

信用等级公告

联合〔2019〕1660号

联合资信评估有限公司通过对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“16 红小微/16 红果小微债”“17 红果 01/17 红果专项债 01”和“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月三十一日



贵州省红果经济开发区开发有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果:

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 红小微/ 16 红果小微债	11.76 亿元	2020/1/14	AA	AA
17 红果 01 /17 红果专项债 01	5.00 亿元	2024/11/24	AA	AA
18 红果债/ 18 红果专项债	3.50 亿元	2025/2/8	AA	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	6.97	9.65	9.07
资产总额(亿元)	157.83	180.52	191.65
所有者权益(亿元)	89.11	93.39	97.68
短期债务(亿元)	6.05	1.84	13.18
长期债务(亿元)	24.72	53.98	46.88
全部债务(亿元)	30.77	55.82	60.07
营业收入(亿元)	3.95	4.71	4.37
利润总额(亿元)	4.22	4.28	4.29
EBITDA(亿元)	5.01	6.15	5.47
经营性净现金流(亿元)	-3.90	-15.90	-0.10
营业利润率(%)	93.10	81.33	80.95
净资产收益率(%)	4.73	4.58	4.39
资产负债率(%)	43.54	48.27	49.03
全部债务资本化比率(%)	25.66	37.41	38.08
流动比率(%)	211.91	291.68	213.99
经营现金流动负债比(%)	-8.87	-47.98	-0.21
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	9.08	10.98
EBITDA 利息倍数	8.28	1.74	1.28

注: 已将长期应付款调整至有息债务计算

分析师

马玉丹 刘沛伦

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司(以下简称“公司”)是贵州红果经济开发区(两河新区)(以下简称“红果经开区”)唯一的基础设施建设及土地开发主体。跟踪期内,公司在财政补贴、政府性债务置换等方面获得持续的政府支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司经营业务单一、资产流动性较弱,存在短期支付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“17 红果 01/17 红果专项债 01”“18 红果债/18 红果专项债”设有分期偿还本金的条款,能有效缓解公司债券集中兑付压力。

盘州市经济稳步增长,红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进,自身经济实力将得到进一步增强,良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,“16 红果小微债/16 红小微”“17 红果 01/17 红果专项债 01”“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

- 2018 年盘州市经济稳步增长,盘州市及红果经开区一般公共预算收入保持增长,为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 公司是红果经开区主要的基础设施建设及土地开发主体,主营业务区域垄断性强。跟踪期内,政府在财政补贴和政府性债务置换方面获得盘州市政府及红果经开区管委会的持续支持。
- “17 红果 01/17 红果专项债 01”“18 红果债/18 红果专项债”设有分期偿还本金的条款,能有效缓解公司债券集中兑付压力。

关注

1. 公司资产中土地资产、投资性房地产占比高，且部分已用于抵押，公司整体资产质量一般，流动性较弱。
2. 公司投入的代建项目成本快速增长，多数项目已确认收入，但成本部分并未回款，对公司资金形成较大占用。
3. 公司在建及拟建项目未来投入规模较大，对外融资压力将有所加大。
4. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期偿付压力较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司的股权结构及经营范围未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本为10.00亿元，其中盘州市财政局持股51.00%，贵州红果经济开发区（两河新区）（以下简称“红果经开区”）财政局持股49%。盘州市人民政府为公司实际控制人。

截至2018年底，公司本部设立项目部、融资部、财务部、物业部、安保部和办公室共6个部门，拥有纳入合并范围的子公司1家。

截至2018年底，公司资产总额为191.65亿元，所有者权益合计97.68亿元；2018年，公司实现营业收入4.37亿元，利润总额4.29亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市红果经济开发区管委会；法定代表人：李力。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评存续债券“16红果小微债/16红小微”“17红果01/17红果专项债01”“18红果债/18红果专项债”余额共20.26亿元。

公司2016年1月发行的“16红果小微债/16红小微”，共募集项目资金12.00亿元，用于向小微企业发放委托贷款。“16红果小微债/16红小微”期限为4年，附设第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行时票

面利率为6.05%。根据中债托管（2019）3号公告确认，2019年1月14日，“16红果小微债/16红小微”回售0.24亿元，债券余额由12.00亿元调整至11.76亿元，未回售部分债券利率上调至6.50%。截至2018年底，募集资金已使用10.28亿元，借款企业经营正常，不存在利息逾期情况。

