102,849.79	10.71%
房屋销售	12,151.32	35.78%	-	-	-	-
物业管理费	234.49	19.47%	45.13	37.59%	-	-
主营业务小计	56,740.50	16.12%	60,349.62	10.73%	102,849.79	10.71%
其他业务小计	209.79	92.97%	136.83	100.00%	159.37	100.00%
合计	56,950.29	16.40%	60,486.46	10.94%	103,009.15	10.85%

注：其他业务主要为租赁业务。

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司承担较多的市政工程项目，未来收入较有保障；但受项目进度和地方财政资金状况影响，公司市政工程回购收入未来可能存在一定的波动，并面临较大的资金压力

根据毕节市七星关区人民政府文件“七星府通【2011】27 号”，毕节市七星关区人民政府授权七星关区财政局根据公司工程项目进展情况，对公司（含全资子公司）承建的工程项目（含土地整理、道路建设、市政工程等）以不低于工程成本的价格进行回购。按照 2015 年 3 月 1 日公司（以及公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托代建-回购合作协议书》，毕节市七星关区人民政府授权公司作为市政相关等项目的投资主体，按照毕节市七星关区人民政府的要求建设，并在建成后移交给毕节市七星关区人民政府，毕节市七星关区人民政府以政府回购的方式分期支付公司的投资额，公司获得市政相关等投资总额的 12% 作为投资收益。

2015 年毕节市七星关区财政局与公司结算倒天河二期项目、威西路、草海路、望城路项目，共计工程量 8.49 亿元（其中包括 2014 年未结算部分 4.76 亿元），毕节市七星关区财政局与公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司结算望城 1.2 号楼、翠西一期、翠西二期、茶亭一期、茶亭二期项目，共计工程量 0.69 亿元。根据相关文件公司共计确认收入 10.28 亿元。2016 年毕节市七星关区财政局与公司结算倒天河二期项目、七星关区威西路、草海路、望城路等道路，与公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司结算翠西、茶亭等项目，共计

确认收入 6.03 亿元。2017 年，毕节市七星关区财政局与公司结算草海路、望城路、翠西及茶亭等项目，共计确认收入 4.44 亿元。

截至 2017 年末，公司主要在建项目较多，包括翠屏片区综合环境整治工程项目、七星关区同心公园、新望城等代建项目，未来计划由政府回购，剔除本期债券募投项目后，公司主要在建代建项目预算总投资 73.43 亿元，后续回购收入持续性较好。本期债券募投项目，投资规模为 15.78 亿元，未来收入分为停车场经营收入、停车位出售和配套商业出售三个方面，在城市停车场后期运营管理阶段，共计可取得收入 253,186 万元。

表 9 截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预算总投资	累计投资	完工计划时间
七星关区翠屏片区综合环境整治工程项目	87,654.35	42,077.19	2019.12
同心公园	116,001.19	63,914.08	2019.3
草海路	196,887.62	27,663.12	2019.12
桂花市场建设项目	23,571.43	9,553.71	2018.12
毕节市七星关区城市停车场建设工程项目	157,777.00	5,616.52	2019.12
体育公园建设项目	50,048.00	2,644.92	2019.12
幸安路	8,017.49	2,522.72	2019.12
七星关区阳山公园森林防火通道	11,210.00	2,052.53	2019.8
南环东路	10,319.00	1,253.05	2019.5
翠西项目	34,424.91	40,787.19	2018.12
茶亭项目	143,866.05	27,720.39	2018.12
望城 1、2 号楼	7,000.00	6,095.96	2018.12
新望城	45,311.00	1,081.26	2019.12
合计	892,088.04	232,982.63	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

但应注意到，公司收入规模受市政工程建设业务影响较大，2015 年和 2016 年是市政工程建设收入占营业收入比重均达到 99%以上，2017 年市政工程建设收入占营业收入比重达到 77%以上。受项目进度和地方财政资金状况的影响，未来公司市政工程建设收入规模波动较大，进而造成营业收入规模波动较大。另外，本期债券募投项目投资规模较大，未来能否按预计进度实施并实现预期收益存在一定的不确定性。此外，截至 2017 年末，公司主要在建项目至少尚需投资 66.55 亿元，存在较大的资金压力。

