

信用等级公告

联合〔2019〕1516号

联合资信评估有限公司通过对贵州贵龙实业（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州贵龙实业（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“17 贵州物流园项目债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十九日



贵州贵龙实业（集团）有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁻

上次主体长期信用等级：AA⁻

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 贵州物流园项目债	3.75 亿元	2022/4/28	AA	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	13.38	12.15	5.94
资产总额(亿元)	192.24	218.06	237.91
所有者权益(亿元)	152.95	155.11	152.51
短期债务(亿元)	1.83	9.24	5.92
长期债务(亿元)	21.32	24.37	23.93
全部债务(亿元)	23.15	33.61	29.85
营业收入(亿元)	33.48	23.02	14.54
利润总额(亿元)	2.09	2.06	1.52
EBITDA(亿元)	3.20	2.56	1.88
经营性净现金流(亿元)	2.57	-8.85	0.44
应收类款项/资产总额(%)	13.40	19.11	23.81
营业利润率(%)	8.56	10.11	11.69
净资产收益率(%)	0.99	1.08	0.80
资产负债率(%)	20.44	28.87	35.90
全部债务资本化比率(%)	13.15	17.81	16.37
流动比率(%)	1070.08	547.96	380.00
经营现金流流动负债比(%)	15.36	-23.74	0.73
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	13.10	15.85

分析师 王妍 张铖

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“公司”）是龙里县重要的城市基础设施建设和土地整理开发主体。跟踪期内，股东龙里县政府对公司的财政补贴支持持续且稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入利润水平下滑及回款情况差、未来收入具有不确定性等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。未来，随着龙里县不断建设与发展，公司城市基础设施代建业务和土地整治业务量有望实现进一步增长。

黔南州投资有限公司（以下简称“州投公司”）作为差额补偿人和担保人为“17 贵州物流园项目债”本息的偿还承担差额补偿责任和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，州投公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。其担保有效提升了“17 贵州物流园项目债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“17 贵州物流园项目债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 龙里县经济实现稳定增长，随着贵龙城市经济带及快递物流园建设的不断推进，将进一步推动区域经济的发展，为公司经营提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，股东龙里县人民政府给予公司持续稳定的财政补贴支持。
3. 州投公司作为差额补偿人和担保人为“17 贵州物流园项目债”本息的偿还承担差额补偿责任和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提高了债券本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司收入、利润水平下滑，公司整体盈利能力弱，代建项目回款情况差。
2. 跟踪期内，公司资金融资规模缩小，筹资活动压力大。
3. 公司土地转让收入受宏观经济和土地市场影响较大，代建业务暂无拟建项目，未来收入规模存在一定不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

贵州贵龙实业（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙实业”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年底，公司注册资本仍为6.10亿元。其中龙里县人民政府应缴5.00亿元、实缴4.80亿元，尚有0.20亿元资本金未到位；农发基金应缴1.10亿元，实缴1.10亿元（因其注资为转贷款，公司将其确认为长期应付款）。截至2018年底，公司实收资本4.80亿元，实际控制人为龙里县人民政府。

截至2018年底，公司内设投资开发部、融资计划部、工程部、项目部、财务部、人力资源部、资产管理部、综合办公室八个职能部门；2018年，公司合并范围新增3家子公司，业务板块涉及供排水、矿泉水生产及房地产开发行业，截至2018年底，公司合并范围共12家子公司。

截至2018年底，公司资产总额为237.91亿元，所有者权益为152.51亿元；2018年公司实现营业收入14.54亿元，利润总额1.52亿元。

公司注册地址：贵州省黔南布依苗族自治州龙里县贵新高速龙里西站继望路1号；法定代表人：陈懿。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评的公司存续债券为“17贵州物流园项目债”，该期债券还本计划为债券存续期第2至第5个计息年度末分别按照发行总额的25%的比例偿还债券本金，

即每年偿付1.25亿元。跟踪期内，该期债券本息支付如约履行。

表1 联合资信所评公司存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17贵州物流园项目债	5亿元	3.75亿元	2017/4/28	5年

资料来源：联合资信整理

“17贵州物流园项目债”募集资金全部用于募投项目贵州快递物流园建设项目。贵州快递物流园建设项目计划总投资8.02亿元，截至2018年底，已完成投资6.12亿元。募投项目厂房已实现对外出租，出租收入规模小，与项目实际收益较预测有较大差异。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，

