2018年毕节市天河城建开发投资有限公司

城市停车场建设专项债券2019年

跟踪信用评级报告

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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897
传真：0755-82872090　　邮编：518040　　网址：www.cspengyuan.com

中证鹏元
CSCI Pengyuan

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第【182】号 01

债券简称：18 毕节停车场债/18 毕节债

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2025 年 12 月 03 日

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本。自债券存续期的第 3 年起，逐年分别按照债券发行总额的 20%的比例偿还债券本金。

分析师

姓名：
谢蓉蓉　刘伟强

电话：
0755-82872643

邮箱：
xierr@cspengyuan.com

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

2018 年毕节市天河城建开发投资有限公司城市停车场建设专项债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 12 日	2018 年 10 月 18 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对毕节市天河城建开发投资有限公司（以下简称“毕节天河”或“公司”）及其 2018 年 12 月 03 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年跟踪评级结果为：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：公司区域环境仍较好，持续发展有较好的外部基础；后续业务量较为充足，业务持续性较好，且获得的外部支持力度大；但中证鹏元也关注到，本期债券募投项目未来进度及实现收益仍存在一定的不确定性，公司资产流动性较弱、资金支出压力较大，面临一定的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- **区域环境较好，为公司发展提供良好基础。**2018 年毕节市及七星关区分别实现地区生产总值 1,921.43 亿元和 380.02 亿元，分别实现增速 10.2%和 10.5%，为公司持续发展提供良好基础。
- **公司市政工程回购收入较有保障，后续业务持续性较好。**地方政府授权公司为市政相关项目的投资建设主体，截至 2018 年末，公司主要在建代建项目较多，剔除本期债券募投项目后，公司主要在建代建项目预算总投资 131.91 亿元，后续业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度大。**2017 年和 2018 年，公司收到政府补助分别为 1.20 亿元和 0.87 亿元，增强了公司盈利能力。

关注：

- **募投项目未来进度及实现收益存在一定的不确定性。**募投项目投资规模较大，建设期相对较长，2018 年末该项目累计已投资 3.42 元，占总投资金额的比重为 21.67%，未来受资金到位情况及实际销售和运营情况影响，募投项目实施进度及实现的收益均存在一定的不确定性。
- **公司资产以土地和应收款项为主，部分土地已用于抵押，流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货中土地和应收款项占总资产的比重分别为 39.44%和 23.98%，应收款项回收时间存在一定不确定性，且存货中账面价值为 4.89 亿元的土地已用于借款抵押，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，未来资金支出压力较大。**公司经营活动现金流持续呈现净流出，2018 年收现比下降至 0.78；另外，截至 2018 年末，公司主要在建项目（剔除已投大于总投的项目）至少尚需投资 105.21 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司负债水平持续提高，有息债务规模进一步扩大，面临一定的偿债压力。**截至 2018 年末，公司资产负债率进一步提升至 52.04%，有息债务规模为 34.30 亿元，同比增长 4.62%，占总负债比重为 50.87%，且 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.62，面临一定的偿债压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司为毕节市开源建设投资（集团）有限公司提供担保，担保金额合计 62,500.00 万元，占 2018 年末净资产规模的 10.06%。担保对象为国有企业，但未采用反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,295,497.33	1,112,085.30	984,708.77
所有者权益	621,259.18	611,063.42	598,990.54
有息债务	343,014.60	327,852.50	256,176.10
资产负债率	52.04%	45.05%	39.17%
流动比率	3.22	3.38	7.03
营业收入	60,322.77	56,950.29	60,486.46
其他收益	8,700.00	0.00	0.00
营业外收入	0.56	12,000.00	11,503.47
利润总额	10,376.92	12,061.93	11,455.51
综合毛利率	11.45%	16.40%	10.94%
EBITDA	12,562.90	17,710.27	14,766.43

EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.93	0.90
经营活动现金流净额	-60,182.56	-10,398.31	-150,941.95

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月03日发行7年期8亿元公司债券，募集资金原计划用于毕节市七星关区城市停车场建设工程项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专户余额为32,094.81元。

二、发行主体概况

2018年度，公司注册资本、股权结构及控股股东均未发生变更，控股股东仍为毕节市开源建设投资（集团）有限公司，持有公司100%的股权；实际控制人仍为毕节市人民政府。2018年度，公司纳入合并范围的子公司无变动，仍为4家，明细情况见附录二。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政

