



2017年第一期、第二期贵阳白云城市建设 投资集团有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年第一期、第二期贵阳白云城市建设投资集团有限公司 公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 白云 01/17 白云债 01	AA	AA
PR 白云 02/17 白云债 02	AA	AA

评级日期

2022年06月28日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持贵阳白云城市建设投资集团有限公司¹（以下简称“白云城投”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 白云 01/17 白云债 01”和“PR 白云 02/17 白云债 02”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：公司业务持续性较好，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面临较大资金压力和偿债压力，资产流动性较弱，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	322.73	272.57	272.17
所有者权益	134.13	132.06	130.03
总债务	110.74	116.91	115.08
资产负债率	58.44%	51.55%	52.22%
现金短期债务比	0.26	1.70	1.52
营业收入	12.07	11.87	8.73
其他收益	1.50	1.00	1.00
利润总额	2.23	2.37	1.53
销售毛利率	11.44%	16.47%	10.59%
EBITDA	2.30	2.42	1.58
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.30	0.18
经营活动现金流净额	7.10	0.87	11.63
收现比	80.22%	149.23%	83.01%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 公司于 2016 年由贵阳白云城市建设投资有限公司更名为贵阳白云城市建设投资集团有限公司。

优势

- **公司业务持续性较好。**公司是贵阳市白云区重要的基础设施建设和土地开发项目主体，截至 2021 年末，已签订代建协议的基础设施建设及土地开发项目较多，总投资较大，公司代建业务和土地开发业务具有较好的持续性。
- **公司继续获得外部的较大支持。**2021 年公司获得白云区财政补贴 1.50 亿元，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建基础设施建设项目和土地整理项目至少尚需投入资金 325.54 亿元，该等项目建设前期资金均需公司自筹，面临较大的资金支出压力。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司应收款项和存货比重仍较高；应收款项回收时间不确定，对公司资金形成明显占用；公司受限资产合计 42.76 亿元，占期末总资产的比重为 13.25%，受限资产规模仍较大。
- **公司总债务规模仍较大，面临较大的偿债压力。**2021 年末公司总债务为 110.74 亿元，规模仍较大，当期 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.33，现金短期债务比大幅下降至 0.26，偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额合计 79.08 亿元，占期末净资产的 58.96%，其中对民营企业担保金额达 6.00 亿元，对外担保事项均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	2
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	6
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-29	陈刚、陈洪	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)	阅读全文

AA/稳定	AA	2016-04-25	王一峰、林心平	城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文
-------	----	------------	---------	---	----------------------

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
PR 白云 01/17 白云债 01	4.60	2.76	2021-06-29	2024-07-17
PR 白云 02/17 白云债 02	7.40	4.44	2021-06-29	2024-09-25

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2017年7月和2017年9月分期发行7年期12亿元公司债券，其中，“17白云债01/PR白云01”发行规模为4.60亿元；“17白云债02/PR白云02”发行规模为7.40亿元。“17白云债01/PR白云01”募集资金全部用于贵阳市白云区白金片区保障性住房（公租房）项目，“17白云债02/PR白云02”募集资金全部用于贵铝金东社区棚户区改造项目。截至2022年4月30日，募集资金专项账户余额为5,931.78元。

三、发行主体概况

截至2022年5月末，公司注册资本和实收资本仍为8.00亿元。2022年6月，公司100%股权被划转至贵阳市白云区国有资产管理委员会（以下简称“白云区国资委”），由白云区国资委100%控股。截至2022年6月末，公司控股股东和实际控制人均变更为白云区国资委。

根据《贵阳市白云区国有资产监督管理委员会2021年第五次工作会议纪要》，任命张钢担任公司董事长、法定代表人；任命周玮同志担任公司总经理，于2021年1月完成工商变更登记。根据《贵阳白云城市建设投资集团有限公司股东会决定》，免去白维兴原董事职务，任陈敏担任公司董事；免去冉赛龙原董事职务，由杨信江担任公司董事；免去黄杨阳原监事职务，委派刘晨担任公司监事，于2022年6月完成工商变更登记。

