

曲靖市开发投资有限责任公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1587 号

曲靖市开发投资有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“14 曲靖债/PR 曲开投”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持曲靖市开发投资有限责任公司（以下简称“曲靖开投”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“14 曲靖债/PR 曲开投”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了曲靖市经济快速发展、为公司提供较好的外部环境，有力的政府支持和债务负担有所下降等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司土地经营收入的稳定性及可持续性需要关注、公司资产流动性较弱以及公司对外担保规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

曲靖开投（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	172.54	164.04	163.54
所有者权益合计（亿元）	116.68	117.53	118.49
总负债（亿元）	55.86	46.51	45.05
总债务（亿元）	47.52	39.67	36.08
营业总收入（亿元）	1.25	1.14	1.17
经营性业务利润（亿元）	0.15	0.91	1.09
净利润（亿元）	0.08	0.86	1.05
EBITDA（亿元）	0.49	1.39	1.55
经营活动净现金流（亿元）	0.91	8.31	4.31
收现比(X)	0.82	0.85	0.93
营业毛利率(%)	65.28	57.48	55.96
应收类款项/总资产(%)	24.06	19.12	21.20
资产负债率(%)	32.37	28.35	27.55
总资本化比率(%)	28.94	25.23	23.34
总债务/EBITDA(X)	97.59	28.56	23.25
EBITDA 利息倍数(X)	0.18	12.27	15.09

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理，本报告均采用各期审计报告期末数；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算、将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算。

正面

■ **曲靖市经济快速发展，为公司提供较好的外部环境。**曲靖市经济快速发展，2019 年地区生产总值达到 2,637.59 亿元，同比增长 9.6%，区域经济实力不断增强，为公司发展提供较好的外部环境。

■ **有力的政府支持。**公司负责曲靖市主城区基础设施建设和公

同行业比较

同区域其他基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	
曲靖开投	163.54	118.49	27.55	1.17	1.05	4.31	
红河开投	407.03	238.68	41.36	112.87	3.08	-3.58	
瑞丽仁隆	126.77	86.16	32.04	8.06	1.18	-9.03	

注：“红河开投”为“红河州开发投资控股集团有限公司”简称；“瑞丽仁隆”为“瑞丽仁隆投资开发有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
14 曲靖债/PR 曲开投	AA	AA	15.00	3.00	2014/04/28~2021/04/28

注：本次债券设置提前偿付条款，在本次债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。

用事业运营，曲靖市政府在项目建设、财政补贴等方面持续给予公司大力支持。

■ **债务负担有所下降。**截至 2019 年末，公司总资本化比率降至 23.34%，债务负担有所下降。

关注

■ **公司土地经营收入的稳定性及可持续性需要关注。**2019 年以来，受政策与市场因素的持续影响，公司仍未实现土地出让收入，中诚信国际将对该项收入的稳定性与持续性保持关注。

■ **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收类账款为主，截至 2019 年末上述资产合计占总资产比重达 43.86%，资产变现能力较差，流动性较弱。

■ **公司对外担保规模较大。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 48.20 亿元，占净资产比重为 40.68%，公司对外担保金额较大，具有一定的代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，曲靖市开发投资有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**曲靖市经济实力持续且显著增强，公司在曲靖市地位提升，获取股东及相关各方的支持力度增强；公司资本实力和资产质量均大幅提升，盈利及各项财务指标均大幅改善且具有持续性等。

■ **可能触发评级下调因素。**曲靖市财力出现不可逆的下滑，公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标和再融资环境均出现明显恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“14 曲靖债/PR 曲开投”募集资金 15 亿元，计划全部用于曲靖中心城区 2012~2015 年保障性住房建

