

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0588 号

黔东南州开发投资（集团）有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”、“22 黔开投债 02/22 黔开 02”和“22 黔开投债 03/22 黔开 03”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”、“22 黔开投债 02/22 黔开 02”和“22 黔开投债 03/22 黔开 03”信用等级均为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十一日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月21日

黔东南州开发投资（集团）有限责任公司 主体及相关债项 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定			2023/6/21	AA/稳定	戴修远	丛晓莉
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
20 黔开专项债/20 黔开债	AA	AA	经营规模	所有者权益	35%	21.0
22 黔开投债 01/22 黔开 01	AA	AA	业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
22 黔开投债 02/22 黔开 02	AA	AA	盈利与获现能力	净利润	15%	4.5
22 黔开投债 03/22 黔开 03	AA	AA		净资产收益率	5%	0.8
				现金收入比	5%	3.5
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”			债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	15%	9.0
				货币资金短债比	5%	1.5
				EBITDA 利息倍数	5%	1.5
				全部债务/EBITDA	5%	2.3
主体概况			基础评分输出结果			a+
			调整因素			无
			个体信用状况（BCA）			a+
			外部支持评价	外部支持能力	G3	
				外部支持意愿	S1	
			评级模型结果			AA
			外部支持调整子级			2
注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度						
注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度						
注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

黔东南州开发投资（集团）有限责任公司是黔东南苗族侗族自治州重要的基础设施建设主体，主要从事黔东南州的基础设施建设、工程施工、商品销售以及房地产开发销售等业务。黔东南州国有资产监督管理委员会为其唯一股东，黔东南苗族侗族自治州人民政府为其实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，黔东南州地区经济实力较强；公司主营业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关方的有力支持。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性偏弱，建设项目面临较大资金支出压力及运营收益不确定性，公司面临较大短期偿债压力，整体现金流状况欠佳。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”、“22 黔开投债 02/22 黔开 02”和“22 黔开投债 03/22 黔开 03”到期不能偿还的风险均很低。

同业比较

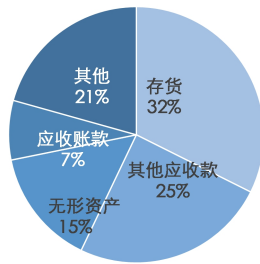
项目	黔东南州开发投资（集团） 有限责任公司	黔西南州城市建设投资（集团） 有限公司	黄山城投集团有限公司	安顺市城市建设投资 有限责任公司
地区	黔东南州	黔西南州	黄山市	安顺市
GDP 总量（亿元）	1293.08	1508.69	1002.3	1080.92
人均 GDP（元）	34613	50510*	75505	43961*
一般公共预算收入（亿元）	64.90	113.75	90.7	54.14
政府性基金收入（亿元）	90.00	97.51	58.5	52.14
地方政府债务余额（亿元）	740.13	725.14	366	630.20
资产总额（亿元）	474.33	204.40	327.41	389.31
所有者权益（亿元）	209.67	110.65	141.14	186.75
营业收入（亿元）	32.66	21.91	17.24	7.35
净利润（亿元）	0.72	2.10	3.04	0.67
资产负债率（%）	55.80	45.86	56.89	52.03

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年（末），人均 GDP 带“*”项为近似估计值（全文同）

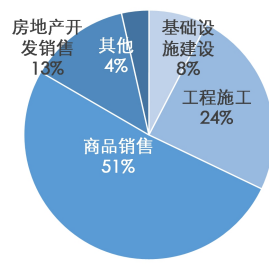
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



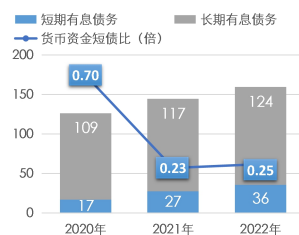
公司营业收入构成 (2022年)



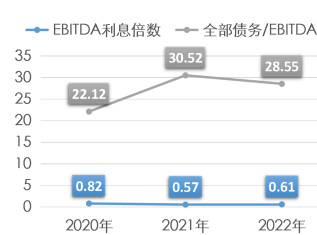
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
资产总额	404.85	443.45	474.33
所有者权益	192.32	207.82	209.67
营业收入	31.16	26.48	32.66
净利润	1.28	1.02	0.72
全部债务	126.42	144.51	159.54
资产负债率	52.50	53.14	55.80
全部债务资本化比率	39.66	41.02	43.21

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	黔东南州		
GDP 总量	1191.52	1255.03	1293.08
人均 GDP (元)	31701	33464	34613
一般公共预算收入	62.47	68.76	64.90
政府性基金收入	61.84	84.17	90.00
财政自给率	13.45	14.92	15.93
政府负债率	48.85	53.98	57.24

优势

- 近年黔东南州地区经济保持增长态势, 2022 年经济增速在贵州省排名前列, 规模以上工业经济总体运行平稳, 服务业发展势头良好, 综合经济实力较强;
- 公司主要从事黔东南州范围内的基础设施建设, 主营业务区域专营性很强, 同时还从事工程施工和商品销售等业务, 收入及现金流来源较为多元;
- 公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体, 在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持。

关注

- 公司在建及拟建项目后续投资规模较大, 面临较大的资金支出压力, 且自营项目投资规模大、回收周期长, 未来项目运营收益存在不确定性;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高, 整体资产流动性偏弱, 且部分应收对象存在被执行记录, 面临一定的资金回收风险;
- 公司全部债务规模不断增长, 短期偿付压力较大, 且部分被担保对象存在被纳入被执行人记录, 面临一定的代偿风险;
- 公司经营及投资活动现金流持续净流出, 资金来源对外部融资、股东及相关方注资存在较大依赖, 整体现金流状况欠佳。

评级展望

预计黔东南州经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营地位, 能够继续得到股东及相关各方的有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA(22 黔开投债 02/22 黔开 02)	2022/6/22	戴修远 刘暮茜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AA (16 黔开投/16 黔开投)	2016/8/23	高 路 赵 迪	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 黔开专项债/20 黔开债	2022/6/22	9.00 亿元	2020/12/21~2027/12/21	无	-
22 黔开投债 01/22 黔开 01	2022/6/22	3.00 亿元	2022/1/25~2029/1/25	无	-
22 黔开投债 02/22 黔开 02	2022/6/22	4.40 亿元	2022/4/22~2029/4/22	无	-
22 黔开投债 03/22 黔开 03	2022/6/23	1.50 亿元	2022/8/3~2029/8/3	无	-

注 1: “20 黔开专项债/20 黔开债” 设置本金提前偿还条款, 即在存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末均分别偿还债券本金的 20%;

注 2: “22 黔开投债 01/22 黔开 01” 附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权;

注 3: “22 黔开投债 02/22 黔开 02” 附第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及黔东南州开发投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“黔东南开投”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

黔东南开投前身为黔东南州开发投资有限责任公司，是由原黔东南苗族侗族自治州经济贸易委员会于 2008 年出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币 1.00 亿元。2010 年 8 月，公司股东变更为黔东南州国有资产监督管理委员会（以下简称“黔东南州国资委”）。2018 年 12 月，公司更为现名。历经数次增资及股权变更，截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 2.17 亿元；黔东南州国资委为公司唯一出资人，黔东南苗族侗族自治州人民政府（以下简称“黔东南州政府”）为公司实际控制人。

公司是黔东南苗族侗族自治州（以下简称“黔东南州”）重要的基础设施建设主体，主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工、商品销售以及房地产开发销售等业务。截至 2022 年末，公司合并报表范围内直接控股子公司共 13 家。

图表 1 截至 2022 年末纳入合并报表范围直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司	254803.47	89.37	划拨
贵州思州润峰建设投资（集团）有限公司	21500.00	100.00	划拨
贵州凯欣产业投资股份有限公司	10000.00	100.00	投资设立
黔东南州安家房地产开发有限责任公司	800.00	100.00	投资设立
黔东南州苗岭聚能地热勘查开发有限责任公司 ¹	1000.00	49.00	投资设立
贵州省黔东南州高原蓝莓综合开发有限责任公司	300.00	60.00	投资设立
黔东南州鸿发能源有限责任公司	5000.00	60.00	投资设立
贵州黔水旅游开发有限公司	1000.00	51.00	投资设立
黔东南州新业旅游发展有限责任公司	5000.00	100.00	划拨
贵州东南春畜牧业发展有限责任公司	5656.47	100.00	投资设立
黔东南州林业投资开发有限公司	2086.29	100.00	划拨
贵州东黎能源投资股份有限公司 ²	45000.00	50.00	划拨
黔东南州能源投资有限公司	10000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司发行的“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”以及“22 黔开投债 02/22 黔开 02”均已按期支付到期利息，尚未到本金兑付日；“22 黔开投债 03/22 黔开 03”尚未到本息兑付日。上述债项的募集资金均已全部使用完毕。

