

2012 年贵州铁路投资有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
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：

谭璇

2012年贵州铁路投资有限责任公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【188】号 01

债券简称：12黔铁投债
/PR 黔铁债

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2022 年
3 月 27 日

债券偿还方式：分次还
本，在存续期的第 6 至
第 10 个计息年度分别偿
还投资者行使回售选择
权后债券本金存续余额
的 20%

分析师

姓名：
张旻燊 秦风明

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.c
om

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 22 日	2019 年 06 月 28 日

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”）对贵州铁路投资有限责任公司（以下简称“贵州铁投”或“公司”）及其 2012 年 3 月 27 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础，公司继续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司铁路相关资产规模较大，资产整体流动性偏弱，公司承建的铁路项目投资规模较大，面临较大的资金压力，有息债务增长较快，偿债压力进一步加大以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年贵州省地区生产总值达 16,769.34 亿元，同比增长 8.3%，区域经济保持较快增长。2019 年贵州省铁路、公路、水运旅客运输总量分别为 7,195.95 万人、84,255.00 万人和 2,305.15 万人，分别较上年增长 6.4%、0.2%和 4.3%。同年全年全省旅游总人数比上年增长 17.2%，旅游总收入增长 30.1%，客运能力的提升进一步促进贵州省旅游产业经济发展。
- 公司继续获得较大的外部支持。2019 年公司收到省铁路建设项目资本金等其他支出，共计增加公司资本公积 91,877.54 万元；收到铁路建设融资费 40,000.00 万元，直接冲减财务费用。此外，2019 年公司收到铁路建设管理费补助等共计 53,012.49 万元，公司继续获得较大的外部支持。

关注：

- **公司铁路相关资产规模较大，资产整体流动性偏弱。**公司与铁路相关资产规模较大，2019 年末公司主要与铁路相关的资产中其他应收款、可供出售金融资产、固定资产及在建工程合计占公司总资产的 85.86%，由于铁路建设周期较长，公司对各铁路公司的权益投资以及在建铁路项目规模较大，其他应收款规模较大，待铁路项目完工审计后将转为公司对各铁路项目的股份，资产整体流动性偏弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出，全年公司投资活动现金净流出 38.37 亿元，截至 2019 年末主要在建及拟建铁路项目尚需投入资金 62.43 亿元，资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模继续较快增长，偿债压力进一步加大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模达 174.89 亿元，较上年末增长 15.88%，占负债总额的比重为 81.81%，公司偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外提供保证担保金额合计 23.70 亿元，占 2019 年末公司所有者权益的 7.01%，且均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	5,520,489.29	4,998,363.11	4,658,067.58
所有者权益	3,382,742.76	3,212,720.00	2,961,468.84
有息债务	1,748,860.30	1,509,236.50	1,491,990.00
资产负债率	38.72%	35.72%	36.42%
现金短期债务比	172.07%	343.70%	486.14%
营业收入	702,066.94	617,121.97	548,691.40
其他收益	53,012.49	30,000.00	-
利润总额	42,636.46	37,145.22	30,321.65
综合毛利率	2.77%	4.26%	17.14%
EBITDA	114,737.21	94,182.15	89,011.17
EBITDA 利息保障倍数	1.24	1.08	1.09
经营活动现金流净额	-289.57	31,252.86	91,914.66
收现比	0.53	0.70	0.74

