



2020年黔西南州兴安开发投资有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员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： 

2020年黔西南州兴安开发投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-22	2020-5-29

评级观点

- 中证鹏元对黔西南州兴安开发投资有限公司（以下简称“兴安投资”或“公司”）及其 2020 年 6 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，代建收入有一定保障，并继续获得一定的外部支持，国有土地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较弱，资金支出压力较大、面临很大的偿债压力，且存在较大的或有风险等风险因素。

未来展望

- 公司为黔西南布依族苗族自治州公司重要的基础设施建设主体，代建业务持续性较好，有望继续获得一定的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：20 兴安债

债券剩余规模：9.00 亿元

债券到期日期：2027 年 06 月 22 日

偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在存续期内第 3-7 年末分别按照发行总额 20%的比例偿还本金

增信方式：抵押担保

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	370.72	349.50	373.47
所有者权益	119.56	113.01	101.83
总债务	211.88	187.84	197.19
资产负债率	67.75%	67.67%	72.73%
现金短期债务比	0.05	0.52	1.57
营业收入	5.63	4.98	4.79
利润总额	0.97	1.12	1.21
销售毛利率	58.37%	57.86%	64.71%
EBITDA	3.26	1.73	1.62
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.14	0.13
经营活动现金流净额	2.50	6.69	2.36
收现比	1.39	1.28	1.13

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）实现地区生产总值1,353.40亿元，同比增长4.7%，增速高于全国平均水平，为公司发展提供了良好的基础。
- **未来公司代建收入有一定保障。**公司为黔西南州重要的基础设施建设主体，承担了义龙新区大量的基础设施及保障房项目的建设；截至2020年末，公司已签订代建协议的在建项目规模较大，未来代建业务收入有一定保障。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2020年公司获得义龙新区财政局注入的专项资金，资本实力有所增强；获得政府拨付的财政补助，对利润规模有所补充。
- **国有土地抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**根据北京中锋资产评估有限责任公司出具的评估基准日为2018年9月28日的土地估价报告，截至2021年6月13日，公司用于抵押增信的土地使用权评估价值为本期债券剩余本金及一年利息的2.13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。**截至2020年末，公司存货和其他应收款合计占资产总额的比重超过90%，存货以土地使用权及在建工程项目为主，土地使用权受限比例很高，整体流动性较弱。
- **公司资金支出压力依然较大。**截至2020年末，公司主要在建项目资金需求较大，未来仍面临较大的资本开支压力。
- **公司面临很大的偿债压力。**截至2020年末，公司总债务规模较大，公司资产负债率处于较高水平，期末现金类资产对短期债务的保障程度很低，公司面临很大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有风险。**截至2020年末，公司对外担保规模较大，且大多未设置反担保措施，部分被担保人未按期偿还借款；另外，因对外担保、拆迁及工程单位申请保全原因，公司部分土地资产被查封，公司面临较大的或有风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年6月发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于义龙新区大数据产业园绿色大数据南方基地三期工程。截至2021年6月2日，本期债券募集资金专项账户余额为5,736.55万元。

三、发行主体概况

2020年公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本仍为3,000.00万元，黔西南州国有资产管理局持有公司100%股权，为公司控股股东及实际控制人。2020年公司合并报表范围新增1家子公司，1家子公司因注销不再纳入合并范围，具体如下表所示。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
黔西南州广厦实业集团有限公司	100%	15,000.00	建材销售	新设
2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
贵州云屯咖啡食品有限公司	100%	50.00	咖啡、快餐	注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产



投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得

防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域环境

黔西南州经济保持较快增长，传统支柱行业对工业发展形成较好支撑

黔西南州位于贵州省西南部，属珠江水系南北盘江流域，地处黔、滇、桂三省区结合部。全州国土面积 16,804 平方公里，辖 1 市、7 县及 1 区，即兴义市、兴仁县、安龙县、贞丰县、普安县、晴隆县、册亨县、望谟县和义龙新区。黔西南州已通行南（宁）昆（明）铁路、沪昆高铁；公路方面，现已开通 324 和 320 国道、汕（头）昆（明）高速、镇（宁）胜（境关）高速、晴（隆）兴（义）高速、惠（水）兴（仁）高速、关（岭）兴（义）高等级公路；此外，黔西南州通航河道 50 条，航道总长 1,017.33 千米，兴义万峰林机场可通往国内部分城市。黔西南州水电资源丰富，可供开发的水能资源发电量达 1,000 万千瓦以上，是全国三大水电基地之一的红水河水电基地的重要组成部分，也是“西电东送”的重要电源基地及电力枢纽。

