

2018 年第一期安宁发展投资集团有限公司

城市地下综合管廊建设 专项债券信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z【618】
号 02

分析师

姓名：
汪永乐 梁瓚

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 08 月 16 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2018 年第一期安宁发展投资集团有限公司 城市地下综合管廊建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：8 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期第 3-7 年逐年按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对安宁发展投资集团有限公司（以下简称“安宁发展”或“公司”）本次拟公开发行的 8 亿元城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司市政基础设施建设业务持续性较好，且获得较大的外部支持；同时鹏元也关注到了公司资产流动性一般，面临较大的资金支出压力，有息债务和对外担保规模较大，存在较大的债务压力和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 年安宁市地区生产总值为 317.61 亿元，2015-2017 年同比分别增长 3.6%、8.0%和 15.5%；2015-2017 年全市公共财政收入分别为 26.45 亿元、29.13 亿元和 28.88 亿元，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司市政基础设施建设业务持续性较好。公司是安宁市主要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，2015-2017 年分别实现市政基础设施建设收入 6.77 亿元、5.05 亿元和 5.21 亿元，2017 年末公司代建的主要在建项目预计总投资 29.46 亿元，尚需投资 17.32 亿元，以及待结算的“14 安发债”募投项目成本 18.27 亿元，随着该等项目的完工结算，公司未来市政基础设施建设业务具有持续性。
- 公司持续获得较大的外部支持。2012 年安宁市政府向公司注入土地资产 17.42 亿

元；2015-2017 年安宁市财政局共向公司拨款 10.13 亿元，计入公司资本公积，且 2016 年对公司货币增资 17.00 亿元，计入实收资本。2015-2017 年安宁市财政局累计向公司拨付基础设施专项补助 6.33 亿元，公司资本实力和利润水平得到提升。

关注：

- 公司资产中存货占比较大，且应收款项和预付款项存在资金占用，整体资产流动性一般。截至 2017 年末，公司存货为 85.61 亿元，占总资产的 38.62%，其中划拨地价值为 21.48 亿元，占存货中土地资产价值的 75.38%，且账面价值 7.96 亿元土地资产已用于抵押；应收账款和其他应收款合计 64.03 亿元，预付款项 17.16 亿元，三者合计占总资产的 36.63%，且应收款项回收时间不确定，存在较大的资金占用。
- 公司在建项目规模较大，面临较大的资金压力。截至 2017 年末，公司主要在建项目为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、安宁市中心城区地下综合管廊等，尚需投资 40.98 亿元，且公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力。
- 公司有息债务规模较大，存在较大的债务压力。截至 2017 年末，公司有息债务为 88.65 亿元，较 2015 年末增长 10.90%，占负债规模的 77.39%，公司面临较大的债务压力。
- 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 24.16 亿元，占期末净资产的 22.56%，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80
所有者权益合计（万元）	1,071,133.15	1,169,336.76	949,365.86
有息债务（万元）	886,530.85	942,484.87	799,407.82
资产负债率	51.68%	48.77%	51.54%
流动比率	4.31	9.35	7.30
营业收入（万元）	76,610.56	76,542.73	74,205.74
其他收益	25,572.84	0.00	0.00
营业外收入（万元）	328.20	18,050.45	20,028.84
利润总额（万元）	27,573.50	19,049.44	26,882.92
综合毛利率	25.40%	13.36%	21.00%
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38	33,725.23
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32	0.86

经营活动现金流净额（万元）	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.72
---------------	------------	------------	-------------

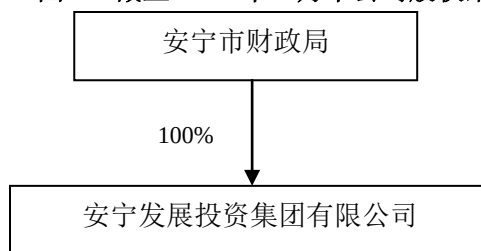
资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于 2002 年 05 月，原名为安宁市投资开发有限公司，系经安宁市政府下发的“安政文【2002】46 号”文件批准成立，初始注册资本为 3,100 万元，其中安宁市国有资产监督管理局（以下简称“安宁市国资局”）货币出资 3,000 万元，占注册资本的 96.77%；云南安宁天惠大酒店有限公司货币出资 100 万元，占注册资本的 3.23%。2010 年 3 月 27 日，公司名称变更为现名。后经多次增资、股权变更及资本公积转增实收资本，2010 年 4 月 30 日，公司注册资本增至 30,000.00 万元，由安宁市国资局 100% 持股。2010 年 8 月 23 日，公司股东变更为安宁市财政局（持股比例为 100%）。2016 年 8 月 9 日，根据 2016 年安宁市人民政府会议纪要（第 58 期），安宁市财政局对公司货币增资 170,000.00 万元，增资完成后，公司注册资本和实收资本均增至 200,000.00 万元。

截至 2018 年 7 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 200,000.00 万元，安宁市财政局为公司唯一股东和实际控制人。公司是安宁市主要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，主要从事城市基础设施建设、工程建设、城市供水等业务。截至 2017 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司有 24 家，子公司明细如附录五所示。

图 1 截至 2018 年 7 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,216,742.67 万元，所有者权益合计 1,071,133.15 万元，资产负债率为 51.68%；2017 年度，公司实现营业收入 76,610.56 万元，利润总额 27,573.50 万元，经营活动现金净流出 21,179.80 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018 年第一期安宁发展投资集团有限公司城市地下综合管廊建设专项债券；

发行总额：8 亿元；

债券期限和利率：期限为 7 年，采用固定利率形式，单利按年计息；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期第3、第4、第5、第6、第7年逐年按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额8亿元，其中5亿元用于安宁市中心城区地下综合管廊建设，3亿元用于补充公司营运资金。

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
安宁市中心城区地下综合管廊	155,673.79	50,000.00	32.12%
补充营运资金	-	30,000.00	--
合计	-	80,000.00	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

1、项目概况

安宁市中心城区地下综合管廊项目主要位于安宁市中心城区，涉及昆崂路、中华路等11条城市道路，共建设地下综合管廊总长13,159.69米，其中干线管廊6,498.49米，支线管廊6,661.20米。该项目地下综合管廊涉及的廊道有电力管道、通信管道、给水管道、中水管道、雨水管道和污水管道，项目施工主要在原市政道路上进行建设，故不涉及新增用地。

2、项目审批情况

截至2018年7月末，本期债券募投项目已获批复情况如下：

表 2 本期债券获得的各项批复情况

文件名称	批复文号	批复单位	批复时间
关于安宁发展投资集团有限公司建设安宁市中心城区地下综合管廊工程项目的批复	安发改投资【2017】150号	安宁市发展和改革局	2017.5.26
关于对安宁发展投资集团有限公司建设安宁市中心城区地下综合管廊工程项目的节能审查意见	安发改投资【2017】151号	安宁市发展和改革局	2017.5.26
关于安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目环境影响报告书的批复	安环复【2017】137号	安宁市环境保护局	2017.5.8
关于安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目用地情况说明的函	安国土资函【2017】3号	安宁市国土资源局	2017.4.17
建设项目选址意见书	选字第530181201700017号	安宁市规划局	2017.3.29
重大事项社会稳定风险评估备案回执表	-	安宁市维护社会稳定工作领导小组	2017.5.26

资料来源：公司提供

3、项目建设进度

安宁市中心城区地下综合管廊项目总投资155,673.79万元，预计建设期为2年（2017年-2019年）。截至2017年末，该项目已完成投资3,579.86万元。

