

2018 年毕节市天河城建开发投资有限公司
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【316】号 01

债券简称: 18 毕节停车场
债/18 毕节债

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 2025 年
12 月 03 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本。自
债券存续期的第 3 年起,
逐年分别按照债券发行
总额的 20% 的比例偿还
债券本金。

分析师

姓名:

王哲 王强

电话:

0755-82872643

邮箱:

wangzh@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

2018 年毕节市天河城建开发投资有限公司城市停车场 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	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 06 月 19 日	2019 年 06 月 12 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”)对毕节市天河城建开发投资有限公司(以下简称“毕节天河”或“公司”)及其 2018 年 12 月 03 日发行的城市停车场建设专项债券(以下简称“本期债券”)的 2020 年跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 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:公司区域环境仍较好, 为其发展提供良好基础; 后续市政业务持续性较好, 且获得的外部支持力度较大; 但中证鹏元也关注到, 本期债券募投项目未来进度及实现收益仍存在一定的不确定性, 公司资产流动性较弱、资金压力较大, 面临一定的偿债压力, 且存在一定的或有负债等风险因素。

正面:

- 区域环境较好, 为公司发展提供良好基础。2019 年毕节市实现地区生产总值为 1,901.36 亿元, 同比增长 8.0%; 七星关区是毕节市的政治、经济、科技文化和信息中心, 以煤电、化工、烟酒为主导产业, 同时新能源汽车、新型建材、食品药品、电商产业及商贸物流服务业发展迅速。
- 公司收入不断增长, 承担较多的市政工程项目, 后续市政业务持续性较好。公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体, 2019 年实现营业收入 6.48 亿元, 规模同比增加 7.43%; 截至 2019 年末, 公司主要在建代建项目较多, 剔除本期债券募投项目后, 公司主要在建代建项目预算总投资 131.91 亿元, 已投资 54.84 亿元, 业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。根据毕节市七星关区财政局文件, 2019 年公司收

到政府补助 0.90 亿元，增加了公司利润规模。

关注：

- **募投项目未来进度及实现收益存在一定的不确定性。**募投项目投资规模较大，建设期相对较长，2019 年末该项目累计已投资 8.49 亿元，占总投资规模的比例为 53.80%，与预期进度不符，未来受资金到位情况及实际销售和运营情况影响，募投项目实施进度及实现的收益均存在一定的不确定性。
- **公司资产以土地和应收款项为主，部分货币资金使用受限，流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货中土地和应收款项占总资产的比重分别为 35.58%和 32.14%，应收款项（包括应收工程款和往来款等）回收时间尚不确定，对公司资金形成一定占用，同时 2.28 亿元的货币资金使用受限，资产流动性较弱。
- **公司主业回款能力降低，未来资金压力较大。**2019 年公司政府市政项目业务回款能力进一步降低，收现比下降至 0.15；截至 2019 年末，公司主要在建项目（剔除已投大于总投的项目）至少尚需投资 96.95 亿元。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**截至 2019 年末，有息债务规模为 29.26 亿元，规模较大，且现金短期债务比为 0.89，考虑到货币资金中大部分为使用受限的存出保证金，现金资产对短期债务的保障程度较弱；2019 年 EBITDA 利息保障倍数持续下降至 0.56。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司为毕节市七星关区新宇建设投资有限公司（以下简称“新宇建投”）提供担保，担保金额合计 8.60 亿元，与当年末净资产规模之比为 13.72%；公司担保对象为国有企业，但未设置反担保措施，公司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	1,170,040.43	1,295,497.33	1,112,085.30
所有者权益	626,666.53	621,259.18	611,063.42
有息债务	292,621.06	343,014.60	327,852.50
资产负债率	46.44%	52.04%	45.05%
现金短期债务比	0.89	0.38	0.59
营业收入	64,806.17	60,322.77	56,950.29
营业外收入	9,007.21	0.56	12,000.00
利润总额	11,677.92	10,376.92	12,061.93
综合毛利率	12.06%	11.45%	16.40%
EBITDA	13,606.12	12,562.90	17,710.27
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.62	0.93
经营活动现金流净额	22,282.75	-60,182.56	-10,398.31
收现比	0.15	0.78	1.44

