

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0124 号

黔东南州交通旅游建设投资(集团)有限责任公司:

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2021 年黔东南州交通旅游建设投资(集团)有限责任公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估,评定贵公司主体信用等级为 AA,评级展望为稳定,本期债券信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年二月二十八日



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年2月28日

# 2021 年黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司 公司债券信用评级报告

| 主体信用等级 | 评级展望 | 本期债券信用等级 | 评级日期      | 评级组长 | 小组成员 |
|--------|------|----------|-----------|------|------|
| AA     | 稳定   | AAA      | 2022/2/28 | 张青源  | 戴修远  |

主体概况

公司是黔东南苗族侗族自治州重要的基础设施建设主体，主要从事黔东南州的基础设施建设、工程施工和商品销售等业务。  
黔东南州开发投资（集团）有限责任公司为公司控股股东，黔东南州国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

债券概况

发行总额：4.3 亿元  
发行期限：7 年  
偿还方式：按年付息，分期还本  
资金用途：偿还公司因偿还到期企业债券本息所产生的负债和占用的资金  
保证人/主体级别/展望：贵州省融资担保有限责任公司/AAA/稳定

评级模型

1.基础评分模型

| 一级         | 二级指标       | 权重     | 得分    | 一级                | 二级指标                 | 权重     | 得分    |
|------------|------------|--------|-------|-------------------|----------------------|--------|-------|
| 地区综合<br>实力 | 区域层级       | 20.00% | 14.00 | 企业经营<br>与财务<br>实力 | 资产规模                 | 36.00% | 28.80 |
|            | GDP 总量     | 32.00% | 19.20 |                   | 净资产规模                | 36.00% | 28.80 |
|            | GDP 增速     | 4.00%  | 2.40  |                   | 资产负债率                | 9.00%  | 7.20  |
|            | 人均 GDP     | 4.00%  | 1.60  |                   | 全部债务资本化比率            | 9.00%  | 9.00  |
|            | 一般公共预算收入   | 32.00% | 19.20 |                   | 补助收入/利润总额            | 5.00%  | 2.00  |
|            | 一般公共预算收入增速 | 4.00%  | 0.00  |                   | (实收资本+资本公积)<br>/资产总额 | 5.00%  | 2.00  |
|            | 上级补助收入     | 4.00%  | 3.20  |                   |                      |        |       |

2.二维矩阵映射

| 维度                | 地区综合实力 |     |     |     |     |     |     |     |     |  |
|-------------------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|
|                   | 1 档    | 2 档 | 3 档 | 4 档 | 5 档 | 6 档 | 7 档 | 8 档 | 9 档 |  |
| 企业经营<br>与财务<br>实力 | 1 档    | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- |  |
|                   | 2 档    | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- |  |
|                   | 3 档    | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- | AA- |  |
|                   | 4 档    | AAA | AA+ | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- | AA- |  |
|                   | 5 档    | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- |  |
|                   | 6 档    | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- |  |
|                   | 7 档    | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- |  |
|                   | 8 档    | AA  | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- |  |
|                   | 9 档    | AA- | AA- | AA- | A+  | A+  | A+  | A+  | A+  |  |

基础模型参考等级AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

3.评级调整因素

|            |     |
|------------|-----|
| 基础模型参考等级   | AA  |
| 评级调整因素     | 无   |
| 4.主体信用等级   | AA  |
| 5.增信措施     |     |
| 连带责任保证担保   |     |
| 6.本期债券信用等级 | AAA |

## 评级观点

东方金诚认为，黔东南州地区经济实力较强；公司主营业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关部门的有力支持，贵州省担保对本期债券提供的担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性偏弱，项目建设面临一定资本支出压力及运营收益不确定性，资金来源对筹资活动存在较大依赖，并存在一定的担保代偿风险。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 同业对比

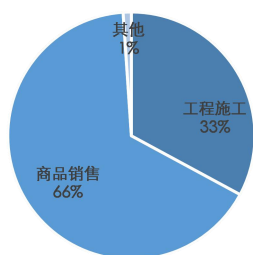
| 项目           | 黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司 | 六盘水市开发投资有限公司 | 黄山城投集团有限公司 | 安顺市城市建设投资有限责任公司 |
|--------------|------------------------|--------------|------------|-----------------|
| 地区           | 黔东南州                   | 六盘水市         | 黄山市        | 安顺市             |
| GDP（亿元）      | 1191.52                | 1339.62      | 850.4      | 966.74          |
| GDP 增速（%）    | 4.5                    | 4.5          | 2.8        | 3.1             |
| 人均 GDP（元）    | 31701                  | 44189        | 63913      | 39129           |
| 一般公共预算收入（亿元） | 62.47                  | 108.95       | 83.9       | 67.03           |
| 一般公共预算支出（亿元） | 464.57                 | 323.99       | 206.3      | 295.99          |
| 资产总额（亿元）     | 233.62                 | 405.55       | 327.39     | 379.91          |
| 所有者权益（亿元）    | 108.41                 | 193.80       | 137.57     | 181.07          |
| 营业收入（亿元）     | 21.71                  | 4.16         | 10.58      | 15.05           |
| 利润总额（亿元）     | 1.13                   | 2.14         | 2.40       | 2.18            |
| 资产负债率（%）     | 53.60                  | 52.21        | 57.98      | 52.34           |
| 全部债务资本化比率（%） | 36.39                  | 34.86        | 45.67      | 38.68           |

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2020 年，其中人均 GDP 按“GDP/第七次全国人口普查常住人口”估算（全文同）

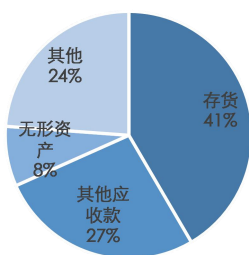
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