公司仍主要负责白云区基础设施建设和土地开发整理，2021年合并范围新增两家子公司，分别为贵阳新博工程管理有限公司和贵阳市白云区房屋征收有限公司，主要系白云区人民政府无偿划转两家公司100%股权至公司所致；同时一家子公司被划出，主要是根据贵阳市白云区人民政府办公室出具的关于吸收合并的通知，将子公司贵阳黔电电子商务有限公司吸收合并至贵阳云电电子商务有限公司。截至2021年末纳入合并报表范围子公司5家，如附录二所示。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供

供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。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》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债

务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

白云区为贵阳市六个中心城区之一，经济总量（GDP）在贵阳市下辖区县中排名中后，近年固定资产投资增速表现不佳；受疫情冲击、传统产业总量萎缩导致税收收入减少影响，区域财政收入呈下滑态势

区位特征：白云区为贵阳市六个中心城区之一，处于贵州、贵阳西部陆海通道枢纽中心，辖区交通便捷。白云区是贵阳市六个中心城区之一，地处贵阳市中部，北接修文县，东与乌当区毗连，东南与云岩区相邻，西、南与观山湖区相连，处于贵州、贵阳西部陆海通道枢纽中心。辖区交通便捷，数博大道、同城大道两条产业主干道贯穿白云，有成贵高铁白云北站、贵阳市域快铁白云西站等铁路枢纽。白云区下辖2乡3镇5街道，辖区面积272平方公里。根据第七次全国人口普查结果，白云区常住人口45.63万人，较2010年的26.45万增长72.5%，人口呈净流入状态。

图1 白云区区位示意图



资料来源：百度百科

经济发展水平：白云区经济总量（GDP）在贵阳市下辖区县中排名中后，近年来固定资产投资增速表现不佳。2021年白云区实现地区生产总值259.78亿元，得益于经济增长，白云区人均GDP持续提升，但尚不及全国平均水平。近年来，白云区固定资产投资表现不佳，主要系比重较高的房地产开发投资下滑所致，2021年白云区房地产开发投资同比下降6.5%，其中，住宅投资比上年下降19.3%。白云区三次产业结构由2019年的3.0:52.8:44.2调整为2021年的3.2:51.3:45.5，铝及铝加工产业较为发达，第二产业比重占据主导地位。

表1 2021年贵阳市部分下辖行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
南明区	977.65	6.6%	9.33	40.76	152.14
云岩区	948.83	8.1%	8.98	33.89	95.24
观山湖区	706.90	5.9%	11.00	58.04	10.98
花溪区	704.12	7.2%	7.29	13.33	48.08
清镇市	298.53	4.5%	4.75	18.77	29.00
白云区	259.78	7.0%	5.69	11.63	59.85
修文县	194.82	1.6%	6.76	9.17	25.17
乌当区	188.44	5.2%	5.60	16.09	43.67

注：人均GDP均根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	259.78	7.0%	236.78	3.5%	228.89	9.0%
固定资产投资	-	0.5%	-	-4.4%	-	0.8%
社会消费品零售总额	98.29	11.8%	85.35	4.2%	36.28	7.3%
进出口总额（万美元）	-	-	-	-	9,879	-6.5%

人均 GDP (万元)	5.69	5.19	4.95
人均 GDP/全国人均 GDP	70.31%	71.63%	69.78%

注：2019-2021 年人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：贵阳市白云区 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市白云区铝及铝加工产业较为发达，近年来全区正推进新型工业化，但新产业尚处培育期。白云区有铝及铝加工基地等工业园区，铝及铝加工产业较为发达，但 2018 年以来受铝产能过剩和环保压力的影响，白云区铝材及电解铝产量大幅下降；2021 年以来宽松刺激政策推动宏观乐观情绪，需求表现强劲，铝价持续上升，白云区铝产业明显修复，2021 年有色金属冶炼及压延加工业规模以上工业增加值同比上升 59.1%。目前白云区正推进新型工业化，围绕先进装备制造产业、铝及铝精深加工产业、电子信息制造产业及生态食品产业等提升产业优质度，但尚处于培育期。区内吉利发动机、成立航空等先进装备制造业已建成投产，联东 U 谷、钜成 5G 等电子信息产业项目落地建设，娃哈哈、康师傅、燕京啤酒等 17 户生态食品企业已落户白云区，2019-2021 年白云区规模以上工业增加值分别同比增长 8.8%、-2.5%和 16.3%。