资料来源：公司 2017-2019 三年连审审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

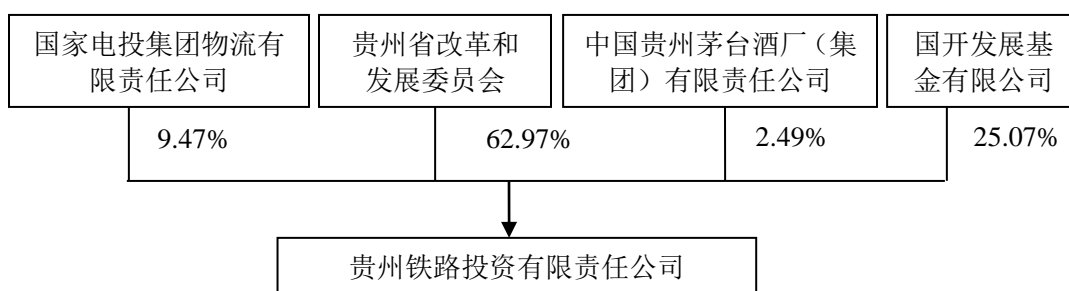
公司于2012年3月27日发行20亿元公司债券，本期债券募集资金计划8亿元用于新建贵阳至广州铁路项目、8亿元用于新建长沙至昆明铁路客运专线项目、4亿元用于补充公司营运资金，截至2020年5月26日，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本未发生变化，截至2019年底，公司注册资本仍为200.60亿元，实收资本仍为200.09亿元。

2019年国开发展基金将持有的部分公司股份转让给贵州省改革和发展委员会（以下简称“贵州省发改委”），截至2020年4月底，国开发展基金持股比例降低为25.07%，贵州省发改委持股比例上升至62.97%，公司实际控制人仍为贵州省人民政府。根据公司公告，公司法人、董事、监事发生变更，吴勇不再担任公司法人代表，由孙力担任；李静仁不再担任公司董事，由刘大能担任；王胜彬不再担任公司监事，由邓兴初担任，上述事项已完成工商变更登记。

图1 截至2020年4月底公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年度，公司合并范围新增1家子公司，截至2019年末，公司合并报表范围子公司共13家，详见附录二。

表1 2019年公司新增合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵州陆港通物流有限公司	55.00%	2,550.00	道路运输业	投资设立

资料来源：公司2017-2019三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按

照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年贵州省经济整体保持增长，工业经济增长稳定，客运能力的提升促进旅游经济的发展

2019年，贵州省地区生产总值达到16,769.34亿元，比上年增长8.3%，增速有所放缓但高于同期全国水平。其中，第一产业增加值2,280.56亿元，增长5.7%，第二产业增加值

6,058.45亿元，增长9.8%；第三产业增加值8,430.33亿元，增长7.8%。三次产业结构由上年的14.6:38.9:46.5变更为13.6:36.1:50.3，第三产业的比重有所提高。2019年末，贵州省常住人口3,622.95万人，全省人均GDP为46,433元，是当年全国人均GDP的65.50%，仍处于较低水平。

工业经济方面，2019年贵州省全年规模以上工业增加值较上年增长9.6%；分经济类型看，国有控股企业增加值增长9.9%，股份制企业增加值增长9.5%。分行业看，煤炭开采和洗选业增加值比上年增长18.2%，电力、热力生产和供应业增长11.3%，烟草制品业增长6.8%，酒、饮料和精制茶制造业增长14.9%。

2019年，贵州省固定资产投资（不含农户）较上年增长1.0%，增速较上年大幅下降；其中，第一产业投资同比增长2.8%，第二产业投资同比增长32.2%，第三产业投资同比下降3.8%。全年房地产开发投资比上年增长27.3%，在东部地区部分产业向西部转移的大趋势下，贵州省固定资产投资的持续增长有助于其改善产业结构，提高基础设施水平，提升经济发展潜力。

2019年贵州省旅游、交通运输继续快速发展，全年全省旅游总人数比上年增长17.2%，旅游总收入增长30.1%。交通运输方面，2019年全省公路通车里程20.47万公里，比上年末增长4.0%，其中，高速公路通车里程7,004.47公里，增长8.6%。全年全省铁路、公路、水运旅客运输总量93,756.10万人，比上年增长0.8%，其中铁路、公路、水运旅客运输总量分别为7,195.95万人、84,255.00万人和2,305.15万人，分别较上年增长6.4%、0.2%和4.3%。客运能力的提升进一步促进了贵州省发挥其旅游资源优势，未来其旅游业收入和旅游人次有望维持快速增长。

