

2017 年第一期、2019 年第一期
贵州钟山开发投资有限责任公司
城市停车场建设专项债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【231】号 01

债券简称：
17 钟停债 01/17 钟停 01
19 钟停债 01/19 钟停 01

债券剩余规模：
17 钟停 01：16 亿元
19 钟停 01：4 亿元

债券到期日期：
17 钟停 01：2027 年 11
月 22 日
19 钟停 01：2029 年 3 月
18 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续的
第 3、4、5、6、7、8、9、
10 年末分别按债券发行
总额 10%、10%、10%、
10%、15%、15%、15%
和 15%的比例偿还债券
本金，偿还本年度的
利息随当年应兑付的本
金一起支付

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强
电话：
0755-82870013
邮箱：
chenyy@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼
电话：0755-82872897
网址：
www.cspengyuan.com

2017 年第一期、2019 年第一期贵州钟山开发投资有限责任公司城市停车场建设专项债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	17 钟停 01：AA	17 钟停 01：AA
	19 钟停 01：AA	19 钟停 01：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 16 日	2019 年 6 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对贵州钟山开发投资有限责任公司（以下简称“钟山开投”或“公司”）及其 2017 年 11 月 22 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“17 钟停 01”）、2019 年 3 月 18 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“19 钟停 01”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“17 钟停 01”、“19 钟停 01”信用等级均维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司工程施工业务持续性较好，继续获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到钟山区信用环境恶化，融资难度加大，公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司工程施工业务持续性较好。截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资合计 182.78 亿元，规模较大，业务持续性较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。2019 年公司获得资产注入合计增加资本公积 0.20 亿元，提升了资本实力；获得政府补助 1.19 亿元，提升了盈利水平。

关注：

- 区域信用环境恶化，公司融资难度加大。受多次非标融资违约事项影响，钟山区信用环境明显恶化，对公司后续融资产生较大影响。

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项和土地资产为主，2019 年末公司应收款项合计 86.05 亿元，占总资产的 36.96%，回收时间不确定，对营运资金占用较为明显；土地资产的账面价值为 89.11 亿元，占总资产的 38.28%，变现能力较差，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目较多，面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 140.57 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务为 59.76 亿元，资产负债率为 46.72%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.95，现金短期债务比下降至 0.95，偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 119.29 亿元，占当期末净资产的比重为 96.17%，担保的部分债务已逾期，面临较大的代偿风险；对外担保规模较大且均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,327,975.08	2,127,964.88	1,959,696.34
所有者权益	1,240,385.21	1,218,143.17	1,173,765.75
有息债务	597,556.60	419,988.28	322,073.08
资产负债率	46.72%	42.76%	40.10%
营业收入	135,623.66	138,303.49	104,226.82
其他收益	11,889.69	8,700.00	7,590.00
利润总额	27,933.72	40,571.24	35,070.64
综合毛利率	17.04%	27.84%	30.73%
现金短期债务比	0.95	1.45	12.33
EBITDA	33,644.94	46,337.24	37,441.07
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.64	5.52
经营活动现金流净额	-85,621.78	-183,852.53	-248,172.64
收现比	0.15	0.13	0.17

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月22日发行10年期16亿元2017年第一期城市停车场建设专项债券、2019年3月18日发行10年期4亿元2019年第一期城市停车场建设专项债券，募集资金均已用于六盘水市中心城区社会公共停车场建设项目（以下简称“停车场建设项目”）。截至2020年5月26日，“17钟停01”、“19钟停01”募集资金专项账户余额为0.64万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。根据六盘水市钟山区人民政府（以下简称“钟山区政府”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）于2020年1月签订的《股权转让协议》，约定农发基金应分别于2020年、2022年、2024年及2026年向钟山区政府转让公司0.226%的股权，钟山区政府每期需支付股权转让款565万元。2020年4月，农发基金已将原持有的1.824%的公司股权（4,560万元）中的0.226%股权（565万元）转让给钟山区政府，转让后农发基金持有公司1.598%的股权，认缴出资3,995万元；钟山区政府持有公司98.402%的股权，认缴出资246,005万元。

2020年5月，钟山区政府将持有的公司全部股权变更到六盘水市钟山区工业和信息化局（以下简称“钟山区工信局”）名下，截至2020年5月末，公司股权结构如表1所示，控股股东为钟山区工信局，实际控制人仍为钟山区政府，注册资本仍为25.00亿元。