“17红果01/17红果专项债01”“18红果债/18红果专项债”共募集资金8.50亿元，其中4.25亿元用于红果经开区综合养老产业建设项目，剩余4.25亿元用于补充流动资金。截至2019年5月底，募集资金已按以上约定使用完毕，募投项目工程进度已完成80%。

跟踪期内，公司已按期支付其存续债券应付利息。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16红小微/ 16红果小微债	11.76亿元	2020/1/14	6.50%
17红果01/ 17红果专项债01	5.00亿元	2024/11/24	7.80%
18红果债/ 18红果专项债	3.50亿元	2025/2/8	7.80%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个

季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及

单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续

升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础

设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

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

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合自身职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

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

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之

一。2019 年 3 月 5 日，《2019 政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司作为红果经开区唯一的基础设施建设和土地开发主体，主要从事盘州市及红果经开区基础设施建设和土地一级开发等业务，其经营发展受盘州市及红果经开区经济和财政实力的影响。

盘州市概况

根据《盘州市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年盘州市实现地

区生产总值（GDP）596.44 亿元，同比增长 11.3%。其中：第一产业增加值完成 60.6 亿元，比上年增长 7%；第二产业增加值完成 355.18 亿元，比上年增长 13%；第三产业增加值完成 180.66 亿元，比上年增长 8.9%。

固定资产投资方面，2018 年盘州市 500 万元及以上固定资产投资同比增长 20.2%。计划总投资 5000 万元及以上投资在库项目 266 个，增长 33%。

根据《盘州市 2018 年财政预算执行情况与 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年盘州市全年一般公共预算收入完成 51.81 亿元，同比增长 2.54%，系税收收入增加所致，税收收入占比（72.98%）进一步提升。上级补助收入 61.68 亿元，同比增加 15.74 亿元。政府性基金合计收入 23.11 亿元，同比减少 1.39 亿元。盘州市政府财政实力有所增强。2018 年底，政府债务余额 208.43 亿元，同比略有减少。

贵州红果经济开发区（两河新区）概况

贵州红果经济开发区成立于 1992 年，1995 年升级为省级开发区，2011 年 5 月异地调区建设两河新区。新区位于贵州西部盘州市境内，地处滇、黔、桂三省（区）结合部，沿沪昆高速、毕水兴高速、沪昆高铁布局，总规划面积 126.36 平方公里，占盘州市总面积的 3%。其中，规划建设用地面积 39 平方公里，产业规划用地面积 19.8 平方公里，商住用地规划面积 10 平方公里。红果经开区产业定位主要以能矿装备制造制造业、电子信息产业和大健康产业为主导，同时大力发展循环经济产业、生产性服务业和特色轻工产业。

根据公司提供的红果经开区财政数据，2018 年红果经开区实现公共财政一般公共预算收入 2.69 亿元，同比增长 18.50%，系税收收入增加所致，其中税收收入 2.55 亿元（占 94.80%），同比增长 21.43%；土地出让金 7.33 亿元，同比下降 58.54%。2018 年红果经开区税收收入有所增加，但财政收入仍以土地出让收入为主，稳定性较弱。

跟踪期内，盘州市经济稳步增长，一般公共预算收入保持增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。伴随红果经开区基础设施建设及招商引资的推进，红果经开区税收收入有所增加，但财政收入仍以土地出让收入为主，稳定性较弱。

六、基础素质分析

公司作为红果经开区最主要的基础设施建设和土地开发主体，跟踪期内，公司在财政补贴、政府债务置换等方面持续获得有力的外部支持。2018 年红果经开区管委会给予公司基础设施代建工程补助 1.50 亿元，计入“其他收益”科目。2018 年公司收到政府性债务置换资金 2.50 亿元，计入“其他应付款”科目，本息无需公司偿还。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1052022200008010U），截止 2019 年 5 月 10 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事红果经开区内的基础设施建设和土地开发与整理等业务，其他业务还包括房屋租赁、产业投资、房地产开发等。