2019年，贵州省社会消费品零售总额比上年增长5.1%。其中，城镇消费品零售额增长5.0%，乡村消费品零售额增长6.1%。全省进出口总额453.57亿元，比上年下降9.5%；2019年末全省金融机构人民币各项存款余额27,170.60亿元，比年初增加690.08亿元；人民币各项贷款余额28,448.73亿元，比年初增加3,482.64亿元。

表2 2018-2019年贵州省主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	16,769.34	8.3%	14,806.45	9.1%
第一产业增加值	2,280.56	5.7%	2,159.54	6.9%
第二产业增加值	6,058.45	9.8%	5,755.54	9.5%
第三产业增加值	8,430.33	7.8%	6,891.37	9.5%
工业增加值	-	9.6%	-	9.0%

固定资产投资	-	1.0%	17,949.00	15.8%
社会消费品零售总额	-	5.1%	4,494.63	8.2%
进出口总额	453.57	-9.5%	500.96	-9.1%
存款余额	27,170.60	-	26,473.34	1.5%
贷款余额	28,448.73	-	24,715.05	18.5%
人均 GDP（元）		46,433		41,244
人均 GDP/全国人均 GDP		65.50%		63.80%

注：“-”表示未公布该数据

资料来源：2018-2019年贵州省国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年贵州省实现一般公共预算收入1,767.36亿元，同比增长2.3%，其中税收收入1,203.93亿元，占一般公共预算收入的68.12%；实现政府性基金收入1,710.93亿元，同比增长36.9%，同期贵州省一般公共预算支出为5,921.4亿元，同比增长17.7%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为29.85%，财政自给能力依然较弱。

四、经营与竞争

公司作为贵州省出资人代表，参与贵广铁路、渝黔铁路、沪昆铁路等铁路项目建设，并负责贵州省内铁路项目的投融资和建设，2019年公司收入为702,066.94万元，规模保持增长，毛利率方面，2019年公司毛利率为2.77%，较上年有所下降，主要系物流收入及服务收入产生亏损所致。

公司贸易业务由子公司贵州铁路投资物产有限公司（下简称“物产公司”）运营，主要贸易产品为钢材、水泥、粉煤灰、矿石、煤炭等，2019年公司贸易业务继续扩张，全年实现贸易收入663,315.87万元，较上年增长13.06%，占营业收入的94.48%，是公司营业收入的最主要来源。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2019 年度		2018 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易收入	663,315.87	2.89%	586,702.28	2.28%
物流收入	21,594.49	-2.26% ^注	15,525.68	3.26%
服务收入	1,782.27	-668.86%	2,194.81	32.68%
机制砂销售收入	2,395.25	16.61%	82.18	-10.71%
基金委托管理费	9,536.60	100.00%	8,975.71	100.00%
其他收入	2.17	-703.53%	444.63	3.26%
借款利息收入	2,629.10	100.00%	1,930.51	100.00%
租赁收入及其他	811.19	18.20%	1,266.18	64.27%

合计	702,066.94	2.77%	617,121.97	4.26%
----	------------	-------	------------	-------

注：因贵州铝厂搬迁，毛利较高的物流业务萎缩，同时公司开拓市场化物流业务弥补收入，但人员及折旧成本相对较高，出现亏损

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2019年公司铁路项目投资规模进一步扩大，在建铁路项目规模较大，面临较大资金压力

按照发展规划，2019年公司进一步配合中国铁路总公司等相关机构，增加对铁路方面的投资共计106,812.40万元。截至2019年末，公司实际投资规模增至2,237,019.98万元，铁路项目投资明细如下表所示。

