

2015 年贵阳白云工业发展投资有限公司
公司债券 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【122】号 01

债券简称：15 白云工投
债/PR 白云工投

增信方式：国有土地使用
权抵押担保

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2022 年
3 月 27 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期的第 3 年至
第 7 年末每年分别偿还
债券发行总额的 20%，
当期利息随本金一起支
付

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@cspengyuan.com

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

2015 年贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券 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	AA+	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 25 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”）对贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”或“公司”）及其 2015 年 3 月 27 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“15 白云工投债”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务持续性仍然较好，继续得到一定的外部支持，且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性相对较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年贵阳市白云区实现 GDP 228.89 亿元，同比增长 9.0%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务持续性仍然较好。公司主要从事贵阳市白云区基础设施、保障性住房建设和土地开发整理业务，截至 2019 年末，公司已签订回购协议的主要在建项目总投资为 37.40 亿元，代建业务持续性较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。2019 年公司获得政府补助 0.86 亿元，主要是与在建项目相关的补助，占利润总额的 46.60%，提升了公司的盈利水平。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。公司以其合法拥有的 9 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，评估价值合计 27.63 亿元，为

本期债券未偿还本金的 6.91 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地资产和应收款项为主，其中应收款项合计 79.39 亿元，占总资产的 41.51%，回收时间不确定，对营运资金占用较为明显；土地资产账面价值为 74.85 亿元，占总资产的 39.14%，短期变现能力较差。此外，2019 年末公司所有权受限资产合计 103.93 亿元，占总资产的 54.35%，资产流动性相对较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 73.09 亿元，后续资金需求较大且多为公司自筹，未来项目建设面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 46.75 亿元，占负债总额的 45.98%，资产负债率为 53.17%，现金短期债务比为 94.39%，面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 4.82 亿元，占当期末净资产的 5.38%，被担保方为地方国有企业，均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,912,317.04	1,889,368.80	1,575,167.92
所有者权益	895,580.04	882,012.58	879,749.60
有息债务	467,513.69	473,396.73	361,417.17
资产负债率	53.17%	53.32%	44.15%
现金短期债务比	94.39%	115.13%	136.34%
营业收入	47,207.76	55,699.16	54,788.73
其他收益	16,867.62	12,779.96	2,892.93
利润总额	18,384.18	12,680.78	13,035.74
综合毛利率	14.03%	11.83%	15.63%
EBITDA	21,833.50	16,713.67	14,643.44
EBITDA 利息保障倍数	2.88	1.46	2.18
经营活动现金流净额	-18,326.63	-31,885.26	-64,297.03
收现比	2.34	2.32	0.19

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2015年3月27日发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划用于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区2号道路工程项目。

15白云工投债、2018年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券（以下简称“18白云01”）和2019年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券（以下简称“19白云01”）均使用同一个募集资金账户，截至2020年4月末，该账户余额为853.06万元。

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。截至2019年末，公司注册资本仍为1.50亿元，控股股东和实际控制人仍为贵阳市白云区人民政府（以下简称“白云区政府”），持股比例仍为100.00%。2019年公司合并范围未发生变化。

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建设投资增长较快，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，基础设施建设投资预计将会回暖，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

2019年贵阳市经济增速有所放缓，装备制造业等重点产业对当地工业经济发展的支撑作用明显，旅游业仍对第三产业发展有一定贡献

贵阳市经济继续保持增长，2019年实现地区生产总值4,039.60亿元，同比增长7.4%，增速有所放缓，三次产业结构由2018年的4.0：37.2：58.8调整为2019年的4.0：37.0：59.0。2019年贵阳市人均GDP为81,995元，为全国人均GDP的115.66%，经济实力较好。

贵阳市仍以磷煤化工、铝及铝化工、特色食品、烟草制造、医药制造、装备制造业、电力生产及供应、橡胶及塑料制品为八大重点产业，2019年贵阳市实现规模以上工业增加值同比增长6.3%，八大重点产业规模以上工业增加值同比增长7.2%，占规模以上工业增加值的83.3%，其中装备制造业及所属细分行业汽车制造业增速较快，重点产业对当地工业经济发展的支撑作用明显。

