

2015 年黔南州投资有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

2015年黔南州投资有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【746】号 01

债券简称：15 黔南投资
债/PR 黔南投

债券剩余规模：7.20 亿
元

债券到期日期：2022 年
3 月 9 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在本期债券存
续期的第 3 至第 7 个计
息年度末分别偿还债券
发行总额的 20%，到期
利息随本金一起支付

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 7 月 20 日	2019 年 6 月 25 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”）对黔南州投资有限公司（以下简称“黔南投资”或“公司”）及其 2015 年 3 月 9 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：公司代建业务持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司代建业务持续性较好。公司及下属子公司为黔南布依族苗族自治州（以下简称“黔南州”）重要的基础设施建设主体，截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资合计 104.34 亿元，代建业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年公司及其下属子公司获得股权、资本金等资产注入增加资本公积合计 31.50 亿元，有效提升了公司的资本实力；收到政府补助 1.62 亿元，占同期利润总额的 43.02%，有效改善了公司的盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地资产、代建项目和应收款项为主，其中土地资产为 299.88 亿元，占总资产的 31.80%，已抵押的土地资产为 56.89 亿元，占土地资产的 18.97%；代建项目为 211.80 亿元，占总资产的 22.46%，土地资产及代建项目短期变现能力较差；应收款项合计为 295.69 亿元，占总资产的 31.36%，回收时间不确定，对营运资金占用较为明显，资产整体流动性较弱。
- **面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目至少尚需投资 32.16 亿元，项目资金来源主要为自筹，近年公司融资难度加大，面临较大的资金压力。
- **面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 26.41 亿元，占负债总额的 47.29%，现金短期债务比为 0.22，偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 124.66 亿元，占当期末净资产的 32.43%，对外担保规模较大，被担保方主要为国有企业与事业单位，均未采取反担保措施，面临较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	9,430,027.67	9,801,183.59	8,968,882.62
所有者权益	3,844,200.79	3,442,251.23	3,392,470.67
有息债务	2,641,284.83	3,398,657.51	3,532,450.26
资产负债率	59.23%	64.88%	62.18%
现金短期债务比	0.22	0.23	1.03
营业收入	311,601.56	290,996.39	348,162.48
其他收益	16,092.29	24,098.26	19,801.70
利润总额	37,566.36	41,740.50	31,661.94
综合毛利率	13.57%	19.07%	10.39%
EBITDA	50,079.13	52,513.19	44,403.24
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.41	0.55
经营活动现金流净额	75,144.99	199,639.58	311,556.36
收现比	0.80	0.76	1.06

资料来源：公司2017-2019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2015年3月9日发行7年期18亿元公司债券，募集资金已用于都匀市七星棚户区改造工程、平塘县“玉水新城”旧城棚户区改造工程、罗甸县城西棚户区改造工程及贵定县县委片区棚户区改造安置房工程。截至2020年5月末，本期债券募集资金专项账户余额为3.23万元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均仍为2.00亿元，控股股东仍为贵州剑江控股集团有限公司，实际控制人仍为黔南州国有资产监督管理局。

截至2019年末，纳入公司合并财务报表范围的子公司共21家，2019年新增2家子公司、减少2家子公司，具体如表1所示。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵州旗山置业有限公司	100.00%	10,000.00	基础设施建设	划入
贵州花竹山置业有限责任公司	48.00%	40,000.00	基础设施建设	划入

不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并范围的原因
贵州长顺久安产业发展有限公司	100.00%	20,000.00	基础设施建设	划出
贵州清水江城投集团有限公司	100.00%	6,000.00	基础设施建设	划出

资料来源：公司2019年审计报告及企查查网站

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

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；战略性新兴产业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，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，但严禁新增隐性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年黔南州经济增速有所放缓，磷化工、旅游产业仍为黔南州主要支柱产业；区域内信用环境明显恶化，企业融资难度加大

黔南州经济继续保持增长，2019年实现地区生产总值1,518.04亿元，同比增长7.9%，增速有所放缓，三次产业结构由2018年的16.49:35.65:47.86调整为15.19:36.55:48.26，第二产业和第三产业增加值占比均有所增加。2019年黔南州人均GDP为46,048元，为全国人均GDP的64.96%，地区经济发展水平相对落后。