4、项目经济效益

公司为募投项目实施主体，项目计算期为32年，其中第1-2年为项目建设期，第3-32年为运营期。项目收入来源主要包括入廊单位支付的一次性入廊费和管廊维护管理费。根据《安宁市人民政府关于推进市中心城区地下综合管廊建设工程项目的通知》（安政通【2017】10号）和云南今禹生态工程咨询有限公司2017年5月出具的《安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目可行性研究报告》，项目建成运营后，预计公司在整个廊位运营期每年收取的管廊维护管理费为2,101.48万元、廊位运营期第1年至第5年每年收取的一次性入廊费为25,620.72万元，如本期债券2018年成功发行，在募投项目运营期内和本期债券存续期内，募投项目将分别实现营业收入合计191,148.00万元和138,611.00万元。同时鹏元关注到，受工程进度、入廊单位数量等因素影响，该项目未来能否按期实现预期收益存在不确定性。

表3 安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目在其运营期内的收入情况

项目	收费标准（万元/年）	期限（年）	收入（万元）
管廊维护管理费	2,101.48	30	63,044.40
一次性入廊费	25,620.72	5	128,103.60
合计	27,722.20	-	191,148.00

注：一次性入廊费计算期限为项目建成后运营期第一年至第五年。

资料来源：《安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目可行性研究报告》、公司提供，鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳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，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济

体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

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，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。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%，2017年实现2011年以来首次GDP增速回升。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。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。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。实体经济表现良好，2015-2017年，全国规模以上工业增加值同比分别增长6.1%、6.0%和6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

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，我国率先大幅减税降费，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。

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。2018年，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。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

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，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，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4 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》	国家发改委	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》	国家发改委	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	国家发改委	明确以企业自身信用为基础发行企业债

	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）		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）	国家发改委	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动，鼓励发展直接融资
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、国家发改委、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）	国家发改委	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

资料来源：各政府部门网站，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

安宁市地方经济实力逐步提升，为公司发展提供良好的外部环境

安宁市隶属于云南省昆明市代管的县级市，位于滇中高原的东部边缘，截至2017年末全市常住人口37.76万人。安宁距昆明中心城区32公里，是昆明通往滇西8个地州、并经畹町直接与缅甸相连的交通重镇。安宁市东北与昆明市西山区相连，东南与晋宁县接壤，西与易门、禄丰县毗邻，经昆明绕城高速公路半个小时即可到达昆明市区，经302国道可直达缅甸。

安宁市自然资源丰富，矿产资源主要有磷、盐、铁、铜、铝等诸多矿藏，安宁市为云南省最大的冶金、盐、磷化工基地，云南最大的钢铁企业昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢”）和云南最大的化工企业云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化”）的主要生产基地均位于安宁市。在昆钢和云天化等行业龙头企业的带动下，安宁市已形成钢铁、磷盐化工两大主导产业。近年来受供给侧改革以及去产能政策影响，安宁市工业发展较低迷，2015-2016年安宁市工业增加值分别为102.89亿元、90.50亿元，增速分别为-1.4%和-1.1%，工业增加值持续负增长。2017年受主要工业品价格回暖影响，安宁市完成工业总产值623.12亿元，比上年增长50.7%，实现工业增加值123.31亿元，比上年增长35.9%。

2015-2017年安宁市实现地区生产总值（GDP）分别为260.15亿元、272.87亿元和317.61亿元，分别同比增长3.6%、8.0%和15.5%，经济实力逐步提升。近三年安宁市人均生产总值均高于全国平均水平，2017年人均生产总值为84,787元，为全国人均GDP的142.12%。

2017年安宁市第一、二、三产业分别实现增加值13.97亿元、137.04亿元和166.60亿元，同比分别增长6.2%、25.4%和8.1%，一、二、三产业增加值比重由2015年的4.8：46.0：49.2调整为2017年的4.4：43.1：52.5，第三产业比重持续提升。2015-2017年安宁市分别完成规模以上固定资产投资273.89亿元、359.12亿元和300.82亿元，增速分别为10.2%、31.1%和-16.2%；全市社会消费品零售总额持续增长，并保持较快增速；安宁市金融机构存款余额和贷款余额均有所增长，为当地经济发展提供一定的金融支持。

表 5 2015-2017 年安宁市主要经济指标及增速情况（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	317.61	15.5%	272.87	8.0%	260.15	3.6%

第一产业增加值	13.97	6.2%	13.31	5.9%	12.56	5.9%
第二产业增加值	137.04	25.4%	109.38	0.9%	119.60	0.0%
第三产业增加值	166.60	8.1%	150.18	14.8%	127.99	7.5%
工业增加值	123.31	35.9%	90.50	-1.1%	102.89	-1.4%
规模以上固定资产投资	300.82	-16.2%	359.12	31.1%	273.89	10.2%
社会消费品零售总额	108.98	13.7%	95.84	14.7%	83.55	9.5%
进出口总额（亿美元）	24.24	255.4%	6.97	-20.0%	8.71*	44.4%
存款余额	359.26	5.4%	340.90	8.2%	315.15	18.9%
贷款余额	344.2	20.1%	286.58	10.9%	258.50	4.3%
人均 GDP（元）	84,787		73,810		71,372	
人均 GDP/全国人均 GDP	142.12%		136.74%		144.62%	

注：“*” 仅统计出口总额。

资料来源：安宁市 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

安宁市公共财政收入有所波动，税收收入占比较高，财政自给能力有所降低

受政府性基金收入波动影响，2015-2017年安宁市地方综合财力分别为596,688万元、495,424万元和533,948万元，地方综合财力以公共财政收入和上级补助收入为主。

受非税收入波动影响，2015-2017年安宁市公共财政收入分别为264,509万元、291,300万元和288,778万元，其中税收收入占比分别为79.86%、76.93%和82.23%，税收以增值税、耕地占用税等税种为主，公共财政收入质量较好。2015-2017年安宁市上级补助收入分别占地方综合财力的比重为22.48%、30.66%和23.12%，亦有所波动，上级补助收入中一般性转移支付收入占比为15.89%、14.41%和15.70%，上级补助收入自由支配度较低。政府性基金收入受土地出让市场和政府土地规划政策调整等因素影响而出现波动，2015-2017年分别为198,063万元、52,235万元和121,743万元，从而影响安宁市地方综合财力的稳定性。

财政支出方面，2017年安宁市公共财政支出规模为362,220万元，2015-2017年复合增长率为11.39%，主要为教育、一般公共服务、城乡社区支出等。受公共财政支出规模增速较快影响，2017年安宁市财政自给率为79.72%，较2016年下降15.03个百分点。

表 6 2015-2017 年安宁市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	533,948	495,424	596,688
（一）公共财政收入	288,778	291,300	264,509
其中：税收收入	237,463	224,102	211,248
非税收入	51,315	67,198	53,261
（二）上级补助收入	123,427	151,889	134,116
其中：返还性收入	47,535	47,002	32,645

一般性转移支付收入	19,383	21,893	21,315
专项转移支付收入	56,509	82,994	80,156
(三) 政府性基金收入	121,743	52,235	198,063
其中：国有土地使用权出让收入	116,725	-	186,131
财政支出= (四) + (五)	431,667	350,229	455,818
(四) 公共财政支出	362,220	307,448	291,909
(五) 政府性基金支出	69,447	42,781	163,909
财政自给率	79.72%	94.75%	90.61%

