



2015 年毕节市建设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
人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：



2015年毕节市建设投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
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	2021-06-28	2020-08-27

债券概况

债券简称: 15 毕节建投债/PR 毕建投

债券剩余规模: 3.20 亿元

债券到期日期: 2022 年 1 月 28 日

偿还方式: 每年付息一次, 分次还本, 在本期债券存续期间的第 3 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

增信方式: 国有土地使用权抵押担保

联系方式

项目负责人: 郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员: 刘洁筠
liujy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

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”) 对毕节市建设投资有限公司 (以下简称“毕节建投”或“公司”) 及其 2015 年 1 月 28 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2021 年度跟踪评级结果为: 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: 公司市政项目建设业务收入来源较有保障, 公司在资产注入 和财政补贴方面获得了一定力度的政府支持, 同时国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性; 但中证鹏元也关注到, 公司资产整体流动性较弱, 面临较大的资金压力、债务压力和较大的或有负债风险, 以及本期债券抵押担保土地未按抵押协议要求进行跟踪评估等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好, 且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标 (单位: 亿元)

项目	2020	2019	2018
总资产	384.99	373.69	394.82
所有者权益	157.84	156.59	155.62
总债务	91.81	87.03	150.39
资产负债率	59.00%	58.10%	60.58%
现金短期债务比	0.08	0.11	0.75
营业收入	8.31	7.58	6.76
其他收益	0.36	0.00	0.00
利润总额	1.31	1.15	1.66
销售毛利率	9.92%	9.29%	18.59%
EBITDA	2.54	2.55	3.39
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.58	0.69
经营活动现金流净额	1.84	3.06	-7.65
收现比	0.20	0.00	1.07

资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

优势

- **公司市政项目建设业务收入来源较有保障。**截至 2020 年末公司已签订代建协议项目预计总投资 83.10 亿元，已完成投资 44.67 亿元，未来随着项目的竣工结算，公司收入来源较有保障。
- **公司在资产注入和财政补贴方面获得了一定力度的政府支持。**2020 年毕节市国有资产监督管理委员会（以下简称为“毕节市国资委”）向公司注入资本金，增加公司资本公积 2,500.00 万元；同期，公司获得毕节市财政局等单位拨付的各类补贴合计 0.35 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。**公司实际以其合法拥有的 33 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，其中已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元（估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日），是本期债券未偿还本金的 9.40 倍，仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2020 年末公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占比 84.54%。应收款项账龄略长，后续仍存坏账风险；存货中土地资产集中变现较为困难。2020 年末受限资产规模为 57.97 亿元，占总资产的比重达 15.06%；公司资产整体流动性较弱。
- **公司未来仍面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资额 45.16 亿元，公司仍然面临较大的资金压力。
- **公司总债务规模仍较大，面临较大的偿债压力。**截至 2020 年末，公司总债务 91.81 亿元，同比增长 5.49%。随着工程推进及偿还到期债务消耗资金较多，2020 年末公司现金短期债务比下降至 0.08，EBITDA 利息保障倍数为 1.31，债务保障能力仍较弱。
- **抵押土地未按抵押协议要求重新评估。**公司原拟为本期债券抵押担保的土地共 33 宗，截至 2021 年 5 月末 3 宗土地仍未完成抵押登记，实际用于本期债券抵押担保的土地为 30 宗，抵押资产评估报告最新评估基准日为 2013 年 11 月 20 日，跟踪期内未按约定对抵押资产的价值进行跟踪评估。
- **公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末公司对外担保金额占期末净资产的 25.21%，多数担保未设置反担保措施。其中，对民营企业担保余额 2,000 万元；由公司提供担保的毕节兴农城乡建设发展有限公司（以下简称“兴农建发”）3.51 亿元借款已产生逾期。

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2015年1月28日发行7年期16亿元公司债券，募集资金计划用于毕节中心城区小坝片区棚户区改造项目、威宁县2012年草海镇人民北路城市棚户区改造一期工程、威宁县2013年草海镇人民南路和解放路城市棚户区改造一期工程等3个棚户区改造项目，以及毕节高新技术产业基地一期道路网工程、大方县大方镇迎宾大道道路工程、大方县金鱼村至龙昌村综合环境整治工程等3个城市道路建设项目。截至2021年5月末，本期债券募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本未发生变化，公司控股股东及实际控制人为毕节市国资委。截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍为63,689万元，毕节市国资委持有公司100%股权。