表1 截至2020年5月末公司股权结构（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例
六盘水市钟山区工业和信息化局	246,005.00	98.40%
中国农发重点建设基金有限公司	3,995.00	1.60%
合计	250,000.00	100.00%

资料来源：公司提供

2020年5月，公司法定代表人及董事长发生变更，由马劲松同志变更为汪应兵同志。

2019年公司合并范围较上年增加1家，钟山区政府将六盘水钟山区殡葬服务有限公司100%的股权无偿划拨至公司。

表2 跟踪期内新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	业务性质
六盘水钟山区殡葬服务有限公司	100.00%	500.00	居民服务

资料来源：公司 2019 年审计报告及企查查网站

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础

定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

在消费的支撑下，六盘水市经济实力继续增强，但受固定资产投资下滑的影响，经济

增速继续放缓

六盘水市经济保持较快增长但增速继续放缓。2019年，六盘水市实现地区生产总值（GDP）1,265.97亿元，同比增长7.5%，增速高于全国平均水平1.4个百分点但较上年下降1.3个百分点。六盘水市经济发展水平仍相对偏低，2019年全市人均GDP为43,003元，为全国人均GDP的60.66%。六盘水市产业结构相对稳定，第二产业和第三产业是拉动经济增长的主要动力，2019年第二产业和第三产业增加值分别为582.43亿元和528.78亿元，同比增速分别为8.7%和6.6%，三次产业结构由上年的12.6: 45.7: 41.8调整为12.2: 46.0:41.8。

依托丰富的矿产资源，六盘水市形成了煤炭、电力、冶金和建材行业等支柱产业。六盘水市工业稳步发展，2019年实现工业增加值512.24亿元，同比增长9.0%。分行业看，2019年六盘水市四大传统行业规模以上工业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为84.3%；其中，煤炭开采和洗选业工业增加值同比增长17.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长6.6%，电力、热力生产和供应业下降2.8%，非金属矿物制品业下降14.4%。

主要受第三产业投资大幅下滑的影响，六盘水市固定资产投资出现负增长，拖累经济增长。2019年，全市固定资产投资同比下降3.3%；其中，第一产业投资下降33.3%，占全市固定资产投资比重为5.3%；第二产业投资增长37.8%，占比22.4%；第三产业投资下降8.7%，占比72.3%。而六盘水市房地产市场则有所回暖，房地产开发投资和销售增速均由负转正。2019年，全市房地产开发投资同比增速从上年的-10.9%上升至50.4%；商品房销售面积为211.91万平方米，同比增速由上年的-32.4%上升至9.6%。六盘水市消费品市场维持相对平稳运行，成为支撑经济增长的主要力量。2019年，全市社会消费品零售总额同比增长6.8%，较上年下降1个百分点；其中城镇消费品零售额增长6.7%，乡村消费品零售额增长7.2%。

表3 2018-2019年六盘水市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,265.97	7.5%	1,177.37	8.8%
第一产业增加值	154.76	5.7%	147.95	6.9%
第二产业增加值	582.43	8.7%	537.54	8.1%
第三产业增加值	528.78	6.6%	491.88	10.0%
工业增加值	512.24	9.0%	621.09	7.6%
固定资产投资	-	-3.3%	-	17.3%
社会消费品零售总额	-	6.8%	-	7.8%
进出口总额（亿美元）	1.38	-32.9%	2.06	-37.7%
存款余额	1,312.38	1.3%	1,295.14	-4.2%

贷款余额	1,425.43	17.9%	1,209.08	12.8%
人均 GDP（元）	43,003		52,059	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.66%		80.53%	

注：固定资产投资统计口径为计划总投资 500 万元以上的项目，2018 年六盘水市 GDP 及第一产业、第二产业和第三产业增加值根据第四次经济普查进行了修订，“-”表示数据未公开。

资料来源：六盘水市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报以及六盘水市统计局官网发布的《2019 年六盘水市生产总值初步核算结果》，中证鹏元整理