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2018年12月03日发行7年期8亿元公司债券，募集资金原计划用于毕节市七星关区城市停车场建设工程项目。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专户余额为596,588.34元。

二、发行主体概况

2019年度，公司注册资本、股权结构及控股股东均未发生变更，控股股东仍为毕节市开源建设投资（集团）有限公司，持有公司100%的股权；实际控制人仍为毕节市人民政府。2019年度，公司主营业务未发生变化，纳入合并范围的子公司减少1家，子公司明细情况见附录二。

表1 跟踪期内不再纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
毕节市天厦房地产开发有限公司 (以下简称“天厦房地产”)	100%	房地产开发经营等	划出

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

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，全国基础设施建设和投资（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和投资增长较快，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，基础设施建设和投资预计将会回暖，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

毕节市经济保持较快增长，但固定资产投资增速大幅下降

2019年毕节市实现地区生产总值 1,901.36 亿元，同比增长 8.0%，但绝对值有所下滑。其中，第一产业增加值 439.36 亿元，同比增长 5.7%；第二产业增加值 520.67 亿元，同比增长 6.8%；第三产业增加值 941.33 亿元，同比增长 9.9%，三次产业结构比例由 2018 年的 21.6:36.3:42.1 调整为 2019 年的 23.1:27.4:49.5，第三产业占比进一步上升，第二产业发展相对薄弱。人均地区生产总值为 28,378 元，为全国人均 GDP 的 40.03%，经济发展水平仍然较低。

依托于丰富的资源，毕节市形成了煤炭、化工、电力等支柱产业，以及新能源汽车、烟草、核桃、中药材等特色产业。2019年全市规模以上工业增加值同比增长 5.3%。支柱产业继续发力。分行业看，规模以上采矿业增加值同比增长 20.2%，规模以上制造业增加值同比下降 10.6%，规模以上电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长 17.2%。规模以上工业企业利润总额 24.12 亿元，同比增长 47.6%；营业收入利润率 4.4%，提高 1.85 个百分点。

2019年，全市固定资产投资同比增长 0.9%，增速较上年大幅下降。其中，工业投资同比增长 34.1%，交通投资同比下降 45.1%，房地产开发完成投资同比增长 28.2%。全市商品房销售面积 615.40 万平方米，同比增长 10.6%；商品房销售额 270.76 亿元，同比增长 8.9%。2019年毕节市社会消费品零售总额同比增长 6.3%，社会消费保持增长。2019年全市进出口总额为 2.22 亿美元，同比增长 2.5%；其中，进口总额 1,548 万美元，同比下降 72.4%；出口总额 2.07 亿美元，同比增长 28.6%。金融方面，2019年毕节市贷款余额保持较快增长，

同比增长 17.6%，但存款余额同比略降 0.5%。

表2 毕节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）	1,901.36	8.0%	1,921.43	10.2%
第一产业增加值	439.36	5.7%	414.76	6.9%
第二产业增加值	520.67	6.8%	697.03	9.3%
第三产业增加值	941.33	9.9%	809.64	12.5%
规模以上工业增加值	-	5.3%	-	10.5%
固定资产投资	-	0.9%	-	12.0%
社会消费品零售总额	-	6.3%	384.58	8.5%
进出口总额（亿美元）	2.22	2.5%	2.17	5.6%
存款余额	1,902.14	-0.5%	1,911.69	4.0%
贷款余额	1,860.07	17.6%	1,581.43	19.7%
人均 GDP（元）	28,378		28,794	
人均 GDP/全国人均 GDP	40.03%		44.54%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年毕节市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年毕节市实现公共财政收入130.25亿元，同比增长0.11%；实现政府性基金收入153.66亿元，同比增长16.19%；上级补助收入476.85亿元，同比增长21.00%。