跟踪期内，公司法定代表人由陈乔友变更为杨小虎，总理由陈乔友变更为王旭东。2020年公司新增设立3家子公司并将其纳入合并范围，截至2020年末纳入公司合并报表范围的子公司共5家，具体明细如附录二所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
毕节市人力资源开发有限责任公司	100.00%	人力资源开发、人才引进；劳务派遣等	设立
毕节市乌蒙云大数据产业发展有限责任公司	100.00%	大数据产业规划、涉及与管理	设立
毕节建投城市运营有限责任公司	100.00%	企业管理、会议服务、餐饮管理	设立

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

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。

区域经济环境

毕节市经济保持增长，但增速有所放缓

2020年毕节市实现地区生产总值2,020.39亿元，同比增长4.4%。其中，第一产业增加值486.55亿元，同比增长6.3%；第二产业增加值533.45亿元，同比增长3.8%；第三产业增加值1,000.39亿元，同比增长3.9%，三次产业结构比例由2019年的23.1:27.4:49.5调整为2020年的24.1:26.4:49.5，第三产业占比较上年持平，第二产业占比有所下降。人均地区生产总值为34,274元，为全国人均GDP的39.17%，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。2020年全市规模以上工业增加值同比增长3.2%。支柱产业继续发力。分行业看，采矿业增加值同比增长7.0%，制造业增加值同比增长4.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比下降6.1%。

2020年全市固定资产投资同比增长3.0%，增速较上年有所上升。其中，房屋施工面积2,854.44万平方米，同比增长2.1%，商品房销售面积679.56万平方米，同比增长10.4%。2020年毕节市社会消费品零售总额同比增长3.8%，社会消费保持增长。2020年全市进出口总额为0.84亿美元，同比大幅下降62%；其中，进口总额149万美元，同比下降90.4%；出口总额8,291万美元，同比下降59.9%。金融方面，2020年毕节市存款余额和贷款余额保持增长，分别同比增长3.1%和17.4%。

表2 毕节市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）	2,020.39	4.4%	1,901.36	8.0%
第一产业增加值	486.55	6.3%	439.36	5.7%

第二产业增加值	533.45	3.8%	520.67	6.8%
第三产业增加值	1,000.39	3.9%	941.33	9.9%
工业增加值	-	3.2%	-	5.3%
固定资产投资	-	3.0%	-	0.9%
社会消费品零售总额	-	3.8%	-	6.3%
进出口总额（亿美元）	0.84	-62%	2.22	2.5%
存款余额	1,960.15	3.1%	1,902.14	-0.5%
贷款余额	2,183.87	17.4%	1,860.07	17.6%
人均 GDP（元）		34,274		28,378
人均 GDP/全国人均 GDP		39.17%		40.03%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年毕节市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年毕节市实现公共财政收入 132 亿元，同比增长 1.3%；其中，税收收入 79.7 亿元，同比下降 15.3%；2020 年公共财政收入支出 747.5 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 17.66%。

除公司外，毕节市主要发债主体还包括毕节市信泰投资有限公司（以下简称“毕节信泰”）和毕节市开源建设投资（集团）有限公司（以下简称“开源建设”），业务范围有所区分。

表3 毕节市主要城投情况（单位：亿元）

项目	实际控制人	主要业务	2020 年末 总资产	2020 年末 所有者权益	近三年平均 营业收入	近三年平均 政府补贴
毕节建投	毕节市国资委	毕节市南部新区、大方县和部分金海湖新区的基础设施建设及土地开发整理	384.99	157.84	7.55	0.09
开源建投	毕节市人民政府	毕节市七星关区内的基础设施建设	871.06	526.50	20.92	0.52
毕节信泰	毕节市国资委	毕节市内的基础设施建设	770.75	417.00	24.95	1.59

资料来源：wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是毕节市重要的市政项目建设主体，代建业务是公司营业收入的最主要来源，近年来占公司营业收入的 95% 以上。

得益于 2020 年市政项目结算金额增加，公司市政项目建设业务收入同比增长 5.51%；公司其他业务收入规模较小，2020 年大幅增加的主要原因系新增技术服务收入所致。综合影响下，2020 年公司实现营业收入 8.31 亿元，同比增长 9.56%。因占营业收入比重较大的代建业务毛利率较为稳定，2020 年公司综合毛利率变动不大。