注：“-”未取得相关数据；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《安宁市 2017 年地方财政预算执行情况和 2018 年地方财政预算（草案）的报告》、安宁市财政局，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《安宁发展投资集团有限公司章程》，不设立股东会，设董事会、监事会、总经理，实行总经理对董事会负责制，公司所有重要、重大决议事项均需经公司董事会表决，表决通过后方为有效。

公司的出资人为安宁市财政局，是公司的最高权力机构；董事会成员共5名，设董事长1人，1名职工董事由公司职工代表大会选举产生，其余董事由出资人委派。董事任期为三年，任期届满，连选可以连任；监事会成员由5人组成，其中职工监事为2人。公司监事会成员由出资人委派，但职工监事由公司职工代表大会选举产生。公司董事、高级管理人员不得兼任监事；公司设总经理1人，设副总经理2人。董事会成员经规定程序批准，可兼任总经理、副总经理。总经理负责公司的日常经营管理工作，对董事会负责。公司目前不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况，但董事长、两名监事暂时缺位，需关注后续对公司经营管理的影响。

根据经营管理需要，公司设立了综合管理部、资本运营部、财务部、投资经营部和项目建设部等职能部门，并建立了财务会计制度、重大投融资制度、担保制度和信息披露制度等内部控制制度，以保证公司资产及资金安全。截至2018年7月末公司组织结构图如附录六所示。

六、经营与竞争

公司为安宁市主要的基础设施投融资建设主体，经营业务包括城市基础设施建设业务、供水及污水处理、租赁业务和房屋销售业务等。2015-2017 年公司分别实现营业收入

74,205.74 万元、76,542.73 万元和 76,610.56 万元，收入规模逐年增长。公司营业收入主要来源于市政基础设施建设，2015-2017 其收入占比分别为 91.28%、65.91%和 68.05%，2016 年起公司新增房屋销售收入，并实现房屋租赁、供水及其他业务收入，对营业收入形成一定补充，其他业务收入主要包括安保服务收入、绿化工程收入等。

受公司各项业务毛利率波动影响，公司综合毛利率波动较大，2015-2017 年分别为 21.00%、13.36%和 25.40%。

表 7 近年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
市政基础设施建设	52,130.99	14.40%	50,452.36	13.90%	67,736.75	17.10%
房屋销售	18,737.09	41.24%	18,212.07	4.64%	0.00	-
租赁业务	2,349.07	54.44%	1,474.67	74.04%	1,674.04	54.31%
供水业务	245.98	19.88%	1,106.91	12.86%	1,137.26	7.40%
其他业务	3,147.44	92.15%	5,296.72	21.39%	3,657.69	82.21%
合计	76,610.56	25.40%	76,542.73	13.36%	74,205.74	21.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司市政基础设施建设收入有所波动，在建项目规模较大，未来业务持续性较好，但面临较大的资金压力

公司作为安宁市主要的基础设施投资主体，承担了安宁市主城区、太平新城及安宁工业园区的主要基础设施建设任务。2010年、2012年，公司分别与安宁市政府、太平新城管理委员会、安宁工业园区管理委员会签订了《投资建设与回购协议书》（以下简称“协议”），2014-2015年，公司与安宁市政府签订了《项目委托代建合同》（以下简称“合同”），协议（合同）约定：公司负责受托项目的投资建设，项目完工验收后，由项目业主按项目投资总额的120%逐年向公司支付结算资金款。在收入确认方面，每年由安宁市财政局出具“委托开发建设项目结算确认书”，对当年发生的项目工程造价进行确认，并按工程造价成本的120%与公司办理资金结算，公司据此确认收入。

2015-2017年公司分别确认市政基础设施建设收入6.77亿元、5.05亿元和5.21亿元，主要来自工业园区快速通道（安宁至禄祿）一级路、安宁市西一绕市政道路工程和安宁城市文化中心工程等项目。毛利率方面，由于2015年、2016年和2017年确认收入项目中的新城工程、宁湖左岸东侧农贸市场西侧道路工程和绿化工程等零星工程，均未按照项目造价成本120%确认收入，公司市政基础设施建设业务毛利率有所波动，2015-2017年分别为 17.10%、13.90%和14.40%。

表 8 公司市政基础设施建设业务明细（单位：万元）

时间	项目名称	造价成本	结算金额
2017 年	安宁城市文化中心工程	25,000.00	29,126.21
	安楚高速龙山立交	9,685.58	11,284.17
	九龙河防洪治理项目	9,685.58	11,284.17
	绿化工程	143.85	267.97
	其他	109.01	168.47
	合计	44,624.02	52,130.99
2016 年	安宁市西一绕市政道路工程	12,106.98	14,105.22
	安宁市 2012 年新建公共租赁住房项目	12,106.98	14,105.22
	龙川路工程项目	10,312.72	12,014.82
	麒麟片区道路建设	5,710.79	6,653.35
	安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脿）一级公路	2,511.54	2,926.07
	安宁工业园区科技孵化基地厂房项目	418.59	487.68
	宁湖左岸东侧农贸市场西侧道路工程	269.64	160.00
	合计	43,437.24	50,452.36
2015 年	安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脿）一级公路	33,809.39	40,571.27
	自然村路工程	14,313.67	17,176.41
	安宁工业园区科技孵化基地厂房项目	5,634.90	6,761.88
	草铺街道办事处场地平整工程项目	2,064.20	2,477.04
	下碾龙潭调水工程	249.40	299.28
	中石油项目	42.06	50.48
	新城工程	38.91	400.39
	合计	56,152.53	67,736.75

资料来源：公司提供

此外，针对“14安发债”12个募投项目（主要包括安宁工业园区运输快速通道（安宁至禄脿）一级公路、安宁市西一绕市政道路工程等），公司与安宁市政府签订了《投资建设转让收购（BT）合同》，公司自筹资金进行项目建设，由安宁市政府按照项目投资总额的120%进行结算。截至2017年末，“14安发债”募投项目均已完工，项目协议总投资311,875.92万元，公司已累计确认项目结算收入合计113,540.50万元。

截至2017年末，公司主要在建项目总投资预计为623,742.88万元，已投资213,942.50万元，主要为昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目、铁路专用线、安宁工业园区基础设施建设项目等，其中铁路专用线为公司自营项目，尚未完成工程结算，完工后预计可为公司带来一定的铁路运营收入，安宁市中心城区地下综合管廊为本期债券募投项目；随着其余代建项目的建设推进及结算，公司仍能实现一定规模的市政基础设施建设收入，但在建工程尚需投资409,800.38万元，面临较大的资金压力。

表9 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算总投资	已投资	尚需投资	是否代建
昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目	174,561.09	26,613.91	147,947.18	是
铁路专用线	173,508.00	89,048.01	84,459.99	否
安宁市中心城区地下综合管廊	155,673.79	3,579.86	152,093.93	否
安宁工业园区基础设施建设项目	80,000.00	56,643.42	23,356.58	是
草铺街道办事处基础设施建设项目	40,000.00	38,057.30	1,942.70	是
合计	623,742.88	213,942.50	409,800.38	-

资料来源：公司提供

公司新增房地产销售收入，随着在售项目销售及结算，公司未来仍可实现一定规模的房地产销售收入

2016年公司新增房地产销售收入，主要来自安宁市安澜雅苑、山水融城两个楼盘项目销售结算，2016-2017年合计结算面积分别为49,402.03平方米和28,788.79平方米，实现房屋销售收入合计18,212.07万元和18,737.09万元。2016年公司房地产销售毛利率为4.64%，主要系安澜雅苑和山水融城部分房屋为安置房性质，售价相对较低所致。