设项目。由于曲靖中心城区 2012~2015 年保障性住房建设项目规划的调整，曲靖开投调整部分本期债券募集资金投向，缩减募投资金在曲靖中心城区 2012~2015 年保障性住房建设项目上的投资，将 10.50 亿元募集资金变更用途，其中：6.00 亿元调整用于补充公司的流动资金，4.50 亿元调整用于“五馆一中心”项目的建设，包括体育中心室外景观、训练馆和体育场等 12 个项目。截至 2019 年末，募集资金 15 亿元均已使用完毕。

表 1：“14 曲靖债/PR 曲开投”变更后募集资金用途：五馆一中心

项目名称	政府批文	计划总投资 (万元)	截至 2018 年末已 投资 (万元)	拟使用募集资金 金额 (万元)	占项目总投 资比例 (%)
体育中心室外景观	曲发改投资[2012]120 号	20,997.76	15,646.97	6,745.00	32.12
训练馆	曲发改投资[2011]22 号	12,860.24	12,880.05	4,618.00	35.91
体育场	曲发改投资[2011]16 号	40,860.74	44,374.55	10,583.00	25.90
体育馆	曲发改投资[2011]15 号	11,107.64	10,606.94	1,290.00	11.61
文化中心室外景观	曲发改投资[2012]121 号	15,609.15	28,590.71	11,306.00	72.43
规划展示馆	曲发改投资[2011]21 号	8,063.45	5,936.18	811.00	10.06
美术馆	曲发改投资[2011]19 号	5,212.76	3,848.62	621.00	11.91
科技馆	曲发改投资[2011]20 号	8,845.87	7,384.65	998.00	11.28
图书馆	曲发改投资[2011]18 号	9,758.43	8,921.73	1,009.00	10.34
博物馆	曲发改投资[2011]17 号	12,423.90	13,065.40	2,435.00	19.60
体育训练中心	曲发改投资[2013]34 号	8,658.12	19,902.70	4,584.00	22.24
全民健身活动中心	曲发改投资[2013]33 号	11,955.14			
合计	--	166,353.20	171,158.50	45,000.00	27.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月

宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依

存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

展望：一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重

重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

曲靖市作为滇中城市经济圈的核心区域，经济稳步发展，工农业竞争优势明显，为公司发展提供较好的外部环境

财政级次及特殊地位：曲靖市为云南省下辖地级市，位于云南省东部，处珠江源头，素有“滇黔锁钥”、“云南咽喉”之称。曲靖是全国主体功能区规划、泛珠三角区域合作、长江经济带的重点开发区域之一，是滇中城市经济圈的核心区域。

图 1：曲靖市行政区划图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

经济发展水平：曲靖市发展势态良好，地区生产总值（GDP）逐年增长，2019 年，曲靖市实现地区生产总值（GDP）2,637.59 亿元，同比增长 9.6%，三次产业结构由 2018 年的 17.9: 38.6: 43.5 调整为 16.6: 38.1: 45.3，产业结构进一步优化。2019 年末，曲靖市常住人口 617.77 万人，常住人口城镇化率为 49.64%，低于全国平均水平 10.96 个百分点；全年人均 GDP 为 42,774 元，同比增长 9.1%。

财政及债务水平：2019 年，曲靖市一般公共预算收入为 149.07 亿元，其中税收占比为 73.22%，一般公共预算收入保持增长且收入质量较好；同期，曲靖市一般公共预算财政平衡率为 27.52%，自身财

政平衡能力较弱。2019 年，曲靖市政府性基金收入较 2018 年有所增长，为 33.12 亿元。截至 2019 年末，曲靖市政府性债务余额为 362.04 亿元。

未来发展机遇：曲靖市作为国家“三线”建设和云南省工业布局的重点地区，高原特色农业、新型工业化及现代服务业发展势头良好，随着国家和省“一带一路”、长江经济带、珠江西江经济带、建设面向南亚东南亚辐射中心、滇中城市经济圈等重大发展战略的实施，曲靖市未来具有较大的发展潜力。