表4 公司营业收入结构和毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
----	--------	--------

	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
市政项目建设业务	79,877.94	9.19%	96.17%	75,703.32	9.22%	99.86%
其他业务	3,177.69	28.15%	3.83%	106.51	56.00%	0.14%
合计	83,055.64	9.92%	100.00%	75,809.82	9.29%	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建市政项目投资规模较大，短期内业务持续性较好，但后续建设资金需求较大面临较大的资金压力

公司受毕节市政府委托，承建毕节市基础设施项目，主要由公司本部与子公司毕节试验区乡村建设投资发展有限公司负责运营。公司市政项目主要通过两种模式进行：一是在项目竣工后，由毕节市人民政府按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的110%一次性支付工程项目款，公司获得项目成本的10%作为投资收益；二是毕节市人民政府每年年末按照项目当年实际投资额加成10%与公司进行结算，公司将结算款确认基础设施建设收入并结转相应成本。在实际操作中，主要结算方式为第二种。

2020年政府结算市政项目如下表所示，得益于代建项目结算金额增加，2020年市政项目建设业务收入同比增长5.51%。由于公司主要在项目投资成本的基础上加成确定回购金额，公司代建业务毛利率较为稳定。

表5 2020年公司市政项目建设业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	2020年		2019年	
	收入	成本	收入	成本
新双大道	25,441.86	22,787.06	24,408.41	21,861.45
职教城	22,587.50	20,230.55	21,443.49	19,205.91
梨新大道	7,486.91	6,705.67	7,250.54	6,493.97
经开区 2015 年度城市棚改	4,917.04	4,604.14	4,791.04	4,486.15
毕节高新技术产业基地一期道路网工程	4,906.52	4,594.29	4,656.91	4,360.56
毕节市 2013-2014 年棚改项目	5,027.68	4,707.74	4,020.03	3,764.21
大方金鱼村至龙昌村环境整治工程	3,534.96	3,310.01	3,376.60	3,161.72
威宁 2013 年草海镇人民南路和解放路棚户区	3,100.02	2,902.75	3,010.31	2,818.75
南部新区	2,453.56	2,297.43	2,371.28	2,220.38
农发行贷款项目工程	421.88	395.03	374.7	350.86
合计	79,877.94	72,534.65	75,703.32	68,723.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建市政项目计划总投资合计83.10亿元，已完成投资44.67亿元。目前公司市政项目充足，随着项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源，短期内市政项目建设业务可持续性较好。

另外，本期债券募投项目中的毕节高新技术产业基地一期道路网工程、大方金鱼村至龙昌村环境整治工程、威宁2013年草海镇人民南路和解放路棚户区尚在建设；收益实现方面，对于道路建设项目，毕节市政府及大方县政府决定将道路两侧整理出的商住地出让净收益作为偿债资金来源；对于棚户区改造项目，根据毕节市政府与公司签订的棚户区建设回购协议，毕节市政府每年按照公司投入的棚户区改造成本 1.1 倍给予回购。目前棚户区改造项目按与政府按回购协议约定结算，但道路建设项目能否实现预

期收益存在一定的不确定性。

截至2020年末，公司主要在建项目总投资93.90亿元，尚需投入资金45.16亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及代建项目回款情况。

表6 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
代建项目	梨新大道	110,305.00	65,663.50	44,641.50
	毕节高新技术产业基地一期道路网工程*	84,567.56	49,566.36	35,001.20
	大方县金鱼村至龙昌村综合环境整治工程*	57,844.93	34,695.52	23,149.41
	大方县大方镇迎宾大道道路工程	16,302.75	9,231.46	7,071.29
	毕节市老年人活动中心建设项目	10,272.00	4,160.81	6,111.19
	毕节市棚改项目	248,452.16	110,647.00	137,805.16
	小坝片区棚改项目	84,690.55	35,341.55	49,349.00
	威宁草海镇人民南路和解放路棚改项目*	51,117.72	29,454.92	21,662.80
	威宁草海镇人民北路城市棚改项目	46,142.45	41,931.87	4,210.58
	金海湖小流域	121,317.21	66,043.20	55,274.01
	小计	831,012.33	446,736.19	384,276.14
自营项目	南部新区棚改项目	60,825.65	23,880.09	36,945.56
	经开区棚改项目	47,185.38	16,855.05	30,330.33
	小计	108,011.03	40,735.14	67,275.89
	合计	939,023.36	487,471.33	451,552.03