2019年六盘水市实现公共财政收入106.81亿元，同比下降24.63%。

钟山区经济继续保持增长，工业生产总体平稳，消费品市场持续稳步发展，但区域内信用环境明显恶化，企业融资难度加大

六盘水市钟山区经济继续保持增长，根据钟山区政府官方网站，2019年1-9月全区实现地区生产总值354.07亿元，同比增长7.8%，其中第一产业增加值6.3亿元，同比增长5.3%；第二产业增加值161.8亿元，同比增长5.6%；第三产业增加值185.97亿元，同比增长10%。

钟山区工业基础较好，依托丰富的矿产资源形成了煤炭、钢铁、建材等传统支柱工业，2019年1-11月钟山区规模以上工业增加值同比增长5.9%，其中煤炭开采和洗选业同比增长6.1%，工业生产总体平稳。

2019年，钟山区社会消费品零售总额同比增长6.9%，其中批发业销售额、住宿业营业额、餐饮业营业额增长较快，消费品市场持续稳步发展。

2019 年钟山区实现公共财政收入 16.74 亿元，同比下降 24.7%。2019 年区内贵州钟山扶贫旅游文化投资有限公司、六盘水梅花山旅游文化投资有限公司和六盘水钟山区城市建设投资有限公司（以下简称“钟山城投”）等多家钟山区国有企业的资产管理计划、信托贷款出现逾期兑付现象，区域内信用环境明显恶化，企业后续融资较为困难。

四、经营与竞争

公司按照钟山区政府规划从事基础设施建设和土地整理等业务，2019年公司实现营业收入13.56亿元，同比下降1.94%，工程施工和土地征迁补偿收入是营业收入的主要来源。2019年公司综合毛利率较2018年下降10.80个百分点，主要是2019年转让的部分土地整理工程尚未完工，因此按照实际投入的建设成本加成25%利润结算，使得土地整理业务毛利率大幅下降。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	68,597.21	10.16%	97,066.36	13.69%

土地征迁补偿收入	59,877.36	26.32%	37,052.44	68.70%
服务业	6,429.94	1.02%	3,846.71	6.34%
其他业务	719.15	42.79%	337.98	85.19%
合计	135,623.66	17.04%	138,303.49	27.84%

资料来源：公司提供

公司在建基础设施项目计划总投资规模较大，工程施工业务持续性较好；但尚需投入资金较多，面临较大资金压力

公司主要负责六盘水市钟山区的基础设施建设项目，2019年确认工程施工收入6.86亿元，其中凉都记忆——三线文化长廊一期项目（以下简称“三线文化长廊项目”）确认收入5.26亿元，根据公司与六盘水市钟山区荷城花园房地产开发有限公司（以下简称“荷城花园房地产公司”）签订的委托代建合同，荷城花园房地产公司委托公司对三线文化长廊项目实施全过程代建，按照公司实际投入的建设成本加成20%利润支付回款款。

除三线文化长廊项目外，2019年公司确认工程施工收入的其他项目均由钟山区政府委托子公司六盘水市钟山区物业管理服务有限公司（以下简称“物业管理公司”）代建，根据物业管理公司与钟山区政府签订的《基础设施代建项目框架协议》，物业管理公司于每年末移交相关资产，钟山区政府按投入建设成本加成20%左右利润支付结算款。考虑到钟山区现阶段现金流较为紧张且融资环境不佳，公司工程施工业务的回款情况需持续关注。

表5 公司 2019 年工程施工收入确认明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
凉都记忆——三线文化长廊一期项目	52,627.58	47,279.34
水西地下通道工程	3,747.66	3,366.81
钟山区“三变+扶贫”人居环境改造	2,922.90	2,625.86
水城县北部 5 乡镇	2,601.11	2,336.77
六盘水市青林乡人居环境综合整治项目	1,883.96	1,692.50
开放式扶贫试验区钟山战区“三变+扶贫”中国芦笙小镇	1,129.07	1,014.33
六位一体	877.78	788.57
钟山区高中教育城	637.93	573.10
公共厕所工程	568.14	510.40
六盘水市“216”开放式扶贫试验区钟山战区“三变+扶贫”人居环境	442.36	397.41
八一路及凤凰大道观景工程	252.18	226.55
六盘水市钟山大街 2017 年配电工程	177.80	159.73
六盘水市钟山区田坝鑫茂种养殖农民专业合作社	155.60	139.78
马拉松沿线零星空地草坪绿化工程	146.38	131.50
零星工程	426.78	383.41
合计	68,597.21	61,626.06

