

信用评级公告

联合〔2021〕5421号

联合资信评估股份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发行的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，“17红果专项债01/PR红果01”“18红果专项债/PR红果债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日



贵州省红果经济开发区开发有限责任公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次评级级别	上次评级级别	本次评级展望	上次评级展望
发行人主体	AA	AA	稳定	稳定
17 红果专项债 01/PR 红果 01	AA	AA	稳定	稳定
18 红果专项债 /PR 红果债	AA	AA	稳定	稳定

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 红果专项债 01/PR 红果 01	5.00 亿元	4.00 亿元	2024/11/24
18 红果专项债 /PR 红果债	3.50 亿元	2.80 亿元	2025/02/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		
		AA		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构	1	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）最重要的城市基础设施建设主体，负责红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营性，继续在财政补贴方面获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到募投项目建设进度滞后、代建工程对公司资金占用很大、未来资本支出压力较大、公司短期偿债压力很大、存在一定的或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专项债/PR 红果债”设有分期还本条款，能有效缓解公司的集中兑付压力。

随着地区经济的持续发展，盘州市及红果经开区对基础设施建设的需求较大，将为公司未来发展提供一定支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专项债/PR 红果债”的债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 业务具有区域专营优势。公司是红果经开区最重要的城市基础设施建设主体，负责红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营优势。
2. 公司继续获得外部支持。跟踪期内，公司继续在财政补贴方面获得红果经开区管委会的支持。
3. 债券分期偿还条款有助于缓解集中兑付压力。存续债券分期还本条款能有效缓解公司存续债券的集中兑付压力。

关注

1. 募投项目建设进度滞后。募投项目原计划于 2018 年完工并于 2019 年进入运营期。截至 2020 年末，募投项目尚未完工，募投项目实际建设进度明显滞后。
2. 代建工程对公司资金占用很大。公司的多数代建及土地开发工程项目已完工未结算，对公司资金形成很大占用。

分析师:

徐汇丰 高朝群

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

3. 公司资本支出压力较大。公司拟建项目未来待投入规模较大, 资本支出压力较大。
4. 短期偿付压力很大。公司债务规模继续增长, 短期债务规模大, 非受限现金类资产对短期债务覆盖程度很低, 较大规模的融资租赁及信托贷款发生展期, 短期偿付压力很大。
5. 存在一定的或有负债风险。公司对外担保规模较大, 区域集中, 部分被担保企业具有短期偿债压力, 公司存在一定的或有负债风险。

主要财务数据:

公司合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	9.07	4.94	7.13
资产总额(亿元)	191.65	196.07	200.31
所有者权益(亿元)	97.68	103.35	108.58
短期债务(亿元)	13.18	28.76	21.68
长期债务(亿元)	46.88	37.59	47.86
全部债务(亿元)	60.07	66.36	69.54
营业收入(亿元)	4.37	5.92	4.85
利润总额(亿元)	4.29	5.66	5.24
EBITDA(亿元)	5.47	6.67	6.34
经营性净现金流(亿元)	-0.10	0.40	5.38
营业利润率(%)	80.95	70.28	75.91
净资产收益率(%)	4.39	5.48	4.82
资产负债率(%)	49.03	47.29	45.79
全部债务资本化比率(%)	38.08	39.10	39.04
流动比率(%)	213.99	173.53	206.65
经营现金流动负债比	-0.21	0.73	12.26
现金短期债务比(倍)	0.69	0.17	0.33
全部债务/EBITDA(倍)	10.98	9.95	10.97
EBITDA利息倍数(倍)	1.28	1.23	0.95
公司本部(母公司)			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	54.76	55.02	51.32
所有者权益(亿元)	26.50	26.38	26.22
全部债务(亿元)	21.89	21.41	12.78
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-0.17	-0.12	-0.16
资产负债率(%)	51.61	52.06	48.91
全部债务资本化比率(%)	45.23	44.81	32.77
流动比率(%)	442.06	156.50	144.14
经营现金流动负债比(%)	-85.47	10.90	44.28

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 除特别说明外, 数据一般均指人民币; 3. 长期应付款已调整至长期债务

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 红果专项债/18 红果债	AA	AA	稳定	2020/5/29	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AA	AA	稳定	2018/1/12	历剑 薛琳霞	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
17 红果专项债 01/17 红果 01	AA	AA	稳定	2020/5/29	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AA	AA	稳定	2017/6/29	历剑 薛琳霞	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围无变化。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 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财政局持股 49.00%；盘州市财政局为公司实际控制人。

截至 2020 年末，公司本部设办公室、财务部、项目部、物业部、投融资部和安保部共 6 个职能部门，组织结构无变化；拥有纳入合并报表范围的一级子公司 1 家（详见附件 1-3）。

截至 2020 年末，公司资产总额 200.31 亿元，所有者权益 108.58 亿元（均为归属于母公司的所有者权益）；2020 年，公司实现营业收入 4.85 亿元，利润总额 5.24 亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市盘州市管委会（两河街道办）；法定代表人：李力。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专项债/PR 红果债”期限均为 7 年，并设有分期还本条款，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。“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专项债/PR 红果债”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（以下简称“募投项目”），剩余 4.25 亿元用于补充流动资金，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

根据募投项目可行性研究报告，募投项目原计划于 2018 年完工并于 2019 年进入运营期。截至 2020 年末，募投项目尚未完工，募投项目实际建设进度明显滞后。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
17 红果专项债 01/PR 红果 01	5.00	4.00	2017/11/24	7 年
18 红果专项 债/PR 红果债	3.50	2.80	2018/02/08	7 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈

