

2016 年黔西南州兴安开发投资有限公司

公司债券 2018 年跟踪
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
券信用等级的变化情况。

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】跟踪第
【1209】号 01

债券简称：16 兴安债
债券剩余规模：13.90 亿
元
债券到期日期：2023 年
06 月 22 日
债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，在存续期内
第 3-7 年末分别按照发
行总额 20%的比例偿还
本金

分析师

姓名：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@pyrating.cn

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

2016 年黔西南州兴安开发投资有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
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	2018 年 06 月 28 日	2017 年 06 月 23 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对黔西南州兴安开发投资有限公司（以下简称“兴安投资”或“公司”）及其 2016 年 6 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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公司外部环境较好，为其发展提供了良好的基础，未来公司收入有一定保障。同时我们关注到了公司资产流动性较弱，资金支出压力依然较大，刚性偿付压力较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）实现地区生产总值 1,067.60 亿元，按可比价格计算，增长率为 12.5%；全州地方综合财力为 378.19 亿元，同比增长 12.99%，良好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 未来公司收入有一定保障。公司作为黔西南州基础设施建设的投融资主体，主要从事义龙新区土地整治开发及项目代建业务。截至 2017 年末，公司正在整治开发的土地面积为 129.93 万平方米，尚未开发整治的土地面积为 723.95 万平方米，未来该业务收入有一定保障。同时，公司在代建项目较多，业务量较为充足，短期内代建收入来源有一定保障。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货中土地账面价值为 100.24 亿元，占总资产的比重为 28.67%，其中价值为 80.09 亿元的土地已抵押，占存货账面价值的 46.75%；另外 2017 年末，公司其他应收款为 97.27 亿元，占总资产的比重为 27.82%，对资金造成较大占用，回收时间存在较大不确定性，总体来看，公司资产流动性较弱。
- **公司资金支出压力依然较大。**截至 2017 年末，公司主要在建项目计划总投资 263.53 亿元，按形象完工进度计算的已投资 187.84 亿元，尚需投资 75.68 亿元。由于施工方垫付的大部分款项尚未入账，且部分工程款在其他应收款科目无法统计，上述项目实际已投资金额仅为 62.05 亿元，未来仍面临较大的资金压力。
- **公司刚性偿付压力较大。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 77.09%，处于较高水平，同时有息债务达 221.21 亿元，同比增长 4.83%，占负债总额的 82.07%，刚性偿付压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 38.17 亿元，占所有者权益的比重为 47.67%，其中对民企的担保金额为 1.55 亿元。考虑到公司对外担保金额较大，且无反担保措施，存在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）	3,496,257.99	3,371,552.17	1,864,506.79
所有者权益（万元）	800,844.72	761,045.65	748,329.87
资产负债率	77.09%	77.43%	59.86%
流动比率	6.45	8.16	12.56
有息债务（万元）	2,212,084.16	2,110,231.77	892,752.34
营业收入（万元）	100,657.57	80,215.93	65,587.95
营业利润（万元）	34,576.08	15,639.04	14,675.27
营业外收入（万元）	0.08	1,114.27	314.32
利润总额（万元）	16,605.87	15,178.35	14,989.59
综合毛利率	42.59%	39.82%	42.39%
EBITDA（万元）	17,424.04	17,020.53	15,171.83
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.23	0.49

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额（万元）	79,839.44	-807,863.70	-566,435.55

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2016 年 6 月 22 日发行 7 年期 13.90 亿元公司债券，募集资金用于黔西南州兴义市三园片区棚户区改造、义龙试验区 2015 年棚户区改造项目（二期）、义龙试验区 2015 年棚户区改造项目（三期）及义龙试验区 2015 年棚户区改造项目（四期）。截至 2017 年 12 月 31 日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017 年，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变化。截至 2017 年末，公司注册资本仍为 3,000.00 万元，黔西南州国有资产管理局持有公司 100% 股权，为公司唯一股东及实际控制人。2017 年，公司新增 6 家子公司纳入合并报表范围，3 家子公司因政府划出不再纳入合并报表范围，具体如下表所示。

表1 截至 2017 年末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
贵州义龙新天商贸有限公司	2,000	100%	商品贸易等	新设
贵州义龙益新建材有限公司	2,000	100%	建材、砂石、商砼贸易等	新设
贵州义龙安信物业管理有限公司	100	100%	物业管理等	新设
贵州义龙融天资产管理有限公司	10,000	100%	资产管理等	新设
贵州盛世鑫源文化旅游有限公司	10,200	51%	民族文化知识培训、咨询等	政府划入
贵州园方建筑工程有限公司	8,000	100%	房屋建筑工程、市政公用工程等	政府划入
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
贵州义龙红星商贸有限责任公司	12,000	100%	城市基础设施建设等	政府划出
贵州义龙新龙商贸有限公司	10,000	100%	基础设施项目以及土地开发等	政府划出
贵州麻山新村民族文化开发有限公司	1,000	100%	民族文化知识培训、咨询等	政府划出

资料来源：公司提供

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 349.63 亿元，所有者权益合计 80.08 亿元，资产负债率为 77.09%；2017 年度，公司实现营业收入 10.07 亿元，利润总额 1.66 亿元，经营活动现金净流入 7.98 亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。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

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，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，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，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，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

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。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，调整优化财政支出结构，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。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在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。

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发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 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，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 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 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 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、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