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得一定力度的外部支持

作为毕节市重要的城市基础设施项目建设主体，公司在资产注入和财政补贴方面获得了政府支持。2020年毕节市国资委向公司注入资本金，增加资本公积2,500.00万元；同期，公司获得毕节市财政局等单位拨付的各类财政补贴合计0.35亿元，提升了公司的利润水平。

表7 公司获得外部支持情况（单位：万元）

1、公司资本公积变动

年份	类型	依据文件	划拨单位	变动金额
2020年	注入资本金	《毕节市国有资产监督管理委员会关于向市建投公司注入资本金的通知》毕国资通（2020）19号	毕节市国资委	2,500.00

2、财政补贴

	年份	依据文件	划拨单位	补贴金额
	2020年	《关于给予毕节市建设投资有限公司财政补贴的通知》	毕节市财政局	3,330.00
	2020年	其他	-	235.26
	合计	-	-	3,565.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增3家子公司，截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，明细如附录二所示。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，主要由应收款项和存货构成，整体流动性较弱

截至2020年末，公司资产规模为384.99亿元，同比增长3.02%，主要系融资规模增加所致。资产结构方面，流动资产仍是公司资产的主要构成部分；受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产账面价值57.97亿元，占总资产的比重达15.06%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	20,352.97	0.53%	27,264.85	0.73%
应收账款	380,112.39	9.87%	307,095.22	8.22%
预付账款	226,994.22	5.90%	236,060.49	6.32%
其他应收款	700,476.81	18.19%	640,976.84	17.15%
存货	2,174,309.12	56.48%	2,187,951.44	58.55%
流动资产合计	3,518,664.43	91.40%	3,415,602.98	91.40%
长期应收款	172,000.00	4.47%	172,000.00	4.60%
非流动资产合计	331,246.98	8.60%	321,339.45	8.60%
资产总计	3,849,911.41	100.00%	3,736,942.43	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表9 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因
其他货币资金	860.00	4.23%	0.02%	诉讼保证金
存货	471,110.42	21.67%	12.24%	贷款担保
存货	100,023.09	4.60%	2.60%	贷款已偿还，土地使用权未解压
固定资产	7,690.74	45.98%	0.20%	贷款担保
合计	579,684.26	-	15.06%	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于项目投资及到期债务还款支出较多，2020 年末公司货币资金同比下降 25.35%。截止 2020 年末，公司货币资金 2.04 亿元，其中银行存款 1.95 亿元，使用权受限的诉讼保证金 860.00 万元。

2020 年末公司应收账款同比增长 23.78%。其中，应收毕节市财政局的工程款占比 92.66%，应收民营企业款项 267.23 万元，应收大方金龙城建设投资有限公司款项账龄较长。截至 2020 年末，公司累计计提坏账准备 2.15 亿元，计提比例为 5.35%。

表10 公司应收账款前五大应收对象情况（单位：万元）

应收对象	企业性质	期末余额	占期末余额比例	坏账准备
毕节市财政局	政府单位	372,162.73	92.67%	0.00
大方金凤城镇开发建设投资有限公司	地方国企	23,742.65	5.92%	18,044.42
贵州劲达房地产开发有限公司大方分公司	-	3,440.00	0.86%	3,440.00
金沙县静丰置业有限公司	地方国企	1,991.50	0.50%	0.00
凯里市腾龙凯悦酒店管理有限责任公司	民营企业	267.23	0.06%	13.36
合计	-	401,604.11	100.00%	21,497.78

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司预付账款主要系预付工程款，2020 年末同比减少 3.84%，主要系部分项目工程款结算转出所致。

其他应收款主要系公司与政府单位、地方国企之间的往来款，2020 年末同比增长 9.28%，部分款项账龄较长，截至 2020 年末，公司计提坏账准备 3.35 亿元，计提比例为 4.56%。考虑到其他应收款欠款对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，一定程度上影响公司资金利用效率。

表11 公司其他应收账款前五大应收对象情况（单位：万元）

应收对象	企业性质	期末余额	占期末余额比例	坏账准备
毕节市财政局	政府单位	163,567.75	22.31%	0.00
毕节金海湖新区财政局	政府单位	64,431.84	8.79%	0.00
黔西县产业基地经营贸易有限公司	地方国企	62,497.92	8.52%	5,819.48
贵州毕节高新建设投资有限公司	地方国企	59,056.94	8.05%	8,367.24
毕节市工业能源投资建设有限公司	地方国企	42,804.76	5.84%	0.00
合计	-	392,359.21	53.51%	14,186.72