利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度(括号内为两年平均增速平均值)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年**

有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季

度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，

预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年,新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击,政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复,2020年末以来,地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,建立了地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年,国内经济下行压力加大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时,政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来,受新冠肺炎疫情影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,国家及时出台一系列政策,适度加大基建逆周期调节的力度,明确基础设施建设投资重点方向,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时为基础设施项目建设提供较大资金支持,城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看,2020年3月,中共中央政治局常务会议指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。2020年4月,中共中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度,发挥基建的稳增长作用。2020年6月,发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》,明确公共资源重点投向县

城新型城镇化建设,抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项,大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年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》,工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面,2020年4月,中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容,同时发行节奏加快,新增地方政府专项债3.75万亿,积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目,且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调,有助于保障地方重大项目资本金来源,缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作,强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月,中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月,财政部提出保持高压监管态势,将严禁新增隐性债务作为红线、高压线,坚决遏制隐性债务增量。2021年4月,国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》,再次强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。同时,重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投

企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

2020年，盘州市经济实力有所增强，贵州红果经济开发区（两河新区）（以下简称“红果经开区”）一般预算收入规模有限，财政收入以土地出让收入为主，稳定性较弱。

(1) 盘州市概况

根据《盘州市2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，盘州市地区生产总值(GDP) 571.74亿元，同比增长6.0%。其中，第一产业增加值70.86亿元，增长5.8%；第二产业增加值289.87亿元，增长6.7%；第三产业增加值211亿元，增长4.9%。截至2020年末，盘州市人均GDP 5.34万元。2020年，盘州市一般公共预算收入44.02亿元，同比下降3.74%，一般公共预算支出101.84亿元，同比下降9.25%。

(2) 贵州红果经济开发区（两河新区）

红果经开区产业定位主要以能矿装备制造业、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。

根据红果经开区财政局提供数据，2020年，红果经开区完成一般公共预算收入2.40亿元，较上年的2.34亿元略有增长，红果经开区一般公共预算收入规模有限。其中，税收收入2.05亿元，较上年的2.09亿元有所下降；税收收入占红果经开区2020年一般公共预算收入的85.48%。2020年，红果经开区国有土地使用权出让收入4.19亿元，较上年的5.70亿元有所下滑。红果经开区财政收入以土地出让收入为主，稳定性较弱。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。盘州市对公司持股比例为51.00%，红果经开区管委会持股49.00%；盘州市财政局为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是红果经开区最重要的城市基础设施建设主体，负责贵州红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营性。

跟踪期内，公司作为盘州市主要的城市基础设施建设主体，负责贵州红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营性。公司主要业务仍由子公司贵州省盘州市红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾公司”）运营，公司与红腾公司系“两块牌子、一套人马”。

3. 外部支持

跟踪期内，红果经开区管委会继续在财政补贴方面给予公司支持。

根据“红管会发〔2011〕21号”“红管会发〔2012〕41号”等文件，红果经开区管委会每年

对公司所完成的投资额按照不低于2%的比例发放财政补贴。2020年，公司收到红果经开区管委会拨付的财政补助2.00亿元，计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

根据公司的企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：915202237096523807），截至2021年6月15日，公司本部无未结清不良信贷记录，公司存在余额为13047.49万元的未结清关注类信贷信息记录，根据平安国资融资租赁（天津）有限公司出具的说明，系由于公司未能按期支付融资租赁款项本息，进行了展期，金融机构按照五级分类要求将该笔借款分类为关注类所致。

根据红腾公司的企业信用报告（统一社会信用代码：915202235993510412），截至2021年5月10日，红腾公司本部已结清的信贷记录中存在1笔关注类贷款，系由于红腾公司的一笔贷款在2018年6月到期后办理了展期，并于2019年11月通过借新还旧方式偿还，盘县农村信用合作社将该笔展期贷款由正常调整为关注。此外，红腾公司未结清贷款中存在另外一笔展期记录，系国民信托有限公司发放的3.16亿元信托贷款，应于2020年2月24日到期，公司未能按期偿还，进行了展期。红腾公司存在一笔余额为1998万元的关注类担保，系对贵州盛红科技有限责任公司（以下简称“盛红科技”）银行贷款提供的担保，该笔贷款业务进行了展期，故金融机构将其五级分类下调为关注类。

截至2021年6月23日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，由于代建收入较上年有所减少，公司营业收入有所下降；由于毛利率为100%的主营业务收入占比提升以及房屋租赁业务毛利率提高，公司综合毛利率较上年有所增长。

2020年，公司营业收入较上年下降18.15%，主要系代建工程收入和土地销售收入减少所致。公司主营业务收入仍以代建工程管理费为主，2020年，公司代建工程管理费收入较上年下降8.65%，主要系结算的工程量减少所致。公司其他业务收入以房屋租赁为主，2020年房屋租赁

收入较上年增长69.17%，主要系政府对公司的租赁业务进行补偿，公司将收到的补偿款计入租赁业务收入所致。2020年，公司土地销售收入较上年下降90.82%，主要系土地销售规模大幅下降所致。