¹ 公司为黔东南州苗岭聚能地热勘查开发有限责任公司（以下简称“苗岭聚能”）的第一大股东，苗岭聚能实际日常经营由公司负责，其他股东不参与苗岭聚能实际经营，且苗岭聚能的法人、董事长以及财务人员均为公司员工，公司实际上控制苗岭聚能，依据实质重于形式原则，纳入公司合并范围。

² 公司为贵州东黎能源投资股份有限公司的第一大股东，贵州东黎能源投资股份有限公司的实际日常运营由公司负责，且贵州东黎能源投资股份有限公司的法人、董事长、总经理、董事会成员以及财务人员均为公司员工；贵州东黎能源投资股份有限公司的其他两位股东不参与贵州东黎能源投资股份有限公司日常经营，故公司将贵州东黎能源投资股份有限公司纳入合并范围。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

近年，公司营业收入规模呈波动增长，营业收入结构稍有调整；公司毛利润及综合毛利率水平均有所波动，房地产开发销售业务对公司整体毛利润贡献最大

作为黔东南州重要的基础设施建设主体，公司主要从事黔东南州内基础设施建设、工程施工、商品销售以及房地产开发销售等业务。

2020年~2022年，公司营业收入规模呈波动增长，同时营业收入结构稍有调整；原先对营业收入贡献较大的基础设施建设业务板块收入及占比均逐年下降，房地产开发销售和商品销售业务收入及占比均有一定幅度的提升；工程施工板块收入及占比波动较大。公司其他业务收入构成较为多元，但规模及占比均较小，2022年其他收入主要包括劳务派遣收入、酒店服务收入、物业管理收入、房屋租赁收入和旅游收入等。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
营业收入合计	31.16	100.00	26.48	100.00	32.66	100.00
基础设施建设	6.52	20.94	5.11	19.30	2.49	7.63
工程施工	8.10	26.00	9.24	34.89	8.00	24.49
商品销售	12.54	40.25	9.29	35.07	16.75	51.28
房地产开发销售	1.91	6.13	1.92	7.25	4.27	13.08
其他业务	2.08	6.68	0.92	3.49	1.15	3.53
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	1.36	4.36	1.47	5.56	1.00	3.05
基础设施建设	0.31	4.75	0.56	11.01	0.25	10.00
工程施工	0.45	5.51	0.68	7.41	0.37	4.58
商品销售	0.20	1.56	0.02	0.24	0.03	0.19
房地产开发销售	0.24	12.46	0.24	12.74	0.62	14.42
其他业务	0.17	8.05	-0.04	-4.54	-0.27	-23.11

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

近三年，公司毛利润规模及综合毛利率水平均有所波动，呈先增后减趋势。其中，房地产开发销售业务对公司整体毛利润贡献最大，基础设施建设和工程施工业务次之；由于商品销售板块以贸易业务为主，兼有少量材料销售及天然气销售收入，故商品销售板块毛利率水平保持较低水平；受2022年宏观经济下行环境及相关政策等影响，其他业务中旅游和房屋租赁业务毛利率大幅下降，拖累公司其他业务毛利润和毛利率进一步下降。

基础设施建设

作为黔东南州重要的基础设施建设主体，公司主要负责黔东南州范围内交通、城市基础设施项目的投资建设，该业务区域专营性很强；公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且自营项目数量较多、投资规模偏大、且回收周期较长，未来项目运营收益或将存在不确定性

受黔东南州交通局、黄平县人民政府、天柱县人民政府、岑巩县住房和城乡建设局以及岑巩县人民政府等委托，公司主要承担黔东南州交通及城市基础设施项目建设，业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施建设项目主要采取交通基础设施代建、城市基础设施代建和自建三种模式进行建设。公司交通基础设施代建业务主要由子公司黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“黔东南交旅”）负责，黔东南交旅以承接黔东南州国省干道等交通基础设施项目为主。黔东南交旅于2015年与黔东南州交通局签订委托建设协议，并承接黔东南州交通局指定的项目，由黔东南州财政统筹配套项目资本金，剩余资金由黔东南交旅通过融资获得，黔东南州交通局每年按照项目实际投入加成一定比例的代建管理费与黔东南交旅结算基础设施代建收入。

公司城市基础设施代建业务主要由子公司贵州思州润峰建设投资（集团）有限公司（以下简称“思州润峰”）和间接控股子公司黄平县国有资产运营有限责任公司（以下简称“黄平国

资”）、天柱县国有资产经营开发有限责任公司（以下简称“天柱国资”）负责。子公司思州润峰、黄平国资和天柱国资针对若干具体项目签订委托代建协议，建设内容主要包括黔东南州市区、岑巩县、黄平县和天柱县内的城区道路、棚户区改造、旧城改造和征地补偿等项目。城市基础设施代建业务建设资金主要来源于自筹资金，公司根据当年的实际投资成本加成一定比例确认相应代建项目收入。

对于公司投资建设的航电枢纽工程、旅游类及天然气管道建设项目，公司主要采取自营模式，建设资金主要来源于政府专项债券资金以及公司自筹资金；该类项目建成后转为公司自持物业资产，由公司进行运营和管理，预计将以经营收入回收投资成本并获取利润。

2020年~2022年，公司分别实现基础设施建设收入6.52亿元、5.11亿元和2.49亿元，主要来自岑巩县第一批“占补平衡”土地综合整治项目、黄平民族中学建设项目、岑巩县城北新区道路一期工程、棚户区改造（二期）等项目、浪洞城镇建设项目、黄平县易地扶贫搬迁道路项目等；分别实现毛利润0.31亿元、0.56亿元和0.25亿元，业务毛利率分别为4.75%、11.01%和10.00%。

截至2022年末，公司重点在建的基础设施项目如下表所示，计划总投资合计115.61亿元，已完成投资67.33亿元，尚需投资50.31亿元。由于相关验收决算手续尚未完成，且实际投入过程中成本波动等原因，G211台江至南宫公路改造工程等部分项目已投资金额超过总投资。

图表3 截至2022年末公司重点在建的基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	模式	已投资额	所属子公司
G211 台江至南宫公路改造工程	4.10	代建	4.40	黔东南交旅
G211 台江南宫至小丹江公路工程	3.54	代建	3.91	黔东南交旅
G211 小丹江至乐里公路工程	4.35	代建	4.58	黔东南交旅
S413 榕江县平永至四格公路工程	2.57	代建	3.16	黔东南交旅
G356 黎平县界牌至罗团公路改扩建工程	1.09	代建	0.30	黔东南交旅
G211 施洞至台江公路改扩建工程	3.74	代建	0.50	黔东南交旅
清水江（龙里-下司）生态旅游航道建设工程	1.10	代建	0.30	黔东南交旅
岑巩县2017年城中村棚户区改造项目（二期）	6.00	代建	3.24	思州润峰
岑巩县黔东南大峡谷景区开发项目	2.30	自营	1.79	思州润峰
二桥至水泥厂城市主干道建设工程	6.75	代建	5.04	黄平国资
黄平县新州镇五里桥农村路网工程项目	4.50	代建	5.04	黄平国资
黄平县2015年棚户区改造（黄平县云尚城市和原烟厂棚户区改造）	2.16	代建	2.05	黄平国资
县城西片区土地政治（黑窑榜至北门加油站主管道）	1.36	代建	0.89	黄平国资
浪洞城镇建设项目	1.25	代建	0.87	黄平国资
清水江凯里旁海航电枢纽工程	14.92	自营	14.36	东南航电
传统村落旅游项目	21.47	自营	0.50	黔东南交旅城投
黔东南州（堂安片区、黄岗片区、四寨片区、大歹片区、大利片区、洛香湖片区）传统村落集中连片保护利用项目	11.49	自营	1.63	黔东南交旅城投
黔东南州县县通天然气管道建设项目	22.66	自营	9.03	东黎能投
凯里至铜仁天然气支线管道建设项目	8.67	自营	6.69	东黎能投
台江县城镇管道燃气建设项目一期	1.35	自营	0.60	东黎能投
榕江县城镇燃气管道建设项目	1.73	自营	0.08	东黎能投
小计	115.61	-	67.33	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其中，清水江凯里旁海航电枢纽工程由间接控股子公司贵州东南航电开发投资有限公司（全文简称“东南航电”）负责建设运营，项目主要建设内容为船闸一座，通航标准为内河 IV 级，年单向过闸能力为 230 万吨；建设电站一座，总装机容量为 42 兆瓦。该项目计划总投资 14.92 亿元，2022 年末已投资 14.36 亿元，资金主要来源于地方政府专项债资金和公司自筹。截至 2022 年末，东南航电已获得的中央和省级专项资金 7.47 亿元和地方政府专项债资金 6 亿元，2023 年计划投资 0.28 亿元，未来收益来源主要为航道运营和发电收入。