黔西南州地区经济继续保持平稳快速发展,经济实力持续增强

2017年黔西南州实现地区生产总值1,067.60亿元,按可比价格计算,增长率为12.5%,经济总量保持较高增长。黔西南州2017年第一、二、三产业增加值分别同比增长8.1%、14.2%和18.3%,第一产业、第二产业、第三产业增加值占地区生产总值的比重由上年的20.3:32.1:47.6调整为19.1:31.9:49.0,第二产业和第三产业成为推动黔西南州经济增长的主要动力。2017年黔西南州人均地区生产总值37,471元,是全国人均生产总值的62.81%,经济发展水平相对落后。

工业方面,2017年黔西南州规模以上工业增加值315.94亿元,比上年增长10.6%。黔西南州工业结构以重工业为主,重工业增加值274.56亿元,增长7.0%,占规模以上工业

增加值比重为 86.9%。煤炭开采和洗选业为黔西南州传统支柱产业，2017 年实现工业增加值 129.54 亿元，同比下滑 2.0%，主要系当地政府加大了煤炭工业落后产能淘汰力度所致。根据《州人民政府关于印发黔西南州煤炭工业淘汰落后产能加快转型升级实施方案的通知》，黔西南州 2017-2019 年分别计划关闭煤矿产能 9 万吨、15 万吨和 21 万吨，未来煤炭产能将进一步压缩。黔西南州其他产业则保持较快增长速度，2017 年电力热力生产供应业和有色金属冶炼压延加工业分别实现增加值 57.29 亿元和 21.37 亿元，比上年增长 24.4% 和 13.3%。

黔西南州山川秀美、多民族聚居，拥有国家重点风景名胜区、国家级水利风景区、国家地质公园、国家森林公园、全国工业旅游示范点(AA 级工业旅游示范区)等优质旅游资源。近年来，以旅游为代表的第三产业迅速发展已成为推动黔西南州经济发展的重要动力。2017 年黔西南州旅游总人数 4,303.92 万人次，比上年增长 50.2%，实现旅游总收入 342.50 亿元，比上年增长 51.4%。

固定资产投资是黔西南州经济增长的主要动力，2017 年黔西南州完成固定资产投资（500 万元以上口径）981.40 亿元，比上年增长 22.7%。其中，全年房地产开发投资 86.45 亿元，比上年下降 4.9%。2017 年黔西南州商品房竣工面积为 119.35 万平方米，销售面积为 335.65 万平方米，房地产去库存效果显著。

表3 2016-2017 年黔西南州主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比	金额	同比
地区生产总值	1,067.60	12.5%	929.14	13.3%
其中：第一产业增加值	204.13	8.1%	188.84	6.2%
第二产业增加值	340.67	14.2%	298.31	12.3%
第三产业增加值	522.80	18.3%	441.99	17.2%
规模以上工业增加值	315.94	10.6%	302.48	11.5%
固定资产投资（500 万元以上口径）	981.40	22.7%	800.16	22.3%
社会消费品零售总额	243.92	12.5%	216.82	12.8%
进出口总额（万美元）	5,835.00	50.8%	3,862.00	-80.1%
存款余额	1,499.65	15.9%	1,294.20	34.4%
贷款余额	983.58	22.6%	802.50	22.6%
人均 GDP（元）		37,471		32,833
人均 GDP/全国人均 GDP		62.81%		60.82%

注：三大产业增加值按照其占地区生产总值的比重计算，增长速度按照同比速度计算。

资料来源：2016-2017 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017 年义龙新区经济发展较快，实现地区生产总值 128.40 亿元，按可比口径计算，同

比增长13.7%，其中第一产业增加值为23.43亿元，同比增长7.1%，第二产业增加值为36.60亿元，同比增长18.9%，第三产业增加值为68.37亿元，同比增长16.1%，三次产业比例由2016年的18.4：28.0：53.6调整为18.2：28.5：53.2，以第三产业为主，但第二产业发展较快且及比重有所提高。2017年全区规模以上工业企业增加值为23.50亿元，同比增长23.5%，完成固定资产投资127.58亿元，同比下降30.0%，社会消费品零售总额35.07亿元，同比增长11.0%，增速与上年持平，处于较快发展水平。

表4 2016-2017年义龙新区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	128.40	13.7%	109.83	12.9%
第一产业增加值	23.43	7.1%	20.17	7.0%
第二产业增加值	36.60	18.9%	30.78	14.5%
第三产业增加值	68.37	16.1%	58.88	19.5%
规模以上工业增加值	23.50	23.5%	22.08	17.1%
全年固定资产投资	127.58	-30.0%	-	-
社会消费品零售总额	35.07	11.0%	31.60	11.0%

资料来源：2016-2017年数据均来自义龙新区经济发展局（投资促进局、统计局），鹏元整理

受益于政府性基金增长较快，黔西南州及义龙新区地方综合财力均稳步提高，但地方综合财力对上级补助依赖程度较高，且财政自给能力偏弱

2017年黔西南州全州地方综合财力为378.19亿元，同比增长12.99%，主要得益于全州上级补助收入和政府性基金收入的增长。2017年黔西南州全州公共财政收入为114.38亿元，与上年相比保持稳定。税收收入占全市公共财政收入比重为72.05%，公共财政收入的质量较好。2017年黔西南州本级地方综合财力为39.43亿元，主要系上级补助收入增长所致。