表4 截至2019年末公司涉及铁路项目的权益工具投资明细（单位：万元）

项目（被投资单位）	2018年末	增减变动	2019年末
贵广铁路有限责任公司	475,025.14	0.00	475,025.14
渝黔铁路有限责任公司	469,659.56	2,892.10	472,551.66
沪昆铁路客运专线贵州有限公司	237,525.70	920.30	238,446.00
成贵铁路有限责任公司	283,165.24	0.00	283,165.24
黄织铁路有限责任公司	6,057.94	0.00	6,057.94
黄织铁路有限责任公司(织毕铁路项目)	57,600.00	0.00	57,600.00
黄织铁路有限责任公司(织纳铁路项目)	29,200.00	0.00	29,200.00
沪昆铁路客运专线贵州有限公司(贵阳至南宁客专项目)	150,000.00	98,000.00	248,000.00
广州铁路(集团)公司怀化工程建设指挥部(渝怀铁路梅江至怀化段增建第二项目)	50,000.00	5,000.00	55,000.00
铁路投资基金壹期壹号	150,500.00	0.00	150,500.00
铁路投资基金壹期贰号	58,774.00	-25,000.00	33,774.00
铁路投资基金壹期叁号	25,426.00	-25,326.00	100.00
铁路投资基金壹期肆号	5,100.00	0.00	5,100.00
铁路投资基金壹期伍号	107,400.00	0.00	107,400.00
铁路投资基金壹期陆号	75,100.00	0.00	75,100.00
合计	2,180,533.58	56,486.40	2,237,019.98

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月末，公司尚有较大规模的铁路项目在建，主要在建及拟建项目公司承建部分尚需投资规模合计62.43亿元，面临较大的资金压力。

表5 截至2019年12月31日公司主要在建及拟建铁路项目情况（单位：亿元）

性质	项目名称	资本金占比	公司拟出资总额	截至2019年末公司累计已出资	尚需投资金额
在建项目	安六铁路	47.10%	36.5	36.5	-
	瓮马铁路	59.71%	7.79	7.64	0.15

	叙毕铁路	50.60%	7.67	7.67	0
	盘兴铁路	64.59%	35.35	2.5	32.85
	都拉物流	100.00%	6.43	5.93	0.5
	渝怀二线	32.26%	8.48	7.75	0.73
	贵南客专	36.00%	58.14	48.8	9.34
拟建项目	瓮马铁路南北延伸线	29.4%	12.29	1.78	10.51
	铜吉铁路	48%	8.06	0.65	7.41
	林歹南物流园	100%	0.95	0.01	0.94
合计		-	181.66	119.23	62.43

资料来源：公司提供

公司贸易业务规模继续增长，仍为公司最主要的收入来源，但贸易业务收入毛利水平较低

公司贸易业务由子公司物产公司运营，物产公司利用铁路建设与经营这一平台，积极拓展物流、仓储等现代服务业以及铁路沿线土地的综合开发，并加大与新建铁路沿线地方政府的合作力度，着力推进铁路沿线土地资源开发、物流发展及贸易服务等业务。

2019年，物产公司共计实现贸易收入663,315.87万元，较上年增长13.06%，毛利率略有提升，为2.89%，但盈利性依然较弱。

表6 2018-2019年主要贸易产品销售情况（单位：万吨、万元）

主要贸易产品	2019年			2018年		
	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率
有色金属	7.07	41,179.73	1.29%	5.35	111,686.35	0.07%
煤炭	182.91	133,146.02	3.42%	122.43	106,288.38	3.43%
铁、合金	33.36	52,781.88	1.59%	29.51	59,598.83	1.66%
钢材	96.32	375,853.87	2.59%	66.12	266,872.67	2.65%
水泥	91.65	35,084.09	6.99%	37.14	15,640.69	6.07%
合计	411.31	638,045.59	2.83%	260.55	560,086.52	2.27%

资料来源：公司提供

公司主要供应商比较稳定，2019年第一大供应商为浙江恒兆丰物资有限公司。2019年公司前五大供应商贸易额占比为64.79%，贸易业务的供应商集中度较高。贸易往来主要采用现金和票据结算方式，结算周期一般为4个月，有部分采购预付款和供货预收款，但占比不大。

