# 2017年贵州新东观城市建设投资有限责任公司 公司债券 2020 年跟踪 信用评级报告





## 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: 泽药

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



报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪 第【207】号 01

**债券简称:** 17 新东观/17 黔新东观债

债券剩余规模: 8.0 亿元

债券到期日期: 2024 年 9月5日

债券偿还方式:每年付息一次,债券存续期第 3-7年末分别按债券发行总额的20%偿还本金

#### 分析师

姓名: 蒋申 肖旅菲

电话: 0755-82872532

邮箱:

jiangsh@cspengyuan.co m

本次评级采用中证鹏元 资信评估股份有限公司 城投公司信用评级方 法,该评级方法已披露 于中证鹏元官方网站。

#### 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

# 2017 年贵州新东观城市建设投资有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果 AA AA 稳定

2020年06月12

上次信用评级结果

AA

AA 稳定

2019年06月20日

#### 评级观点:

评级展望

评级日期

本期债券信用等级

发行主体长期信用等级

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称"中证鹏元")对贵州新东观城市建设投资有限责任公司(以下简称"黔新东观"或"公司")及其 2017 年 9 月 5 日发行的公司债券(以下简称"本期债券")的 2020 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到:公司外部环境仍较好,为其发展提供良好了良好基础,建设工程业务持续性较好,晴隆县德润工程建设有限公司(以下简称"德润工程")的无偿划入使公司资本实力和业务范围进一步提升和扩大;同时中证鹏元也关注到,公司资产流动性较弱,主营业务收现情况较差,资金压力较大使本期债券募投项目进度不及预期,偿债压力加大,且存在一定的或有负债等风险因素。

#### 正面:

- **外部环境较好,为公司发展提供了良好基础。**2019 年黔西南布依族苗族自治州(以下简称"黔西南州")和晴隆县分别实现 GDP 1,272.80 亿元和 82.26 亿元,分别增长 9.8%和 10.7%,继续为公司发展提供良好的基础。
- 建设工程业务持续性较好。公司作为黔西南州重要的开发建设主体和资本运营实体之一,主要从事晴隆县区域内道路管网等基础设施建设。截至 2019 年末,公司已签订委托建设工程项目协议的在建项目总投资 40.88 亿元(含德润工程在建项目),已投资 15.58 亿元,业务持续性较好。
- 公司获得较大的外部支持,业务范围大幅扩大。2019年11月晴隆县人民政府将德



润工程 100%股权无偿划入公司,增加资本公积 1.56 亿元;德润工程主要负责晴隆县棚户区改造和异地扶贫搬迁工程项目建设,2019 年末总资产 20.10 亿元、净资产 1.70 亿元,当年营业收入 4.84 亿元、净利润 0.85 亿元。此外,公司获得晴隆县人民政府给予的运营补助 9,300.00 万元,有效提升了公司的利润水平。

#### 关注:

- 公司资产流动性较弱。2019 年末公司应收款项、土地和在建开发产品分别为21.75 亿元、46.52 亿元和36.04 亿元,占总资产的比重分别为20.43%、43.70%和33.86%; 此外,公司存在7.96 亿元的受限资产,占总资产的比重为7.48%,公司资产整体流动性较弱。
- 公司主营业务收现情况较差,面临较大的资金压力。2019 年公司未收到建设工程业务回款,经营活动现金净流出 3.19 亿元。截至 2019 年末,公司主要在建项目尚需投入资金 27.45 亿元,仍面临较大的资金支出压力。受资金不足的影响,本期债券募投项目建设进度不及预期。
- 公司偿债压力加大。2019 年末公司有息债务规模为 16.19 亿元,现金短期债务比由 上年末的 27.93 锐减至 0.59,现金类资产对短期有息债务的保障程度偏低,且并入 德润工程等因素影响下公司资产负债率显著上升至 44.86%,公司偿债压力加大。
- 公司存在一定或有负债风险。截至2019年末,公司合并口径对外担保金额合计17.50亿元,与当年末净资产之比为29.81%,担保对象主要为晴隆县当地国有企业和事业单位,担保规模较大,存在一定的或有负债风险。