府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构

要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018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
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	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
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年毕节市经济仍较快发展，已形成煤炭、化工、电力等支柱产业，经济实力进一步增强

2018年毕节市实现地区生产总值1,921.43亿元，同比增长10.2%。按产业划分，第一产业增加值414.76亿元，同比增长6.9%；第二产业增加值697.03亿元，同比增长9.3%；第三产业增加值809.64亿元，同比增长12.5%。人均地区生产总值为2.88万元，为全国人均GDP的44.54%。

依托毕节市丰富的资源，毕节市目前已形成煤炭、化工、电力等支柱产业，以及新能源汽车、烟草、核桃、中药材等特色产业。2018年全市规模以上工业增加值同比增长10.5%。支柱产业持续发力。2018年煤电烟等传统支柱产业合计增加值同比增长14.5%，增速同比提高7.2个百分点。2018年度，贵航新能源锂电池等55个项目建成投产，黔希煤制乙二醇项目建成投产。同期医药制造业实现产值5亿元、同比增长491.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业实现产值26.8亿元、同比增长54%，专用设备制造业4.5亿元、同比增长102.1%。高技术制造业增加值占规模以上工业增加值比重提升到2.5%。

2018年，全市固定资产投资同比增长12%,其中工业投资同比增长12.2%，交通投资同比增长89.5%。2018年全市房地产开发完成投资同比下降14.5%。商品房施工面积2,321.5万平方米、同比增长9.6%。商品房销售面积556.6万平方米、同比增长23.5%，其中住宅销售面积472.7万平方米、同比增长25.1%。商品房销售额为248.7亿元、同比增长32.3%。

表2 2017-2018年毕节市经济发展情况表（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	**1,921.43**	**10.2%**	**1,841.60**	**11.70%**
第一产业增加值	414.76	6.9%	378.10	6.80%
第二产业增加值	697.03	9.3%	692.20	10.10%
第三产业增加值	809.64	12.5%	770.80	15.60%
工业增加值	-	10.5%	455.50	10.60%
全年固定资产投资	-	12%	1,730.00	18.10%
社会消费品零售总额	384.58	8.5%	382.00	12.30%
存款余额	1,911.69	4%	1,990.40	19.40%
贷款余额	1,581.43	19.7%	1,321.30	15.10%
地区人均 GDP（万元）		2.88		2.78
地区人均 GDP/全国人均 GDP		44.54%		46.60%

注：（1）“-”表示数据未公开披露；（2）2018 年工业增加值增长率指的是规模以上工业增加值增长率；（3）2017 年毕节市地区人均 GDP 计算过程中，人口数据采用 2016 年常驻人口。

资料来源：2017 年数据来自毕节市政府官网、2018 年毕节市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年毕节市全市实现公共财政收入 130.11 亿元，同比增长 5.06%。其中税收收入 97.66 亿元，占公共财政收入比重为 75.06%；同期毕节市政府性基金预算收入 132.26 亿元，同比增长 27.56%；同期公共财政支出为 578.36 亿元，增长 9.59%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 22.50%。[1]

七星关区经济进一步增长，其中第三产业保持高速增长态势

七星关区是毕节市的政治、经济、科技文化和信息中心，是西南地区重要的物资集散地。依托自然资源，七星关区以煤电、化工、烟酒为主导产业，同时新能源汽车、新型建材、食品药品、电商产业及商贸物流服务业发展迅速。2018年七星关区经济进一步增长，实现地区生产总值380.02亿元，同比增长10.5%；2018年，七星关区人均地区生产总值为32,736元，是全国人均地区生产总值的50.64%，经济发展水平较低。在商贸物流服务业的带动下，2018年七星关区第三产业增加值仍保持了较高的增长速度，为12.3%。同时值得注意的是，2018年七星关区固定资产投资增速下降至16.5%。

表3 2017-2018 年七星关区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	**380.02**	**10.5%**	**372.10**	**12.20%**
第一产业增加值	79.83	6.6%	65.90	6.60%
第二产业增加值	117.47	9.8%	118.40	10.80%
第三产业增加值	182.72	12.3%	187.90	15.40%
工业增加值	95.35	9.5%	68.30	6.80%
固定资产投资	-	16.5%	253.50	21.30%
社会消费品零售总额	108.01	8.5%	116.30	12.30%
存款余额	652.16	-12.51%	745.40	21.80%
贷款余额	479.24	16.51%	411.30	6.50%
地区人均 GDP（元）		32,736		32,203.28
地区人均 GDP/全国人均 GDP		50.64%		53.98%