表7 2019年公司贸易业务前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	占采购总额的比例
浙江恒兆丰物资有限公司	227,195.00	30.05%
成都鼎裕煤业有限责任公司	157,182.00	20.79%

六盘水隆晟昌商贸有限公司	38,895.00	5.15%
湖南华菱涟源钢铁有限公司	37,021.00	4.89%
首钢水城钢铁（集团）有限责任公司	29,475.00	3.90%
合计	489,768.00	64.79%

资料来源：公司提供

2019年，公司前五大客户合同金额合计302,785.00万元，合计占比38.93%，主要为各个地方国企，公司前五大客户占比较高。

表8 2019年公司贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	占采购总额的比例
攀钢集团物资贸易有限公司	157,110.00	20.20%
首都水城钢铁（集团）有限责任公司	51,773.00	6.66%
贵州弘远瑞商贸有限公司	37,478.00	4.82%
贵阳铁投物流有限公司	29,523.00	3.79%
中交一公局集团有限公司	26,901.00	3.46%
合计	302,785.00	38.93%

资料来源：公司提供

2019年公司继续获得一定的物流收入及基金委托管理费作为收入的补充；公司作为铁路发展基金的受托管理方，每年按所有合伙人实际出资总额收取一定比例的固定管理费。2019年公司服务收入产生亏损，一定程度上拉低了整体毛利率。

2019年公司继续获得较大的外部支持

2019年公司收到省铁路建设项目资本金等其他支出，共计增加资本公积91,877.54万元。2019年公司收到的铁路建设融资费40,000.00万元，直接冲减财务费用。此外，2019年公司收到铁路建设管理费补助等共计53,012.49万元，公司继续在资本注入及财政补贴方面获得较大的外部支持。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2017-2019年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年度，公司新纳入合并范围子公司1家，截至2019年末，公司纳入合并范围内子公司共13家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2019年公司总资产规模保持增长，但铁路相关资产规模较大，资产整体流动性偏弱

截至2019年末，公司总资产为5,520,489.29万元，较上年末增加10.45%，公司资产的增长主要集中在应收账款、可供出售金融资产及在建工程。从结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2019年末公司非流动资产占总资产比重的77.41%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	273,138.02	4.95%	271,570.59	5.43%
应收账款	234,115.01	4.24%	147,007.10	2.94%
其他应收款	593,122.42	10.74%	565,836.24	11.32%
流动资产合计	1,246,826.62	22.59%	1,125,850.31	22.52%
可供出售金融资产	2,253,420.08	40.82%	2,196,133.68	43.94%
固定资产	363,772.28	6.59%	368,553.23	7.37%
在建工程	1,529,801.53	27.71%	1,197,823.49	23.96%
非流动资产合计	4,273,662.67	77.41%	3,872,512.80	77.48%
资产总计	5,520,489.29	100.00%	4,998,363.11	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司货币资金账面余额为273,138.02万元，同比变化不大，其中受限制的货币资金规模共计20,569.60万元，占2019年末公司货币资金总额的7.53%，主要为保证金。公司应收账款主要是贸易业务形成的应收货款，随着贸易业务规模的扩大，2019年末应收账款账面余额为234,115.01万元，同比增长59.25%。；2019年末公司应收账款前五名单位合计占应收账款总额的比例为28.72%，均为与国企往来的货款，详见下表；组合中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款，一年以内的应收账款占97.18%；从历史来看，应收账款回款压力不大。截至2019年末，公司其他应收款账面余额593,122.42万元，同比略有提升。其他应收款主要系应收贵阳市铁建办以及各地区铁路建设办公室的征地拆迁款，部分款项账龄偏长；公司其他应收款中应收各铁路建设办公室的款项待铁路项目完工经第三方审计确认后将作为公司对各铁路项目的股份。

表10 2019年公司应收账款前五名单位情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	金额	占应收账款总额比例（%）
攀钢集团物资贸易有限公司	货款	19,957.46	8.52
招商物产有限公司	货款	18,371.15	7.85
中交一公局集团有限公司	货款	9,875.75	4.22
中铁五局集团第六工程有限责任公司	货款、代付款	9,838.62	4.20