#### 公司主要财务指标(单位:万元)

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,064,532.21	768,568.60	684,058.58
所有者权益	586,933.16	556,088.26	541,188.91
有息债务	161,886.78	87,937.16	90,690.43
资产负债率	44.86%	27.65%	20.89%
现金短期债务比	0.59	27.93	13.60
营业收入	65,402.06	64,024.96	79,360.80
其他收益	9,300.00	7,929.39	6,150.00
利润总额	17,349.68	17,222.69	18,291.30



综合毛利率	16.67%	16.67%	16.67%
EBITDA	18,268.29	17,942.27	19,028.51
EBITDA 利息保障倍数	2.43	2.47	6.52
经营活动现金流净额	-31,942.09	10,832.72	-59,340.12
收现比	0.00	0.79	0.06

注: 2019 年德润工程收入、利润未体现在公司合并报表中。

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 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2017年9月5日发行7年期8亿元公司债券,募集资金用于贵州晴隆史迪威·二十四道拐遗址公园建设项目。截至2020年04月29日,本期债券募集资金专项账户余额为12,323.64元。

#### 二、发行主体概况

跟踪期内,公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2020年4月30日,公司注册资本及实收资本均为5.00亿元,黔西南州财政局持股100.00%,是公司的控股股东和实际控制人。公司是黔西南州重要的开发建设主体和资本运营实体之一,主要承担晴隆县城市公共基础设施建设的职能。

2019年,公司新增2家纳入合并范围的子公司,其中德润工程<sup>1</sup>由晴隆县人民政府无偿划入,主要负责晴隆县区域内的异地扶贫搬迁工程、棚户区改造项目的建设;贵州安南资源开发有限责任公司由公司出资设立,2019年未开展业务,计划从事基础设施建设和棚户区改造等业务,情况见表1。

表 1 2019 年度新纳入公司合并范围的子公司情况(单位:万元)

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式	合并日期
晴隆县德润工程 建设有限公司	100.00%	10,000.00	水资源、土地资源等资源综合开发,园区建设运营等	无偿划入	2019年11月
贵州 安南资源开发有限责任公司	100.00%	10,000.00	基础设施建设,棚户区改造等	出资设立	2019年7月

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

#### 三、外部运营环境

#### (一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好,疫情短期加大经济下行压力,宏观政策加大调节力度,基础 设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升,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,持续打好三大攻坚战,扎实做好"六稳""工作,经济运行总体平稳。2019

<sup>1</sup> 德润工程 2019 年末总资产 20.10 亿元、净资产 1.70 亿元, 当年营业收入 4.84 亿元、净利润 0.85 亿元。

年全年国内生产总值(GDP)99.09 万亿元,比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展,战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%,高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点;战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,"三期叠加" 影响持续深化,2019 年末爆发的 COVID-19 疫情,进一步加大了经济下行压力。2020 年, 积极的财政政策将更加积极有为,稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提 质增效,更加注重结构调整,压缩一般性支出,财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力,全国基础设施建设投资(不含电力)同比增长 3.8%,增速与上年持平,处于历史低位。资金端,有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现,防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端,交通、水利和市政等传统基础设施已经"饱和",优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快,但规模相对较小,难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构,全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元,同比增长 32.95%;其中专项债新增限额 1.29 万亿元,同比增长 59.26%,并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时,禁止专项债用于棚户区、土储等领域,部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%,引导资金投向"短板"和新型基建,优化投资结构。疫情发生后,已规划项目将加快投资进度,公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年,基础设施建设投资预计将会回暖,但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变,反弹力度有限。