其他业务方面，2017 年，公司实现房屋销售收入 1.22 亿元，毛利率较高，提高了公司收入规模和盈利水平；截至 2017 年末，公司已完工尚未销售的商品房面积共计 3.81 万平方米，未来预计可获得房屋销售收入 1.37 亿元。按照公司（以及公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托经营管理协议书》，毕节市七星

关区人民政府将所属的房屋、商铺，全权委托公司对外经营及管理，委托期限自 2012 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日止，租赁收入归公司所有。2015-2017 年，公司其他业务收入（主要为租赁收入）分别实现收入 159.37 万元、136.83 万元和 209.79 万元，是公司收入的有益补充。

公司在资产注入、政府补助等方面获得了当地政府的支持，提升了公司的资本实力和盈利能力

作为毕节市七星关区重要的基础设施主体之一，公司需要较多资金进行投入。七星关区政府一方面通过资产划拨方式提升公司的资本实力以增强公司的融资能力，一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。

资产注入方面，2013 年，毕节市七星关区人民政府向公司注入资金 5,450 万元和草海路安家井片区土地，评估价值 12.97 亿元，均计入公司资本公积；2014 年，向公司注入资金 24,370 万元和市东街道双城社区和麻园街道望城两块土地，评估价值分别为 2.27 亿元和 2.79 亿元，均计入资本公积，增强了公司资本实力。

表 10 近年七星关区政府向公司注入资产情况

年份	注入资产	依据文件
2013	5,450 万元资本金	七星府通【2013】29 号
	土地“毕市国用【2012】第 9004 号”，面积 440,535.54 平方米，评估价值 12.97 亿元	
2014	24,370 万元资本金	七星府通【2014】26 号
	土地“毕市国用【2012】第 9014 号”，面积 559,454 平方米，评估价值 2.27 亿元	
	土地“毕市国用【2012】第 9003 号”，面积 68,667.01 平方米，评估价值 2.79 亿元	

资料来源：公司提供，鹏元整理

政府补助方面，毕节市七星关区财政局 2014-2017 年分别给予公司财政补贴 15,000 万元、5,000 万元、11,500 万元和 12,000 万元，合计 4.35 亿元，增强了公司可持续经营能力和利润规模。

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2015-2017 年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的子公司情况见表 1 所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续快速增长，以土地和应收款项为主，近九成土地使用权已用于抵押，应收款项回款时间不确定，流动性较弱

随着公司业务开展和持续加大融资力度，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 111.21 亿元，2015-2017 年年均复合增长率为 14.73%。公司资产结构以流动资产为主，近年来流动资产占总资产的比重均在 99%以上。

表 11 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	92,406.92	8.31%	46,069.67	4.68%	61,610.03	7.29%
应收账款	89,833.36	8.08%	74,665.00	7.58%	77,615.71	9.19%
预付款项	210,792.82	18.95%	210,301.13	21.36%	162,344.59	19.21%
其他应收款	99,390.92	8.94%	77,977.18	7.92%	47,924.51	5.67%
存货	618,019.36	55.57%	573,554.52	58.25%	493,820.44	58.45%
流动资产合计	1,110,443.38	99.85%	982,720.49	99.80%	843,315.29	99.81%
资产总计	1,112,085.30	100.00%	984,708.77	100.00%	844,889.75	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金为主要为银行存款，近年来规模较为波动，新增来源主要为银行借款。截至 2017 年末，公司货币资金 9.24 亿元，主要为银行存款，无受限资金。截至 2017 年末，公司应收账款为 8.98 亿元，全部为应收毕节市七星关区财政局的市政工程款，账龄均为 1 年以内。近年来公司预付款项保持较大规模，并持续增长，截至 2017 年末，公司预付款项规模为 21.08 亿元，占总资产比重为 18.95%；2017 年末公司预付款项主要是预付毕节市博泰房地产开发有限责任公司、贵州金源达房地产开发有限公司、贵州通和交通建设有限公司、毕节市广厦房地产开发有限公司和毕节市四海房地产开发有限公司的工程款，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的比重为 31.95%，主要系工程未完工结算所致。2015-2017 年末，公司其他应收款规模持续大幅增长，截至 2017 年末，公司其他应收款为 9.94 亿元，近三年年均复合增长率 44.01%，主要为应收毕节创美房地产开发有限公司、毕节开源、贵州省高级人民法院、毕节市碧海新区建设投资有限公司等的往来款，账龄以 1 年以内为主，均未计提坏账准备。整体来看，公司应收款项部分应收对象为民营企业，需关注其回收风险，此外应收款项规模较大且回款时间尚不确定，对公司资金造成一定的占用。

