



2017年贵州新东观城市建设投资有限责任公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：





2017年贵州新东观城市建设投资有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-24	2020-6-12

评级观点

- 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月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为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，为其发展提供了良好基础，公司建设工程业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，在建项目资金压力较大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司业务持续性较好，有望持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：PR 新东观/17 黔新东观债

债券剩余规模：6.40 亿元

债券到期日期：2024 年 9 月 5 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	117.89	106.45	76.86
所有者权益	60.93	58.69	55.61
总债务	22.12	16.19	8.79
资产负债率	48.32%	44.86%	27.65%
现金短期债务比	1.35	0.59	27.93
营业收入	6.87	6.54	6.40
其他收益	0.85	0.93	0.79
利润总额	1.75	1.73	1.72
销售毛利率	16.67%	16.67%	16.67%
EBITDA	1.87	1.83	1.79
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.43	2.47
经营活动现金流净额	-4.51	-3.19	1.08
收现比	1.55	0.00	0.79

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）实现GDP 1,353.40亿元，同比增长4.7%，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。**公司主要从事晴隆县区域内道路管网等基础设施建设。截至2020年末，公司已签订委托建设工程项目协议的在建项目投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2020年公司获得晴隆县人民政府划拨的晴隆县三宝彝族乡安置点产业园建设项目；同时获得政府拨付的运营补助，有效提升公司的利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2020年末公司应收款项及存货占总资产的比重超过95%，且部分已用于借款抵质押，整体看来公司资产流动性较弱。
- **公司在建项目面临较大的资金压力。**截至2020年末，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，后续仍面临较大的资本开支压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司存在一定规模的对外担保，担保对象主要为晴隆县当地国有企业和事业单位，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年9月发行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2021年5月13日，本期债券募集资金专项账户余额为13,409.00元。

三、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2021年3月末，公司注册资本及实收资本仍均为5.00亿元，黔西南州财政局持股100.00%，为公司的控股股东和实际控制人。

2020年，公司合并范围内的子公司无变化。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共2家，见表1。

表1 截至2020年末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

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域经济环境

黔西南州经济保持较快增长，传统支柱行业对工业发展形成较好支撑

黔西南州位于贵州省西南部，属珠江水系南北盘江流域，地处黔、滇、桂三省区结合部。全州国土面积 16,804 平方公里，辖 1 市、7 县及 1 区，即兴义市、兴仁县、安龙县、贞丰县、普安县、晴隆县、册亨县、望谟县和义龙新区。黔西南州已通行南（宁）昆（明）铁路、沪昆高铁；公路方面，现已开通 324 和 320 国道、汕（头）昆（明）高速、镇（宁）胜（境关）高速、晴（隆）兴（义）高速、惠（水）兴（仁）高速、关（岭）兴（义）高等级公路；此外，黔西南州通航河道 50 条，航道总长 1,017.33 千米，兴义万峰林机场可通往国内部分城市。黔西南州水电资源丰富，可供开发的水能资源发电量达 1,000 万千瓦以上，是全国三大水电基地之一的红水河水电基地的重要组成部分，也是“西电东送”的重要电源基地及电力枢纽。

2020年黔西南州实现地区生产总值1,353.40亿元，按可比价格计算，同比增长4.7%，增速高于全国平均，地区经济继续保持较快增长。其中，第一产业增加值249.35亿元，增长6.5%；第二产业增加值462.99亿元，增长5.3%；第三产业增加值641.06亿元，增长3.5%。2020年黔西南州人均GDP为全国人均GDP的61.96%，地区经济发展水平相对落后。

凭借良好的资源禀赋，黔西南州形成了以能源、化工、冶金、建材等传统工业为支撑，以特色产业（农特产品、中药及酿酒）为助力，大力推进旅游业及新兴产业发展的产业布局。2020年黔西南州规模以上工业增加值增速为5.7%。其中，金属制品业工业增加值比上年增长60.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长13.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长18.7%，电力、热力生产和供应业增长7.1%，传统支柱行业对工业发展形成较好支撑。