2017年黔西南州全州获得上级补助收入208.30亿元，同比增长9.84%，近年上级补助收入在地方综合财力中的占比保持较高水平，2017年占比为55.08%，表明全州地方综合财力对上级补助依赖程度较高。2017年全州一般性转移支付收入占上级补助收入的比例为49.74%，黔西南州对上级补助收入的自主支配能力偏弱。2017年黔西南州全州实现政府性基金收入55.50亿元，同比增长77.61%，主要系受房价上涨，土地一级市场出让规模增加所致。

财政支出方面，2017年黔西南州全州公共财政支出为331.32亿元，同比增长9.04%，但公共财政收入保持稳定，财政自给率下降2.96个百分点，为34.52%，财政自给能力进一步削弱。2017年，黔西南州财政刚性支出¹占公共财政支出的比重为55.41%，政府对财政支出

¹ 刚性支出是指一般公共服务支出、教育支出、医疗卫生与计划生育支出以及社会保障与就业支出的总和。

分配的灵活性一般。

总的来说，黔西南州地方综合财力稳步提高，但地方综合财力对上级补助依赖程度较大，财政自给能力偏弱。

表5 2016-2017年黔西南州财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全州	州本级	全州	州本级
地方综合财力	378.19	39.43	334.72	17.89
（一）公共财政收入	114.38	20.65	113.82	22.76
其中：税收收入	82.41	15.63	80.53	17.52
非税收入	31.97	5.03	33.29	5.24
（二）上级补助收入	208.30	18.00	189.65	-5.42
其中：返还性收入	8.42	2.35	7.29	1.98
一般性转移支付收入	103.60	11.46	98.00	-6.74
专项转移支付收入	96.28	4.19	84.36	-0.66
（三）政府性基金收入	55.50	0.78	31.25	0.54
财政支出	385.62	40.94	340.75	30.90
（一）公共财政支出	331.32	39.63	303.86	27.98
（二）政府性基金支出	54.29	1.31	36.89	2.92
财政自给率	34.52%	52.12%	37.46%	81.34%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：鹏元地区经济财政数据库

受以土地出让收入为主的政府性基金收入大幅增长影响，2017年义龙新区实现地方综合财力30.16亿元，同比增长11.10%。从地方综合财力构成来看，公共财政收入、上级补助收入及政府性基金收入分别占地方综合财力的23.65%、41.13%和35.22%。

2017年义龙新区实现公共财政收入7.13亿元，同比下降9.44%，主要系税收收入下降所致。从公共财政收入构成来看，税收收入同比下降18.41%，占公共财政收入的比重为54.36%；非税收入同比增长4.20%，占公共财政收入的比重为45.64%。2017年义龙新区收到上级补助收入12.40亿元，同比下降12.22%，其中一般转移支付收入和专项转移支付收入占比分别为48.60%和52.93%，二者同比分别下降17.40%和5.50%。2017年义龙新区政府性基金收入为10.62亿元，同比增长106.69%，主要为国有土地使用权出让金收入，该收入受义龙新区规划发展、房地产行业调控政策和当地土地市场供需情况影响较大，存在较大的不确定性，进而影响义龙新区地方综合财力的稳定性。

从财政支出看，2017年义龙新区公共财政支出基本与去年持平，同比增长0.38%，主要用教育、社会保障和就业支出、医疗卫生、城乡社区、农林水事务等刚性支出。2017年

全区财政自给率为33.55%，较2016年下降3.64个百分点，覆盖程度仍较差。

表6 2016-2017年义龙新区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力（一+二+三）	301,587	271,459
（一）公共财政收入	71,332	78,770
其中：税收收入	38,777	47,528
非税收入	32,555	31,243
（二）上级补助收入	124,038	141,300
其中：返还性收入	-1,907	-1,164
一般性转移支付收入	60,288	72,986
专项转移支付收入	65,657	69,478
（三）政府性基金收入	106,217	51,389
财政支出（四+五）	322,520	257,591
（四）公共财政支出	212,640	211,832
（五）政府性基金支出	109,880	45,759
财政自给率	33.55%	37.19%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：义龙新区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司作为黔西南州基础设施建设的投融资主体，主要从事义龙新区土地整治开发及项目代建业务。2017年公司主营业务收入主要来源于土地转让收入和代建收入。受益于公司代建收入规模大幅增长且其毛利率较高，2017年公司主营业务收入同比增长25.90%，主营业务毛利率同比上涨2.97个百分点，为42.54%。2016-2017年公司主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表7 2016-2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整治及转让收入	38,097.94	-51.46%	74,956.39	35.60%
代建收入	60,338.81	100.00%	4,929.75	100.00%
其他	2,141.42	96.00%	-	-
合计	100,578.17	42.54%	79,886.14	39.57%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司未获得土地整治收入，仅亏损转让两宗土地获得收入；考虑到公司正在整治开发的土地面积较多，未来该收入有一定保障；但委托土地整治协议将于2018年末到期，

未来持续性存在一定不确定性

公司主要负责黔西南州义龙新区的土地开发整治业务。根据公司及子公司贵州义龙（集团）投资管理有限公司（以下简称“义龙投资”）分别与贵州顶效经济开发区管委会签订的《委托土地整治协议书》（合同编号[2010]号及合同编号[2013]号），公司及子公司分别对顶效开发区和义龙新区周边区域内进行场地平整、场地基础设施建设、房屋拆迁等开发整治工作，其运作模式为：由义龙新区（或顶效开发区）国土部门将土地收储后，交由公司进行挂牌前的开发整治工作，公司进行相关平整工作达到挂牌条件后由国土部门以招拍挂的形式进行出让，土地出让金上缴区财政，再由区财政专户全部返还至公司作为土地整治收益。公司对该业务自负盈亏，若挂牌成交价低于公司投入全部资金，亏损由公司承担，若成交价高于公司投入全部资金则所获收益归公司所有。