公司存货主要由土地使用权、在建市政工程构成，是公司资产的最大构成部分。近年来，

公司存货规模持续增加。其中，公司土地使用权略有增长，2015-2017 年分别为 45.21 亿元、45.85 亿元和 46.58 亿元，占总资产比重为 53.51%、46.57%和 41.88%；市政工程大幅增加，2017 年末，公司市政工程主要包括七星关区翠屏片区综合环境整治工程项目、同心公园、草海路等项目；2017 年末，公司存货中新增探矿权 971 万元。截至 2017 年末，公司拥有土地使用权 46.58 亿元，合计面积 154.29 万平方米，其中划拨性质土地 12.28 亿元，出让性质土地 34.30 亿元；公司存货中账面价值为 40.06 亿元的土地已用于借款抵押，占公司土地使用权的 86.02%。

整体来看，公司资产规模持续快速增长，以土地和应收款项为主，近九成土地使用权已用于抵押，应收款项回款时间不确定，资产流动性较弱。

盈利能力

公司近年收入规模逐年下降，盈利能力较弱，利润来源对财政补贴依赖程度很高

近年公司收入规模逐年下降，2015-2017 年公司分别实现营业收入 10.30 亿元、6.05 亿元和 5.70 亿元，主要是受市政工程业务规模大幅下降所致。2017 年，公司新增房屋销售收入 1.22 亿元，提高了公司营业收入规模。截至 2017 年末，公司尚有多个在建市政工程，短中期内预计收入来源较有保障，但工程进度和结算安排的影响，预计公司未来收入规模仍呈现一定的波动性。

盈利能力方面，公司市政工程业务盈利能力一般，租赁业务虽然盈利能力较强，但占比很小，因此公司整体盈利能力较弱；2017 年新增的房屋销售业务毛利率较高，提高了公司整体盈利能力。随着收入水平持续下降，公司营业利润规模大幅下降。

作为七星关区投融资平台和市政项目建设主要主体，近年七星关区政府对公司保持较大的支持力度。2015-2017 年公司共获得七星关区财政补贴 5,000 万元、11,500 万元和 12,000 万元，占同期利润总额的 36.48%、100.39%和 99.49%，公司利润总额对财政补贴依赖程度很高。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	56,950.29	60,486.46	103,009.15
营业利润	812.63	1,056.63	9,224.92
营业外收入	12,000.00	11,503.47	5,000.05
利润总额	12,061.93	11,455.51	13,707.30
净利润	12,072.88	11,103.54	11,267.16
综合毛利率	16.40%	10.94%	10.85%

营业利润率	1.43%	1.75%	8.96%
-------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业回款能力较强，但经营活动现金流表现较差，同时面临较大的融资压力

公司收入主要来自于政府，近年公司主业回款能力均较强，2015-2017 年公司主业回款规模分别为 13.60 亿元、6.34 亿元和 8.18 亿元，收现比分别为 1.32、1.05 和 1.44。受公司项目持续性投入和往来款的影响，公司经营活动现金流出持续增长。2015-2017 年，公司经营活动现金合计净流出 10.35 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，而固定资产规模很小，2015-2017 年公司由于购置了少量固定资产，因此投资活动现金均保持较小规模的净流出。

为了缓解资金压力，2015-2017 年公司通过借款合计为公司带来现金流入 30.58 亿元，同时公司偿还债务及利息的压力也在增加，公司通过筹资活动合计为公司带来 18.06 亿元现金的净流入。截至 2017 年末，公司主要在建项目未来需投入的资金量仍较大，后续公司仍面临较大的融资压力。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.44	1.05	1.32
销售商品、提供劳务收到的现金	81,802.51	63,436.81	136,026.34
收到其他与经营活动有关的现金	278,050.28	207,627.17	235,484.79
经营活动现金流入小计	359,852.79	271,063.98	371,511.14
购买商品、接收劳务支付的现金	47,925.90	121,989.23	129,956.55
支付其他与经营活动有关的现金	319,482.48	291,454.37	176,811.37
经营活动现金流出小计	370,251.10	422,005.93	313,627.91
经营活动产生的现金流量净额	-10,398.31	-150,941.95	57,883.23
投资活动产生的现金流量净额	-55.51	-102.39	-45.24
筹资活动产生的现金流量净额	56,791.07	135,503.97	-11,687.97
现金及现金等价物净增加额	46,337.26	-15,540.36	46,150.02