表10 2016-2017年公司房产项目结算情况（单位：平方米、万元）

项目名称	2017 年		2016 年	
	结算面积	结算金额	结算面积	结算金额
安澜雅苑	14,418.60	5,402.74	9,275.79	3,425.55
山水融城	14,370.19	13,334.35	40,126.24	14,786.52
合计	28,788.79	18,737.09	49,402.03	18,212.07

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司可售房地产项目为安澜雅苑、山水融城、始甸安置小区和册峨安置小区，均已完工，其中始甸安置小区和册峨安置小区均为安置房性质，售价较低，后续销售收入或无法覆盖项目投资成本。截至2017年末，上述房地产项目总可售面积合计为636,463.29平方米，已销售面积合计为466,496.92平方米，已售未结算面积388,306.10平方米，预收房款50,276.32万元，剩余可售面积为169,966.37平方米。随着在售房产项目实现销售及结算，公司仍可实现一定规模的房地产销售收入。

表11 截至2017年末公司房地产项目销售情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	项目总投资	总可售面积	累计已售面积	已售未结算面积	剩余可售面积
安澜雅苑	5.30	136,728.46	83,210.66	59,516.27	53,517.80
山水融城	5.66	87,503.83	79,667.26	25,170.83	7,836.57
始甸安置小区	7.40	218,763.00	174,163.00	174,163.00	44,600.00
册峨安置小区	3.80	193,468.00	129,456.00	129,456.00	64,012.00

合计	22.16	636,463.29	466,496.92	388,306.10	169,966.37
----	-------	------------	------------	------------	------------

资料来源：公司提供

公司租赁业务、供水业务及其他业务对收入形成一定补充

公司租赁业务主要来源于商铺、酒店和场地等商业出租，以及安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房和办公区的出租等，出租资产主要位于安宁市城区及其下辖乡镇。截至 2017 年末，公司租赁资产出租总面积为 142,270.27 平方米，其中商铺、酒店及场地等商业出租面积为 91,517.79 平方米、安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房和办公区出租面积分别为 27,674.32 平方米和 23,078.16 平方米，出租率分别为 91.23%、100.00%和 78.46%。公司出租资产均采用市场化差别定价，商业出租资产租赁合同每年签订 1 次，安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房出租和办公区出租资产租赁合同每 3 年签订 1 次。

2015-2017 年公司租赁收入分别为 1,674.04 万元、1,474.67 万元和 2,349.07 万元，2017 年租赁收入有所增长，主要系安宁工业园区中小企业科技孵化基地出租面积增加所致。

表12 截至2017年末公司租赁资产情况

租赁资产	出租面积(平方米)	出租率
商业出租	91,517.79	91.23%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地厂房出租	27,674.32	100.00%
安宁工业园区中小企业科技孵化基地办公区出租	23,078.16	78.46%
合计	142,270.27	-

资料来源：公司提供

公司供水业务主要为子公司安宁工业园区投资开发有限公司（以下简称“安宁工投”）负责安宁工业园区内的生活和工业转供水业务。截至2017年末，公司日供水能力为2.00万吨，由于2017年下半年起安宁工投不再负责安宁工业园区内的工业转供水业务，2015-2017 年供水量分别为592.49万吨、457.47万吨和51.97万吨，实现供水业务收入分别为1,137.26 万元、1,106.91万元和245.98万元。此外，2015-2017年公司实现其他业务收入分别为3,657.69 万元、5,296.72万元和3,147.44万元，其中2016年同比增长44.81%，主要系子公司云南春硕园林绿化工程有限公司新增苗圃建设和绿化工程收入所致，对公司收入形成一定补充。

公司持续得到外部的大力支持

为了更好地发挥公司在城市基础设施建设中的重要作用，安宁市政府在增资和资产注入以及财政补贴方面给予公司较大支持。

资产注入方面，根据安政复【2012】248 号文件，2012 年安宁市政府向公司注入土地使用权 174,195.01 万元，计入公司资本公积，均为划拨用地，面积合计 122.38 万平方米。2015-2017 年公司分别收到股东安宁市财政局拨款 25,468.89 万元、35,975.66 万元和 39,886.17 万元，合计 101,330.72 万元均计入资本公积；此外，2016 年 8 月 9 日股东安宁

市财政局对公司货币增资 170,000.00 万元，公司实收资本增至 200,000.00 万元。

政府补助方面，公司 2015-2016 年分别收到股东安宁市财政局拨付的基础设施专项补助 19,997.93 万元和 17,686.12 万元，合计 37,684.05 万元计入营业外收入，2017 年获得政府补助 25,572.84 万元计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

鹏元也关注到，2017 年公司资本公积减少 164,015.52 万元，主要系公司 2017 年清理扣除了资产存货中面积合计 355.39 万平方米、证载用途为空闲地的划拨土地 161,348.73 万元所致。

七、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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，其中2015年数据采用2016年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。截至2017年末，纳入公司合并范围子公司共计24家，明细如附录五所示。

资产结构与质量

公司总资产规模有所波动，以存货为主，且应收款项和预付款项存在资金占用，整体资产流动性一般

近年公司资产规模有所波动，2017年达到2,216,742.67万元，同比减少2.89%，主要系公司当年清理扣除了存货中证载用途为空闲地的划拨土地161,348.73万元所致。2016年资产规模同比增长16.52%，主要受益于股东安宁市财政局注资和公司经营积累。公司近年资产结构以流动资产为主。

表 13 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	41,995.30	1.89%	46,867.58	2.05%	63,301.16	3.23%
应收账款	139,404.40	6.29%	138,795.13	6.08%	140,621.44	7.18%
预付款项	171,603.03	7.74%	283,185.34	12.41%	240,594.77	12.28%
其他应收款	500,940.71	22.60%	201,862.84	8.84%	218,403.59	11.15%
存货	856,101.20	38.62%	990,320.51	43.38%	870,975.79	44.46%
其他流动资产	9,022.82	0.41%	145,497.23	6.37%	10,905.77	0.56%

流动资产合计	1,719,067.46	77.55%	1,806,528.64	79.14%	1,544,802.52	78.86%
可供出售金融资产	135,773.45	6.12%	106,216.36	4.65%	100,660.00	5.14%
固定资产	67,653.85	3.05%	87,394.37	3.83%	87,671.96	4.48%
在建工程	152,705.71	6.89%	113,745.33	4.98%	115,257.02	5.88%
其他非流动资产	61,871.31	2.79%	66,871.31	2.93%	0.00	0.00%
非流动资产合计	497,675.20	22.45%	476,153.89	20.86%	414,233.29	21.14%
资产总计	2,216,742.67	100.00%	2,282,682.53	100.00%	1,959,035.80	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其他应收款和存货构成。公司货币资金2017年末为41,995.30万元，期末无受限货币资金。公司应收账款主要为应收市政基础设施建设业务款等，近年规模较稳定，2017年末为139,404.40万元，应收账款中应收安宁市财政局132,890.65万元，占应收账款总额的92.72%，账龄主要在1年以上，回收时点不确定，对公司资金存在占用。公司预付款项主要为预付的拆迁款和工程款等，近年规模有所波动，2017年末为171,603.03万元，其中预付安宁市土地储备中心项目款151,500.00万元，占预付账款总额的88.29%。2016年末预付款项同比增长17.70%，主要为预付安宁市土地储备中心拆迁款和安宁市城市建设投资发展有限公司工程款增加所致。