从毛利率情况来看，因公司主营业务只将管理费确认为收入，毛利率保持为100%。其他业务中，2020年公司房屋租赁业务毛利率由负转正，主要系政府对公司租赁收入进行补偿。2020年公司综合毛利率较上年提高13.25个百分点至87.18%，主要系毛利率为100%的主营业务收入占比提高以及房屋租赁业务毛利率提高所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	43896.49	74.13	100.00	40503.62	83.57	100.00
代建工程管理	42751.25	72.20	100.00	39054.88	80.58	100.00
土地开发管理	1145.24	1.93	100.00	1448.75	2.99	100.00
其他业务	15319.76	25.87	-0.76	7964.26	16.43	21.95
房屋租赁	3971.23	6.71	-3.76	6718.16	13.86	16.48
安置房销售	41.43	0.07	0.00	0.00	0.00	--
土地销售	11083.01	18.72	0.00	1017.50	2.10	53.56
其他	224.09	0.38	14.98	209.67	0.43	40.02
汽车租赁	0.00	0.00	--	18.94	0.04	65.84
合计	59216.25	100.00	73.93	48467.88	100.00	87.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务运营分析

(1) 代建工程建设与土地开发

公司账面上多数代建及土地开发工程项目已完工未结算，对公司资金形成很大占用。红果经开区自身财政收入有限，公司代建项目回款压力很大。公司拟建项目投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

跟踪期内，公司代建工程和土地开发业务模式无变化。公司承担的基础设施建设和土地开发项目均由子公司红腾公司负责，根据红果经开区管委会与红腾公司2012年签订的《委托代建框架性协议》以及2015年签订的《补充协议》，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；每年年末，红果经开区管委会批复该年度新增结算投资额及管理费金额，红腾公司将管理费金额确认为当年收入，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。

公司目前的代建工程均为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或冲减对政府的“其他应付款”；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。

公司已投入未回款的代建项目成本快速增长，多数项目已完工，但成本部分并未回款。截至2020年末，公司委托代建工程投入（含已完

工及在建项目)形成的其他非流动资产账面价值为 62.88 亿元³,系由公司垫付而尚未收到回款的代建成本,对公司资金形成很大占用,且对比红果经开区自身有限的财政收入,公司代建

项目回款压力很大。

截至2020年末,公司在建代建项目计划总投资175.87亿元(见下表),尚需投资规模为6.87亿元,其中约5.29亿元需由公司垫付。

表 5 截至 2020 年末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	公司已投资	后续公司需投资
2015 年红果经济开发区(两河新区)城市棚户区改造项目	138163.90	142558.40	142558.40	--
老机场棚改	40000.00	41747.81	9281.78	--
工业园区 1#地块公租房(1-6 号楼)	24417.85	26676.18	4125	--
高铁站前广场	131790.00	116690.87	116690.87	--
南北 1、3、4、8、9、10、11 号路	119936.00	110243.146	8957.48	9692.85
东西 1、4、5、6、7、9 号路	99648.40	92811.33	24061.89	6837.07
50 米快速通道	95500.00	99040.52	58817.31	--
南北 2 号路	27522.00	27522.00	4562.65	--
东西 2 号路	26496.00	26496.00	13216.19	--
南北 5 号路北段	20251.00	20251.00	81.11	--
冯家庄 7 号路	21850.75	18410.01	221.47	3440.74
综合养老产业建设项目	83430.52	82747.41	73575.49	2547.76
盘州颐养健康中心建设项目	25000.00	25000.00	21190.89	--
中心医院	58400.00	51441.30	--	6958.70
中心物流园	75000.00	70170.86	20000.16	4829.14
新材料产业园	70000.00	62234.84	28311.52	7765.16
创新科技园	25500.00	25025.25	--	474.75
高端装备制造园	55000.00	52826.74	--	2173.26
循环经济孵化中心	53600.00	52475.63	--	1124.37
盘州再生资源循环利用中心	24000.00	22504.33	--	1495.67
盘州钢材交易中心	25000.00	23618.56	--	1381.44
表面处理中心	40000.00	36171.774	4194.53	3828.23
1 号地块厂房	31000.00	32457.76	26231.92	--
两河新区 2 号地块标准厂房	37011.30	36631.22	7550.96	380.08
2 号地块标准厂房及配套用房工程	59640.00	54945.136	21896.63	--
3#地块标准厂房工程	50000.00	52033.99	32033.99	--
5 号地块标准厂房	42010.00	39932.86	15904.70	--
全民健身中心及城市停车场	30278.76	26866.142	1745.33	--
环保设施工程	30000.00	28523.58	--	--
两河新区职业技术学校建设项目	25000.00	25000	5284.49	--
职业技术学校建设项目	25000.00	23978.664	13028.18	--
其他项目合计	148303.28	143004.21	32163.12	--
合计	1758749.76	1690037.53	685686.06	52929.21

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. 高铁站前广场实际已投资规模为 166274.35 万元, 由于其中高铁站前广场(南广场)商业部分已回购出表, 故已投资规模中不包括此部分, 但计划总投资中难以拆分, 表中高铁站前广场计划总投资规模仍包括已回购的部分; 5. 公司债券募投项目“综合养老产业建设项目”尚未完工, 待完工后调整为公司经营性资产, 为公司自营项目, 而非采用政府回购的模式; 6. 合计数与各分项之和不等, 系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