贵阳市是川渝黔“金三角”旅游区的依托点，是贵州省商贸旅游服务中心，交通运输业、旅游业仍对当地第三产业发展有一定贡献。2019年贵阳市各种运输方式完成旅客发送了89,665万人，同比增长8.6%；接待旅游总人数22,901.20万人次，同比增长21.5%；实现旅游总收入3,098.79亿元，同比增长26.1%。

2019年贵阳市固定资产投资增速为1.5%，增速较上年大幅放缓，主要系来源于国内贷款的固定资产投资到位资金大幅下降。2019年贵阳市社会消费品零售总额同比增长6.2%，按消费形态分，商品零售1,261.50亿元，增长5.6%；餐饮收入118.90亿元，增长13.4%。2019年贵阳市进出口总额同比增长18.8%，其中出口30.45亿美元，增长21.0%；进口11.06亿美元，增长13.1%。

表1 2018-2019 年贵阳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（GDP）	4,039.60	7.4%	3,798.45	9.9%
第一产业增加值	161.34	5.6%	153.10	6.6%
第二产业增加值	1,496.67	8.2%	1,413.67	7.9%
第三产业增加值	2,381.59	7.0%	2,231.68	11.3%
规模以上工业增加值	-	6.3%	-	7.4%
固定资产投资	-	1.5%	-	15.0%
社会消费品零售总额	1,380.41	6.2%	-	8.0%
进出口总额（亿美元）	41.51	18.8%	34.94	15.2%
存款余额	11,979.46	-	11,418.52	-
贷款余额	14,141.31	-	12,508.73	-
人均 GDP（元）	81,995		78,449	
人均 GDP/全国人均 GDP	115.66%		121.59%	

注：标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2018-2019 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年贵阳市实现公共财政收入 417.26 亿元，同比增长 1.4%，其中实现税收收入 317.38 亿元，同比下降 0.8%。

白云区经济继续保持增长，工业发展对经济拉动作用明显

2019 年贵阳市白云区实现地区生产总值 228.89 亿元，同比增长 9.0%，增速较上年放缓 0.2 个百分点，三次产业结构由 2018 年的 2.9:47.9:49.2 调整为 2019 年的 3.0:52.8:44.2，第二产业增加值占比大幅提升。2019 年白云区人均 GDP 为 76,680 元，为全国人均 GDP 的 108.16%，经济实力尚可。

2019 年白云区规模以上工业增加值同比增长 8.8%，增速较上年提升 7.8 个百分点，工业发展对经济拉动作用明显，其中汽车制造业规模以上工业增加值快速增长。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 年以来白云区铝材及电解铝产量大幅下降，使得有色金属冶炼及压延加工业规模以上工业增加值出现负增长。2019 年白云区第三产业增加值为 101.11 亿元，同比增长 9.3%，全年全区旅游总收入 127.48 亿元，同比增长 31.4%。

2019 年白云区固定资产投资增速明显放缓，社会消费品零售总额增速略有下降，外贸进出口总额较上年有所下降。

表2 2018-2019 年贵阳市白云区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（GDP）	228.89	9.0%	231.58	9.2%
第一产业增加值	7.00	5.7%	6.73	6.6%
第二产业增加值	120.77	8.9%	110.95	2.4%
第三产业增加值	101.11	9.3%	113.90	16.8%
规模以上工业增加值	-	8.8%	-	1.0%
固定资产投资	-	0.8%	-	14.5%
社会消费品零售总额	36.28	7.3%	-	12.3%
进出口总额（亿美元）	0.99	-6.5%	1.06	63.7%
存款余额	404.67	-	436.51	-
贷款余额	463.10	-	427.53	-
人均 GDP（元）	76,680		79,033	
人均 GDP/全国人均 GDP	108.16%		122.49%	

注：标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2018-2019 年白云区经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年贵阳市白云区实现公共财政收入16.33亿元，同比增长0.2%，其中税收收入11.35亿元，同比下降16.3%。

