

贵州省长顺县国有资本营运有限责任公司

2019 年社会领域产业 专项债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

贵州省长顺县国有资本营运有限责任公司 2019 年社会领域产业专项债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1728】号 03

分析师

姓名：
万蕾 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
wanl@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 30 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

本期债券信用等级：AA
发行主体长期信用等级：AA
发行规模：7 亿元
评级展望：稳定
债券期限：7 年
增信方式：保证担保
担保主体：黔南州国有资本营运有限责任公司
债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期第 3-7 年末分别按 20%的比例偿还债券本金

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”）对贵州省长顺县国有资本营运有限责任公司（以下简称“长顺国资”或“公司”）本次拟发行总额 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供良好基础，公司工程施工业务具备一定持续性、获得外部支持力度较大，黔南州国有资本营运有限责任公司（以下简称“黔南国资”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息兑付起到一定保障作用；同时我们也关注到公司资产流动性较弱、经营性现金流波动较大、面临一定资金压力、偿债压力以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供良好基础。近年来黔南布依族苗族自治州（以下简称“黔南州”）经济保持快速增长，2015-2017 年分别实现地区生产总值 902.91 亿元、1,023.39 亿元和 1,160.59 亿元，增速分别为 13.3%、12.5%和 12.1%，为公司发展提供了良好环境。
- 公司工程施工业务具备一定持续性。目前公司主要在建基础设施代建项目包括生态移民搬迁工程一期、G321 惠水猪帘洞至长顺马路公路改扩建工程（长顺段）和长顺县农村基础设施建设一期工程，未来公司工程施工业务具备一定持续性。

- **公司持续获得较大外部支持。**2011 年和 2012 年长顺县人民政府共计向公司注入价值 71.19 亿元的土地资产；2015-2017 年公司分别获得财政补贴 0.77 亿元、0.78 亿元和 0.53 亿元；资产注入及财政补贴有效提升了公司的资本实力及利润水平。
- **黔南国资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息兑付起到一定保障作用。**本期债券由黔南国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，黔南国资 2018 年主体长期信用等级为 AA，黔南国资的保证担保对本期债券本息兑付起到一定保障作用。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末公司存货和应收款项合计占期末总资产比重为 84.77%，考虑到存货中土地和工程资产短期变现能力较弱，账面价值 1.41 亿元的土地已用于抵押，且应收款项回款时间尚不确定，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营性现金流波动较大，在建项目投资规模较大，面临较大资金压力。**受工程建设款项及往来款收支不均影响，近年公司经营活动现金流净额有所波动，2015-2017 年分别为 0.11 亿元、-2.16 亿元和 6.37 亿元；截至 2017 年末公司主要在建项目尚需投资 24.33 亿元，未来面临较大资金压力。
- **刚性债务规模增长较快，公司面临一定偿债压力。**2017 年末公司刚性债务余额 9.22 亿元，整体刚性债务以长期债务为主，考虑到公司仍需通过债务融资缓解项目建设资金压力，未来面临一定偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 36.43 亿元，占期末净资产的 45.87%，对外担保金额较大且均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	1,253,449.85	1,051,907.74	917,226.24
所有者权益(万元)	794,218.27	781,291.20	761,838.36
刚性债务(万元)	92,176.20	47,900.00	41,735.00
资产负债率	36.64%	25.73%	16.94%
流动比率	3.81	5.01	7.95
营业收入(万元)	142,649.74	127,333.54	68,739.09
其他收益(万元)	5,272.00	0.00	0.00
营业外收入(万元)	3.10	8,273.54	7,693.71
利润总额(万元)	12,833.88	14,893.94	12,106.43
综合毛利率	8.30%	8.07%	10.76%
EBITDA(万元)	15,822.52	18,049.06	12,200.74
EBITDA 利息保障倍数	6.16	4.64	6.13
经营活动现金流净额(万元)	63,732.03	-21,636.52	1,060.59

资料来源: 公司2014-2016年三年连审审计报告和2017年审计报告, 中证鹏元整理

黔南国资主要财务指标:

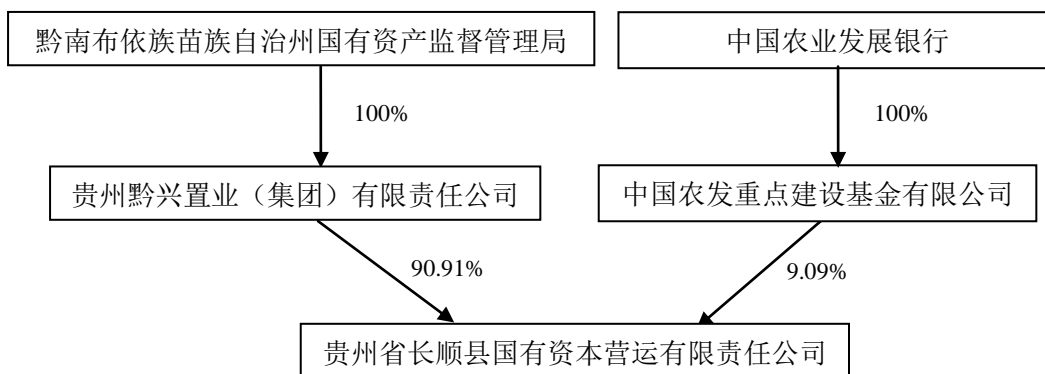
项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	2,477,517.86	1,839,868.97	1,798,712.38
所有者权益(万元)	1,507,320.96	1,342,898.23	1,248,612.82
资产负债率	39.16%	27.01%	30.58%
营业收入(万元)	148,091.43	152,239.91	170,333.74
利润总额(万元)	30,184.68	30,336.12	41,574.27
经营活动现金流净额(万元)	-274,340.33	-141,691.41	41,747.50

资料来源: 黔南国资2015-2017年审计报告, 中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系经黔南州长顺县工商局批准，于2003年9月由贵州省长顺县财源发展公司及长顺县房地产开发公司出资设立，注册资本500万元，其中长顺县房地产开发公司和贵州省长顺县财源发展公司分别实际出资30万元和20万元。此后经历数次股权转让及增资，截至2017年末，公司注册资本及实收资本均为3.3亿元，贵州黔兴置业（集团）有限责任公司（以下简称“黔兴置业”）持有公司90.91%的股权，中国农发重点建设基金有限公司持有公司9.09%的股权，公司控股股东为黔兴置业，黔南布依族苗族自治州国有资产监督管理局（以下简称“黔南州国资局”）持有黔兴置业100%股权，为公司实际控制人。

图1 截至2017年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要承担长顺县范围内城镇基础设施建设与改造及国有资产经营等工作。2014年公司投资设立贵州天下顺投资有限公司，根据《长顺县人民政府关于划转长顺县天河殡葬服务有限责任公司股权的通知》（长府发【2015】13号），2015年长顺县人民政府将长顺县天河殡葬服务有限责任公司100%股权无偿划至公司。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共2家。

表 1 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
贵州天下顺投资有限公司	13,400	74.6%	-	项目投资及资产管理；农村、城镇基础设施建设等
长顺县天河殡葬服务有限责任公司	1,000	100%	-	殡葬服务
贵州人文圣地建设有限公司	3,000	-	100%	基础设施建设、旅游项目开发