2020 年公司营业收入构成



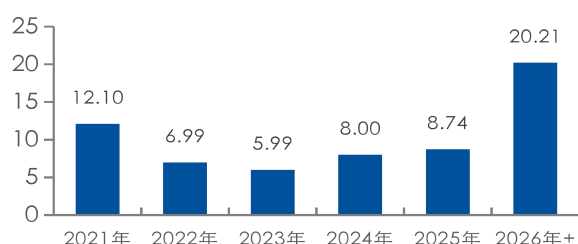
2020 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

|           | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 H1 |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| 资产总额      | 226.66 | 225.59 | 233.62 | 238.50    |
| 所有者权益     | 117.64 | 118.44 | 108.41 | 108.37    |
| 营业收入      | 38.12  | 27.68  | 21.71  | 13.18     |
| 利润总额      | 1.64   | 1.20   | 1.13   | -0.04     |
| 全部债务      | 68.78  | 65.48  | 62.03  | 59.71     |
| 资产负债率     | 48.10  | 47.50  | 53.60  | 54.56     |
| 全部债务资本化比率 | 36.90  | 35.60  | 36.39  | 35.53     |

2020 年末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

|            | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  |
|------------|---------|---------|---------|
| 地区         | 黔东南州    |         |         |
| GDP 总量     | 1036.62 | 1123.04 | 1191.52 |
| GDP 增速     | 7.9     | 8.4     | 4.5     |
| 人均 GDP (元) | 29358   | 31678   | 31701   |
| 一般公共预算收入   | 66.38   | 60.76   | 62.47   |
| 一般公共预算收入增速 | -23.0   | -8.0    | 2.9     |
| 上级补助收入     | 320.36  | 337.89  | 372.56  |

### 优势

- 近年黔东南州地区经济保持较快发展, 第三产业发展迅速, 对当地经济发展贡献显著, 经济实力较强;
- 公司主要从事黔东南州内的基础设施建设, 主营业务区域专营性很强, 同时还从事工程施工和商品销售等业务, 收入及现金流来源较为多元;
- 作为黔东南州重要的基础设施建设主体, 公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到股东及相关方的有力支持;
- 贵州省担保对本期债券到期兑付提供的无条件、不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

### 关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高, 且未缴纳出让金的土地资产较多, 整体资产流动性偏弱;
- 公司在建项目后续投资较大, 面临较大的资本支出压力, 且自营项目投资规模大、回收周期长, 未来项目运营收益存在不确定性;
- 公司经营性现金流易受收入回款水平等影响稳定性偏弱, 公司资金来源对外部融资、股东及相关方注资等存在较大依赖, 整体现金流状况欠佳;
- 公司对外担保规模较大, 面临一定的代偿风险。

### 评级展望

预计黔东南州经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 能够得到股东及相关各方的支持, 评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法及模型 | 评级报告 |
|--------|--------|------|-----|---------|------|
| -      | -      | -    | -   | -       | -    |



## 主体概况

黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“黔东南交旅”或“公司”）原名为黔东南州畅达交通建设投资有限公司，是由黔东南州交通局于 2009 年出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币 0.30 亿元，出资方式为货币出资。2010 年 12 月，公司股东变更为黔东南州开发投资（集团）有限责任公司（以下简称“黔东南州开投”）。后经数次增资，截至 2021 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 4.87 亿元，实收资本均为货币资金出资。

2021 年 12 月，公司新增股东贵州省国有资本运营有限责任公司<sup>1</sup>（以下简称“贵州国资”）。根据贵州国资、黔东南开投与公司三方分别于 2020 年 12 月、2021 年 3 月和 12 月签订《增资入股合同》、《补充合同二》以及《补充合同三》，贵州国资作为新进股东以现金出资 13.69 亿元，持有公司 11.21% 的股权。同时，贵州国资在入股后，将向公司委派推荐 2 名董事。上述股权变更事项已获黔东南州市场监督管理局准予备案，但公司的两位股东及各方尚未就章程修订及向公司委派董事人员等具体事宜达成一致，故整体增资入股流程暂未完成。上述贵州国资的 13.69 亿元出资款已于 2020 年 12 月全部出资到位，并暂计入 2020 年末公司其他应付款科目核算。随着增资入股流程陆续完成，预计未来年度上述出资额将全部转入公司所有者权益，其中 0.61 亿元作为实缴出资计入公司实收资本，剩余 13.08 亿元计入公司资本公积。贵州国资的该笔 13.69 亿元出资款实际上系化债资金。

截至 2021 年末，公司注册资本已增加至 5.48 亿元；按注册资本计算，黔东南州开投和贵州国资分别持有公司 88.79% 和 11.21% 股权，黔东南州开投为公司控股股东，黔东南州国有资产监督管理委员会（以下简称“黔东南州国资委”）为公司实际控制人。

公司是黔东南苗族侗族自治州（以下简称“黔东南州”）重要的基础设施建设主体，主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工和商品销售等业务。