传统村落旅游项目由间接控股子公司黔东南州交旅城市投资开发有限公司（全文简称“黔东南交旅城投”）投资和运营，该项目位于黎平县肇兴镇，建设内容为规划区基础设施建设工程及景观提升建设工程，计划总投资 21.47 亿元，2022 年末该项目已投资 0.5 亿元。该项目资金来源于上级传统村落保护资金和公司自筹，未来收益来源为民宿民居和商场租赁等。由于宏观经济下行等环境因素对旅游行业冲击较大，公司对该项目投入进度有所放缓，预计未来将结合市场情况逐步推进。

黔东南州县县通天然气管道建设项目由子公司贵州东黎能源投资股份有限公司（全文简称“东黎能投”）负责建设运营，项目主要建设内容为 17 条天然气管道，全长约 698 千米，年输气能力 12.96 亿立方米。该项目计划总投资 22.66 亿元，资金主要来源于项目资本金及外部融资，截至 2022 年末该项目已投资 9.03 亿元。

截至 2022 年末，公司规划拟建项目主要包括万花谷智慧康养中心项目和贵州桥头堡榕江国际智慧物流园项目，分别由黔东南交旅和其下属子公司黔东南州交旅物资贸易有限责任公司负责经营，计划总投资分别为 10.13 亿元和 10.18 亿元，建设周期均为 2 年。

综合来看，公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且自营项目数量较多、投资规模偏大、且回收周期较长，未来项目运营收益或将存在不确定性。

工程施工

近年来公司工程施工业务收入规模持续波动，对公司营业收入形成重要补充；同时公司在手合同及新签合同储备较为充足，随着“十四五”期间公司工程施工业务量逐步恢复，公司未来工程施工收入仍有一定保障

公司工程施工业务主要由黔东南交旅下属子公司贵州中凯交通建设有限责任公司（以下简称“中凯交建”）负责，思州润峰以及黔东南交旅下属子公司黔东南州通达交通建设有限公司亦有少量工程施工业务。中凯交建是黔东南州重要的交通建造施工单位，具备公路一级、公路二级总包和航道码头三级总包等资质。

业务模式方面，公司主要通过参加招标投标竞标取得工程施工项目，以承揽黔东南州内通村公路、国省干道等项目为主，而后根据项目规模或实际建设需要决定自行承接施工或对外分包、转包项目。公司与业主单位签订工程施工协议，在项目建设期内，公司依照完工百分比法确认工程施工收入和成本，即根据当期发生的成本占预计总成本的比例确定当期完工比，用当期完工比乘以预计总收入和总成本计算确认当期的收入和成本。公司所承接项目的业主方主要为地方交通运输局和国有企业，由业主单位负责筹措资金并按照施工进度结算工程款。

2020 年~2022 年，公司分别实现工程施工收入 8.10 亿元、9.24 亿元和 8.00 亿元，分别实现毛利润 0.45 亿元、0.68 亿元和 0.37 亿元，业务毛利率分别为 5.51%、7.41%和 4.58%。

2022年，公司新签合同数量为51个，新签合同额为20.54亿元。截至2022年末，公司尚未完工项目合同金额为26.51亿元，主要为G211施洞至台江公路改扩建工程等。

总体来看，近年来公司工程施工业务收入规模较为稳定，对公司营业收入形成重要补充；同时公司在手合同及新签合同储备较为充足，随着“十四五”期间公司工程施工业务量逐步恢复，公司未来工程施工收入仍有一定保障。

商品销售

公司贸易业务收入已成为公司营业收入的重要来源，但业务毛利率维持低位，盈利性偏弱；城镇天然气销售系2022年新增业务板块，该业务收入规模尚小，预计随着在建燃气项目完工并投入使用，公司覆盖的供气用户数量将不断增加，燃气销售量及销售收入将有所增长

公司商品销售业务主要包括黔东南交旅所从事的贸易业务板块、黔东南州能源投资有限公司（以下简称“黔东南州能投”）所从事的城镇天然气销售板块以及思州润峰所从事的材料销售板块。2020年~2022年，公司分别实现商品销售收入12.54亿元、9.29亿元和16.75亿元，分别实现毛利润0.20亿元、0.02亿元和0.03亿元，业务毛利率分别为1.56%、0.24%和0.19%。其中，2021年公司商品销售收入有所下降主要系商品品类有所调整所致。2022年，公司商品销售收入具体包含贸易业务收入16.53亿元、天然气销售收入1068.04万元、材料销售收入1061.30万元以及其他零星销售收入。

分板块来看，公司贸易板块具体由黔东南交旅下属子公司黔东南州中恒交通物资公司（以下简称“中交物资”）负责经营。中交物资贸易业务标的主要为铝锭、电解铜、锌锭、聚乙烯、沥青等，采用以销定购的业务模式，中交物资根据下游客户需求签订销货合同，同时与上游企业采购标的商品，并通过线上交割的方式实现货品转移，通过商品购进与卖出之间的价差获取利润。2022年，中交物资贸易品种以锌锭和铝锭为主，下游前五大销售客户依次为贵州国际商品供应链管理有限公司、深圳市金莱特供应链有限公司、贵州友道大地供应链管理有限公司、山西兆丰信远物资经销有限公司和深圳市信恒通贸易有限公司。2020年~2022年，中交物资分别实现贸易业务收入11.96亿元、9.15亿元和16.53亿元。黔东南州能投所从事的城镇天然气销售系2022年公司新增业务板块，由于相关长输管线及城镇燃气管道建设项目仍处建设期，且用气客户仅为少量工业用户、暂未面向居民用户，故2022年天然气销售收入规模尚小。截至本报告出具日，公司已取得镇远县、天柱县、台江县、榕江县和岑巩县等部分县的城市管道燃气特许经营权，预计未来公司天然气供气将逐步覆盖黔东南州下辖的16个县市。

总体来看，公司贸易业务收入已成为公司营业收入的重要来源，但该业务毛利率维持低位，总体盈利性偏弱；2022年新增的城镇天然气销售业务收入尚小，预计随着在建燃气项目完工并投入使用，公司覆盖的供气用户数量将不断增加，预计燃气销售量及销售收入将有所增长。

房地产开发销售

公司可售商品房项目规模较大，未来商品房销售收入有一定的保障，但同时正在开发商品房的后续投资面临一定资金支出压力

公司商品房销售业务主要由间接控股子公司黔东南州畅达置业有限公司（以下简称“畅达置业”）负责，直接控股子公司黔东南州安家房地产开发有限责任公司亦有少量房地产开发业

务，资金来源于公司自筹，由公司通过招拍挂取得土地使用权后进行建设，待商品房项目达到预售条件后进行预售并回笼资金，建造完成并验收合格后陆续办理交付手续。公司所开发的商品房项目类型以住宅和写字楼为主，主要分布在凯里市。

截至 2022 年末，公司主要在建的商品房项目为畅达国际广场和凯里东方广场项目等。其中，畅达国际广场总建筑面积 117.8 万平方米，拟建成集住宅、办公、商业于一体的综合性商业体，计划总投资规模 32.21 亿元，截至 2022 年末该项目已完成投资 25.96 亿元，建成后主要通过房屋租售实现收益。销售方面，畅达国际广场住宅可售面积 43.06 万平方米，截至 2022 年末已售 19.43 万平方米，累计销售回款 10.69 亿元。凯里东方广场项目总建筑面积 38.66 万平方米，包括住宅、地上商业、还建物业（棚改回迁）、地下室和地下设备用房及停车场，计划总投资 20.06 亿元，截至 2022 年末该项目已投资 16.40 亿元，已售面积达 10.32 万平方米，累计销售回款 9.64 亿元。出租方面，2022 年，畅达国际广场、凯里东方广场和畅达公馆累计实现租金收入 5760 万元。

图表 4 截至 2022 年末公司商品房项目销售情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	总投资	已投资	住宅可售面积	已售面积	累计销售金额	状态	销售均价
畅达国际广场	32.21	25.96	43.06	19.43	10.69	在建	5502
凯里东方广场项目	20.06	16.40	19.33	10.32	9.64	在建	9341
畅达公馆	2.21	2.21	4.10	4.10	4.12	已完工	10049
合计	54.48	44.57	66.49	33.85	24.45	-	-

注：表中销售均价按照累计销售金额/已售面积估算。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在售的商品房项目主要包括畅达国际广场、畅达公馆和凯里东方广场项目，详见如上图表所示。上述商品房均地处凯里市内较好地段，畅达国际广场周边的超市、市民之家、幼儿园配套齐全；畅达公馆周边凯里八小、职业技术学院以及生活超市配套齐全；凯里东方广场项目位于凯里市大十字市中心地段，左邻凯里市国贸商场 300 米、右邻方圆荟综合体 200 米，周边的中小学和超市配套齐全，整体区位优势较强，预计未来销售情况尚可。截至 2022 年末，上述三个项目已建成可售面积为 66.49 万平方米，已售面积 33.85 万平方米，累计实现销售金额 24.45 亿元。同期末，公司已预收售楼款规模为 16.66 亿元，预计将在未来年度逐步交房并确认收入，可为未来商品房销售收入提供一定支撑。