贵州兴同顺商贸有限公司	5,000	-	100%	建材、汽车配件、管材销售；电力物资、电梯销售等
贵州荣顺广发展有限公司	3,000	-	100%	农村及城镇基础设施建设、旅游项目开发
长顺县滨水桥城城镇建设有限责任公司	3,000	-	100%	农村、城市基础设施建设，旅游项目开发建设
长顺县银丰工程有限公司	3,000	-	100%	基础设施建设、旅游项目开发和建设
贵州长顺白顺云鸿城镇建设有限公司	3,000	-	100%	基础设施建设、旅游项目开发建设
贵州扬帆锦绣产业发展有限公司	3,000	-	100%	农村及城镇基础建设、农业技术开发
长顺县康养旅游有限公司	3,000	-	60%	旅游管理服务、老年人养护服务
长顺县黔顺移民开发有限公司	1,000	-	100%	搬迁移民农户土地、林地的流转开发
贵州顺世宏业建设有限公司	5,000	-	100%	基础设施建设、市政工程建设
贵州顺广达建设有限公司	5,000	-	100%	房屋建筑、市政工程、公路工程、水利水电工程
长顺县世纪通盛客运有限公司	1,000	-	100%	公共客运运输、新能源汽车充电服务及租赁、修理等
贵州富源锦盛养老服务有限责任公司	7,626.54	-	51%	老年人养护服务，住宿、餐饮；会务服务

资料来源：公司 2017 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为125.34亿元，所有者权益为79.42亿元，资产负债率为36.64%；2017年度，公司实现营业收入14.26亿元，利润总额1.28亿元，经营活动现金净流入6.37亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年贵州省长顺县国有资本营运有限责任公司社会领域产业专项债券；

发行总额：人民币7亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，本金设置提前偿还条款，债券存续期第3-7年末分别偿还本期债券发行总额的20%，当期利息随本金一起支付；

增信方式：黔南州国有资本营运有限责任公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金7亿元人民币，全部用于长顺县旅游开发综合项目（一期）（以

下简称“募投项目”），具体资金投向明细如下：

表 2 本期债券募集资金使用明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金拟使用规模	占募集资金比例
长顺县旅游开发综合项目（一期）	108,498.71	70,000.00	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1. 项目概况

募投项目下分三个子项目，分别是中华银杏王景区、广顺老州府景区和黄家寨景区项目。其中，中华银杏王景区建设内容包括游客服务中心、停车场、后寨商业街等；广顺老州府景区建设内容包括老州府复原工程、游客服务中心、地下停车场等；黄家寨景区建设内容包括游客服务中心、停车场、少数民族传统习俗体验中心等。募投项目建设预计总投资10.85亿元，包括建安费用6.34亿元，项目建设其他费用2.73亿元（其中征地拆迁费2.11亿元），基本预备费0.73亿元，贷款利息1.06亿元。募投项目建设周期为2年，截至2017年末，项目已投资4.41亿元。

2. 批复文件

截至2017年末，募投项目已获批复文件有《长顺县发展和改革局关于长顺县旅游开发综合项目（一期）建设项目可行性研究报告的批复》（长发改发【2016】368号）、《长顺县环境保护局关于对〈长顺县旅游开发综合项目（一期）建设项目环境影响报告表〉的批复》（长环审【2016】95号）、《长顺县国土资源局关于长顺县旅游开发综合项目（一期）的用地预审意见》（长国土资函【2016】274号）。

3. 项目收益分析

募投项目收入主要来源于门票、餐饮、娱乐及购物等依托旅游产业产生的收益，根据《长顺县人民政府关于长顺县旅游开发综合项目（一期）运营和收益归属事宜的批复》（长府函【2016】197号），长顺县人民政府批准公司享有募投项目所涉及旅游景点及配套商业设施的运营权和收益权。根据长顺县旅游开发综合项目（一期）可行性研究报告，募投项目计算期为10年，其中建设期2年，本期债券存续期为7年（含建设期）。在第3-10年内，募投项目可累计实现收入35.44亿元，本期债券还款期内可实现收入18.87亿元，扣除成本费用后，募投项目可累计实现利润总额23.52亿元，还款期内可累计实现利润总额11.74亿元。

考虑到受天气、交通以及资金安排等因素影响，募投项目能否按期完工存在一定不确定性；此外，受客流量、入住率等因素影响，募投项目投运后能否实现预期收益尚待观察。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

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

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017

年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业

发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地

方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 3 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地	财政部、发展	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、

	方政府举债融资行为的 通知》(财预 [2017]50号)	改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预 [2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预 [2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资 [2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金 [2017]92号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金 [2018]23号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年5月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库 [2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力

增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

黔南州经济保持较快增长，固定资产投资对经济的拉动作用明显

黔南州位于贵州省南部，州境东与黔东南苗族侗族自治州相连，南与广西壮族自治区及黔西南布依族苗族自治州接壤，北与遵义市及贵阳市为邻，全州总面积26,197平方公里，占贵州省总面积的15%。截至2017年末，黔南州有常住人口328.09万人，州内居住有汉、布依、苗、水、毛南、瑶等43个民族。

黔南州土地以山地和丘陵为主，土层有机质含量高，全州森林面积2,000多万亩，森林覆盖率达56%，州内野生植物1,800余种，其中药用植物1,000多种。境内动植物资源丰富，为开发农业、林业、牧业、渔业和其他种养殖业提供了优越的自然条件。此外，黔南州水能资源丰富，全州水能资源理论蕴藏量超过210万千瓦，单位面积蓄能80千瓦/平方公里。水能资源理论蕴藏量中，可开发的装机在500千瓦以上的电站98处，总装机容量66.6万千瓦，年发电量可达32.6亿度。除自然资源外，黔南州旅游资源十分丰富，当地政府以大都匀、荔波、平塘、三都为核心，全面支持州内旅游业发展，现旅游产业已逐步成为全州的战略性支柱产业。黔南州有国家和省级风景名胜达19处，三都水族文化、罗甸“中国长寿之乡”等都构成了独具核心竞争力的生态人文景观。

近年黔南州经济持续增长，2015-2017年黔南州分别实现地区生产总值902.91亿元、1,023.39亿元和1,160.59亿元，同比分别增长13.3%、12.5%和12.1%。从三大产业结构来看，第三产业在当地经济中占主导地位，2017年黔南州第三产业实现增加值545.38亿元，占当年GDP的比重为46.99%；第二产业增加值虽保持增长，但受我国宏观经济发展趋缓及当地工业基础薄弱影响，近年增速有所放缓，2015-2017年黔南州分别实现工业增加值247.16亿元、267.31亿元和306.47亿元，同比分别增长12.3%、11.4%和10.7%；第一产业发展相对稳定。黔南州国民经济三次产业结构由2015年的17.5:36.3:46.2调整为2017年的17.4:35.6:47.0，2017年黔南州人均生产总值3.55万元，为当年全国人均生产总值的59.47%。