截至 2021 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 10 家。

图表 1 截至 2021 年 6 月末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

| 子公司名称                | 简称    | 注册资本     | 持股比例   | 取得方式 |
|----------------------|-------|----------|--------|------|
| 贵州中凯交通建设有限责任公司       | 中凯交建  | 12758.00 | 100.00 | 划拨   |
| 黄平县国有资产运营有限责任公司      | 黄平国资  | 51140.00 | 85.79  | 划拨   |
| 贵州省天柱县国有资产经营开发有限责任公司 | 天柱国资  | 45922.62 | 77.80  | 划拨   |
| 黔东南州中恒交通物资有限公司       | 中恒物资  | 5000.00  | 100.00 | 出资设立 |
| 黔东南州畅达置业有限公司         | 畅达置业  | 29500.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 黔东南州交旅城市投资开发有限公司     | 交旅城开  | 800.00   | 100.00 | 出资设立 |
| 黔东南州通达交通建设有限公司       | 通达交建  | 12600.00 | 100.00 | 出资设立 |
| 贵州东南航电开发投资有限公司       | 东南航电  | 2500.00  | 100.00 | 出资设立 |
| 贵州传统村落旅游发展有限公司       | 村落旅发  | 10000.00 | 79.71  | 出资设立 |
| 黔东南州交旅石化能源投资有限责任公司   | 黔东南能投 | 6000.00  | 50.00  | 出资设立 |

注：表中中凯交建、黄平国资及天柱国资 3 家划拨取得子公司的合并期间均为 2012 年至 2014 年。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>1</sup> 贵州省国有资本运营有限责任公司成立于 2014 年，注册资本 600.00 亿元，系贵州金融控股集团有限责任公司（贵州贵民投资集团有限责任公司）的全资子公司。

## 本期债券主要条款及募集资金用途

### 本期债券主要条款

公司已于 2021 年 12 月 9 日发行总额为 4.30 亿元的“2021 年黔东南州交通旅游建设投资有限公司（集团）有限责任公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券期限为 7 年期，面值 100 元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，公司将在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金。本期债券在存续期内每年付息一次，后五年利息随当年兑付的本金一起支付。

本期债券由贵州省融资担保有限责任公司（以下简称“贵州省担保”）提供无条件、不可撤销的连带责任保证担保。

### 募集资金用途

本期债券募集资金总额为 4.30 亿元，全部用于置换公司因偿还 2020 年内到期企业债券本息所产生的负债和占用的资金。

图表 2 本期债券募集资金拟置换的到期企业债券范围（单位：万元）

| 债券名称                          | 2020 年偿还本金 | 2020 年偿还本息合计 | 2020 年本息偿付日期 | 拟使用募集资金  |
|-------------------------------|------------|--------------|--------------|----------|
| 2015 年黔东南州畅达交通建设投资有限公司停车场专项债券 | 40000.00   | 46948.00     | 2020/12/21   | 43000.00 |
| 合计                            | 40000.00   | 46948.00     | -            | 43000.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 宏观经济和政策环境

2021 年四季度宏观经济回稳，短期内基建投资和出口将成为主要经济增长拉动力，通胀风险趋于缓和

受上年同期基数抬高影响，四季度 GDP 同比增长 4.0%，较三季度下行 0.9 个百分点，而衡量经济强度的两年平均增速回升至 5.2%，重返 5.0%至 6.0%的潜在增长区间。伴随前期能耗双控等收缩性政策“纠偏”，加之政策面向稳增长方向倾斜，四季度宏观经济回稳。全年来看，2021 年 GDP 同比增长 8.1%，较上年的 2.2%大幅反弹，符合疫情冲击高峰过后经济运行的普遍规律；2021 年 GDP 两年平均增速为 5.1%，仅略高于潜在增长区间下限，表明经济修复力度整体偏缓，特别是下半年伴随房地产行业进入“寒潮期”，经济下行压力再度显现。

在当前宏观政策重心再度向稳增长方向倾斜，并将适度靠前发力的背景下，预计 2022 年一季度 GDP 增速有望加快至 5.2%，其中基建投资将显著提速，以对冲房地产投资下滑的影响；短期内，出口仍将保持较高增速，这会在一定程度上弥补国内消费偏弱造成的拖累。预计 2022 年全年 GDP 同比将达到 5.4%，季度 GDP 增速整体呈“前低后高”走势。

值得注意的是，2021 年 PPI 累计同比达到 8.1%，其中 9 月份之后持续停留在两位数高位。展望 2022 年，随着能耗双控等政策影响消退，国内煤炭、钢铁价格下行，以及国际油价上涨空间有限，PPI 同比涨幅有望较快下行；2022 年 CPI 同比中枢将有所上移，但仍将控制在 3.0%的政策目标之内。整体上看，我国物价将处于温和区间，不会对货币政策操作形成掣肘。

## 逆周期调控正在靠前发力，2022年一季度宏观政策将呈现财政、货币“双宽”过程

2021年12月全面降准、2022年1月政策性降息接踵而至，意味着中央经济工作会议提出的“政策发力适当靠前”正在落地。接下来伴随房地产融资环境回暖，一季度信贷、社融增速将出现触底回升势头，“宽信用”过程有望加速。考虑到2022年上半年宏观经济将面临一定下行压力，特别是房地产市场回升还需要一个过程，1月降息很可能不是本轮货币宽松的终点。我们预计，3月两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模将分别达到3.0%和3.5万亿，继续处于偏高水平；叠加上年资金结转，2022年实际财政支出力度将明显高于上年。在政策面向稳增长方向调整，监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，城投公募债出现首单违约的可能性下降。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 随着宏观政策进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境将边际收紧

受新冠疫情影响，2020年宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大，城投债发行和净融资规模均创出历史新高。2021年，随着国内经济运行进入“后疫情”时期，宏观政策将进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境亦边际收紧。从政府层面，2021年3月财政部发布的预算报告以及4月国务院出台的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》都再次强调，要坚持防范化解地方政府隐性债务风险不动摇，坚决遏制隐性债务增量。从城投债的监管和发行层面，4月22日上交所和深交所同步发布了公司债券审核重点关注事项的相关指引，并对公司债券募集资金用途的管控趋严。但东方金诚亦关注到，政策调整也强调“稳字当头、不急转弯”的总基调，以避免出现政策悬崖。