公司其他应收款主要为往来款等，2017年末达到500,940.71万元，同比增长148.16%，其中应收安宁市城市建设投资发展有限公司、安宁市土地储备中心、安宁市财政局、安宁瀨成园林绿化有限公司和安宁青龙沛源投资开发有限公司合计395,817.05万元，占其他应收款总额的78.43%，应收对象主要为国有企业及政府单位，回收时点存在不确定性。截至2017年末，公司应收账款、预付账款和其他应收款合计811,948.14万元，占总资产的36.63%，对公司营运资金存在较大的占用。

公司存货主要为开发成本和开发产品，近年规模有所波动，其中开发成本主要包括土地资产、完工待结算和在建的代建项目等，开发产品主要为公司建设开发用于出售的房地产项目。2017年末公司存货为856,101.20万元，占总资产比重为38.62%，主要包括土地资产284,934.06万元、待结算的“14安发债”募投项目156,048.93万元以及其他代建项目。存货中土地资产价值284,934.06万元，面积合计207.70万平方米，主要为城镇住宅用地及其他商服用地等，其中划拨地价值为214,795.45万元，占存货中土地资产价值的75.38%，明细如附录七所示。此外，期末存货中账面价值79,573.70万元的土地资产已用于抵押，占总资产的3.59%。2017年存货较2016年同比下降13.55%，主要系公司当年清理扣除了存货中面积合计355.39万平方米、证载用途为空闲地的划拨土地161,348.73万元所致；2016年存货同比增长13.70%，主要系安宁工业园区基础设施建设项目等投入增加所致。

公司其他流动资产为协议存款和预交税费构成，2017年同比下降93.80%，主要系公司

取回部分协议存款134,313.03万元所致，2016年同比增长1,234.13%，主要系公司当年新增协议存款135,243.03万元所致。

非流动资产方面，2017年末公司可供出售金融资产为135,773.45万元，同比增长27.83%，其中对云南滇中创业投资有限公司投资100,000.00万元（持股比例为28.57%），并且当年将公司2016年对安宁市城市建设投资发展有限公司的长期股权投资28,000.00万元转入可供出售金融资产核算，截至2017年末安宁市城市建设投资发展有限公司章程尚在变更过程中，公司暂未取得对其表决权。2015-2017年公司持有可供出售金融资产取得的投资收益分别为1,934.39万元、0.00元和0.00元。

公司固定资产主要为房产等，其中部分已用于对外出租，2017年末固定资产账面价值为67,653.85万元，同比下降22.59%，主要系其他转出16,050.00万元所致。截至2017年末，公司在建工程为152,705.71万元，主要为铁路专用线、公租房项目等项目成本，并当年新增昆钢东片区基础设施及土地一级开发项目成本26,613.91万元，在建工程中公租房和廉租房项目等属于“14安发债”募投项目，截至2017年末均已完工。2017年末在建工程中已用于售后回租融资租赁资产89,048.01万元，占总资产的4.02%。2017年末公司其他非流动资产为61,871.31万元，主要为定期存款60,990.00万元（期限为3年，利率为4.00%），已全部用于对外质押。

整体来看，近年公司总资产规模有所波动，但以存货为主，且应收账款、其他应收款和预付款项规模大，存在资金占用，2017年末受限的存货、在建工程、其他非流动资产等资产合计307,796.08万元，占总资产的13.89%，公司整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助有效提升了公司利润水平

2017年公司实现营业收入76,610.56万元，2015-2017年复合增长率为1.61%，主要来源于市政基础设施建设业务。截至2017年末，公司负责代建的主要在建项目尚需投资173,246.46万元，以及待结算的“14安发债”募投项目成本182,653.57万元，随着该等项目后续完成结算，未来公司仍可获得一定规模的市政基础设施建设收入。此外，随着在售房地产项目后续销售及结算，公司仍可实现一定的房地产销售收入，对公司收入形成一定补充。

受各项业务毛利率波动影响，公司综合毛利率波动较大，2015-2017年分别为21.00%、13.36%和25.40%，加之2017年公司将政府补助25,572.84万元计入其他收益，导致近年公司营业利润波动亦较大。

2015-2016年公司收到安宁市财政局拨付的基础设施专项补助19,997.93万元和17,686.12万元，计入营业外收入，分别占同期利润总额的74.39%和92.84%，2017年获得政府补助25,572.84万元计入其他收益，有效提升了公司利润水平。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	76,610.56	76,542.73	74,205.74
其他收益	25,572.84	0.00	0.00
营业利润	27,393.55	1,100.11	6,999.80
营业外收入	328.20	18,050.45	20,028.84
利润总额	27,573.50	19,049.44	26,882.92
综合毛利率	25.40%	13.36%	21.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，承建项目投资规模较大，面临较大的资金压力

整体来看，公司现金收取主要来源于政府部门，受政府部门审批流程较长及财政资金安排等因素影响，公司工程款等回收时点的不确定导致收现比波动明显。2016年和2017年公司经营活动现金分别净流出58,020.14万元和21,179.80万元，主要由于公司支付给其他单位往来款等现金流出规模较大所致；2015年公司经营活动现金净流出174,584.72万元，主要系项目结算款流入规模小于公司项目建设支出的现金流出规模所致。

公司投资活动现金2015-2017年分别净流出255,780.99万元、45,311.61万元和32,557.11万元，主要系2015年公司新增对云南滇中创业投资有限公司投资100,000.00万元并购买定期存单74,551.30万元，2016年公司新增对安宁市城市建设投资发展有限公司的长期股权投资28,000.00万元，2017年在建工程投入持续增加所致。

公司经营和投资活动所需资金缺口主要依靠筹资活动产生的现金，2015-2016年公司筹资活动现金分别净流入385,092.86万元、222,141.20万元，主要为增加借款收到的现金和安宁市财政局的增资款，2017年筹资活动现金净流出85,448.40万元，主要系当年偿还债务本息规模较大所致。截至2017年末，公司主要在建项目尚需投资409,800.38万元，未来仍面临较大的资金压力。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.96	0.66	1.24
销售商品、提供劳务收到的现金	73,189.46	50,825.38	91,856.96

收到的其他与经营活动有关的现金	314,044.73	220,427.58	143,079.35
经营活动现金流入小计	387,234.18	271,252.96	234,936.31
购买商品、接受劳务支付的现金	14,687.80	31,168.17	297,583.53
支付的其他与经营活动有关的现金	387,502.35	291,496.41	101,796.05
经营活动现金流出小计	408,413.98	329,273.10	409,521.02
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.72
投资活动产生的现金流量净额	-32,557.11	-45,311.61	-255,780.99
筹资活动产生的现金流量净额	-85,448.40	222,141.20	385,092.86
现金及现金等价物增加额	-139,185.31	118,809.45	-45,272.85

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

公司负债规模持续增长，且有息债务规模较大，面临较大的债务压力

受公司融资借款等增加影响，2017年末公司负债总额为1,145,609.52万元，2015-2017年复合增长率为6.52%。2017年公司所有者权益为1,071,133.15万元，同比下降8.40%，主要系公司当年清理扣除划拨土地所致，2016年所有者权益同比增长23.17%，主要得益于公司经营积累和股东安宁市财政局增资等资产注入。受净资产减少影响，2017年末公司产权比率为106.95%，同比上升11.74个百分点，净资产对负债的覆盖程度有所下降。公司负债结构以非流动负债为主。