2020 年黔西南州实现地区生产总值 1,353.40 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.7%，增速高于全国平均，地区经济继续保持较快增长。其中，第一产业增加值 249.35 亿元，增长 6.5%；第二产业增加值 462.99 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 641.06 亿元，增长 3.5%。2020 年黔西南州人均 GDP 为全国人均 GDP 的 61.96%，地区经济发展水平相对落后。

凭借良好的资源禀赋，黔西南州形成了以能源、化工、冶金、建材等传统工业为支撑，以特色产业（农特产品、中药及酿酒）为助力，大力推进旅游业及新兴产业发展的产业布局。2020 年黔西南州规模以上工业增加值同比增速为 5.7%。其中，金属制品业工业增加值比上年增长 60.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 13.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 18.7%，电力、热力生产和供应业增长 7.1%，传统支柱行业对工业发展形成较好支撑。

2020 年黔西南州固定资产投资增速为 7.5%，增速有所回升，其中农、林、牧、渔业及采矿业固定资产投资同比增长较快。2020 年全州社会消费品零售总额同比增长 5.40%。2020 年黔南州旅游产业受疫情影响较大，2020 年全州旅游总人数比上年下降 30.0%，旅游总收入下降 30.7%。

表 1 黔西南州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,353.40	4.7%	1,272.80	9.8%
第一产业增加值	249.35	6.5%	-	-



第二产业增加值	462.99	5.3%	-	-
第三产业增加值	641.06	3.5%	-	-
工业增加值	-	5.7%	-	12.1%
固定资产投资	-	7.5%	-	5.8%
社会消费品零售总额	-	5.40%	-	5.9%
进出口总额（亿元）	3.11	-2.4%	-	-
存款余额	1,501.55	1.81%	1,474.83	-0.9%
贷款余额	1,575.61	14.50%	1,376.03	21.8%
人均 GDP（元）		44,887		44,412
人均 GDP/全国人均 GDP		61.96%		62.65%

注：“-”表示数据未公开披露；工业增加值 2020 年统计口径为规模以上工业增加值，2019 年统计口径为全部工业增加值；2019 年人均 GDP 按常住人口 286.59 万人计算。

资料来源：黔西南州 2020 年国民经济和社会发展统计公报，黔西南州 2020 年全州和州本级预算执行情况与 2021 年全州和州本级预算草案报告，2019 年 12 月贵州省统计月报，中证鹏元整理

2020 年黔西南州实现公共财政收入 113.13 亿元，同比增长 3.14%，其中税收收入 45.49 亿元，占公共财政收入比重为 40.21%；实现政府性基金收入 157.73 亿元；同期黔西南州公共财政支出为 407.93 亿元，同比增长 6.2%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 27.73%，财政自给率较低。

黔西南州义龙新区，原为 2013 年 6 月 2 日成立的黔西南州义龙试验区，2014 年 12 月 26 日，更名为贵州省城乡统筹发展综合改革义龙试验区（简称“义龙新区”），地处兴义市、兴仁县、安龙县三县市结合部，位于“兴兴安贞半小时经济圈”核心区。辖顶效经济开发区、安龙经济开发区二个省级经济开发区，以及顶效、郑屯、万屯、鲁屯、龙广、新桥、木咱、德卧、雨樟九镇，92 个行政村，1,202 个村民小组，总人口 33.07 万人。区内南昆铁路、汕昆高速、惠兴高速、晴兴高速等路网穿境而过。自成立以来，义龙新区推进“三路、三桥、三园”基础设施建设，加快区内招商引资，并初步规划建设医药产业、机械制造业、电子科技产业、生态载能产业、现代服务业及旅游休闲业六大产业板块。2019 年义龙新区实现地区生产总值 160.4 亿元（暂估数，下同），按可比口径计算同比增长 10.2%。

2020 年，义龙新区实现一般公共预算收入 9.04 亿元，同比增长 18.8%；实现政府性基金收入 25.42 亿元，同比下降 23.93%；同期义龙新区公共财政支出为 28.84 亿元，同比增长 1.14%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 35.56%。