财政及债务水平：近年来白云区一般公共预算收入持续下滑，地方政府债务余额持续扩张。受疫情冲击、环保政策限制铝产业产量及各项减税降费政策影响，近年来白云区一般公共预算收入持续下滑，2021 年全区完成一般公共预算收入 11.63 亿元，同比下降 21.22%，近三年税收收入占比持续下行，财政自给能力较弱。全区政府性基金收入在经历 2019-2020 年的高速增长后于 2021 年趋于稳定，2021 年为 59.85 亿元，同比增长 11.60%，以国有土地使用权出让收入为主，占比达 96.62%。区域债务方面，2019-2021 年白云区地方政府债务余额持续扩张，2021 年债务扩张速度有所放缓。

表3 白云区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	11.63	14.77	16.33
税收收入占比	66.96%	74.89%	81.43%
财政自给率	47.24%	44.10%	52.35%
政府性基金收入	59.85	53.63	35.32
地方政府债务余额	60.85	56.85	50.49

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：贵阳市白云区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，白云区投融资平台主要有 3 家，分别为贵阳白云城市建设投资集团有限公司（以下简称“白云城投”）、贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”）及贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司（以下简称“白云城维”）。其中，白云工投主要负责白云区产业相关基础设施建设、棚户区改造等业务，代建业务收入是白云城投营业收入的主要来源；白云工投主要从事白云区内道路设施和棚户区改造业务，代建业务和土地一级开发业务是白云工投营业收入的主要来源；白云城维收入来源于委托代建、交通运营和租赁。

表4 截至 2021 年末白云区主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
白云城投	贵阳白云城市发展控股集团	134.13	58.44%	12.07	110.74	主要负责白云区产业相关基

	有限公司					基础设施建设、棚户区改造
白云工投	贵阳白云实业发展（集团）有限公司	92.99	58.27%	4.92	55.65	主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务
白云城维	贵阳市白云区财政局	-	-	-	-	主要负责白云区基础设施建设与维护、白云车站及其他国有资产运营

注：2022年3月白云城投控股股东由贵阳市白云区人民政府变更为贵阳白云城市发展控股集团有限公司。2022年2月白云城投控股股东由贵阳市白云区人民政府变更为贵阳白云实业发展（集团）有限公司。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是贵阳市白云区重要的市政基础设施投融资与建设主体，主要业务包括承担区域内基础设施和棚户区改造业务等，2021年公司实现营业收入12.07亿元，其中代建业务和土地一级开发业务是公司营业收入的最主要来源。得益于代建项目结算金额增加，公司基础设施建设业务收入同比增长20.88%；土地一级开发收入同比增长50.20%，主要系公司土地一级开发项目投入及结算增长所致；公租房销售收入大幅下降，实现收入仅为460.13万元，主要因为存量公租房于上年已经基本销售完毕，2021年可销售量较少。同年公司新增少量房屋征收代理收入。因毛利率较高的公租房销售收入大幅减少，2021年公司整体毛利率下降至11.44%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年			2020年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
基础设施建设	43,679.85	14.00%	36.20%	36,133.91	14.00%	30.43%
土地一级开发	75,665.12	9.09%	62.70%	50,377.36	9.09%	42.43%
公租房销售	460.13	100.00%	0.38%	31,512.60	31.22%	26.54%
房屋征收代理收入	392.74	100.00%	0.33%			
其他收入	472.07	-9.25%	0.39%	701.33	10.27%	0.59%
合计	120,669.92	11.44%	100.00%	118,725.20	16.47%	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但后续面临较大的资金支出压力；公司自营项目建设进度不及预期，未来收益状况存在一定不确定性

公司基础设施建设工程、保障房项目主要采取委托代建模式，由公司和白云区人民政府签署代建协议后进行项目建设，项目建成后移交政府并由白云区财政局进行回购，项目投资情况由白云区审计局每年进行评审，回购价在投资评审额的基础上固定项目毛利率为14.00%进行支付。