2018 年，公司实现营业收入 4.37 亿元，同比下降 7.17%，其中主营业务收入 3.98 亿元，同比下降 5.46%，主要系工程项目建设的周期性波动影响所致。从主营业务收入构成看，代建工程管理费收入仍为主要来源，在公司主营业务收入中占 97.60%。从毛利率情况来看，因公司只将管理费确认为收入，成本不计收入，故主营业务综合毛利率为 100%。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程管理	41103.88	97.58	100.00	38849.68	97.60	100.00
土地开发管理	1017.81	2.42	100.00	955.32	2.40	100.00
合计	42121.69	100.00	100.00	39805.00	100.00	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

代建工程与土地开发

公司是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体, 跟踪期内公司主要业务模式未发生变化。根据红果经开区管委会与公司子公司贵州省盘县红腾开发投资有限公司 (以下简称“红腾公司”) 就城市基础设施建设和土地开发整理于 2012 年签订的《委托代建框架性协议》以及于 2015 年签订的《补充协议》, 业务模式具体如下: 代建工程项目每月按新增结算价款的 10% (2015 年以前开工项目) 或 15% (2015 年及以后开工项目) 计提工程代建管理费, 土地开发整理业务每月按新增结算价款的 10% 计提土地开发管理费; 工程代建管理费和土地开发管理费每个会计年度结算一次, 由红果经开区管委会于次年 3 月 30 日之前向红腾公司支付。目前, 公司承担的红果经开区内基础设施建设和土地开发项目均由红腾公司建设。

公司目前管理的在建代建工程均为 2015 年以后开工, 其中一部分成本由公司支付, 公司所投资成本计入“其他非流动资产”, 待工程完工验收后, 将转入对政府的“其他应收款”, 待后期进行货币置换; 代建工程另一部分成本由红果经开区管委会或其他单位支付, 不计入公司资产。

公司目前管理的土地开发项目情况与代建工程类似, 其中一部分开发成本由公司支付, 所投资成本计入“存货”; 另一部分开发成本

由红果经开区管委会或其他单位支付, 不计入公司资产。土地开发完毕后, 通过出售转入收入, 并结转相关成本。

每年年末, 红腾公司按照红果经开区管委会对其批复的该年度新增结算投资额及管理费金额确认相关收入, 毛利率为 100%。

2018 年 12 月 31 日, 红果经开区管委会出具批复函, 同意公司确认 2018 年度高铁站前广场项目、中心物流园项目、两河新区电网建设工程等 25 个项目结算新增投资额 25.90 亿元, 公司确认代建管理费收入 3.88 亿元; 确认土地整理结算新增投资 9.55 亿元, 确认土地开发管理费收入 955.32 万元。

按照协议, 2018 年确认的工程代建管理费和土地开发管理费收入应于 2019 年 3 月 30 日前完成支付, 截至 2018 年底, 2018 年工程代建管理费和土地开发管理费均已回款, 为期间公司收到的相关工程和土地开发项目的预付款 (由红果经开区财政局代付)。公司回款情况较好。

公司先后承接了红果经开区内两河新区、红果体育中心、东湖公园、老机场安置区等多项基础设施建设工程项目的代建管理任务。截至 2018 年底, 公司在建代建项目计划总投资 175.87 亿元, 待投资规模中约 76.30 亿元 (占 65%) 需由公司支付。公司计划 2019 年、2020 年分别投入 19.09 亿元和 10.16 亿元。

表 4 截至 2018 年底公司主要在建代建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资规模	已投资规模	待投资规模
2015 年红果经济开发区 (两河新区) 城市棚户区改造项目	138163.90	23281.84	114882.06
高铁站前广场	131790.00	148963.25	-