五、经营与竞争

2020 年公司营业收入同比增长 13.12%，基础设施代建业务依然为公司最主要的收入来源。但受疫情影响工程进度，当期基础设施代建业务收入同比有所下降。2020 年公司土地整治及转让业务收入主要来源于土地转让。受大数据产业园机柜出租率提升影响，2020 年大数据云服务收入增长较快。其他收入主要包括建筑施工收入、商贸收入及租赁收入等。2020 年公司综合毛利率保持稳定。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）



项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建	27,391.80	100.00%	35,947.37	84.69%
土地整治及转让	5,171.18	13.16%	627.73	0.57%
大数据云服务	8,569.18	23.88%	3,969.21	3.19%
其他	15,161.75	18.08%	9,219.60	-19.31%
合计	56,293.91	58.37%	49,763.93	57.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司代建收入有所下滑，在建项目较多，未来代建收入有一定保障，但同时也面临较大的资金压力

公司与义龙新区管委会签订了《项目委托管理协议》，公司负责项目的资金筹措及建设管理，义龙新区管委会按照约定每年按公司实际投资额的15%向公司支付代建管理费。

2020年，公司实现代建收入2.74亿元，具体如下表所示。毛利率方面，因公司将收到的代建管理费确认收入，该业务毛利率为100.00%。

表3 2020 年公司代建收入情况（单位：万元）

时间	项目名称	投资支出	确认收入
2020 年	一线穿六湖和展览中心	33,576.32	5,036.45
	关兴大道	22,953.15	3,442.97
	2015 年鲁屯镇棚户区改造项目	18,927.56	2,839.13
	2015 顶效镇棚户区改造项目（马别）	15,030.75	2,254.61
	义龙大道	14,231.41	2,134.71
	2015 年万屯镇棚户区改造项目	13,179.65	1,976.95
	2015 年新桥镇棚户区改造项目	11,720.00	1,758.00
	园林酒店	8,354.24	1,253.14
	义龙新区 2015 年万屯镇公共租赁住房建设项目	8,301.91	1,245.29
	东峰林大道	7,401.44	1,110.22
	湖景酒店	7,086.55	1,062.98
	2015 年德卧镇棚户区项目	3,812.55	571.88
	其他	18,036.59	2,705.47
	合计	182,611.99	27,391.80

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建代建项目计划总投资362.38亿元，已投资167.06亿元，尚需投资195.32亿元，具体见附录五。随着代建项目推进，未来公司基础设施代建业务持续性较好，但考虑到尚需投资金额较大，公司仍面临较大的资金压力。

公司土地整治业务收入持续性不强

公司及子公司贵州义龙（集团）投资管理有限公司（以下简称“义龙投资”）与贵州顶效经济开发区管委会签订的《委托土地整治协议书》2018年到期后未续签，2019-2020年公司均未开展土地整治业



务，未获得土地整治收入。

2020年公司与贵州长远康置业有限公司签订土地转让合同，转让一宗土地，转让金额5,171.18万元，具体如下表所示。截至2020年末，公司存货中土地面积957.71万平方米，账面价值为122.88亿元，其中115.28亿元的土地处于抵押或被查封状态，抵押比例高，且土地转让受政府规划和土地市场影响较大，未来土地转让收入存在较大不确定性。

表4 2020年公司土地转让明细（单位：平方米、元/平方米、万元）

时间	土地证编号	土地位置	土地用途	土地面积	转让单价	土地出让收入
2020年8月26日	黔（2019）顶效开发区不动产权第0000203号	义龙新区鲁屯镇合营村	商住用地	40,551.00	1,390.00	5,171.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

大数据云服务、建筑施工等其他业务收入增长较快，对公司营业收入形成了较好补充

公司大数据云服务主要由子公司贵州义龙云大数据开发建设有限公司（以下简称“义龙云”）负责，主要从事数据处理、储存、机柜租赁等业务。2020年义龙云实现营业收入0.86亿元，同比增长115%，主要系大数据产业园机柜出租率提升所致。

建筑施工业务主要由公司合并范围内代管的贵州钧鹏建设工程有限公司（以下简称“钧鹏建设公司”）负责，2020年钧鹏建设公司工程量增加，当期实现收入0.95亿元，同比增长137.5%。公司大数据云服务及建筑施工等业务收入增长较快，对营业收入形成了较好补充。

公司继续获得一定的外部支持

公司为黔西南州重要的基础设施建设主体，2020年公司继续获得一定的外部支持。2020年公司获得义龙新区财政局拨付的5.80亿元项目建设资本金，计入资本公积，充实公司资本实力；收到政府补助203.50万元，对利润规模形成一定补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的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2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2020年末，公司合并范围内的子公司共26家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，资产结构以土地、代建项目支出及应收款项为主，公司土地受限比例很高，整体资产流动性依然较弱