得益于结算金额增长，2021年公司实现基础设施建设业务收入4.37亿元，同比增加20.88%。由于公司基础设施代建业务采用加成方式确定代建收入，2021年毛利率仍为14.00%，较上年同期无变化。

表 6 公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	2021 年	
	收入	成本
贵阳市白金片区一号路道路工程	15,725.88	13,524.25
白云区青龙大道道路工程	27,953.98	24,040.42
合计	43,679.85	37,564.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建的代建基础设施项目计划总投资合计200.00亿元，已完成投资75.93亿元。目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入，委托代建业务可持续性较好。

另外，“PR白云02”债券的募投项目“贵铝金东社区棚户区改造项目”的投资规模为11.37亿元，截至2021年末累计已投资10.43亿元，占总投资规模的比例为91.73%；项目收益主要来源于可销售的保障性住房、小区配套商铺和停车位销售收入，原计划于2018年9月完工，现调整竣工验收时间为2023年12月31日，销售时间存在不确定性。“PR白云01”债券的募投项目“白云区白金片区保障性住房（公租房）项目”已建成竣工对外销售，但收益不达预期。“16白云专项债”募投项目为白云区地下综合管廊，投资规模为20.38亿元，截至2021年末累计已投资12.79亿元，占总投资规模的比例为62.78%；该项目建成后运营收入来源主要为管道使用费、维护费以及管道入驻费，收益实现的不确定性较大，由于征拆进度较慢，主体工程仍在建设当中，预计完工时间存在不确定性。

值得注意的是，截至2021年末，公司主要在建项目（包括募投项目）至少尚需投入资金158.05亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及基础设施项目回款情况。

表 7 截至 2021 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

类型	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
代建	贵阳市白金片区一号路道路工程	59,300.00	135,623.61	-
	贵阳市白金片区二号道路工程	65,500.00	106,520.98	-
	白云区青龙大道道路工程	109,920.78	199,635.53	-
	南湖片区棚户区改造	160,518.46	151,637.07	8,881.39
	白云区金融城项目	1,094,400.00	19,240.76	1,075,159.24
	沙子哨监狱迁建工程项目	-	47,514.80	-
	白云区鸡场片区棚户区改造项目	158,600.00	97,355.20	61,244.80
	白云区大山洞片区棚户区城中村改造项目	351,800.00	1,800.87	349,999.13
	小计	2,000,039.24	759,328.82	1,495,284.57
自营	贵铝金东棚户区改造项目*	113,691.00	104,303.02	9,387.98
	白云区地下综合管廊	203,805.41	127,942.33	75,863.08
	小计	317,496.41	232,245.35	85,251.06
	合计	2,317,535.65	991,574.18	1,580,535.62

注：（1）标“*”为本次债券募投项目；（2）沙子哨监狱迁建工程项目未测算总投，故该项目计划总投资和尚需投资未加

入合计数；(3) 贵阳市白金片区一号、二号路道路工程、白云区青龙大道道路工程项目可研批复较早，后经多次调整，项目已投资金额已超过计划总投资；(4) 尚需投资不包括已投资超过计划总投资的项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地一级开发收入受当地政府财政安排的影响较大，在建土地开发项目较多，开发资金压力较大

公司土地一级开发业务主要采取委托代建模式，由公司和白云区人民政府签署代建协议后进行项目建设，项目建成后移交政府并由白云区财政局进行回购，项目投资情况由白云区审计局每年进行评审，回购价款在投资评审额的基础上加成10%进行支付。2021年公司确认土地一级开发收入7.57亿元，全部来源于贵铝氧化铝土地一级开发项目。2021年公司土地一级开发收入同比大幅增长50.20%，但土地开发业务受当地政府财政安排的影响较大。

截至2021年末，公司主要在建土地开发项目情况如下表所示，主要项目预计总投资合计为255.97亿元，已完成投资104.35亿元，后续尚需资金投入167.49亿元（剔除已投资大于计划总投资项目），在建项目资金压力较大。

表 8 截至 2021 年末公司主要在建土地一级开发情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	建造模式
金融北城地块一级开发	1,620,123.00	77,207.22	代建
贵铝氧化铝土地一级开发	575,588.65	734,357.01	代建
南湖片区土地一级开发	160,500.00	100,984.04	代建
白金片区一级开发	116,728.34	81,888.32	代建
梵华里小镇地块	62,138.20	35,416.87	代建
泰美公司地块	24,600.00	13,688.39	代建
合计	2,559,678.19	1,043,541.85	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度较大