#### 2019 年以来,在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的基础 定调下,相关政策的陆续出台,城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来,延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调,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,城投公司融资环境仍相对顺畅。此外,妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进,城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体,化解存量债务已成为当前的重要任务,但严禁新增隐形债务仍然是政策红线,对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月,政府工作报告中指出,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。同月,财政部发布《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),切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务,禁止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,禁止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。5 月,国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11 号),从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引,并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称"《通知》"),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围,地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情,债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排,开辟债券发行"绿色通道",支持参与疫情防控企业债券发行,城投公司作为地方基础设施建设主体,在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作,城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

#### (二)区域环境

#### 2019年黔西南州规上工业、服务业增加值增速明显,带动区域经济较快增长

2019年黔西南州经济继续保持较快增长,实现地区生产总值1,272.80亿元,同比增长9.8%。其中,农业、规上工业、服务业增加值分别增长6%、12.1%、11.5%。2019年全州人均GDP为44,412元,为全国人均GDP的62.65%。

2019年,黔西南州规模以上工业增加值同比增长12.1%,规模以上工业产销率达98.5%,较上年增加0.2个百分点。固定资产投资方面,2019年黔西南州500万以上固定资产投资增速为5.8%。分主要行业来看,工业投资增速39.9%;基础设施投资增速5.9%;道路运输投资增速8.2%。2019年黔西南州房地产开发市场平稳增长,全州房地产开发项目201个,房地产开发完成投资同比增长4.0%,占总投资的比重为10.8%;实现商品房销售面积429.46平方米,同比增长5.0%。2019年黔西南州共接待游客约6,800万人次,实现旅游总收入690亿元,分别增长26%、35%。旅游业的快速发展带动当地餐饮服务业的增长,全年全州餐饮收入同比增长11.9%。



表 2 黔西南州主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

<b>福</b> 县	2019 4	2019年		2018年	
项目 	金额	增长率	金额	增长率	
地区生产总值(GDP)	1,272.80	9.8%	1,163.77	12.0%	
第一产业增加值	-	-	212.92	6.9%	
第二产业增加值	-	-	375.80	11.5%	
第三产业增加值	-	-	575.05	14.3%	
规模以上工业增加值	-	12.1%	-	11.4%	
500 万元以上固定资产投资	-	5.8%	-	18.8%	
社会消费品零售总额	-	5.9%	223.49	8.8%	
进出口总额 (万美元)	-	-	3,803.00	-34.8%	
存款余额	1,474.83	-0.9%	1,488.62	-0.7%	
贷款余额	1,376.03	21.8%	1,129.75	14.9%	
人均 GDP (元)		44,412		40,608	
人均 GDP/全国人均 GDP		62.65%		61.52%	

注: "-"表示未公开披露; 2018 年全州常住人口按"2018 年地区生产总值/2018 年人均 GDP"估算, 2019 年人均 GDP 按"2019 年地区生产总值/2018 年全州常住人口数"估算。

资料来源: 2018 年黔西南州国民经济和社会发展统计公报, 2019 年 12 月贵州省统计月报, 中证鹏元整理

2019年黔西南州实现公共财政收入109.69亿元,同比下降6.96%;实现上级补助收入236.17亿元;实现政府性基金收入192.27亿元。

# 2019年晴隆县固定资产投资增速仍处于较高水平,同时工业和服务业发展良好,经济保持增长

2019年,晴隆县实现地区生产总值82.26亿元,增长10.7%。以2018年末全县常住人口24.85万人估算,2019年晴隆县人均地区生产总值为33,103元,为全国人均GDP的46.69%,区域经济发展水平仍然较低。

晴隆县工业转型推动工业经济快速发展,2019年工业增加值完成18.64亿元,增长11.6%。建成建隆新能源汽车厂、薏芝坊薏仁米加工厂等一批新产业项目;投资12.15亿元,实施"千企改造"工程7户,完成煤矿机械化改造4对、智能化改造3对;完成煤矿主体矿建设2对;产煤360万吨,销售343万吨;投资15.65亿元,实施"千企引进"项目4个;投资24亿元,完成工业投资项目15个;在库统计规模以上工业企业23户;完成发电量19.87亿度;生产水泥171.69万吨;实现民营经济增加52.37亿元,万元工业增加值能耗下降16%。