投资方面，近年黔南州固定资产投资金额有所波动，2017年黔南州固定资产投资1,284.83亿元，同比增长21.9%，其中工业投资257.37亿元，同比增长6.5%，房地产开发投资147.86亿元，增速回落27.4个百分点。消费方面，近年黔南州社会消费品零售总额保持增长，2017年实现社会消费品零售总额279.14亿元，同比增长12.6%，增速较2015年提高0.9个百分点，其中零售业对当地消费贡献较大，2017年零售业完成额160.3亿元，同比增长12.6%。对外贸易方面，受益于国际经济形势复苏，2017年黔南州进出口总额为3.03亿

美元，同比增长26.0%。从投资、消费和进出口数据看，黔南州经济增长受固定资产投资的拉动较为明显。

表 4 黔南州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,160.59	12.1%	1,023.39	12.5%	902.91	13.3%
第一产业增加值	202.30	6.6%	183.36	6.4%	158.31	6.5%
第二产业增加值	412.91	11.5%	359.47	12.7%	327.87	12.5%
第三产业增加值	545.38	14.5%	480.56	14.6%	416.73	16.4%
工业增加值	306.47	10.7%	267.31	11.4%	247.16	12.3%
固定资产投资	1,284.83	21.9%	1,053.58	22.0%	1,361.1	24.9%
社会消费品零售总额	279.14	12.6%	247.91	13.2%	218.9	11.7%
进出口总额（亿美元）	3.03	26.0%	2.40	-13.9%	3.69	23.0%
存款余额	1,660.71	9.2%	1,521.44	29.9%	1,171.33	35.0%
贷款余额	1,328.00	24.6%	1,066.21	32.8%	802.68	32.8%
人均 GDP（元）	35,481		31,472		27,888.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.47%		58.30%		56.51%	

资料来源：黔南州 2015-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年黔南州全州公共财政收入为119.01亿元，同比增长8.15%，其中税收收入85.84亿元，同比增长8.15%；实现政府性基金收入104.97亿元，同比增长36.68%；同期黔南州全州公共财政支出为378.16亿元，同比增长15.24%，财政自给率为31.47%。

长顺县经济持续增长，但总体经济规模较小且增速逐年放缓

长顺县地处贵州省中部，位于黔南州西部，县城距省会贵阳市84公里，距都匀市150公里，距贵安新区40余公里，有较好的区位优势。长顺县自然资源丰富，包括耕地面积3.94万公顷，林地面积近9万公顷，待开发的非耕地资源1.1万公顷，长顺县在此基础上形成了绿壳蛋鸡、高钙苹果、紫王葡萄、小米核桃等特色产品；长顺县矿产资源以非金属矿产为主，目前已发现矿种17种，主要有煤、铁、方解石、电石用灰岩等。长顺县现探明属大型矿床的有广顺高岭土矿和者贡水泥用灰岩矿各1处，煤产地15处，自然储备丰富，具有较大开发潜力；目前长顺县有大小河流9条，可开发利用的水能资源潜力共有5.88万千瓦，其中县域南部的格凸河水量大、落差大、地质条件好，推动了长顺县电力附带漂流旅游开发产业带建设。截至2017年末，长顺县有常住人口18.82万人。

近年长顺县经济保持较快增长，但增速逐年放缓，地区生产总值由2015年的46.01亿元增长至2017年的59.91亿元，但增速则由2015年的13.6%下降至2017年的12.3%。从三大产业结构来看，长顺县第三产业在当地经济中处于主导地位，近年第三产业增加值占当地

GDP比重均在50%左右，对当地经济发展贡献较大。长顺县三次产业结构由2015年的23.8:25.8:50.4调整为2017年的22.8:25.5:51.8，产业结构相对稳定。2017年长顺县人均生产总值为3.19万元，为当年全国人均生产总值的53.46%。

工业方面，长顺县工业发展保持增长，2016年长顺县全部工业完成总产值64.37亿元，同比增长18.10%，其中规模以上工业企业主营业务收入58.7亿元，同比增长11.3%，实现利税总额3.1亿元，同比下降15.8%。2017年末长顺县完成规模以上工业增加值15.65亿元，其中轻工业完成增加值6.13亿元，比重为39.2%；重工业完成增加值9.52亿元，比重为60.8%。

投资方面，长顺县固定资产投资情况有所波动，其中2016年投资金额有明显下滑，投资主要以制造业、交通运输、仓储和邮政业和建筑业为主。2017年长顺县完成固定资产投资53.29亿元，同比增长22.9%，其中基础设施类固定资产投资增长较快。从产业来看，2017年长顺县第一产业完成固定资产投资0.70亿元，占固定资产投资的1.3%；第二产业完成固定资产投资10.28亿元，占固定资产投资的19.3%；第三产业完成固定资产投资42.31亿元，占固定资产投资的79.4%，第三产业投资较多。消费方面，2015-2017年长顺县社会消费品零售总额分别为9.51亿元、10.77亿元和12.16亿元，增速有所波动。

表 5 长顺县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	59.91	12.3%	52.98	13.1%	46.01	13.60%
第一产业增加值	13.64	6.8%	12.60	6.5%	10.94	6.50%
第二产业增加值	15.26	12.9%	13.03	13.1%	11.86	15.50%
第三产业增加值	31.02	14.2%	27.35	16.0%	23.20	14.90%
固定资产投资	53.29	22.9%	43.36	21.1%	69.68	24.41%
社会消费品零售总额	12.16	12.9%	10.77	13.2%	9.51	11.30%
存款余额	81.95	16.0%	70.62	40.3%	50.33	62.59%
贷款余额	72.19	55.6%	46.38	56.9%	29.56	28.73%
人均 GDP（元）		31,894		28,322		24,685
人均 GDP/全国人均 GDP		53.46%		52.47%		50.02%

资料来源：长顺县 2015-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年长顺县公共财政收入为3.07亿元，同比下降12.29%，其中税收收入2.01亿元，占公共财政收入比重为65.47%；实现政府性基金收入4.71亿元，同比增长218.24%；同期长顺县公共财政支出为20.44亿元，同比增长14.70%，财政自给率为15.02%。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》及相关法律法规的要求，结合公司实际情况，建立了较为完善的治理结构和治理制度。公司章程对于公司的经营宗旨和范围、组织机构、经营管理机构、财务会计制度、劳动人事制度、公司合并、分立、解散和清算等事项做出了明确的规定。根据公司章程规定，公司设立股东会、董事会、监事会和经营管理机构。

公司董事会由5名董事组成，其中董事长1名；监事会由5名监事组成，设监事会主席1名，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生；经营管理机构下设总经理1名，副总经理2-3名，总经济师、总会计师和总工程师各1名。公司部分高管系政府公职人员，但公司公务员兼职人员不存在在公司处领取薪酬、奖金、津贴等报酬，及获取股权和其他额外利益的情况。此外，根据自身的业务特点和管理需要，公司设立办公室、财务部、工程部、资产管理部，各部门职责明确。