公司是贵阳市白云区重要的基础设施建设和土地开发项目主体，2021年公司获得白云区财政补贴1.50亿元，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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，其中新增两家划入子公司，无偿划出一家子公司。

资产结构与质量

公司资产以应收款项和土地资产为主，应收款项对营运资金占用较为明显，回收时间不确定，土

地资产短期变现能力较差，且受限资产规模仍较大，资产整体流动性较弱

2021年末公司总资产规模为322.73亿元，同比增长18.40%。资产结构方面，公司资产仍以应收款项和存货等流动资产为主。受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产合计42.76亿元，占期末总资产的比重为13.25%，受限资产规模仍较大。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.43	0.75%	7.88	2.89%
应收账款	9.39	2.91%	6.40	2.35%
其他应收款	69.87	21.65%	41.80	15.33%
存货	236.46	73.27%	209.13	76.72%
流动资产合计	318.19	98.59%	265.46	97.39%
非流动资产合计	4.54	1.41%	7.11	2.61%
资产总计	322.73	100.00%	272.57	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

表 10 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	11,321.23	0.35%	银行承兑汇票保证金
存货	415,205.43	12.87%	借款抵押
投资性房地产	1,111.84	0.03%	借款抵押
合计	427,638.50	13.25%	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司货币资金同比下滑69.16%，主要用于项目建设和偿还债务。截至2021年末，公司货币资金余额2.43亿元，其中银行存款1.30亿元，其他货币资金1.13亿元，均为因银行承兑汇票保证金而受限资金。

2021年公司应收账款账面价值9.39亿元，均为应收白云区财政局代建项目款，同比增长46.60%，主要系当期项目回款较少所致。

2021年末公司其他应收款同比大幅上涨67.08%，主要系公司与地方国企之间的往来款增加所致，前五名应收单位如下表所示，截至2021年末，公司计提坏账准备0.27亿元，计提比例为0.39%。总体来看，公司应收对象主要为区域内国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，应收款项对营运资金形成明显占用。

表 11 公司其他应收款前五大应收对象情况（单位：万元）

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例
贵阳云城置业有限公司	地方国企	往来款	213,086.45	30.38%
贵阳白云共享棚改有限责任公司	地方国企	往来款	114,044.00	16.26%

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例
贵阳市白云区云城教育咨询有限公司	地方国企	往来款	53,948.90	7.69%
贵阳创源发展有限公司	地方国企	往来款	48,803.62	6.96%
贵阳城发置业有限公司	地方国企	往来款	122,206.07	17.42%
合计	-	-	552,089.03	78.71%

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

存货系公司资产的主要构成部分，占公司2021年末总资产的73.27%，由合同履行成本和开发土地构成。其中，合同履行成本主要系公司在建代建项目或自营项目，随着工程推进，2021年末账面价值同比小幅增长6.39%；2021年开发土地同比增长30.46%，主要为公司通过有偿划拨方式获取的专用于棚户区改造安置房项目建设的土地，尚未未缴纳土地划拨价款。截至2021年末，其中有8.63亿元的土地权证正在办理。

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持增长，业务持续性较好，政府补助一定程度上提升了公司的盈利水平

公司作为白云区重要的基础设施建设项目开发的重要投融资主体，基础设施代建及土地一级开发业务是公司营业收入的主要来源，2021年占公司营业收入比重高达98.90%。2021年公司实现营业收入合计为12.07亿元，同比增长1.68%，且公司在建项目投资规模较大，未来业务持续性仍较有保障。2021年对政府的项目回款有所下降，收现比下降至0.80。

2021年公司获得白云区财政局等单位拨付的各类补贴合计1.50亿元，占公司利润总额的67.14%，有效提升了公司的利润水平。

表 12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	0.80	1.49
营业收入	12.07	11.87
营业利润	2.23	2.35
其他收益	1.50	1.00
利润总额	2.23	2.37
销售毛利率	11.44%	16.47%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