2019年全县500万元以上口径固定资产投资完成99.38亿元,增长8.5%,固定资产投资增速放缓。服务业方面,2019年晴隆县完成旅游投资3.15亿元,二十四道拐景区顺利通过国家4A级旅游景区复核,阿妹戚托小镇获批国家3A级旅游景区,全年接待过夜游客29.64



万人,旅游总收入26.4亿元,分别增长20.3%和37.8%。

表 3 晴隆县主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

福口	2019 4	2019年		2018年	
项目 	金额	增长率	金额	增长率	
地区生产总值(GDP)	82.26	10.7%	82.98	11.9%	
第一产业增加值	-	-	19.80	6.4%	
第二产业增加值	-	-	25.46	11.6%	
第三产业增加值	-	-	37.72	14.6%	
工业增加值	18.64	11.6%	18.03	11.3%	
500 万元及以上固定资产投资	99.38	8.5%	-	18.4%	
社会消费品零售总额	9.16	6.7%	8.59	8.6%	
存款余额	-	-	77.26	-3.6%	
贷款余额	-	-	42.31	1.3%	
人均 GDP (元)		33,103		33,629	
人均 GDP/全国人均 GDP		46.69%		50.95%	

注: "-"表示数据未公开披露。2019 年人均 GDP 以"2019 年 GDP/2018 年末常住人口数"估算。 资料来源: 2018 年晴隆县国民经济和社会发展统计公报及晴隆县人民政府 2020 年政府工作报告,中证 鹏元整理

2019年晴隆县实现公共财政收入5.69亿元;实现上级补助收入32.45亿元。

#### 四、经营与竞争

公司是黔西南州重要的开发建设主体和资本运营实体,主要承担晴隆县城市公共基础设施建设的职能。2019年公司主营业务未发生变化,营业收入全部来自建设工程业务,毛利率稳定在16.67%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

福口	2019	年	2018年	
<b>坝</b> 日	金额  毛利率		金额	毛利率
建设工程	65,402.06	16.67%	64,024.96	16.67%

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告,中证鹏元整理

德润工程的并入扩大公司业务范围,在建项目尚需投资规模较大,收入来源较有保障,同时面临较大的资金压力

公司主要负责晴隆县基础设施建设施工。根据公司与晴隆县人民政府等项目委托方签 订的委托代建协议,公司负责项目筹资和建设,项目完工后进行结算,由项目委托方支付

委托代建费用,该费用包含经审计确认的项目实际投入成本和按项目实际投入成本20%确认的委托建设服务费。在账务处理上,公司每年将发生的工程成本投入及委托建设服务费计入存货,并依据当年工程进度与晴隆县人民政府签订《委托建设工程进度申请表》确认建设工程业务成本和收入,待项目完工结算后,将其从存货转出确认应收账款或银行存款。2019年公司主要进行x702线光照电站至沪昆高速晴隆收费站段改扩建工程项目、晴隆县城供水管网改造及扩容工程等项目建设,实现收入6.54亿元,毛利率为16.67%。

表 5 2019年公司建设工程收入情况(单位:万元)

项目名称	成本	收入
G60 沪昆高速公路贵州境晴隆收费站改扩建工程	7,295.75	8,754.90
x702 线光照电站至沪昆高速晴隆收费站段改扩建工程项目	19,856.85	23,828.22
晴隆县莲城大道道路工程	7,883.84	9,460.61
晴隆县城供水管网改造及扩容工程	19,465.28	23,358.34
合计	54,501.72	65,402.06

资料来源:公司提供

2019年11月公司无偿取得德润工程100%的股权,公司业务范围扩大。德润工程主要负责晴隆县异地扶贫搬迁、棚户区改造等工程建设业务,委托方亦为晴隆县人民政府,建设工程业务模式与公司本部相同。但在账务处理上,德润工程将项目建设成本计入存货,待项目完工后才会确认建设工程业务成本和收入,并将其从存货中转出。2019年德润工程完工移交晴隆县2017年异地扶贫搬迁工程(县城南环路安置点,又称莲城镇安置点)项目,实现收入<sup>2</sup>4.84亿元,毛利率为16.67%。