注：“-”表示数据未披露；2018 年工业增加值增速统计口径为投资规模为 500 万以上的；工业增加值统计口径为规模 2,000 万元以上的工业企业。
资料来源：毕节市七星关区人民政府官网，中证鹏元整理

2018 年毕节市七星关区实现公共财政收入 26.58 亿元，同比增长 4.23%。其中税收收入 20.70 亿元，占公共财政收入比重为 77.88%；同期政府性基金预算收入 27.07 亿元，同比增长 22.29%；同期公共财政支出为 90.83 亿元，增长 29.81%，财政自给率（公共财政收

[1] 数据来源：毕节市人民政府网站

入/公共财政支出）为 29.26%。[2]

四、经营与竞争

公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体，主要承担七星关区城市基础设施和公益设施投资、环保项目的投资等。2018 年公司收入仍主要来源于市政工程建设业务，其占营业收入的比重达 67.87%，受工程结算进度的影响该业务收入有所降低；2018 年公司实现营业收入合计为 6.03 亿元，规模同比增加 5.92%，主要系其他业务中增加土地转让收入所致。2018 年，公司实现房屋销售收入 1.05 亿元，毛利率较上年下降 22.70 个百分点，主要系所售楼盘茶亭溪苑和翠西苑以前年度成本结算不规范，使得转入本年度的项目成本增加所致。综合毛利率方面，受房屋销售业务毛利率降低以及新增毛利率较低的土地转让业务的影响，公司综合毛利率降低至 11.45%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政结算	40,942.86	10.71%	44,354.70	10.71%
房屋销售	10,479.38	13.08%	12,151.32	35.78%
物业管理费	201.77	-41.64%	234.49	19.47%
主营业务小计	**51,624.00**	**10.99%**	**56,740.50**	**16.12%**
其他业务小计	8,698.77	14.18%	209.79	92.97%
合计	**60,322.77**	**11.45%**	**56,950.29**	**16.40%**

注：其他业务主要为土地转让和租赁业务。
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司承担较多的市政工程建设项目，未来收入较有保障；但受项目进度和地方财政资金状况影响，公司市政工程回购收入未来可能存在一定的波动，并面临较大的资金压力

根据毕节市七星关区人民政府文件“七星府通【2011】27 号”，毕节市七星关区人民政府授权七星关区财政局根据公司工程项目进展情况，对公司（含全资子公司）承建的工程项目（含土地整理、道路建设、市政工程等）以不低于工程成本的价格进行回购。按照 2015 年 3 月 1 日公司（以及公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托代建-回购合作协议书》，毕节市七星关区人民政府授权公司作为市政相关等项目的投资主体，按照毕节市七星关区人民政府的要求建设，并在建成后移交给毕节市七星关区人民政府，毕节市七星关区人民政府以政府回购的方式分期支付公司的投资额，公司

[2] 数据来源：《毕节市七星关区 2018 年全区和区级财政执行情况及 2019 年全区和区级财政预算草案报告》

获得市政相关等投资总额的 12%作为投资收益。2018 年，毕节市七星关区财政局与公司结算同心公园和桂花市场项目等，共计确认收入 4.09 亿元。

公司主要在建项目较多，随着幸安路等项目完工转出，截至 2018 年末，主要在建项目包括翠屏片区综合环境整治工程项目、同心公园、七星关区停车场和毕节市城市环境整治 19456 工程等代建项目；其中毕节市城市环境整治 19456 工程建设内容为倒天河水厂至碧阳大桥，全长 8.8 公里，包括建筑整治工程、景观及道路交通工程及桥梁装饰工程等，总投资规模为 70.61 亿元，建设工期为 36 个月。公司代建项目未来计划由政府回购，剔除本期债券募投项目后，2018 年末公司主要在建代建项目预算总投资 131.91 亿元，后续回购收入持续性较好。本期债券募投项目，投资规模为 15.78 亿元，未来收入分为停车场经营收入、停车位出售和配套商业出售三个方面，在城市停车场后期运营管理阶段，共计可取得收入 25.32 亿元。但考虑到市政结算收入易受到工程进度和结算安排的影响，预计公司未来收入规模仍呈现一定的波动性。