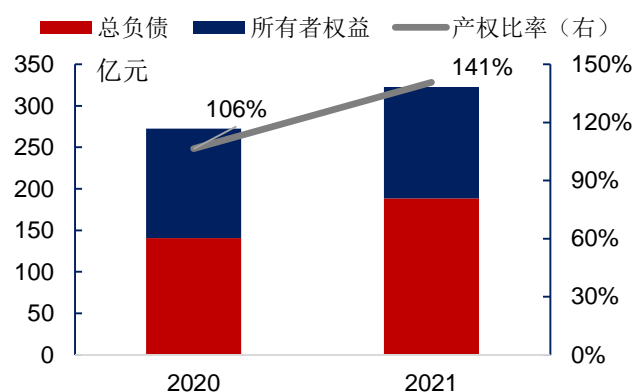
资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍较大，现金短期债务比大幅下降，面临较大的偿债压力

2021年末公司负债同比大幅增长34.21%，总负债规模为188.60亿元，所有者权益小幅增长至134.13

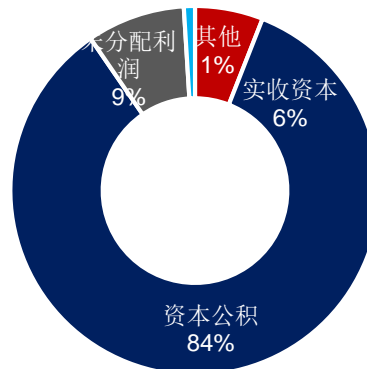
亿元。综合影响下，公司产权比率上涨至140.61%。2021年公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占总负债的比重为53.76%。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表

2021年末公司其他应付款大幅增长至75.31亿元，主要系应付白云区财政局的款项大幅增加所致。2021年末一年内到期的非流动负债为6.46亿元。

2021年末长期借款为46.29亿元，主要为抵押借款、质押借款和保证借款，抵押物主要为房产及土地使用权，借款单位为工商银行、建设银行等大型国有银行地方支行或贵阳银行、贵州银行等地方城商行。2021年末，公司应付债券余额为18.83亿元，包括企业债券15.83亿元和债权融资计划3.00亿元。其他非流动负债均为向信托或金融租赁公司借款，2021年末金额合计36.27亿元。公司非标借款占比较大，融资结构的稳定性较差。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

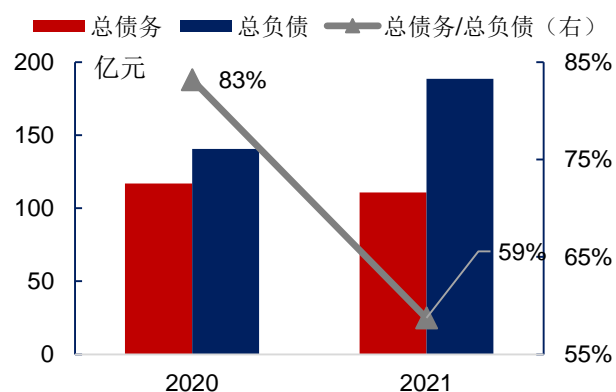
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.89	1.53%	0.22	0.16%
其他应付款	75.31	39.93%	21.36	14.95%
一年内到期的非流动负债	6.46	3.42%	4.41	3.14%
流动负债合计	87.21	46.24%	28.24	20.10%
长期借款	46.29	24.54%	35.14	25.01%
应付债券	18.83	9.99%	22.13	15.75%
其他非流动负债	36.27	19.23%	55.00	39.14%
非流动负债合计	101.39	53.76%	112.27	79.90%
负债合计	188.60	100.00%	140.51	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务为110.74亿元，同比下降5.28%，占同期负债总额的比重下降至58.72%，主要系本年度偿还信托和金融租赁公司借款较多所致。债务期限结构方面，公司总债务以长期借款、其