六、经营与竞争

公司收入主要来自代建业务工程施工，得益于代建项目完工结算规模扩大，2017年公司实现营业收入14.26亿元，较2015年增长107.52%。受“营改增”政策影响，2016年起公司工程施工业务毛利率下滑，综合毛利率随之有所下降，2017年公司综合毛利率8.30%，较2015年下降2.46个百分点。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	140,355.48	8.19%	127,255.26	8.04%	68,677.53	10.71%
商品销售	1,850.37	10.27%	0.00	-	0.00	-
汽车营运	231.67	-15.45%	0.00	-	0.00	-
主营业务合计	142,437.52	8.18%	127,255.26	8.04%	68,677.53	10.71%
其他业务收入	212.22	88.91%	78.28	70.47%	61.55	62.25%
合计	142,649.74	8.30%	127,333.54	8.07%	68,739.09	10.76%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程施工业务具有一定持续性，自营项目建成后投入运营将有助于拓宽公司收入来源，但主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力，自营项目运营期内盈利情况尚待观察

近年公司主要负责长顺县域范围内的城市基础设施建设业务，该业务主要采取委托代建模式，建设主体包括公司本部及子公司贵州天下顺投资有限公司，根据公司本部及子公司与长顺县人民政府签订的《易地扶贫生态移民搬迁一期工程委托代建协议》《长顺县轻

工产业园建设工程委托代建协议》《长顺县麻线河河道治理工程委托代建协议》等代建协议，项目建成后移交给长顺县人民政府或其指定的部门，代建模式按照成本加成模式，长顺县人民政府按照公司实际投入工程总成本上浮12%作为结算金额，在建设期指定长顺县财政局按照工程进度与公司办理结算。在公司向长顺县人民政府或其指定的部门递交竣工验收报告、完整工程档案资料后两个月内，双方进行工程造价的最终结算，结算金额经双方确认后，付清剩余工程款。为保障公司建设项目顺利推进，对于部分已完工但尚未出具验收审计的工程项目，长顺县财政局按照项目当年实际累计发生成本扣除一定比例后，再加成12%为公司确认当年收入。

2015-2017年公司分别实现工程施工收入6.87亿元、12.73亿元和14.04亿元，收入主要来自广凯大道道路建设、生态移民搬迁工程一期和长顺县农村基础设施建设一期工程等项目，近年公司委托代建业务确认收入规模较大，但收现情况欠佳，回款能力较弱；因委托代建业务按照成本加成模式执行，上浮比例为12%，故该业务毛利率相对稳定，2016年起“营改增”政策实行，受此影响，公司工程施工业务毛利率较2015年有所下降。

表7 2015-2017年公司工程施工业务当期收入情况（单位：万元）

时间	项目名称	确认成本	毛利率	确认收入
2017年	生态移民搬迁工程一期	11,904.16	8.26%	12,975.54
	G321 惠水猪帘洞至长顺马路公路改扩建工程（长顺段）	36,964.18	8.26%	40,290.96
	S209 长顺县火连邦至团茶公路改扩建工程	18,763.01	8.26%	20,451.69
	X979 广顺至新寨公路改造工程	2,946.89	8.26%	3,212.11
	X981 广顺至摆所（龙井至摆所段）改造工程	1,585.83	8.26%	1,728.55
	长顺县农村基础设施建设一期工程	55,449.13	8.04%	60,294.20
	广顺轻工产业园	667.04	10.71%	747.09
	麻线河河道治理工程	314.15	10.71%	351.85
	广顺镇第三小学代建项目	270.98	10.71%	303.50
	合计	128,865.37	8.19%	140,355.48
2016年	广凯大道道路建设工程	3,040.28	8.04%	3,305.93
	长顺县夜郎大道延伸段道路工程	2,553.04	8.04%	2,776.13
	S309 威远镇至长顺县城改扩建公路项目	200.05	8.04%	217.53
	长顺县者贡村城南新区基础设施建设	245.54	8.04%	266.99
	生态移民搬迁工程一期	55,455.91	8.04%	60,301.58
	威远物流园区道路改扩建项目	1,540.92	8.04%	1,675.56
	城南新区三小路段工程项目	18.47	8.04%	20.08
	广顺轻工产业园	31,078.34	8.04%	33,793.92

	麻线河河道治理工程	22,896.85	8.04%	24,897.54
	合计	117,029.39	8.04%	127,255.26
2015年	广凯大道道路建设工程	34,300.10	10.71%	38,416.11
	长顺县夜郎大道延伸段道路工程	14,784.50	10.71%	16,558.64
	S309 威远镇至长顺县城改扩建公路项目	2,822.76	10.71%	3,161.49
	长顺县者贡村城南新区基础设施建设	909.53	10.71%	1,018.68
	生态移民搬迁工程一期	7,882.81	10.71%	8,828.74
	威远物流园区道路改扩建项目	146.20	10.71%	163.74
	广顺轻工产业园	468.34	10.71%	524.54
	麻线河河道治理工程	5.00	10.71%	5.60
	合计	61,319.23	10.71%	68,677.53

资料来源：公司提供

目前公司主要在建代建项目包括生态移民搬迁工程一期、G321 惠水猪帘洞至长顺马路公路改扩建工程（长顺段）和长顺县农村基础设施建设一期工程，未来业务发展具备一定持续性，主要在建自营项目包括募投项目和长顺县养老服务建设项目。截至2017年末，公司主要在建项目计划总投资48.78亿元，尚需投资24.33亿元，未来面临较大资金压力。

表 8 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	已投资	累计确认收入	是否签订委托代建协议
生态移民搬迁工程一期	106,664.32	75,242.88	82,014.74	是
G321 惠水猪帘洞至长顺马路公路改扩建工程（长顺段）	89,517.00	37,670.35	40,290.96	是
长顺县农村基础设施建设一期工程	100,104.00	55,449.13	62,103.03	是
广顺轻工产业园	62,995.90	31,546.68	34,318.46	是
募投项目	108,498.71	44,052.43	-	否
长顺县养老服务建设项目	20,000.00	548.02	-	否
合计	487,779.93	244,509.49	-	-

资料来源：公司提供

2017 年公司新增商品销售和汽车营运收入，其中商品销售收入来自子公司贵州兴同顺商贸有限公司的电缆及配电箱等供电设备销售，汽车运营收入由子公司长顺县世纪通盛客运有限公司（以下简称“客运公司”）贡献。客运公司于 2016 年 11 月注册成立，于 2017 年正式运营，截至 2017 年末，客运公司拥有中通客车 13 辆、安卡客车 2 辆、丰田考斯特 1 辆投入使用。公司商品销售和汽车营运业务有益于丰富公司收入来源，但目前收入规模较小，考虑到上述业务尚处起步阶段，未来收入规模及盈利情况尚待观察。

公司其他业务收入系房屋租赁收入及停车费收入，其中租赁资产位于长顺县下属乡

镇，承租方为超市、纺织厂、药房和医院等。2015-2017 年公司分别实现其他业务收入 61.55 万元、78.28 万元和 212.22 万元。

整体来看，公司工程施工业务具备一定持续性，自营项目建成后投入运营将有助于拓宽公司收入来源，但主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力，自营项目运营期内盈利情况尚待观察。