总体来看，公司可售商品房项目规模较大，未来商品房销售收入有一定的保障，同时在建项目后续投资面临一定资金支出压力。

企业管理

截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为 2.17 亿元；同期末，黔东南州国资委为公司唯一出资人，黔东南州政府为公司实际控制人。跟踪期内，公司高级管理人员发生变动，除此之外，公司治理结构及组织架构未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2020 年~2022 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对公

司 2020 年~2021 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2022 年，公司审计机构更换为中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙），中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。

截至 2022 年末，公司合并报表范围内直接控股子公司共 13 家（详见图表 1）。2020 年，公司合并报表范围减少 1 家子公司，即黔东南州开发投资集团铁路专用线有限公司。2021 年，公司合并报表范围新增 1 家直接控股子公司，即东黎能投，取得方式为无偿划转；同时合并报表范围减少 6 家直接控股子公司，包括股权被无偿划出的黔东南州开发投资集团金属回收有限责任公司、黔东南州开发投资集团林工商有限公司和黔东南州开发投资集团物资储运有限公司，以及股权被对价转让的黄平县江河水电开发有限责任公司、黔东南州九黎君民族文化旅游有限责任公司和黔东南州开发投资（集团）瑞达建筑有限公司。2022 年，公司合并范围内新增 1 家直接控股子公司，即黔东南州能源投资有限公司，原为公司间接控股子公司，2022 年调整为公司直接控股子公司。

资产构成与资产质量

近年公司总资产规模保持增长，结构以存货和应收类款项等变现能力较弱流动资产为主，整体资产流动性偏弱，且部分应收对象存在被执行记录，面临一定资金回收风险

2020 年末~2022 年末，公司资产总额保持增长，结构以流动资产为主；同期末流动资产占比保持在七成以上，主要由货币资金、应收类款项以及存货构成。近三年末，公司账面货币资金余额小幅波动，2022 年末货币资金中银行存款 8.64 亿元，货币资金中预售房款监管户资金等使用受限的货币资金合计 0.49 亿元。

近三年末，公司应收账款呈现小幅增长，主要为应收当地州县政府单位、其他国企的基础设施项目及施工项目结算款；2022 年末应收账款前五名主要为岑巩县财政局（15.15 亿元）、黄平县人民政府（2.57 亿元）、榕江县交通局（1.79 亿元）、贵州润达投资集团有限公司³（以下简称“润达投资”，1.60 亿元）和榕江县扶贫开发投资有限责任公司（1.53 亿元），合计占比达 63.38%。上述应收单位中，润达投资存在 1 笔被执行记录⁴。

近三年末，公司其他应收款保持较大规模，主要为公司与黔东南州本级政府部门、其他平台以及下辖各县市的政府部门和国有企业之间的借款及往来款；伴随公司与当地政府部门及其他企业之间的往来拆借款增加，公司其他应收款规模持续增长。2022 年末，公司其他应收款前五名分别为黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司⁵（以下简称“凯宏城投”，往来款 24.60 亿元）、凯里市国有资产经营有限责任公司（借款 7.38 亿元）、黔东南高新技术产业开发管理委员会（借款 3.96 亿元）、从江县交通运输局（借款 3.78 亿元）和黔东南州交通运输局（往来款 3.36 亿元），占期末其他应收款的比重为 36.34%，账龄总体偏长，应收对象集中度较低；同期末，公司其他应收款共计提坏账准备 1.13 亿元；上述应收单位中，凯宏城投目前存在 9 笔被执行记录，2022 年 8 月以来新增 1 笔被执行记录。总体来看，公司应收类款项对公司资金形成严重占用，且部分应收对象存在被执行记录，资产流动性一般且面临一定资金

³ 贵州润达投资集团有限公司成立于 2017 年，注册资本为 72627.88 万元，由岑巩县财政局持有其 82.61% 的股权。

⁴ 截至本报告出具日，贵州润达投资集团有限公司存在 1 笔被执行记录，执行标的金额为 2056.52 万元。

⁵ 黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司成立于 2005 年，注册资本为 10.32 亿元，由黔东南苗族侗族自治州国有资产监督管理委员会持有其 96.9% 的股权。

回收风险。

公司存货以变现能力较弱的土地使用权、尚未结算的基础设施项目成本以及商品房项目成本为主，整体流动性偏弱。随着公司在建项目的持续投资，近年公司存货规模呈现逐年增长。2022年末，公司存货中待开发土地账面价值合计76.41亿元，黔东南交旅持有的土地账面价值为52.12亿元，全部为政府注入的土地，已办理权证，证载使用权类型为出让，尚未缴纳土地出让金；思州润峰持有的土地账面价值为23.21亿元，已办理权证，以商住、商服和城镇住宅用地为主，其中2022年新增土地为0.95亿元。同期末，公司存货中开发成本及合同履约成本账面价值合计49.00亿元，主要为在建的基础设施项目开发支出及商品房开发成本；公司存货中开发产品20.45亿元，主要为公司商品房项目已完工部分。此外，公司存货另有林木资产等消耗性生物资产7.18亿元。

图表5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020年末	2021年末	2022年末
货币资金	11.88	6.25	8.81
应收账款	33.52	35.22	35.53
其他应收款	107.36	110.84	117.40
存货	132.56	143.16	153.50
流动资产合计	296.45	319.15	341.39
投资性房地产	17.40	15.15	15.56
在建工程	10.38	25.13	31.65
无形资产	69.44	69.37	69.85
非流动资产合计	108.40	124.30	132.94
资产总计	404.85	443.45	474.33

资料来源：公司审计报告，其他应收款不含应收利息及应收股利（全文同），东方金诚整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程 and 无形资产构成。2022年末，公司投资性房地产包含房屋建筑物15.48亿元和土地使用权0.08亿元；其中来自于黔东南交旅的投资性房地产为6.07亿元，系通过自建、购置和划拨取得的办公用房和商业用房，已办理权证，且大部分房产已出租；其中来自于思州润峰的投资性房地产为9.56亿元，全部为商业用房，已办理权证。

近年公司在建工程规模持续增长，主要为清水江凯里旁海航电枢纽工程、黔东南州（堂安片区、黄岗片区、四寨片区、大歹片区、大利片区、洛香湖片区）传统村落集中连片保护利用项目、黔东南州县县通天然气管道建设项目、凯里至铜仁天然气支线管道建设项目等公司自营项目成本。2021年末公司在建工程增幅明显，主要系当期东黎能投并入公司，公司新增了较大规模的黔东南州县县通天然气管道建设项目、凯里至铜仁天然气支线管道建设项目等天然气管道建设项目成本；伴随自营项目持续投入，2022年末在建工程进一步增长。

公司无形资产主要为黔东南州国资委注入的土地使用权以及少量林地资产，近年无形资产规模基本保持稳定。2022年末，公司无形资产中的土地使用权账面价值为68.15亿元，土地用途以其他商服用地、商业金融用地为主，已办理土地证。同期末，公司无形资产中林地资产价值1.63亿元。

截至2022年末，公司受限资产账面价值合计73.80亿元，占资产总额的比重为15.56%，

主要包括使用受限货币资金 0.49 亿元，用于质押借款的应收账款 5.04 亿元，用于抵押借款的存货 52.65 亿元，受限投资性房地产 6.96 亿元，用于抵押借款的固定资产 1.96 亿元以及用于抵押借款的在建工程 6.70 亿元。

资本结构

受益于股东及相关方注入土地、房屋、子公司股权等资产以及资本金，近年来公司净资产规模得以持续提升

2020 年末~2022 年末，公司净资产规模保持逐年增长。其中，近三年末公司实收资本未发生变化。公司资本公积主要系黔东南州政府向公司注入房产、子公司股权及资本金等资产所形成。其中 2021 年受益于相关方的股权划转事项，公司资本公积增加 0.72 亿元；同时由于当年公司无偿划出 3 家子公司 100%股权、黄平国资的部分固定资产、参投企业中电建黔东南州高速公路投资有限公司 30%股权，导致 2021 年末资本公积实际同比略有下降。2022 年，公司无偿接收股东及相关方拨入的资本金、划入的原航务处资产、土地使用权、房屋所有权以及子公司股权，带动资本公积同比小幅提升。公司未分配利润保持逐年增长，系公司历年经营净利润的积累。2021 年末，公司少数股东权益增幅明显，主要受益于黔东南交旅的少数股东贵州省国有资本运营有限责任公司向其注资等所致；2022 年末少数股东权益略有下降。

图表 6 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
实收资本	2.17	2.17	2.17
资本公积	170.62	170.00	171.14
未分配利润	17.00	17.57	18.12
少数股东权益	1.64	17.17	17.00
所有者权益合计	192.32	207.82	209.67