表 16 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	1,145,609.52	1,113,345.77	1,009,669.94
所有者权益	1,071,133.15	1,169,336.76	949,365.86
产权比率	106.95%	95.21%	106.35%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等。公司预收款项主要为预售房款和预收租金等，规模逐年减少，主要系预收房款结转收入所致。2017年末达到62,622.66万元，其中预收安澜雅苑、山水融城、始甸安置小区、册峨安置小区售房款合计50,276.32万元、预收中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司租金11,587.35万元。公司其他应付款主要为往来款，近年规模有所波动，2017年末达到143,686.68万元，其中应付安宁安发中冶投资建设有限公司、通号建设集团有限公司、安宁温泉绿林环卫绿化有限公司、中国建筑股份有限公司和草铺街道权甫村委会往来款合计100,000.00万元。随着公司长期债务逐年到期，一年内到期的非流动负债持续增长，2017年末达到129,479.26万元，其中1年内到期的长期借款4,660.00万元、1年内到期的应付债券23,319.26万元、1

年内到期的长期应付款101,500.00万元。2017年末其他流动负债20,000.00万元，系公司2017年10月11日发行的短期应付债券PPN，期限为1年。

公司非流动负债主要集中于长期借款和长期应付款。公司长期借款持续增长，2017年末为258,280.00万元，较2015年增长12.10倍。应付债券为公司2014年5月发行的“14安发债”12亿元，期限为7年，票面利率为7.43%，随着债券分期偿还，2017年末应付债券为69,957.78万元。公司已于2018年3月30日公告拟提前全额兑付“14安发债”剩余本金及支付相应利息的议案，并于2018年5月7日获得“14安发债”债券持有人会议决议通过。公司长期应付款主要为信托借款和融资租赁款，规模逐年减小，2017年末为408,813.81万元，其中融资租赁借款302,333.81万元、信托借款170,480.00万元以及东湖置业非标理财28,000.00万元等。

表 17 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
短期借款	0.00	0.00%	800.00	0.07%	3,540.00	0.35%
预收款项	62,622.66	5.47%	63,672.71	5.72%	91,216.36	9.03%
其他应付款	143,686.68	12.54%	64,611.35	5.80%	83,469.57	8.27%
一年内到期的非流动负债	129,479.26	11.30%	25,277.18	2.27%	2,170.00	0.21%
其他流动负债	20,000.00	1.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	398,537.33	34.79%	193,166.12	17.35%	211,498.00	20.95%
长期借款	258,280.00	22.55%	217,250.00	19.51%	19,712.00	1.95%
应付债券	69,957.78	6.11%	93,108.73	8.36%	116,245.82	11.51%
长期应付款	408,813.81	35.69%	606,048.96	54.43%	655,740.00	64.95%
非流动负债合计	747,072.19	65.21%	920,179.66	82.65%	798,171.94	79.05%
负债合计	1,145,609.52	100.00%	1,113,345.77	100.00%	1,009,669.94	100.00%
其中：有息债务	886,530.85	77.39%	942,484.87	84.65%	799,407.82	79.18%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，公司通过银行借款、发行债券、融资租赁、信托借款等多种形式进行融资，随着部分债务到期，有息债务规模有所波动，2017年末达到886,530.85万元，较2015年末增长10.90%，占负债规模的77.39%。从公司提供的有息债务偿还计划表来看，公司未来几年均面临较大的债务压力，其中2018-2020年需偿还债务合计537,498.42万元，公司面临较大的债务压力。

表18 截至2017年末公司有息债务偿还计划情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
有息债务偿还额	234,669.26	193,173.76	109,655.40

资料来源：公司提供

偿债能力方面，由于公司近年资产规模有所波动，资产负债率随之波动，2017年末为51.68%，整体有所上升。公司流动比率和速动比率近年亦均有所波动，但整体呈下降趋势，且考虑到公司资产以存货、应收款项为主，实际短期偿债能力受限。近年EBITDA随公司利润规模波动而变动，2017年为39,741.38万元，较2015年增长17.84%，2017年EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA较2015年均略有下降，公司盈利对债务偿还的保障程度较差。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	51.68%	48.77%	51.54%
流动比率	4.31	9.35	7.30
速动比率	2.17	4.23	3.19
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38	33,725.23
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32	0.86
有息债务/EBITDA	22.31	44.79	23.70

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券的偿债资金主要来源于募投项目收益、公司现有经营业务收入和土地资产变现收入等。

首先，募投项目的未来收益是本期债券按时还本付息的主要来源。根据《安宁市中心城区地下综合管廊建设工程项目可行性研究报告》，本期债券募投项目收入主要来源包括入廊单位支付一次性入廊费和管廊维护管理费。如本期债券在2018年成功发行，在本期债券存续期内，募投项目预计可实现营业收入138,611.00万元。但鹏元关注到，受工程进度等因素影响，该项目未来能否按期实现预期收益存在不确定性。

其次，公司现有经营业务收入能为公司偿债提供一定保障。公司是安宁市主要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，2015-2017年公司分别实现营业收入74,205.74万元、76,542.73万元和76,610.56万元，复合增长率为1.61%，主要来源于市政基础设施建设业务，截至2017年末公司负责代建的主要在建项目尚需投资173,246.46万元，以及待结算的“14安发债”募投项目成本182,653.57万元，随着该等项目后续完成结算，公司仍可获得一定规模的市政基础设施建设收入，并且随着公司在售房地产项目销售及结算，公司还将实现一定的房地产销售收入。同时鹏元也注意到，公司各年度的市政基础设施建设收入规模会因项目结算移交进度而产生波动，且在建工程面临较大的资金压力。

最后，公司必要时可以通过资产变现筹措偿债资金。截至2017年末，公司存货中拥有账面价值达284,934.06万元的国有土地使用权，面积合计207.70万平方米，主要为城镇住宅用地及其他商服用地等，当经营活动现金流不足时，可通过将部分土地资产变现的方式来补充偿债资金。但鹏元关注到，上述土地资产中划拨地账面价值214,795.45万元，占存货中土地资产价值的75.38%，且存货中账面价值79,573.70万元的土地资产已用于抵押，占存货中土地资产价值的27.93%，使用受限，同时土地集中变现存在一定难度，且土地资产价值易受土地市场波动影响，变现价值存在不确定性。

九、或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2017年末，公司对外担保金额合计241,600.00万元，占期末净资产的22.56%，被担保方均为安宁市当地国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 20 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
云南昆钢医院	17,500.00	2025-3-1	否
安宁市自来水有限公司	3,000.00	2025-11-4	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	18,000.00	2020-1-15	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2032-3-26	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2020-6-8	否
安宁市城市建设投资发展有限公司	3,100.00	2024-2-29	否
合计	241,600.00	-	-

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司存在法律诉讼情况：胡向东诉公司土地租赁合同纠纷一案。2016年9月14日一审法院作出民事判决，判令公司退还租金、土地使用税以及期间利息、律师费用，双方解除土地租赁合同。胡向东不服一审判决，向昆明市中级人民法院提起上诉。2018年2月13日公司收到昆明市中级人民法院民事判决书，维持云南省安宁市人民法院一审判决，判令公司向原告胡向东退还租金140,000元、土地使用税30,393元，合计170,393元，并以170,393元为本金，支付相应利息；自判决生效之日起十日内公司赔偿原告胡向东经济损失共计2,302,328.03元；自判决生效之日起十日内公司向胡向东支付律师代理费73,000元；驳回胡向东的其他诉讼请求。一审案件受理费41,355元，二审案件受理费41,355元，合计82,710元，由上诉人胡向东负担33,962.33元，由公司负担48,747.67元。