公司城市基础设施建设项目业务模式明确，整体顺利推进；在建项目未来投资规模较大，但回购期限较长，或将面临一定的资金压力

业务模式：公司下属子公司曲靖市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“城投公司”）负责对曲靖市市政基础设施建设进行筹资、建设、经营和开发，并偿还相关银行贷款等债务；曲靖市政府每年根据城市建设规划，通过曲靖市住房和城乡建设局向城投公司下达建设任务，同时曲靖市财政局与城投公司签订 BT 协议。

资金平衡方式：曲靖市财政局与城投公司签订 BT 协议，项目建设完成并经验收后，财政局按照 BT 投资额加上一定比例的投资收益和投资利息向城投公司回购所建设项目。项目用地由曲靖市国土资源局确认使用国有存量土地。2019 年，公司获得项目回购资金 1.25 亿元。

业务稳定性及可持续性：公司已完工项目为曲靖职业教育中心市政道路（一期）基础设施开发项目、五馆一中心项目，项目总投资合计为 20.62 亿元，截至 2019 年末，已全部回款。公司在建的项目主要为职教中心园区建设项目、五纵五横项目，麒马大道道路工程、瑞和西路道路工程和两江治理工程，其中职教中心园区建设项目、麒马大道道路工程和五纵五横项目为 2019 年新完工，还未进行竣工结算，上述项目总投资 75.10 亿元，已投资 40.17 亿元，尚需投资 34.93 亿元。公司在建项目的投资规模较大，回购期限较长，面临一定的资金压力。截至 2019 年末，公司无拟建项目。

表 2：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资额	建设周期	备注
职教中心园区建设项目	0.99	0.99	2010.7~2015.12	已完工，正在结算
五纵五横项目建设	47.45	21.50	2015.11~2018.10	已完工并投入使用，项目正在办理工程结算
麒马大道道路工程	22.6	14.27	2017.9-2019.12	已完工，试通车中
瑞和西路道工程			2017.9-2019.12	正在实施
两江治理	4.06	3.41	2017.9-2019.12	正在实施
合计	75.10	40.17	--	--

注：1、五纵五横项目道路主干线已完工并投入使用，其余支线及配套项目处暂停状态；2、此表仅列示公司主要在建项目情况。
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受宏观经济和土地市场行情影响，2019 年公司仍未实现土地销售收入，土地销售业务稳定性及可持续性弱

业务模式：为确保公司到期债务的如期偿付和项目建设资金的足额到位，曲靖市政府向公司注入各类土地资产，公司根据自身资金需求情况和土地市场情况，请示曲靖市政府回购部分土地资产。公司通过与曲靖市土地储备中心签订土地转让协议，实现市政工程项目投入的资金平衡。

业务稳定性及可持续性：截至 2019 年末，公司共有 1,716.04 亩土地，均为商住用地，存量土地资产账面价值为 36.86 亿元。但 2017 年以来，受土地市场行情及政策影响，公司无土地资产回购，未实现土地销售收入。公司的土地资产主要用于支持公司的城市基础设施建设，一定程度上提升了公司的资产规模，但同时，中诚信国际也关注到公司土地资产变现易受到宏观经济和土地市场情况影响，业务持续性与稳定性弱。

2019 年，公司投资的保障房项目已完工，中诚信国际对投入款项的保障房项目回款情况保持关注

针对保障房项目，公司已投入“14 曲靖债/PR 曲开投”募集资金 4.50 亿元，项目由曲靖市保障性住

房建设投资开发有限责任公司（以下简称“保障房公司”）负责建设，截至 2019 年末，保障房项目已完工，项目建筑面积 60.00 万平方米，已建成 11,915 套保障房。公司将投入保障房的资金计入长期应收款，应收对象为保障房公司。保障房项目以“先租后售”模式进行运作，回购资金主要来源于政府拨款、租金收入和售房收入。2019 年保障房回购资金 5,058 万元。中诚信国际将对投入款项的保障房项目回款情况保持关注。