南北 1、3、4、8、9、10、11 号路	119936.00	70110.04	49825.96
东西 1、4、5、6、7、9 号路	99648.40	59343.9	40304.50
50 米快速通道	95500.00	98957.29	-
综合养老产业建设项目	83430.52	2583.11	80847.41
盘州颐养健康中心建设项目	25000.00	20890.43	4109.57
中心物流园	75000.00	38229.03	36770.97
新材料产业园	70000.00	25002.31	44997.69
2 号地块标准厂房及配套用房工程	59640.00	19640.97	39999.03
中心医院	58400.00	23108.75	35291.25
高端装备制造园	55000.00	41424.13	13575.87
循环经济孵化中心	53600.00	41875.22	11724.78
3#地块标准厂房工程	50000.00	51924.12	-
5 号地块标准厂房	42010.00	27811.25	14198.75
老机场棚改	40000.00	41722.12	-
表面处理中心	40000.00	17215.81	22784.19
两河新区 2 号地块标准厂房	37011.30	32963.05	4048.25
1 号地块厂房	31000.00	32447.42	-
全民健身中心及城市停车场	30278.76	12809.56	17469.20
环保设施工程	30000.00	16937.96	13062.04
南北 2 号路	27522.00	24246.18	3275.82
东西 2 号路	26496.00	12258.58	14237.42
创新科技园	25500.00	19662.33	5837.67
两河新区职业技术学校建设项目	25000.00	24383.55	616.45
职业技术学校建设项目	25000.00	15683.05	9316.95
盘州钢材交易中心	25000.00	17630.15	7369.85
工业园区 1#地块公租房 (1-6 号楼)	24417.85	26596.31	-
盘州再生资源循环利用中心	24000.00	16106.44	7893.56
冯家庄 7 号路	21850.75	13284.61	8566.14
南北 5 号路北段	20251.00	18846.38	1404.62
LED 园区建设	17241.00	23915.85	-
旧铺棚户区改造	15926.35	14773.48	1152.87
两河新区污水集中治理建设项目	12306.04	15414.11	-
打狼棚户区改造	12284.00	10297.76	1986.24
油茶及核桃种植加工一体化中心	12000.00	11503.43	496.57
其它	78545.89	80388.70	1213.36
合计	1758749.76	1192232.47	1173776.33

注：1.表中已投资规模包含由红果经开区管委会等其他单位支付的成本；2.部分项目已完工未决算；3.部分项目投资规模已超过计划投资规模，由于追加投资手续尚在办理中，计划投资规模尚未调整；4.公司债券募投项目“综合养老产业建设项目”已被拆分为若干子项目，盘州颐养健康中心建设项目为其中之一

资料来源：公司提供

从拟建项目看，根据红果经开区计划建设项目清单，公司将承接电子信息产业园 6#地块标准厂房及配套工程、两河新区人才公寓、海铺村至两河乡道路项目等，项目总计划投资 36.78 亿元，公司计划 2019 年、2020 年分别投入 5.72 亿元、6.76 亿元。

综合来看，公司 2018 年代建工程与土地开发业务收入共计 3.98 亿元，均已回款，收现质量好。随着在建代建项目继续推进以及新项目的开展，公司 2019 年和 2020 年的投资计划分别超过 24.81 亿元和 16.92 亿元，大幅超出代建工程与土地开发业务收入规模，公司资金需求较大。由于红果经开区管委会对公司代建工程业务较为重视，以划拨代建工程款的形式对公司资金投入给予较大支持（详见“其它应付

款”科目余额），公司外部融资压力尚可。

房屋租赁

2013 以来，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）多栋厂房、办公楼划入公司，用于经营出租。截至 2018 年底，上述资产账面价值为 20.31 亿元，可供出租面积约 107.29 万平方米，已出租面积约 92.23 万平方米，租金价格为 2~20 元/平米/每月。为配合招商引资，公司给予新租户一定免租期。2018 年公司实现房屋租赁收入 3271.95 万元（计入“其他业务收入”），同比增长 98.53%，系已出租面积增加以及部分物业免租期结束所致。

跟踪期内，随着招商引资的推进，以及免租期逐步结束，公司固定资产出租收入大幅增

长，对公司收入形成一定补充。

3. 未来发展

未来，公司将根据红果经开区的发展规划，继续加大城市路网、公共设施经营管理等城市基础设施的建设力度，提升工程建设水平和管理水平，有计划性地开展融资活动。同时通过对地方特色产业企业进行阶段性持股、构建企业孵化器、对园区内既定的战略企业进行战略投资和股权交易，形成三位一体的现代化新型服务业的运营体系，提升红果经开区对煤化工等主导产业的支持力度。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围包括子公司 1 家，跟踪期内未发生变化，数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 191.65 亿元，所有者权益合计 97.68 亿元；2018 年，公司实现营业收入 4.37 亿元，利润总额 4.29 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额为 191.65 亿元，同比增长 6.17%，主要系其他非流动资产增长所致。其中流动资产占 52.57%，非流动资产占 47.43%，公司资产仍以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.65	5.35	2.31	1.21
交易性金融资产	-	-	6.76	3.53
预付款项	9.92	5.50	6.32	3.30
其他应收款	13.76	7.62	15.36	8.01
存货	62.36	34.54	69.93	36.49
流动资产	96.69	53.56	100.76	52.57
投资性房地产	20.77	11.50	20.31	10.60
无形资产	20.22	11.20	17.27	9.01
其他非流动资产	39.29	21.77	49.49	25.82
非流动资产	83.83	46.44	90.89	47.43
资产总额	180.52	100.00	191.65	100.00