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要的在建项目有停车场建设项目和东城区棚改项目等，计划总投资合计182.78亿元，规模较大，业务持续性较好；但尚需投资额合计140.57亿元，公司面临较大的资金压力。

表6 截至 2019 年末公司主要的在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
六盘水市中心城区社会公共停车场建设项目*	403,379.49	224,000.00
东城区棚改项目	256,440.74	16,878.46
2017 年棚户区改造项目	98,000.00	365.48
钟山十二钟项目	91,748.97	1,189.46
七彩广场项目	91,201.07	65.61
凉都体育村项目	90,059.00	44,001.07
钟山区保华镇通组公路项目	64,000.00	3,679.63
凉都记忆——三线文化长廊一期项目	63,696.98	57,126.53
水城古镇及商务办公中心	59,391.00	8,371.11
乡村振兴（人居环境治理）项目	56,265.98	5,370.55
2018 年建设路棚户区项目	51,807.00	11.45
茶叶林棚户区	49,167.36	1,466.06
第一实验中学改扩建项目	46,480.00	5,213.89
大湾镇人居环境综合治理项目	43,071.45	11,218.31
钟山区关门山水库工程	42,734.05	2,471.35
德坞德阳棚户区	41,653.09	10.88
明湖片区城市棚户区	37,536.00	10.88
嘉景天城一期	34,672.00	6,250.00
凉都城市上层项目	32,207.05	12.07
黄土坡片区棚户区项目	27,747.50	2,005.84
水矿片区（一期）城市棚户区	27,601.11	17,534.54
西宁棚户区项目	26,969.42	1,012.36
杨柳城市棚户区改造项目	26,969.00	5.83
头塘棚户区	22,300.00	1,569.84
吉营棚户区	21,361.17	8,021.15
天波棚户区	21,361.17	4,282.57
合计	1,827,820.60	422,144.92

注：标“*”为“17 钟停 01”、“19 钟停 01”募投项目。

资料来源：公司提供

2019年公司土地征迁补偿收入大幅增加，但土地整理业务受政府城市规划影响，收入或存在一定波动

2019年公司确认土地征迁补偿收入5.99亿元，同比增长61.60%，均来自凤凰山城市综合体土地整理工程。根据公司子公司六盘水市钟山区土地开发利用服务有限公司（以下简称“钟山土地开发公司”）与六盘水市钟山区基础设施发展公司（以下简称“钟山基础设

施发展公司”）于2019年签订的《凤凰山城市综合体土地整理工程买卖合同》，钟山土地开发公司向钟山基础设施发展公司出售截至2019年11月30日的所有凤凰山城市综合体土地整理工程，其中已完工未结算的土地整理面积为455.63亩，由钟山基础设施发展公司按照45万/亩的价格收购；已建设未完工的土地整理工程，按照实际投入的建设成本加成25%利润结算，后续凤凰山城市综合体土地整理工程由钟山基础设施发展公司负责。

截至2019年末，公司待开发土地的账面价值为89.11亿元，规模较大，但土地整理业务易受政府城市规划的影响，业务稳定性不足，收入或存在一定波动。考虑到钟山区现阶段现金流较为紧张且融资环境不佳，公司土地整理业务的回款情况需持续关注。

2019年公司服务业收入为6,429.94万元，主要来自子公司物业管理公司在钟山区内提供物业管理服务取得的收入，包括“17钟停01”、“19钟停01”募投项目停车场建设项目所取得的收入。

公司继续获得一定的外部支持

2019年公司继续获得当地政府在资产注入、补贴等方面的支持，一定程度上提升了公司的资本实力和盈利水平。

资产注入方面，公司获得钟山区政府注入的八一路43号门面房、六盘水市钟山区殡葬服务有限公司100%股权合计增加资本公积0.20亿元。政府补助方面，2019年公司获得政府补助1.19亿元，占利润总额的42.61%，一定程度上提升了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（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2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围较上年增加1家子公司，具体如表2所示。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，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，资产整体流动性较弱