受益于价格较高的城市供水量的上升，2019 年公司供水收入同比小幅增加

公司供水业务主要由下属子公司曲靖市水利水电投资开发有限公司（以下简称“水投公司”）负责运营。截至 2019 年末，水投公司拥有 6 座水库，其中 5 座为中型水库（储水量 1,700~7,285 万立方米），1 座为小型水库（储水量 195 万立方米），共计拥有 20,522 万立方米的储水能力。2019 年，水投公司总供水量为 14,039 万立方米，较 2018 年略有下降，其中平均城市供水量达到 5,573 万立方米，工业供水量约为 2,409 万立方米，农业供水量 6,057 万立方米，除城市用水同比有所上升，其他用水同比均小幅下降。受益于城市供水量的增长，2019 年供水收入增至 0.45 亿元。

表 3：2017~2019 年水投公司供水量及价格（万立方米、元/立方米）

项目名称	2017		2018		2019		
	供水量	单价	供水量	单价	供水量	单价	
原水供应	农业	5,342	0.04	6,176	0.04	6,057	0.04
	城市	4,189	0.60	5,435	0.60	5,573	0.60
	工业	2,319	0.70	2,630	0.70	2,409	0.70

合计	11,850	--	14,240	--	14,039	--
----	--------	----	--------	----	--------	----

注：农业供水费用由灌区负责收取，故无法确认收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于由公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年审计报告，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。财务分析基于各期审计报告期末数据。

2019年，公司营业收入及利润规模同比均有所扩大，但期间费用率仍较高，盈利能力较为依赖政府补助

营业总收入：公司收入主要来源于供水、管理费和其他服务收入，2019年营业总收入较上年微增。具体来看，2019年，公司供水收入及管理费收入占比持平，供水收入受益于城市用水量持续增长；公司作为统贷统还主体，将筹集资金转借给各县市平台，以获取管理费收入，2019年保持平稳；其他服务收入同比变动不大，主要系会场场地费、租赁收入等；同期，其他业务收入主要为担保收入。

表 4：近年来公司主要板块收入结构及占比

收入（亿元）	2017	2018	2019
供水	0.38	0.42	0.45
管理费	0.61	0.44	0.45
其他服务	0.05	0.05	0.05
其他业务	0.20	0.23	0.22
合计	1.25	1.14	1.17
占比（%）	2017	2018	2019
供水	30.58	36.69	38.87
管理费	49.27	38.76	38.81
其他服务	3.87	4.48	4.33
其他业务	16.28	20.07	20.00
合计	100.00	100.00	100.00

注：1、其他业务主要为担保费收入；2、因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

营业毛利率：2019年，公司营业毛利率为55.96%，较上年有小幅下降。其中，供水业务毛利率为18.89%，因成本增加，较上年小幅下降；2019年公司其他服务业务亏损情况有所好转，毛利率较上年有所提高但仍然为负；同时，其他业务受担保费收入减少影响，毛利率小幅下降至61.61%。

表 5：近年来公司主要板块毛利率（%）

项目	2017	2018	2019
供水	27.14	23.20	18.89
管理费	100.00	100.00	100.00
其他服务	-54.55	-54.96	-29.62
其他业务	60.30	63.13	61.61
营业毛利率	65.28	57.48	55.96

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

期间费用：由于曲靖市政府给予公司财政贴息，公司财务费用规模较小，期间费用以管理费用为主。2019年，公司管理费用为0.51亿元，主要为累计折旧摊销以及人工费用。由于公司期间费用较上年有所上升，期间费用率有所提高，期间费用控制能力有待提高。

利润总额：公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2019年受政府补助增加影响，经营性业务利润同比上升，利润对政府补助的依赖较大。同期，公司资产减值损失为0.37亿元，主要为坏账损失和可供出售金融资产减值损失；投资收益主要为持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益。