公司于2018年3月向安宁市人民法院起诉该案件涉事相关第三方，目前案件正在安

市人民法院受理中，后续需关注上述事项对公司的影响。

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	41,995.30	46,867.58	63,301.16
应收账款	139,404.40	138,795.13	140,621.44
预付款项	171,603.03	283,185.34	240,594.77
其他应收款	500,940.71	201,862.84	218,403.59
存货	856,101.20	990,320.51	870,975.79
其他流动资产	9,022.82	145,497.23	10,905.77
流动资产合计	1,719,067.46	1,806,528.64	1,544,802.52
可供出售金融资产	135,773.45	106,216.36	100,660.00
持有至到期投资	0.00	0.00	79,551.30
长期应收款	30,000.00	30,000.00	0.00
长期股权投资	3,322.51	30,851.99	3,068.83
固定资产	67,653.85	87,394.37	87,671.96
在建工程	152,705.71	113,745.33	115,257.02
无形资产	27,343.37	23,096.25	22,558.69
商誉	3,635.94	3,635.94	3,635.94
长期待摊费用	13,506.88	12,518.07	62.45
递延所得税资产	1,862.19	1,824.27	1,767.10
其他非流动资产	61,871.31	66,871.31	0.00
非流动资产合计	497,675.20	476,153.89	414,233.29
资产总计	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80
短期借款	0.00	800.00	3,540.00
应付票据	0.00	0.00	2,000.00
应付账款	19,918.57	16,747.46	12,422.16
预收款项	62,622.66	63,672.71	91,216.36
应付职工薪酬	143.16	168.90	157.23
应交税费	18,229.01	16,216.95	10,851.11
应付利息	4,458.00	5,671.57	5,671.57
其他应付款	143,686.68	64,611.35	83,469.57
一年内到期的非流动负债	129,479.26	25,277.18	2,170.00
其他流动负债	20,000.00	0.00	0.00
流动负债合计	398,537.33	193,166.12	211,498.00
长期借款	258,280.00	217,250.00	19,712.00
应付债券	69,957.78	93,108.73	116,245.82
长期应付款	408,813.81	606,048.96	655,740.00

专项应付款	10,020.60	3,771.97	6,474.12
非流动负债合计	747,072.19	920,179.66	798,171.94
负债合计	1,145,609.52	1,113,345.77	1,009,669.94
实收资本（股本）	200,000.00	200,000.00	30,000.00
资本公积	601,316.89	725,446.24	689,470.58
盈余公积	6,793.36	6,529.68	5,597.95
未分配利润	162,238.11	136,890.69	123,827.56
归属于母公司所有者权益合计	970,348.36	1,068,866.61	848,896.09
少数股东权益	100,784.79	100,470.15	100,469.78
所有者权益合计	1,071,133.15	1,169,336.76	949,365.86
负债和所有者权益总计	2,216,742.67	2,282,682.53	1,959,035.80

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，下同

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	76,610.56	76,542.73	74,205.74
二、营业总成本	74,500.38	72,874.46	69,021.79
减：营业成本	57,149.17	66,315.10	58,621.20
营业税金及附加	2,189.33	769.80	657.57
销售费用	394.72	257.30	350.06
管理费用	11,374.29	6,967.20	8,094.00
财务费用	3,241.16	-1,954.78	-101.59
资产减值损失	151.70	519.83	1,400.55
投资收益	-129.48	-2,568.16	1,815.85
资产处置收益	-159.99	0.00	0.00
其他收益	25,572.84	0.00	0.00
三、营业利润	27,393.55	1,100.11	6,999.80
加：营业外收入	328.20	18,050.45	20,028.84
减：营业外支出	148.26	101.12	145.72
四、利润总额	27,573.50	19,049.44	26,882.92
减：所得税费用	963.44	3,053.73	2,966.47
五、净利润	26,610.06	15,995.72	23,916.45
减：少数股东损益	69.64	0.37	0.45
六、归属于母公司所有者的净利润	26,540.42	15,995.35	23,916.00

资料来源：公司 2016-2017 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
销售商品、提供劳务收到的现金	73,189.46	50,825.38	91,856.96
收到其他与经营活动有关的现金	314,044.73	220,427.58	143,079.35
经营活动现金流入小计	387,234.18	271,252.96	234,936.31
购买商品、接受劳务支付的现金	14,687.80	31,168.17	297,583.53
支付给职工以及为职工支付的现金	4,396.61	4,277.18	4,084.31
支付的各项税费	1,827.23	2,331.33	6,057.14
支付其他与经营活动有关的现金	387,502.35	291,496.41	101,796.05
经营活动现金流出小计	408,413.98	329,273.10	409,521.02
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.72
收回投资收到的现金	0.00	0.00	152.41
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	1,934.39
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	0.00	0.06
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	760.22	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	760.22	2,086.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,957.11	18,071.82	77,986.56
投资支付的现金	600.00	28,000.00	179,881.30
投资活动现金流出小计	32,557.11	46,071.82	257,867.86
投资活动产生的现金流量净额	-32,557.11	-45,311.61	-255,780.99
吸收投资收到的现金	111.28	178,765.60	100,000.00
取得借款收到的现金	197,800.00	369,500.00	467,662.00
收到其他与筹资活动有关的现金	38,026.09	0.00	2,830.00
筹资活动现金流入小计	235,937.36	548,265.60	570,492.00
偿还债务支付的现金	255,653.97	192,602.00	146,352.15
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	62,859.12	65,031.36	39,047.00
支付其他与筹资活动有关的现金	2,872.68	68,491.04	0.00
筹资活动现金流出小计	321,385.77	326,124.40	185,399.14
筹资活动产生的现金流量净额	-85,448.40	222,141.20	385,092.86
现金及现金等价物净增加额	-139,185.31	118,809.45	-45,272.85

资料来源：公司 2016-2017 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	26,610.06	15,995.72	23,916.45
加：资产减值准备	151.70	519.83	1,400.55
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,147.53	1,223.82	6,059.41
无形资产摊销	703.17	419.35	353.03
长期待摊费用摊销	16.71	18.61	55.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	159.99	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	48.26
财务费用	5,300.46	330.15	374.14
投资损失	129.48	2,568.16	-1,815.85
递延所得税资产减少	-37.93	-129.96	-379.84
存货的减少	-27,129.42	-184,453.26	-103,735.20
经营性应收项目的减少	-189,195.08	-114,435.68	-168,989.70
经营性应付项目的增加	155,963.50	219,923.12	68,128.31
经营活动产生的现金流量净额	-21,179.80	-58,020.14	-174,584.71

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	886,530.85	942,484.87	799,407.82
资产负债率	51.68%	48.77%	51.54%
流动比率	4.31	9.35	7.30
速动比率	2.17	4.23	3.19
综合毛利率	25.40%	13.36%	21.00%
EBITDA（万元）	39,741.38	21,041.38	33,725.23
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.32	0.86
收现比	0.96	0.66	1.24