从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多

项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。

2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《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〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域概况

跟踪期内，黔南州及龙里县经济水平实现稳定增长，随着两条经济带及开发区的建设推进，公司业务所在市场空间大。

黔南州位于贵州省中南部，全州辖都匀、

贵定、龙里等12县市。2018年，黔南州全州地区生产总值达1313.46亿元，同比增长10.8%。

2018年，龙里县经济总量保持稳定增长，全年地区生产总值完成101.22亿元，同比增长12.9%；固定资产投资同比增长20.6%；经济实现快速发展。

公司建设项目依托贵龙城市经济带和龙溪城市经济带的发展。贵龙城市经济带西北紧靠龙洞堡机场、贵阳市规划环城铁路，跟踪期内，公司已基本完成贵龙城市经济带的土地整治工作，按原规划稳步推进。2016年起，公司业务投资重点转向龙溪城市经济带（龙里县至贵阳市花溪区一带）的建设开发，同时启动龙溪大道项目。该经济带规划面积15万亩，其中可用土地3万多亩，均为商住用地。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化。截至2018年底，龙里县人民政府和农发基金分别持有公司81.97%和18.03%股权，公司实际控制人仍为龙里县人民政府。

2. 外部支持

龙里县人民政府为公司实际控制人；2018年，黔南州财政收入增长动力不足，龙里县地

方财政实力仍较弱但财政收入实现快速增长；地方政府财政自给率低且债务负担重；跟踪期内，股东给予公司持续稳定的财政补贴支持。

2018年，黔南州财政收入增长动力不足，完成一般公共预算收入119.70亿元，同比增长0.58%，财政自给率28.73%，财政自给能力很弱。其中，税收收入79.93亿元，下降6.9%；非税收入39.77亿元，增长19.9%。政府性基金收入127.27亿元，增加22.30亿元，增长21.2%。截至2018年底，黔南州地方政府债务限额737.73亿元，未披露政府债务余额，2017年底政府债务余额为751.08亿元，黔南州地方政府债务负担重。

2018年，龙里县完成一般公共预算收入12.37亿元，增长13.07%；同期完成一般公共预算支出31.49亿元，财政自给率为39.28%；完成政府性基金收入28.75亿元，增速为64.27%；转移性收入和上级补助收入实现19.95亿元。龙里县地方财政实力较弱、财政自给率低但各项财政收入均实现快速增长。2018年底，龙里县政府债务余额为69.73亿元，龙里县政府债务规模较大，地方债务负担重。

公司负责除龙里县主城区外的城市基础设施和工业园区建设、土地开发整理业务。2018年，公司收到龙里县人民政府拨付的政府补贴0.40亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告

（机构信用代码：G1052273011557621Y），截至2019年5月16日，公司无已结清或未结清不良及关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2019年6月8日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司基本沿用原有管理制度，法人治理结构无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自代建项目收入，受工程结算量持续下降，公司整体营业收入规模减少，毛利率保持稳定。

公司主要负责龙里县非主城区区域的基础设施建设和土地整理业务。2018年，公司营业收入由代建项目收入、土地转让收入、锅炉煤改气项目和保费收入构成，构成较2017年增加锅炉煤改气项目收入，其他收入由利息、销售收入、手续费及佣金以及评审费收入构成。

2018年，公司实现主营业务收入14.49亿元，同比下降39.56%，主要受代建工程结算量少影响。同期，公司主营业务毛利率为11.89%，较上年基本保持稳定，其中新增的锅炉煤改气业务毛利率为零。

表3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

分类	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	223459.42	97.52	9.81	135063.61	93.21	10.97
土地转让	5294.60	2.31	20.17	7866.97	5.43	24.16
已赚保费	348.79	0.15	93.76	568.23	0.39	97.80
锅炉煤改气项目	--	--	--	1193.79	0.82	0.00
其他	46.15	0.02	85.96	213.88	0.15	-22.89
合计	229148.96	100.00	10.19	144906.48	100.00	11.89