收现比：近年来因供水收入持续增加及项目建设有一定的回款，公司收现比持续增长，但均低于1倍。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
财务费用	0.13	0.01	0.01
管理费用	0.60	0.43	0.51
期间费用合计	0.73	0.53	0.61
期间费用率(%)	58.61	46.35	51.80
经营性业务利润	0.15	0.91	1.09
资产减值损失	1.37	0.40	0.37
投资收益	1.11	0.36	0.29
其他收益	0.09	0.81	1.06
利润总额	-0.09	0.84	1.01
收现比(X)	0.82	0.85	0.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来，公司总资产规模保持平稳，总债务规

模有所下降，资产中存货和应收类账款占比较高使得资产流动性和收益性一般

总资产：2019年，公司总资产规模保持平稳，公司资产主要由非流动资产构成，各期非流动资产占比均在65%上下。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2019年，公司可供出售金融资产主要是对曲靖市商业银行股份有限公司、麒麟区融资担保有限公司、曲靖市交通局、师宗县开发投资有限责任公司及曲靖市阿岗水库工程建设管理局的股权投资，较2018年变动不大。长期应收款主要为期限一年以上的对外单位转借款，借款单位主要为曲靖市住房和城乡建设局、曲靖市保障性住房建设投资开发有限责任公司及曲靖市下属各县级市平台公司。公司固定资产较2018年小幅增加，主要系在建工程转入固定资产及根据2019年1月曲靖罐区管理局文件，将西河北干渠续建配套及防渗抗旱应急工程资产移交给公司子公司水投公司。公司无形资产保持稳定，主要为土地使用权。公司其他非流动资产主要为五馆一中心建设，该项资产根据曲靖市人民政府2014年第21期专题会议纪要，将该资产产权明确划入给城投公司，并计划以该资产进行投资，截至2019年末，尚未正式投资。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。受工程支出增加及偿还债务影响，2019年公司货币资金有所减少。公司应收账款主要为应收曲靖市土地储备中心的土地款4.97亿元，该土地款账龄已满三年，中诚信国际将对土地款回收情况保持关注。公司存货主要为存量土地，截至2019年末，公司存量土地共计1,716.04亩，主要为商住用地，主要为政府划拨地。同期，公司其他应收款大幅增加，主要为与曲靖市发展投资集团有限公司（以下简称“曲靖发投”）、曲靖市保障性住房建设投资开发有限责任公司、曲靖市人民政府城市建设改造指挥部办公室等的往来款。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	172.54	164.04	163.54
货币资金	1.92	1.40	0.94
应收账款	5.74	5.80	5.87
存货	37.07	37.06	37.05
其他应收款	7.80	5.95	9.61
可供出售金融资产	22.40	21.96	21.55
长期应收款	27.98	19.62	19.19
在建工程	11.79	12.79	13.64
无形资产	5.92	5.91	5.91
其他非流动资产	17.27	17.28	17.27
应收类款项/总资产（%）	24.06	19.12	21.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量：公司资产中存货及应收类款项占比较高，对资金形成一定占用；公司可供出售金融资产主要为对各类平台公司的投资，目前变现难度均较大。整体来看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

所有者权益：2019年，受益于曲靖罐区管理局将西河北干渠续建配套及防渗抗旱应急工程资产移交给公司子公司水投公司，增加资本公积580.00万元和曲靖市人民政府将曲靖市第五人民医院股权移交给公司，增加资本公积573.42万元，公司所有者权益有所增加。

表 8：近年来公司所有者权益情况（亿元）

	2017	2018	2019
所有者权益合计	116.68	117.53	118.49
实收资本	9.47	9.47	9.47
其他权益工具	16.29	15.25	14.84
资本公积	75.12	76.16	76.68
未分配利润	14.00	14.83	15.65
少数股东权益	0.27	0.27	0.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构：2019年公司债务规模及总资本化比率有所降低，较低的总资本化比率有利于公司的再融资和稳定运营；同期，短期债务/总债务比值有所下降，债务结构有所优化。