2017年公司未获得土地整治收入。根据公司与贵州顶效经济开发区管委会签订的《委托土地整治协议书》（合同编号[2013]号），2013-2018年公司负责土地整治的面积共计1,333.33万平方米（即20,000亩），截至2017年末，公司已出让的整治土地面积为479.45万平方米，正在开发的土地面积为129.93万平方米，尚未开发整治的土地面积为723.95万平方米，未来该业务收入有一定保障，但考虑到该业务合同将于2018年末到期，能否续签存在较大的不确定性，且该业务易受义龙新区土地市场行情、当地政府出让计划和招商引资进度的影响，存在一定不确定性。

2017年公司通过与贵州万峰（集团）实业有限公司签订土地转让合同，转让两宗土地，面积合计347,403平方米，转让金额38,097.94万元，转让成本为57,703.64万元，具体如下表所示，截至2017年末，公司尚未收到该转让款。

表8 2017年公司确认土地整治收入的明细（单位：平方米、元/平方米、万元）

序号	土地证编号	土地位置	土地用途	土地面积	出让单价	土地出让金	土地成本
1	义龙国用（2014）第131号	义龙新区顶效马别社区	工业用地	179,646.00	720	12,934.51	29,839.20
2	义龙国用（2014）第146号	义龙新区顶效马别社区	商住用地	167,757.00	1,500	25,163.42	27,864.44
合计		-	-	347,403.00	-	38,097.94	57,703.64

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司通过招拍挂购入土地面积93.39万平方米，金额9.02亿元，截至2017年末，公司存货中土地面积730.10万平方米，账面价值100.24亿元，土地储备丰富，为公司未来土地转让业务提供一定支撑。但我们注意到，80.09亿元的土地处于抵押状态，流动性受到一定限制，且该业务受当地土地市场行情及政府转让计划影响较大，或存在较大波动性。

公司承担了义龙新区大量的基础设施及保障房项目的建设，未来代建收入较有保障，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度及财政拨付政策影响；且公司在建项目资金需求较大，面临较大的资金压力

公司作为义龙新区基础设施开发主体，负责投资的关兴大道、义龙大道等项目均与义龙新区管委会签订了《项目委托管理协议》，其业务模式为：公司负责项目的资金筹措及建设管理，义龙新区管委会按照约定每年按公司实际投资额的15%向公司支付代建管理费。在以前的实际操作中，项目由公司、义龙新区重点工程指挥部²（以下简称“指挥部”）和政府三方共同投资，其中指挥部和政府投入的部分资金通过公司筹措，义龙新区管委会每年按照公司对项目的实际直接投资额的15%向公司支付代建管理费。2017年，上述项目投资全部交由公司负责，义龙新区管委会按照公司对项目的实际直接投资额的15%向公司支付代建管理费。

2017年，根据义龙新区财政局《关于贵州义龙（集团）投资有限公司工程项目代建管理费确认的通知》（义财通[2017]1号）文件，公司实现税前代建管理费63,959.14万元，具体如下表所示。考虑到该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度及财政拨付政策影响，未来或存在一定波动。

表9 2017年公司代建项目税前收入情况（单位：万元）

项目名称	投资支出	管理费率	确认税前收入
东峰林大道	90,444.46	15%	13,566.67
义龙大道	68,702.86	15%	10,305.43
关兴大道	120,331.37	15%	18,049.71
义龙保障房	55,942.21	15%	8,391.33
义龙1号路	7,451.27	15%	1,117.69
马别大道	9,358.80	15%	1,403.82
德龙工业园	14,622.96	15%	2,193.44
一线穿六湖	28,868.44	15%	4,330.27
职教路	4,602.39	15%	690.36
武警支队异地迁建	10,345.86	15%	1,551.88
鲁屯民俗体验	7,073.63	15%	1,061.04
科技园区路网	8,650.00	15%	1,297.50
合计	426,394.25	-	63,959.14

注：1) 代建劳务费收入、其他服务收入的增值税率为6%。

2) 上表的投资支出主要为结转的以前年度的投资支出。

资料来源：公司提供，鹏元整理

² 义龙试验区重点工程指挥部主要负责义龙试验区各项工程建设的具体实施工作，下辖项效分指挥部、鲁屯分指挥部、新桥分指挥部、德卧分指挥部、龙广分指挥部。

截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资263.53亿元，按形象完工进度计算的已投资187.84亿元，尚需投资75.68亿元。由于施工方垫付的大部分款项尚未入账，且部分工程款在其他应收款及预付款项科目无法统计，上述项目实际已投资金额仅为62.05亿元，考虑到尚需投资金额较大，未来仍存在较大的资金压力。