资料来源：联系资信根据公司审计报告整理

流动资产

2018 年底，公司流动资产为 100.76 亿元，同比增长 4.21%，主要系存货、其它应收款增加所致。2018 年底，公司货币资金 2.31 亿元，较上年减少 7.34 亿元，主要系购买私募投资基金 6.75 亿元，交易性金融资产同步增加 6.76 亿元（含投资收益）；货币资金中含受限货币资金 1.20 亿元，为银行三年定期存单。公司预付账款 6.32 亿元，主要为预付工程款，其中一年期以内的占 58.80%；预付账款金额同比下降 36.29%，主要系相应的工程已完成结算。公司其他应收款为 15.36 亿元，同比增长 11.61%，其他应收款前五名合计 3.98 亿元，占比 25.90%，集中度较低；前五名其它应收款对象均为非关联企业，主要为工程施工方暂时拆借的工程款。2018 年底，公司存货为 69.93 亿元，全部为开发成本（以土地为主），同比增长 12.14%，新增开发成本系新买入地块以及部分土地使用权用途变更后由“无形资产”转计入“存货”。存货中的土地部分来自政府资产注入，部分来自土地交易中心挂牌交易竞得。

表 6 2018 年底其它应收款按欠款方归集前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	2018 年底金额	占其它应收款余额合计数的比例
贵州瑞成荣辉建筑工程有限公司	往来款	14404.33	9.38
贵州金果建筑工程有限公司	往来款	8847.18	5.76
中冶东方钢能重工（六盘水）有限公司	往来款	8518.13	5.55
贵州玖鼎兴邦工程建设有限公司	往来款	4004.89	2.61
贵州恒源重型装备工程有限公司	往来款	3986.34	2.60
合计	-	39760.86	25.90

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 90.89 亿元，同比增长 8.42%，主要系其他非流动资产金额有所增长。2018 年底，公司投资性房地产为 20.31 亿元，同比下降 2.21%，主要系摊销所致；

无形资产 17.27 亿元，同比下降 14.58%，公司无形资产全部为土地使用权，下降主要系部分土地使用权用途变更后转入存货。公司其他非流动资产为 49.49 亿元，同比增长 25.95%，均为委托代建工程投入。

2018 年底，公司受限资产合计 36.33 亿元，占公司资产总额的 18.96%，资产受限的比例较高。

表 7 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
存货	28.62	借款抵押担保
投资性房地产	4.63	借款抵押担保
固定资产	1.87	借款抵押担保
其他货币资金	1.20	三年定期存单
合计	36.33	-

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司资产规模平稳增长，但代建工程投入、应收类账款和土地资产占比高，且资产受限比例较高，公司整体资产质量一般，流动性较弱。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 97.68 亿元，同比增长 4.59%，系未分配利润增加所致。公司权益构成较 2017 年底变化不大。资本公积主要由政府划拨的土地、商业性房地产及资本金构成，权益质量较好。

总体看，公司权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 93.97 亿元，同比增长 7.85%，主要系新发行两期债券所致；其中流动负债占 50.11%，非流动负债占 49.89%。

2018 年底，公司流动负债 47.09 亿元，同比增长 42.05%，构成主要以应付票据及应付账款（占 10.20%）、其他应付款（占 60.34%）、一年内到期的非流动负债（占 27.36%）为主。2018 年底，公司应付票据及应付账款 4.80 亿

元，同比减少 57.01%，均为应付工程款。其他应付款 28.41 亿元，同比增长 42.44%，增长部分主要为开发区财政局划拨的代建工程款。

2018 年底，公司非流动负债为 46.88 亿元，同比下降 13.15%。其中，长期借款 20.05 亿元，同比减少 25.33%，减少部分主要系调整至一年内到期的非流动负债；应付债券 20.80 亿元，同比增长 9.70%，主要系 2018 年发行“18 红果债/18 红果专项债”以及子公司红腾公司发行可转债所致；长期应付款 6.04 亿元，全部为 2017 年融资租赁款，已调整至有息债务计算。