表5 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	累计投资
翠屏片区综合环境整治工程项目	8.77	14.33
同心公园	11.60	7.17
草海路	19.69	3.12
桂花市场建设项目	2.36	1.07
毕节市七星关区城市停车场建设工程项目*	15.78	3.42
体育公园建设项目	5.00	2.65
幸安路	0.80	0.27
七星关区阳山公园森林防火通道	1.12	0.32
南环东路	1.03	0.53
毕节市城市环境整治 19456 工程	70.61	4.23
倒天河二期环境整治工程项目	10.93	17.48
合计	**147.69**	**54.59**

注：（1）“*”表示本期债券募投项目；（2）翠屏片区综合环境整治工程项目 2014 年出具可研批复，时间较早，后期加入零星工程以及成本上涨，使得截至 2018 年末已投金额远大于总投资，截至 2019 年 5 月末，该项目进度约 80%。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但应注意到，公司收入规模受市政工程建设业务影响较大，受项目进度及政府结算安排的影响，未来公司市政工程建设收入规模波动较大，进而造成营业收入规模波动较大。另外，本期债券募投项目投资规模较大，前期由于资金募集时间长且个别征迁工作进展不顺利等原因，使得前期工作进展缓慢，未来能否按预计进度实施并实现预期收益存在一定的不确定性。此外，截至 2018 年末，公司主要在建项目（剔除已投大于总投的项目）至少尚需投资 105.21

亿元，存在较大的资金压力。

2018 年，公司实现房屋销售收入 1.05 亿元，毛利率较上年下降 22.70 个百分点，主要系所售楼盘茶亭溪苑和翠西苑以前年度成本结算不规范，使得转入本年度的项目成本增加所致；截至 2018 年末，公司剩余可售商品房面积共计 31.94 万平方米，预收房款 2.01 亿元，未来房屋销售收入仍有一定保障。

2018 年，公司其他业务新增土地转让业务，实现土地转让收入 0.78 亿元，系公司于 2017 年挂牌出让的（2017 毕节市不动产权第 0000064 号）土地，于 2018 年实现转让；公司未来 1-2 年内没有土地出让计划，该业务受政府土地政策的影响较大，具有较大不确定性。此外，按照公司（以及公司子公司毕节市天厦房地产开发有限公司）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托经营管理协议书》，毕节市七星关区人民政府将所属的房屋、商铺，全权委托公司对外经营及管理，委托期限自 2012 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日止，租赁收入归公司所有。2018 年其他业务（包括土地转让及租赁）合计实现收入 0.87 亿元，对公司收入规模形成一定的补充。

公司在政府补助等方面获得的较大外部支持

作为毕节市七星关区重要的基础施建设主体之一，公司需要较多资金进行投入。根据毕节市七星关区财政局文件，2017-2018 年，公司收到政府补助分别为 1.20 亿元和 0.87 亿元，增强了公司可持续经营能力和利润规模。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2017-2018 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018 年，公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，但整体资产流动性较弱

随着公司业务开展和持续加大融资力度，2018 年公司资产规模进一步增长，截至 2018 年末，公司总资产 129.55 亿元，同比增长 16.49%。公司资产结构仍以流动资产为主，2018 年末流动资产占总资产的比重为 99.88%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,196.76	2.10%	92,406.92	8.31%
应收账款	89,096.35	6.88%	89,833.36	8.08%
预付款项	158,484.89	12.23%	210,792.82	18.95%
其他应收款	221,537.23	17.10%	99,390.92	8.94%
存货	688,775.11	53.17%	618,019.36	55.57%
其他流动资产	108,884.16	8.40%	0.00	-
流动资产合计	**1,293,974.51**	**99.88%**	**1,110,443.38**	**99.85%**
资产总计	**1,295,497.33**	**100.00%**	**1,112,085.30**	**100.00%**