截至2019年末,公司主要在建项目计划总投资57.97亿元,累计已投资30.52亿元。除本期债券募投项目贵州晴隆史迪威·二十四道拐遗址公园建设项目由公司自建自营外,其余项目均已同晴隆县人民政府签订委托建设工程项目协议,未来收入较有保障。截至2019年末,本期债券募投项目累计已投资14.94亿元,原计划于2018年5月完工,由于项目资金不足,建设进度不及预期。本期债券募投项目建成运营后预计可获得一定规模的门票、餐饮、购物和交通等景区运营收入,将丰富公司的收入和利润来源,但募投项目的完工时间以及能否产生预期收益存在不确定性。

表 6 截至 2019 年 12 月 31 日公司在建工程项目情况(单位: 万元)

建设主体	项目名称	总投资	已投资
公司本部	贵州晴隆史迪威•二十四道拐遗址公园建设项目*	170,942.53	149,391.42

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 2019 年 11 月 15 日后德润工程无营业收入, 故其 2019 年的收入、利润未体现在公司合并报表中。

	晴隆县城供水管网改造及扩容工程	50,082.00	29,197.92
	x702 线光照电站至沪昆高速晴隆收费站段改扩建工程项目	42,959.00	26,475.80
	晴隆县莲城大道道路工程	29,653.00	11,825.76
	G60 沪昆高速公路贵州境晴隆收费站改扩建工程	20,925.00	7,295.75
	晴隆县 2017 年城市棚户区(城中村)改造项目(一期)工程	74,275.00	13,853.40
德润工程	晴隆县 2018 年棚户区(莲城、东观街道片区)改造项目	95,013.69	9,876.61
	晴隆县 2018 年易地扶贫搬迁工程	95,852.63	57,238.43
	合计	579,702.85	305,155.09

注:标\*项目为本期债券募投项目,系公司自建自营项目,累计已投资额中含债券资本化利息 15,328.81 万元,其余项目均已签订代建协议。

资料来源:公司提供

#### 公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为晴隆县区域内重要的开发建设主体和资本运营实体,继续获得较大力度的外部支持。资产注入方面,根据晴府发〔2019〕18号文件,晴隆县人民政府将晴隆县财政局出资成立的德润工程的100%股权无偿划转至公司,以德润工程2019年11月15日净资产金额入账,增加资本公积1.56亿元。财政补贴方面,根据晴府函〔2019〕288号和289号文件,2019年公司获得计入其他收益科目的政府运营补助9,300.00万元,有效提升了公司的利润水平。

#### 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2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告,报告采用新会计准则编制。2019年,公司新增2家纳入合并报表范围的子公司,详见表1。

#### 资产结构与质量

2019年公司资产规模大幅增长,以应收款项、土地和在建开发产品为主,资产流动性仍较弱

主要受德润工程并入的影响,公司资产规模大幅增长,2019年末,公司总资产为106.45亿元,同比增长38.51%;仍以流动资产为主,流动资产占总资产的99.54%。

截至2019年末,公司货币资金主要为银行存款,无受限情况。公司应收账款全部为应 收晴隆县财政局项目建设款项,2019年无完工结转工程项目,年末应收账款规模与上年末



持平。

其他应收款主要为与政府机关、国有控股单位的往来款,2019年末主要包括应收晴隆县财政局6.04亿元、晴隆县住房和城乡建设局0.98亿元、国有企业晴隆县筑隆基本建设有限责任公司0.95亿元、晴隆县自然资源局0.59亿元及国有企业黔西南州扶贫开发投资有限责任公司0.53亿元往来款,合计占其他应收款年末余额的76.60%。公司应收款项规模较大,且款项回收时间不确定,对公司资金形成一定的占用。