2019年黔南州实现工业增加值429.08亿元，同比增长10.8%。黔南州仍以磷化工为主要支柱产业，黔南州矿产资源富集，其中磷矿储量44.32亿吨，占全国储量的20.1%，磷化工企业较多，逐步形成了磷化工产业集群。2019年黔南州主要工业产品产量增长较快，其中饲料添加剂、有机肥、精甲醇产量同比增速超50%。2019年末爆发的COVID-19疫情，使得磷化工产品供给减少；非洲蝗灾可能影响全球粮食供应，有望支撑农产品价格上涨，利好国内农药化肥需求，2020年磷化工行业景气度或将上行。

黔南州大力推动文化旅游产业的发展，带动第三产业增加值提升。黔南州森林覆盖率达64.2%，拥有5A级景区1个、4A级景区4个，其中5A级景区荔波漳江，是中国第六个、贵州第一个世界自然遗产地。2019年全州国内过夜游客904.24万人次，同比增长20.07%，入境过夜游客2.47万人次，同比增长67.92%。

固定资产投资方面，2019年黔南州固定资产投资增速较上年大幅下滑，但工业投资和房地产开发投资同比分别增长17.3%、50.3%；消费方面，2019年黔南州社会消费品零售总额为296.95亿元，同比增长3.3%，其中餐饮业营业额和批发业销售额增长较快；进出口方面，2019年黔南州进出口总额为3.58亿美元，同比增长12.4%，其中进口额同比增长103.4%，出口额同比下降3.2%。

表2 黔南州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,518.04	7.9%	1,313.46	10.8%
第一产业增加值	230.54	5.9%	216.56	6.9%
第二产业增加值	554.89	10.4%	468.25	10.2%
第三产业增加值	732.61	6.6%	628.65	12.6%
工业增加值	429.08	10.8%	343.71	10.2%
固定资产投资	-	-0.9%	-	17.2%
社会消费品零售总额	296.95	3.3%	287.55	8.3%
进出口总额（亿美元）	3.58	12.4%	3.19	5.2%
存款余额	1,605.92	-1.6%	1,631.80	-1.7%
贷款余额	1,810.06	12.2%	1,613.59	21.5%
人均 GDP（元）		46,048		39,965
人均 GDP/全国人均 GDP		64.96%		61.82%

注：标“-”表示未取得公开数据。

资料来源：黔南州 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年黔南州实现公共财政收入110.65亿元（含双龙新区收入），同比下降7.6%，其中税收收入同比下降11.5%；实现政府性基金收入170.95亿元，同比增长34.3%。2019年黔南州地方政府债务限额为912.03亿元，债务余额为881.20亿元，政府债务负担很重。

需要关注的是，2019年以来，黔南州内贵州清水江城投集团公司、黔南东升发展有限公司等多家公司的信托贷款出现未能按期兑付的现象，导致区域内信用环境明显恶化，企业后续融资较为困难。

四、经营与竞争

公司营业收入来源较为多元化，主要有代建收入、建筑安装收入、土地整治收入和供水收入等。2019年公司主营业务收入同比增长10.58%，其中代建收入同比增长34.77%。2019年公司主营业务综合毛利率较上年降低5.31个百分点，主要是土地整治和供水业务的毛利率有所下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	261,435.15	9.68%	193,989.07	9.42%
建筑安装收入	20,185.90	13.93%	34,183.13	8.19%
土地整治收入	6,302.77	68.14%	29,056.50	76.74%
供水收入	9,134.01	28.54%	11,180.28	32.15%
其他	4,576.77	51.46%	4,369.98	29.71%
合计	301,634.60	12.39%	272,778.96	17.70%

资料来源：公司提供

（一）代建业务收入

公司代建收入持续性较好，但受投资进度和政府确认时间影响，代建业务收入规模或存在一定波动性；主要在建项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力

代建收入是公司主要的业务收入来源，公司下属子公司与黔南州各市、县政府签订项目委托代建（管）协议，由子公司作为代建（管）人负责工程前期的准备、投融资管理和代建管理，并收取一定的代建管理费。在与政府的项目委托代建管理协议中明确规定，作为代建（管）人的子公司可以获得每年度项目投资实际支出加成的15%、18%或20%作为代建收入，经营模式为公司垫资代建、政府最终回购。2019年公司确认代建业务收入26.14亿元，同比增长34.77%，主要因为罗甸县、惠水县和瓮安县多个基础设施建设项目于2019年达到竣工结算条件并确认收入。都匀市蒙家桥城城市棚户区改造项目、都匀市大西门棚户区育英巷片区改造项目和都匀市观澜片区剑江滨水景观项目签订了代建协议，尚需投入资金合计7.10亿元，受投资进度和政府确认时间影响，代建收入规模或存在一定波动性。考虑到2019年黔南州公共财政收入下降，公司应收款项增加，未来代建收入回款存在一定不确定性。