四、经营与竞争

公司主要从事贵阳市白云区基础设施、保障性住房建设和土地开发整理业务，2019 年实现营业收入4.72亿元，同比下降15.25%，主要是一级土地开发收入大幅下降。从收入结构看，代建项目仍为公司的主要收入来源。2019年公司毛利率为14.03%，较2018年上升2.20个百分点，主要是因为毛利率较高的房租收入占营业收入比重增加。

表3 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
主营业务	41,523.98	7.08%	50,006.10	7.31%
代建项目	40,907.92	6.36%	41,882.21	6.36%
一级土地开发	418.50	59.79%	7,936.00	10.62%
担保费	148.63	84.09%	128.47	95.56%
物业费	48.93	-82.42%	59.42	44.46%
其他业务	5,683.78	64.84%	5,693.06	51.47%
其中：房租收入	5,667.71	71.03%	5,384.64	70.47%
合计	47,207.76	14.03%	55,699.16	11.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大且部分项目已签订回购协议，业务持续性较好，但后续建设资金需求较大且多为公司自筹，面临一定的资金压力

公司主要承接基础设施建设和保障性住房建设任务，是白云区重要的建设平台。基础设施建设方面，根据公司与白云区政府于2014年签订的《白云区建设项目合作协议》，公司作为市政基础设施项目的业主及投资主体，按照白云区政府的要求建设，项目竣工后由白云区政府进行收购，收购金额包括项目投资成本加上10%的投资回报；每年年末公司根据项目施工进度，对已完工的部分进行结算；待项目全部竣工验收合格后，公司向白云区政府提交工程决算书，委托审计部门对工程造价决算进行审计并确认项目收购金额，白云区政府扣除已支付的建设资金后，按分期付款的方式支付给公司。

棚户区改造项目方面，根据公司与白云区政府于2013年签订的《白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》，该项目建设资金由公司先行垫付，白云区政府按项目总投资额加上10%的投资回报进行回购，但上述棚户区改造的运营模式不适用于白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目。

2019年公司市政基础设施项目确认收入3.64亿元，主要来自于青山路、观云大道和黑石头片区1、2号路道路工程项目；棚户区改造项目确认收入0.45亿元，主要来自于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程的二期工程项目。受投资进度和结算进度影响，公司代建项目收入规模存在一定的波动性。

表4 公司 2018-2019 年确认的代建项目收入明细（单位：万元）

类别	项目	2019 年		2018 年	
		收入	成本	收入	成本
市政基础设施项目	青山路、观云大道	19,871.96	18,607.39	21,297.10	19,941.84
	黑石头片区 1、2 号路道路工程项目	11,150.89	10,441.29	10,412.96	9,750.31
	铝及铝加工基地建设项目	5,424.17	5,078.99	10,131.07	9,486.37
	青山产城互动带等	2.31	2.17	39.53	37.01
	小计	36,449.33	34,129.84	41,880.66	39,215.53
棚户区改造项目	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	4,458.59	4,174.86	0.00	0.00
	商专安置楼	0.00	0.00	1.55	1.48
	小计	4,458.59	4,174.86	1.55	1.48
合计		40,907.92	38,304.69	41,882.21	39,217.01

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2019年末，公司主要在建的项目有铝及铝加工基地建设项目、白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目等，预计总投资108.75亿元，已完成投资

35.67亿元，其中已签订回购协议的在建项目总投资为37.40亿元，尚未确认收入的约20亿元，未来代建业务持续性较好。但中证鹏元也关注到，公司主要在建项目尚需投入73.09亿元，后续资金需求多为公司自筹，未来公司项目建设面临一定的资金压力。

表5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否有回购
铝及铝加工基地建设项目	191,783.88	139,238.66	是
白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目	133,767.75		否
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	124,904.33	是
核心区标准厂	159,000.00	7,875.06	否
华中师大一附中高新白云嘉禾学校	150,000.00	38,221.42	否
麦架河治理工程	135,882.18	3,934.55	否
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	15,105.83	否
黑石头片区 2 号道路工程项目	42,043.06	23,250.37	否
体育健身中心工程	32,500.00	4,123.84	否
合计	1,087,526.43	356,654.06	-

注：白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目为公司“18 白云 01”和“19 白云 01”募投项目；白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区 2 号道路工程项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2019 年一级土地开发收入大幅下降，受当地政府土地出让计划、土地一级市场等因素影响，未来收入规模可能存在一定波动