#### 城投公司信用风险进一步分化，非标违约或仍将常态化

2021年，在政策“不急转弯”的总基调下以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在城投再融资环境边际收紧而债务到期兑付压力不减的背景下，投资者对于违约风险上升的担忧将使得其风险偏好承压，这在抑制需求总量的同时，也将加剧城投债市场分化。预计城投行业非标违约仍将常态化，私募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

### 地区经济

黔东南州是贵州省下辖自治州，位于贵州省东南部，是我国苗族侗族人口最密集的地区，也是黔中经济区的重要城市之一。截至2020年末，黔东南州下辖15个县，并代管1个县级市（凯里市），总面积为3.03万平方公里，户籍人口为488.65万人。

**近年黔东南州地区经济保持较快发展，2020年受新冠肺炎疫情影响，全州主要经济指标增速有所放缓；黔东南州第三产业发展迅速，对当地经济发展贡献显著，经济实力较强**

近年来，黔东南州地区经济保持较快发展，2020年，受新冠肺炎疫情影响，黔东南州主要经济指标增速有所放缓，但仍保持增长态势。黔东南州地区产业结构以第三产业为主，2020年

全州第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 28.1%、17.6%和 54.3%，第三产业是当地经济发展主要推动力。2020 年，黔东南州地区生产总值在贵州省下辖 9 个地市（州）中排名第 8 位，处于下游水平。

图表 3 黔东南州主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2018 年           |      | 2019 年           |      | 2020 年           |       |
|-------------|------------------|------|------------------|------|------------------|-------|
|             | 数值               | 增速   | 数值               | 增速   | 数值               | 增速    |
| 地区生产总值      | 1036.62          | 7.9  | 1123.04          | 8.4  | 1191.52          | 4.5   |
| 其中：第三产业增加值  | 593.72           | 8.7  | 645.46           | 9.5  | 688.18           | 4.4   |
| 三次产业结构      | 20.4: 22.3: 57.3 |      | 19.9: 22.6: 57.5 |      | 20.5: 21.7: 57.8 |       |
| 人均地区生产总值（元） | 29358            | 7.4  | 31678            | -    | 31701            | -     |
| 规模以上工业增加值   | -                | 9.0  | -                | 5.0  | -                | 4.1   |
| 固定资产投资      | -                | 8.3  | -                | 4.0  | -                | 2.5   |
| 社会消费品零售总额   | 330.47           | 7.9  | -                | 3.2  | -                | 2.5   |
| 旅游总收入       | 937.23           | 20.5 | 1212.13          | 29.3 | 719.76           | -40.6 |

资料来源：黔东南苗族侗族自治州 2018 年~2020 年国民经济和社会发展统计公报；东方金诚整理

黔东南州工业基础较为薄弱，主导产业为电力、热力生产和供应业，非金属矿物质制品业以及有色金属冶炼和压延加工业等。2018 年~2020 年，黔东南州规模以上工业增加值增速逐年下降，工业经济增速有所放缓。2020 年，黔东南州全部工业增加值比上年增长 2.8%，规模以上工业增加值同比增长 4.1%；全州 29 个行业大类中 15 个实现正增长，其中农副食品加工业增加值同比增长 14.1%，纺织业增加值同比增长 215.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比增长 48.0%，化学原料和化学制品制造业增加值同比增长 1.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 6.5%。

2018 年~2020 年，黔东南州第三产业增加值保持较快增速，全州第三产业对经济增长的贡献率超五成，以商务服务业、旅游业、装卸搬运和仓储业等为代表的第三产业总体发展态势良好，对当地经济发展贡献显著。同时，在旅游产业的快速发展带动下，黔东南州批发和零售业、住宿和餐饮业、商贸物流业等产业的快速发展。

黔东南州旅游资源丰富，主要分布于下辖的各县，全州 A 级旅游景区共 66 个，代表性景点有镇远古城、雷山西江千户苗寨、施秉云台山、施秉杉木河、黎平肇兴侗文化旅游景区等。镇远县作为全国首批全域旅游示范区创建单位，拥有镇远古城 5A 级景区核心旅游资源。作为黔东南州第一个国家级 5A 级旅游景区，镇远古城于 2020 年 1 月被文化和旅游部确定为国家 5A 级旅游景区，主要景点包括青龙洞、天后宫、傅家大院、周达文故居、和平村、古耳洞瀑布、舞阳河、石屏山等。2018 年~2019 年，黔东南州旅游创收呈快速增长态势，而 2020 年受新冠肺炎疫情影响严重，全州接待旅游总人数及旅游总收入均有所下滑。

经初步核算，2021 年 1~9 月，黔东南州实现地区生产总值 899.22 亿元，比上年同期增长 5.7%，规上工业增加值同比增长 7.2%，社会消费品零售总额同比增长 16.2%；全州规模以上服务业企业实现营业收入 49.56 亿元，同比增长 14.8%。2021 年前三季度，黔东南州地区经济运行总体延续恢复增长态势。



## 财政状况

近年来，黔东南州一般公共预算收入规模有所波动，2020 年受非税收入增收影响全州一般公共预算收入转为正增长；黔东南州获得上级政府的财政支持力度较大，财政实力较强

近年黔东南州一般公共预算收入规模有所波动，呈现先减后增态势，2018 年~2020 年同比增速分别为-23.0%、-8.0%和 2.9%。同期，全州税收收入同比增速分别为-19%、-6.7%和-2.66%，占一般公共预算收入比重分别为 68.17%、69.45%和 65.76%，总体看近年全州税收收入持续负增长、占比稳定在六成以上。2020 年黔东南州一般公共预算收入同比增速转正，主要系当年国有资源（资产）有偿使用收入大幅增收带动非税收入同比增长 15.46%所致。