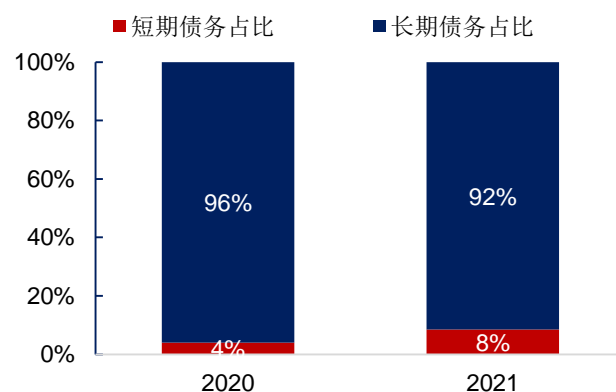
他非流动负债和应付债券等长期债务为主，2021年末长期债务占公司总债务的比重为92.00%。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表

从偿债能力指标来看，随着业务推进和负债规模增加，2021年末公司资产负债率上升6.89个百分点至58.44%。受货币资金大幅减少影响，2021年末公司现金短期债务比下降至0.26，现金资产对短期债务的覆盖能力下降。公司EBITDA利息保障倍数变动不大，盈利对利息支付的保障能力仍较弱。整体来看，公司仍面临较大的偿债压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	58.44%	51.55%
现金短期债务比	0.26	1.70
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.30

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2019年01月01日至报告查询日（2022年06月01日），公司本部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。

（二）或有事项分析

公司存在较大的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保金额合计79.08亿元，占期末净资产的58.96%，被担保企业大部分为国有企业或事业单位，其中贵阳仟坤文创置业有限公司为公司参股的民营企业，金额达6.00亿元，对外担保事项均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表 15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额	类型	担保起始日	担保到期日
贵阳白云共享棚改有限责任公司	140,000.00	保证	2018-02-13	2028-02-13
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	47,960.00	保证	2020-11-30	2024-12-06
贵阳白云工业发展投资有限公司	40,000.00	保证	2020-12-22	2023-12-21
贵阳高科控股集团有限公司	71,970.00	保证	2019-12-17	2028-12-16
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	22,890.00	保证	2020-06-24	2022-06-24
贵阳仟坤文化创意置业有限公司	60,000.00	保证	2018-02-13	2023-06-28
贵阳白云工业发展投资有限公司	20,000.00	保证	2020-06-02	2025-06-2
贵阳白云工业发展投资有限公司	24,000.00	保证	2018-03-23	2023-03-22
贵阳荟康医院有限公司	15,000.00	保证	2019-05-31	2024-05-28
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	15,000.00	保证	2018-06-29	2023-06-28
贵阳融城房地产开发有限公司	30,000.00	保证	2018-06-29	2022-06-27
贵阳市白云区都拉繁华共享农民专业合作社	8,000.00	保证	2017-09-28	2022-09-27
贵阳市白云区麦架繁华共享农民专业合作社	8,000.00	保证	2017-09-28	2022-09-27
贵阳市白云区牛场繁华共享农民专业合作社	8,000.00	保证	2017-09-28	2022-09-27
贵阳市白云区沙文繁华共享农民专业合作社	8,000.00	保证	2017-09-28	2022-09-27
贵阳市白云区艳山红繁华共享农民专业合作社	8,000.00	保证	2017-09-28	2022-09-27
贵阳云城商业投资管理有限公司	4,000.00	保证	2019-03-22	2024-03-21
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	6,160.00	保证	2017-11-30	2027-11-30
贵州烽驰实业发展有限公司	30,000.00	保证	2020-12-23	2032-12-08
贵阳市白云区永茂中学	2,510.00	保证	2019-07-12	2022-07-11
贵阳市云城中学	1,780.00	保证	2019-07-12	2022-07-11
贵阳白云城投旅游投资有限公司	500.00	保证	2019-11-21	2021-11-21
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	840.00	保证	2017-11-30	2027-11-30
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	60,000.00	保证	2021-01-01	2028-11-10
贵阳白云工业发展投资有限公司	30,000.00	保证	2021-01-29	2030-01-26
贵阳云城商业投资管理有限公司	22,100.00	保证	2021-01-01	2028-11-10
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	16,000.00	保证	2021-01-29	2030-01-26
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	23,500.00	保证	2021-03-20	2046-03-20
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	12,500.00	保证	2021-09-16	2022-09-15
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	28,000.00	保证	2021-07-08	2032-06-24
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	7,659.00	保证	2021-06-29	2028-11-20
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	8,559.44	保证	2021-09-17	2024-09-16
贵阳云城商业投资管理有限公司	3,000.00	保证	2021-01-02	2023-01-02
贵阳市白云区云城教育咨询有限公司	4,500.00	保证	2021-03-31	2026-03-31
贵阳市云城中学	2,400.00	保证	2021-02-04	2024-02-03
合计	790,828.44	-	-	-