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。公司货币资金为主要为银行存款。截至 2018 年末，公司货币资金 2.72 亿元，无受限资金，较 2017 年减少主要系工程项目投入资金所致。截至 2018 年末，公司应收账款为 8.91 亿元，全部为应收毕节市七星关区财政局的市政工程款，账龄均在 2 年以内。2018 年末公司预付款项为 15.85 亿元，同比降低 24.81%，主要系预付毕节市博泰房地产开发有限责任公司等款项结算所致；账龄在 1 年以内的占为 45.29%、1-2 年的为 31.72%、2-3 年的为 4.32%、3 年以上的为 18.67%，部分预付款项账龄较长，对公司资金形成一定占用。2018 年末，公司其他应收款为 22.15 亿元，同比增长 122.89%，主要新增来自应收毕节市人民政府征收与补偿办公室（七星关区征收与补偿局）的款项和应收毕节市公共资源交易中心的购地保证金；欠款方前五名合计占比 87.01%，账龄以 1 年以内为主。2018 年末其他流动资产账面价值为 10.89 亿元，主要为根据毕节市七星关区委区政府安排收购毕节博泰房地产开发有限公司开发项目的商业、住宅、车位等[3]，相关销售收入计入到主营业务收入中。整体来看，公司应收款项部分应收对象为民营企业，需关注其回收风险，此外应收款项规模较大且回款时间尚不确定，对公司资金造成一定的占用。

公司存货主要由土地使用权、在建市政工程构成。2018 年公司存货规模进一步增加，主要来自土地使用权和工程项目的增长，2018 年末存货账面价值为 68.88 亿元，主要包括土地使用权和工程项目；截至 2018 年末，公司拥有土地使用权 51.10 亿元，占资产总额的比重为

[3] 根据政府文件《中共毕节市七星委 1 届[2015]14 号》，计划由母公司毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“开源公司”）收购博泰房地产开发有限公司（以下简称“博泰公司”）部分资产，若一年以内博泰公司未回购该部分资产，则由开源公司自行处置；实际安排中，该资产由公司进行收购，主要收购款由开源支付，由于博泰公司未在一年内回购该部分资产，故根据上述文件指示，于 2018 年度转入为公司其他流动资产，同时公司将商业、住宅、车位对外销售，目前住宅已基本销售完毕，还有部分商业和车位正在销售中，预计未来能实现少部分收入。

39.44%，合计 20 宗土地，性质以出让为主；2018 年新增的土地 6 宗，账面价值合计为 5.25 亿元，主要为商业用地，其中有一宗账面价值为 2.07 亿元的土地，土地款已全部付清，但权证正在办理中；公司存货中账面价值为 4.89 亿元的土地已用于借款抵押，占公司土地使用权的 9.57%。

整体来看，公司资产规模有所增长，以土地和应收款项为主，部分土地使用权已用于抵押，应收款项回款时间不确定，资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入规模有所增加，利润总额对财政补贴依赖程度较高

公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体，主要承担七星关区城市基础设施和公益设施投资、环保项目的投资等。2018 年公司收入仍主要来源于市政工程建设业务，占营业收入的比重达 67.87%，受工程结算进度的影响该业务收入有所降低。2018 年，公司实现房屋销售收入 1.05 亿元，毛利率较上年下降 22.70 个百分点，主要系所售楼盘茶亭溪苑和翠西苑以前年度成本结算不规范，使得转入本年度的项目成本增加所致；截至 2018 年末，公司剩余可售商品房面积共计 31.94 万平方米，未来房屋销售收入有一定保障。

2018 年公司实现营业收入合计为 6.03 亿元，规模同比增加 5.92%，主要系其他业务中增加土地转让收入所致。截至 2018 年末公司主要在建项目总投规模较大，仅本期债券募投项目预计可取得 25.32 亿元收入，短中期内预计工程建设业务收入来源较有保障，但受工程进度和结算安排的影响，预计公司未来收入规模仍呈现一定的波动性。

盈利能力方面，公司市政工程业务盈利能力一般，租赁业务虽然盈利能力较强，但占比很小，因此公司整体盈利能力较弱；毛利率方面，受房屋销售业务毛利率降低以及新增毛利率较低的土地转让业务的影响，公司综合毛利率降低至 11.45%。

作为七星关区投融资平台和市政项目建设主要主体，2018 年七星关区政府对公司的财政补贴为 0.87 亿元，占同期利润总额的 83.84%，公司利润总额对财政补贴依赖程度较高。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	60,322.77	56,950.29
营业利润	10,392.09	812.63
其他收益	8,700.00	0.00
营业外收入	0.56	12,000.00
利润总额	10,376.92	12,061.93
净利润	10,195.76	12,072.88