³ 该金额小于下表中公司已投资的金额, 主要系部分项目已进行回购所致。

截至 2020 年末,公司拟建项目包括海铺村至两河乡道路项目、镇胜高速北入口联络线项目、电子信息产业园 6#地块标准厂房及配套工程、汽车零部件产业园标准厂房及配套工程等,项目总计划投资 38.64 亿元,投资资金需由公司先行垫付,公司计划 2021 年和 2022 年分别投入 9.30 亿元和 10.90 亿元,资金支出压力较大。

(2) 房屋租赁

跟踪期内,公司房屋租赁面积、价格较上年变化不大,受益于政府对公司租赁业务进行补偿,公司租赁收入和毛利率同比有所增长。

2013 以来,红果经开区管委会将位于红果经开区的多栋标准厂房、办公楼划入公司,用于经营出租。截至 2020 年末,公司租赁性物业可供出租面积约 113.89 万平方米,已出租面积约 93.32 万平方米,租金价格为 4~30 元/平米/每月,均与 2019 年持平。

为配合招商引资,公司给予新租户一定免租期,同时因固定资产折旧成本较高,2019 年公司房屋租赁业务毛利率为负。2020 年,公司房屋租赁收入和毛利率同比有所增长,主要系政府对公司租赁业务进行补偿所致。受益于政府给与的补偿,公司租赁业务收入和毛利率较上年有所增长。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表,中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2020 年财务报表进行审计,并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2020 年末,公司拥有纳入合并报表范围的二级子公司 1 家,三级子公司 5 家;2020 年公司财务报表合并范围未发生变化,数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模有所增长,以土地为主的存货和以代建成本为主的其他非流动资产占比高,资产流动性较弱,整体资产质量一般。

截至 2020 年末,公司资产总额较年初增长 2.16%,主要系代建项目的建设投入带动公司资产增长所致。公司资产构成较为均衡。

表 6 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.94	2.52	7.13	3.56
预付款项	12.28	6.26	9.45	4.72
存货	67.22	34.28	68.43	34.16
流动资产合计	95.68	48.80	90.66	45.26
投资性房地产	27.73	14.15	27.17	13.57
无形资产	16.17	8.24	15.84	7.91
其他非流动资产	52.77	26.91	62.88	31.39
非流动资产合计	100.40	51.20	109.65	54.74
资产总额	196.07	100.00	200.31	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年末,公司流动资产较年初下降 5.25%,主要系预付款项减少所致。

截至 2020 年末,公司货币资金较年初增长

44.24%。公司货币资金中包含 7.05 亿元受限资金(受限比例为 98.87%),公司货币资金受限比例高。

截至 2020 年末，公司预付款项较年初下降 23.03%，主要系相关项目未计入代建项目成本，由红果经开区财政局验收并获取发票，与公司红果经开区财政局的往来款冲销所致。期末预付款项主要是对贵州红腾市政公用工程有限公司（为红果经开区管委会 100%持股的公司）9.44 亿元预付工程款。

截至 2020 年末，公司存货较年初增长 1.79%。公司存货为土地，部分来自政府资产注入，部分系公司自土地交易中心挂牌交易竞得。公司存货未计提跌价准备。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初增长 9.22%，主要来自其他非流动资产增长。

截至 2020 年末，公司投资性房地产较年初下降 2.02%，主要系计提折旧所致。公司投资性房地产均按照成本法计量。

截至 2020 年末，公司无形资产较年初下降 2.04%，变化不大。公司无形资产全部为土地使用权，系公司竞拍取得的土地，累计摊销 1.40 亿元，无减值准备。

公司其他非流动资产均为委托代建工程投入，2020 年末为 62.88 亿元，较年初增长 19.16%。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 55.62 亿元，包括 37.49 亿元存货、10.45 亿元投资性房地产、0.13 亿元无形资产、0.50 亿

元固定资产和 7.05 亿元其他货币资金。受限资产占公司资产总额的 27.77%，资产受限比例一般。

3. 负债和所有者权益

公司所有者权益保持增长，权益稳定性尚可。

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 108.58 亿元，较年初增长 5.07%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益均为归属于母公司所有者权益，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益总额的 9.21%、61.38% 和 29.26%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年末，公司实收资本和资本公积较年初无变化，未分配利润较年初增长 19.73%，主要系当年利润留存所致。

公司全部债务规模持续增长，短期偿债压力大，非受限的货币资金规模小，2020 年以来发生较大规模的债务展期。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初下降 1.08%，变化不大。非流动负债占比上升较快，公司负债结构相对均衡。

截至 2020 年末，公司流动负债较年初下降 20.43%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。

表 7 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.79	4.09	7.30	7.95
应付票据	0.00	0.00	5.00	5.45
应付账款	4.34	4.68	3.19	3.48
其他应付款	20.80	22.43	17.54	19.12
一年内到期的非流动负债	24.97	26.93	9.38	10.23
流动负债合计	55.13	59.46	43.87	47.83
长期借款	13.13	14.16	23.17	25.26
应付债券	21.33	23.00	22.47	24.50
长期应付款	3.14	3.38	2.22	2.42
非流动负债合计	37.59	40.54	47.86	52.17
负债总额	92.73	100.00	91.73	100.00

注：其他应付款含应付利息、应付股利

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司短期借款较年初大幅增加，由保证借款 0.14 亿元和抵押借款 7.16 亿元构成。