2020年末公司总资产规模同比增长6.07%。资产结构仍以流动资产为主，期末流动资产占总资产的比重为95.85%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.65	0.45%	4.97	1.42%
预付款项	21.27	5.74%	12.39	3.54%
其他应收款（合计）	54.34	14.66%	51.71	14.79%
存货	276.22	74.51%	263.17	75.30%
流动资产合计	355.35	95.85%	335.73	96.06%
非流动资产合计	15.37	4.15%	13.77	3.94%
资产总计	370.72	100.00%	349.50	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

货币资金主要为银行存款，随着项目工程投资及公司债务的偿付，2020年末公司货币资金规模下降至1.65亿元，期末无受限货币资金。预付款项主要为预付工程款，随着项目施工进度推进，2020年末预付款项同比增加71.67%。其他应收款主要为应收政府相关部门及下属企业往来款、拆借款及项目工程款，截至2020年末，主要应收对象包括贵州智泰建设工程有限公司义龙新区分公司、郑屯财政分局、鲁屯财政分局、贵州万峰（集团）实业有限公司及龙广财政分局，回款时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。存货主要为代建工程及待开发土地。随着工程建设持续投入，公司存货规模保持增长。截至2020年末，公司存货中土地使用权面积合计957.71万平方米，账面价值合计122.88亿元，其中账面价值为111.51亿元的土地已用于抵押，3.77亿元土地被查封。

总体来看，公司资产以存货和应收款项为主，应收款项对资金形成较大占用，存货中土地受限比例很高，整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2020 年公司营业收入稳定增长，整体业务可持续性较好

2020 年公司营业收入同比增长 13.05%。公司在建代建项目较多，未来代建业务持续性较好；随着大数据产业园机柜出租率提升，公司大数据云服务收入快速增长；工程建设等其他收入亦对营业收入形成较好补充，整体业务可持续性较好。

毛利率方面，公司将收到的代建管理费确认收入，代建业务毛利率为100.00%，土地转让业务毛利率受当期土地市场交易情况影响，有所波动。总体来看，2020年公司毛利率水平保持相对稳定。2020年公司收现比小幅提升至1.39，收现情况保持在较好水平。

2020 年公司利润总额同比下降 13.39%，主要系当期财务费用大幅增加所致。2020 年公司收到 0.41 亿元政府补助，占当期利润总额的 41.24%，有效提升公司利润水平。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	5.63	4.98
收现比	1.39	1.28
营业利润	0.94	1.14
营业外收入	0.03	0.02
利润总额	0.97	1.12
销售毛利率	58.37%	57.86%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

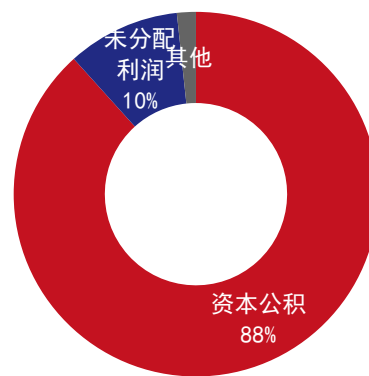
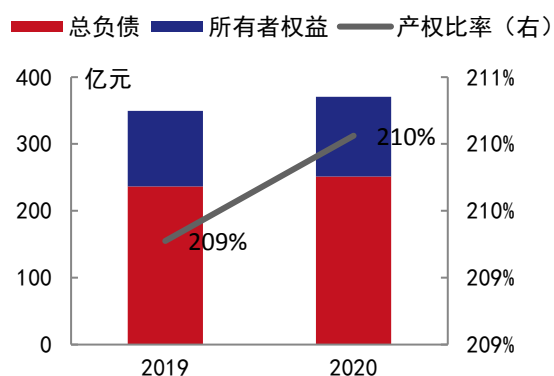
资本结构与偿债能力

公司总债务规模大，面临很大偿债压力

随着融资规模增加，2020年公司负债规模有所增长，当期政府拨付项目建设资本金对公司资本实力有所提升，所有者权益持续增长。综合影响下，期末产权比率上升至210.06%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较差。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构以非流动负债为主，截至2020年末，非流动负债占总负债的比重为73.97%。