七星关区经济进一步增长，其中第三产业保持高速增长态势

七星关区是毕节市的政治、经济、科技文化和信息中心，是西南地区重要的物资集散地。依托自然资源，七星关区以煤电、化工、烟酒为主导产业，同时新能源汽车、新型建材、食品药品、电商产业及商贸物流服务业发展迅速。2018年¹七星关区经济进一步增长，实现地区生产总值380.02亿元，同比增长10.5%；2018年，七星关区人均地区生产总值为32,736元，是全国人均地区生产总值的50.64%，经济发展水平较低。在商贸物流服务业的带动下，2018年七星关区第三产业增加值仍保持了较高的增长速度，为12.3%。同时值得注意的是，2018年七星关区固定资产投资增速下降至16.5%。

2018 年毕节市七星关区实现公共财政收入 26.58 亿元，同比增长 4.23%。其中税收收入 20.70 亿元，占公共财政收入比重为 77.88%；同期政府性基金预算收入 27.07 亿元，同比增长 22.29%；同期公共财政支出为 90.83 亿元，增长 29.81%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 29.26%²。

¹ 暂未从公开渠道获取毕节市七星关区 2019 年最新的相关数据。

² 数据来源：《毕节市七星关区 2018 年全区和区级财政执行情况及 2019 年全区和区级财政预算草案报告》

四、经营与竞争

公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体，主要承担七星关区城市基础设施和公益设施投资、环保项目的投资等。2019 年公司实现营业收入合计为 6.48 亿元，规模同比增加 7.43%，收入主要来自市政工程建设业务和房屋销售。2019 年公司市政工程建设业务收入占营业收入的比重达 72.32%，受工程结算进度的影响，该业务收入同比增长 14.47%。2019 年公司实现房屋销售收入 1.66 亿元，同比增长 58.14%，主要系茶亭溪苑和翠西苑楼盘销售结算规模增加所致。2019 年公司未实现土地转让，其他业务均为租金收入，规模不大，对整体收入水平形成一定补充。综合毛利率方面，2019 年公司综合毛利率增加至 12.06%，主要系毛利较高的租金业务收入占比提高所致。

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	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政结算	46,868.30	10.71%	40,942.86	10.71%
房屋销售	16,572.48	11.79%	10,479.38	13.08%
物业管理费	257.45	-49.17%	201.77	-41.64%
其他业务小计	1,107.95	87.16%	8,698.77	14.18%
合计	64,806.17	12.06%	60,322.77	11.45%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司承担较多的市政工程项目，后续市政项目收入持续性较好；但受项目进度和地方财政资金状况影响，公司市政工程回购收入未来可能存在一定的波动，且公司面临较大的资金压力

根据毕节市七星关区人民政府文件“七星府通【2011】27 号”，毕节市七星关区人民政府授权七星关区财政局根据公司工程项目进展情况，对公司（含全资子公司）承建的工程项目（含土地整理、道路建设、市政工程等）以不低于工程成本的价格进行回购。按照 2015 年 3 月 1 日公司（以及子公司天厦房地产开发）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托代建-回购合作协议书》，毕节市七星关区人民政府授权公司作为市政相关等项目的投资主体，按照毕节市七星关区人民政府的要求建设，并在建成后移交给毕节市七星关区人民政府，毕节市七星关区人民政府以政府回购的方式分期支付公司的投资额，公司获得市政相关等投资总额的 12%作为投资收益。2019 年毕节市七星关区财政局与公司结算了翠屏片区综合环境整治工程项目、桂花市场建设工程和同心公园建设工程，共计确认市政结算收入 4.69 亿元。

表4 2019年公司市政结算收入明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	2019 年确认收入
------	-------	-----	------------