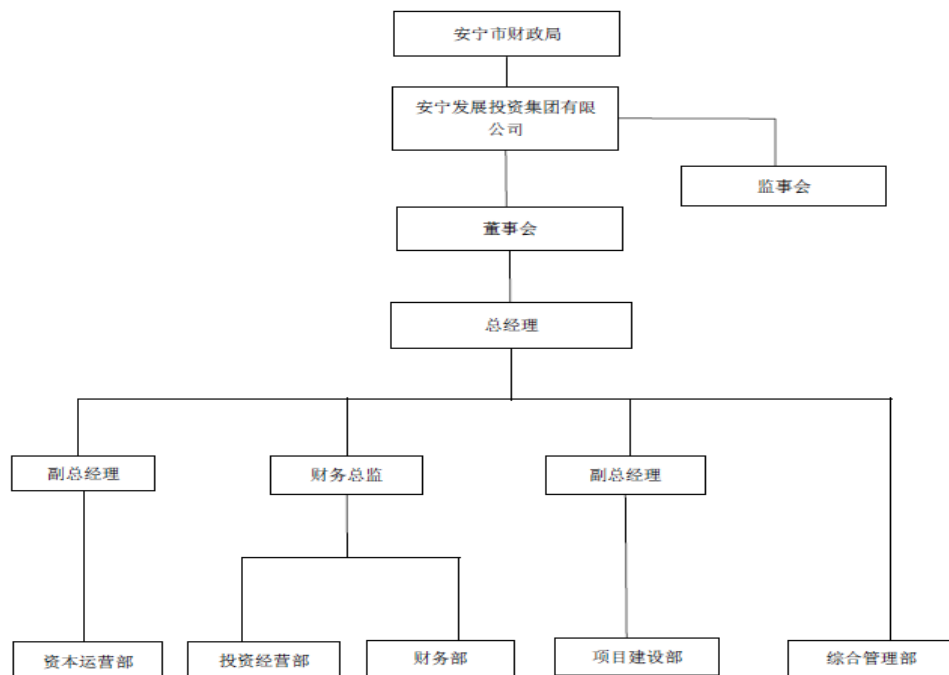
资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
安宁市新城投资开发有限公司	21,148.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁市路达市政工程有限公司	1,000.00	100.00%	市政基础设施建设、开发
安宁兴育投资开发有限公司	24,300.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁育腾投资开发有限公司	300.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
安宁市交通投资有限公司	15,000.00	100.00%	交通项目的投资、开发、建设及咨询
安宁青帝园林绿化工程有限公司	300.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
安宁兴卫医疗资产管理有限公司	2,000.00	75.00%	医疗资产管理
安宁市水利投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	水利项目投资、开发、建设、经营、管理及咨询
安宁市保障性住房建设管理有限公司	1,000.00	100.00%	项目投资开发
安宁工业园区投资开发有限公司	71,961.00	100.00%	项目投资、开发、经营、管理及咨询
安宁市太平新城投资有限公司	28,600.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询
昆明安发股权投资基金管理有限公司	1,000.00	100.00%	委托管理股权投资基金
安宁市旅游投资开发有限公司	4,000.00	100.00%	项目投资、开发、建设及咨询服务
安宁惠泉园艺有限公司	50.00	100.00%	苗木种植、销售
安宁沁泉地热水开发有限公司	1,000.00	100.00%	地下水销售
云南山水融城置业有限公司	7,958.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
云南春硕园林绿化工程有限公司	1,000.00	100.00%	园林绿化设计、施工、养护
云南融诚置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产投资、开发、建设
昆明创居物业服务有限公司	50.00	100.00%	物业管理、家政服务、房屋租赁
安宁锦泉旅游商品开发有限公司	300.00	100.00%	开发设计销售民族旅游商品
安宁泰安保安有限公司	1,000.00	100.00%	保安护卫
安宁怡泉商贸有限公司	50.00	100.00%	商品销售
安宁新亚美谷物流有限公司	62,600.00	100.00%	铁路货物运输代理
安宁顺杰汽车服务有限公司	500.00	51.00%	汽车服务

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2018年7月31日公司组织结构图



资料来源：公司提供

附录七 截至2017年末公司存货中土地明细（单位：平方米、万元）

土地使用权证号	座落	证载用途	使用权类型	面积	账面价值	是否抵押
安国用（2014）第 0340 号	八街街道办事处二街村民居委会	城镇住宅兼批发零售	划拨	354,303.60	15,970.00	否
安国用（2012）第 0777 号	安宁市太平新城街道办事处始甸社区居委会马村居民小组	城镇住宅用地	出让	29,459.20	7,283.13	否
安国用（2012）第 1095 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	商住及部分绿化用地	划拨	79,190.18	16,831.35	否
安国用（2012）第 1096 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	住宅及部分绿化用地	划拨	164,270.19	34,927.95	否
安国用（2012）第 1097 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	城镇住宅用地	划拨	17,540.58	3,800.21	否
安国用（2013）第 0033 号	安宁市连然街道办事处宁湖社区居委会新哨湾居民小组	住宅及部分绿化用地	划拨	176,713.93	39,061.80	否
安国用（2013）第 1551 号	安宁市连然街道办事处金晖社区居委会大汉营村、县街街道办事处石江村委会祁家庄村	城镇住宅用地	出让	41,173.50	2,673.12	否
安国用（2013）第 0979 号	安宁市八街街道办事处摩所营村	城镇住宅及批发零售用地	划拨	340,397.71	16,794.66	是
安国用（2013）第 0980 号	安宁市连然街道办事处大屯新区	商务金融、住宅、文化娱乐	划拨	66,789.43	37,613.67	是
安国用（2013）第 0981 号	安宁市八街街道办事处小古城村民小组	城镇住宅及批发零售用地	划拨	378,887.62	25,165.37	是
安国用（2014）第 1225 号	安宁市金方街道办凌波社区湖滨西路	城镇住宅兼批发零售用地	划拨	1,885.50	341.92	否
安国用（2013）第 1224 号	安宁市金方街道办昆钢湖西小区	城镇住宅兼批发零售用地	划拨	101,554.40	18,416.10	否
安国用（2013）第 1225 号	安宁市金方街道办昆钢湖西小区	批发零售用地	划拨	13,596.20	2,465.56	否
安国用（2013）第 1307 号	安宁市连然街道办宁湖小区	商务金融用地（含部分公园与绿地用地）	划拨	6,941.00	1,049.10	否
安国用（2013）第 1556 号	连然街道办事处武庙坡 274 号	商务金融、餐饮娱乐用地	划拨	2,356.68	438.40	否
安国用（2013）第 1557 号	温泉街道办事处沈家庄居民小组	住宿餐饮用地	划拨	5,063.07	698.77	否
安国用（2013）第 1558 号	连然街道办事处连然街 260 号	批发零售用地	划拨	671.45	101.49	否
安国用（2013）第 1560 号	县街街道办事处集镇	商务金融用地	划拨	8,590.17	1,119.10	否
安国用（2014）第 0894 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	48,644.16	8,030.34	否
安国用（2014）第 0893 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会马村居民小组	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	36,741.66		否
安国用（2014）第 0891 号	太平新城街道办事处始甸社区居委会	城镇住宅用地及其他商服用地	出让	54,480.96		否
安国用（2015）	太平新城街道办事处册峨村委	城镇住宅用地及其他	出让	45,546.03	7,658.08	否

第 0236 号	会册峨甸村民小组	商服用地				
安国用（2016） 第 0515 号	连然街道办事处大屯社区居委 会大屯村民小组	城镇住宅及其他商服 用地	出让	44,739.06	23,640.56	否
安国用（2016） 第 0526 号	连然街道办事处大屯社区居委 会大屯二组、张家坝居民小组	城镇住宅兼批发零售 用地	出让	57,435.26	20,853.38	否
合计				2,076,971.54	284,934.06	-

资料来源：公司提供

附录八 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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录九 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。