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

存货系公司资产的主要构成部分，占公司 2020 年末总资产的 56.48%，主要由开发成本和待开发土地构成。其中，开发成本主要系市政项目施工投入，2020 年末账面价值 71.61 亿元，同比下滑 1.87%，主要系 2020 年政府结算项目较多；待开发土地账面价值 145.82 亿元，近年规模基本稳定，均为出让用地，土地用途多为商住用地、工业用地以及城镇混合住宅用地等。截至 2020 年末，存货中贷款担保或抵押资产账面价值为 57.11 亿元，占待开发土地 39.17%。

长期应收款账面价值 17.20 亿元，系市级主管、县级实施的用于 18 个极贫乡镇贫困村出列人居环境建设项目的投资基金，公司仅为代收代付。

收入质量与盈利能力

短期内市政项目结算业务收入来源仍较有保障，坏账损失等资产减值损失对利润形成一定侵蚀，政府补助提升了公司利润水平

公司是毕节市重要的市政项目建设主体，2020 年市政项目建设业务收入占营业收入的 96.17%。2020

年公司实现营业收入达到8.31亿元，同比增长9.56%，主要系当期市政建设项目结算规模增加，带动收入增长所致，同期销售毛利率较为稳定。截至2020年末，公司主要在建市政项目计划总投资合计83.10亿元，已完成投资44.67亿元，未来随着项目的完工结算，短期内收入来源仍较有保障。但公司资金回笼情况随政府财政资金安排波动较大，2020年公司收现比为0.20，仍较弱。

利润方面，2020年公司获得毕节市财政局等单位拨付的各类财政补贴合计0.36亿元，占利润总额的27.18%，有效提升了公司的利润水平。中证鹏元关注到，公司部分应收款项账龄较长，应收款项保持较大规模，坏账损失等资产减值损失对利润形成一定侵蚀。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	83,055.64	75,809.82
收现比	0.20	0.00
营业利润	13,266.17	11,461.74
其他收益	3,565.26	0.00
资产减值损失	-8,271.13	-9,100.56
利润总额	13,118.11	11,461.63
销售毛利率	9.92%	9.29%

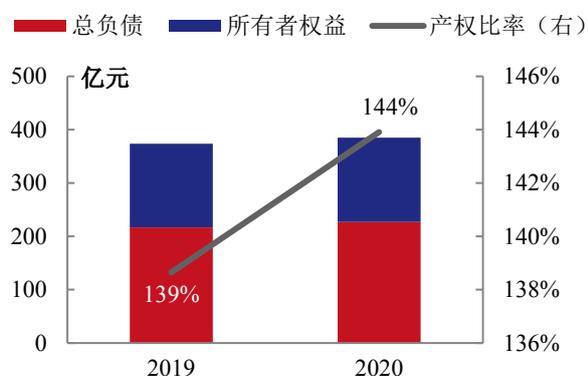
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模依然较大，未来仍面临较大的偿债压力

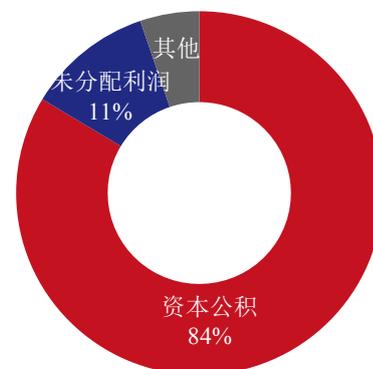
由于公司新增借款较多，2020年末公司负债总额同比上升4.63%；得益于毕节市国资委注入0.25亿元资本金，2020年公司所有者权益同比略增长0.80%。综合影响下，2020年末产权比率上升143.91%，所有者权益对债务的偿付保障能力较弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司新增短期借款2.35亿元，分别系公司从贵州银行取得的2.25亿元质押借款和从农业银

行取得的0.10亿元的保证借款。2020年末应付账款余额同比增长15.62%，主要系应付土地价款增加所致。2020年末其他应付款同比增长8.39%，主要系与其他企业之间的往来款，其中有息借款规模12.36亿元。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，分别为3.38亿元、6.66亿元和0.82亿元。