2018 年~2020 年，伴随国有土地使用权出让收入增收等影响，黔东南州政府性基金收入稳步增长，对地区财力形成重要补充。黔东南州上级补助收入规模较大，2018 年~2020 年，黔东南州上级补助收入占财政收入的比重分别为 75.35%、76.63%和 74.98%。总体来看，上级补助收入是黔东南州可用财力的最主要来源。

财政支出方面，2018 年~2020 年，黔东南州一般公共预算支出和政府性基金支出均有所波动，但总体呈增长趋势。同期，黔东南州地方财政自给率维持低位，地方财政自给能力较弱。

图表 4 黔东南州财政收支情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2018 年        | 2019 年        | 2020 年        |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 一般公共预算收入    | 66.38         | 60.76         | 62.47         |
| 其中：税收收入     | 45.25         | 42.20         | 41.08         |
| 政府性基金收入     | 38.43         | 42.31         | 61.84         |
| 上级补助收入      | 320.36        | 337.89        | 372.56        |
| <b>财政收入</b> | <b>425.17</b> | <b>440.96</b> | <b>496.87</b> |
| 一般公共预算支出    | 403.78        | 489.65        | 464.57        |
| 政府性基金支出     | 33.00         | 27.81         | 142.38        |
| 地方财政自给率     | 16.44         | 12.41         | 13.45         |

注 1：财政收入=一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入

注 2：地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%

资料来源：2018 年~2020 年黔东南州全州财政决算，东方金诚整理

截至 2020 年末，黔东南州地方政府债务余额为 582.10 亿元，其中一般债务余额 344.22 亿元，专项债务余额 237.88 亿元；州本级（含黔东南高新区）政府债务余额为 51.50 亿元，其中一般债务余额 6.81 亿元，专项债务余额 44.69 亿元。

从下辖各区县（市）政府债务情况来看，凯里市（155.28 亿元）、从江县（50.18 亿元）、黄平县（42.77 亿元）、镇远县（37.59 亿元）和岑巩县（30.68 亿元）的政府债务余额规模均已超 30.00 亿元，处于黔东南州下辖各区县（市）中较高水平。

经初步核算，2021 年 1~9 月，黔东南州实现一般公共预算收入 53.10 亿元，同比增长 23.5%，增速居全省首位。

## 业务运营

### 经营概况

受新冠疫情及项目进度放缓等影响，公司营业收入及毛利润均呈下滑趋势，营业收入结构

## 由以工程施工及基础设施建设业务为主转为以商品销售业务为主；综合毛利率波动下行

作为黔东南州重要的基础设施建设主体，公司主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工和商品销售等业务。

2018年~2020年，由于受新冠疫情、基础设施项目及施工项目进度放缓等多重因素影响，公司营业收入规模逐年下降、结构有所调整，对营业收入贡献较大的工程施工和基础设施建设业务收入持续下滑。公司商品销售收入主要包含商品房销售收入及贸易业务收入，2020年公司新增贸易业务板块，带动公司商品销售收入显著增长，占营业收入比重提升至六成以上。公司其他收入构成较为多元，主要包括物业管理收入以及租金收入等，规模及占比均较小。

近三年，公司毛利润及综合毛利率水平随同营业收入变动总体呈现波动下降趋势；其中，基础设施建设业务毛利率相对稳定，工程施工业务毛利率水平略有下降，新增的贸易板块毛利率较低导致商品销售业务板块毛利率快速下行。

2021年1~6月，公司实现营业收入13.18亿元，包含工程施工收入4.75亿元、商品销售收入8.30亿元和其他业务收入0.13亿元，基础设施建设业务尚未结算未形成收入；实现毛利润0.72亿元，毛利率为5.45%。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目     | 2018年 |        | 2019年 |        | 2020年 |        |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
|        | 数值    | 占比     | 数值    | 占比     | 数值    | 占比     |
| 营业收入合计 | 38.12 | 100.00 | 27.68 | 100.00 | 21.71 | 100.00 |
| 基础设施建设 | 5.79  | 15.20  | 4.07  | 14.69  | 0.00  | 0.00   |
| 工程施工   | 29.45 | 77.26  | 19.90 | 71.90  | 7.14  | 32.87  |
| 商品销售   | 2.74  | 7.18   | 3.50  | 12.66  | 14.34 | 66.06  |
| 其他     | 0.14  | 0.36   | 0.21  | 0.75   | 0.23  | 1.06   |
| 项目     | 毛利润   | 毛利率    | 毛利润   | 毛利率    | 毛利润   | 毛利率    |
| 合计     | 3.15  | 8.25   | 2.44  | 8.83   | 0.83  | 3.82   |
| 基础设施建设 | 0.75  | 13.02  | 0.54  | 13.32  | -     | -      |
| 工程施工   | 1.86  | 6.33   | 1.13  | 5.70   | 0.39  | 5.47   |
| 商品销售   | 0.43  | 15.85  | 0.69  | 19.65  | 0.41  | 2.89   |
| 其他     | 0.09  | 67.68  | 0.08  | 38.90  | 0.02  | 10.17  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 基础设施建设

公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责黔东南州范围内基础设施项目的投资建设，业务具有很强的区域专营性

受黔东南州交通局、黄平县人民政府、天柱县人民政府等单位委托，公司本部和子公司黄平国资、天柱国资承接州内基础设施项目建设。公司本部以承接黔东南州国省干道等交通基础设施项目为主；黄平国资以承接黄平县的道路改扩建和公益性设施建设等为主；天柱国资则主要承担天柱县范围内的基础设施项目代建任务。公司该项业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施项目主要采取委托代建模式进行建设。其中，公司本部于2015年与黔东南州交通局签订委托建设协议，并承接黔东南州交通局指定的项目，由黔东南州财政统筹配套项目