其他应付款主要为非金融机构借款、往来款及工程款。2020年公司清理部分往来款项，期末其他应付款余额大幅减少。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、长期非金融机构借款及应付债券。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款（合计）	37.83	15.06%	45.83	19.38%
一年内到期的非流动负债	14.95	5.95%	9.44	3.99%
流动负债合计	65.38	26.03%	63.65	26.91%
长期借款	100.52	40.02%	96.61	40.85%
应付债券	22.34	8.89%	11.08	4.68%

长期应付款（合计）	10.03	4.00%	10.18	4.31%
其他非流动负债	52.89	21.06%	54.97	23.25%
非流动负债合计	185.78	73.97%	172.85	73.09%
负债合计	251.16	100.00%	236.49	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司长期借款共计 100.52 亿元，主要包括抵押借款、质押借款及信用借款，其中抵押物为公司持有的土地使用权、质押物为应收账款，利率位于 4.55%-14.00%。2020 年公司新增发行“20 兴安债”及“21 兴安债 01”，期末应付债券余额大幅增长，截至 2020 年末，公司存续债券共 3 期，债券余额合计 25.34 亿元。长期应付款主要系农户投资款、融资租赁款、非金融机构借款及楼纳田园综合体等项目专项应付款。其他非流动负债主要系公司通过其他公司借入的有息借款，用于项目建设垫付资金，规模较大。

图 3 公司债务占负债比重

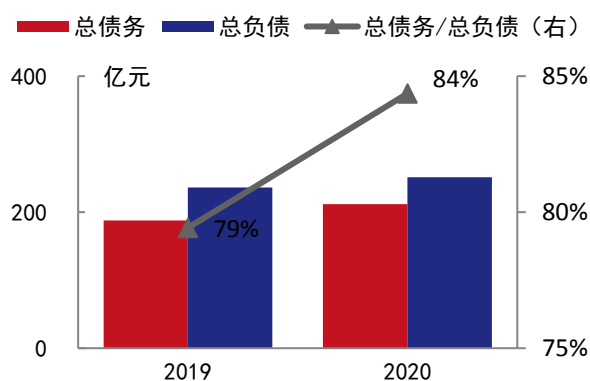
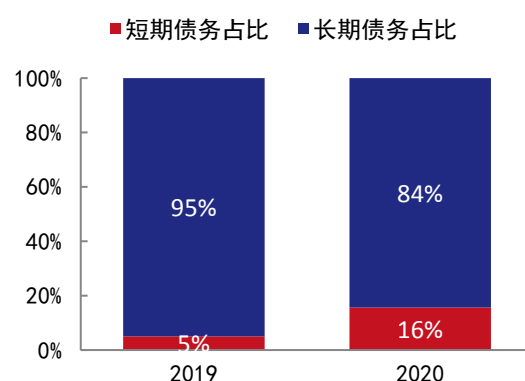


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着融资规模的扩大，2020 年末公司总债务规模同比增长 12.80%，期末总债务占负债总额的比重增至 84.26%，债务规模较大，公司面临较大的偿债压力。

2020 年公司收入规模扩大，当期 EBITDA 规模有所增长。但由于总债务规模大，利息支出较多，期末 EBITDA 利息保障倍数依然处于较低水平。受短期债务规模上升较快影响，2020 年公司现金短期债务比下降至 0.05，现金类资产对短期债务的保障程度很低。

表 8 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	67.75%	67.67%
现金短期债务比	0.05	0.52
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.14

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月7日），公司本部以及子公司义龙投资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；公司本部及子公司义龙投资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2020年末，公司对外担保金额为31.46亿元，占同期末净资产的比重为26.31%，主要担保对象为政府下属部门或企业。被担保对象中，贵州脑滋源生物科技有限责任公司（以下简称“脑滋生物”）为民营企业。根据中国执行信息公开网，2021年5月脑滋生物被列为被执行人，被执行金额为36.34万元。公司对外担保规模较大，且大多未设置反担保措施，面临较大的或有负债风险。

另外，公司子公司贵州义龙（集团）投资管理有限公司为贵州恒富通建设工程有限公司担保借款1850万元，截至2021年5月末，该笔借款尚未清偿，公司面临一定的代偿风险。