公司资产规模进一步增加，2019年末总资产为232.80亿元，同比增长9.40%，其中流动资产占比为93.30%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	84,363.90	3.62%	58,175.19	2.73%
应收账款	248,178.48	10.66%	109,712.30	5.16%
其他应收款	612,321.61	26.30%	604,773.16	28.42%
存货	1,136,357.40	48.81%	1,126,066.46	52.92%
流动资产合计	2,172,052.81	93.30%	1,981,102.19	93.10%
可供出售金融资产	34,781.00	1.49%	34,781.00	1.63%
持有至到期投资	31,666.67	1.36%	20,000.00	0.94%
固定资产	75,562.69	3.25%	82,521.80	3.88%
非流动资产合计	155,922.27	6.70%	146,862.69	6.90%
资产总计	2,327,975.08	100.00%	2,127,964.88	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金为 8.44 亿元，大幅增长主要系公司 2019 年发行“19 钟停 01”收到资金所致。货币资金中 4.44 亿元为银行存款，4.00 亿元为定期存单，于 2022 年到期，定期存单均已用于质押借款，使用权受限。公司应收账款主要为应收钟山基础设施发展公司和荷城花园房地产公司等单位的工程施工款和土地开发款，2019 年末为 24.82 亿元，同比增加 126.21%，主要因为 2019 年工程施工款大部分尚未收回，其中前五大单位的应收账款余额合计 24.26 亿元，占期末应收账款余额的 97.77%，应收对象集中度很高。公司其他应收款主要为单位往来款，2019 年末为 61.23 亿元，其中前五大单位的其他应收款余额合计 39.93 亿元，占期末其他应收款余额的 64.79%。2019 年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计为 86.05 亿元，占总资产的 36.96%，应收对象主要为地方政府部门和国有企业，回收时间不确定，对营运资金占用较为明显。

2019 年末公司存货为 113.64 亿元，其中土地成本的账面价值为 89.11 亿元，土地类型主要为出让，有 0.58 亿元的土地已用于抵押，有 3.25 亿元的土地尚未办妥产权证；工程施工的账面价值为 24.09 亿元，主要为项目建设投入款。

2019 年末公司可供出售金融资产为 3.48 亿元，其中投资贵州银行股份有限公司 2.10 亿元、贵州凉都交银“三变”扶贫产业基金管理管理中心（有限合伙）（以下简称“三变产业基金”）1.26 亿元和六盘水市钟山区创净水务有限公司 0.12 亿元，“三变产业基金”为公司委托六盘水市民生产业投资集团有限责任公司劣后出资。2019 年末公司持有至到期投资为 3.17 亿元，投资项目为杭州正气建筑工程有限公司 2018 年第一期直接融资工具。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2019 年末为 7.56 亿元。

公司资产有所增加，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，资产整体流动性较弱。

盈利能力

2019年公司综合毛利率有所下降，政府补助一定程度上改善了盈利水平

2019年公司营业收入略有下降，工程施工和土地征迁补偿收入是营业收入的主要来源。公司在建项目多为棚改等公益性项目，且项目建设回款情况不佳，为缓解公司资金压力，政府对公司给予一定财政补贴，2019年公司获得政府补助1.19亿元，占利润总额的42.61%，一定程度上提升了公司的盈利水平。2019年公司综合毛利率较2018年下降10.80个百分点，主要是2019年移交的部分土地整理工程尚未完工，按照实际投入的建设成本加成25%利润结算，使得土地整理业务毛利率大幅下降。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	135,623.66	138,303.49
其他收益	11,889.69	8,700.00
投资收益	4,149.96	4,784.51
营业利润	28,767.20	40,233.10
利润总额	27,933.72	40,571.24
综合毛利率	17.04%	27.84%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性业务回款情况较差，主要在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力

公司收现比较低，工程施工及土地整理业务的回款情况较差。2019年公司经营活动现金净流出规模仍较大，经营活动现金流表现欠佳。公司投资活动主要通过购买可供出售金融资产、持有至到期投资等取得投资收益，2019年投资活动现金流净流入29.69万元。

为支持经营活动和投资活动发展，公司存在较大的外部融资需求。2019年公司筹资活动现金净流入7.18亿元，主要来源于银行借款。公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，项目建设资金主要为自筹，未来对外筹资需求较大，面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.15	0.13