公司持续获得较大外部支持

作为长顺县域内基础设施建设项目主体，公司在资产注入和财政补贴方面获得较大外部支持。根据长府发【2011】第20号、长府发【2012】第19号和长府发【2012】第20号文件，2011年和2012年长顺县人民政府共计向公司注入价值71.19亿元的土地资产。此外，2015-2017年公司分别获得财政补贴0.77亿元、0.78亿元和0.53亿元，有效提升了公司当期利润水平。

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审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2016年度三年连审和经亚太（集团）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。2015年长顺县人民政府将长顺县天河殡葬服务有限责任公司100%股权无偿划至公司，2017年公司投资设立贵州人文圣地建设有限公司、贵州兴同顺商贸有限公司等二级子公司，截至2017年末，公司纳入合并范围的一级子公司共2家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，待开发土地占比较大且部分已抵押，整体资产流动性较弱。随着经营发展，近年公司资产规模持续增长，2017年末公司资产总计125.34亿元，较2015年末增长36.66%，其中流动资产118.32亿元，占总资产比重为94.40%。

表 9 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	89,913.06	7.17%	15,778.18	1.50%	26,959.27	2.94%
应收账款	133,752.39	10.67%	49,944.11	4.75%	20,319.58	2.22%

其他应收款	81,076.94	6.47%	111,642.37	10.61%	41,485.95	4.52%
存货	847,696.46	67.63%	865,021.92	82.23%	823,524.31	89.78%
流动资产合计	1,183,242.17	94.40%	1,044,457.29	99.29%	914,119.16	99.66%
在建工程	48,687.30	3.88%	1,155.62	0.11%	663.00	0.07%
非流动资产合计	70,207.68	5.60%	7,450.45	0.71%	3,107.08	0.34%
资产总计	1,253,449.85	100.00%	1,051,907.74	100.00%	917,226.24	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。近年公司货币资金规模随借款规模变化和项目投资情况有所波动，2017年末为8.99亿元，其中0.31亿元其他货币资金为用于担保的定期存款或通知存款及“特惠贷”风险补偿专用资金，使用受限。公司应收账款为应收长顺县财政局和长顺县力投城乡建设投资开发有限公司代建工程款，2017年末账面价值合计13.38亿元，较上两年大幅增长，需关注款项回收时间。公司其他应收款主要为往来借款，2017年末前五大应收对象分别为贵州长顺久安产业发展有限公司、长顺县住房和城乡建设局、长顺县天宇置业有限公司、贵州省长顺县宏盛天安建筑有限公司和长顺县长寨街道财政所，公司对上述单位其他应收款合计占期末总款项的47.13%。整体而言，公司应收款项债务人主要为长顺县政府相关单位，坏账风险较小，但受财政资金安排影响，未来应收款项回款时间较不确定。公司存货主要包括待开发土地及工程项目资产，2017年末公司存货账面价值84.77亿元，其中待开发土地73.12亿元，主要为位于长顺县广顺镇的其他商服用地，其中账面价值1.41亿元的土地已用于抵押、账面价值1.97亿元的土地已缴纳出让金；工程施工（已完工未结算）11.58亿元，主要包括生态移民搬迁工程一期3.39亿元、G321惠水猪帘洞至长顺马路公路改扩建工程（长顺段）1.69亿元、长顺县农村基础设施建设一期工程1.46亿元和广凯大道道路建设工程1.36亿元等。

公司非流动资产主要为在建工程，系公司建成后自营类项目，2017年末账面价值合计4.87亿元，主要包括募投项目4.41亿元、康养综合体和广场建设项目0.19亿元等。

整体来看，近年公司资产规模持续增长，2017年末存货和应收款项合计占期末总资产比重为84.77%，考虑到存货中土地和工程资产短期变现能力较弱，部分土地资产已用于抵押，且应收款项回款时间尚不确定，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入持续增长，募投项目完工将有助于丰富公司收入来源，但目前公司盈利水平较依赖财政补贴，且募投项目能否按期完工并实现预期收益值得关注

得益于代建收入增长，近年公司营业收入持续增长，2017年公司实现营业收入14.26

亿元，2015-2017年复合增长率为44.06%。由于占收入比重较大的代建业务按照成本加成模式，加成比率均为12%，因而2015年公司综合毛利率维持在10.8%左右，2016年起受“营改增”政策影响代建收入毛利率下降，公司综合毛利率随之下滑。

近年公司营业利润随营业收入同步增长，但盈利水平较低，得益于长顺县政府在财政补贴方面给予公司较大支持，2015-2017年公司分别获得财政补贴0.77亿元、0.78亿元和0.53亿元，有效提升了公司利润水平。

作为长顺县重要基础设施建设主体，未来公司代建业务具备一定持续性。此外，按照公司规划，募投项目未来也可获得一定收益，但未来的实际收益情况有待观察。整体而言，近年公司营业收入持续提高，募投项目如能按期完工并实现预期收益，将有助于丰富公司收入来源，但目前公司盈利水平较依赖财政补贴，且募投项目未来能否按期完工并实现预期收益值得关注。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	142,649.74	127,333.54	68,739.09
其他收益	5,272.00	0.00	0.00
营业利润	12,836.65	6,621.81	4,433.87
营业外收入	3.10	8,273.54	7,693.71
利润总额	12,833.88	14,893.94	12,106.43
综合毛利率	8.30%	8.07%	10.76%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流波动较大，未来项目建设资金需求较依赖筹资活动

经营活动方面，得益于工程建设项目回款增加，近年公司收现比持续提高，2017年为0.81。公司经营活动现金流入主要系广凯大道道路建设、生态移民搬迁工程一期等建设项目回款和公司黔南州投资有限公司、贵州长顺久安产业发展有限公司往来款借入；经营活动现金流出主要系建设项目投资支出及公司对贵州长顺久安产业发展有限公司、长顺县财政局等单位往来款支出。受工程建设款项及往来款收支不均影响，近年公司经营活动现金流净额有所波动，2015-2017年分别为0.11亿元、-2.16亿元和6.37亿元。

近年公司投资活动逐渐增加，2016-2017年投资活动现金净流出分别为1.38亿元和8.19亿元，其中2016年投资活动现金流出主要用于购建固定资产0.44亿元和对长顺县财政局提供借款0.92亿元，2017年投资活动现金流出主要用于投资募投项目、长顺县养老服务建设

项目等。

公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、发行债券及贵州扶贫开发投资有限公司投款项；筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。考虑到公司经营活动现金流波动较大，且主要在建项目尚需投资规模较高，未来项目建设资金筹备较依赖筹资活动。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.81	0.41	0.26
销售商品、提供劳务收到的现金	115,022.62	51,858.08	18,205.54
收到的其他与经营活动有关的现金	213,388.58	104,642.28	115,707.91
经营活动现金流入小计	328,411.20	156,500.36	133,913.46
购买商品、接受劳务支付的现金	78,929.86	86,630.83	57,058.63
支付的其他与经营活动有关的现金	184,998.72	91,343.18	75,689.19
经营活动现金流出小计	264,679.16	178,136.88	132,852.87
经营活动产生的现金流量净额	63,732.03	-21,636.52	1,060.59
投资活动产生的现金流量净额	-81,860.52	-13,830.04	-1,360.17
筹资活动产生的现金流量净额	90,856.66	22,683.71	22,395.63
现金及现金等价物净增加额	72,728.18	-12,782.85	22,096.05