存货包括的待开发土地和在建开发产品。2019年德润工程并入新增一宗3.63亿元的土地,年末公司共有33宗待开发土地,面积合计299.07万平方米,账面价值合计46.52亿元,性质均为出让,以商服用地为主,其中有6.03亿元的土地以用于银行借款抵押;2019年末在建开发产品账面价值大幅增长172.57%至36.04亿元,其中因2019年期间建设投入增加11.52亿元,因德润工程并入增加11.30亿元。

整体来看,公司资产规模保持增长,仍以应收款项、土地和在建开发产品为主,且存在7.96亿元的受限资产,占总资产的比重为7.48%,流动性较弱。

表 7	公司主要资产构成情况	(单位:	万元)
~~ '		\ \_   <u></u>	/4/4/

165 日	2019年		2018年	
项目	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,415.53	1.54%	29,321.60	3.82%
应收账款	100,313.20	9.42%	100,313.20	13.05%
其他应收款	117,195.68	11.01%	77,634.52	10.10%
存货	825,689.29	77.56%	561,219.11	73.02%
流动资产合计	1,059,613.70	99.54%	768,488.42	99.99%
资产总计	1,064,532.21	100.00%	768,568.60	100.00%

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理

#### 盈利能力

2019年公司营业收入规模维持稳定,德润工程的并入将增加收入来源,政府补助有效 提升了利润水平

公司营业收入全部来自建设工程业务,2019年实现营业收入6.54亿元,同比略增2.15%。公司建设工程业务按实际投入成本的20%收取委托代建费,使综合毛利率稳定在16.67%。2019年新并入子公司德润工程主要负责晴隆县棚户区改造和异地扶贫搬迁工程项目建设,未来将增加公司的收入来源。2019年公司获得政府补助9,300.00万元,计入其他收益,占同期利润总额的53.60%,有效提升了公司的利润水平。



表 8 公司主要盈利指标(单位:万元)

项目	2019年	2018年
营业收入	65,402.06	64,024.96
其他收益	9,300.00	7,929.39
营业利润	17,349.68	17,207.44
利润总额	17,349.68	17,222.69
综合毛利率	16.67%	16.67%

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理

#### 现金流

# 2019年公司主营业务收现情况较差,在建及拟建项目尚需投资规模较大,公司仍面临较大的资金压力

2019年公司未获得晴隆县人民政府支付的建设工程结算款项,收现比锐减为0.00;此外,公司其他与经营活动有关的现金支出规模远大于流入规模,使公司经营活动产生的现金净流出3.19亿元。2019年公司投资活动现金净流入,系并入德润工程增加的现金1.53亿元,公司主要通过借款融资以满足主营业务资金需求,2019年筹资活动现金净流入0.38亿元。

截至2019年末,公司主要在建项目计划总投资合计57.97亿元,尚需投资27.45亿元,随着建设工程项目的推进,公司存在较大的外部融资需求,面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况(单位:万元)

项目	2019年	2018年
收现比	0.00	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	50,300.00
收到的其他与经营活动有关的现金	10,732.67	34,152.57
经营活动现金流入小计	10,732.67	84,452.57
购买商品、接受劳务支付的现金	3,584.52	23,980.77
支付的其他与经营活动有关的现金	39,028.52	49,631.14
经营活动现金流出小计	42,674.76	73,619.85
经营活动产生的现金流量净额	-31,942.09	10,832.72
投资活动产生的现金流量净额	15,261.03	-40.42
筹资活动产生的现金流量净额	3,774.98	-10,028.27
现金及现金等价物净增加额	-12,906.07	764.03

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理

#### 资本结构与财务安全性



# 公司有息债务规模大幅增长,年末现金类资产对短期有息债务保障程度偏低,偿债压力加大

2019年末公司负债总额为47.76亿元,同比大幅增长124.77%,其中德润工程并入新增的总负债规模为18.40亿元。德润工程的无偿划入以及当年利润积累使公司所有者权益增长5.55%至58.69亿元;综合影响下,公司产权比率增至81.37%,所有者权益对负债的覆盖程度减弱。