2018 年底，公司全部债务为 60.07 亿元，同比增长 7.60%，其中长期债务 46.88 亿元（占 78.06%），同比下降 13.15%。

2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 49.03%、38.08%和 32.43%，同比变化分别为 0.77 个、0.67 个、-4.20 个百分点。2019—2021 年，公司需偿还的债务本金规模分别为 13.18 亿元、18.57 亿元、4.85 亿元，2020 年公司将面临较大的偿债压力。

表 8 公司债务负担情况（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	18402.59	131811.70
长期债务	539801.32	468840.53
全部债务	558203.91	600652.23
资产负债率（%）	48.27	49.03
全部债务资本化比率（%）	37.41	38.08
长期债务资本化比率（%）	36.63	32.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，随着公司代建业务规模的扩大，各项投入增加，公司债务规模持续增长，但整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 4.37 亿元，同比减少 7.17%，主要系工程项目建设的周期性波动影响所致。由于公司主营业务按照管理费计提收入，毛利为 100%，所以公司整体营业利润率水平较高。

表9 公司收入及盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年
营业收入	4.71	4.37
营业成本	0.69	0.47
其他收益	1.30	1.50
营业利润	4.29	4.29
利润总额	4.28	4.29
营业利润率	81.33	80.95
总资本收益率	3.51	2.97
净资产收益率	4.58	4.39

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

期间费用方面,2018年公司期间费用构成仍主要为管理费用和财务费用,分别为0.60亿元和0.16亿元,期间费用占营业收入比为17.46%,同比减少9.08个百分点。

2018年,公司利润总额4.29亿元,同比增长0.33%;获得的政府补助1.50亿元,占同期利润总额34.95%,政府补助对公司利润总额有一定贡献。

从盈利指标看,2018年公司营业利润率、净资产收益率、总资本收益率均略有下降,分别为80.95%、4.39%和2.97%。

跟踪期内,公司营业收入有所下降,整体盈利能力一般,政府补助对公司利润总额有一定贡献。

5. 现金流分析

2018年,公司经营活动现金流入量26.80亿元,同比增长22.69%,主要由于收到其他与经营活动有关的现金增加。2018年收到其他与经营活动有关的现金22.42亿元,主要为对红果经开区管委会和红果经开区财政局的往来款,同时包含政府性债务置换2.50亿元。同期公司销售商品、提供劳务收到的现金4.38亿元,现金收入比为100.17%,公司收现质量较好。2018年,公司经营活动现金流出量为26.90亿元,同比减少28.74%,主要由于支付其他与经营活动有关的现金大幅减少;同期公司购买商品、接受劳务支付的现金为16.04亿元,同比减少7.75%。2018年公司经营活动现金流量净额-0.10亿元,净流出规模同比大幅减少。

2018年,公司投资活动现金流入规模较小,投资活动以购买基金理财产品为主。2018年公司投资活动收到的现金0.90亿元,为收回购买理财资金;投资支付的现金7.11亿元,主要为购买私募投资基金6.75亿元。2018年,公司投资活动产生的现金流量净额-6.21亿元。

表10 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入量	21.85	26.80
经营活动现金流出量	37.75	26.90
经营活动产生的现金流量净额	-15.90	-0.10
现金收入比	101.71	100.17
投资活动产生的现金流量净额	-3.91	-6.21
筹资活动产生的现金流量净额	21.29	-1.03

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2018年,公司筹资活动前现金流净额为-6.30亿元,公司的对外筹资需求大幅降低。2018年公司减小举债力度,筹资活动现金流入8.03亿元,略低于筹资活动现金支出,公司筹资活动现金流量净额为-1.03亿元。

跟踪期内,公司经营活动现金流明显向好,筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2018年公司流动比率和速动比率分别为213.99%和65.48%。同比分别减少77.70个和38.09个百分点;公司经营性现金流持续为负,对公司短期债务无保障能力。2018年底,公司剔除受限资金后现金类资产为7.87亿元,对短期债务的覆盖倍数为0.60倍,不能覆盖短期债务。综合来看,公司短期偿债能力弱,存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标来看,2018年公司EBITDA为5.47亿元,同比下降10.94%;全部债务/EBITDA、EBITDA利息倍数分别为9.87倍、1.28倍,较上年(7.75倍、1.74倍)均有所下降,公司长期偿债能力一般。