表10 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	形象完工进度	实际已投资
关兴大道	349,935.92	80.00%	56,024.11
义龙大道	449,290.43	92.00%	85,426.03
东峰林大道	509,381.78	85.00%	149,976.20
义龙新区1号路	122,500.00	80.00%	16,178.03
兴义至马岭线位跨马岭河大桥工程建设项目	140,447.68	30.00%	35,899.83
一线穿六湖	154,400.00	36.00%	55,948.66
义龙新区2015年新桥棚户区改造项目	69,273.60	80.00%	221,029.73
义龙新区2015年德卧棚户区改造项目	70,130.70	70.00%	
义龙新区2015年顶效棚户区改造项目	96,500.00	70.00%	
义龙新区2015年鲁屯棚户区改造项目	52,900.00	70.00%	
义龙新区2015年万屯棚户区改造项目	73,075.80	85.00%	
义龙新区2015年龙广棚户区改造项目	77,423.69	77.00%	
黔西南州兴义市三园片区棚户区改造项目	167,000.00	48.00%	
义龙新区2015年棚户区改造项目（二期）	101,000.00	48.00%	
义龙新区2015年棚户区改造项目（三期）	101,000.00	48.00%	
义龙新区2015年棚户区改造项目（四期）	101,000.00	48.00%	
合计	2,635,259.60	-	620,482.59

注：1）由于施工单位垫付大量资金且部分尚未核算，且部分工程款在其他应收款科目无法统计，故公司无法统计上述项目的已投资金额，仅提供形象完工进度；

2）公司实际已投资为公司存货中列示的项目开发成本；

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年度审计报告和经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司新增6家子公司纳入合并报表范围，3家子公司因政府划出不再纳入合并报表范围。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，但以土地、代建项目支出及往来款为主，且大部分土地已抵押，整体资产流动性依然较弱

公司资产规模稳步增长，2017 年末达 349.63 亿元，同比增长 3.70%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 98.82%，较 2016 年末变化不大。

表11 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	416,166.09	11.90%	459,175.40	13.62%
应收账款	42,811.37	1.22%	25,299.52	0.75%
预付款项	295,371.48	8.45%	594,543.91	17.63%
其他应收款	972,726.58	27.82%	1,308,759.84	38.82%
存货	1,713,332.39	49.00%	973,534.53	28.87%
流动资产合计	3,455,075.37	98.82%	3,367,518.20	99.88%
非流动资产合计	41,182.62	1.18%	4,033.98	0.12%
资产总计	3,496,257.99	100.00%	3,371,552.17	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款，截至 2017 年末，公司货币资金 41.62 亿元，同比减少 9.37%，其中其他货币资金 5.09 亿元，为质押借款保证金，属于受限资金。公司应收账款主要系应收贵州万峰（集团）实业有限公司的土地转让款。公司预付款项主要为预付四川中喻建设集团有限公司义龙分公司、三都水族自治县永鑫建筑工程有限公司及十一冶建设集团有限公司义龙分公司等施工单位的工程款，截至 2017 年末，公司预付款项为 29.54 亿元，同比下降 50.32%，其中账龄在 1 年以内、1-2 年的占比分别为 24.04% 和 63.27%。公司其他应收款主要系应收政府相关部门及下属企业的往来款，截至 2017 年末，公司其他应收款为 97.27 亿元，同比下降 25.68%，主要系部分项目款转到存货所致。其中前五名应收单位欠款分别为义龙新区财政局 28.65 亿元、黔西南州扶贫开发投资有限责任公司 7.93 亿元、鲁屯财政分局 7.83 亿元、贵州义龙新区开发投资有限公司 4.58 亿元和龙广财政分局 3.24 亿元，合计占其他应收款金额的 53.19%，账龄均在 3 年以内。整体来看，该款项回收风险较小，但回款时间仍存在一定的不确定性。

表12 2017年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元）

单位名称	性质	金额	账龄	占其他应收款总额的比例(%)
------	----	----	----	----------------

义龙新区财政局	政府机构	286,543.00	1-3 年	29.18
黔西南州扶贫开发投资有限责任公司	国有企业	79,278.00	1-2 年内	8.07
鲁屯财政分局	政府机构	78,334.30	1-2 年内	7.98
贵州义龙新区开发投资有限公司	国有企业	45,796.22	1 年内	4.66
龙广财政分局	政府机构	32,408.05	1-3 年内	3.30
合计	-	522,359.57		53.19

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司存货主要为待开发土地和代建工程，截至 2017 年末，公司存货规模为 171.33 亿元，占资产总额的比重为 49.00%，较 2016 年末大幅增长 75.99%，主要系从公司预付款项及其他应收款科目转入 70.90 亿元的代建工程款所致。其中，公司待开发土地账面价值为 100.24 亿元，较 2016 年增长 3.35%，全部为出让地，用途涵盖工业、商业及商住用地。截至 2017 年末，公司已抵押土地的账面价值为 80.09 亿元³，占存货账面价值的 46.75%，公司未来融资弹性较差。

总体来看，公司资产规模继续增长，但以土地资产、代建项目支出及往来款为主，且 79.90% 的土地已用于抵押，整体流动性较弱。

盈利能力

受益于代建收入的大幅增长，2017 年公司营业收入及利润水平均有所提高；但代建业务收入规模及资金回流易受项目施工进度及财政拨付政策影响，未来或存在一定波动

2017 年公司营业收入主要来源于土地转让业务和项目代建业务。受益于代建收入大幅增长且其毛利率较高，2017 年公司营业收入增长较快，同比增长 25.48%。考虑公司正在开发的土地整治面积较大，未来业务收入有一定保障，但该业务合同将于 2018 年末到期，未来能否续签尚存在较大不确定性，且该业务易受义龙新区土地市场和当地政府招商引资进度的影响，未来或将存在一定不确定性。另外公司在建代建项目较多，未来代建收入较有保障，但该业务收入规模及资金回流易受项目施工进度及财政拨付政策影响，未来或存在一定波动。