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平持续提高，有息债务规模大幅增加，偿债压力较大

随着公司加大融资力度、利润积累，2015-2017 年，公司负债总额和所有者权益增长规模较大。截至 2017 年末，公司负债总额和所有者权益分别达到 50.10 亿元和 61.11 亿元，公

司负债与所有者权益比率持续上升，由 2015 年末的 45.70% 上升到 2017 年末的 81.99%，资产负债率也上升至 2017 年末的 45.05%，公司负债水平持续上升。

表 14 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	501,021.89	385,718.23	265,002.75
所有者权益	611,063.42	598,990.54	579,887.00
负债与所有者权益比率	81.99%	64.39%	45.70%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

公司负债结构较为波动，截至 2017 年末，公司负债以流动负债为主，流动负债占总负债的比重为 65.65%。公司负债主要由预收款项、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款构成。

2017 年末公司新增预收款项 3.12 亿元，主要系预收的房款。应交税费主要为应交所得税、营业税及增值税，近年来规模整体上有所增加。近年来，其他应付款规模有所波动，是公司主要的负债形式，截至 2017 年末，其他应付款规模为 12.92 亿元，主要是应付母公司毕节开源、毕节市七星关区房屋征收管理局、七星关教育局的往来款，以及贵州九通市政园林建设有限公司等的保证金。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，规模波动较大，2017 年末为 15.58 亿元。公司非流动负债全部由长期借款构成，近年来公司保持较大规模的融资力度，长期借款规模较大，2017 年末公司长期借款余额为 17.21 亿元，同比 2015 年末大幅增长 228.36%，主要系抵押和质押借款。

表 15 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
预收款项	31,177.75	6.22%	104.12	0.03%	0.00	0.00%
应交税费	7,325.89	1.46%	6,804.19	1.76%	6,370.38	2.40%
其他应付款	129,192.61	25.79%	117,333.88	30.42%	146,758.13	55.38%
一年内到期的非流动负债	155,761.50	31.09%	10,323.60	2.68%	59,063.92	22.29%
流动负债合计	328,930.89	65.65%	139,865.73	36.26%	212,593.94	80.22%
长期借款	172,091.00	34.35%	245,852.50	63.74%	52,408.81	19.78%
非流动负债合计	172,091.00	34.35%	245,852.50	63.74%	52,408.81	19.78%
负债合计	501,021.89	100.00%	385,718.23	100.00%	265,002.75	100.00%
其中：有息债务	327,852.50	65.44%	256,176.10	66.42%	111,472.73	42.06%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

随着公司融资规模的大幅增加，2015-2017 年末，公司有息债务增长速度较快。截至 2017 年末，有息债务规模为 32.79 亿元，全部为银行借款，较 2015 年末大幅增长 194.11%，占总负债比重为 65.44%。根据公司提供的偿债计划，同时相比目前公司经营规模及盈利能力，

公司有息债务规模较大，债务偿付压力较大。

表 16 公司偿债计划（单位：万元）

时间	偿还本金
2018 年	151,687.50
2019 年	75,300.00
2020 年	8,900.00
2021 年	37,500.00

注：2018 年计划偿还本金主要包括茶亭、同心公园等项目银行借款及信托借款。

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2015-2017 年，公司资产负债率持续上升，流动比率和速动比率均较为波动，但考虑到公司资产主要为土地和应收款项，其中土地近九成已抵押，公司短期偿债压力较大。受利润总额波动影响，公司 EBITDA 规模较为波动，随着公司有息债务规模快速增加，EBITDA 利息保障倍数大幅下降，债务保障能力较弱。考虑到公司承担的市政项目规模较大，资金需求量较大，后续融资规模仍将会持续增加，公司的偿债保障能力可能会进一步弱化。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	45.05%	39.17%	31.37%
流动比率	3.38	7.03	3.97
速动比率	1.50	2.93	1.64
EBITDA（万元）	17,710.27	14,766.43	15,032.87
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.90	1.57