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司刚性债务规模增长较快，面临一定偿债压力

随着往来、银行借款以及债券融资规模的扩大，近年公司负债规模大幅增加，2017 年末公司负债总额 45.92 亿元，2015-2017 年复合增长率为 71.91%。得益于利润积累，近年公司所有者权益亦持续增加，2017 年末公司所有者权益合计 79.42 亿元。受负债规模增长较快影响，公司所有者权益对负债的保障能力有所减弱，2017 年末公司产权比率为 57.82%，较 2015 年末提高 37.42 个百分点。

表 12 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	459,231.58	270,616.54	155,387.87
所有者权益	794,218.27	781,291.20	761,838.36
产权比率	57.82%	34.64%	20.40%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括应付账款和其他应付款。随着应付工程款增加，近年公司应付账款持续增长，2017 年末应付余额为 15.38 亿元，较 2015 年末增长 290.70%，其中账龄

一年以上的应付账款余额为 2.95 亿元。公司其他应付款主要系与贵州长顺久安产业发展有限公司、长顺县财政局和长顺县力投城乡建设投资开发有限公司之间的往来款项，2017 年末账面余额 13.57 亿元，款项账龄以 1 年内为主。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	153,798.95	33.49%	67,623.46	24.99%	39,365.01	25.33%
其他应付款	135,659.66	29.54%	130,007.87	48.04%	61,944.78	39.86%
流动负债合计	310,849.82	67.69%	208,587.32	77.08%	115,000.16	74.01%
长期借款	53,376.20	11.62%	37,900.00	14.01%	22,250.00	14.32%
应付债券	0.00	0.00%	9,599.86	3.55%	18,137.71	11.67%
长期应付款	93,360.80	20.33%	12,927.60	4.78%	0.00	-
非流动负债合计	148,381.77	32.31%	62,029.22	22.92%	40,387.71	25.99%
负债合计	459,231.58	100.00%	270,616.54	100.00%	155,387.87	100.00%
其中：刚性债务 ¹	92,176.20	20.07%	47,900.00	17.70%	41,735.00	26.86%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。为满足项目建设资金需要，近年公司长期借款金额呈上升趋势，2017 年末为 5.34 亿元。应付债券为公司发行的银杏私募债券，2014 和 2015 年公司分别发行了二年期、面值为 0.905 亿元和 1.00 亿元的银杏私募债券，债券综合成本分别为 12% 和 13%，截至 2017 年末已全部兑付完毕。2016 年公司新增长期应付款 1.29 亿元，系贵州扶贫开发投资有限公司投资款项，2017 年末公司长期应付款合计 9.34 亿元，包括应付贵州扶贫开发投资有限公司投资款项 5.74 亿元和应付新华信托股份有限公司借款 3.60 亿元。

随着银行借款增加，2017 年末公司刚性债务余额 9.22 亿元，公司整体刚性债务以长期债务为主。

表 14 截至 2017 年 12 月 31 日公司刚性债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
偿还金额	4,605.00	3,985.00	3,985.00	79,601.20

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，受负债规模快速增长影响，近年公司资产负债率持续提高，2017 年末为 36.64%，较 2015 年末提高 19.70 个百分点。受流动负债快速增长影响，近年公司流

¹ 刚性债务计算中，应付债券按照票面价值计算，2015-2016 年应付债券票面价值合计分别为 19,050.00 万元和 10,000.00 万元。

动比率下降明显，2017年末为3.81；剔除规模较大的存货后，公司速动比率较小，短期偿债能力指标表现较弱。受利润总额波动影响，2015-2017年公司EBITDA分别为1.22亿元、1.80亿元和1.58亿元，刚性债务规模增长使得2017年末公司刚性债务/EBITDA指标较2015年末增加2.41至5.83，考虑到在建项目资金压力仍需通过债务融资缓解，公司面临一定偿债压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	36.64%	25.73%	16.94%
流动比率	3.81	5.01	7.95
速动比率	1.08	0.86	0.79
EBITDA（万元）	15,822.52	18,049.06	12,200.74
EBITDA 利息保障倍数	6.16	4.64	6.13
刚性债务/EBITDA	5.83	2.65	3.42

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券偿债资金的主要来源，根据《长顺县旅游开发综合项目（一期）可行性研究报告》，募投项目在本期债券还款期内可实现收入18.87亿元，扣除成本费用后，还款期内可累计实现利润总额11.74亿元，上述收益可用于本期债券本息的偿还，但未来募投项目能否如期完工并实现预期收益尚待观察。

公司经营收益及现金流是本期债券偿债资金的重要来源，近年公司营业收入及利润规模持续增长，未来代建收入较有保障，但我们关注到公司主营业务获现能力较弱，经营性现金流波动较大。

2017年末公司存货中土地资产账面价值73.12亿元，其中账面价值71.71亿元土地无受限情况，公司可通过土地资产变现来补充偿债资金，但该土地多分布在长顺县各乡镇，极端情况下能否集中变现及变现的价值均存在较大不确定性。

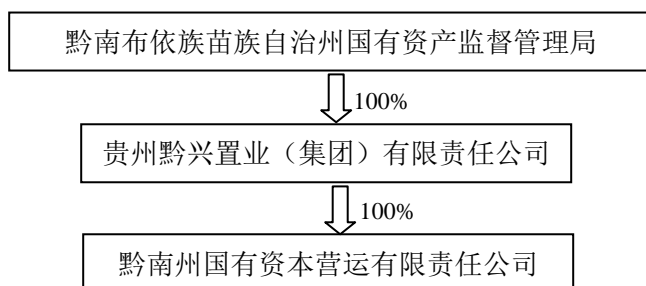
（二）本期债券保障措施分析

黔南国资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息兑付起到一定保障作用

本期债券由黔南国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为债券存续期内及债券到期之日起2年。

黔南国资成立于2000年7月28日，系由黔南州人民政府出资组建的有限责任公司，初始注册资本1.00亿元，实收资本1.00亿元。2013年7月26日，黔南州人民政府办公室发布关于成立贵州黔兴置业有限责任公司（黔兴置业前身）的通知，黔兴置业注册资本为人民币1.00亿元，同年黔南州人民政府将黔南国资股权无偿划转至黔兴置业。截至2018年4月30日，黔南国资注册资本和实收资本均为1.00亿元，唯一股东为黔兴置业，实际控制人为黔南州国资局。

图 2 截至 2018 年 4 月 30 日黔南国资产权及控制关系



资料来源：黔南国资提供

黔南国资主营业务为黔南州城区以及道路基础设施建设、房地产开发、自来水供应、民爆器材经销及担保、租赁业务等。2015-2017年黔南国资分别实现营业收入17.03亿元、15.22亿元和14.81亿元，从收入构成看，建造合同收入为黔南国资最主要收入来源。