中铁四局集团第二工程有限公司	贷款	9,205.65	3.93
合计	-	67,248.63	28.72

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司的非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产和在建工程。公司可供出售金融资产主要是对各铁路公司的权益投资以及本年度公司投资的铁路发展基金，2019年公司铁路投资基金规模减少合计5.03亿元，主要系赎回所致；截至2019年末可供出售金融资产余额为2,253,420.08万元，较上年末增长2.61%，主要系沪昆铁路客运专线贵州有限公司（贵阳至南宁客专项目）增加投资共计98,000.00万元所致。2019年末固定资产较上年略有降低，主要系机器设备计提较大规模折旧所致；在建工程余额为1,529,801.53万元，较上年增长27.72%，主要系安顺至六盘水铁路、贵阳铁路枢纽都拉营新建货运场站专用线增加投资所致。

总体来看，2019年公司资产规模保持增长，但铁路项目相关资产规模较大，资产整体流动性偏弱。

盈利能力

公司主营业务以贸易业务为主，2019年收入规模有所增长，但盈利能力欠佳，利润总额对其他收益依赖性较大

2019年，公司营业收入为702,066.94万元，同比增长13.76%，主要系贸易收入增长所致；营业利润为41,152.05万元，同比增长10.71%，主要是子公司物产公司贸易扩大所致。2019年，公司综合业务毛利率为2.77%，较上年下降1.49个百分点，主要系物流收入及服务收入产生亏损所致。

2019年公司继续收到的铁路建设融资费4亿元直接冲减财务费用。总体来说，2019年公司营业收入和利润规模保持增长，但受物流收入及服务收入产生亏损的影响，公司综合毛利率水平进一步下降。2019年公司其他收益总额为53,012.49万元，主要为政府补助，占2019年利润总额的124.34%，是公司利润的最主要来源。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	702,066.94	617,121.97
营业利润	41,152.05	37,172.30
其他收益	53,012.49	30,000.00
利润总额	42,636.46	37,145.22
综合毛利率	2.77%	4.26%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流表现较差，且由于未来公司铁路投资规模较大，仍面临较大的资金压力

2019年公司收现比有所下降，降低为0.53。主要由于公司物资贸易业务量有较大增长，经营活动现金流出较多，且物资贸易业务回款周期相对时间较长，两者叠加使得公司经营活动净现金流为负；并且公司贸易业务部分回款为承兑汇票等票据，不计入现金流量表；此外，公司2019年开始铁路沿线土地综合开发，项目经营投资支出约1.7亿元。上述原因使得2019年公司经营活动现金净流出289.57万元。

公司的铁路建设项目资金主要来源于股东的资本金注入和借款，2019年，公司对铁路建设项目的投资依然较大，导致当期投资活动现金仍大额净流出，全年投资活动现金净流出383,717.25万元，主要为针对铁路建设的投资。

2019年公司筹资活动产生的现金流量净额为376,430.54万元，同比增长58.77%，主要系2019年公司银行借款及发行债券规模较大所致。虽然政府对公司铁路项目建设的支持力度较大，但是公司未来铁路投资规模仍较大，仍将面临较大的资金压力。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.53	0.70
销售商品、提供劳务收到的现金	371,060.91	433,030.59
收到的其他与经营活动有关的现金	65,129.40	50,102.21
经营活动现金流入小计	436,190.31	483,132.80
购买商品、接受劳务支付的现金	379,686.92	412,161.34
支付的其他与经营活动有关的现金	31,685.28	13,867.66
经营活动现金流出小计	436,479.89	451,879.95
经营活动产生的现金流量净额	-289.57	31,252.86
投资活动产生的现金流量净额	-383,717.25	-372,026.45
筹资活动产生的现金流量净额	376,430.54	237,088.05
现金及现金等价物净增加额	-7,576.28	-103,685.54