表9 截至 2020 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
贵州宏义资产管理有限公司	126,458.00	2036-9-27	否
黔西南州土地储备中心	50,000.00	2021-2-4	否
贵州万峰（集团）实业有限公司	35,000.00	2028-2-22	否
贵州万峰（集团）实业有限公司	24,699.77	2022-7-30	否
贵州义龙大数据开发建设有限公司	23,000.00	2026-5-16	否
贵州义龙大数据开发建设有限公司	15,395.48	2023-3-8	否
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	7,280.00	2027-9-14	否
贵州脑滋源生物科技有限责任公司	1,600.00	2022-2-3	是
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	1,456.00	2021-8-15	否
贵州泽丰农业扶贫开发有限公司	720.00	2027-9-14	否
贵州博远工程建设有限责任公司	29,000.00	2029-3-21	否
合计	314,609.25	--	--

资料来源：公司提供

公司子公司义龙投资因与十一冶建设集团有限责任公司建设工程施工合同纠纷及贵州中耀华建建筑股份有限公司涉及善林（上海）金融信息服务有限公司的非法集资案，查封了义龙投资名下共6宗土地。截至2020年末，公司因对外担保、拆迁及工程单位申请保全原因被查封的土地资产账面价值合计3.14亿元。

表10 截至 2020 年末公司被查封资产明细（单位：万元）

公司名称	土地权证	账面价值
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000256 号	554.37
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000257 号	482.76



贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000258 号	554.64
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2019）顶效开发区不动产权第 0000514 号	956.98
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2019）顶效开发区不动产权第 0000886 号	7,178.31
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	义龙国用（2014）第 138 号	21,241.52
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	黔（2019）顶效开发区不动产权第 0000887 号	384.87
合计	-	31,353.45

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效提升债券的信用水平

为提升本期债券到期本息的偿付保障程度，公司以其自身及子公司合法拥有的 30 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。截至 2021 年 5 月末，30 宗土地已全部办理了抵押登记手续。

表11 本期债券抵押土地明细（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地位置	性质	土地用途	面积	评估价值
义龙国用（2014）第 140 号	顶效合心社区	出让	商住用地	8,694.00	1,477.11
义龙国用（2014）第 132 号	顶效合心社区	出让	商住用地	16,597.00	2,819.83
义龙国用（2014）第 145 号	顶效合心社区	出让	商住用地	16,734.00	2,510.10
义龙国用（2014）第 160 号	顶效合心社区	出让	商住用地	2,981.00	506.47
义龙国用（2014）第 161 号	顶效顶效社区	出让	商住用地	1,052.00	178.73
义龙国用（2014）第 147 号	义龙大道旁	出让	商住用地	81,877.00	12,281.55
义龙国用（2014）第 156 号	义龙大道旁	出让	商住用地	2,193.00	328.95
义龙国用（2014）第 157 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	1,540.00	246.40
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000195 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	60,152.20	10,225.79
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000196 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	67,476.40	12,145.75
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000197 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	34,627.40	6,232.93
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000202 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	62,739.20	11,293.06
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000198 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	58,461.60	9,880.78
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000199 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	28,015.50	5,042.79
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000200 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	22,122.10	3,981.98
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000201 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	37,703.40	6,711.21
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000203 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	15,787.00	2,652.22
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000204 号	义龙新区鲁屯镇	出让	商住用地	57,502.60	10,155.36
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000206 号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	53,992.00	9,718.56
黔（2018）顶效开发区不动产权第 0000207 号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	45,970.90	8,274.76



黔（2018）顶效开发区不动产权第0000213号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	64,608.30	12,598.62
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000210号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	34,983.70	6,821.82
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000208号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	47,898.90	9,340.29
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000209号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	52,018.30	9,883.48
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000212号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	50,591.10	9,612.31
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000215号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	35,055.30	6,660.51
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000211号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	43,132.50	7,548.19
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000214号	义龙新区顶效镇	出让	商住用地	63,073.40	11,668.58
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000231号	义龙新区鲁屯镇	出让	商服用地	25,322.00	5,824.06
黔（2018）顶效开发区不动产权第0000232号	（酒店）	出让	商服用地	46,729.00	10,747.67
合计		-	-	1,139,630.80	207,369.86

资料来源：公司提供

根据北京中锋资产评估有限责任公司 2018 年出具的土地估价报告（估价基准日为 2018 年 9 月 28 日），本期债券抵押资产评估价值为 20.74 亿元，截至 2021 年 6 月 13 日，抵押资产评估价值为本期债券剩余本金及一年利息的 2.13 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

但值得注意的是，由于抵押的土地使用权资产规模相对较大，能否集中变现且变现金额的规模具有不确定性，存在一定的集中处置风险。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。