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

近年来，公司持续拓展银行借款、发行债券等外部融资渠道以及收到专项债资金，负债总额保持增长，结构以非流动负债为主

2020 年末~2022 年末，公司负债总额保持较快增长，负债结构以非流动负债为主；同期末，公司非流动负债占比分别为 55.04%、54.24%和 50.75%。公司流动负债规模增长亦较快，主要由短期借款、应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2022 年末，公司短期借款同比增幅较大，主要系当期公司新增贵州银行 9.00 亿元的委托借款所致；该笔借款实际委托贷款人为贵州省国有资本运营有限责任公司，贵州银行为受托人，借款用途为补充流动资金。同期末，公司应付账款主要为应付施工单位的工程款；合同负债由原预收款项科目于 2021 年末转入，主要由预收售楼款、预收工程款和预收产品销售款构成，其中预收售楼款 16.66 亿元；未来随着在建的商品房项目逐步交房，该预收售楼款将随之结转收入。

近三年末，公司其他应付款规模小幅波动，主要为应付黔东南州本级和下辖各县市的政府部门、国有企业等的往来款和借款，兼有少量的押金、保证金和暂收款等。2022 年末，公司其

他应付款同比略有下降；同期末，公司其他应付款中需付息的本金金额为 6.91 亿元，即公司本部与黔东南州内其他国有企业之间的拆借资金。

公司一年内到期的非流动负债逐年增长，2022 年末该科目主要包括 2023 年内到期的长期借款 7.00 亿元、应付债券 6.14 亿元及长期应付款 1.82 亿元。其中，公司 2023 年到期的债券主要包括黔东南交旅发行的“20 黔交旅投债/20 黔交投”分期偿还本金 2.40 亿元，已于 2023 年 1 月按期兑付；思州润峰发行的“19 岑巩管网项目 NPB”分期偿还本金 0.4 亿元，已于 2023 年 4 月按期兑付；本部发行的“20 黔交旅投债/20 黔交投”分期偿还本金 1.80 亿元，将于 2023 年 12 月到期。

图表 7 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期借款	2.06	3.12	12.02
应付账款	18.45	20.39	27.68
合同负债	-	18.01	21.17
其他应付款	45.18	48.83	46.61
一年内到期的非流动负债	12.15	14.65	16.66
流动负债合计	95.55	107.82	130.33
长期借款	64.58	75.41	78.36
应付债券	36.10	30.09	33.34
长期应付款	3.62	3.31	4.04
递延收益	7.52	7.94	7.64
其他非流动负债	5.11	8.34	8.22
非流动负债合计	116.98	127.82	134.32
负债合计	212.53	235.64	264.65

注：其他应付款不含应付利息及应付股利；长期应付款不含专项应付款（全文同）。

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益和其他非流动负债构成。其中，公司长期借款主要为公司从银行、信托等金融机构取得的 2 年期以上信用、保证及抵押借款，近三年末长期借款持续上升。其中，2021 年末长期借款增幅较大，当期新增的银行借款主要系项目贷款放款增加以及用于债务置换所致；2022 年末长期借款同比小幅增加，主要系当期公司新增向贵州银行、凯里农村商业银行、国家开发银行贵州分行及贵州银行的项目贷款和流动资金贷款，利率区间在 4.55%至 7%。

公司应付债券主要为公司本部发行的企业债及可转换债券，以及子公司发行的“19 岑巩管网项目 NPB”、“20 黔交旅投债/20 黔交投”和“21 黔交旅投债/21 黔交投”。2022 年末公司应付债券小幅上升，主要系当期公司本部新增发行“22 黔开投债 01/22 黔开 01”、“22 黔开投债 02/22 黔开 02”、“22 黔开投债 03/22 黔开 03”，以及“15 黔畅达专项债/PR 黔畅达”到期兑付综合所致。

近三年末，公司长期应付款规模波动增长，主要为公司取得的融资租赁借款，兼有少量向贵州中黔金融资产交易中心有限公司等机构取得的借款；上述融资租赁借款贷款机构主要为远东国际融资租赁有限责任公司、贵阳贵银金融租赁有限责任公司、昂达融资租赁（深圳）有限公司和言睿融资租赁（广州）有限公司，近年公司融资租赁类融资成本约为 9%。公司递延收益

主要为尚待确认收入或收益的政府补助，近年递延收益规模略有波动，未来将逐年从递延收益转入其他收益科目；2022年末递延收益主要包括成品油税航运建设费（3.22亿元）、中央港口建设费（2.70亿元）、交通化债专项资金（0.36亿元）、传统村落示范区补助款（1.16亿元）和榕江县城镇燃气管道建设项目补助款（0.15亿元）。

近三年末，公司其他非流动负债规模小幅波动、呈现先增后减，借款主体主要为黄平国资、天柱国资和东南航电，主要包括中国农发重点建设基金有限公司、贵州省贵民投资有限责任公司等单位所提供的黄平县2016年老城片区城市棚户区改造建设项目基金、棚户区改造建设基金、天柱县2016年城市棚户区改造项目基金、天柱县城镇污水处理及配套管网工程项目基金；以及黔东南州财政局等上级单位拨付的清水江旁海航电枢纽工程项目专项债资金等款项。

近年公司全部债务规模不断增长，短期有息债务占比逐年上升，公司短期偿付压力加大

近三年末，公司全部债务规模逐年增长。从债务构成来看，2022年末，公司短期有息债务包括短期借款12.02亿元、其他应付款付息部分6.91亿元以及一年内到期非流动负债16.66亿元。同期末，公司短期有息债务占比为22.31%，同比有所上升，公司短期偿债压力有所加大。

从债务主体来看，截至2022年末，公司合并口径全部债务中，公司本部（母公司）有息债务为48.01亿元，主要用于公司本部与其他企业单位间的资金往来、借款和项目投入，以及偿付到期债券本息等。同期末，子公司黔东南交旅全部债务为70.79亿元，主要用于基础设施代建及自营项目投资建设、交通施工项目投入、商品房项目开发建设，以及黔东南交旅与其他企业单位间的资金往来及借款等，主要对应黔东南交旅的存货、其他应收款及在建工程等科目；子公司思州润峰全部债务20.27亿元，主要用于城市基础设施代建项目投入，以及与当地政府和国企间的往来款等，主要对应思州润峰的存货、其他应收款等科目。公司资产负债率总体小幅上升，总体处行业中等水平。

图表8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年末	2021年末	2022年末
全部债务	126.42	144.51	159.54
其中：长期有息债务	109.40	117.15	123.95
短期有息债务	17.02	27.36	35.59
短期有息债务/全部债务	13.47	18.93	22.31
资产负债率	52.50	53.14	55.80

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

公司本部对外担保规模较大，且部分被担保对象因涉建设工程施工、借款合同及买卖合同纠纷而被纳入被执行人，面临一定的代偿风险

截至2022年末，公司本部对外担保余额为21.39亿元，占净资产的比重为10.20%，被担保对象均为黔东南州州级和县级国有企业。其中，贵州炉碧经济开发区黔开城投开发有限责任公司因建设工程施工合同纠纷而被列为被执行人，麻江县农文旅开发投资有限公司因借款合同、买卖合同纠纷而被列为被执行人。综上，公司本部对外担保规模较大，且部分被担保对象因涉建设工程施工、借款合同及买卖合同纠纷而被纳入被执行人，未来面临一定的代偿风险。

图表 9 截至 2022 年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保方名称	被担保方单位性质	担保余额	担保起始日	担保终止日
贵州贵康民生扶贫开发投资股份有限公司	国有企业	28820.00	2017.2.17	2036.10.18
黔东南州国有资本运营有限责任公司	国有企业	11481.37	2021.9.5	2041.7.29
贵州凯宏国际酒店有限公司	国有企业	600.00	2018.1.19	2024.1.19
麻江县农文旅开发投资有限公司	国有企业	19000.00	2021.1.8	2023.11.22
岑巩县恒瑞建设发展有限责任公司	国有企业	15340.00	2020.8.25	2028.7.2
贵州炉碧经济开发区黔开城投开发有限责任公司	国有企业	22900.00	2021.3.25	2023.3.25
镇远城市运营有限公司	国有企业	13068.00	2019.5.16	2034.1.31
丹寨县金建投资发展有限责任公司	国有企业	12495.00	2020.3.31	2045.3.31
黔东南州黔水地方电力有限公司	国有企业	2508.08	2018.12.14	2023.12.14
雷山县扶贫开发投资有限公司	国有企业	6750.00	2020.6.9	2045.6.9
麻江县开发建设工程有限公司	国有企业	4875.00	2021.3.30	2046.3.30
剑河城镇建设投资公司	国有企业	3375.00	2020.4.22	2045.4.22
黔东南州金源实业发展有限公司	国有企业	69745.25	2021.6.30	2024.6.30
黔东南州苗都农产品综合批发市场有限责任公司	国有企业	1000.00	2022.8.31	2025.8.30
贵州省凯里合力电线电缆有限公司	国有企业	1756.9	2022.2.9	2023.2.9
贵州花酒有限公司	国有企业	230.00	2022.2.23	2024.2.23
合计	-	213944.60	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