截至2019年末，公司及所属子公司承担的主要在建项目见表4，项目计划总投资合计104.34亿元，规模较大，业务持续性较好；已完成投资额73.87亿元，剔除已投资大于总投资项目，至少尚需投资32.16亿元，项目资金来源主要为自筹，公司面临较大的资金压力。

表4 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
都匀市观澜城市综合体	22.14	23.33
瓮安县 2017 年城市棚改项目	19.00	4.91
瓮安县 2017 年县城东部片区城市棚改项目	12.00	5.96
都匀市蒙家桥城城市棚户区改造项目	10.00	3.66
都匀市大西门棚户区育英巷片区改造项目	9.41	9.41
贵定县幼专项目	8.01	6.64
独山县 2015 年城市棚户区改造项目	7.10	4.20
都匀经开区茶都格尼斯大酒店项目	6.80	6.14
荔波县老荔波片区	5.38	5.88
都匀市观澜片区剑江滨水景观	4.50	3.74
合计	104.34	73.87

资料来源：公司提供

（二）建筑安装业务

2019 年公司建筑安装业务收入有所下降，整体完工程度不高，短期内业务持续性尚可

公司建筑安装业务均由子公司贵州双源工程建设有限公司（以下简称“双源建设”）承担，双源建设具备水利水电施工二级资质，主要从事中小型水利水电工程建筑安装，业务主要是通过市场化招投标方式获取，2019 年公司建筑安装业务收入为 2.02 亿元，同比下降 40.95%。截至 2019 年末，双源建设主要在手工程合同金额合计 8.84 亿元，整体完工程度不高，完工周期在 0.5-3 年之间，短期内业务持续性尚可。

表5 截至 2019 年末双源建设主要在手合同情况（单位：万元）

序号	项目名称	合同金额	开标时间	进度	完工周期
1	罗甸县林霞水库工程	23,334.90	2018.07.25	21.57%	30 个月
2	贵定县河山墩水库工程施工	13,640.78	2018.10.16	0.00%	952 日历天
3	罗甸县兰西水库工程	12,053.07	2018.11.23	5.00%	24 个月
4	长顺县板从水库输水工程建筑施工 II 标段	11,094.38	2018.04.09	8.11%	612 日历天
5	长顺县板从水库输水工程建筑施工 III 标	7,366.58	2018.04.09	3.93%	612 日历天
6	罗甸县化里水库工程设计采购施工（EPC）总承包	7,000.00	2018.11.09	0.00%	30 个月
7	龙里县枳槽冲水库工程	5,118.28	2017.12.25	56.08%	720 日历天
8	平塘县项五水库工程	3,189.46	2017.09.01	86.27%	540 日历天
9	荔波县拉毛水库工程	3,178.80	2017.10.26	52.78%	350 日历天

10	贵州省荔波县三岔河茂兰段河道治理工程	2,457.14	2018.02.22	67.48%	234 日历天
合计		88,433.39	-	-	-

资料来源：公司提供

（三）土地整治业务

2019 年公司土地整治业务收入大幅减少，预计未来收入仍存在较大波动

公司作为黔南州城市土地整治的重要主体，承担着黔南州内棚户区拆迁改造、工业园区拆迁整治、新城土地整治等任务。公司土地整治收入主要来源于子公司罗甸县红水河投资有限责任公司（以下简称“红水河投资”）进行土地复垦取得的收入。根据红水河投资与罗甸县自然资源局于2019年6月签订的《委托土地复垦协议书》，罗甸县自然资源局将罗甸县边阳镇干洞村等25个旱改水土地综合整治项目约1,470.65亩土地委托给红水河投资复垦，红水河投资享有耕地占用指标出让收益权，开发出让耕地指标最终需经当地国土部门验收确认，当取得罗甸县财政局确认通知时，罗甸红水河投资确认为当期指标开发收入，指标出让单价以当年财政局确认通知为准。