2020年黔西南州固定资产投资增速为7.5%，增速有所回升，其中农、林、牧、渔业及采矿业固定资产投资同比增长较快。2020年全州社会消费品零售总额同比增长5.4%，消费保持一定韧性。2020年黔西南州旅游产业受疫情影响较大，2020年全州旅游总人数比上年下降30.0%，旅游总收入下降30.7%。

表2 黔西南州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,353.40	4.7%	1,272.80	9.8%
第一产业增加值	249.35	6.5%	-	-

第二产业增加值	462.99	5.3%	-	-
第三产业增加值	641.06	3.5%	-	-
工业增加值	-	5.7%	-	12.1%
固定资产投资	-	7.5%	-	5.8%
社会消费品零售总额	-	5.40%	-	5.9%
进出口总额（亿元）	3.11	-2.4%	-	-
存款余额	1,501.55	-	1,474.83	-0.9%
贷款余额	1,575.61	-	1,376.03	21.8%
人均 GDP（元）		44,887		44,412
人均 GDP/全国人均 GDP		61.96%		62.65%

注：“-”表示数据未公开披露；工业增加值增速 2020 年统计口径为规模以上工业增加值，2019 年统计口径为全部工业增加值；2019 年人均 GDP 按常住人口 286.59 万人计算。

资料来源：黔西南州 2020 年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

2020 年黔西南州实现一般公共预算收入 113.13 亿元，同比增长 3.14%，其中税收收入 45.49 亿元，占公共财政收入比重为 40.21%；实现政府性基金收入 157.73 亿元；同期黔西南州一般公共预算支出为 407.93 亿元，同比增长 6.2%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 27.73%，财政自给率较低。

2020年晴隆县经济保持较快增长，但经济体量较小，整体发展水平依然较低

2020年，晴隆县实现地区生产总值88.53亿元，同比增长5.9%，增速高于全国平均水平。其中，第一产业增加值为22.80亿元，同比增长6.2%；第二产业增加值为23.55亿元，同比增长6.5%；第三产业增加值为42.18亿元，同比增长5.3%。2020年末全县常住人口为23.42万人，2020年晴隆县人均地区生产总值为37,807元，为全国人均GDP的52.19%，区域经济发展水平仍然较低。

表3 晴隆县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	88.53	5.9%	82.26	10.7%
第一产业增加值	22.80	6.2%	-	-
第二产业增加值	23.55	6.5%	-	-
第三产业增加值	42.18	5.3%	-	-
工业增加值	-	-	18.64	11.6%
500 万元及以上固定资产投资	-	-	99.38	8.5%
社会消费品零售总额	-	-	9.16	6.7%
存款余额	-	-	-	-
贷款余额	-	-	-	-
人均 GDP（元）	37,807		33,103	
人均 GDP/全国人均 GDP	52.19%		46.69%	

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：晴隆县人民政府 2020 年政府工作报告及晴隆县人民政府官方网站，中证鹏元整理

2020年晴隆县实现一般公共预算收入5.09亿元，同比下降10.16%。

五、经营与竞争

公司主要承担晴隆县城市公共基础设施建设的职能。2020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）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建设工程	68,672.17	16.67%	65,402.06	16.67%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司建设工程业务收入保持稳定，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。

子公司晴隆县德润工程建设有限公司（以下简称“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。

2020年公司主要确认收入项目包括G60沪昆高速公路贵州境晴隆收费站改扩建工程、x702线光照电站至沪昆高速晴隆收费站段改扩建工程项目等，实现收入6.87亿元。公司建设工程业务按实际投入成本加成固定比例确认收入，毛利率保持稳定。

表5 2020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	8,213.89	9,856.67
x702 线光照电站至沪昆高速晴隆收费站段改扩建工程项目	16,597.40	19,916.88
晴隆县莲城大道道路工程	11,641.43	13,969.71
晴隆县城供水管网改造及扩容工程	20,774.08	24,928.90
合计	57,226.80	68,672.17

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资41.10亿元，累计已投资29.12亿元，其中在建代建项目计划总投资22.79亿元，累计已投资11.02亿元。代建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。