表 11 截至 2018 年底公司对外担保明细
(单位: 万元)

类型	被担保人	企业性质	担保金额
保证	贵州宏财投资集团有限责任公司	国有	150000.00
保证	贵州盘北经济开发区投资有限公司	国有	50000.00
保证	贵州盘北致远实业有限责任公司	国有	18260.00
抵押	贵州缔谊健康制药有限公司	民营	10026.74
质押	贵州瑞成荣辉建筑工程有限公司	民营	5600.00
保证	贵州盛红科技有限公司	民营	2259.85
保证	贵州高通科技有限公司	民营	500.00
合计			236646.59

资料来源: 公司审计报告

截至 2018 年底, 公司对外担保金额 23.66 亿元, 担保比率 24.22%, 部分被担保企业为红果经开区管委会扶持的具有产业特色的中小民营企业, 目前被担保企业经营正常。2016 年 6 月 7 日, 贵州宏财投资集团有限责任公司(原盘州市宏财投资有限责任公司)发行了 15 亿元“16 盘县棚改项目债/16 盘改债”, 公司作为债券的差额补偿人, 需在债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付上述债券当期本息时, 按《差额补偿协议》约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。总体看, 公司对外担保金额较高, 存在一定的或有负债风险。

截至 2018 年底, 公司共获得银行授信额度为 24.95 亿元, 已使用额度 20.91 亿元, 未使用额度 4.14 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司在红果经开区的重要地位及政府对公司持续的支持力度, 公司整体偿债能力强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底, 母公司资产总额 54.76 亿元, 同比增长 9.47%, 主要系非流动资产增长所致; 其中流动资产占 54.78%、非流动资产占 45.22%。母公司资产总额占合并报表资产总额的 28.57%。

截至 2018 年底, 母公司所有者权益合计 26.50 亿元, 主要构成为资本公积 15.28 亿元和实收资本 10.00 亿元, 金额与构成均变化不大。母公司所有者权益在合并报表所有者权益中占 27.13%。

截至 2018 年底, 母公司负债总额 28.26 亿元, 同比增长 21.00%, 主要系非流动负债增加所致; 流动负债占比 24.03%, 在负债总额中的占比略有上升。母公司负债总额在合并报表负债总额中占 30.07%。

2018 年, 母公司未产生营业收入, 利润总额为-1675.10 万元。公司营业收入及利润来源主要为子公司。

整体来看, 母公司资产总额、所有者权益、负债总额在合并报表中的占比均较低, 公司经营主体为子公司红腾公司, 但在制度管控方面, 母公司对红腾公司的控制力较强。

十、存续债券偿债能力分析

“16 红果小微债/16 红小微”“17 红果 01/17 红果专项债 01”和“18 红果债/18 红果专项债”三支债券余额合计 20.26 亿元。2018 年, 公司经营活动现金流入量(26.80 亿元)为债券余额合计数的 1.32 倍, 对三支债券的保障能力尚可。2018 年, 公司 EBITDA(5.47 亿元)和现金类资产(9.07 亿元)分别为债券余额合计数的 0.27 倍和 0.45 倍, 对存续债券余额保障能力较弱。