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，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公司募投项目收益、日常营运以及资产变现产生的现金流。

本期债券募投项目收益来源于项目投入使用后收取的收入。根据可研报告测算，募投项目收入分为停车场经营收入、停车位出售和配套商业出售三个方面，预计停车场后期运营管理阶段（2018-2023 年）共计取得收入 253,186 万元，财务净现值 12,985 万元，总投资收益率 6.73%，项目资本金净利润率 6.83%。但值得注意的是，本期债券募投项目投资规模较大，目前进展较为缓慢，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

按期竣工或运营效果不理想的风险。

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，主要在建代建项目预算总投资 73.43 亿元，后续回购收入持续性较好。但我们也关注到，公司回购款回流取决于项目建设进度和当地政府的财政拨付进度，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。

在紧急情况下，公司可通过变现资产来补充偿债资金。截至 2017 年末，公司未抵押的出让性质土地使用权为 6.51 亿元，公司在现金流量不足的情况下，可以通过出让名下这些土地使用权来获得必要的偿债资金支持，以偿付本期债券的本息，但我们也关注到极端情况下土地集中变现的难度。

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	92,406.92	46,069.67	61,610.03
应收账款	89,833.36	74,665.00	77,615.71
预付款项	210,792.82	210,301.13	162,344.59
其他应收款	99,390.92	77,977.18	47,924.51
存货	618,019.36	573,554.52	493,820.44
其他流动资产	0.00	153.00	0.00
流动资产合计	1,110,443.38	982,720.49	843,315.29
可供出售金融资产	1,300.00	1,300.00	1,200.00
固定资产	112.22	102.57	184.74
长期待摊费用	12.50	389.95	0.00
递延所得税资产	217.20	195.76	189.72
非流动资产合计	1,641.92	1,988.28	1,574.46
资产总计	1,112,085.30	984,708.77	844,889.75
应付账款	3,903.21	3,729.16	401.52
预收款项	31,177.75	104.12	0.00
应付职工薪酬	15.48	9.74	0.00
应交税费	7,325.89	6,804.19	6,370.38
应付利息	1,554.45	1,561.04	0.00
其他应付款	129,192.61	117,333.88	146,758.13
一年内到期的非流动负债	155,761.50	10,323.60	59,063.92
流动负债合计	328,930.89	139,865.73	212,593.94
长期借款	172,091.00	245,852.50	52,408.81
非流动负债合计	172,091.00	245,852.50	52,408.81
负债合计	501,021.89	385,718.23	265,002.75
实收资本	10,000.00	10,000.00	2,000.00
资本公积	547,281.89	547,281.89	547,281.89
盈余公积	5,766.94	4,702.20	3,446.41
未分配利润	48,014.58	37,006.45	27,158.70
归属于母公司所有者权益合计	611,063.42	598,990.54	579,887.00
所有者权益合计	611,063.42	598,990.54	579,887.00
负债和所有者权益总计	1,112,085.30	984,708.77	844,889.75

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	56,950.29	60,486.46	103,009.15
其中：营业收入	56,950.29	60,486.46	103,009.15
二、营业总成本	56,139.58	59,433.83	93,784.23
其中：营业成本	47,609.29	53,871.46	91,830.17
税金及附加	1,021.34	216.45	626.02
销售费用	217.40	153.18	128.65
管理费用	1,685.36	2,021.86	1,204.43
财务费用	5,520.45	3,116.71	1,190.80
资产减值损失	85.75	54.17	-1,195.84
加：投资收益（损失以“-”号填列）	3.87	4.00	0.00
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-1.95	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	812.63	1,056.63	9,224.92
加：营业外收入	12,000.00	11,503.47	5,000.05
减：营业外支出	750.70	1,104.59	517.67
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,061.93	11,455.51	13,707.30
减：所得税费用	-10.94	351.97	2,440.13
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	12,072.88	11,103.54	11,267.16