注：合计数与分类加总不一致系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2. 经营业务分析

(1) 代建业务

2018年，公司代建业务模式未发生变化，代建项目投资进度放缓，收入规模下滑，回款情况差，未来暂无拟建代建项目，业务持续性有待关注。

公司代建业务的委托方为龙里县政府和龙里县安厦房地产开发有限责任公司（以下简称“安厦地产公司”）。安厦地产公司股东为龙里县另一城投企业——贵州腾龙实业（集团）发展有限公司，其项目主要来自龙里县政府的直接委托。2016年前委托代建项目的成本加成比率多为3%，2016年起成本加成比率提升至8%或20%。

2018年，公司无新增代建项目，原有项目持续推进但投资速度放缓，2018年完成投资额6.83亿元，较2017年的25.19亿元下降幅度大。截至2018年底，公司在建代建项目计划总投资53.86亿元，已完成投资40.73亿元，未来尚需

投资13.13亿元。

2018年，公司实现代建收入13.51亿元，同比下降36.54%，代建业务毛利率10.97%，较上年有所提升，主要系随着低收益项目逐步完工，2016年后新承接项目成本加成比率较高所致。受政府财政预算影响，2018年，公司未收到上述项目回款，跟踪期内公司收入实现情况差。

“17贵州物流园项目债”募投项目贵州快递物流园项目确认的收入2.16亿元主要来自对园区内企业的标准厂房销售收入等经营性收入。由于权属正在办理中，实际资金均未到账，公司暂时将其确认在代建项目收入中。除贵州快递物流园项目外，其余项目的委托方均为安厦地产公司。随着项目的建设推进，预计未来公司代建项目业务毛利率可保持现有水平。

未来，公司暂无拟建代建项目，业务持续性有待关注。

表4 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

序号	项目名称	计划投资总额	当期投资金额		累计投资额	当期确认收入		累计确认收入	加成比率
			2017年	2018年		2017年	2018年		
1	龙里县龙里至水场公路改造工程	50113.59	31481.62	4711.58	36193.20	13238.83	17029.86	30268.69	8
2	万豪大道南段道路工程	120577.42	72869.43	18228.40	91097.83	71958.23	17993.66	89951.89	8
3	王关综合安置区三期工程	55000.00	14915.15	7432.58	22347.73	15990.12	6325.23	22315.34	8
4	贵州快递物流园项目工程	80200.00	23935.57	516.28	61159.59	30627.57	21567.57	52195.13	--
5	龙里县龙溪大道市政道路工程	219167.00	103612.53	36487.04	186965.02	85156.51	69262.14	183091.76	20
6	龙里县下把比水库工程	13536.00	5054.28	877.14	9574.91	6488.17	2885.16	9373.33	8
合计		538594.01	251868.58	68253.02	407338.28	223459.43	135063.62	387196.14	--

注：已投资额含未结转成本的投入
资料来源：公司提供

(2) 土地整治、土地转让业务

公司土地整治业务来自龙里县政府委托，2018年公司土地整治业务投入加大但尚未进入收入结算期；土地转让业务受龙里县土地市场行情影响大，未来收入规模具有一定不确定性，跟踪期内该板块毛利率水平有所提升。

公司根据龙里县人民政府安排的整治地块进行土地整治，整治过程中土地使用权不划转至公司。公司根据《竣工验收报告》确认土地整治收入，同时就土地整治阶段发生的投资额确认为土地整治成本。往年，龙里县人民政府

每年确认土地整治项目的结算金额存在一定不确定性，2017年公司未进行土地整治业务且无土地整治收入。2018年，公司接受龙里县政府委托对龙溪城市经济带土地进行整理，明确按照73.5万元/亩的价格进行回收。公司完成土地整治投入13.59亿元（暂无计划投资总额），计入“存货”科目，暂未进行收入确认。

表5 2018年土地整治投资情况（单位：万元）

项目名称	2018年投资额
碧桂园·凤凰城项目	33173.72
当代置业·龙里全生命周期建设项目	14475.22
德杰·龙里大健康生态城项目	10500.00

贵龙集团土地收储项目	17521.37
贵州和泓建设项目	25339.91
海南星华项目	4200.00
龙里县贵龙纵线干道二期以东土地一级开发项目	4975.44
龙里县金科土地一级开发项目	3444.47
七治贵龙项目	676.66
阳光城项目	21630.02
合计	135936.81

资料来源：公司提供

土地转让业务是公司将自有土地使用权进行转让获得的收益。2018年，公司实现土地转让收入0.79亿元，毛利率24.16%，较2017年有所提升，主要为对龙里县谷脚镇的土地进行转让，合计转让土地面积10.06万平方米（150.93亩），出让单价在15~65万元/亩，公司均已实际收到上述资金。