表 10 公司资本结构情况(单位:万元)

指标名称	2019年	2018年
负债总额	477,599.04	212,480.34
所有者权益	586,933.16	556,088.26
产权比率	81.37%	38.21%

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理

从公司负债结构来看,仍以流动负债为主,截至2019年末,公司流动负债占总负债的比重为60.81%。2019年末公司应付账款主要为应付贵州晴隆二十四道拐文化旅游开发总公司5.06亿元、晴隆县交通运输局3.38亿元和晴隆县清泉水资源开发有限公司2.92亿元等合作方、施工方工程款项。公司其他应付款主要为应付非关联方往来款和少量应付利息,应付往来款中账龄1年以上的占比为68.19%。2019年末一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款0.51亿元、应付债券1.60亿元和长期应付款0.69亿元。

德润工程并入增加4.04亿元的长期借款,以抵质押借款为主,使2019年末公司长期借款大幅攀升。公司应付债券系本期债券。长期应付款为德润工程同信托公司和融资租赁公司借款合计2.61亿元(有息)和专项扶贫资金5.32亿元,有息部分借款利率在6.4%-7.5%之间,期限3-8年不等。

表 11 公司主要负债构成情况(单位:万元)

福日	2019年		2018年	
项目	金额	占比	金额	占比
应付账款	129,661.00	27.15%	38,257.71	18.01%
其他应付款	88,828.40	18.60%	53,414.50	25.14%
一年内到期的非流动负债	27,961.50	5.85%	1,050.00	0.49%
流动负债合计	290,434.47	60.81%	125,593.18	59.11%
长期借款	45,126.00	9.45%	8,600.00	4.05%
应付债券	62,717.28	13.13%	78,287.16	36.84%
长期应付款	79,321.30	16.61%	0.00	0.00%
非流动负债合计	187,164.58	39.19%	86,887.16	40.89%



负债合计	477,599.04	100.00%	212,480.34	100.00%
其中: 有息债务	161,886.78	33.90%	87,937.16	41.39%

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理

公司有息债务由一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息部分构成,2019年末有息债务规模为16.19亿元,占总负债的33.90%,较上年末增长84.09%,存在一定的偿债压力。

截至2019年末,公司短期有息债务为2.80亿元,现金短期债务比为0.59,现金类资产对短期有息债务的保障程度偏低。从长期偿债指标来看,2019年末公司资产负债率提升至44.86%;德润工程的并入使EBITDA对有息债务的保障程度降低,偿债压力加大。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	44.86%	27.65%
现金短期债务比	0.59	27.93
EBITDA (万元)	18,268.29	17,942.27
EBITDA 利息保障倍数	2.43	2.47
有息债务/EBITDA	8.86	4.90

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 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(自主查询版),从2017年1月1日至报告查询日,公司本部(查询日2020年4月10日)和子公司德润工程(查询日2020年5月19日)均不存在未结清不良类信贷记录,已结清信贷信息无不良类账户;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

#### 公司对外担保规模较大,面临一定或有负债风险

截至2019年末,公司合并口径对外担保金额合计17.50亿元,占年末净资产的29.81%, 担保对象主要为晴隆县当地国有企业和事业单位,公司对外担保规模较大,面临一定的或 有负债风险。

#### 表 13 截至 2019 年 12 月 31 日公司合并口径对外担保情况(单位: 万元)

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
晴隆县三宝乡中心学校	事业单位	33,000.00	2026-10-30	否
晴隆县筑隆基本建设有限责任公司	地方国企	20,000.00	2027-3-26	否
晴隆县筑隆基本建设有限责任公司	地方国企	10,416.67	2022-7-20	否
晴隆县草地畜牧业开发有限责任公司	地方国企	12,740.00	2024-10-26	否
贵州薏米阳光产业开发有限责任公司	地方国企	4,004.00	2022-10-26	否
晴隆县人民医院	事业单位	2,000.00	2022-6-30	否
贵州省晴隆县第二中学	事业单位	1,464.55	2022-9-19	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	地方国企	19,282.00	2029-7-21	否
贵州薏芝坊产业开发有限责任公司	民营企业	1,000.00	2021-1-2	是
晴隆县清泉水资源开发有限公司	地方国企	41,678.00	2031-9-20	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	地方国企	17,940.00	2025-10-31	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	地方国企	10,000.00	2021-12-17	否
贵州省晴隆县第二中学	事业单位	1,464.55	2022-9-21	否
合计	-	174,989.77	-	-