2019年公司实现土地整治收入6,302.77万元，同比下降78.31%，主要是因为耕地指标出让面积大幅下降。根据《罗甸县财政局关于罗甸县红水河投资有限责任公司耕地指标开发治理数量与出让收益确认的通知》，红水河投资整理的耕地指标2019年度取得验收1,470.65亩，按照4.5万元每亩的价格结算，公司确认耕地指标出让含税收入6,617.91万元。公司土地整治收入易受红水河投资与罗甸县国土资源局所签订的协议的影响，未来波动性较大。

（四）供水及其他业务

公司供水业务收入可持续性较好，其他业务收入一定程度上丰富了公司收入来源

公司所属子公司福泉市供排水有限公司、惠水县自来水公司和龙里县供排水总公司分别在福泉市、惠水县和龙里县提供自来水销售和管网安装等服务，收入可持续性较好。水价方面，三个地区的水价基本持平，与2018年相比未发生重大变化。截至2019年末，三地自来水用户数合计15.97万户，全年供水量合计3,186万立方米，售水量合计2,591万立方米。2019年公司实现供水收入0.91亿元，同比下降18.30%，主要因为2019年公司将之前年度供水收入中的管网安装和维护收入拆出加入其它收入中，2019年供水收入全部为售水收入。

公司所属子公司还从事劳务派遣、印刷品和旅行社等自营性业务，2019年其他收入为0.46亿元，一定程度上丰富了公司的收入来源。

公司得到当地政府的较大支持

当地政府在资产注入、财政补助方面给予公司较大支持。2019年公司及其下属子公司获得股权、资本金等资产注入增加资本公积合计31.50亿元，有效提升了公司的资本实力，资本公积变动情况如表6所示。2019年公司收到政府补助1.62亿元，占同期利润总额的43.02%，有效改善了公司的盈利水平。

表6 公司 2019 年资本公积变动情况（单位：亿元）

资本公积增加的原因	资本公积增加数额
公司接受划入贵州花竹山置业有限公司 48% 股权	25.47
公司接受划入贵州旗山置业有限公司 100% 股权	3.14
子公司龙里县供排水总公司接受划入专项拨款建设项目	1.97
子公司都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司接受财政拨入资本金	0.52
子公司独山县恒通置业开发有限公司接受当地政府资产注入	0.23
其他	0.17
合计	31.50
资本公积减少的原因	资本公积减少数额
划出贵州长顺久安产业发展有限公司 100% 股权	11.27
划出贵州清水江城投集团有限公司 100% 股权	7.20
子公司贵州濛江园区发展（集团）有限公司更正上期资产增值数额	2.11
子公司都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司部分挂牌土地终止挂牌转让（以前年度政府拨入资本金用于购买土地，子公司用该资金交纳了土地购买保证金）	1.50
其他	0.04
合计	22.12

资料来源：公司 2019 年审计报告

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围内新增2家子公司，减少2家子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产以土地资产、代建项目和应收款项为主，部分土地资产已抵押，应收款项对资金占用较为明显，整体资产流动性较弱

公司资产规模有所减少，2019年末总资产为943.00亿元，同比下降3.79%，其中流动

资产占比为93.57%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	129,715.00	1.38%	298,830.89	3.05%
应收账款	545,976.77	5.79%	341,954.77	3.49%
预付款项	535,469.64	5.68%	621,699.77	6.34%
其他应收款	2,410,947.93	25.57%	2,556,636.07	26.08%
存货	5,144,290.56	54.55%	5,390,148.09	54.99%
流动资产合计	8,823,347.00	93.57%	9,235,575.26	94.23%
其他非流动资产	125,665.13	1.33%	207,660.00	2.12%
非流动资产合计	606,680.67	6.43%	565,608.33	5.77%
资产总计	9,430,027.67	100.00%	9,801,183.59	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金为 12.97 亿元，同比下降 56.59%，主要系用于偿还债务所致。货币资金主要为银行存款，其中 150 万元为银行承兑汇票保证金，使用权受限。公司应收账款主要为应收瓮安县猴场镇财政所、惠水县财政局（濠江园区发展）等业主方的工程款，其中应收账款前五大单位余额合计 41.40 亿元，占应收账款余额的 75.80%，集中度较高。公司预付款项主要为预付中建四局第五建筑工程有限公司、贵州三泰建筑工程有限责任公司等施工方的工程款，2019 年末为 53.55 亿元，账龄主要在 1 年以上。公司其他应收款主要为其他往来款和资金拆借，应收对象较为分散，其中平塘县住房和城乡建设局、都匀经济开发区财政金融局等前五大单位余额合计 31.55 亿元，占其他应收款余额的 13.00%，账龄主要在 2 年以内。截至 2019 年末，公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计为 295.69 亿元，占总资产的 31.36%，回收时间不确定，对营运资金占用较为明显。