数据来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

此外，公司于2015年与中国水利水电第九工程局有限公司（以下简称“水电九局”）签订了《白云区白金片区保障性住房（公租房）项目工程施工合同》，合同签约价款为3.51亿元，公司已支付4.12亿

元。因项目超过项目概算，故一直未能办理最终决算，水电九局认为公司尚欠工程款，故向贵阳市中级人民法院（以下简称“中级法院”）起诉要求公司支付工程款及利息9,474万元。中级法院依法进行审理，并出具《中国水利水电第九工程局有限公司、贵阳白云城市建设投资集团有限公司建设工程施工合同纠纷民事一审民事裁定书》【（2021）黔01民初436号】。裁决书载明本案因起诉条件不成就，驳回水电九局的起诉，公司双方合同约定的的工程款需经白云区评审中心审核确定，由评审报告的金额作为结算依据，若未在公司承诺的六个月内完成审计工作，水电九局可另行主张权利。水电九局不服中级法院判决，向贵州省高级人民法院（以下简称“高级法院”）提起上诉，高级法院最终审理出具《高级法院民事裁定书》【（2021）黔民终1042号】。判决书载明，驳回上诉，维持原判，此裁定为终审裁定。

该诉讼未对公司生产经营产生重大不利影响。但目前白云区评审中心还未出具相应的审核结果，需持续关注该事件的进展情况。

八、抗风险能力分析

白云区近年固定资产投资增速表现不佳，区域财政收入呈下滑态势，同时公司的债务规模较大，面临较大的偿债压力。但考虑到公司作为区域重要的基础设施建设平台，在区域内充当重要角色，与政府关系较为密切，近年来获得政府业务和资金上的较大支持，一定程度提升公司的综合实力。综合来看，公司的抗压能力较强。

九、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“17白云债01/PR白云01”和“17白云债02/PR白云02”的信用等级为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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.43	7.88	13.82
其他应收款	69.87	41.80	40.61
存货	236.46	209.13	198.96
流动资产合计	318.19	265.46	265.33
非流动资产合计	4.54	7.11	6.84
资产总计	322.73	272.57	272.17
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	75.31	21.00	25.03
一年内到期的非流动负债	6.46	4.41	8.63
流动负债合计	87.21	28.24	36.15
长期借款	46.29	35.14	31.03
应付债券	18.83	22.13	22.70
长期应付款	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	36.27	55.00	52.26
非流动负债合计	101.39	112.27	105.99
负债合计	188.60	140.51	142.14
总债务	110.74	116.91	115.08
营业收入	12.07	11.87	8.73
所有者权益	134.13	132.06	130.03
营业利润	2.23	2.35	1.53
其他收益	1.50	1.00	1.00
利润总额	2.23	2.37	1.53
经营活动产生的现金流量净额	7.10	0.87	11.63
投资活动产生的现金流量净额	2.71	-0.54	-0.89
筹资活动产生的现金流量净额	-16.29	-6.14	-24.58
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.44%	16.47%	10.59%
收现比	80.22%	149.23%	83.01%
资产负债率	58.44%	51.55%	52.22%
现金短期债务比	0.26	1.70	1.52
EBITDA（亿元）	2.30	2.42	1.58
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.30	0.18

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
贵阳云电商电子商务有限公司	电子商务	100.00%	投资设立
贵阳白云振欣产业投资基金（有限合伙）	投资	99.90%	投资设立
贵阳白云贵银土地一级开发基金管理中心（有限合伙）	投资	100.00%	投资设立
贵阳新博工程管理有限公司	管理	100.00%	划拨
贵阳市白云区房屋征收有限公司	房屋征收	100.00%	划拨

资料来源：公司 2021 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
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	$\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$
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 信用等级符合及定义

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。