2019 年公司确认一级土地开发收入 418.50 万元，同比大幅下降，开发地块为贵州凯科特材料有限公司下的白云区大氧路 G（18）082 地块，该地块已完成开发整理，未来不再产生一级土地开发收入。截至 2019 年末，公司在土地开发业务方面与政府签订的主要协议总价款合计 9.29 亿元，负责开发整理的地块为吉利汽车 W 项目地块、品骏唯品会 6-03-04 地块和弘泽制药 1-04-06 地块，规模不大。受当地政府土地出让计划、土地一级市场等因素影响，未来土地开发业务收入可能存在一定波动。

表6 公司 2018-2019 年确认的一级土地开发收入明细（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	成本	收入	成本
贵州凯科特地块土地一级开发项目	418.50	168.27	0.00	0.00
白云区吉利汽车 W 项目地块土地一级开发项目	0.00	0.00	3,200.00	3,200.00
白云区 2012-010（大西南有色金属市场）	0.00	0.00	2,936.00	2,834.20
贵州品骏唯品会 6-03-04 地块土地一级开发项目	0.00	0.00	1,800.00	1,058.94
合计	418.50	168.27	7,936.00	7,093.14

资料来源：公司提供

公司与客户签订了较为长期的租赁合同且约定了租金递增条款，租赁业务持续性较好，担保费收入和物业费收入一定程度上丰富了公司收入来源

为增强公司可持续经营能力，白云区政府陆续将部分办公用房、经营性房产无偿划拨给公司，公司将这些资产进行了出租，2019 年获得租金收入 5,667.71 万元，较 2018 年增加 5.26%。从主要物业租赁条款看，目前公司与政府部门、医院、银行等主要客户签订了较为长期的租赁合同，且约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表7 截至 2019 年末公司主要租赁资产明细（单位：平方米）

租赁资产名称	面积	租赁期	租赁条款
白云区云峰大道 99 号 1 号；七一路 2 号；健康路 36 号 1 栋、2 栋；白云北路 1 栋、2 栋；白云南路 165 号	58,288.77	2011.12-2026.12	每年递增 3%
云环路 1457 号北尚华城 F 栋 23-28 层	8,108.28	2018.1-2021.12	每年递增 3%
中环路 107 号 1 栋 1 层 2 号，2 层 1 号、2 号，3 层 1 号、2 号，负一层	3,943.95	2014.3-2026.3	每年递增 3%
白云区同心路 13 号原检察院 2-9 号门面	3,926.07	2014.3-2024.3	租金每半年缴纳一次，第三年起递增 3%，免三个月装修期
白云区金大路土地（白经土国用（2015）第 0010 号）	2,293.76	2018.10-2023.9	-
合计	76,560.83	-	-

资料来源：公司提供

公司担保业务由下属子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司运营，主要为白云区内各产业园、各乡镇的中小微企业担保，2019 年担保费收入为 148.63 万元，规模较小。2019 年末公司在保余额为 8,493.50 万元，累计代偿额为 531.00 万元，累计代偿回收率为 6.66%，回收率较低，公司面临一定的代偿损失风险。

表8 公司融资担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
累计担保笔数（笔）	175	122
累计担保金额	51,232.50	42,739.00
当期担保发生额	5,844.00	4,560.00
当期解除担保额	5,190.00	5,651.00
期末在保余额	8,493.50	7,839.50
期末间接融资性担保责任余额	8,493.50	7,839.50
累计代偿笔数（笔）	4	3
累计代偿额	531.00	400.00
累计代偿回收额	35.38	23.00
累计代偿回收率	6.66%	5.75%

资料来源：公司提供

公司继续获得一定的外部支持

公司继续得到当地政府的支持，2019 年公司获得政府补助 0.86 亿元，主要是与在建项目相关的补助，占利润总额的 46.60%，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年公司合并范围无变化。