近年公司营业收入呈现波动增长，利润总额及净利润均有所下滑，公司利润对政府财政补贴存在较大依赖，主要盈利指标维持低位水平，整体盈利能力偏弱

2020 年~2022 年，公司营业收入规模呈波动增长，营业利润率水平波动下行；公司期间费用小幅上升，期间费用率分别为 2.77%、3.92%和 5.70%，总体维持在低位水平。同期，公司利润总额及净利润均有所下滑，其中公司收到的政府财政补贴占利润总额比重分别为 93.32%、109.03%和 299.32%，利润对政府财政补贴存在较大依赖。公司主要盈利指标均维持低位水平，整体盈利能力偏弱。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	31.16	26.48	32.66
营业利润率	3.42	4.54	1.45
期间费用	0.86	1.04	1.86
利润总额	1.49	1.03	0.70
补贴收入	1.39	1.12	2.09
净利润	1.28	1.02	0.72
总资本收益率	1.58	1.16	1.29
净资产收益率	0.66	0.49	0.34

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

公司经营及投资活动现金流持续净流出，资金来源对外部融资、股东及相关方注资存在较大依赖，整体现金流状况欠佳

近三年，公司经营活动现金流入主要为收到的往来款、政府补助、基础设施项目结算款、工程施工业务回款、商品房销售款、资金拆借形成的利息收入等；现金收入比率有所波动，但经营获现能力总体尚可；公司经营活动现金流出主要为支付的借款往来款、基础设施项目工程款、商品房项目工程款等。公司基础设施及商品房项目建设投入较大，销售资金回款存在一定时滞，同时对外支付的借款往来款所形成的现金净流出规模很大，导致近年公司经营活动现金流呈现持续净流出状态。

图表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	69.87	57.49	54.16
经营活动现金流出	75.63	60.05	58.36
经营性净现金流	-5.76	-2.56	-4.21
现金收入比率 (%)	143.10	114.01	116.38
投资活动现金流入	0.002	4.51	0.39
投资活动现金流出	11.31	10.83	4.71
投资性净现金流	-11.31	-6.31	-4.32
筹资活动现金流入	53.98	35.01	30.11
筹资活动现金流出	35.01	32.20	18.80
筹资性净现金流	18.97	2.81	11.31
现金及现金等价物净增加额	1.90	-6.06	2.79

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司投资活动现金流入主要为公司收到其他往来企业归还借款、划入子公司等所取得的现金流入；投资活动现金流出主要为公司增加自营项目投入，以及“其他应收款”项下支付其他企业的借款等所形成的现金流出。近三年，公司投资活动现金流亦呈现持续净流出状态。

公司筹资性现金流入主要为公司收到金融机构借款、股权注资款、交通化债专项资金以及地方政府专项债券资金等形成的现金流入；筹资性现金流出主要为公司偿还债务、偿付利息等形成的现金流出。2020 年，受公司新增发行债券融资等影响，公司“取得借款所收到的现金”增加较多；由于黔东南交旅承接贵州省国有资本运营有限责任公司 13.69 亿元的股权投资款，公司“吸收投资所收到的现金”大幅增长；由于公司收到交通化债专项资金及专项债资金，公司“收到的其他与筹资活动有关的现金”亦增加较多，致使 2020 年筹资性现金流大额净流入。2021 年~2022 年，公司筹资性现金流保持净流入状态，公司资金来源主要依靠外部融资、股东及相关方注资解决。公司现金及现金等价物净增加额波动较大，整体现金流状况欠佳。

偿债能力

考虑到公司承担了黔东南州范围内的基础设施建设，主营业务区域专营性很强，并逐步开展多元化经营性业务，且公司具有一定的备用流动性，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，近年公司流动比率和速动比率均处于较高水平，但公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高，资产流动性偏弱，对流动负债的实际保障程

度有待提升。近三年，公司现金比率和货币资金短债比均维持较低水平，货币资金对流动负债和短期有息债务的保障能力均很弱；公司经营现金流动负债比率持续为负，经营性现金流对流动负债的覆盖程度亦很弱。

从长期偿债能力来看，近三年，公司长期债务资本化比率波动上行，全部债务资本化比率持续增长；公司 EBITDA 未能对利息形成有效覆盖，同时对于全部债务的覆盖程度亦很低。

图表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%）

科目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
流动比率	310.27	296.01	261.94
速动比率	171.53	163.23	144.16
现金比率	12.43	5.79	6.76
货币资金短债比（倍）	0.70	0.23	0.25
经营现金流动负债比率	-6.03	-2.37	-3.23
长期债务资本化比率	36.26	36.05	37.15
全部债务资本化比率	39.66	41.02	43.21
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.82	0.57	0.61
全部债务/EBITDA（倍）	22.12	30.52	28.55

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司全部债务期限结构如下图表所示，2023 年公司到期债务规模较为集中，公司面临较大的短期偿付压力。

分债务主体来看，公司本部 2023 年到期债务规模为 9.69 亿元；截至 2023 年 4 月末，公司本部已经偿还 2023 年到期债务 3.08 亿元。针对 2023 年内到期债务，公司本部计划通过新增融资（含银行贷款及发行债券）、协商调整还款时间、债务置换、经营性现金流入以及加大往来款项清收力度等方式进行偿还。

子公司黔东南交旅 2023 年到期债务规模为 15.76 亿元，截至 2023 年 4 月末黔东南交旅已经偿还 4.4 亿元，剩余到期债务由其自身负责偿还。黔东南交旅计划通过新增融资（含项目贷款和债券融资）、流动资金贷款续贷、经营性现金流入和调整还款计划等渠道进行偿还。

子公司思州润峰 2023 年到期债务规模为 6.49 亿元，截至 2023 年 4 月末思州润峰已偿还到期债务 1.28 亿元。针对 2023 年内剩余到期债务，思州润峰计划通过申请借新还旧 2.5 亿元、债务置换 4.00 亿元、清收应收账款 1.2 亿元、经营性现金流入，以及向岑巩县财政局申请拨付部分代建工程款和到期隐性债务本息等方式进行偿还。

图表 13 截至 2022 年末公司全部债务期限结构情况（单位：亿元、%）

偿还年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
到期偿还金额	28.68	5.21	7.36	118.29
占比	17.98	3.27	4.61	74.14

注：2023 年到期偿还金额（28.68 亿元）与 2022 年末短期有息债务（35.59 亿元）的差异为公司其他应付款项下与黔东南州内其他国有企业的拆借资金，即其他应付款付息项。由于公司与拆出资金的黔东南州内国有企业尚未签订拆借协议，暂未明确约定偿还期限，该部分拆借款实际上可协商至 2024 年及以后进行偿还。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为-4.21 亿元，经营活动所得现金流入未能支持公司到期债务偿还，还需依赖外部融资等筹资活动。间接融资方面，2022 年末，公

司尚在有效期内的银行授信额度（含项目贷款及流动资金贷款）合计 117.19 亿元，剩余未使用授信额度 16.49 亿元，上述间接融资渠道将为公司偿还到期债务提供一定的流动性支持。同时，截至本报告出具日，公司储备了 5.6 亿元的绿色债券发行额度。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，面临较大的短期偿付压力；但考虑到公司承担了黔东南州范围内的基础设施建设，主营业务区域专营性很强，并逐步开展多元化经营性业务，可在一定程度上为公司的债务偿还提供支撑，同时公司具有一定的备用流动性。整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 5 月 11 日，公司本部已结清和未结清信贷信息中均无关注类或不良类信息。截至本报告出具日，公司所发行的各类债券已经按期偿付到期本息。

根据中国执行信息公开网，公司曾于 2023 年 2 月被列入被执行人，执行法院均为上海金融法院，案号分别为（2023）沪 74 执 268 号和（2023）沪 74 执 269 号，执行标的金额分别为 1.16 亿元和 0.99 亿元。该案件主要为贵州凯宏国际酒店有限公司⁶（全文简称“凯宏酒店”）等债务人、黔东南开投和凯宏城投等担保人与远东国际融资租赁有限公司（债权人）之间的融资租赁合同纠纷案件。由于债务人、担保人和远东国际融资租赁有限公司在以前年度通过在上海金融法院诉前调解时各方签署了相关协议，凯宏酒店、黔东南开投和凯宏城投等在协议履约过程中触发了协议项下债务提前到期条款而导致的该次诉讼。债权人、债务人和担保方已进行协商，就提前还本事项达成一致并签订了协议。债权人已于 2023 年 4 月申请撤销了向债务人及担保人的被执行申请，截至本报告出具日，公司已不存在列为被执行人的情况。