公司在建自营项目包括贵州晴隆史迪威·二十四道拐遗址公园建设项目及晴隆县三宝彝族乡安置点产业园建设项目。其中，贵州晴隆史迪威·二十四道拐遗址公园建设项目为本期债券募投项目，截至2020年末已累计投资17亿元，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。晴隆县三宝彝族乡安置点产业园建设项目为晴隆县人民政府于2020年无偿划入，由子公司贵州安南资源开发有限公司（以下简称“安南资源”）负责项目后续建设，预计于2021年完工。公司自营项目建成运营后预计可获得一定规模的运营收益，将丰富公司的收入和利润来源，但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2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

建设主体	项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
公司本部	G60 沪昆高速公路贵州境晴隆收费站改扩建工程	20,925.00	15,509.64	5,415.36	是
	晴隆县莲城大道道路工程	29,653.00	23,467.19	6,185.81	是
安南资源	贵州晴隆史迪威·二十四道拐遗址公园建设项目	170,942.53	169,958.57	983.96	否
	晴隆县三宝彝族乡安置点产业园建设项目	12,100.00	11,117.31	982.69	否
德润工程	晴隆县2017年城市棚户区（城中村）改造项目（一期）工程	74,275.00	27,718.47	55,037.08	是
	晴隆县2018年棚户区（莲城、东观街道片区）改造项目	95,013.69	39,976.61	46,557.53	是
	晴隆县沙子镇供水工程	2,288.24	834.41	1,453.83	是
	晴隆县2018年易地扶贫搬迁工程连接干道（沙子至蒋坝营）项目	4,956.31	2,340.17	2,616.14	是
	晴隆县2018年易地扶贫搬迁工程连接干道（沙子至蒋坝营）沿线绿化工程	806.81	316.04	490.77	是
合计		410,960.58	291,238.41	119,722.17	-

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，根据晴府专议（2020）150号文件，晴隆县人民政府将晴隆县三宝彝族乡安置点产业园建设项目无偿划转至公司子公司安南资源，增加资本公积0.72亿元。财政补贴方面，2020年公司获得计入其他收益科目的政府运营补助0.85亿元，有效提升了公司的利润水平。

六、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2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2020年公司资产规模保持稳定增长，其中应收款项及存货占比较高，且部分资产受限，整体流动性仍较弱

2020年末，公司资产规模稳定增长，资产结构仍以流动资产为主，流动资产占总资产的98.32%。

2020年末，公司货币资金主要为银行存款，无受限情况，应收账款全部为应收晴隆县财政局的项目建设款项，截至2020年末，用于借款质押的应收账款账面价值为1.94亿元。其他应收款主要为与政府机关、国有控股单位的往来款，截至2020年末前五大应收对象包括晴隆县财政局（4.07亿元）、晴隆县住房和城乡建设局（2.14亿元）、晴隆县东观街道办事处（1.35亿元）、国有企业贵州晴隆城市建设投资有限公司（1.18亿元）及晴隆县自然资源局（0.59亿元），合计占其他应收款年末余额的比例超过75%，集中度较高。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。

公司存货包括的待开发土地和在开发产品，截至2020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，土地类型以商服用地为主，其中有6.03亿元的土地已用于银行借款抵押；随着项目投入增加，2020年末在建开发产品账面价值同比增长19.09%。

总体来看，公司资产规模保持增长，资产结构仍以应收款项、土地和在开发产品为主，且部分资产受限，整体流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.16	2.68%	1.64	1.54%
应收账款	11.54	9.79%	10.03	9.42%
其他应收款	11.76	9.97%	11.72	11.01%
存货	89.45	75.87%	82.57	77.56%
流动资产合计	115.91	98.32%	105.96	99.54%
非流动资产合计	1.98	1.68%	0.49	0.46%
资产总计	117.89	100.00%	106.45	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入稳定增长，收现情况大幅改善，政府补助有效提升利润水平

公司营业收入全部来自建设工程业务，2020年营业收入规模稳定增长。公司建设工程业务按实际投入成本的20%收取委托代建费，使销售毛利率稳定在16.67%。2020年公司收现比大幅改善，主要系当期公司收到晴隆县财政局拨付的工程结算款所致。