表 9：近年来公司债务情况（%）

	2017	2018	2019
总负债（亿元）	55.86	46.51	45.05
总债务（亿元）	47.52	39.67	36.08
短期债务（亿元）	9.68	6.27	4.81

短期债务/总债务 (X)	0.20	0.16	0.13
资产负债率	32.37%	28.35%	27.55%
总资本化比率	28.94%	25.23%	23.34%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年，经营活动净现金流仍呈净流入状态，但净流入规模有所收窄；EBITDA对债务本息的覆盖能力有所提高，但货币资金对短期债务的覆盖能力不足

现金流：公司经营活动现金流入主要来源于收到的往来款以及政府补助，2019年公司经营活动净现金流由2018年的8.31亿元降低至4.31亿元，主要因往来款净流入减少所致；2019年，投资活动净现金流与2018年基本持平，但仍为流出状态；同期，公司偿还债务所支付的现金较2018年有所减少，公司筹资活动净现金流流出规模有所收窄，为-3.84亿元。

偿债指标：2019年，受益于公司盈利规模扩大，EBITDA持续增大，其对债务利息¹的覆盖能力有所提高。同期，公司经营活动净现金流为正，可以有效覆盖公司当期利息。

货币资金/短期债务：2019年，公司货币资金保有量有所减少，货币资金对短期债务的保障能力有所下降，无法覆盖短期债务。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2017	2018	2019
经营活动净现金流 (亿元)	0.91	8.31	4.31
投资活动净现金流 (亿元)	-12.71	-0.90	-0.93
筹资活动净现金流 (亿元)	-4.39	-7.93	-3.84
EBITDA (亿元)	0.49	1.39	1.55
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.18	12.27	15.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	0.34	73.42	41.88
货币资金/短期债务 (X)	0.20	0.22	0.20
总债务/EBITDA (X)	97.59	28.56	23.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司 2021 年面临一定的债务集中到期压力；公司对外担保规模较大，具有一定的代偿风险

债务到期分布：截至2019年末，公司总债务为36.08亿元，其中2020~2022年分别到期4.81亿元、17.08亿元和1.08亿元，面临一定的债务集中到期压力。

表 11：截至 2019 年末公司债务到期分布情况 (亿元)

到期时间	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	4.81	17.08	1.08	13.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信：截至2019年末，公司共获得银行授信额度33.21亿元，其中未使用授信额度为8.90亿元，备用流动性偏弱。

受限资产/总资产：截至2019年末，公司受限资产合计为7.10亿元，占总资产的比例重为4.34%，主要为质押的曲陆高速改扩建项目应收账款。

对外担保/净资产：截至2019年末，公司对外担保余额为48.20亿元，占公司净资产的比例为40.68%，担保对象主要为国有企业，但由于担保规模较大仍有一定的代偿风险。

表 12：截至 2019 年末公司对外担保概况 (亿元)

担保对象	担保余额
云南双友现代农业股份有限公司	1.16
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	18.43
曲靖市发展投资集团有限公司	8.38
曲靖市文化体育旅游产业投资管理有限公司	18.22
曲靖高铁新区投资开发股份有限公司	0.47
曲靖市储备粮管理有限公司	1.44
曲靖市开投商贸有限公司	0.10
合计	48.20

注：因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年5月7日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