翠屏片区综合环境整治工程项目	87,654.35	146,633.60	29,451.86
桂花市场建设工程	23,571.43	11,532.26	2,299.27
同心公园建设工程	116,001.19	85,815.16	15,117.17
合计	227,226.97	243,981.02	46,868.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目较多，截至 2019 年末，主要在建项目包括翠屏片区综合环境整治工程项目、同心公园、七星关区停车场和毕节市城市环境整治 19456 工程等代建项目；其中毕节市城市环境整治 19456 工程建设内容为倒天河水厂至碧阳大桥，全长 8.8 公里，包括建筑整治工程、景观及道路交通工程及桥梁装饰工程等，总投资规模为 70.61 亿元，建设工期为 36 个月。公司代建项目均纳入《委托代建-回购合作协议书》中，未来计划由政府回购，剔除本期债券募投项目后，2019 年末公司主要在建代建项目预算总投资 131.91 亿元，已投资 54.84 亿元，后续市政项目收入持续性较好；同时公司主要在建项目（包括本期债券募投项目，同时剔除已投大于总投的项目）至少尚需投资 96.95 亿元，存在较大的资金压力。但应注意到，公司收入规模受市政工程建设业务影响较大，且市政工程建设收入规模依赖于项目进度及政府结算安排，存在一定波动。

另外，本期债券募投项目（毕节市七星关区城市停车场建设工程项目）投资规模为 15.78 亿元，截至 2019 年末累计已投资 8.49 亿元，占总投资规模的比例为 53.80%，与预期进度不符（本期债券募投项目预计实施时间为 2015 年 4 月到 2017 年 9 月）；该项目未来收入分为停车场经营收入、停车位出售和配套商业出售三个部分，在城市停车场后期运营管理阶段，预计可取得收入 25.32 亿元。考虑到本期债券募投项目投资规模较大，前期由于资金募集时间长且个别征迁工作进展不顺利等原因，使得前期工作进展缓慢，未来能否按预计进度实施并实现预期收益存在一定的不确定性。

表5 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	累计投资
翠屏片区综合环境整治工程项目	8.77	14.66
同心公园	11.60	8.58
草海路	19.69	3.16
桂花市场建设项目	2.36	1.15
毕节市七星关区城市停车场建设工程项目*	15.78	8.49
体育公园建设项目	5.00	3.02
幸安路	0.80	0.27
七星关区阳山公园森林防火通道	1.12	0.46
南环东路	1.03	0.53
毕节市城市环境整治 19456 工程	70.61	5.38

倒天河二期环境整治工程项目	10.93	17.63
合计	147.69	63.33

注：（1）“*”表示本期债券募投项目；（2）翠屏片区综合环境整治工程项目于 2014 年出具可研批复，时间较早，后期加入零星工程以及成本上涨，使得截至 2019 年末已投金额远大于总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房地产业务均由子公司天厦房地产运营，2019 年公司实现房屋销售收入 1.66 亿元，同比增长 58.14%，主要系茶亭溪苑和翠西苑楼盘销售结算规模增加所致。2019 年公司将天厦房地产无偿划拨给母公司毕节市开源建设投资（集团）有限公司，且公司目前暂无开展房地产业务计划，未来该项业务将从公司剥离。

此外，2019 年公司实现租金等其他收入 1,107.95 万元，同比下降幅度较大，主要系受政府土地政策，当年度未实现土地转让收入。公司租金业务主要是按照公司（以及公司子公司天厦房地产）与毕节市七星关区人民政府签订的《委托经营管理协议书》，毕节市七星关区人民政府将所属的房屋、商铺，全权委托公司对外经营及管理，委托期限自 2012 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日止，租赁收入归公司所有；租赁收入等其他业务规模不大，对公司收入水平形成一定的补充。

公司在政府补助等方面获得的较大外部支持

作为毕节市七星关区重要的基础设施主体之一，公司需要较多资金进行投入。根据毕节市七星关区财政局文件，2018-2019 年，公司收到政府补助分别为 0.87 亿元和 0.90 亿元，增加了公司利润规模。

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2018 年审计报告和经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2019 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围减少 1 家子公司。

资产结构与质量

公司资产以土地和应收款项为主，部分货币资金使用受限，流动性较弱

2019 年公司因无偿划出子公司，资产规模同比减少 9.68%，2019 年末公司总资产 117.00 亿元；其中流动资产占总资产的比重为 98.45%，资产仍以流动资产为主。