资本金，剩余资金由公司通过融资获得，黔东南州交通局每年按照项目实际投入加成一定比例的代建管理费与公司结算基础设施代建收入。黄平国资主要负责黄平县内的城区道路、棚户区改造等项目，根据黄平国资与黄平县人民政府于2015年签订委托代建协议，由黄平县人民政府每年按实际投入成本加成一定比例的代建管理费向黄平国资结算相应代建项目收入。天柱国资主要负责天柱县内的旧城改造、征地补偿等基础设施建设，由天柱县人民政府每年按实际投资成本加成一定比例的项目收益向天柱国资结算相应代建项目收入。黄平国资和天柱国资的建设资金来源主要来源于各县财政预算拨款以及公司自筹资金。

此外，对于公司投资建设的航电枢纽工程及旅游类项目，主要采取自营模式，建设资金主要来源于政府专项债券资金以及公司自筹资金；该类项目建成后转为公司固定资产，由公司进行运营，预计将产生销售或运营收入。

近年，公司本部代建的主要项目为S311麻江县下司至丹寨县兴仁公路工程、榕江县乐里至寨蒿公路改造工程、凯里市舟溪至丹寨县兴仁公路改造工程等；黄平国资代建的主要项目包括黄平县新州镇五里桥农村路网工程项目、二桥至水泥厂城市主干道建设工程、黄平县棚户区改造建设项目等；天柱国资主要代建了天柱县大道工程、马蝗龙片区征地补偿等项目。2018年~2019年，公司分别实现基础设施建设收入5.79亿元和4.07亿元，分别实现毛利润0.75亿元和0.54亿元。因受新冠疫情影响，2020年上半年部分基础设施项目处于停工停产状态，直至2020年下半年部分项目才复工复产，公司代建项目总体推动进度较慢，导致2020年及2021年上半年公司未结算收入。

**公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目投资规模大、回收周期长，未来项目运营收益存在不确定性**

截至2020年末，公司重点在建的基础设施项目如下表所示，计划总投资合计63.71亿元，已完成投资35.66亿元，尚需投资28.05亿元。

其中，公司本部在建的大部分二级公路改造项目已投资金额已超过总投资，本部面临的后续资本支出压力不大，但本部交通基础设施项目储备不多，后续业务可持续性一般。

清水江凯里旁海航电枢纽工程由子公司东南航电负责建设运营，项目主要建设内容包括船闸一座，通航标准为内河IV级，年单向过闸能力为230万吨；建设电站一座，总装机容量为42兆瓦。该项目计划总投资14.92亿元，资金主要来源于地方政府专项债资金和公司自筹；2020年东南航电已累计收到地方政府专项债资金1.90亿元，截至2020年末该项目累计已投资6.72亿元；2021年东南航电已累计收到政府专项债资金4.10亿元。该项目未来的收益实现方式主要包括航道运营及发电收入等。

传统村落旅游项目由子公司村落旅发投资和运营，该项目位于黎平县肇兴镇<sup>2</sup>，建设内容为规划区基础设施建设工程及景观提升建设工程，计划总投资为21.47亿元，建设资金主要由公司本部自筹，截至2020年末该项目已投资0.16亿元。该项目未来将通过门票收入、休闲娱乐收入、商品销售收入、餐饮收入、住宿收入以及停车场收入等进行资金平衡。由于新冠疫情对旅游行业冲击较大，公司对该项目投入进度有所放缓，预计未来将结合市场情况逐步推进。

<sup>2</sup> 黎平县肇兴镇旅游资源颇为丰富，目前主要有黎平县肇兴侗文化旅游景区，该景区为国家4A级旅游景区。交通状况方面，目前G76厦蓉高速公路路经黎平县肇兴等乡镇，同时贵广高速铁路，经过黎平县双江、肇兴、龙额、地坪等乡镇，并在黎平县与从江县交界处设置火车站——从江站。

图表 6 截至 2020 年末公司重点在建的基础设施项目情况（单位：亿元）

| 项目名称                           | 计划总投资 | 模式 | 已投资额  | 建设主体 |
|--------------------------------|-------|----|-------|------|
| G211 台江至南宮公路改造工程               | 4.10  | 代建 | 3.98  | 公司本部 |
| G211 台江南宮至小丹江公路工程              | 3.54  | 代建 | 3.88  | 公司本部 |
| G211 小丹江至乐里公路工程                | 4.35  | 代建 | 4.36  | 公司本部 |
| S413 榕江县平永至四格公路工程              | 2.57  | 代建 | 3.01  | 公司本部 |
| 二桥至水泥厂城市主干道建设工程                | 4.50  | 代建 | 4.32  | 黄平国资 |
| 易地扶贫搬迁项目                       | 1.50  | 代建 | 1.62  | 黄平国资 |
| 黔东南州 2014 年棚户区改造黄平项目（旧州冷水河棚户区） | 2.26  | 代建 | 2.81  | 黄平国资 |
| 黄平县新州镇五里桥农村路网工程项目              | 4.50  | 代建 | 4.80  | 黄平国资 |
| 清水江凯里旁海航电枢纽工程                  | 14.92 | 自营 | 6.72  | 东南航电 |
| 传统村落旅游项目                       | 21.47 | 自营 | 0.16  | 村落旅发 |
| 小计                             | 63.71 | -  | 35.66 | -    |