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，且受限资产规模较大，资产整体流动性相对较弱

公司总资产规模略有增加，截至2019年末，总资产为191.23亿元，同比增长1.21%，其中流动资产占比为86.58%。

表9 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	50,101.90	2.62%	68,582.46	3.63%
应收账款	254,608.60	13.31%	334,685.46	17.71%
其他应收款	539,251.74	28.20%	464,365.68	24.58%
存货	772,240.54	40.38%	772,240.54	40.87%
流动资产合计	1,655,691.36	86.58%	1,670,304.14	88.41%
投资性房地产	50,747.73	2.65%	51,832.37	2.74%
在建工程	174,377.06	9.12%	141,312.03	7.48%
非流动资产合计	256,625.68	13.42%	219,064.66	11.59%
资产总计	1,912,317.04	100.00%	1,889,368.80	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 5.01 亿元，其中银行存款为 3.42 亿元，存出保证金及银行票据保证金为 1.00 亿元，使用权受限。2019 年末公司应收账款为 25.46 亿元，同比下降 23.93%，主要应收对象为贵阳市白云区财政局和贵阳市白云区机关事务局等地方政府部门，其中前五大单位合计金额占应收账款总额的 92.56%，集中度高。2019 年末公司其他

应收款为 53.93 亿元，同比增长 16.13%，其他应收款主要是公司为地方政府部门或地方国企提供的借款，其中前五大单位合计金额占其他应收款总额的 74.26%，集中度高。2019 年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计 79.39 亿元，占总资产的 41.51%，应收对象主要为地方政府或地方国企，回收时间不确定性较大，对营运资金占用较为明显，且有 61.68 亿元的应收款项已用于借款质押，占应收款项总额的 77.69%。

2019 年末公司存货为 77.22 亿元，其中土地资产账面价值为 74.85 亿元，占总资产的 39.14%，已抵押的土地价值为 41.25 亿元，占土地资产的 55.11%。

2019 年末公司投资性房地产为 5.07 亿元，主要为对外出租的写字楼和门面等，采用成本法计量，其中米兰春天三期房屋和北尚华城 F 栋房屋尚未办妥产权证，账面价值合计 0.85 亿元。2019 年末公司在建工程为 17.44 亿元，同比增长 23.40%，主要为在建的基础设施项目和棚户区改造项目等。2019 年末公司所有权受限资产合计 103.93 亿元，占总资产的 54.35%。

总体而言，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，且受限资产规模较大，资产整体流动性相对较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入有所下降，政府补助一定程度上提升了公司的盈利水平

公司营业收入主要来源于代建项目、土地开发整理业务及房租收入，2019年营业收入为4.72亿元，同比下降15.25%，主要是一级土地开发收入大幅下降。2019年公司获得政府补助0.86亿元，主要是与在建项目相关的补助，占利润总额的46.60%，一定程度上提升了公司的盈利水平。

截至2019年末，公司已签订回购协议的在建项目总投资为37.40亿元，代建业务持续性较好；土地开发业务方面与政府签订的主要协议总价款合计9.29亿元，规模不大，受当地政府土地出让计划、土地一级市场等因素影响，未来土地开发收入规模可能存在一定波动。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	47,207.76	55,699.16
其他收益	16,867.62	12,779.96
营业利润	18,510.30	13,303.92

利润总额	18,384.18	12,680.78
综合毛利率	14.03%	11.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力

近年公司现金回笼能力尚可，2019年收现比为2.34，收现比较高主要是公司预收的安置房销售款。2019年公司经营活动现金净流出1.83亿元，同比减少42.52%，主要是公司支付的与其他单位的往来款有所减少，但经营活动现金净流出规模仍较大。

2019年公司投资活动现金净流出为0.06亿元，同比减少97.94%，主要是公司购买固定资产金额大幅减少。公司项目建设主要依靠外部融资来筹集资金，2019年融资规模较上年减少，筹资活动现金净流出0.47亿元。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投入73.09亿元，而项目资金主要来源于自筹，未来面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	2.34	2.32
销售商品、提供劳务收到的现金	110,611.35	129,068.00
收到其他与经营活动有关的现金	199,809.63	177,649.12
经营活动现金流入小计	310,423.73	306,717.12
购买商品、接受劳务支付的现金	75,908.28	32,639.57
支付其他与经营活动有关的现金	249,748.49	299,872.43
经营活动现金流出小计	328,750.36	338,602.38
经营活动产生的现金流量净额	-18,326.63	-31,885.26
投资活动产生的现金流量净额	-551.39	-26,751.40
筹资活动产生的现金流量净额	-4,714.45	76,931.93
现金及现金等价物净增加额	-23,592.47	18,295.27