¹ 公司将融入资金转借给各县级平台，利差确定管理费收入，故记入公司债务利息较少。

外部支持

作为曲靖市重要的基础设施建设主体, 2019 年公司在资产注入和财政补贴等方面持续获得大力支持

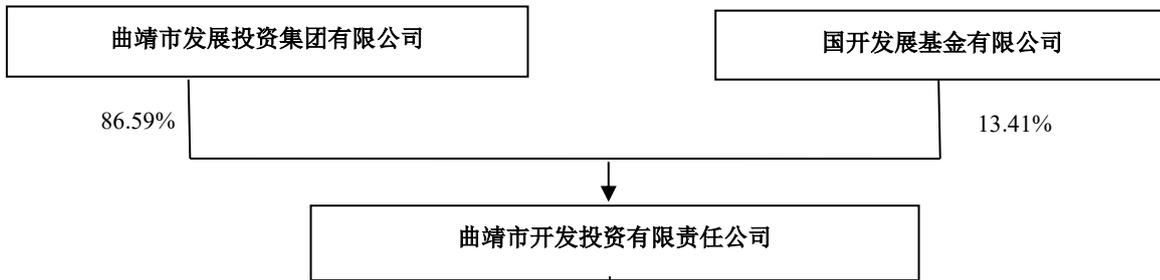
曲靖市经济保持快速发展, 协调产业及金融资源的能力持续增强, 公司是曲靖市重要的基础设施投融资建设主体, 区域地位继续保持, 潜在外部支持具有持续性。2019 年公司在资产注入、股权划转和财政补贴等方面持续获得大力支持。

资产注入方面, 2019 年, 公司获得实物资产及股权划入增加资本公积 0.12 亿元, 同时曲靖发投回购国开基金权益, 亦持续夯实公司股东权益。此外, 2019 年公司获得建设项目补贴资金和年度补助经费等各类财政补贴 1.06 亿元。