2020年公司获得政府补助0.85亿元，计入其他收益，占同期利润总额的48.45%，有效提升了公司的

利润水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	6.87	6.54
收现比	1.55	0.00
营业利润	1.75	1.73
其他收益	0.85	0.93
利润总额	1.75	1.73
销售毛利率	16.67%	16.67%

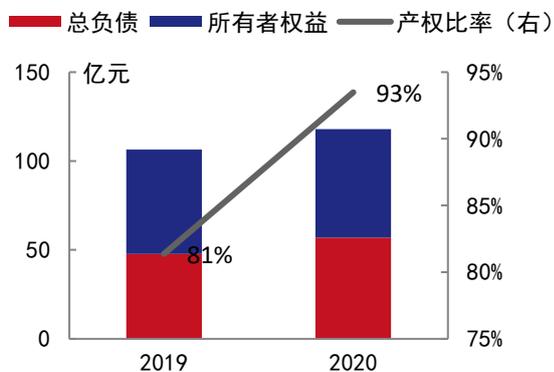
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模保持增长，偿债压力上升

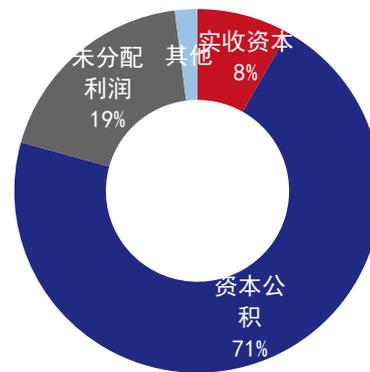
2020年末公司负债总额同比增长19.26%，随着利润累积及当期晴隆县人民政府划入晴隆县三宝彝族自治州安置点产业园建设项目至公司，期末公司所有者权益增长至60.93亿元；综合影响下，公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的覆盖程度减弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构来看仍以流动负债为主，截至2020年末，公司流动负债占总负债的比重为57.24%。公司应付账款均为应付工程款，截至2020年末主要应付对象包括晴隆县交通运输局（5.86亿元），晴隆县住房和城乡建设局（2.35亿元）。其他应付款主要为往来款及暂借款，应付往来款中账龄1年以上的占比为57.02%。一年内到期的非流动负债主要为一年期到期的应付债券、长期借款及长期应付款。

因项目建设带来的融资需求增加，2020年末公司长期借款同比大幅增长165.47%。公司应付债券系本期债券（其中一年内到期的规模为1.60亿元）。长期应付款主要为信托公司借款及专项扶贫资金。

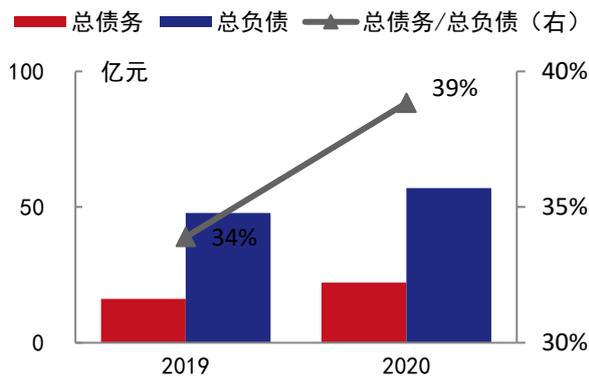
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	15.78	27.69%	12.97	27.15%
其他应付款（合计）	9.18	16.11%	8.88	18.60%
一年内到期的非流动负债	2.35	4.12%	2.80	5.85%
流动负债合计	32.61	57.24%	29.04	60.81%
长期借款	11.98	21.03%	4.51	9.45%
应付债券	4.71	8.28%	6.27	13.13%
长期应付款（合计）	7.66	13.45%	7.93	16.61%
非流动负债合计	24.36	42.76%	18.72	39.19%
负债合计	56.96	100.00%	47.76	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