截至2018年底，公司可供整理和转让土地资产尚有账面价值130余亿元，如有合适土地受让方，公司土地转让业务仍可持续。

（3）担保等其他业务

跟踪期内，公司担保业务稳定经营；新增的锅炉煤改气业务为零收益业务，但具有一定社会效应；公司其他业务规模仍较小，对公司整体经营影响小。

公司担保业务的实施主体是子公司龙里金诚信用担保有限公司，为国有政策性担保公司。2018年实现已赚保费收入568.23万元，毛利率97.80%，2018年，公司新增担保金额1.67亿元，截至2018年底，公司在保项目54个，担保责任余额1.92亿元，截至目前未发生代偿及风险补偿情况。

2018年，公司新增锅炉煤改气业务，该业务系由政府指定的帮扶计划，实施内容为：由公司先全款购买锅炉煤改气设施设备后，按成本价销售给需要帮扶的企业，企业分期偿还设备购买成本，因此该业务无利润。

其他业务为公司开展主营业务附带形成的评审、转贷等业务，对应形成收入包括利息、手续费及佣金以及评审费。2018年，公司其他收入规模小，对公司整体经营影响小。

3. 未来发展

未来，公司仍将立足于城市基础设施建设与土地一级开发等业务，此外还将依托区域名胜旅游景点进一步开发旅游资源，提高龙里县区域竞争实力。

公司根据自身情况，制定了可持续发展战略。除了继续完成原有区域的城市基础设施建设任务，还将业务范围拓展至龙溪经济带，通过对道路两旁土地的收整提高区域竞争实力。此外，公司还将积极开展旅游项目，包括龙里大草原项目的推进，通过引进先进的管理提高旅游项目的经营性收益，未来将投资朵花至草原道路工程、龙里鸡场至草原道路工程项目等，拟建项目投资总额合计36.07亿元。上述项目预计通过建成后的龙里大草原景区旅游门票收入、度假房屋销售收入等实现资金平衡，根据该项目可行性研究报告测算，预计财务内部收益率为6.60%，静态投资回收期为12.60年。受资金到位情况不佳影响，上述项目开展进度慢。

表6 公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划投资额
1	龙里大草原国际旅游度假区综合开发项目	17.26
2	龙里鸡场至朵花道路工程	14.43
3	龙里朵花至草原道路工程	4.38
合计		36.07

注：已投资额含未结转成本的投入

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018年，公司合并范围新增3家子公司，其中2家为新设立，1家为非同一控制下购入，划入子公司规模小，公司财务数据可比性较好。截至2018年底，公司合并范围子公司12家。

1. 资产质量

2018年，受应收账款及存货仍持续增长影

响，公司资产规模增加；跟踪期内，公司资产仍以土地为主，资产流动性较差。

截至 2018 年底，公司资产总额合计 237.91 亿元，同比增长 9.10%，主要来自流动资产的增长。其中流动资产占比为 95.89%，较上年基本维持稳定。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.15	5.57	5.94	2.50
应收账款	34.46	15.80	48.03	20.19
其他应收款	6.12	2.81	7.52	3.16
存货	148.29	68.00	162.13	68.15
流动资产	204.40	93.74	228.14	95.89
非流动资产	13.67	6.27	9.77	4.11
资产总额	218.06	100.00	237.91	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 228.14 亿元，同比增长 11.62%。其中公司货币资金项下受限资金 0.01 亿元，较上年底的 4.31 亿元下降主要为定期存单的减少。应收账款 48.03 亿元，同比增长 39.38%，其中应收安厦房地产公司 33.32 亿元，较上年增长 21.90 亿元；应收龙里县财政局 14.44 亿元，较上年底的 12.28 亿元小幅增长，公司未对上述应收方计提坏账准备。其他应收款 7.52 亿元，同比增长 22.83%，主要是与龙里县辖各工业园区管委会等政府单位以及七冶贵龙建设有限公司等关联方往来款，账龄以 1 年以内居多。存货账面价值 162.13 亿元，同比增长 9.33%，其中工程施工 23.34 亿元，较去年同期增加约 11 亿元，主要为未结算的代建及土地整治项目；待开发土地基本无变化，为 133.28 亿元，合计 897.58 万平方米，其中商用地 130.42 亿元（862.93 万平方米）、仓储用地 0.43 亿元、工业用地 0.17 亿元，公司土地入账价值值得关注。公司存货项下仅 6.07 亿元土地用于抵押。