2020 年末，公司较年初新增 5.00 亿元应付票据，全部为银行承兑汇票。

截至 2020 年末，公司应付账款较年初下降 26.34%，主要系结清部分工程款所致，公司应付账款全部为工程款。

截至 2020 年末，公司其他应付款（含应付利息、应付股利）较年初下降 15.68%，主要系减少对盘州市财政局的应付往来款所致。公司其他应付款主要是与盘州市财政局、经开区财政局、贵州省宏财投资集团有限责任公司（以下简称“贵州宏财”）、福建力标集团有限公司的往来款。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初下降 62.42%，主要系 2020 年 1 月偿还 12 亿元“16 红果小微债”所致。公司一年内到期的非流动负债包括 4.49 亿元一年内到期的长期借款、1.70 亿元一年内到期的应付债券和 3.20 亿元一年内到期的长期应付款。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初增长 27.30%，主要系长期借款增加所致。

截至 2020 年末，公司长期借款较年初增长 76.48%，公司长期借款包括 8.73 亿元抵押借款、5.63 亿元保证借款和 8.81 亿元质押借款。

截至 2020 年末，公司应付债券较年初增长 5.35%，主要系发行多只金融资产交易所私募可转债（发行金额合计 3.81 亿元，到期日分别为 2022 年 8 月、2022 年 11 月和 2030 年 5 月）以及新增 0.50 亿元抗疫特别国债所致。

截至 2020 年末，公司长期应付款较年初下降 29.28%，主要系部分借款即将到期而重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款全部为融资租赁款，本报告已调整至有息债务计算。

截至 2020 年末，公司全部债务 69.54 亿元，较年初增长 4.80%。其中，长期债务占 68.82%。

从债务类型看，银行贷款、承兑汇票占 41.54%，信托、融资租赁、资管计划等非银行融资占 23.56%，企业债和公司债券占 29.41%，在金融资产交易所非公开可转换公司债券占 4.77%，其余为抗疫特别国债。截至 2020 年末，公司短期债务 21.68 亿元，较年初下降 24.62%；长期债务 47.86 亿元，较年初增长 27.30%。截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.79%、39.04%和 30.59%，较年初分别下降 1.50 个百分点、下降 0.06 个百分点和提高 3.92 个百分点。公司整体债务负担适中。

2020 年以来，公司信托、融资租赁等非银行融资债务到未能如期偿还，发生了展期，展期的借款金额约 15 亿元，部分借款在首次展期后公司仍未能按时偿还，发生再次展期。公司短期债务规模大，且公司非受限的货币资金规模小，公司短期偿付压力大。

从 2020 年末公司有息债务到期期限分布情况看⁴，2021—2023 年，公司到期的刚性债务本金规模分别为 21.68 亿元、7.24 亿元和 6.55 亿元，2021 年到期债务规模大。公司 2021 年到期债务包括 7.30 亿元短期借款、5.00 亿元银行承兑汇票、4.49 亿元一年内到期的长期借款、1.70 亿元一年内到期的应付债券（其中 0.70 亿元已于 2021 年 2 月兑付，其余 1.00 亿元系“17 红果专项债 01/PR 红果 01”应分期偿还的本金，兑付日为 2021 年 11 月 24 日）和 3.20 亿元一年内到期的融资租赁款。此外，子公司红腾公司发行的 13 亿元非公开公司债券“19 红腾 01”附投资者回售选择权条款，行权日为 2022 年 5 月 20 日，若投资者选择回售，则届时公司将面临很大的集中偿债压力。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所下降，政府补助对公司利润总额有一定的贡献，盈利能力指标表现有所下降。

2020 年，公司营业收入较上年下降 18.15%，

⁴ 根据公司审计报告和公司提供的借款台账计算，由于公司未提供借款的分期还款安排，银行贷款和融资租赁的到期日按照借款合同到期日计算，已展期的借款按照展期后的到期日计算。

主要系代建收入下降所致；公司营业成本较上年下降 59.73%，2019 年公司定向转让 2 块土地，公司按照成本价确认为收入，因此 2019 年营业成本较高，2020 年未进行大规模的土地转让，营业成本较上年下降较多。

表 8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	5.92	4.85
营业成本	1.54	0.62
费用总额	0.69	0.41
其中：管理费用	0.55	0.52
财务费用	0.13	-0.12
其他收益	2.20	2.00
利润总额	5.66	5.24
营业利润率	70.28	75.91
总资产收益率	3.48	3.02
净资产收益率	5.48	4.82

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司期间费用构成主要为管理费用和财务费用。2020 年，公司期间费用总额较上年下降 40.24%，主要系财务费用下降所致。2020 年，公司占营业收入的比重为 8.45%，较上年下降 3.12 个百分点，但考虑到公司利息支出大量资本化，公司实际费用控制能力一般。

2020 年，公司获得政府补助 2.00 亿元，较上年略有下降，占同期利润总额 38.17%，政府补助对公司利润总额有一定的贡献。

2020 年，公司利润总额较上年下降 7.58%，主要系收入下降所致。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率较上年有所提高，总资产收益率和净资产收益率分别较上年分别下降 0.46 个百分点、下降 0.66 个百分点，盈利能力指标表现有所下降。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流量和投资活动现金流为净流入状态；由于到期债务规模较大，公司筹资活动转为现金净流出状态，筹资压力明显加大。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入额较上年增长 17.35%，主要系收到的往来款增加所致；2020 年公司收到其他与经营