公司存货主要为代建项目和代开发土地，2019 年末存货账面价值为 514.43 亿元，其中代开发土地 299.88 亿元，同比增长 7.22%，变化主要因为 2019 年合并范围新增子公司贵州花竹山置业有限责任公司增加土地 21 宗，账面余额 26.87 亿元；划出贵州长顺久安产业发展有限公司、贵州清水江城投集团有限公司分别减少土地 17 宗、13 宗，账面余额分别为 9.64 亿元、4.03 亿元。2019 年末已抵押的土地资产账面价值为 56.89 亿元，占土地资产的 18.97%。2019 年末代建项目为 211.80 亿元，同比减少 17.18%，主要系公司合并范围变化所致。

总体来看，公司资产以土地资产、代建项目和应收款项为主，部分土地资产已抵押，应收款项对资金占用较为明显，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入有所增长，政府补助有效改善了盈利水平

公司营业收入来源较广，主要有代建收入、建筑安装收入、土地整治收入和供水收入等，2019年公司营业收入为31.16亿元，同比增长7.08%。2019年公司共获得政府补助合计1.62亿元，占利润总额的43.02%，有效改善了公司的盈利水平。2019年公司综合毛利率较上年降低5.50个百分点，主要是土地整治和供水业务的毛利率有所下降。截至2019年末，公司主要的在建项目计划总投资合计104.34亿元，已完成投资额73.87亿元，部分项目签订了代建协议，未来代建业务收入仍有一定保障，但受投资进度和政府确认时间影响，代建业务收入规模或存在一定波动性。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	311,601.56	290,996.39
其他收益	16,092.29	24,098.26
营业利润	38,111.06	43,297.01
营业外收入	115.90	115.81
利润总额	37,566.36	41,740.50
综合毛利率	13.57%	19.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主要在建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力

2019年公司收现比为0.80，回款能力与上年基本持平。公司收到、支付与其他与经营活动有关的现金主要为往来款，2019年经营活动现金净流入规模同比减少62.36%，主要系往来款净流入规模减少所致。2019年公司投资活动现金净流出规模同比减少88.56%，主要系之前年度所投资的基金赎回且购建固定资产支付的现金大幅减少所致。

筹资活动现金流入主要来自银行借款、发行债券及区域内平台拆借款，2019年公司筹资活动现金净流出23.29亿元，主要用于偿还债务。截至2019年末，公司主要在建项目至少尚需投资32.16亿元，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	0.80	0.76
销售商品、提供劳务收到的现金	248,617.67	222,021.80

收到其他与经营活动有关的现金	709,013.07	980,235.17
经营活动现金流入小计	957,630.74	1,202,256.96
购买商品、接受劳务支付的现金	273,706.29	198,603.28
支付其他与经营活动有关的现金	588,369.81	781,969.65
经营活动现金流出小计	882,485.75	1,002,617.38
经营活动产生的现金流量净额	75,144.99	199,639.58
投资活动产生的现金流量净额	-10,982.18	-95,985.20
筹资活动产生的现金流量净额	-232,928.69	-334,837.52
现金及现金等价物净增加额	-168,765.89	-231,183.14

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，短期偿债压力大

受偿还债务规模较大影响，2019年末公司负债总额同比减少12.16%至558.58亿元，产权比率减少至145.31%，所有者权益对负债的覆盖程度较上年有所上升。

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	5,585,826.89	6,358,932.37
所有者权益	3,844,200.79	3,442,251.23
产权比率	145.31%	184.73%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款主要为信用借款，年利率在4.50%-8.00%之间。公司其他应付款主要为往来款，2019年末为272.17亿元。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券，2019年末为54.46亿元。