截至 2018 年底，公司非流动资产 9.77 亿元，同比下降 28.50%。其中固定资产 0.09 亿元，减少 3.85 亿元为龙里县政府曾经拨入的水库，受业务规范影响，2018 年公司予以划出。无形

资产 7.60 亿元，主要为土地使用权，无抵押情况。长期应收款 1.10 亿元，为公司对贵州双龙现代农副产品批发有限公司和贵州空港经济产业园开发有限公司的投资款。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，仍主要由土地、股权等资产构成；公司债务规模及结构较上年底基本维持不变，公司债务负担仍轻。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 152.51 亿元，同比下降 1.68%；实收资本 4.80 亿元，均为龙里县政府出资；资本公积 137.77 亿元，较上年底减少 3.85 亿元，为划出公益性资产水库。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况
(单位：亿元、%)

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.81	1.29	0.81	0.95
预收款项	11.11	17.65	2.39	2.80
其他应付款	13.51	21.46	48.55	56.85
一年内到期的非流动负债	8.43	13.39	5.11	5.98
流动负债	37.30	59.25	60.04	70.30
长期借款	19.56	31.07	20.30	23.77
应付债券	4.81	7.64	3.62	4.24
非流动负债	25.65	40.75	25.37	29.71
负债	62.95	100.00	85.40	100.00
实收资本	4.80	3.09	4.80	3.15
资本公积	141.54	91.25	137.77	90.34
所有者权益	155.11	100.00	152.51	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债总额 85.40 亿元，同比增长 35.66%。其中流动负债占比为 70.30%，占比规模较 2016 年底的 59.25% 有所增长。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 60.04 亿元，同比增长 60.95%。其中其他应付款 48.55 亿元，较上年底增长较快，一方面公司将原计入预收款项的往来款统一计入其他应付款，另一方面随着土地整理业务的推进，部分前期往来款项增多。同期，公司非流动负债 25.37 亿元，较上年底维持稳定。其中长期借款 20.30

亿元中，以应收款和存单质押的借款 11.75 亿元，以土地使用权抵押的借款 4.80 亿元。应付债券为快递物流园项目收益债券。长期应付款 1.10 亿元，为农发基金的投资款。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 29.85 亿元，其中长期债务占 80.16%，债务规模及结构较上年底基本维持不变。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 35.90%、16.37% 和 13.56%。2019~2021 年，公司需偿还债务规模分别为 9.31 亿元、5.81 亿元和 7.81 亿元。公司债务负担仍轻且较为分散。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入、营业成本及利润持续下降；政府补贴力度基本稳定；公司整体盈利能力仍弱。

2018 年，公司实现营业收入 14.54 亿元，同比下降 36.84%，营业成本同比下降。期间费用率为 3.66%，期间费用水平维持低位。

2018 年，公司收到龙里县财政局拨付的财政补贴 0.40 亿元，补贴规模较 2017 年的 0.44 亿元保持稳定。同期，公司利润总额 1.52 亿元，较 2017 年有一定幅度下降。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率 11.69%，较 2017 年的 10.11% 小幅提升。总资产收益率由 2017 年的 1.02% 下降至 0.75%；同期，公司净资产收益率由 2017 年的 1.08% 下降至 0.80%，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收入获现能力差；公司往来款规模大，经营活动产生的现金流稳定性弱；筹资活动对其无法覆盖，导致跟踪期出现现金净流出态势，公司筹资压力大。

2018 年，公司经营活动产生的现金流入量 39.91 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金 1.45 亿元，公司现金收入比为 9.99%，收入获现能力很弱，跟踪期公司回款情况差。2018 年，公司经营活动现金净流量为 0.44 亿元，公司经

营活动现金流情况受往来款影响大。

公司投资活动现金流量规模小，主要体现在取得子公司支付的现金，2018 年为 1.81 亿元，同期，公司投资活动现金流量净额为 -1.85 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流入量为 4.98 亿元，借入资金规模大幅下降；筹资活动现金流出为 9.78 亿元；同期，筹资活动现金净流量为 -4.80 亿元，公司融入资金减少且偿债资金增加，公司资金筹集压力大。2018 年，现金及现金等价物净增加额为 -6.21 亿元。