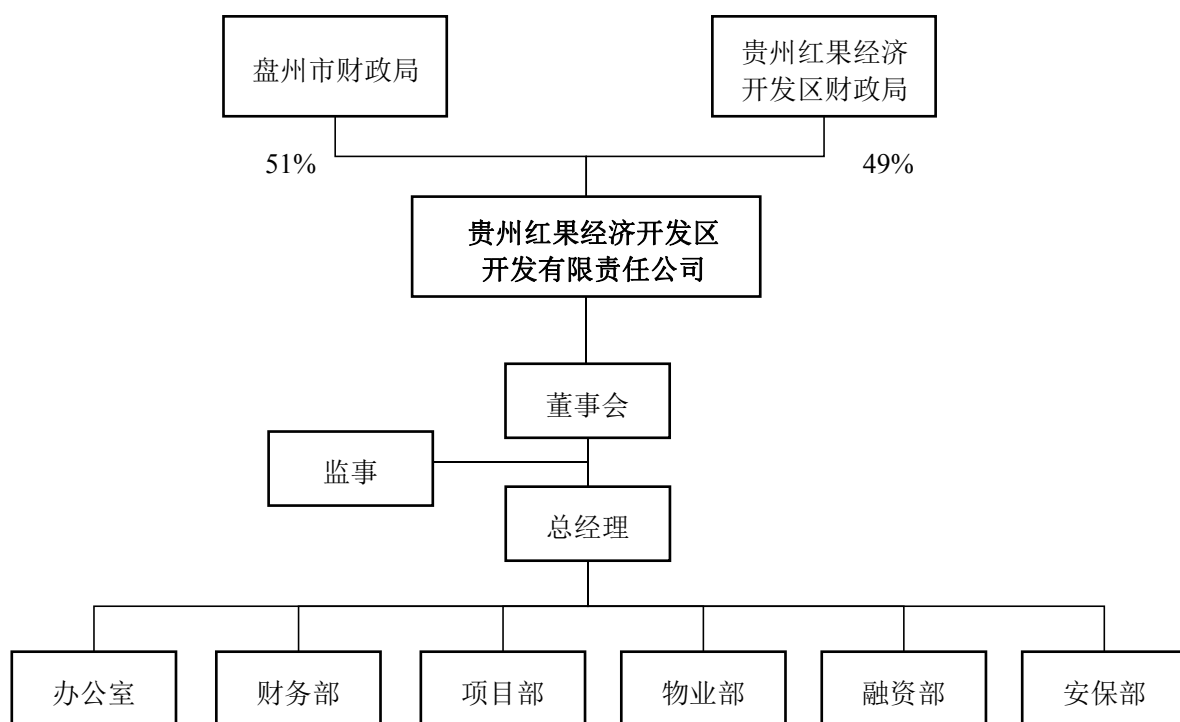
“16 红果小微债/16 红小微”将于 2020 年到期, 需偿还的本金金额为 11.76 亿元; “17 红果 01/17 红果专项债 01”和“18 红果债/18 红果专项债”设有本金分期偿付条款, 分别自 2020 年和 2021 年起每年偿还本金的 20%, 即 1.0 亿元和 0.7 亿元。综合公司目前存续的债券情况来看, 公司未来单年最大偿付金额为 12.76 亿元。2018 年公司经营活动现金流入量、EBITDA、现金类资产和分别为单年最大偿付本金的 2.10 倍、0.43 倍、0.71 倍, 经营活动现金流入量对其覆盖程度较好, EBITDA 和现金

类资产对单年最大偿付本金的覆盖程度较差，公司面临一定集中偿付压力。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 红果小微债/16 红小微”“17 红果 01/17 红果专项债 01”“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司合并范围情况

企业名称	注册地	主要经营地	实收资本	持股比例	享有的表决权	投资额
贵州省盘县红腾开发投资有限公司	六盘水市	六盘水市	50000 万元	100%	100%	50000 万元

资料来源：公司提供、公司审计报告，联合资信整理

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.97	9.65	9.07
资产总额(亿元)	157.83	180.52	191.65
所有者权益(亿元)	89.11	93.39	97.68
短期债务(亿元)	6.05	1.84	13.18
长期债务(亿元)	24.72	53.98	46.88
全部债务(亿元)	30.77	55.82	60.07
营业收入(亿元)	3.95	4.71	4.37
利润总额(亿元)	4.22	4.28	4.29
EBITDA(亿元)	5.01	6.15	5.47
经营性净现金流(亿元)	-3.90	-15.90	-0.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.15	203.40	188.82
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比(%)	147.17	101.71	100.17
营业利润率(%)	93.10	81.33	80.95
总资本收益率(%)	3.67	3.51	2.97
净资产收益率(%)	4.73	4.58	4.39
长期债务资本化比率(%)	21.71	36.63	32.43
全部债务资本化比率(%)	25.66	37.41	38.08
资产负债率(%)	43.54	48.27	49.03
流动比率(%)	211.91	291.68	213.99
速动比率(%)	71.20	103.57	65.48
经营现金流动负债比(%)	-8.87	-47.98	-0.21
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	9.08	10.98
EBITDA 利息倍数	8.28	1.74	1.28

注：已将长期应付款调整至有息债务计算

附件 3 主要财务指标计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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