活动有关的现金 19.51 亿元，较上年增长 24.58%，主要为往来款和收到的政府补助。2020 年，公司经营活动现金流出额较上年下降 6.48%，主要系代建项目支出减少所致。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 3.58 亿元，较上年下降 75.21%；支付其他与经营活动有关的现金 15.14 亿元，较上年增长 153.90%。2020 年，公司现金收入比为 105.55%，较上年提高 15.61 个百分点，收入实现质量较高。

表 9 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	20.99	24.63
经营活动现金流出小计	20.58	19.25
经营现金流量净额	0.40	5.38
投资活动现金流入小计	0.40	4.97
投资活动现金流出小计	2.42	2.15
投资活动现金流量净额	-2.02	2.81
筹资活动前现金流量净额	-1.61	8.19
筹资活动现金流入小计	21.93	20.11
筹资活动现金流出小计	21.29	28.37
筹资活动现金流量净额	0.64	-8.26
现金收入比	89.94	105.55

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司投资活动现金流入额较上年大幅增加，主要系定期存单到期后收回资金所致；同期，公司投资活动现金流出额较上年变化不大，但 2019 年公司投资活动现金流出主要是购买土地的支出，2020 年公司投资活动现金流出主要是存入定期存单支付的资金。2020 年，公司投资活动现金流转为净流入状态。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入额较上年下降 8.30%，主要系融资规模下降所致；筹资活动现金流出额较上年增长 33.26%，主要系还本付息规模增加所致。2020 年，公司筹资活动现金流由上年的净流入转为净流出状态，筹资压力明显加大。

6. 偿债能力

公司短期偿付压力大，长期偿债能力尚可公司对外担保规模较大，区域集中，且部分被担保企业具有短期偿债压力，存在较大的或有负债风险。考虑到公司在红果经开区的重要地

位，并可获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 10 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年 (末)
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	173.53	206.65
	速动比率 (%)	51.61	50.67
	现金短期债务比 (倍)	0.17	0.33
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	6.67	6.34
	全部债务/EBITDA (倍)	9.95	10.97
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.23	0.95

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债能力指标来看，2020 年末，公司流动比率较上年有所提高，速动比率略有下降。截至 2020 年末，公司现金短期债务比为 0.33 倍，公司现金类资产中 98% 以上为受限资金，公司现金类资产对短期债务的保障能力弱。综合来看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标来看，2020 年公司 EBITDA 较上年下降 4.98%；公司 EBITDA 利息倍数较上年有所下降但覆盖程度较高，全部债务/EBITDA 由上年的 9.95 倍增长至 10.97 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所下降。公司长期偿债能力尚可。

截至 2021 年 5 月末，公司对外担保余额 7.01 亿元，为 2020 年末公司净资产的 6.46%，其中对民营企业担保 0.52 亿元，主要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，被担保企业正常经营。

对外担保企业中，公司对贵州宏财、贵州盘北致远实业有限责任公司（以下简称“盘北致远”）和贵州盘北经济开发区投资有限公司（以下简称“盘北经开公司”）的担保金额较高。贵州宏财由盘州市财政局持股 99.05%，系盘州市主要的国有资产经营和市政基础设施建设投融资主体，承担了盘州市大量的基础设施建设和棚户区改造业务。2016 年 6 月 7 日，贵州宏财发行了 15 亿元“16 盘县棚改项目债/16 盘改债”，截至 2021 年 5 月末余额为 4.50 亿元，公司为该债券的差额补偿人。截至 2020 年末，贵州宏财短期债务 22.47 亿元，剔除受限资金后的现金短期债务比仅为 0.68 倍，具有短期偿债压力。盘北致远系贵州盘北经济开发区财政局下属国有独资公司。盘北经开公司系盘州市主要的基础设施建设投融资主体之一，负责贵州盘北经济开发区范围内的基础设施建设等业务，分别由盘州市财政局持股 51.00%、贵州盘北经济开发区财政局持股 49.00%。

表 11 截至 2021 年 5 月末公司对外担保明细（单位：万元）

序号	被担保单位	担保起始日	担保终止日	担保余额	担保方式	被担保方大股东/实际控制人
1	贵州宏财投资集团有限责任公司	2016/6/7	2023/6/7	45000.00	差额补偿人	盘州市财政局
2	贵州盘北致远实业有限责任公司	2017/1/20	2027/1/18	11420.00	保证	贵州盘北经济开发区财政局
3	贵州盛红科技有限责任公司	2021/3/31	2022/3/30	1998.00	保证	夏晓新
4	贵州富通供应链管理有限公司	2021/1/19	2022/1/18	480.00	保证	陈毓宏
5	贵州富通供应链管理有限公司	2021/2/19	2023/2/18	450.00	保证	陈毓宏
6	盘州万合源油业有限公司	2020/8/1	2021/8/1	450.00	保证	夏海
7	盘州市森农贸易有限公司	2020/9/25	2023/9/24	1250.00	保证、抵押	胡庭虎
8	贵州现代红腾工业废物利用科技有限公司	2020/9/25	2021/9/24	300.00	保证	云南方圆矿产资源再生综合利用研究院有限公司
9	盘州市文森园林绿化有限公司	2020/9/25	2021/9/24	300.00	保证	高文
10	盘州市水利投资有限责任公司	2019/11/7	2024/11/7	8432.26	保证	盘州市财政局
合计	--	--	--	70080.26	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、国家企业信用信息公示系统、公开资料和公司提供的资料整理

截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度为 18.52 亿元，未使用额度 3.65 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年末，公司无金额超过 500 万元的被诉讼事项。