根据中国执行信息公开网，子公司思州润峰于 2023 年 5 月新增 1 笔被执行记录，标的金额为 2065.52 万元。该案件主要系岑巩县人民医院（债务人）等与远东国际融资租赁有限公司（债权人）之间的融资租赁合同纠纷，思州润峰作为担保人。经协商该笔案件预计将于近期达成和解后撤销执行。根据中国执行信息公开网，子公司贵州黔水旅游开发有限公司于 2023 年 5 月新增 1 笔被执行记录，标的金额为 2.61 万元，该案件系因劳动仲裁纠纷所致。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地

⁶ 贵州凯宏国际酒店有限公司成立于 2013 年，注册资本 3000 万人民币，由黔东南州金源实业发展有限公司全资持股；黔东南州金源实业发展有限公司系黔东南苗族侗族自治州国有资产监督管理委员会的全资子公司。

产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力利条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

近年来，黔东南州地区经济保持增长态势，2022年经济增速在贵州省排名前列；规模以上工业经济总体运行平稳，服务业发展势头良好，综合经济实力较强

近年来，黔东南州地区经济保持增长态势，综合经济实力较强。2022年，黔东南州实现地区生产总值1293.08亿元，经济总量在贵州省下辖9个地市（州）中排名第8位，处于下游水平；同期，全州地区生产总值增速为2.3%，经济增速在9个地市（州）中排名第2位，仅次于遵义市（3.1%）。2022年，黔东南州第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为32.0%、39.5%和28.5%，全州第二产业贡献率同比大幅提升。

图表 14 黔东南州主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1191.52	4.5	1255.03	5.2	1293.08	2.3
规模以上工业增加值	-	4.1	-	4.1	-	2.4
第三产业增加值	688.18	4.4	719.81	4.9	732.71	1.2
三次产业结构	20.5: 21.7: 57.8		20.8: 21.9: 57.4		21.2: 22.2: 56.7	
人均地区生产总值（元）	31701	-	33464	5.3	34613	2.7
固定资产投资	-	2.5	-	-5.9	-	-7.2
社会消费品零售总额	-	2.5	-	13.9	627.44	-3.0
游客人数（万人次）	8526.61	-33.9	7668.73	17.0	6266.06	-18.3
旅游总收入	719.76	-40.6	843.12	68.6	639.23	-13.6

资料来源：黔东南苗族侗族自治州 2020 年~2022 年国民经济和社会发展统计公报；东方金诚整理

黔东南州工业基础较为薄弱，以消费品制造业、采矿业、玻璃制造业、装备制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业等产业为主导。2020 年~2022 年，黔东南州规模以上工业增加值增速虽有所下降，但规模以上工业经济总体运行平稳。2022 年，黔东南州实现全部工业增加值 163.90 亿元，同比增长 1.8%；同期，全州 30 个行业行业中 15 个实现正增长。其中，黔东南州消费品制造业和装备制造业实现快速发展，2022 年（酒、饮料、精制茶、纺织服装等）消费品制造业增加值同比增长 21.7%，拉动全州规模以上工业增长 2.2 个百分点；装备制造业增加值同比增长 18.4%，拉动全州规模以上工业增长 1.7 个百分点。2022 年，全州规模以上玻璃制造业和电池制造业发展迅猛，为规模以上工业经济注入新活力；其中玻璃制造业同比增长 131.9%，电池制造业同比增长 44.2%。

2020 年~2022 年，黔东南州第三产业增加值保持增长态势，但增速呈波动下行。近年黔东南州第三产业增加值占全州生产总值的比重超五成，以租赁和商务服务业、批发和零售业、住宿和餐饮业、文化旅游业、装卸搬运和仓储业等服务业为代表，对当地经济发展贡献较为显著。2022 年，受黔东南州经济下行压力持续加大等影响，上述重点服务行业运行均受到一定冲击。同期，全州社会消费品零售总额同比下降 3.0%，其中商品零售额同比下降 2.7%、餐饮收入额同比下降 5.2%。2022 年，黔东南州新增国家级旅游品牌 8 个、新增省级旅游品牌 38 个，以及新增规上（限）上涉旅市场主体 45 家，文化旅游产业融合发展效益显著提升。同期，全州建成了施秉杉木河白沙井段“省内第一家浪漫夜漂景点”等一批优质项目，游客人均花费突破 1000 元，在经营性住宿单位过夜游客人均停留天数达 2.4 天，旅游经济效益稳步提升。

跟踪期内，受经济下行和组合式减税降费政策等影响，黔东南州税收收入降幅较大，一般公共预算收入有所下降；政府性基金收入保持增长，持续获得上级政府较大力度的支持，黔东南州财政实力依旧较强

近年，黔东南州一般公共预算收入小幅波动，总体呈先增后降趋势；2020 年~2021 年同比增速分别为 2.8%和 10.1%，2022 年黔东南州未公开披露一般公共预算收入同比增速⁷。2020 年~2022 年，黔东南州税收收入同比增速分别为-2.66%、-1.9%和-23.4%，其中 2022 年税收

⁷ 根据《黔东南州 2022 年全州和州本级预算执行情况》，剔除增值税留抵退税影响，2022 年黔东南州一般公共预算收入同口径预计完成 75.3 亿元，同比增长 7.1%。

收入降幅加大主要由于受经济下行和组合式减税降费政策等因素影响所致。同期，黔东南州非税收入占一般公共预算收入比重分别为 34.24%、41.39%和 52.54%，占比持续上升；非税收入主要来自于国有资源（资产）有偿使用收入、罚没收入和行政事业性收费收入等，稳定性及持续性偏弱。

2020 年～2022 年，伴随国有土地使用权出让收入增收等影响，黔东南州政府性基金收入规模保持逐年增长，对地区财力形成重要补充。黔东南州地处我国西部经济欠发达地区及多民族聚居地区，近年来获得了上级政府较大力度的支持。2020 年～2021 年，黔东南州上级补助收入占财政收入的比重分别为 76.08%和 68.57%；2022 年黔东南州未公开上级补助收入情况。

图表 15 黔东南州财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	124.31	152.93	154.90
一般公共预算收入	62.47	68.76	64.90
其中：税收收入	41.08	40.30	30.80
政府性基金收入	61.84	84.17	90.00
2 上级补助收入	395.42	333.56	-
列入一般公共预算的上级补助收入	372.56	325.10	-
列入政府性基金的上级补助收入	22.86	8.46	-
财政收入（1+2）	519.73	486.49	-
1 地方财政支出	606.95	595.91	534.10
一般公共预算支出	464.57	460.92	407.30
政府性基金支出	142.38	134.98	126.80
2 上解上级支出	6.33	1.30	-
财政支出（1+2）	613.28	597.21	-
地方债务限额	596.82	693.88	764.11
地方债务余额	582.10	677.41	740.13
政府负债率（%）	48.85	53.98	57.24

资料来源：2020 年～2021 年黔东南州全州财政决算、黔东南州 2022 年全州和州本级预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，2020 年～2022 年，黔东南州一般公共预算支出逐年下降；其中 2022 年一般公共预算支出降幅较大，主要是受总预算会计由权责发生制变更为收付实现制影响所致。同期，黔东南州政府性基金支出持续下降，上解上级支出尚小；全州地方财政自给率分别为 13.45%、14.92%和 15.93%，维持低位水平，地方财政自给能力偏弱。

截至 2022 年末，黔东南州地方政府债务余额为 740.13 亿元，其中一般债务余额 362.2 亿元、专项债务余额 377.9 亿元；州本级政府债务余额为 72.4 亿元，其中一般债务余额 11.1 亿元、专项债务余额 61.3 亿元；县（市）级政府债务余额为 667.7 亿元，其中一般债务余额 351.1 亿元、专项债务余额 316.6 亿元。

综上所述，东方金诚对黔东南州的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持

除公司外，黔东南州范围内另有 2 家主要的基础设施建设主体，分别为黔东南州国有资本运营有限责任公司（以下简称“黔东南国资”）和凯宏城投，黔东南国资和凯宏城投均为黔东南州国资委的全资子公司。其中，黔东南国资主要从事黔东南州水利基础设施建设，同时还从事城市水务、水力发电、园区开发及运营等业务；凯宏城投主要从事黔东南州、黔东南高新技术产业开发区、从江县和榕江县范围内的基础设施建设；公司业务范围与上述两家建设主体均有所区分。

公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入、财政补贴等方面得到了股东及相关方的有力支持，详见如下图表。