表6 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	28,209.43	2.41%	27,196.76	2.10%
应收账款	86,318.72	7.38%	89,096.35	6.88%
预付款项	90,192.56	7.71%	158,484.89	12.23%
其他应收款	289,675.75	24.76%	221,537.23	17.10%
存货	550,984.80	47.09%	688,775.11	53.17%
其他流动资产	106,520.38	9.10%	108,884.16	8.40%
流动资产合计	1,151,901.64	98.45%	1,293,974.51	99.88%
资产总计	1,170,040.43	100.00%	1,295,497.33	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金为主要为银行存款。截至 2019 年末，公司货币资金 2.82 亿元，其中存出保证金账面价值 2.28 亿元，使用受限。截至 2019 年末，公司应收账款为 8.63 亿元，同比小幅减少，主要系划出天厦房地产所致；应收对象均为应收毕节市七星关区财政局的市政工程款，账龄均在 2 年以内。2019 年末公司预付款项为 9.02 亿元，同比减少 43.09%，主要系工程款项结算以及划出子公司所致；从账龄结构来看，预付款项账龄在 1 年以内的占为 29.65%、1-2 年的为 32.76%、2-3 年的为 5.47%、3 年以上的为 32.12%，部分预付款项账龄较长，对公司资金形成一定占用。2019 年末公司其他应收款为 28.97 亿元，同比增长 30.76%，主要新增来自与对 2019 年度划出子公司天厦房地产、毕节创美房地产开发有限公司（民营企业）和毕节市七星关区财政局等单位的往来款；欠款方前五名合计占比 82.65%，账龄以 2 年以内为主。2019 年末其他流动资产账面价值为 10.65 亿元，均为根据毕节市七星关区委区政府安排收购毕节博泰房地产开发有限公司开发项目的商业、住宅、车位等³。整体来看，公司应收款项部分应收对象为民营企业，需关注其回收风险，此外应收款项规模较大且回款时间尚不确定，对公司资金造成一定的占用。

公司存货主要由土地使用权、在建市政工程构成。2019 年末公司存货规模减少至 55.10 亿元，主要系无偿划出子公司所致；其中土地使用权账面价值下降至 41.63 亿元，占资产总额的比重为 35.58%，土地性质兼有划拨和出让，以出让地为主。

整体来看，公司资产以土地和应收款项为主，应收款项回款时间不确定，对公司资金造

³ 根据政府文件《中共毕节市七星委 1 届[2015]14 号》，计划由母公司毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“开源公司”）收购博泰房地产开发有限公司（以下简称“博泰公司”）部分资产，若一年以内博泰公司未回购该部分资产，则由开源公司自行处置；实际安排中，该资产由公司进行收购，主要收购款由开源公司支付，由于博泰公司未在一年内回购该部分资产，故根据上述文件指示，于 2018 年度转入为公司其他流动资产，同时公司将商业、住宅、车位对外销售，目前住宅已基本销售完毕，还有部分商业和车位正在销售中，但 2019 年未实现相关收入。

成一定的占用，部分货币资金使用受限，资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入规模有所增加，财政补贴对利润水平的贡献程度较高

公司作为毕节市市政工程建设开发的重要投融资主体，主要承担七星关区城市基础设施和公益设施投资、环保项目的投资等。2019 年公司实现营业收入合计为 6.48 亿元，规模同比增加 7.43%，收入主要来自市政工程建设业务和房屋销售。2019 年公司市政工程建设业务收入占营业收入的比重达 72.32%，受工程结算进度的影响，该业务收入同比增长 14.47%；2019 年末公司主要在建代建项目预算总投资 131.91 亿元，已投资 54.84 亿元，后续市政业务持续性较好，但受工程进度和结算安排的影响，预计公司未来收入规模仍呈现一定的波动性。2019 年公司实现房屋销售收入 1.66 亿元，同比增长 58.14%，主要系茶亭溪苑和翠西苑楼盘销售结算规模增加所致，2019 年，公司将天厦房地产无偿划拨给母公司毕节市开源建设投资有限公司（集团）有限公司，且公司目前暂无开展房地产业务计划，未来该项业务将从公司剥离。毛利率方面，公司市政工程建设业务毛利率较为稳定，2019 年公司综合毛利率增加至 12.06%，主要系毛利较高的租金业务收入占比提高所致。