7. 母公司财务分析

公司资产和营业收入主要集中于子公司红腾公司，母公司资产规模较小，母公司债务负担适中，短期偿付压力很大。

截至 2020 年末，母公司资产总额 51.32 亿元（占合并资产总额的 25.62%），较年初下降 6.71%，主要系其他应收款减少所致。母公司流动资产主要由其他应收款（占 99.98%）构成，非流动资产全部为对红腾公司的长期股权投资。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 26.22 亿元，较年初下降 0.59%，金额与构成均较年初变化不大，权益稳定性较强。

截至 2020 年末，母公司负债总额 25.10 亿元（为合并口径负债总额的 27.37%），较年初下降 12.34%，主要系债券余额下降所致。母公司 2020 年末资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.91%、32.77% 和 20.30%，较年初分别下降 3.14 个百分点、12.04 个百分点和 5.79 个百分点，母公司债务负担适中。截至 2020 年末，母公司货币资金 41.38 万元，短期债务 6.11 亿元，现金类资产无法对短期债务形成有效覆盖，短期偿付压力大。

2020 年，母公司未产生营业收入，利润总额为 -0.16 亿元。公司营业收入及利润来源主要为子公司红腾公司。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司剔除受限货币资金后的现金类资产对本年度剩余应偿还债券本金的保障程度低，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金的覆盖程度较低，公司 2022 年存在债券兑付压力。

截至 2021 年 6 月 23 日，公司本部存续债券为“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专

项债/PR 红果债”，余额合计 6.80 亿元；子公司红腾公司存续债券包括 13.00 亿元“19 红腾 01”和 3.00 亿元“G21 红腾 1”；公司及子公司存续债券余额合计 22.80 亿元。

截至 2021 年 6 月 23 日，公司本年度剩余应到期债券金额为 1.00 亿元，系“17 红果专项债 01/PR 红果 01”应于 2021 年 11 月 24 日偿还的 1.00 亿元本金。截至 2020 末，公司剔除受限货币资金后的现金类资产仅 0.08 亿元，为本年度剩余应偿还债券本金的 0.08 倍，保障程度低。

2021—2024 年，公司本部每年需兑付债券到期本金 1.70 亿元。若“19 红腾 01”投资者于 2022 年 5 月行使回售选择权，则公司及子公司 2022 年应兑付债券本金 14.70 亿元，为公司存续债券未来单年度待偿本金峰值。公司 2020 年经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度尚可，但经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金的覆盖程度较低，2022 年存在债券兑付压力。公司对存续债券保障情况如下表：

表 12 截至 2021 年 6 月 23 日公司存续债券保障情况
(单位：倍)

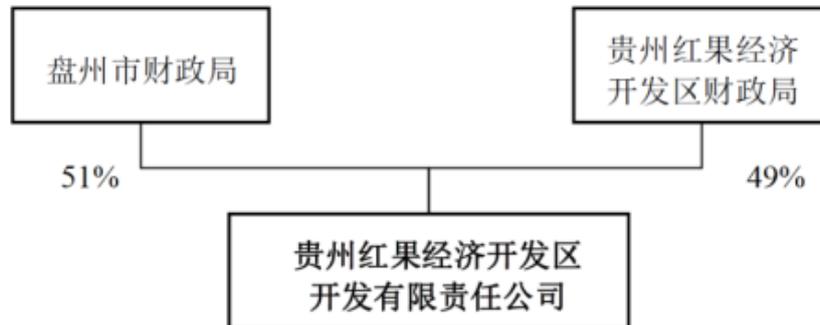
项目	指标值
截至 2021 年 6 月 23 日本年度剩余应到期债券金额 (亿元)	1.00
未来待偿债券本金峰值 (亿元)	14.70
2020 年末现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	0.08
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.68
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.37
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.43

注：1. 现金类资产已剔除受限资金；2. 假定附投资者回售选择权的债券全部在下一行权日行使回售选择权测算一年内到期债券余额以及未来各年度待偿本金峰值
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