2020年末长期借款余额44.91亿元，因项目资金需求较大，2020年末同比增长20.97%；贷款单位包括国开行、农发行等大型国有银行地方支行，以及地方性银行及信托公司如贵阳银行、贵州银行和上海国际信托等。2020年末应付债券余额为13.37亿元，明细如表14所示。2020年末长期应付款为29.04亿元，同比增长12.19%，主要系融资租赁款、应付国开发展基金有限公司、贵州省贵民发展投资有限责任公司带息款项及专项应付款，分别为3.48亿元、4.07亿元、0.41亿元和21.09亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	23,500.00	1.03%	0.00	0.00%
应付账款	97,827.89	4.31%	84,609.06	3.90%
其他应付款	1,096,749.33	48.28%	1,011,840.87	46.61%
一年内到期非流动负债	108,575.97	4.78%	181,498.00	8.36%
流动负债合计	1,398,252.38	61.56%	1,341,238.36	61.78%
长期借款	449,140.94	19.77%	371,295.00	17.10%
应付债券	133,673.17	5.88%	199,657.63	9.20%
长期应付款	290,428.97	12.79%	258,872.72	11.92%
非流动负债合计	873,243.08	38.44%	829,825.34	38.22%
负债合计	2,271,495.46	100.00%	2,171,063.70	100.00%

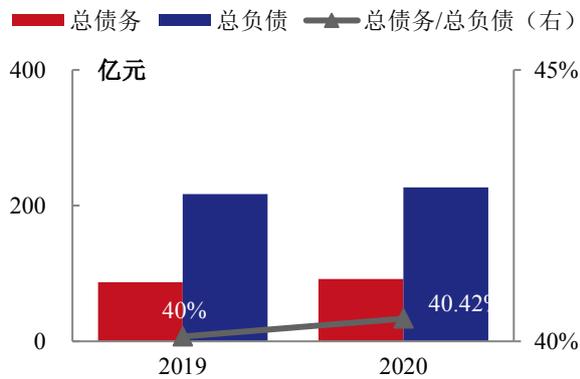
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表14 公司应付债券构成情况（单位：万元）

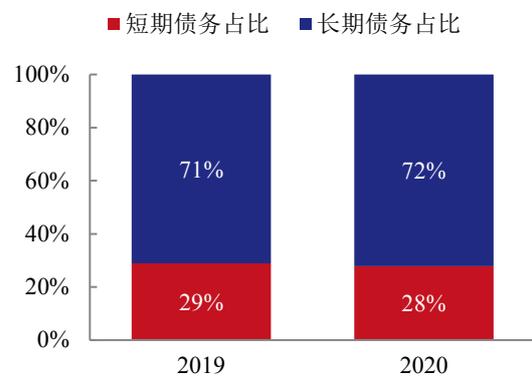
债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 毕节建投债	2015.01.28	7 年	160,000.00	31,898.79
17 毕节管廊 01	2017.07.06	7 年	123,000.00	72,374.08
17 毕节管廊 02	2017.08.03	7 年	50,000.00	29,400.30
合计	-	-	333,000.00	133,673.17

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司新增借款较多，截至2020年末，公司总债务91.81亿元，同比增长5.49%，占负债总额的比重上升至40.42%。债务结构方面，2020年长期债务占公司总债务的72.15%。

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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

截至2020年末，公司资产负债率小幅上升至59.00%。随着工程推进及偿还到期债务消耗资金较多，2020年末公司现金短期债务比下降至0.08，短期偿付压力仍然较大。营业收入增长和政府补贴提升了公司利润水平，但因同期债务增加推升利息支出，2020年公司EBITDA利息保障倍数下降至1.31，债务保障能力一般。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	59.00%	58.10%
现金短期债务比	0.08	0.11
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.58

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

过往债务履约情况

根据公司本部提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月7日），公司本部相关还款责任中存在两个关注类账户，根据公司提供的说明，系公司为兴农建发在中国工商银行股份有限公司毕节分行营业室的贷款提供担保，担保金额为3.51亿元，因兴农建发借款逾期被列入关注。目前兴农建发正与工商银行进行协商，但尚未达成期协议，该笔款项公司未进行代偿。

表16 截至 2021 年 4 月 7 日相关还款责任中异常账户情况（单位：万元）

责任类型	借款机构	异常类型	借款金额
保证人	中国工商银行股份有限公司毕节分行营业室	关注	16,804.56
保证人	中国工商银行股份有限公司毕节分行营业室	关注	12,645.44
合计	-	-	29,450.00