综合毛利率	11.45%	16.40%

注：其他收益和营业外收入主要为政府补贴。
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主业回款能力降低，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力

公司收入主要来自于政府市政项目结算，2018 年公司业务回款能力降低，回款规模降低至 4.70 亿元，故收现比下降至 0.78。受公司项目持续性投入和往来款的影响，公司经营活动现金流出规模持续增长，2018 年公司经营活动现金净流出 6.02 亿元，表现较差。

公司市政工程投资支出在经营活动产生的现金流出科目核算，故投资活动现金规模较小。为了缓解资金压力，2018 年公司通过借款为公司带来现金流入 19.21 亿元，同时公司偿还债务及利息的压力也在增加。截至 2018 年末，公司主要在建项目未来需投入的资金量仍较大，后续公司仍面临较大的资金压力。

表8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	**0.78**	**1.44**
销售商品、提供劳务收到的现金	47,031.34	81,802.51
收到其他与经营活动有关的现金	266,870.24	278,050.28
经营活动现金流入小计	313,901.58	359,852.79
购买商品、接受劳务支付的现金	135,008.39	47,925.90
支付其他与经营活动有关的现金	232,501.27	319,482.48
经营活动现金流出小计	374,084.14	370,251.10
经营活动产生的现金流量净额	**-60,182.56**	**-10,398.31**
投资活动产生的现金流量净额	**88.62**	**-55.51**
筹资活动产生的现金流量净额	**-5,116.22**	**56,791.07**
现金及现金等价物净增加额	**-65,210.16**	**46,337.26**

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平持续提高，有息债务规模进一步扩大，面临一定的偿债压力

随着公司加大融资力度、利润积累，2018 年，公司负债总额和所有者权益均有所增长。截至 2018 年末，公司负债总额和所有者权益分别达到 67.42 亿元和 62.13 亿元，公司产权比率进一步提升至 108.53%。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	674,238.15	501,021.89
所有者权益	621,259.18	611,063.42
产权比率	108.53%	81.99%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司负债仍以流动负债为主，但流动负债占总负债的比重下降至 59.68%。公司负债主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款构成。

截至 2018 年末，公司预收款项 2.21 亿元，同比减少 29.13%，主要系工程项目结清使得部分预收的房款减少所致。其他应付款仍是公司主要的负债形式，截至 2018 年末，其他应付款规模为 29.49 亿元，同比有较大幅度增长，主要系往来款增加所致，包括少部分应付利息；其中一年以上的重要应付对象为毕节市七星关区房屋征收管理局、毕节市七星关区兴农城乡建设开发有限公司等。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，规模波动较大，2018 年末为 7.12 亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，2018 年公司仍保持较大规模的融资力度，长期借款规模仍较大，2018 年末公司长期借款余额为 19.40 亿元，主要系抵押和质押借款。2018 年由于本期债券的发行，年末公司应付债券账面价值为 7.79 亿元。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	22,094.46	3.28%	31,177.75	6.22%
其他应付款	294,907.49	43.74%	129,192.61	25.79%
一年内到期的非流动负债	71,150.00	10.55%	155,761.50	31.09%
流动负债合计	**402,373.56**	**59.68%**	**328,930.89**	**65.65%**
长期借款	193,989.00	28.77%	172,091.00	34.35%
应付债券	77,875.60	11.55%	0.00	0.00%
非流动负债合计	**271,864.60**	**40.32%**	**172,091.00**	**34.35%**
负债合计	**674,238.15**	**100.00%**	**501,021.89**	**100.00%**
其中：有息债务	343,014.60	50.87%	327,852.50	65.44%

注：2018 年其他应付款包括其他应付款和应付利息。
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司融资规模进一步增加，2018 年末，公司有息债务规模增加至 34.30 亿元，同比增长 4.62%，包括一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，占总负债比重为 50.87%。根据公司提供的偿债计划，同时相比目前公司经营规模及盈利能力，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