毛利率方面，公司综合毛利率较 2016 年上升 2.77 个百分点，主要系公司收入结构变化所致。总体来看，在未收到政府补贴的情况下，公司实现利润总额 1.66 亿元，同比增长 9.40%，盈利水平有所提高。

表13 2016-2017年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

³ 公司 2017 年审计报告中披露的已抵押土地账面价值为 24.52 亿元为 2017 年新增的抵押金额，公司实际已抵押土地账面价值为 80.09 亿元。

项目	2017年	2016年
营业收入	100,657.57	80,215.93
营业利润	34,576.08	15,639.04
营业外收入	0.08	1,114.27
利润总额	16,605.87	15,178.35
综合毛利率	42.59%	39.82%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司代建支出规模有所缩减，使得经营活动现金流表现有所好转；但公司筹资活动现金流出现规模较大，且在建项目资金需求较大，未来仍面临较大的资金压力

2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系收到的代建收入及之前年度的土地整治收入，本期土地转让款尚未收到，整体来看，公司业务回款情况保持稳定，当年收现比为 1.05。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要系往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司购买土地支出及垫付的部分代建项目支出，公司支付的其他与经营活动有关的现金主要系违法用地的罚款支出及往来款。2017 年公司业务回款较好，但代建支出及往来款规模明显缩小，综合使得，2017 年公司经营活动现金流表现好转，净流入 7.98 亿元。

公司投资活动现金流出主要系投资绿色大数据南方基地和装修义龙新区咖啡厅等在建工程以及贵州义龙试验区新农城乡消费合作社等公司股权所致。2017 年公司投资活动现金净流出 1.63 亿元。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款及农户投资款，筹资活动现金流出主要为债务还本付息支付的现金。2017 年公司筹资活动现金净流出 10.65 亿元，表现较差。截至 2017 年末，公司在建项目后续尚需投资较大，存在较大的资金压力，预计公司未来仍有较大的融资需求。

表14 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.05	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	105,674.70	84,227.91
收到的其他与经营活动有关的现金	66,290.58	636,540.61
经营活动现金流入小计	171,965.28	720,768.52
购买商品、接受劳务支付的现金	51,675.93	1,002,468.50
支付的其他与经营活动有关的现金	25,268.66	525,881.32
经营活动现金流出小计	92,125.84	1,528,632.22
经营活动产生的现金流量净额	79,839.44	-807,863.70

投资活动产生的现金流量净额	-16,317.18	-4,407.49
筹资活动产生的现金流量净额	-106,531.58	981,344.25
现金及现金等价物净增加额	-43,009.31	169,073.06

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017 年公司资产负债率仍处于较高水平，同时有息债务占比较大，存在较大的刚性偿付压力

公司负债总额小幅增长，2017 年末达 269.54 亿元，同比增长 3.25%。同时随着政府划入贵州盛世鑫源文化旅游有限公司资产 2.84 亿元以及自身利润的积累，公司所有者权益有所上升，同比增长 5.23%。2017 年末，公司产权比率为 336.57%，较 2016 年小幅下降 6.44 个百分点，权益对负债的覆盖程度较差。

表15 2016-2017年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
负债总额	2,695,413.28	2,610,506.52
所有者权益	800,844.72	761,045.65
产权比率	336.57%	343.02%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，仍以非流动负债为主，占总负债的比重为 80.12%，占比较 2016 年末下降 4.08 个百分点。

公司流动负债主要为其他应付款，2017 年末同比增长 16.86%，主要为应付顶效后勤服务中心、义龙试验区农业水务和移民局（扶贫开发办公室）及乡镇企业总公司等政府下属企业或单位的往来款及保障性住房专款。

表16 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	446,294.00	16.56%	381,909.93	14.63%
流动负债合计	535,879.11	19.88%	412,530.13	15.80%
长期借款	1,068,090.00	39.63%	698,040.00	26.74%
应付债券	138,099.45	5.12%	137,867.70	5.28%
长期应付款	231,713.19	8.60%	185,018.10	7.09%
其他非流动负债	721,631.52	26.77%	1,079,715.97	41.36%
非流动负债合计	2,159,534.16	80.12%	2,197,976.39	84.20%
负债合计	2,695,413.28	100.00%	2,610,506.52	100.00%
其中：有息债务	2,212,084.16	82.07%	2,110,231.77	80.84%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款及其他非流动负债构成。截至 2017 年末，公司长期借款余额为 106.81 亿元，同比增长 53.01%，其中抵押借款、信用借款、质押借款和保证借款分别占比 10.03%、58.85%、4.68% 及 31.36%，主要来自万向信托有限公司、上海国际信托有限公司、中国农业发展银行黔西南州分行营业部等。应付债券为本期债券。长期应付款为暂借农户的款项、以及中国华融资产管理股份有限公司贵州分公司的借款、远东国际租赁有限公司的融资租赁款。其他非流动负债主要系公司通过其他公司借入的有息借款，用于项目建设垫付资金，2017 年末占公司负债总额的 26.77%，其中前五大应付款项为贵州省贵民投资有限责任公司 27.18 亿元、黔西南州土储中心 13.14 亿元、黔西南州宏升资本营运公司 6.12 亿元、贵州博远工程建设有限责任公司 3.90 亿元和贵州辰宇建筑工程有限公司 3.88 亿元。