资料来源：公司提供

或有事项分析

截至2020年末公司对外担保金额合计39.80亿元，与期末净资产之比为25.21%。其中，被担保方毕节洪山国际大酒店有限公司为民营企业，涉及担保金额2,000万元；兴农建发的借款已产生逾期，涉及担保余额2.91亿元。此外，金额31.29亿元的担保均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表17 截至2020年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	融资单位	担保金额	是否有反担保
贵州毕节双山建设投资有限公司	中国农业银行毕节市支行	2,000.00	否
大方县油杉河旅游区投资开发服务有限公司	中国工商银行股份有限公司大方支行	2,490.00	否
毕节市信泰投资有限公司	贵州银行毕节分行	40,000.00	否
贵州毕节双山建设投资有限公司	华融金融租赁股份有限公司	39,600.00	否
贵州毕节双山建设投资有限公司	皖江金融租赁有限公司签	39,999.78	否
大方建设投资有限公司	苏银金融租赁股份有限公司	7,350.36	否
贵州毕节双山建设投资有限公司	中国农业发展银行大方县支行	34,500	否
毕节市信泰投资有限公司	贵州银行股份有限公司毕节分行	22,000	否
毕节市安方建设投资（集团）有限公司	普通企业债	120,000	否
毕节洪山国际大酒店	中国农业银行股份有限公司毕节七星关支行	2,000.00	否
毕节飞雄机场有限责任公司	重庆银行股份有限公司毕节分行	3,000.00	否
兴农建发	中国工商银行股份有限公司毕节分行	35,050.00	是
贵州百里杜鹃森林公园开发有限公司	中国工商银行股份有限公司大方支行	50,000.00	是
合计	-	397,990.14	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

公司以其持有的30宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，能继续为本期债券的偿还提供进一步保障；但需关注抵押资产未按要求重新评估

公司以自身及下属企业合法拥有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过行使抵押权以清偿债务。

公司原拟用于抵押的土地共33宗，土地总面积156.23万平方米，实际完成抵押登记30宗，面积133.24万平方米。截至2021年6月末，公司未对原拟用于本期债券抵押的土地使用权毕国用（2011）第A019号、毕国用（2011）第A039号、毕国用（2011）第A040号进行抵押登记，该等土地使用权面积229,924.57平方米（见下表）。

抵押比率方面，抵押资产监管协议要求在本期债券存续期间，抵押资产的价值总额与本期债券未偿

还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不应低于1.8倍。抵押资产存续期间评估方面，抵押资产监管协议中约定在本期债券的存续期间，当监管人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的或者公司拟对抵押资产追加、置换、释放时，应当聘请具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告；公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。本期债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的20个工作日。

根据贵州亚太房地产土地评估有限公司出具的黔亚太土评[2013]074号、黔亚太土评[2013]075号、黔亚太土评[2013]076号土地估价报告（估价基准日均为2013年11月20日），公司33宗土地评估价值共计362,446.84万元，已完成抵押登记的30宗土地评估价值总计300,866.44万元，30宗土地评估价值为本期债券未偿还本金的9.40倍，满足抵押资产监管协议的要求，能为本期债券的偿还提供进一步保障。但中证鹏元也关注到截至本报告出具日公司未按约定对抵押资产的价值进行跟踪评估。