注：因相关验收决算手续尚未完成，表中部分项目已投资金额超过总投资。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至本报告出具日，公司规划拟建项目主要为黔东南州（堂安片区、黄岗片区、四寨片区、大歹片区、大利片区、洛香湖片区）传统村落集中连片保护利用项目，该项目计划总投资 11.49 亿元，立项在子公司交旅城开，并由交旅城开负责经营。该项目已于 2021 年 9 月取得立项批复，资金来源主要为公司本部自筹及政策性银行贷款，计划采取自营模式运作。

综合来看，公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目投资规模大、回收周期长，未来项目运营收益存在不确定性。

## 工程施工

近年公司工程施工业务收入规模较大，为公司营业收入重要补充，同时预计随着“十四五”期间公司工程施工业务量逐步恢复，公司未来工程施工收入仍有一定保障

公司工程施工业务主要由下属子公司中凯交建负责运营，子公司通达交建亦有少量工程施工业务。中凯交建是黔东南州重要的交通建造施工单位，具备公路一级、公路二级总包和航道码头三级总包等资质。

业务模式方面，中凯交建和通达交建主要通过参加招投标竞标取得工程施工项目，以承揽黔东南州内通村公路、国省干道等项目为主，而后根据项目规模或实际建设需要决定自行承接施工或对外分包、转包项目。中凯交建和通达交建与业主单位签订工程施工协议，在项目建设期内，中凯交建和通达交建依照完工百分比法确认工程施工收入和成本，即根据当期发生的成本占预计总成本的比例确定当期完工比，用当期完工比乘以预计总收入和总成本计算确认当期的收入和成本。公司所承接项目的业主方主要为地方交通运输局和国有企业，由业主单位负责筹措资金并按照施工进度结算工程款。

近年来，公司所承接的项目主要为黔东南州各县市的通村公路、国省干道和旅游公路等地方法路政工程施工项目。2018 年~2020 年，公司分别新签合同数量为 115 个、72 个和 96 个，分别新签合同金额为 22.72 亿元、7.99 亿元和 11.29 亿元；同期，公司分别实现工程施工收入 29.45 亿元、19.90 亿元和 7.14 亿元，分别实现毛利润 1.86 亿元、1.13 亿元和 0.39 亿元，毛



利率分别为 6.33%、5.70%和 5.47%。随着“十三五”计划全州公路工程项目的有序完工，公司工程施工业务在 2018 年达到结算高峰，后续随着对应的工程量有所下降，相关的新签合同、收入规模也随之降低，2019 年公司工程施工收入同比下降 37.56%；预计随着全州“十四五”计划提出，公司工程施工业务量会随之逐渐恢复。2020 年度因受新冠疫情导致工程施工及结算进度滞后影响，公司工程施工收入规模进一步大幅减少。截至 2020 年末，公司尚未完工的合同金额为 5.07 亿元，主要为县乡公路路面改善提升工程等。

综上，近年公司工程施工业务收入规模较大，为公司营业收入重要补充，同时预计随着“十四五”期间公司工程施工业务量逐步恢复，公司未来工程施工收入仍有一定保障。

## 商品销售

公司商品销售业务主要包括商品房销售和贸易板块；公司可售商品房项目规模较大，未来商品房销售收入有一定的保障，同时在建项目后续投资面临一定资本支出压力；公司 2020 年新增的贸易业务对收入贡献较大，但对公司整体利润贡献有限

公司商品销售业务包括商品房销售和贸易业务，其中贸易业务为 2020 年新增。2018 年~2020 年，公司分别实现商品销售收入 2.74 亿元、3.50 亿元和 14.34 亿元。受公司新增锌锭、铝锭等贸易业务影响，2020 年公司商品销售收入规模同比大幅增长，包含商品房销售收入 1.86 亿元、贸易业务收入 11.49 亿元以及物料销售收入 0.99 亿元。

### 1. 商品房销售

公司商品房销售业务主要由子公司畅达置业负责经营，资金来源于公司自筹，由公司通过招拍挂取得土地使用权后进行建设，待商品房项目达到预售条件后进行预售并回笼资金，建造完成并验收合格后陆续办理交付手续。畅达置业所开发的商品房项目类型以住宅和写字楼为主，主要分布在凯里市。2018 年~2020 年，公司分别确认商品房销售收入 1.68 亿元、2.19 亿元和 1.86 亿元；2020 年商品房销售收入主要来自畅达国际广场项目。

截至 2020 年末，公司主要在建的商品房项目为畅达国际广场和凯里东方广场项目等。其中，畅达国际广场总建筑面积 117.8 万平方米，拟建成集住宅、办公、商业于一体的综合性商业体，计划总投资规模 32.21 亿元，截至 2020 年末该项目已完成投资 21.23 亿元，建成后主要通过房屋租赁实现收益。销售方面，畅达国际广场住宅部分总建筑面积 87.35 万平方米，可售面积 66.61 万平方米，截至 2020 年末已售 14.23 万平方米，累计销售回款 6.58 亿元。租赁方面，截至 2020 年末该项目可供出租的面积为 11.13 万平方米，主要包括已建成的市民之家、畅达非遗园等，主要出租对象为州市两级行政中心、个体户经商人员等；由于该项目租赁价格低于市场价，且部分免租赁费用，加之 2020 年以来受疫情影响，2020 年该项目仅实现出租收入 260.00 万元，未来出租收益状况有待持续关注。

凯里东方广场项目总建筑面积约 38.66 万平方米，包括住宅、地上商业、还建物业（棚改回迁）、地下室和地下设备用房及停车场，计划总投资 20.06 亿元，截至 2020 年末该项目已投资 12.80 亿元，住宅部分已销售 7.55 万平方米，累计销售回款 7.58 亿元。