截至 2017 年末，公司包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和其他非流动负债在内的有息债务总额达 221.21 亿元，同比增长 4.83%，占负债总额的 82.07%，有息债务规模继续攀升，公司债务偿还压力加大。

从公司各项偿债指标来看，2017 年末公司资产负债率为 77.09%，较 2016 年保持稳定，但流动比率和速动比率指标均有所下降，分别为 6.45 和 3.25。2017 年，公司 EBITDA 同比增长 2.37%，但受有息债务规模攀升及利息支出增加影响，EBITDA 利息保障倍数有所下降，有息债务/EBITDA 有所上升。总之，公司偿债保障能力变化不大，仍面临较大的偿债压力。

表17 2016-2017年公司主要偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	77.09%	77.43%
流动比率	6.45	8.16
速动比率	3.25	5.80
EBITDA（万元）	17,424.04	17,020.53
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.23
有息债务/EBITDA	126.96	123.98

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2017 年末，公司对外担保金额为 38.17 亿元，占所有者权益的比重为 47.67%，其中对民企的担保金额为 1.55 亿元，其他担保对象均为政府下属部门或企业。考虑到对外担保金额较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表18 截至2017年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保金额	担保起始日	担保到期日	类型
贵州万峰（集团）实业有限公司	国企	51,000.00	2016-3-25	2019-3-24	保证
黔西南州土地储备中心	事业单位	50,000.00	2016-2-4	2021-2-4	抵押
黔西南州土地储备中心	事业单位	30,000.00	2014-12-24	2019-12-25	抵押
黔西南州土地储备中心	事业单位	16,127.63	2014-7-16	2019-7-3	抵押
黔西南州土地储备中心	事业单位	16,028.64	2014-7-4	2020-9-28	抵押
黔西南州土地储备中心	事业单位	16,127.63	2015-9-28	2020-11-24	抵押
贵州脑滋源生物科技有限责任公司	民企	929.44	2016-3-10	2019-2-3	保证
贵州脑滋源生物科技有限责任公司	民企	601.41	2015-3-10	2019-2-3	保证
贵州宏义资产管理有限公司	国企	126,458.00	2016-9-28	2036-9-27	单人担保
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	国企	7,280.00	2017-9-29	2027-9-14	单人担保
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	国企	1,456.00	201-8-18	2021-8-15	单人担保
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	国企	720.00	2017-9-29	2021-2-4	单人担保
贵州辰宇建筑工程有限公司	民企	14,000.00	2017-12-20	2019-2-3	质押
合计	-	381,728.86	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司作为黔西南州基础设施建设的投融资主体，主要从事义龙新区土地整治开发及项目代建业务。2017年，黔西南州地区生产总值和全州地方综合财力保持较快增长，为公司发展创造了良好的基础；未来公司代建及土地整治业务收入均有一定保障。

同时我们关注到，公司资产仍以土地、代建项目支出及往来款为主，且大部分土地已用于抵押，整体资产流动性较弱；资金支出压力依然较大；有息债务规模较大，存在较大的刚性偿付压力；对外担保金额大，面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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	416,166.09	459,175.40	239,252.34
应收账款	42,811.37	25,299.52	25,062.60
预付款项	295,371.48	594,543.91	117,524.51
其他应收款	972,726.58	1,308,759.84	516,942.42
存货	1,713,332.39	973,534.53	964,322.30
其他流动资产	14,667.46	6,205.00	-
流动资产合计	3,455,075.37	3,367,518.20	1,863,104.17
可供出售金融资产	-	100.50	-
长期股权投资	7,425.84	1,206.51	704.87
固定资产	498.83	644.38	607.43
在建工程	10,180.62	-	-
无形资产	986.78	1.81	2.44
递延所得税资产	1,460.56	515.78	87.88
其他非流动资产	20,630.00	1,565.00	-
非流动资产合计	41,182.62	4,033.98	1,402.63
资产总计	3,496,257.99	3,371,552.17	1,864,506.79
应付账款	9,592.31	11.67	66.67
预收款项	95.06	3,933.33	-
应付职工薪酬	6.94	1.33	-
应交税费	23,004.39	12,747.45	9,722.02
应付利息	4,336.42	4,336.42	-
其他应付款	446,294.00	381,909.93	137,312.27
一年内到期的非流动负债	52,550.00	9,590.00	1,290.00
流动负债合计	535,879.11	412,530.13	148,390.96
长期借款	1,068,090.00	698,040.00	116,710.00
应付债券	138,099.45	137,867.70	-
长期应付款	231,713.19	185,018.10	135,237.96
专项应付款	-	97,334.62	76,323.62
其他非流动负债	721,631.52	1,079,715.97	639,514.37
非流动负债合计	2,159,534.16	2,197,976.39	967,785.96
负债合计	2,695,413.28	2,610,506.52	1,116,176.92
实收资本	3,000.00	3,000.00	3,000.00
资本公积	709,980.10	681,613.63	681,613.63
盈余公积	6,393.26	6,393.26	6,393.26
未分配利润	80,714.61	70,018.67	57,322.98
归属于母公司股东权益合计	800,087.97	761,025.56	748,329.87

少数股东权益	756.74	20.09	-
股东权益合计	800,844.72	761,045.65	748,329.87
负债和股东权益总计	3,496,257.99	3,371,552.17	1,864,506.79