表 18 公司用于抵押担保土地情况（单位：平方米、万元）

权证编号	位置	性质	用途	面积	评估值	他项权证号
未完成抵押登记						
毕国用（2011）第 A019 号	梨树镇联合村	出让	商住	136,433.60	19,303.78	
毕国用（2011）第 A039 号	毕节市德沟	出让	商业	47,333.57	21,404.24	
毕国用（2011）第 A040 号	毕节市德沟	出让	商住	46,157.40	20,872.38	
小计				229,924.57	61,580.40	
已完成抵押登记						
方国用（2012）第 170001 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	39,068.00	9,313.81	方 他 项 (2015) 第 00001 号
方国用（2012）第 170002 号	大方县大方镇金鱼村	出让	商住	50,132.00	11,951.47	
方国用（2012）第 170003 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	9,091.00	2,167.29	
方国用（2012）第 170004 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	4,967.00	1,184.13	
方国用（2012）第 170005 号	大方县大方镇庆云村	出让	商住	67,999.00	16,210.96	
方国用（2012）第 170006 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	1,754.00	418.15	
方国用（2012）第 170008 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	7,654.00	1,824.71	
方国用（2012）第 170009 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	28,306.00	6,748.15	
方国用（2012）第 170010 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	27,794.00	6,495.46	
方国用（2012）第 170011 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	42,933.00	10,033.44	
方国用（2012）第 170012 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	69,730.00	16,295.90	
方国用（2012）第 170013 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	36,968.00	8,639.42	
方国用（2012）第 170014 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	53,634.00	11,992.56	
方国用（2012）第 170015 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	52,014.00	11,630.33	
方国用（2012）第 170016 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	18,098.00	4,229.50	
方国用（2012）第 170017 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	66,799.00	15,610.93	
方国用（2012）第 170018 号	大方县大方镇龙昌村、庆云村、云龙村	出让	商住	33,333.00	7,946.59	
方国用（2012）第 170019 号	大方县大方镇庆云村、云龙村	出让	商住	33,003.00	7,867.92	
方国用（2012）第 170020 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	8,491.00	2,024.25	
方国用（2012）第 170021 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	51,735.00	12,333.62	
方国用（2012）第 170022 号	大方县大方镇关井村	出让	商住	32,742.00	7,805.69	

威国用（2011）第 CT040 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	32,821.10	7,634.19	
威国用（2011）第 CT041 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	44,085.00	10,254.17	
威国用（2011）第 CT042 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	30,508.90	7,096.37	
威国用（2012）第 CT052 号	威宁县草海镇大洼塘村、下坝村	出让	商住	104,126.60	21,606.27	威他项 (2015) 第 T001 号
威国用（2012）第 CT053 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	69,274.90	16,113.34	
威国用（2012）第 CT054 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	43,657.60	9,058.95	
威国用（2012）第 CT055 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	50,643.00	10,508.42	
威国用（2012）第 CT056 号	威宁县草海镇燎原村	出让	商住	141,640.90	29,390.49	
威国用（2012）第 CT057 号	威宁县羊街镇棒木村	出让	商住	79,421.50	16,479.96	
小计	-	-	-	1,332,424.50	300,866.44	-
合计	-	-	-	1,562,349.07	362,446.84	-

资料来源：黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告

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	2.04	2.73	9.22
其他应收款	70.05	64.10	61.09
存货	217.43	218.80	220.95
流动资产合计	351.87	341.56	348.72
非流动资产合计	33.12	32.13	46.09
资产总计	384.99	373.69	394.82
短期借款	2.35	0.00	0.00
其他应付款	109.67	101.18	106.84
一年内到期的非流动负债	10.86	18.15	12.33
流动负债合计	139.83	134.12	137.46
长期借款	44.91	37.13	45.29
应付债券	13.37	19.97	23.33
长期应付款	29.04	25.89	28.51
非流动负债合计	87.32	82.98	101.73
负债合计	227.15	217.11	239.19
总债务	91.81	87.03	150.39
所有者权益	157.84	156.59	155.62
营业收入	8.31	7.58	6.76
营业利润	1.33	1.15	1.66
其他收益	0.36	0.00	0.00
利润总额	1.31	1.15	1.66
经营活动产生的现金流量净额	1.84	3.06	-7.65
投资活动产生的现金流量净额	-0.19	-0.37	-1.39
筹资活动产生的现金流量净额	-2.42	-9.19	-11.82
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	9.92%	9.29%	18.59%
收现比	0.20	0.00	1.07
资产负债率	59.00%	58.10%	60.58%
现金短期债务比	0.08	0.11	0.75
EBITDA（亿元）	2.54	2.55	3.39
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.58	0.69

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
毕节市乌蒙文化产业发展有限公司	69.68%	文化项目规划、建设、策划，文化广告，文化体育地产开发等	设立
毕节试验区乡村建设投资发展有限公司	96.42%	农村项目规划、建设承接、其他建设项目的开发建设等	划拨
毕节市人力资源开发有限责任公司	100.00%	人力资源开发、人才引进；劳务派遣等	设立
毕节市乌蒙云大数据产业发展有限责任公司	100.00%	大数据产业规划、涉及与管理	设立
毕节建投城市运营有限责任公司	100.00%	企业管理、会议服务、餐饮管理	设立

资料来源：公司 2020 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
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	$\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
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。