公司长期借款主要为抵质押借款和保证借款，借款利率在3.50%-8.50%之间，贷款金融机构主要有银行和信托公司等，2019年末长期借款为119.63亿元，债务负担仍较重。2019年末公司应付债券同比增长150.31%，一是2018年末公司较大规模的应付债券转入一年内到期的非流动负债，二是2019年公司新发行“2018年第一期黔南州投资有限公司停车场专项债券”6.30亿元及“黔南州投资有限公司2019年非公开发行公司债券”第一期、第二期、第三期合计15.00亿元。公司长期应付款主要为应付融资租赁款和长期非金融机构借款，2019年末分别为15.71亿元和19.85亿元（包括一年内到期部分）。公司其他非流动负债主要为非金融机构及其他借款等，2019年末为20.99亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	27,248.00	0.49%	65,500.00	1.03%
其他应付款	2,721,711.95	48.73%	2,721,926.44	42.80%
一年内到期的非流动负债	544,639.42	9.75%	1,238,349.59	19.47%
流动负债合计	3,522,389.45	63.06%	4,273,923.45	67.21%
长期借款	1,196,298.56	21.42%	1,124,099.15	17.68%
应付债券	505,193.39	9.04%	201,829.01	3.17%
长期应付款	148,481.24	2.66%	159,051.39	2.50%
其他非流动负债	209,855.60	3.76%	600,029.37	9.44%
非流动负债合计	2,063,437.44	36.94%	2,085,008.92	32.79%
负债合计	5,585,826.89	100.00%	6,358,932.37	100.00%
其中：有息债务	2,641,284.83	47.29%	3,398,657.51	53.45%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为264.13亿元，占负债总额的47.29%，2020年4-12月公司需偿还有息债务合计60.62亿元，面临较大的偿债压力。

截至2019年末，公司资产负债率为59.23%，较上年末略有下降；现金短期债务比为0.22，处于较低水平，实际短期偿债能力较弱；2019年EBITDA利息保障倍数增加至0.43，经营活动现金生成对利息支出的保障程度较上年略有上升。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	59.23%	64.88%
现金短期债务比	0.22	0.23
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.41
有息债务/EBITDA	52.74	64.72

资料来源：公司 2018-2019 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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，未结清的信贷中有2笔关注类融资租赁款项，贷款余额分别为1.60亿元和0.80亿元。2019年公司信托产品及融资租赁款的履约情况较差，整体债务履约情况一般。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，均未采取反担保措施，面临较大的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计124.66亿元，占当期末净资产的32.43%，对外担保规模较大，被担保方主要为国有企业与事业单位，均未采取反担保措施，公司面临较大的或有负债风险，具体担保情况见附录三。

七、评级结论

公司主要在建项目规模较大，代建业务持续性较好；当地政府在资产注入、财政补助方面给予公司较大支持，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。

同时中证鹏元也关注到了以下风险因素：公司资产以土地资产、代建项目和应收款项为主，部分土地资产已抵押，应收款项对资金占用较为明显，整体资产流动性较弱；主要在建项目尚需投入资金较多，近年公司融资难度较大，面临较大的资金压力；有息债务规模较大，现金短期债务比处于较低水平，偿债压力较大；对外担保规模较大，均未采取反担保措施，面临较大的或有负债风险。

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，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2019年	2018年	2017年
货币资金	129,715.00	298,830.89	531,914.03
其他应收款	2,410,947.93	2,556,636.07	2,110,592.28
存货	5,144,290.56	5,390,148.09	4,968,058.69
流动资产合计	8,823,347.00	9,235,575.26	8,278,344.95
非流动资产合计	606,680.67	565,608.33	690,537.68
资产总计	9,430,027.67	9,801,183.59	8,968,882.62
总资产	9,430,027.67	9,801,183.59	8,968,882.62
短期借款	27,248.00	65,500.00	2,350.00
其他应付款	2,721,711.95	2,721,926.44	1,573,693.42
一年内到期的非流动负债	544,639.42	1,238,349.59	513,406.71
流动负债合计	3,522,389.45	4,273,923.45	2,561,717.41
长期借款	1,196,298.56	1,124,099.15	1,642,880.50
应付债券	505,193.39	201,829.01	760,132.86
长期应付款	148,481.24	159,051.39	0.00
非流动负债合计	2,063,437.44	2,085,008.92	3,014,694.55
总负债	5,585,826.89	6,358,932.37	5,576,411.95
有息债务	2,641,284.83	3,398,657.51	3,532,450.26
所有者权益	3,844,200.79	3,442,251.23	3,392,470.67
营业收入	311,601.56	290,996.39	348,162.48
其他收益	16,092.29	24,098.26	19,801.70
营业利润	38,111.06	43,297.01	24,250.44
利润总额	37,566.36	41,740.50	31,661.94
经营活动产生的现金流量净额	75,144.99	199,639.58	311,556.36
投资活动产生的现金流量净额	-10,982.18	-95,985.20	-1,261,992.73
筹资活动产生的现金流量净额	-232,928.69	-334,837.52	1,025,865.17
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	13.57%	19.07%	10.39%
收现比	0.80	0.76	1.06
产权比率	145.31%	184.73%	164.38%
资产负债率	59.23%	64.88%	62.18%
现金短期债务比	0.22	0.23	1.03
EBITDA（万元）	50,079.13	52,513.19	44,403.24
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.41	0.55
有息债务/EBITDA	52.74	64.72	79.55