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	100,657.57	80,215.93	65,587.95
减：营业成本	57,789.21	48,271.48	37,783.69
税金及附加	372.63	36.95	551.75
销售费用	0.68	-	-
管理费用	2,266.45	1,207.67	4,335.82
财务费用	1,242.03	12,321.94	8,251.39
资产减值损失	6,067.13	2,788.50	85.33
加：投资收益	1,656.64	49.64	95.29
二、营业利润	34,576.08	15,639.04	14,675.27
加：营业外收入	0.08	1,114.27	314.32
减：营业外支出	17,970.28	1,574.96	-
三、利润总额	16,605.87	15,178.35	14,989.59
减：所得税费用	5,173.28	2,462.57	2,243.96
四、净利润	11,432.59	12,715.78	12,745.63
（一）按经营持续性分类	11,432.59	12,715.78	12,745.63
持续经营净利润	11,432.59	12,715.78	12,745.63
终止经营净利润	-	-	-
（二）按所有权归属分类	11,432.59	12,715.78	12,745.63
归属于母公司所有者的净利润	10,695.94	12,695.69	12,745.63
少数股东损益	736.66	20.09	-

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	105,674.70	84,227.91	46,430.38
收到其他与经营活动有关的现金	66,290.58	636,540.61	119,721.85
经营活动现金流入小计	171,965.28	720,768.52	166,152.23
购买商品、接受劳务支付的现金	51,675.93	1,002,468.50	320,410.57
支付给职工以及为职工支付的现金	614.11	281.89	93.14
支付的各项税费	14,567.14	0.50	195.38
支付其他与经营活动有关的现金	25,268.66	525,881.32	411,888.69
经营活动现金流出小计	92,125.84	1,528,632.22	732,587.78
经营活动产生的现金流量净额	79,839.44	-807,863.70	-566,435.55
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	60.00	48.00	-
投资活动现金流入小计	60.00	48.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,272.18	3,854.99	111.46
投资支付的现金	5,105.00	600.50	-
投资活动现金流出小计	16,377.18	4,455.49	111.46
投资活动产生的现金流量净额	-16,317.18	-4,407.49	-111.46
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	478,841.15	944,356.00	789,584.96
收到其他与筹资活动有关的现金	22,704.24	81,067.65	-
筹资活动现金流入小计	501,545.39	1,025,423.65	789,584.96
偿还债务支付的现金	456,611.46	-	8,570.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	110,817.60	32,322.55	25,288.56
支付其他与筹资活动有关的现金	40,647.90	11,756.86	-
筹资活动现金流出小计	608,076.97	44,079.41	33,858.56
筹资活动产生的现金流量净额	-106,531.58	981,344.25	755,726.40
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-43,009.31	169,073.06	189,179.39
加：年初现金及现金等价物余额	408,325.40	239,252.34	50,072.95
六、期末现金及现金等价物余额	365,316.09	408,325.40	239,252.34

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	11,432.59	12,715.78	12,745.63
加：资产减值准备	6,067.13	2,788.50	85.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	251.62	177.31	180.77
无形资产摊销	0.52	1.37	1.47
财务费用（收益以“-”号填列）	566.03	1,663.51	8,251.39
投资损失（收益以“-”号填列）	-1,656.64	-49.64	-95.29
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-944.79	-427.89	-12.80
存货的减少（增加以“-”号填列）	-626,394.43	2,544.63	-164,827.05
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	583,485.71	-1,305,007.23	-545,781.50
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	107,031.69	477,729.98	123,016.50
经营活动产生的现金流量净额	79,839.44	-807,863.70	-566,435.55

注：2016年数据来自公司2017年审计报告期初数

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	2,212,084.16	2,110,231.77	892,752.33
资产负债率	77.09%	77.43%	59.86%
流动比率	6.45	8.16	12.56
速动比率	3.25	5.80	6.06
综合毛利率	42.59%	39.82%	42.39%
EBITDA（万元）	17,424.04	17,020.53	15,171.83
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.23	0.49
产权比率	336.57%	343.02%	149.16%
收现比	1.05	1.05	0.71

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 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
黔西南州义龙投资（集团）管理有限公司	83,141	100%	承担义龙实验区域内基础设施建设、土地一级开发等
贵州义龙新桥投资管理有限公司	10	100%	项目投资管理
贵州义龙德卧投资管理有限责任公司	10	100%	项目投资管理
贵州义龙云大数据开发建设有限公司	9,000	100%	数据处理、存储等
贵州义龙红星商贸有限责任公司	12,000	100%	城市基础设施建设等
贵州义龙新龙商贸有限公司	10,000	100%	基础设施项目以及土地开发等
贵州麻山新村民族文化开发有限公司	1,000	100%	民族文化知识培训、咨询等
贵州金义大数据开发有限公司	10,000	51%	数据采集、存储等
贵州义龙新天商贸有限公司	2,000	100%	商品贸易等
贵州义龙益新建材有限公司	2,000	100%	建材、砂石、商砼贸易等
贵州盛世鑫源文化旅游有限公司	10,200	51%	民族文化知识培训、咨询等
贵州义龙安信物业管理有限公司	100	100%	物业管理等
贵州义龙融天资产管理有限公司	10,000	100%	资产管理等
贵州园方建筑工程有限公司	8,000	100%	房屋建筑工程、市政公用工程等
贵州义龙（集团）顶效鸿翔投资管理有限公司	1,000	100%	基础设施项目建设投资等

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债

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。