作为七星关区投融资平台和市政项目建设主要主体，2019 年七星关区政府对公司的财政补贴为 0.90 亿元，占同期利润总额的 77.07%，财政补贴对利润水平的贡献程度较高。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	64,806.17	60,322.77
营业利润	2,670.71	10,392.09
其他收益	0.00	8,700.00
营业外收入	9,007.21	0.56
利润总额	11,677.92	10,376.92
净利润	10,673.68	10,195.76
综合毛利率	12.06%	11.45%

注：其他收益和营业外收入主要为政府补贴。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主业回款能力降低，面临较大的资金压力

公司收入主要来自于政府市政项目结算和房产销售，2019 年公司政府市政项目业务回款能力进一步降低，收现比下降至 0.15。2019 年由于公司收到往来款规模较大，公司经营活动

现金净流入 2.23 亿元。

2019 年公司投资支付现金 2.40 亿元，主要为存出货币保证金，导致当年度投资活动大幅净流出。为了缓解资金压力，2019 年公司通过借款为公司带来现金流入 2.63 亿元，同时由于公司偿还债务及利息的现金支出规模亦较大，筹集活动现金净流出 1.64 亿元。截至 2019 年末，公司主要在建项目未来需投入的资金量仍较大，后续公司仍面临较大的资金压力。

表8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.15	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	10,036.62	47,031.34
收到其他与经营活动有关的现金	131,115.21	266,870.24
经营活动现金流入小计	141,151.83	313,901.58
购买商品、接受劳务支付的现金	76,836.92	135,008.39
支付其他与经营活动有关的现金	40,132.96	232,501.27
经营活动现金流出小计	118,869.08	374,084.14
经营活动产生的现金流量净额	22,282.75	-60,182.56
投资活动产生的现金流量净额	-27,661.61	88.62
筹资活动产生的现金流量净额	-16,398.47	-5,116.22
现金及现金等价物净增加额	-21,777.34	-65,210.16

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

受划出子公司的影响，2019 年末负债总额同比减少 19.41%至 54.34 亿元；2019 年末所有者权益达 62.67 亿元，公司产权比率降低至 86.71%，权益对债务的保障程度有所提高。2019 年公司负债仍以流动负债为主，但流动负债占总负债的比重下降至 51.97%。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	543,373.89	674,238.15
所有者权益	626,666.53	621,259.18
产权比率	86.71%	108.53%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

其他应付款仍主要为往来款与保证金，截至 2019 年末，其他应付款规模为 23.34 亿元，同比有所减少；其中主要应付对象为母公司毕节市开源建设投资（集团）有限公司、毕节市兴农城乡建设发展有限公司等。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款和长期应付款，规模波动较大，2019 年末其余额为 3.16 亿元。公司非流动负债主要由长期借款、

应付债券和长期应付款构成。2019 年末公司长期借款余额为 15.03 亿元，主要系抵押和质押借款等，均为商业银行借款。2019 年末公司应付债券账面价值为 7.79 亿元，较上年基本无变动。2019 年末长期应付款余额为 3.28 亿元，主要欠款单位为中创财富有限公司、中国华融资产管理股份有限公司贵州省分公司等，借款利率为 7.2%-13%。

表10 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
其他应付款	233,378.04	42.95%	294,431.11	43.67%
一年内到期的非流动负债	31,630.66	5.82%	71,150.00	10.55%
流动负债合计	282,383.50	51.97%	402,373.56	59.68%
长期借款	150,300.00	27.66%	193,989.00	28.77%
应付债券	77,894.40	14.34%	77,875.60	11.55%
长期应付款	32,796.00	6.04%	0.00	0.00%
非流动负债合计	260,990.40	48.03%	271,864.60	40.32%
负债合计	543,373.89	100.00%	674,238.15	100.00%
其中：有息债务	292,621.06	53.85%	343,014.60	50.87%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司有息债务余额 29.26 亿元，占负债总额的比重为 53.85%，包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款；其中 2020 年需偿还的短期债务 3.16 亿元。从偿债能力指标来看，2019 年末公司资产负债率下降至 46.44%。2019 年由于公司即将到期的长期负债规模减少，现金短期债务比由上年的 0.38 提高至 0.89，但考虑到货币资金中大部分为使用受限的存出保证金，现金资产对短期债务的保障程度较弱。在利润水平提升的带动下，2019 年公司 EBITDA 有所增加，但由于资本化利息增多，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.56，债务保障能力较弱。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	46.44%	52.04%
现金短期债务比	0.89	0.38
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.62
有息债务/EBITDA	21.51	27.30