资料来源：公司 2017-2019 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	主要经营地	持股比例	主营业务
龙里县贵龙基础设施建设开发有限公司	龙里县	100.00%	市政基础设施建设
福泉市福润城镇基础设施投资开发有限公司	福泉市	100.00%	基础设施建设
贵州双源工程建设有限公司	都匀市	100.00%	水利及水电站工程建设
独山县金城市政投资有限责任公司	独山县	100.00%	基础设施建设
都匀市绿茵湖产业园区建设开发置业有限责任公司	都匀市	100.00%	基础设施建设
上海黔兴劳务服务有限公司	上海市	100.00%	劳务服务等
荔波锦福投资有限责任公司	荔波县	100.00%	基础设施建设
独山县恒通置业开发有限公司	独山县	100.00%	基础设施建设
贵州濠江园区发展（集团）有限公司	惠水县	100.00%	基础设施建设
贵定县金海投资开发有限责任公司	贵定县	100.00%	基础设施建设
龙里县供排水总公司	龙里县	100.00%	供排水工程
瓮安县工业园区投资开发有限责任公司	瓮安县	100.00%	基础设施建设
黔南印务发行有限责任公司	都匀市	100.00%	报务印制
瓮安县城镇建设投资开发有限责任公司	瓮安县	100.00%	基础设施建设
都匀工业聚集区资本营运有限公司	都匀市	100.00%	基础设施建设
福泉市供排水有限责任公司总公司	福泉市	100.00%	供排水工程
平塘县国有资本营运有限责任公司	平塘县	100.00%	投资融资、土地开发建设等
罗甸县红水河投资有限责任公司	罗甸县	100.00%	投资融资、土地开发建设等
都匀市城市建设投资发展有限公司	都匀市	51.00%	基础设施建设
贵州旗山置业有限公司	都匀市	100.00%	基础设施建设
贵州花竹山置业有限责任公司	瓮安县	48.00%	基础设施建设

注：公司持有贵州花竹山置业有限责任公司 48.00%的股权，贵州雍江实业集团有限责任公司将其所持有的贵州花竹山置业有限责任公司 4%股权表决权委托公司行使，因此公司将贵州花竹山置业有限责任公司纳入合并范围。