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，面临一定的偿债压力

2019年公司资本结构与上年基本保持不变，公司负债总额为101.67亿元，同比增长0.93%；所有者权益为89.56亿元，同比增长1.54%；产权比率为113.53%，所有者权益对负债的覆盖程度略有上升。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,016,737.00	1,007,356.22
所有者权益	895,580.04	882,012.58
产权比率	113.53%	114.21%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司预收款项为19.62亿元，主要为预收贵阳市白云区房屋征收管理局、贵阳白云共享棚改有限责任公司和贵阳白云城市运营维护投资有限公司等单位的安置房销售款。2019年末公司其他应付款为27.67亿元，主要为往来款和借款。2019年末一年内到期的非流动负债为5.31亿元，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

公司长期借款主要为质押借款及抵质押借款，质押物主要为应收款项，抵押物主要为房产及土地使用权。2019年末长期借款为25.70亿元，同比下降9.75%，其中向银行贷款的金额为21.73亿元，向信托公司贷款的金额为3.97亿元。2019年末应付债券为14.96亿元，同比增长25.34%，主要是公司于2019年3月6日发行“19白云01”所致。2019年末公司应付“15白云工投债”、“18白云01”和“19白云01”分别为3.98亿元、5.98亿元和5.00亿元（已扣除一年内到期的应付债券）。公司长期应付款主要为工作经费、征拆迁款等专项应付款及融资租赁款，2019年末专项应付款为0.86亿元，应付融资租赁款为0.78亿元。

表13 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
预收款项	196,201.47	19.30%	195,932.18	19.45%
其他应付款	276,680.55	27.21%	270,490.04	26.85%
一年内到期的非流动负债	53,079.04	5.22%	59,569.64	5.91%
流动负债合计	593,257.48	58.35%	577,338.11	57.31%
长期借款	257,002.21	25.28%	284,781.32	28.27%
应付债券	149,632.86	14.72%	119,379.61	11.85%
长期应付款	16,385.29	1.61%	25,701.87	2.55%
非流动负债合计	423,479.52	41.65%	430,018.11	42.69%
负债合计	1,016,737.00	100.00%	1,007,356.22	100.00%
其中：有息债务	467,513.69	45.98%	473,396.73	46.99%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为46.75亿元，同比下降1.24%，占负债总额的45.98%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020-2022年公司需偿还有息债务合计19.34亿元，2023年及以后需偿还27.49亿元。

表14 截至 2019 年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
银行借款	28,176.00	45,799.68	13,440.56	198,858.01
债券	20,000.00	32,000.00	42,000.00	76,000.00
融资租赁	4,000.00	4,000.00	4,000.00	0.00
合计	52,176.00	81,799.68	59,440.56	274,858.01

注：有息债务偿还期限分布表与 2019 年末有息负债总额的差异主要由摊余成本法导致。

资料来源：公司提供

2019 年末公司资产负债率为 53.17%，考虑到公司流动资产以应收款项和土地资产为主，且受限资产规模较大，2019 年现金短期债务比为 94.39%，实际短期偿债能力较弱。2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.88，经营活动现金生成对利息支出的保障程度略有上升。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	53.17%	53.32%
现金短期债务比	94.39%	115.13%
EBITDA 利息保障倍数	2.88	1.46
有息债务/EBITDA	21.41	28.32

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

截至2019年末，公司共有9宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估价值为27.63亿元，抵押资产具体如表16所示。公司对9宗国有土地使用权均办妥了抵押登记，他项权证号“国土他项2015第0011号”，抵押到期日为2022年4月3日。根据《资产抵押协议》，本期债券履行期尚未届满时，抵押资产的抵押比率（抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率）不得低于1.5。截至2019年末，本期债券抵押资产总评估价值为本期债券未偿还本金的6.91倍，满足抵押协议的要求，可为本期债券的本息偿付提供进一步的保障。