表 16 黔南国资营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	147,271.65	13.91%	151,579.80	12.13%	169,386.59	12.00%
建造合同收入	134,873.46	11.57%	139,858.93	9.75%	147,815.41	9.60%
供排水收入	7,038.26	23.28%	6,553.67	23.91%	5,798.73	28.45%
民爆产品收入	2,004.55	30.20%	2,166.01	32.72%	1,994.28	36.97%
租赁、担保收入	2,222.69	100.00%	2,057.75	100.00%	1,056.29	99.81%
房地产收入	1,132.69	36.61%	943.44	44.54%	12,721.88	21.09%
其他业务收入	819.77	90.40%	662.21	99.75%	947.14	99.42%
合计	148,091.43	14.34%	152,242.01	12.51%	170,333.74	12.48%

资料来源：黔南国资提供，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，黔南国资资产总额为247.75亿元，所有者权益为150.73亿元，

资产负债率为39.16%；2017年度，黔南国资实现营业收入14.81亿元，利润总额3.02亿元，经营活动现金净流出27.43亿元。

表 17 黔南国资主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	2,477,517.86	1,841,256.87	1,798,712.38
所有者权益（万元）	1,507,320.96	1,343,227.74	1,248,612.82
有息债务（万元）	639,561.62	311,214.55	419,915.61
资产负债率	39.16%	27.05%	30.58%
流动比率	5.43	6.65	6.73
营业收入（万元）	148,091.43	152,242.01	170,333.74
营业外收入（万元）	18,041.81	20,173.97	22,734.67
利润总额（万元）	30,184.68	30,336.12	41,574.27
综合毛利率	14.34%	12.51%	12.48%
EBITDA（万元）	36,084.53	36,070.32	45,232.88
EBITDA 利息保障倍数	1.19	3.34	3.77
经营活动现金流净额（万元）	-274,340.33	-141,044.14	41,747.50
总资产（万元）	2,477,517.86	1,841,256.87	1,798,712.38
所有者权益（万元）	1,507,320.96	1,343,227.74	1,248,612.82

资料来源：黔南国资提供，中证鹏元整理

近年黔南州地方经济保持较快增长，为黔南国资发展提供良好外部环境，且黔南国资持续获得较大外部支持。中证鹏元也关注到黔南国资在建项目面临较大的资金压力、资产流动性较弱、有息债务规模较大、面临一定或有负债风险等风险因素。

经中证鹏元综合评定，黔南国资主体长期信用等级为AA，黔南国资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息兑付起到一定保障作用。

九、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额合计36.43亿元，占期末净资产比重为45.87%，被担保对象均为国有企业及事业单位，所有对外担保均无反担保措施，存在一定或有负债损失风险。

表 18 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
长顺县地源开发有限公司	128,186.80	2037.11	否

长顺县力投城乡建设投资开发有限公司	127,592.00	2031.9	否
长顺县力投城乡建设投资开发有限公司	63,225.80	2036.1	否
贵州长顺久安产业发展有限公司	12,000.00	2024.9	否
贵州长顺久安产业发展有限公司	5,000.00	2019.4	否
贵州长顺久安产业发展有限公司	5,000.00	2019.4	否
长顺县力投城乡建设投资开发有限公司	2,500.00	2020.8	否
长顺县力投城乡建设投资开发有限公司	2,000.00	2020.8	否
长顺县民族高级中学	1,949.00	2026.10	否
长顺县罗湖希望小学	1,883.00	2026.10	否
长顺县摆所镇摆所中心校	1,733.00	2026.10	否
长顺县代化镇代化中心校	1,676.00	2026.10	否
长顺县鼓扬镇鼓扬民族小学	1,556.00	2026.10	否
贵州长顺久安产业发展有限公司	5,000.00	2019.4	否
贵州长顺久安产业发展有限公司	5,000.00	2019.4	否
合计	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
流动资产：			
货币资金	89,913.06	15,778.18	26,959.27
应收账款	133,752.39	49,944.11	20,319.58
预付款项	30,746.36	2,070.70	1,830.05
其他应收款	81,076.94	111,642.37	41,485.95
存货	847,696.46	865,021.92	823,524.31
其他流动资产	56.96	0.00	0.00
流动资产合计	1,183,242.17	1,044,457.29	914,119.16
非流动资产：			
可供出售金融资产	3,596.00	1,596.00	1,000.00
长期股权投资	23.52	23.52	47.46
固定资产	8,136.51	2,478.28	1,162.45
在建工程	48,687.30	1,155.62	663.00
无形资产	232.54	258.87	72.31
长期待摊费用	65.20	9.43	0.00
递延所得税资产	288.80	190.93	161.85
其他非流动资产	9,177.81	1,737.81	0.00
非流动资产合计	70,207.68	7,450.45	3,107.08
资产总计	1,253,449.85	1,051,907.74	917,226.24
流动负债：			
应付票据	2,800.00	0.00	0.00
应付账款	153,798.95	67,623.46	39,365.01
预收款项	0.00	0.00	5,794.41
应付职工薪酬	20.10	0.00	0.00
应交税费	18,571.11	10,902.90	7,353.32
应付利息	0.00	53.09	107.63
其他应付款	135,659.66	130,007.87	61,944.78
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	435.00
流动负债合计	310,849.82	208,587.32	115,000.16
非流动负债：			
长期借款	53,376.20	37,900.00	22,250.00
应付债券	0.00	9,599.86	18,137.71
长期应付款	93,360.80	12,927.60	0.00
专项应付款	1,644.77	1,601.77	0.00

非流动负债合计	148,381.77	62,029.22	40,387.71
负债合计	459,231.58	270,616.54	155,387.87
所有者权益：			
实收资本（或股本）	33,000.00	33,000.00	30,000.00
资本公积	702,558.82	702,558.82	702,558.82
盈余公积	4,668.19	3,892.69	2,913.85
未分配利润	48,437.54	38,439.68	26,365.69
所有者权益合计	794,218.27	781,291.20	761,838.36
负债和所有者权益总计	1,253,449.85	1,051,907.74	917,226.24

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 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、营业收入	142,649.74	127,333.54	68,739.09
减：营业成本	130,816.76	117,052.51	61,342.46
税金及附加	605.40	158.44	2,269.55
销售费用	4.57	0.00	0.00
管理费用	910.73	425.44	214.38
财务费用	2,356.37	2,935.09	-1.86
资产减值损失	391.52	116.31	457.89
加：投资收益	0.27	-23.93	-22.80
其他收益	5,272.00	0.00	0.00
二、营业利润	12,836.65	6,621.81	4,433.87
加：营业外收入	3.10	8,273.54	7,693.71
减：营业外支出	5.87	1.42	21.15
三、利润总额	12,833.88	14,893.94	12,106.43
减：所得税费用	2,028.94	1,792.36	1,000.15
四、净利润	10,804.94	13,101.58	11,106.28