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司有息债务规模进一步增长，偿债压力进一步加大

受益于政府支持以及公司经营积累，2019年末公司所有者权益合计3,382,742.76万元，

较上年末增长5.29%。同时，随着业务规模的扩张，公司负债也增长较快，2019年末负债总额为2,137,746.53万元，较上年末增长19.72%，公司负债增长主要集中在应付账款、长期借款及应付债券。2019年末公司产权比率上升7.62个百分点至63.20%，公司净资产对债务的保障能力有所下降。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	2,137,746.53	1,785,643.11
所有者权益	3,382,742.76	3,212,720.00
产权比率	63.20%	55.58%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，截至2019年末，非流动负债占公司负债总额的78.01%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。截至2019年末，公司短期借款余额为67,107.29万元，为保证借款和信用借款。公司应付票据均为银行承兑汇票，应付账款主要是项目公司应付施工方的工程施工款；2019年末公司应付账款余额为232,828.19万元，同比增长39.17%，主要系应付中国铁建大桥局、中铁十二局集团有限公司等铁路建设公司的工程款。2019年末公司其他应付款为53,686.90万元，较上年末增长18.18%，主要为2019年新增的贸易业务保证金等。2019年末公司的一年内到期的非流动负债为20,000.00万元，为2019年发行的19黔铁投SCP002超短期融资券，债券期限270日，采用固定利率3.57%，到期一次偿还本金及利息。

公司的非流动负债主要为长期借款和应付债券。2019年末公司长期借款余额为1,132,753.01万元，同比上涨12.13%，主要系2019年新增的保证借款。截至2019年末，公司应付债券账面余额为529,000.00万元，较上年末增长21.33%，主要系2019年8月及10月分别发行5亿元中期票据“19黔铁投MTN001”及10亿元中期票据“19黔铁投MTN002”。

截至2019年末，公司有息负债共计1,748,860.30万元，同比增长15.88%，公司偿债压力进一步加大。从有息负债的偿债安排来看，公司2020年需偿付48.18亿元债务，偿债压力较大。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	67,107.29	3.14%	18,000.00	1.01%
应付票据	79,679.04	3.73%	36,573.54	2.05%

应付账款	232,828.19	10.89%	167,299.96	9.37%
其他应付款	53,686.90	2.51%	45,429.84	2.54%
一年内到期的非流动负债	20,000.00	0.94%	30,000.00	1.68%
流动负债合计	469,985.39	21.99%	323,849.41	18.14%
长期借款	1,132,753.01	52.99%	1,010,236.50	56.58%
应付债券	529,000.00	24.75%	436,000.00	24.42%
非流动负债合计	1,667,761.14	78.01%	1,461,793.70	81.86%
负债合计	2,137,746.53	100.00%	1,785,643.11	100.00%
其中：有息债务	1,748,860.30	81.81%	1,509,236.50	84.52%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

表15 截至2019年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年
本金	481,800.00	153,000.00	136,900.00

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率同比上升3个百分点，至38.72%。由于2019年公司新增短期借款及应付票据，公司现金短期债务比有所降低，现金对短期债务覆盖能力仍表现尚可，但2020年公司需偿还有息债务本金48.18亿元，公司短期债务偿还压力较大。总体来看，2019年公司债务规模继续增加，并且随着公司未来铁路投资计划的推进，有息债务规模可能进一步增加，公司整体偿债压力将进一步加大。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	38.72%	35.72%
现金短期债务比	172.07%	343.70%
EBITDA（万元）	114,737.21	94,182.16
EBITDA 利息保障倍数	1.24	1.08
有息债务/EBITDA	15.24	16.02