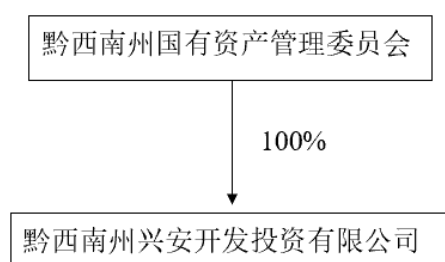
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	1.65	4.97	17.11
其他应收款（合计）	54.34	51.71	91.80
存货	276.22	263.17	236.19
流动资产合计	355.35	335.73	361.70
非流动资产合计	15.37	13.77	11.77
资产总计	370.72	349.50	373.47
短期借款	0.50	0.05	0.00
其他应付款（合计）	37.83	45.83	70.04
一年内到期的非流动负债	14.95	9.44	10.88
流动负债合计	65.38	63.65	85.33
长期借款	100.52	96.61	96.03
应付债券	22.34	11.08	13.83
长期应付款	7.86	8.39	11.54
其他非流动负债	52.89	54.97	64.90
非流动负债合计	185.78	172.85	186.31
负债合计	251.16	236.49	271.64
总债务	211.88	187.84	197.19
所有者权益	119.56	113.01	101.83
营业收入	5.63	4.98	4.79
营业利润	0.94	1.14	1.51
其他收益	0.00	0.00	0.01
利润总额	0.97	1.12	1.21
经营活动产生的现金流量净额	2.50	6.69	2.36
投资活动产生的现金流量净额	-1.18	-0.77	-7.48
筹资活动产生的现金流量净额	-4.64	-18.06	-14.30
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	58.37%	57.86%	64.71%
收现比	1.39	1.28	1.13
资产负债率	67.75%	67.67%	72.73%
现金短期债务比	0.05	0.52	1.57
EBITDA（亿元）	3.26	1.73	1.62
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.14	0.13

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



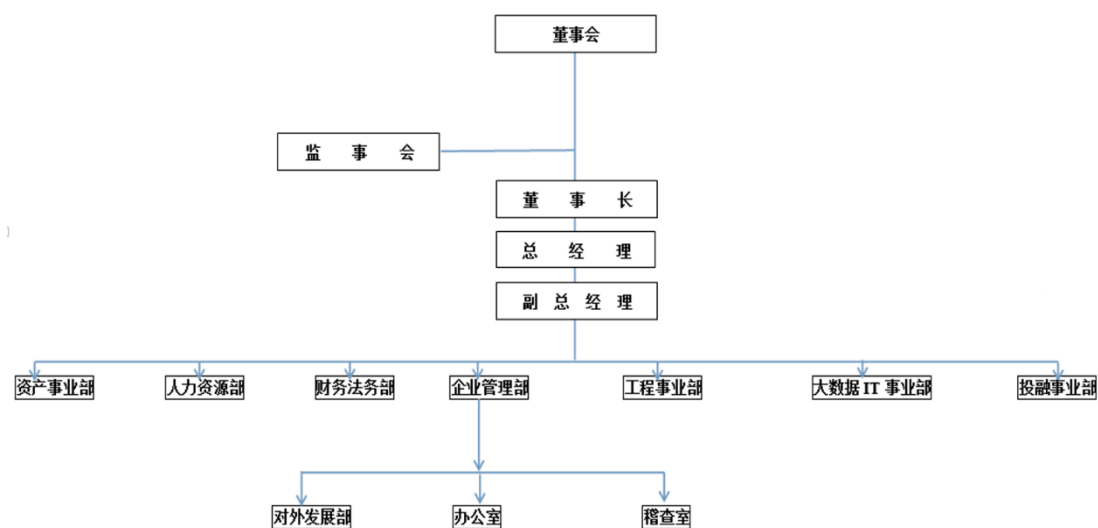
附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	级次	注册资本	持股比例	主营业务
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	二级	83,141.00	75.27%	承担义龙实验区域内基础设施建设、土地一级开发等
贵州盛世鑫源文化旅游有限公司	三级	20,000.00	51.00%	民族文化知识培训、咨询等
贵州省楼纳建筑师公社项目投资管理有限公司	四级	2,000.00	100.00%	企业登记代理、财务咨询等
贵州园方建筑工程有限公司	三级	8,000.00	100.00%	房屋建筑工程、市政公用工程等
贵州义龙云大数据开发建设有限公司	三级	9,000.00	100.00%	数据处理、存储等
贵州金义大数据开发有限公司	四级	10,000.00	51.00%	信息系统集成服务等
贵州义龙益新建材有限公司	三级	2,000.00	100.00%	建材、砂石、商砼贸易等
贵州义龙恒鼎房地产开发有限公司	三级	2,000.00	100.00%	房地产开发等
贵州义龙融天资产管理有限公司	三级	10,000.00	100.00%	资产管理等
贵州义龙新天商贸有限公司	三级	2,000.00	100.00%	商品贸易等
贵州义龙优购超市有限公司	四级	500.00	100.00%	日用百货零售等
贵州义龙安信物业管理有限公司	三级	100.00	100.00%	物业管理等
贵州义龙安信物业管理有限公司阿泥便民超市	四级	100.00	100.00%	日用百货零售等
贵州楼纳田园综合体旅游开发有限公司	三级	2,000.00	100.00%	旅游资源开发和经营管理
贵州楼纳田园旅行社有限公司	四级	500.00	100.00%	入境、国内及出境旅游业务等
贵州众汇劳务有限公司	三级	2,000.00	100.00%	人力资源供求信息服务
贵州义龙旅游集团开发有限公司	三级	1,000.00	100.00%	旅游资源开发和经营管理
贵州义龙新区星时光文化传媒有限公司	四级	400.00	100.00%	文艺创作与表演等
贵州省鑫昌淀粉科技有限公司	三级	5,000.00	70.00%	淀粉产业发展及科研和开发等
贵州明镜酒店有限公司	三级	2,000.00	100.00%	酒店、客房、餐饮等
贵州钧鹏建设工程有限公司	委托代 管	12,000.00	100.00%	水利工程、房屋建筑工程、市政公用工程、公路工程、土地整治工程、园林绿化工程
贵州湖景酒店有限公司	三级	2,000.00	100.00%	酒店、客房、餐饮等
义龙新区卓繁商贸有限公司	三级	5,000.00	100.00%	商品贸易等
贵州义龙新区寰宇测绘有限公司	四级	50.00	100.00%	测绘咨询服务等
贵州义龙水务有限责任公司	三级	5,000.00	100.00%	自来水供应等
黔西南州广厦实业集团有限公司	一级	15,000.00	100.00%	建材销售等