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

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	81,802.51	63,436.81	136,026.34
收到其他与经营活动有关的现金	278,050.28	207,627.17	235,484.79
经营活动现金流入小计	359,852.79	271,063.98	371,511.14
购买商品、接收劳务支付的现金	47,925.90	121,989.23	129,956.55
支付给职工以及为职工支付的现金	1,319.16	948.52	571.09
支付的各项税费	1,523.56	7,613.81	6,288.91
支付其他与经营活动有关的现金	319,482.48	291,454.37	176,811.37
经营活动现金流出小计	370,251.10	422,005.93	313,627.91
经营活动产生的现金流量净额	-10,398.31	-150,941.95	57,883.23
投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	3.87	4.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.72	2.00	0.15
投资活动现金流入小计	4.59	6.00	0.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	60.10	8.39	45.39
投资支付的现金	0.00	100.00	0.00
投资活动现金流出小计	60.10	108.39	45.39
投资活动产生的现金流量净额	-55.51	-102.39	-45.24
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	8,000.00	0.00
取得借款所收到的现金	82,000.00	203,787.50	20,000.00
筹资活动现金流入小计	82,000.00	211,787.50	20,000.00
偿还债务所支付的现金	6,249.60	59,084.13	22,140.27
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	18,959.33	16,424.51	9,547.70
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	774.89	0.00
筹资活动现金流出小计	25,208.93	76,283.53	31,687.97
筹资活动产生的现金流量净额	56,791.07	135,503.97	-11,687.97
现金及现金等价物净增加额	46,337.26	-15,540.36	46,150.02

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

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	12,072.88	11,103.54	11,267.16
加：资产减值准备	85.75	54.17	-1,195.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	47.72	88.80	107.60
长期待摊费用摊销	377.45	364.95	0.00
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	1.95	-3.42	0.28
财务费用（收益以“－”号填列）	5,223.17	2,857.17	1,217.97
投资损失（收益以“－”号填列）	-3.87	-4.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-21.44	-6.04	276.46
存货的减少（增加以“－”号填列）	-30,826.35	-66,166.74	28,634.24
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-37,073.78	-80,252.00	-47,626.40
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	39,718.22	-18,978.37	65,201.76
经营活动产生的现金流量净额	-10,398.31	-150,941.95	57,883.23

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	327,852.50	256,176.10	111,472.73
资产负债率	45.05%	39.17%	31.37%
流动比率	3.38	7.03	3.97
速动比率	1.50	2.93	1.64
EBITDA（万元）	17,710.27	14,766.43	15,032.87
EBITDA 利息保障倍数	0.93	0.90	1.57
综合毛利率	16.40%	10.94%	10.85%
负债与所有者权益比率	81.99%	64.39%	45.70%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

权证编号	性质	用途	面积	账面价值	抵质押情况
毕市七星国用(2016)第 9003 号	划拨	商住用地	6,788.66	952.44	是
毕市七星国用（2016）第 9004 号	划拨	商住用地	33,741.74	8,279.99	是
毕市七星国用（2016）第 9005 号	划拨	商住用地	351,333.33	97,420.08	是
毕市七星国用（2016）第 9006 号	划拨	住宅兼商业	26,359.61	6,890.89	是
毕市七星国用（2016）第 9007 号	划拨	商住用地	57,333.62	9,209.85	是
毕市国用(2011)第 281 号	出让	综合	286,668.00	113,447.59	是
毕市七星国用（2013）第 992 号	划拨	经济适用房	6,550.78	13.44	否
毕市七星国用（2012）第 9004 号	出让	住宅兼商业	440,535.54	127,970.66	是
毕市七星国用（2012）第 9014 号	出让	商业兼住宅	55,949.54	23,354.96	否
毕市七星国用（2012）第 9003 号	出让	住宅兼商业	68,667.01	28,732.85	否
毕市七星国用（2014）620 号	出让	商业兼住宅	56,688.64	14,659.56	是
毕市七星国用（2014）621 号	出让	商业兼住宅	54,683.19	14,876.51	是
毕市七星国用（2016）522 号	出让	住宅兼商业	27,049.64	6,936.17	是
毕市七星国用（2016）523 号	出让	住宅兼商业	13,651.35	5,787.22	否
黔（2017）毕节市不动产权第 0000064 号	出让	商业兼住宅	56,932.61	7,248.39	否
合计	-	-	1,542,933.26	465,780.60	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 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。