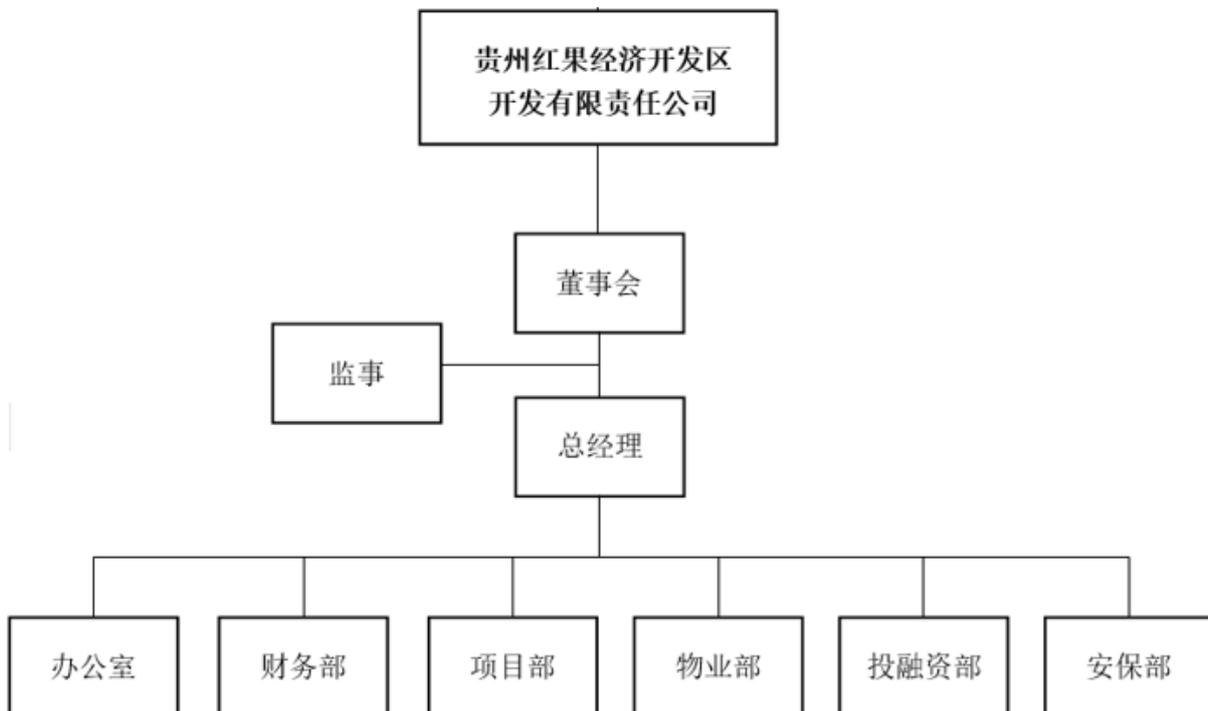
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 红果专项债 01/PR 红果 01”和“18 红果专项债/PR 红果债”的债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2020 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司纳入合并范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	表决权比例 (%)		取得 方式
			直接	间接	
贵州省盘州市红腾开发投资有限公司	100077.88	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（土地开发；新农村建设项目；市政工程施工；工程代建；项目投融资；污水处理；园林绿化设计、施工；酒店管理；建材（木材除外）、矿山设备、机电产品、矿产品、五金家电、日用品、办公设备、农副产品销售）	100.00	--	设立

注：根据工商查询，除公司外，红腾公司还有两个股东，中国农发重点建设基金有限公司对红腾公司持股 11.6909%，天津国莹益兴企业管理合伙企业（有限合伙）持股 4.1382%，但上述两家公司的出资系“明股实债”性质，公司对红腾公司的表决权比例为 100%
 资料来源：公司审计报告及国家企业信用信息公示系统，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	9.07	4.94	7.13
资产总额 (亿元)	191.65	196.07	200.31
所有者权益 (亿元)	97.68	103.35	108.58
短期债务 (亿元)	13.18	28.76	21.68
长期债务 (亿元)	46.88	37.59	47.86
全部债务 (亿元)	60.07	66.36	69.54
营业收入 (亿元)	4.37	5.92	4.85
利润总额 (亿元)	4.29	5.66	5.24
EBITDA (亿元)	5.47	6.67	6.34
经营性净现金流 (亿元)	-0.10	0.40	5.38
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	188.82	10.44	4.28
存货周转次数 (次)	0.01	0.02	0.01
总资产周转次数 (次)	0.02	0.03	0.02
现金收入比 (%)	100.17	89.94	105.55
营业利润率 (%)	80.95	70.28	75.91
总资本收益率 (%)	2.97	3.48	3.02
净资产收益率 (%)	4.39	5.48	4.82
长期债务资本化比率 (%)	32.43	26.67	30.59
全部债务资本化比率 (%)	38.08	39.10	39.04
资产负债率 (%)	49.03	47.29	45.79
流动比率 (%)	213.99	173.53	206.65
速动比率 (%)	65.48	51.61	50.67
经营现金流流动负债比 (%)	-0.21	0.73	12.26
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.17	0.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.28	1.23	0.95
全部债务/EBITDA (倍)	10.98	9.95	10.97

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 除特别说明外, 数据一般均指人民币;

3. 长期应付款已调整至长期债务

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	0.03	0.03	*
资产总额 (亿元)	54.76	55.02	51.32
所有者权益 (亿元)	26.50	26.38	26.22
短期债务 (亿元)	0.41	12.10	6.11
长期债务 (亿元)	21.48	9.31	6.68
全部债务 (亿元)	21.89	21.41	12.78
营业收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	-0.17	-0.12	-0.16
EBITDA (亿元)	0.23	0.12	-0.01
经营性净现金流 (亿元)	-5.80	2.11	8.16
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	*	*	*
存货周转次数 (次)	*	*	*
总资产周转次数 (次)	*	*	*
现金收入比 (%)	*	*	*
营业利润率 (%)	*	*	*
总资本收益率 (%)	0.47	0.26	-0.03
净资产收益率 (%)	-0.63	-0.47	-0.60
长期债务资本化比率 (%)	44.76	26.09	20.30
全部债务资本化比率 (%)	45.23	44.81	32.77
资产负债率 (%)	51.61	52.06	48.91
流动比率 (%)	442.06	156.50	144.14
速动比率 (%)	442.06	156.50	144.14
经营现金流流动负债比 (%)	-85.47	10.90	44.28
现金短期债务比 (倍)	0.07	0.003	0.001
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；

3. 长期应付款已调整至长期债务；4. 部分指标计算结果为无穷大或无穷小，以“*”表示；5. 截至 2020 年末，母公司现金类资产为

41.38 万元；6. 部分数据未取得，相关指标无法计算，以“/”表示

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。