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2019年3月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年底，公司对外提供保证担保金额合计237,013.20万元，占2019年公司所有者权益的7.01%，系对参股公司提供担保，均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表17 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保期限	是否有反担保
贵州瓮马铁路有限责任公司	参股公司（国企）	114,660.00	主合同债务履行期满后两年	否
黄织铁路有限责任公司	参股公司（国企）	122,353.20	主合同债务履行期满后两年	否
合计	-	237,013.20	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年贵州省地区生产总值达16,769.34亿元，同比增长8.3%，全省一般公共预算收入1,767.36亿元，同比增长2.3%，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础；2019年公司继续获得政府拨付的铁路建设资金及补助资金等较大的外部支持。

但中证鹏元也关注到，2019年末公司对各铁路公司的权益投资以及在建铁路项目规模较大，其他应收款规模较大且待铁路项目完工审计后转为公司对各铁路项目的股份，资产整体流动性偏弱；公司在建及拟建铁路项目规模较大，面临较大的资金压力；公司有息债务继续较快增长，偿债压力进一步加大；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	273,138.02	271,570.59	369,502.39
应收账款	234,115.01	147,007.10	117,989.94
其他应收款	593,122.42	565,836.24	565,457.74
可供出售金融资产	2,253,420.08	2,196,133.68	2,071,433.68
固定资产	363,772.28	368,553.23	5,467.85
在建工程	1,529,801.53	1,197,823.49	1,340,963.22
总资产	5,520,489.29	4,998,363.11	4,658,067.58
短期借款	67,107.29	18,000.00	21,990.00
应付账款	232,828.19	167,299.96	139,334.28
其他应付款	53,686.90	45,429.84	30,989.49
一年内到期的非流动负债	20,000.00	30,000.00	50,000.00
长期借款	1,132,753.01	1,010,236.50	922,000.00
应付债券	529,000.00	436,000.00	493,000.00
负债合计	2,137,746.53	1,785,643.11	1,696,598.74
有息债务	1,748,860.30	1,509,236.50	1,491,990.00
所有者权益	3,382,742.76	3,212,720.00	2,961,468.84
营业收入	702,066.94	617,121.97	548,691.40
营业利润	41,152.05	37,172.30	29,908.68
利润总额	42,636.46	37,145.22	30,321.65
其他收益	53,012.49	30,000.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-289.57	31,252.86	91,914.66
投资活动产生的现金流量净额	-383,717.25	-372,026.45	-712,525.01
筹资活动产生的现金流量净额	376,430.54	237,088.05	460,873.46
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	2.77%	4.26%	17.14%
收现比	0.53	0.70	0.74
产权比率	63.20%	55.58%	57.29%
资产负债率	38.72%	35.72%	36.42%
现金短期债务比	172.07%	343.70%	486.14%
EBITDA（万元）	114,737.21	94,182.16	89,011.17
EBITDA 利息保障倍数	1.24	1.08	1.09
有息债务/EBITDA	15.94	16.41	16.86

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	主营业务
贵州铁路投资物产有限公司	70,000.00	100.00	物资贸易
贵州铁建置业开发有限责任公司	6,300.00	60.00	地产投资、开发、土地综合治理
贵州铁建科技发展有限公司	10,000.00	90.00	软件和信息技术服务业
贵州铜玉铁路有限责任公司	124,000.00	60.00	铜玉铁路建设和客货运输业务等
贵州铁建物资贸易有限公司	2000	100.00	建筑材料、机械设备、机电设备等
贵州安六铁路有限责任公司	70,000.00	47.10	铁路建设与铁路运输服务等
贵州铁路发展基金管理有限公司	10,000.00	55.00	受托管理私募发展股权债权投资资金
贵州贵铝物流有限公司	1,000.00	51.00	运输、物流服务、商贸
贵州铁路物资工贸有限责任公司	10,000.00	100.00	物资贸易
叙毕铁路贵州有限责任公司	10,000.00	54.00	铁路建设与铁路运输服务等
贵州铁投都拉物流有限公司	64,300.00	100.00	道路运输业
贵州铁建匀东置业有限公司	2,900.00	100.00	房地产业
贵州陆港通物流有限公司	2,550.00	55.00	道路运输业

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录四 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。