销售商品、提供劳务收到的现金	20,352.71	17,902.29
收到其他与经营活动有关的现金	218,270.08	248,742.20
经营活动现金流入小计	238,622.79	266,644.48
购买商品、接受劳务支付的现金	98,049.68	125,293.44
支付其他与经营活动有关的现金	222,677.01	316,890.96
经营活动现金流出小计	324,244.57	450,497.01
经营活动产生的现金流量净额	-85,621.78	-183,852.53
投资活动产生的现金流量净额	29.69	-25,969.86
筹资活动产生的现金流量净额	71,780.79	144,708.16
现金及现金等价物净增加额	-13,811.29	-65,114.23

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

2019年公司负债总额和所有者权益均有所增加，产权比率增加至87.68%，所有者权益对负债的覆盖程度有所下降。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,087,589.88	909,821.71
所有者权益	1,240,385.21	1,218,143.17
产权比率	87.68%	74.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司负债期限结构有所延长，流动负债占比由 2018 年末的 54.93%降至 50.17%。2019 年末短期借款为 1.06 亿元，同比大幅增加，公司所从事的工程施工业务投资回收期较长，前期垫付资金较多且 2019 年回款较慢，因此公司增加短期借款。公司其他应付款主要为往来款，2019 年末账面价值为 32.35 亿元，其中账龄在 1 年以内的其他应付款余额为 18.39 亿元。2019 年末一年内到期的非流动负债为 7.32 亿元，为一年内到期的长期应付款、长期借款和应付债券。

公司长期借款主要为质押和保证借款，2019 年末长期借款为 28.18 亿元，同比增长 64.23%，主要是公司 2019 年增加银行借款所致。2019 年公司应付“17 钟停 01”和“19 钟停 01”合计 16.83 亿元（不包括一年内到期的部分）。公司长期应付款主要为专项应付款及应付融资租赁款，2019 年末分别为 0.28 亿元和 5.87 亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,563.00	0.97%	600.00	0.07%
其他应付款	323,462.81	29.74%	357,923.97	39.34%
一年内到期的非流动负债	73,192.92	6.73%	39,560.47	4.35%
流动负债合计	545,681.62	50.17%	499,733.90	54.93%
长期借款	281,750.54	25.91%	171,557.64	18.86%
应付债券	168,343.85	15.48%	146,996.10	16.16%
长期应付款	61,553.87	5.66%	61,274.07	6.73%
非流动负债合计	541,908.25	49.83%	410,087.81	45.07%
负债合计	1,087,589.88	100.00%	909,821.71	100.00%
其中：有息债务	597,556.60	54.94%	419,988.28	46.16%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务为59.76亿元，占负债总额的54.94%，根据公司提供的有息债务偿还期限表，2020-2022年需偿还还有息债务27.74亿元，2022年及以后需偿还32.01亿元。公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。需要关注的是，受多次非标融资违约事项影响，钟山区信用环境明显恶化，对公司后续融资产生较大影响。

表12 截至 2019 末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
银行贷款	28,726.40	61,303.00	61,535.00	158,912.54
债券	16,000.00	16,000.00	20,000.00	132,343.85
融资租赁	39,029.52	20,597.00	9,244.00	28,865.29
其他	5,000.00	0.00	0.00	0.00
合计	88,755.92	97,900.00	90,779.00	320,121.68

资料来源：公司提供

2019年公司资产负债率有所上升，考虑到公司流动资产以应收款项和土地资产为主，实际短期偿债能力较弱。2019年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.95，现金短期债务比下降至0.95，经营活动现金生成对利息支出的保障程度有所下降。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	46.72%	42.76%
现金短期债务比	0.95	1.45
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.64
有息债务/EBITDA	17.76	9.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月17日），公司本部相关还款责任信息中有1笔不良类账户，开立日期为2018年1月5日，到期日为2020年1月5日，责任类型为保证人/反担保人，余额为1.04亿元，该笔担保债务已被列为次级贷款。公司本部不存在其他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

公司担保的部分债务已逾期，面临较大的代偿风险；对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计119.29亿元，为净资产的96.17%，被担保方主要为国有企业，均未采取反担保措施。

2017年9月，中建投信托股份有限公司（以下简称“中建投”）与钟山城投签署《信托贷款合同》，约定由中建投向钟山城投发放3亿元信托贷款，实际信托贷款余额为1.04亿元，钟山开投为担保方。由于钟山城投未履行合同约定还款义务，2020年中建投向杭州市中级人民法院提起诉讼，要求钟山城投、钟山开投清偿债务、支付违约金并承担诉讼相关费用，公司面临较大的代偿风险。