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3月19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，公司为新宇建投提供担保，担保金额合计8.60亿元，与当年末净资产规模之比为13.72%。新宇建投为国有企业，但公司对其的担保未设置反担保措施，且新宇建投有一笔信托借款存在未及时偿付的情况，信用有一定瑕疵，公司面临一定的或有负债风险。

七、评级结论

2019年毕节市实现地区生产总值为1,901.36亿元，同比增长8.0%，2018年七星关区实现地区生产总值380.02亿元，同比增加10.5%，公司外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础；2019年公司实现营业收入6.48亿元，规模同比增加7.43%，收入不断增长；2019年末公司主要在建代建项目较多，后续市政业务持续性较好；公司获得的外部支持力度仍然较大。

但中证鹏元也关注到，本期债券募投项目投资规模较大，建设期相对较长，未来受资金到位情况及实际销售和运营情况影响，募投项目实施进度及实现的收益均存在一定的不确定性。公司资产以土地和应收款项为主，应收款项回收时间尚不确定，对公司资金形成一定占用，同时部分货币资金使用受限，资产流动性较弱。2019年公司收现比下降至0.15，主业回款能力降低，公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。公司有息债务规模较大，且EBITDA利息保障倍数持续下降，偿债指标表现较弱，公司面临一定的偿债压力。此外，2019年末公司对外担保金额与当年末净资产规模之比为13.72%，且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，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，评级展望维持为稳定。

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	28,209.43	27,196.76	92,406.92
应收账款	86,318.72	89,096.35	89,833.36
预付款项	90,192.56	158,484.89	210,792.82
其他应收款	289,675.75	221,537.23	99,390.92
存货	550,984.80	688,775.11	618,019.36
其他流动资产	106,520.38	108,884.16	0.00
资产总计	1,170,040.43	1,295,497.33	1,112,085.30
预收款项	0.00	22,094.46	31,177.75
其他应付款	233,378.04	294,907.49	129,192.61
一年内到期的非流动负债	31,630.66	71,150.00	155,761.50
长期借款	150,300.00	193,989.00	172,091.00
应付债券	77,894.40	77,875.60	0.00
长期应付款	32,796.00	0.00	0.00
负债合计	543,373.89	674,238.15	501,021.89
有息债务	292,621.06	343,014.60	327,852.50
所有者权益	626,666.53	621,259.18	611,063.42
营业收入	64,806.17	60,322.77	56,950.29
营业利润	2,670.71	10,392.09	812.63
净利润	10,673.68	10,195.76	12,072.88
经营活动产生的现金流量净额	22,282.75	-60,182.56	-10,398.31
投资活动产生的现金流量净额	-27,661.61	88.62	-55.51
筹资活动产生的现金流量净额	-16,398.47	-5,116.22	56,791.07
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	12.06%	11.45%	16.40%
收现比	0.15	0.78	1.44
产权比率	86.71%	108.53%	81.99%
资产负债率	46.44%	52.04%	45.05%
现金短期债务比	0.89	0.38	0.59
EBITDA（万元）	13,606.12	12,562.90	17,710.27
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.62	0.93
有息债务/EBITDA	21.51	27.30	18.51

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年末纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	主营业务	合并年份
毕节市天川房屋拆迁有限责任公司	100%	房屋拆迁	2004 年
毕节市天和物业管理有限公司	100%	物业管理	2016 年
毕节市城乡第四建筑工程有限公司	100%	建筑施工等	2017 年

资料来源：公司 2019 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
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	$\text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

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。