表11 公司偿债计划（单位：万元）

时间	偿还本金
2019 年	71,150.00
2020 年	37,089.00
2021 年	43,550.00
2022 年及以后	191,225.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2018 年末公司资产负债率持续上升，流动比率和速动比率均较为波动，但考虑到公司资产主要为土地和应收款项，其中部分土地已抵押，公司面临一定的偿债压力。受利润总额下降的影响，公司 EBITDA 规模和 EBITDA 利息保障倍数有所下降，债务保障能力较弱。考虑到公司承担的市政项目规模较大，资金需求量较大，后续融资规模仍将会持续增加，公司的偿债保障能力可能会进一步弱化。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	52.04%	45.05%
流动比率	3.22	3.38
速动比率	1.50	1.50
EBITDA（万元）	12,562.90	17,710.27
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.93

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司为毕节市开源建设投资（集团）有限公司提供担保，担保金额合计62,500.00万元，占2018年末净资产规模的10.06%。担保对象为国有企业，但未采用反担保措施，存在一定的或有负债风险。

七、评级结论

2018年毕节市及七星关区分别实现地区生产总值1,921.43亿元和380.02亿元，公司外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础；截至2018年末，公司主要在建代建项目较多，剔除本期债券募投项目后，公司主要在建代建项目预算总投资131.91亿元，公司代建业务收入来源有一定保障，后续业务持续性较好；公司获得的外部支持力度仍然较大。

但中证鹏元也关注到，本期债券募投项目投资规模较大，建设期相对较长，未来受资金到位情况及实际销售和运营情况影响，募投项目实施进度及实现的收益均存在一定的不确定性。公司资产以土地和应收款项为主，分别占总资产的比重分别为39.44%和23.98%，部分土地已用于抵押，资产流动性较弱。公司经营活动现金流持续呈现净流出，2018年收现比下降至0.78，公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。公司负债水平持续提高，2018年末资产负债率进一步提升至52.04%，有息债务规模同比增长4.62%，面临一定的偿债压力。此外，2018年末公司对外担保金额占2018年末净资产规模的10.06%，且未采用反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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

附录一　公司主要财务数据和财务指标 （合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	27,196.76	92,406.92	46,069.67
应收账款	89,096.35	89,833.36	74,665.00
预付款项	158,484.89	210,792.82	210,301.13
其他应收款	221,537.23	99,390.92	77,977.18
存货	688,775.11	618,019.36	573,554.52
其他流动资产	108,884.16	0.00	153.00
资产总计	**1,295,497.33**	**1,112,085.30**	**984,708.77**
预收款项	22,094.46	31,177.75	104.12
其他应付款	294,907.49	129,192.61	117,333.88
一年内到期的非流动负债	71,150.00	155,761.50	10,323.60
长期借款	193,989.00	172,091.00	245,852.50
应付债券	77,875.60	0.00	0.00
负债合计	**674,238.15**	**501,021.89**	**385,718.23**
有息债务	343,014.60	327,852.50	256,176.10
所有者权益	621,259.18	611,063.42	598,990.54
营业收入	60,322.77	56,950.29	60,486.46
营业利润	10,392.09	812.63	1,056.63
净利润	10,195.76	12,072.88	11,103.54
经营活动产生的现金流量净额	-60,182.56	-10,398.31	-150,941.95
投资活动产生的现金流量净额	88.62	-55.51	-102.39
筹资活动产生的现金流量净额	-5,116.22	56,791.07	135,503.97
财务指标	**2018 年**	**2017 年**	**2016 年**
综合毛利率	11.45%	16.40%	10.94%
收现比	0.78	1.44	1.05
产权比率	108.53%	81.99%	64.39%
资产负债率	52.04%	45.05%	39.17%
流动比率	3.22	3.38	7.03
速动比率	1.50	1.50	2.93
EBITDA（万元）	12,562.90	17,710.27	14,766.43
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.93	0.90
有息债务/EBITDA	27.30	18.51	17.35

资料来源：2016-2018 年审报告，中证鹏元整理

附录二　截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并年份
毕节市天川房屋拆迁有限责任公司	57	100%	房屋拆迁	2004 年
毕节市天和物业管理有限公司	50	100%	物业管理	2016 年
毕节市天厦房地产开发有限公司	10,000	100%	房地产开发经营，建筑装饰、装修，建筑材料、五金交电销售；城市基础设施建设，公益设施建设	2010 年
毕节市城乡第四建筑工程有限公司	5,000	100%	建筑施工等	2017 年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计－存货）/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

附录四　信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。