5. 偿债能力分析

跟踪期内，公司短期债务规模小，短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可。综合考虑公司区域专营优势及股东支持，公司偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 380.00% 和 109.96%，较 2017 年底的 547.96% 和 150.41% 进一步下降，剔除受限资金后现金类资产为 5.93 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.00 倍。总体看，公司短期偿债能力一般。

2018 年，公司全部债务/EBITDA 为 15.85 倍，较 2017 年的 13.10 倍有所增长，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司获得授信额度 18.70 亿元，已使用授信 4.00 亿元，尚有 14.70 亿元授信余额，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保有 2 笔，一是为联营公司七冶贵龙建设有限公司提供连带责任保证，担保余额 1.10 亿元，二是为贵州双龙现代农副产品批发市场有限公司提供担保，担保余额 0.40 亿元。截至 2018 年底，公司担保比率为 0.98%，被担保人目前运营正常，公司或有负债风险小。

6. 母公司财务情况

截至 2018 年底，母公司资产总额 229.28 亿元，同比增长 10.42%，主要来自应收类款项和存货的增长。其中货币资金 3.82 亿元，应收类

款项/资产总额24.72%，较上年增加4.00个百分点，应收方主要为龙里县财政局及城投企业；存货32.73亿元，同比增长66.03%；长期股权投资126.75亿元，系公司最主要的资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益148.48亿元，较上年底保持稳定。

截至2018年底，母公司负债80.80亿元，同比增长35.51%，主要来自流动负债的增长。其中一年内到期的非流动负债5.11亿元。截至2018年底，母公司全部债务29.04亿元，短期债务5.11亿元，长期债务23.93亿元，债务规模较上年底小幅下降，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别35.24%、16.36%和13.88%，债务负担轻。

2018年，母公司实现营业收入6.47亿元，同比下降46.57%，主要系代建项目收入下滑影响，为5.66亿元。同期，利润总额0.53亿元。

2018年，母公司各类活动现金流均呈净流出态势，经营活动产生的现金流净额为-1.49亿元，主要由往来款构成，稳定性弱；投资活动产生的现金流净额为-0.05亿元，各版块现金流量小；筹资活动产生的现金流净额为-4.75亿元，其中取得借款收到的现金4.00亿元，偿还债务支付的现金7.87亿元。

九、存续债券偿债能力分析

公司一年内到期的债券余额和存续债券未来待偿债券本金峰值较小，公司经营活动现金流入量对其保障能力强，州投公司的担保与差额补偿有效增强了“17贵州物流园项目债”偿付能力，存续债券到期不能偿还可能性低。

截至2019年5月底，公司一年内到期债券余额和未来待偿债券本金峰值均为“17贵州物流园项目债”分期偿还本金1.25亿元。

2018年，公司现金类资产对一年内到期债券余额保证能力较好，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强，EBITDA的保障能力较弱。由于“17贵州物流园项目债”募投项目现金流入规模小，实际情况较预测有

所偏差，联合资信将持续关注项目收益情况。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年
一年内到期债券余额	1.25
未来待偿债券本金峰值	1.25
现金类资产/一年内到期债券余额	4.75
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	31.96
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.51

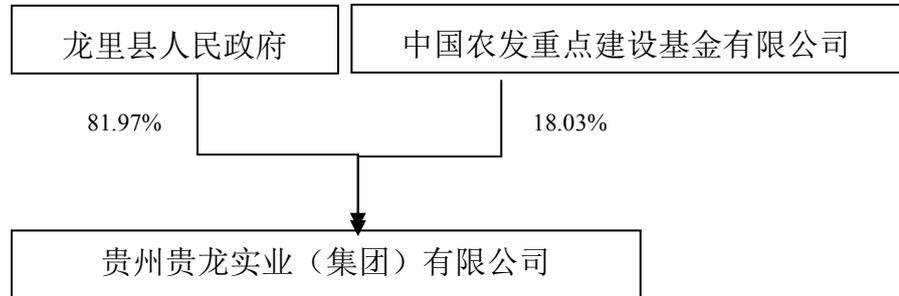
资料来源：联合资信整理

州投公司作为差额补偿人为“17贵州物流园项目债”到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，作为担保人为“17贵州物流园项目债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信出具的《黔南州投资有限公司跟踪评级报告》，联合资信评定黔南州投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。州投公司对“17贵州物流园项目债”的差额补偿和担保可有效增强其偿付安全性。