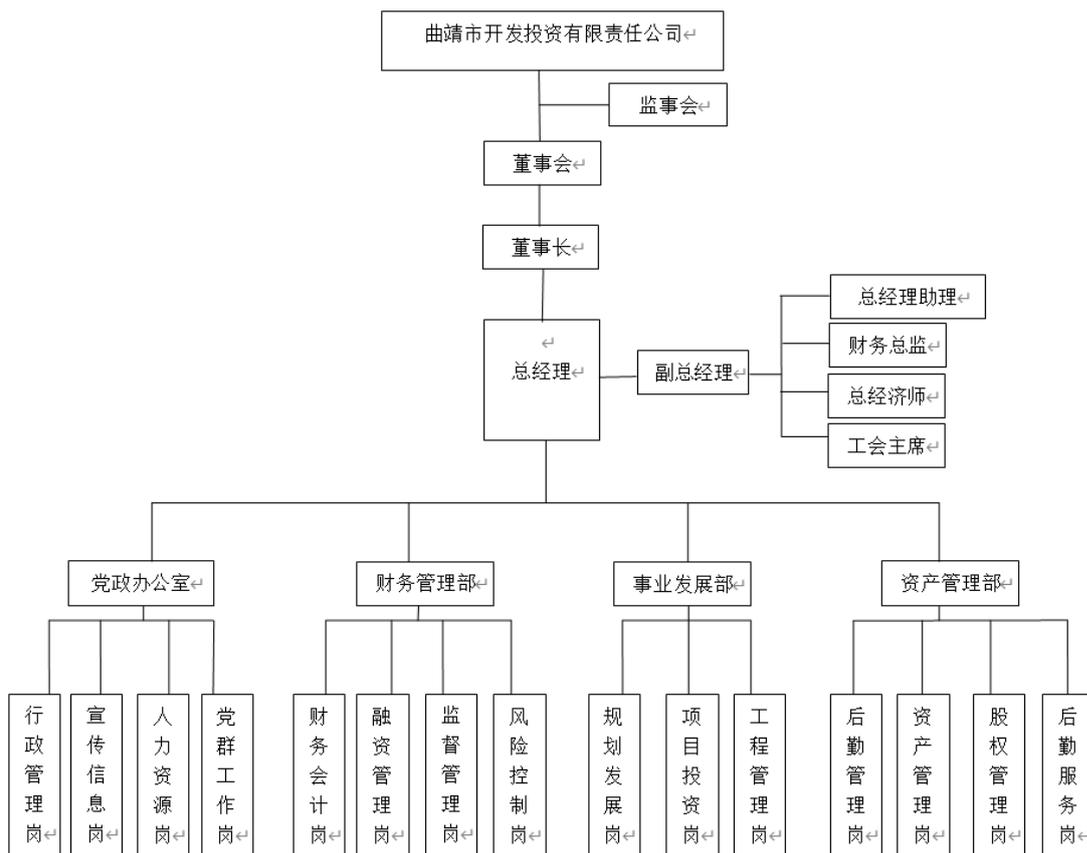
评级结论

综上所述, 中诚信国际维持曲靖市开发投资有限责任公司的主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“14 曲靖债/PR 曲开投”的债项信用等级为 **AA**。

附一：曲靖市开发投资有限责任公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年末)



编号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	曲靖珠源投资管理服务有限公司	投资管理服务	100
2	曲靖市城市建设投资开发有限责任公司	市政工程	100
3	曲靖市水利水电开发投资有限公司	水资源管理	100



资料来源：公司提供

附二：曲靖市开发投资有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	19,247.59	14,010.07	9,389.18
应收账款	57,364.29	57,995.03	58,659.56
其他应收款	78,047.97	59,522.38	96,130.30
存货	370,705.58	370,554.89	370,544.63
长期投资	241,055.44	236,512.24	234,572.02
在建工程	117,861.76	127,914.63	136,420.17
无形资产	59,160.80	59,134.99	59,110.01
总资产	1,725,386.62	1,640,408.06	1,635,418.82
其他应付款	19,905.33	23,599.66	23,818.72
短期债务	96,801.69	62,692.87	48,052.91
长期债务	378,357.66	333,988.21	312,795.39
总债务	475,159.36	396,681.08	360,848.31
总负债	558,581.37	465,064.55	450,478.66
费用化利息支出	1,468.82	1,132.14	1,028.65
资本化利息支出	25,011.65	0.00	0.00
实收资本	94,688.87	94,688.87	94,688.87
少数股东权益	2,683.99	2,683.88	2,683.79
所有者权益合计	1,166,805.25	1,175,343.51	1,184,940.16
营业总收入	12,474.63	11,429.53	11,692.96
经营性业务利润	1,501.24	9,109.80	10,930.47
投资收益	11,146.28	3,557.34	2,928.55
净利润	827.55	8,579.16	10,504.00
EBIT	547.33	9,564.51	11,131.77
EBITDA	4,868.99	13,890.50	15,519.78
销售商品、提供劳务收到的现金	10,246.95	9,692.95	10,827.55
收到其他与经营活动有关的现金	211,220.68	172,796.76	155,145.44
购买商品、接受劳务支付的现金	626.09	559.16	824.12
支付其他与经营活动有关的现金	206,640.17	91,854.91	115,524.67
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	51,363.95	15,396.96	12,720.77
经营活动产生现金净流量	9,106.84	83,124.82	43,084.10
投资活动产生现金净流量	-127,146.79	-9,033.94	-9,317.32
筹资活动产生现金净流量	-43,938.52	-79,328.40	-38,387.67
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	65.28	57.48	55.96
期间费用率(%)	58.61	46.35	51.80
应收类款项/总资产(%)	24.06	19.12	21.20
收现比(X)	0.82	0.85	0.93
总资产收益率(%)	0.03	0.57	0.68
资产负债率(%)	32.37	28.35	27.55
总资本化比率(%)	28.94	25.23	23.34
短期债务/总债务(X)	0.20	0.16	0.13
FFO/总债务(X)	0.01	0.04	0.04
FFO 利息倍数(X)	0.22	12.66	15.05
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.34	73.42	41.88
总债务/EBITDA(X)	97.59	28.56	23.25
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.22	0.32
货币资金/短期债务(X)	0.20	0.22	0.20
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.18	12.27	15.09

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理，本报告均采用各期审计报告期末数；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算、将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。