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

#### 七、评级结论

2019年黔西南州和晴隆县经济保持较快增长,为公司的发展提供了良好基础;德润工程的无偿划入使公司资本实力和建设工程业务范围进一步提升和扩大,截至2019年末,公司已签订委托建设工程项目协议的在建项目规模较大,公司建设工程业务持续性较好;此外,2019年公司获得晴隆县人民政府给予的运营补助9,300.00万元,有效提升了公司的利润水平。

同时中证鹏元也关注到,公司资产中应收款项和存货规模占比较高,整体资产流动性较弱;2019年公司主营业务收现情况较差,在建设工程项目资金需求下,公司面临较大的资金压力;公司有息债务规模大幅增长,现金类资产对短期有息债务的保障程度较低,偿债压力加大;此外,对外担保规模较大也使公司面临一定或有负债风险。

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



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据(单位: 万元)	2019年	2018年	2017年
货币资金	16,415.53	29,321.60	28,557.57
应收账款	100,313.20	100,313.20	108,222.06
其他应收款	117,195.68	77,634.52	28,203.37
存货	825,689.29	561,219.11	519,048.40
流动资产合计	1,059,613.70	768,488.42	684,031.39
资产总计	1,064,532.21	768,568.60	684,058.58
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	129,661.00	38,257.71	57.80
其他应付款	88,828.40	53,414.50	27,257.41
一年内到期的非流动负债	27,961.50	1,050.00	2,100.00
流动负债合计	290,434.47	125,593.18	54,279.24
长期借款	45,126.00	8,600.00	10,700.00
应付债券	62,717.28	78,287.16	77,890.43
长期应付款	79,321.30	0.00	0.00
非流动负债合计	187,164.58	86,887.16	88,590.43
负债总额	477,599.04	212,480.34	142,869.67
有息债务	161,886.78	87,937.16	90,690.43
所有者权益	586,933.16	556,088.26	541,188.91
营业收入	65,402.06	64,024.96	79,360.80
其他收益	9,300.00	7,929.39	6,150.00
营业利润	17,349.68	17,207.44	18,284.93
净利润	15,199.57	14,899.34	15,255.97
经营活动产生的现金流量净额	-31,942.09	10,832.72	-59,340.12
投资活动产生的现金流量净额	15,261.03	-40.42	-0.17
筹资活动产生的现金流量净额	3,774.98	-10,028.27	80,625.70
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	16.67%	16.67%	16.67%
收现比	0.00	0.79	0.06
产权比率	81.37%	38.21%	26.40%
资产负债率	44.86%	27.65%	20.89%
现金短期债务比	0.59	27.93	13.60
EBITDA (万元)	18,268.29	17,942.27	19,028.51
EBITDA 利息保障倍数	2.43	2.47	6.52
有息债务/EBITDA	8.86	4.90	4.77

资料来源:公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告,中证鹏元整理



## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

企业名称	持股比例	注册资本 (万元)	主营业务	合并日期
晴隆县德润工程建设 有限公司	100.00%	10,000.00	水资源、土地资源等资源 综合开发,园区建设运营 等	2019年11月
贵州安南资源开发有限责任公司	100.00%	10,000.00	基础设施建设,棚户区改造等	2019年7月

资料来源:公司 2019 年审计报告,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	(营业收入一营业成本)/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%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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)
现金类资产	货币资金
有息债务	一年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分



#### 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。
В	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"+"、"一"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。
В	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"+"、"一"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。