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 截至2019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
贵州绿博园建设运营有限责任公司	232,474.00	2038/7/24
贵定县国有资本运营有限责任公司	80,000.00	2035/10/26
都匀篷润水务有限责任公司	58,533.09	2034/11/28
瓮安东华星景生态发展有限责任公司	56,000.00	2026/12/25
贵州盘江实业有限责任公司	42,000.00	2029/12/29
贵州省黔南布依族苗族自治州中医医院	40,000.00	2025/10/25
瓮安县现代农业投资开发有限责任公司	36,950.00	2022/1/29
贵州清水江城投集团有限公司	30,000.00	2021/8/15
贵州省黔南布依族苗族自治州中医医院	30,000.00	2033/6/19
黔南东升发展有限公司	26,325.00	2021/1/23
都匀市匀峰房地产开发有限公司	25,871.94	2027/10/10
黔南布依族苗族自治州人民医院	25,540.01	2021/1/23
贵定县雪山旅游发展有限责任公司	25,000.00	2024/12/15
贵定县雪山旅游发展有限责任公司	25,000.00	2024/12/15
贵州省贵定水利工程有限责任公司	24,466.40	2025/12/25
贵州清水江城投集团有限公司	24,312.10	2020/12/27
贵定县城乡建设和保障性住房投资建设管理有限公司	23,159.50	2020/9/15
贵定县城乡建设和保障性住房投资建设管理有限公司	22,000.00	2025/12/31
黔南东升发展有限公司	20,000.00	2020/9/28
贵州省黔南民族职业技术学院	19,750.00	2027/12/13
贵定县颐年养老养生发展有限责任公司	19,085.89	2029/2/12
都匀市旅游文化投资发展（集团）有限公司	19,000.00	2027/10/23
都匀市教育局	18,833.26	2022/11/9
贵州清水江城投集团有限公司	18,560.47	2021/10/27
贵州清水江城投集团有限公司	18,000.00	2022/12/10
瓮安县现代农业投资开发有限责任公司	18,000.00	2020/11/25
贵州太平洋建设有限公司	15,829.22	2020/4/17
瓮安经济开发区建设投资开发有限责任公司	15,829.22	2020/6/19
瓮安县创业园科技孵化服务有限公司	15,829.22	2020/6/19
瓮安县商贸有限责任公司	15,829.22	2020/6/19
瓮安兴新资产运营投资管理有限公司	15,829.22	2020/6/19
黔南民族医学高等专科学校	13,495.00	2020/12/23
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	12,842.88	2023/2/10
黔南布依族苗族自治州人民医院	12,237.25	2020/8/13

都匀市水务投资有限公司	12,190.00	2027/12/20
贵州省电子信息高级技工学校	10,541.08	2025/3/15
贵州省黔南布依族苗族自治州中医医院	10,000.00	2035/4/17
都匀市匀兴置业有限责任公司	10,000.00	2028/2/4
都匀市匀兴置业有限责任公司	10,000.00	2028/2/4
瓮安东华星景生态发展有限责任公司	9,000.00	2026/12/25
贵定县高粱坝水库工程管理所	7,500.00	2021/10/30
都匀经济开发区水务有限责任公司	6,750.00	2022/7/20
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	6,421.45	2023/6/20
瓮安太平山殡葬服务有限责任公司	6,000.00	2033/1/10
黔南布依族苗族自治州都匀第二中学	5,932.66	2022/2/9
贵州平塘三天旅游发展有限责任公司	5,734.00	2021/6/18
都匀市雨花湖湿地公园开发有限公司	4,400.00	2021/12/20
黔南州特种设备检验所	4,000.00	2025/11/2
贵定县人民医院	3,819.01	2022/11/7
独山县诚融资产管理有限责任公司	3,000.00	担保权设立之日起至被担保的债权诉讼时效届满之日止
黔南州交通建设公司	3,000.00	2020/1/2
都匀市供排水总公司	3,000.00	2028/2/8
都匀市人民医院	3,000.00	2020/6/17
贵定县人民医院	3,000.00	2022/9/23
贵定县中医院	2,546.01	2022/11/7
独山县基长镇中心学校	2,000.00	2028/12/28
独山县为民中学	1,860.00	2028/12/28
独山县上司镇中心学校	1,757.00	2028/12/28
独山县玉水镇中心学校	1,727.00	2028/12/28
独山县下司镇中心学校	1,615.00	2028/12/28
贵州兴瓮实业有限责任公司	1,408.64	2022/8/4
都匀市供排水总公司	1,300.00	2020/2/1
独山第四中学	1,041.00	2028/12/28
瓮安县工业园区鑫安建材有限公司	1,020.71	2020/12/11
贵州未来文化传媒有限公司	1,000.00	2020/3/21
都匀市福泽殡葬服务有限责任公司	1,000.00	2021/6/28
贵定县文化旅游投资有限责任公司	1,000.00	2021/10/30
瓮安太平山殡葬服务有限责任公司	1,000.00	2033/1/10
瓮安县工业园区鑫安建材有限公司	850.59	2020/12/11
瓮安县工业园区物资贸易有限公司	758.10	2021/6/18
贵定县云雾镇中心卫生院	500.00	2021/10/10
贵州省黔南民族职业技术学院	250.00	2027/12/13

都匀市供排水总公司	100.00	2020/4/23
合计	1,246,605.14	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录四 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分} + \text{其他非流动负债}$

附录五 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。