图表 16 近年来公司获得的主要外部支持情况

类型	事项
增资	● 2020 年，公司资本公积资本溢价转增实收资本 2500.00 万元；同年，股东黔东南州国资委增加注册资本金 8620.00 万元；公司实收资本增至 2.17 亿元。
资产注入	● 2012 年之前，股东及相关方陆续向公司注入土地使用权，政府划入的土地账面价值累计 18.20 亿元。 ● 2011 年~2012 年，公司获得中凯交建、天柱国资等 5 家国有企业的 100%股权和 4 宗土地资产的无偿划拨，增加公司资本公积 23.57 亿元。 ● 2015 年，黄平县人民政府将位于黄平县新州镇、旧州镇二十二宗 5194.40 亩土地无偿划入黄平国资，计入存货并增加资本公积 32.63 亿元。 ● 2016 年，天柱县人民政府将位于天柱县凤城镇 3 宗土地合计 361.74 亩划入天柱国资，均为出让性质的商住用地，计入存货并相应增加资本公积 10.77 亿元。 ● 2019 年，岑巩县人民政府将账面价值为 8.11 亿元的门面房无偿划拨给思州润峰。 ● 2020 年，黔东南州国资委拨付 1500.00 万元资本金。 ● 2022 年，根据黔东南州国资委的批复，中凯交建无偿接收原航务处资产，增加资本公积 1204.48 万元。 ● 2022 年，黔东南州国资委向黔东南交旅拨付注册资本金 3000.00 万元，以公司作为股东履行出资人职责，增加公司资本公积 3000.00 万元。 ● 2022 年，思州润峰无偿接收原商贸大厦国有土地使用权、房屋所有权及使用权 1130.87 万元，以及岑巩县粮食局等两宗国有土地使用权和对应的房屋所有权及使用权 4915.20 万元，合计增加公司资本公积 5938.97 万元。
股权划转	● 2016 年，黔东南州政府将镇远县城市运营有限公司的股权无偿划拨给公司。 ● 2017 年，黔东南州政府将黔东南州新业旅游发展有限责任公司、黔东南州绿源农业投资有限责任公司和岑巩县思州旅游文化开发投资有限责任公司等的股权无偿划拨给公司。 ● 2021 年，黔东南州国资委将黔东南州金源实业有限公司持有的贵州省东黎能源投资股份有限公司 41%股权和贵州新凯宏房地产开发有限公司持有的贵州省东黎能源投资股份有限公司 49%股权，合计 90%股权无偿划转至公司进行统一整合管理，公司达到实际控制，资本公积增加 0.22 亿元。同年，子公司思州润峰原少数股东中国农发重点建设基金有限公司将其持有的思州润峰 21.63%股权共 0.29 亿元，作为公司实际出资，增加公司资本公积 0.29 亿元。 ● 2022 年，黔东南州国资委将贵州贵康民生扶贫开发投资股份有限公司、贵州中建伟业（集团）有限责任公司、黔东南州文化旅游投资（集团）有限责任公司分别持有的传统村落旅游发展有限公司 15%、10%、10%股份无偿划转至黔东南交旅，增加公司资本公积 723.77 万元。 ● 2022 年，公司受让中国农发重点建设基金有限公司持有的思州润峰剩余 580.00 万元股权，以公司作为实际出资人并做章程修改变更工商信息，增加公司资本公积 580.00 万元。

图表 16 近年来公司获得的主要外部支持情况

类型	事项
财政补贴	● 2020 年~2022 年，公司获得各项财政补贴分别为 1.39 亿元、1.12 亿元和 2.09 亿元。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到公司将继续在黔东南州的基础设施建设等领域中发挥重要作用，股东及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对黔东南州的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用较强。

抗风险能力及结论

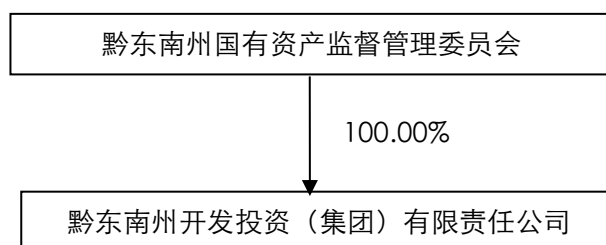
东方金诚认为，公司主要从事黔东南州范围内的基础设施建设，主营业务区域专营性很强，同时还从事工程施工和商品销售等业务，收入及现金流来源较为多元。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且自营项目投资规模大、回收周期长，未来项目运营收益存在不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，整体资产流动性偏弱，且部分应收对象存在被执行记录，面临一定的资金回收风险；公司全部债务规模不断增长，短期偿付压力较大，且部分被担保对象存在被纳入被执行人记录，面临一定的代偿风险；公司经营及投资活动现金流持续净流出，资金来源对外部融资、股东及相关方注资存在较大依赖，整体现金流状况欠佳。

近年黔东南州地区经济保持增长态势，2022 年经济增速在贵州省排名前列，规模以上工业经济总体运行平稳，服务业发展势头良好，综合经济实力较强；公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持。

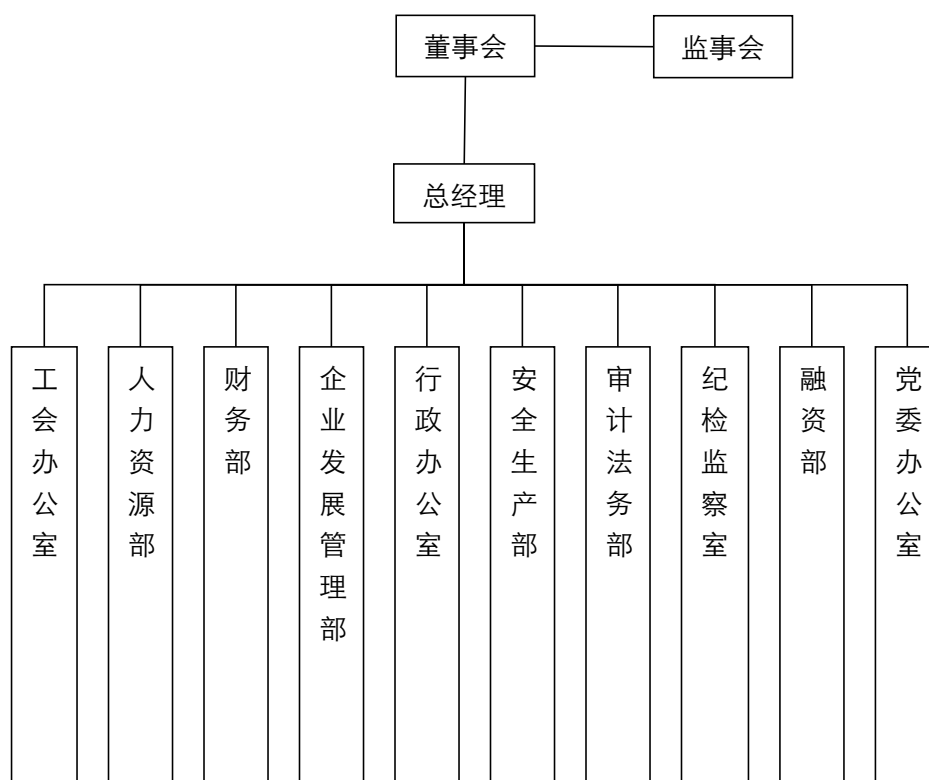
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”、“22 黔开投债 02/22 黔开 02”和“22 黔开投债 03/22 黔开 03”到期不能偿还的风险均很低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	404.85	443.45	474.33
其中：存货	132.56	143.16	153.50
其他应收款	107.36	110.84	117.40
无形资产	69.44	69.37	69.85
负债总额	212.53	235.64	264.65
其中：长期借款	64.58	75.41	78.36
其他应付款	45.18	48.83	46.61
应付债券	36.10	30.09	33.34
全部债务	126.42	144.51	159.54
其中：短期有息债务	17.02	27.36	35.59
所有者权益	192.32	207.82	209.67
营业收入	31.16	26.48	32.66
利润总额	1.49	1.03	0.70
净利润	1.28	1.02	0.72
经营活动产生的现金流量净额	-5.76	-2.56	-4.21
投资活动产生的现金流量净额	-11.31	-6.31	-4.32
筹资活动产生的现金流量净额	18.97	2.81	11.31
主要财务指标			
营业利润率（%）	3.42	4.54	1.45
总资本收益率（%）	1.58	1.16	1.29
净资产收益率（%）	0.66	0.49	0.34
现金收入比率（%）	143.10	114.01	116.38
资产负债率（%）	52.50	53.14	55.80
长期债务资本化比率（%）	36.26	36.05	37.15
全部债务资本化比率（%）	39.66	41.02	43.21
流动比率（%）	310.27	296.01	261.94
速动比率（%）	171.53	163.23	144.16
现金比率（%）	12.43	5.79	6.76
货币资金短债比（倍）	0.70	0.23	0.25
经营现金流动负债比率（%）	-6.03	-2.37	-3.23
EBITDA 利息倍数（倍）	0.82	0.57	0.61
全部债务/EBITDA（倍）	22.12	30.52	28.55

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。