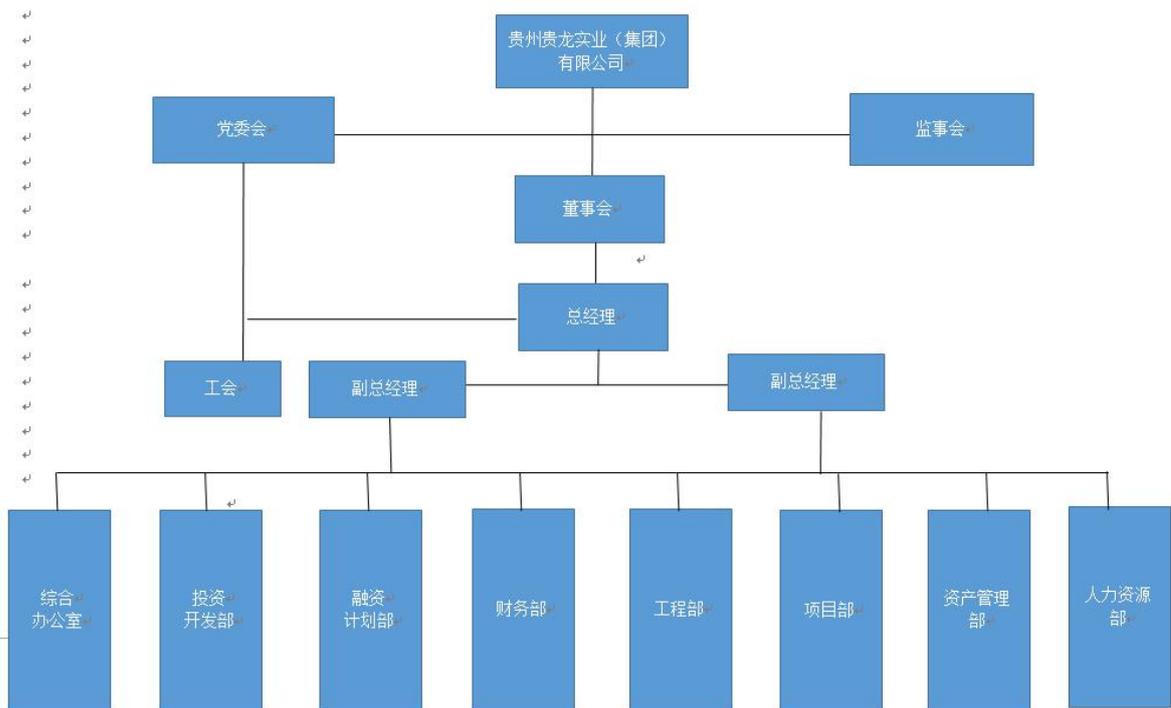
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“17贵州物流园项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.38	12.15	5.94
资产总额(亿元)	192.24	218.06	237.91
所有者权益(亿元)	152.95	155.11	152.51
短期债务(亿元)	1.83	9.24	5.92
长期债务(亿元)	21.32	24.37	23.93
全部债务(亿元)	23.15	33.61	29.85
营业收入(亿元)	33.48	23.02	14.54
利润总额(亿元)	2.09	2.06	1.52
EBITDA(亿元)	3.20	2.56	1.88
经营性净现金流(亿元)	2.57	-8.85	0.44
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.19	0.90	0.35
存货周转次数(次)	0.22	0.14	0.08
总资产周转次数(次)	0.18	0.11	0.06
现金收入比(%)	76.44	52.34	9.99
应收类款项/资产总额(%)	13.40	19.11	23.81
营业利润率(%)	8.56	10.11	11.69
总资本收益率(%)	1.35	1.02	0.75
净资产收益率(%)	0.99	1.08	0.80
长期债务资本化比率(%)	12.24	13.58	13.56
全部债务资本化比率(%)	13.15	17.81	16.37
资产负债率(%)	20.44	28.87	35.90
流动比率(%)	1070.08	547.96	380.00
速动比率(%)	244.01	150.41	109.96
经营现金流动负债比(%)	15.36	-23.74	0.73
全部债务/EBITDA(倍)	7.24	13.10	15.85

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变