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2020 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
东峰林大道	509,738.78	279,563.20	230,175.58	是
义龙大道	449,290.43	168,426.34	280,864.09	是
关兴大道	349,935.92	214,170.53	135,765.39	是
马岭河大桥（1 号、3 号、4 号）	244,178.06	60,885.43	183,292.63	是
安龙公租房-郑屯-万屯-鲁屯-顶效棚户区改造	153,214.00	150,032.07	3,181.93	是
保障性住房项目（8 乡镇）	746,641.15	427,237.81	319,403.34	是
义龙新区 1 号路	122,500.00	35,862.31	86,637.69	是
马别大道	78,225.30	11,532.62	66,692.68	是
一线穿六湖	154,400.00	91,676.91	62,723.09	是
职教路	16,716.00	12,428.76	4,287.24	是
大数据项目建设	23,500.00	9,464.00	14,036.00	是
樱花大道	142,113.31	5,334.00	136,779.31	是
新德龙工业园区	159,000.00	30,378.44	128,621.56	是
义龙山地旅游博览馆、篮球馆	118,891.53	43,667.88	75,223.65	是
科技园区路网	9,780.00	8,727.91	1,052.09	是
安远电动车标准化厂房建设项目	41,000.00	8,226.39	32,773.61	是
顶效立交望湖水库	8,839.78	3,553.10	5,286.68	是
木咱稻香小城镇建设（小城镇建设）	82,733.00	26,618.97	56,114.03	是
义龙新区棒垒球体育公园	16,975.69	5,740.00	11,235.69	是
围山湖水源点	36,234.27	7,891.22	28,343.05	是
酒店项目	55,000.00	28,500.00	26,500.00	是
郑鲁万工业园区	50,000.00	17,842.16	32,157.84	是
中科院华南植物园育成中心	1,500.00	365.56	1,134.44	是
红星园区	50,000.00	19,243.34	30,756.66	是
义龙新区标志性建筑（水体工程）	350.00	322.52	27.48	是
义龙试验区城市规划展览馆	3,000.00	2,900.53	99.47	是
合计	3,623,757.22	1,670,592.00	1,953,165.22	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。