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 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	115,022.62	51,858.08	18,205.54
收到其他与经营活动有关的现金	213,388.58	104,642.28	115,707.91
经营活动现金流入小计	328,411.20	156,500.36	133,913.46
购买商品、接受劳务支付的现金	78,929.86	86,630.83	57,058.63
支付给职工以及为职工支付的现金	372.86	137.07	96.85
支付的各项税费	377.72	25.80	8.20
支付其他与经营活动有关的现金	184,998.72	91,343.18	75,689.19
经营活动现金流出小计	264,679.16	178,136.88	132,852.87
经营活动产生的现金流量净额	63,732.03	-21,636.52	1,060.59
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	0.27	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	340.52	0.03
投资活动现金流入小计	0.27	340.52	0.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	74,460.78	4,379.16	360.20
投资支付的现金	7,400.00	596.00	1,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	9,195.40	0.00
投资活动现金流出小计	81,860.78	14,170.56	1,360.20
投资活动产生的现金流量净额	-81,860.52	-13,830.04	-1,360.17
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	2,200.00	6,400.00	0.00
取得借款收到的现金	64,341.40	23,800.00	28,400.00
收到其他与筹资活动有关的现金	52,949.49	12,927.60	0.00
筹资活动现金流入小计	119,490.89	43,127.60	28,400.00
偿还债务支付的现金	11,231.86	16,935.00	3,490.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,607.63	3,508.89	1,759.77
支付其他与筹资活动有关的现金	14,794.74	0.00	754.60
筹资活动现金流出小计	28,634.23	20,443.89	6,004.37
筹资活动产生的现金流量净额	90,856.66	22,683.71	22,395.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	72,728.18	-12,782.85	22,096.05

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	10,804.94	13,101.58	11,106.28
加：资产减值准备	391.52	116.31	457.89
固定资产折旧、投资性房地产折旧、生产性生物资产折旧	386.68	96.64	77.24
无形资产摊销	26.40	25.56	17.06
长期待摊费用摊销	5.63	0.86	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.00	-476.33	6.17
财务费用（收益以“-”号填列）	2,569.94	3,032.07	0.00
投资损失（收益以“-”号填列）	-0.27	23.93	22.80
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-129.13	-29.08	-114.47
存货的减少（增加以“-”号填列）	17,325.46	-40,934.31	-42,214.11
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-77,973.09	-75,424.24	-42,701.80
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	110,323.96	78,830.40	74,403.53
经营活动产生的现金流量净额	63,732.03	-21,636.52	1,060.59

资料来源：公司以 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	8.30%	8.07%	10.76%
收现比	0.81	0.41	0.26
产权比率	57.82%	34.64%	20.40%
资产负债率	36.64%	25.73%	16.94%
流动比率	3.81	5.01	7.95
速动比率	1.08	0.86	0.79
EBITDA（万元）	15,822.52	18,049.06	12,200.74
EBITDA 利息保障倍数	6.16	4.64	6.13
刚性债务（万元）	92,176.20	47,900.00	41,735.00
刚性债务/EBITDA	5.83	2.65	3.42

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告和 2017 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年末公司存货中土地资产明细（单位：万平方米、万元）

土地证编号	土地位置	土地性质	土地用途	土地面积	账面价值	是否抵押
长国用[2011]第 200 号至 504 号	长顺县广顺镇	出让	其他商服用地	2,120.30	504,630.66	否
长国用[2012]第 300 号至 302 号	长顺县长寨镇羊角屯	出让	商住	16.24	45,792.96	否
长国用[2012]第 303 号	长顺县白云山镇思京村	出让	商住	0.42	481.30	否
长国用[2012]第 304 号	长顺县白云山镇翁贵村	出让	商住	0.07	75.50	否
长国用[2012]第 305 号	长顺县白云山镇街上	出让	商住	0.28	329.35	否
长国用[2012]第 306 号至 307 号	长顺县摆所镇街上	出让	商住	1.02	674.16	否
长国用[2012]第 308 号	长顺县代化镇街上	出让	商住	1.00	1,036.87	否
长国用[2012]第 309 号	长顺县鼓杨镇牛屎关	出让	商住	0.25	213.74	否
长国用[2012]第 310 号	长顺县鼓杨镇鼓杨大道	出让	商住	0.50	498.49	否
长国用[2012]第 311 号	长顺县鼓杨镇街上	出让	商住	0.05	41.86	否
长国用[2012]第 312 号	长顺县广顺镇来远村	出让	商住	0.09	107.27	否
长国用[2012]第 313 号	长顺县凯佐乡街上	出让	商住	0.79	527.29	否
长国用[2012]第 314 号至 315 号	长顺县马路乡街上	出让	商住	0.21	134.75	否
长国用[2012]第 316 号至 318 号	长顺县睦化乡街上	出让	商住	0.52	255.72	否
长国用[2012]第 319 号	长顺县威远镇	出让	商住	0.05	35.28	否
长国用[2012]第 320 号至 323 号	长顺县营盘乡街上	出让	商住	1.14	585.26	否
长国用[2012]第 324 号至 325 号	长顺县中坝乡街上	出让	商住	0.22	109.87	否
长国用[2012]第 326 号	长顺县种获乡街上	出让	商住	0.02	8.76	否
长国用[2012]第 327 号至 384 号	长顺县新寨乡杜鹃湖村	出让	其他商服用地	400.79	95,789.98	否
长国用[2012]第 385 号至 409 号	长顺县广顺镇石板村	出让	其他商服用地	159.72	38,332.01	否
长国用[2012]第 421 号至 423 号	长顺县广顺镇石板村	出让	其他商服用地	19.93	4,783.49	否
长国用[2012]第 410 号至 420 号	长顺县凯佐乡洞口村	出让	其他商服用地	74.21	17,439.26	否
长国用[2013]第 110 号至 112 号	长顺县长寨镇城南社区	出让	工业用地	10.99	2,448.42	否
长国用[2013]第 158 号至 160 号	长顺县威远镇威远社区	出让	其他普通商品住房用地	1.67	1,103.67	否

长国用[2013]第 163 号、第 164 号、第 165 号、第 167 号	长顺县威远镇威远工业园区	出让	工业用地	24.53	3,690.36	是 ²
长国用[2014]第 28 号	长顺县长寨镇大关原农机厂	出让	其他商服用地	1.07	1,944.32	是
长国用[2014]第 29 号	长顺县长寨镇城南新区职中大道旁	出让	其他商服用地	2.11	3,878.16	是
长国用[2014]第 30 号	长顺县代化镇街上	出让	其他普通商品住房用地	1.00	668.52	是
长国用[2014]第 319 号	长寨镇威远社区	出让	商业用地	7.87	3,633.90	是
长国用[2014]第 31 号	长顺县白云山镇白云山村改尧组	出让	其他普通商品住房用地	0.28	189.42	是
长国用[2014]第 32 号	长顺县营盘村峰子岩	出让	其他普通商品住房用地	0.59	185.27	是
长国用[2014]第 33 号	长顺县鼓扬镇街上	出让	其他普通商品住房用地	0.50	337.70	是
长国用[2014]第 34 号	长顺县摆所镇摆所街上	出让	其他普通商品住房用地	0.80	532.48	是
长国用[2014]第 35 号	长顺县睦化乡睦化街上	出让	其他普通商品住房用地	0.36	121.02	是
长国用[2015]第 49 号	广顺镇凯佐社区洞口村	出让	工业用地	4.00	587.73	否
合计	-	-	-	2,853.59	731,204.77	-

资料来源：公司提供

² 长国用[2013]第 164 号土地用于贷款抵押，抵押资产账面价值 2,653.86 万元。

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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中付息项

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。