公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，由于被担保方钟山城投、六盘水梅花山生态文化旅游发展有限公司、六盘水市大河经济开发区开发建设有限公司和贵州钟山扶贫旅游文化投资有限公司作为融资方的信托产品曾出现延期兑付现象，公司面临较大的或有负债风险。

表14 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
六盘水市钟山区城市建设投资有限公司	351,000.00	否
六盘水市钟山区保障性住房开发投资有限责任公司	414,399.00	否
贵州六盘水攀登贸易开发有限公司	279,656.00	否
六盘水梅花山生态文化旅游发展有限公司	89,000.00	否
六盘水市大河经济开发区开发建设有限公司	35,600.00	否
六盘水市钟山区人民医院	19,148.25	否
六盘水市钟山区大湾开发投资有限公司	2,700.00	否

贵州钟山扶贫旅游文化投资有限公司	600.00	否
六盘水市钟山区裕菲种植农民专业合作社	400.00	否
六盘水市钟山区云品种种植农民专业合作社	400.00	否
合计	1,192,903.25	-

资料来源：公司 2019 年审计报告及公司提供

七、评级结论

公司主要在建项目计划总投资规模较大，工程施工业务持续性较好。2019年公司继续获得当地政府在资产注入、补贴等方面的支持，一定程度上提升了公司的资本实力和盈利水平。

同时中证鹏元也关注到以下风险因素：受多次非标融资违约事项影响，钟山区信用环境明显恶化，对公司后续融资产生较大影响；公司资产以应收款项和土地资产为主，整体资产流动性较弱；在建项目较多，面临较大的资金压力；有息债务规模较大，偿债压力较大；担保的部分债务已逾期，面临较大的代偿风险；对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。

综上，中证鹏元维持“17钟停01”、“19钟停01”信用等级均为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	84,363.90	58,175.19	123,289.42
其他应收款	612,321.61	604,773.16	429,558.73
存货	1,136,357.40	1,126,066.46	1,069,706.10
流动资产合计	2,172,052.81	1,981,102.19	1,852,829.67
非流动资产合计	155,922.27	146,862.69	106,866.67
资产总计	2,327,975.08	2,127,964.88	1,959,696.34
短期借款	10,563.00	600.00	0.00
其他应付款	323,462.81	357,923.97	430,480.13
一年内到期的非流动负债	73,192.92	39,560.47	10,000.00
流动负债合计	545,681.62	499,733.90	473,857.51
长期借款	281,750.54	171,557.64	110,386.20
应付债券	168,343.85	146,996.10	145,185.48
长期应付款	61,553.87	61,274.07	26,241.40
非流动负债合计	541,908.25	410,087.81	312,073.08
负债合计	1,087,589.88	909,821.71	785,930.58
有息债务	597,556.60	419,988.28	322,073.08
所有者权益	1,240,385.21	1,218,143.17	1,173,765.75
营业收入	135,623.66	138,303.49	104,226.82
其他收益	11,889.69	8,700.00	7,590.00
营业利润	28,767.20	40,233.10	34,861.22
净利润	20,268.17	30,680.04	33,992.52
经营活动产生的现金流量净额	-85,621.78	-183,852.53	-248,172.64
投资活动产生的现金流量净额	29.69	-25,969.86	65,697.58
筹资活动产生的现金流量净额	71,780.79	144,708.16	257,289.86
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	17.04%	27.84%	30.73%
收现比	0.15	0.13	0.17
产权比率	87.68%	74.69%	66.96%
资产负债率	46.72%	42.76%	40.10%
现金短期债务比	0.95	1.45	12.33
EBITDA（万元）	33,644.94	46,337.24	37,441.07
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.64	5.52
有息债务/EBITDA	17.76	9.06	8.60

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
六盘水市钟山区物业管理服务有限公司	10,000	100%	服务业
六盘水市钟山区土地开发利用服务有限公司	10,000	100%	服务业
六盘水市钟山区华兴宏城房地产开发有限公司	10,000	100%	房地产
六盘水钟山区殡葬服务有限公司	500	100%	居民服务

资料来源：公司 2019 年审计报告及企查查网站

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务部分}$

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。