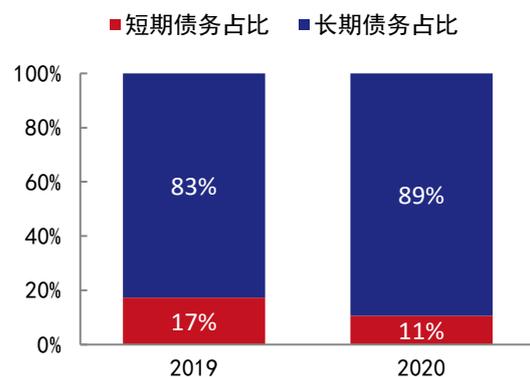
公司总债务由一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息部分构成，2020年末公司总债务规模同比上升13.66%，2020年公司新增银行借款期限较长，期末短期债务占比有所降低。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从长期偿债指标来看，2020年末公司资产负债率有所提升。2020年公司收入规模保持稳定，收现能力大幅改善，期末现金类资产对短期债务保障情况较2019年有明显提升。受债务规模增长影响，公司利息支出增加，2020年公司EBITDA利息保障倍数有所下降。

表10 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	48.32%	44.86%
现金短期债务比	1.35	0.59
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.43

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2021年5月31日）、子公司德润工程（查询日2021年5月28日）及子公司安南资源（查询日2021年5月31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。

公司存在一定规模的对外担保，面临一定或有负债风险

截至2020年末，公司合并口径对外担保余额合计10.50亿元，占年末净资产的17.24%，担保对象主要为晴隆县当地国有企业和事业单位，均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
晴隆县三宝乡中心学校	1,140.00	2026/10/30	否
晴隆县筑隆基本建设有限责任公司	13,150.00	2027/5/10	否
晴隆县筑隆基本建设有限责任公司	1,082.76	2022/7/20	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	17,000.00	2029/7/21	否
晴隆县草地畜牧业开发有限责任公司	1,660.00	2024/10/26	否
贵州薏米阳光产业开发有限责任公司	3,174.00	2022/10/26	否
晴隆县人民医院	587.65	2022/6/30	否
贵州省晴隆县第二中学	170.95	2022/9/19	否
晴隆腾飞工程管理有限公司	14,000.00	2035/11/23	否
晴隆县清泉水资源开发有限公司	30,339.99	2031/9/5	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	15,600.00	2025/11/18	否
贵州晴隆城市建设投资有限责任公司	7,111.00	2021/12/19	否
合计	105,016.35	--	--

资料来源：公司 2020 年审计报告

八、结论

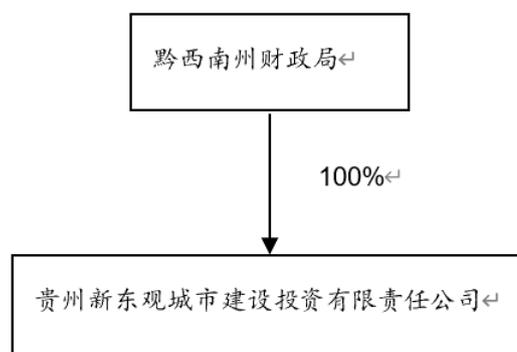
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	3.16	1.64	2.93
存货	89.45	82.57	56.12
流动资产合计	115.91	105.96	76.85
非流动资产合计	1.98	0.49	0.01
资产总计	117.89	106.45	76.86
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	15.78	12.97	3.83
其他应付款（合计）	9.18	8.88	5.34
一年内到期的非流动负债	2.35	2.80	0.11
流动负债合计	32.61	29.04	12.56
长期借款	11.98	4.51	0.86
应付债券	4.71	6.27	7.83
长期应付款（合计）	7.66	7.93	0.00
非流动负债合计	24.36	18.72	8.69
负债合计	56.96	47.76	21.25
总债务	22.12	16.19	8.79
所有者权益	60.93	58.69	55.61
营业收入	6.87	6.54	6.40
营业利润	1.75	1.73	1.72
其他收益	0.85	0.93	0.79
利润总额	1.75	1.73	1.72
经营活动产生的现金流量净额	-4.51	-3.19	1.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.74	1.53	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	6.77	0.38	-1.00
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.67%	16.67%	16.67%
收现比	1.55	0.00	0.79
资产负债率	48.32%	44.86%	27.65%
现金短期债务比	1.35	0.59	27.93
EBITDA（亿元）	1.87	1.83	1.79
EBITDA 利息保障倍数	1.21	2.43	2.47

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。