表16 本期债券抵押资产情况（单位：万元）

土地权证编号	评估价值	评估基准日	是否办妥抵押登记手续
白土国用（2014）第 T031 号	57,960.85	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2014）第 T033 号	59,917.99	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2014）第 T036 号	58,285.99	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2010）第 T063 号	12,564.55	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2010）第 T064 号	10,834.51	2014 年 6 月 30 日	是

白土国用（2010）第 T065 号	38,780.03	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T287 号	4,002.26	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T286 号	15,260.17	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T285 号	18,700.73	2014 年 6 月 30 日	是
合计	276,307.08	-	-

资料来源：公司提供

根据《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

- 1、抵押资产部分被征用；
- 2、抵押资产市场行情发生显著贬值；
- 3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

截至 2019 年末，公司未对本期债券抵押的 9 宗国有土地使用权进行重新评估。

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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月14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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计4.82亿元，占当期末净资产的5.38%，被担保方为地方国有企业，均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表17 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	担保到期日	是否有反担保
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	40,000.00	2033 年 3 月 30 日	无
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	8,200.00	2023 年 6 月 14 日	无
合计	48,200.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础。截至2019年末，公司已签订回购协议的主要在建项目总投资规模较大，代建业务持续性较好。2019年公司继续得到当地政府的支持，获得与在建项目有关的政府补助，提升了盈利水平。此外，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到了公司资产以土地资产和应收款项为主，资产整体流动性相对较弱；主要在建项目后续资金需求较大且多为公司自筹，面临一定的资金压力；有息债务规模较大，面临一定的偿债压力；对外提供担保且未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险等风险因素。

综上，中证鹏元维持本期债券信用等级为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	50,101.90	68,582.46	51,449.44
应收票据及应收账款	254,608.60	334,685.46	302,189.93
其他应收款	539,251.74	464,365.68	221,196.70
存货	772,240.54	772,240.54	776,538.47
流动资产合计	1,655,691.36	1,670,304.14	1,390,480.82
投资性房地产	50,747.73	51,832.37	42,887.06
在建工程	174,377.06	141,312.03	118,309.67
非流动资产合计	256,625.68	219,064.66	184,687.10
资产总计	1,912,317.04	1,889,368.80	1,575,167.92
预收款项	196,201.47	195,932.18	91,465.10
其他应付款	276,680.55	270,490.04	158,600.67
一年内到期的非流动负债	53,079.04	59,569.64	37,734.77
流动负债合计	593,257.48	577,338.11	355,487.87
长期借款	257,002.21	284,781.32	199,375.96
应付债券	149,632.86	119,379.61	79,512.74
长期应付款	16,385.29	25,701.87	44,793.70
非流动负债合计	423,479.52	430,018.11	339,930.44
负债合计	1,016,737.00	1,007,356.22	695,418.31
有息债务	467,513.69	473,396.73	361,417.17
所有者权益	895,580.04	882,012.58	879,749.60
营业收入	47,207.76	55,699.16	54,788.73
其他收益	16,867.62	12,779.96	2,892.93
营业利润	18,510.30	13,303.92	13,045.00
净利润	18,341.44	12,695.78	9,798.44
经营活动产生的现金流量净额	-18,326.63	-31,885.26	-64,297.03
投资活动产生的现金流量净额	-551.39	-26,751.40	-21,248.04
筹资活动产生的现金流量净额	-4,714.45	76,931.93	34,313.19
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	14.03%	11.83%	15.63%
收现比	2.34	2.32	0.19
产权比率	113.53%	114.21%	79.05%
资产负债率	53.17%	53.32%	44.15%
现金短期债务比	94.39%	115.13%	136.34%
EBITDA（万元）	21,833.50	16,713.67	14,643.44

EBITDA 利息保障倍数	2.88	1.46	2.18
有息债务/EBITDA	21.41	28.32	24.68

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及公司提供，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
贵州和馨物业管理有限公司	300.00	100.00%	物业管理
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	5,000.00	100.00%	融资担保

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	$\text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款有息部分}$
累计代偿回收率	$\text{累计代偿回收额} / \text{累计代偿额} \times 100\%$

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。