图表 7 截至 2020 年末公司商品房项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称     | 总投资   | 已投资   | 已建成可售面积 | 已售面积  | 累计销售金额 | 状态  | 销售均价     |
|----------|-------|-------|---------|-------|--------|-----|----------|
| 畅达国际广场   | 32.21 | 21.23 | 66.61   | 14.23 | 6.58   | 在建  | 4624.03  |
| 畅达公馆     | 2.21  | 2.21  | 4.10    | 4.08  | 1.80   | 已完工 | 4411.76  |
| 凯里东方广场项目 | 20.06 | 12.80 | 15.44   | 7.55  | 7.58   | 在建  | 10039.74 |
| 合计       | 54.48 | 36.24 | 86.15   | 25.86 | 15.96  | -   | -        |

注：表中销售均价按照累计销售金额/已售面积估算。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在售的商品房项目主要包括畅达国际广场、畅达公馆和凯里东方广场项目，详见以上图表。上述商品房均地处凯里市内较好地段，畅达国际广场周边的超市、市民之家、幼儿园配套齐全；畅达公馆周边凯里八小、职业技术学院以及生活超市配套齐全；凯里东方广场项目位于凯里市大十字市中心地段，左邻凯里市国贸商场 300 米、右邻方圆荟综合体 200 米，周边的中小学和超市配套齐全，整体区位优势较强，预计未来销售情况尚可。截至 2020 年末，上述三个项目已建成可售面积为 86.15 万平方米，已售面积 25.86 万平方米，累计实现销售金额 15.96 亿元，累计确认商品房销售收入 5.15 亿元。同期末，公司已预收购房款规模为 9.31 亿元，预计将在未来年度逐步交房并确认收入，可为未来商品房销售收入提供一定支撑。

总体来看，公司可售商品房项目规模较大，未来商品房销售收入有一定的保障，同时在建项目后续投资面临一定资本支出压力。

## 2.贸易业务

公司 2020 年新增贸易业务，主要由子公司中恒物资负责运营。公司贸易业务标的主要为铝锭、锌锭、电解铜等，采用以销定购的业务模式，公司根据下游客户需求签订销货合同，同时与上游企业采购标的商品，并通过线上交割的方式实现货品转移，通过商品购进与卖出之间的价差获取利润。

公司贸易业务上游供应商主要为厦门迅达国际贸易有限公司、南丹县南方有色金属有限责任公司和通航供应链江苏有限公司，下游客户主要为湖南马上电子商务有限公司、陕西煤业化工贸易物流有限公司和阳泉煤业集团物资经销有限责任公司。2020 年，公司实现贸易业务收入 11.49 亿元，其中铝锭、锌锭和电解铜的销售收入分别占比达 57.60%、23.06%和 17.70%；同期，公司贸易业务实现毛利润 234.34 万元，业务毛利率为 0.20%。总体来看，公司新增的贸易业务收入规模较大，对公司整体营业收入形成重要补充；但贸易业务毛利率较低，对公司整体利润贡献有限。

## 外部支持

公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关方的有力支持

黔东南州主要的基础设施建设主体有 4 家，除公司外，另有公司控股股东黔东南开投、黔东南州国有资本运营有限责任公司（以下简称“黔东南国资”）和黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司（以下简称“凯宏城投”），黔东南国资和凯宏城投均为黔东南州国资委的全资子公司。

其中，黔东南国资主要从事黔东南州水利基础设施建设，同时还从事城市水务、水力发电、园区开发及运营等业务；凯宏城投主要从事黔东南州、凯里经济技术开发区、从江县和榕江县范围内的基础设施建设，以及房地产销售、商品销售等业务，公司业务范围与上述两家建设主体均有所区分。而黔东南开投系公司控股股东，为黔东南州国资委的全资子公司，主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工和商品销售等业务。

图表 8 黔东南州范围内主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元、%）

| 公司简称  | 业务范围及内容                                            | 主要财务指标 |        |        |       |       |
|-------|----------------------------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
|       |                                                    | 总资产    | 净资产    | 全部债务   | 资产负债率 | 营业收入  |
| 黔东南开投 | 主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工和商品销售等                          | 404.85 | 192.32 | 126.42 | 52.50 | 31.16 |
| 黔东南交旅 | 主要从事黔东南州基础设施建设、工程施工和商品销售等                          | 233.62 | 108.41 | 62.03  | 53.60 | 21.71 |
| 黔东南国资 | 主要从事黔东南州水利基础设施建设，同时还从事城市水务、水力发电、园区开发及运营等           | 225.80 | 120.72 | 56.92  | 46.54 | 2.52  |
| 凯宏城投  | 主要从事黔东南州、凯里经济技术开发区、从江县和榕江县范围内的基础设施建设，以及房地产销售、商品销售等 | 405.47 | 206.54 | 82.16  | 49.06 | 3.97  |

注：其中黔东南开投、黔东南交旅和凯宏城投均为 2020 年（末）财务数据；由于黔东南国资未公开发债，表中相关财务数据为黔东南国资提供的 2020 年前三季度财务数据。

资料来源：公司提供及公开资料，东方金诚整理

公司是黔东南州重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入、财政补贴等方面得到了股东及相关方的有力支持，详见如下图表。

图表 9 近年来公司获得的主要外部支持情况

| 类型   | 事项                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增资   | 自成立以来，公司股东及相关各方先后数次以货币资金形式向公司进行增资，使得公司实收资本由成立之初的 0.30 亿元增加至 2021 年 6 月末的 4.87 亿元。                                                                                                                                                                                                           |
| 资产注入 | 2012 年之前，股东及各方陆续向公司注入土地使用权，政府划入的土地账面价值累计 18.20 亿元。2011 年~2012 年，公司获得中凯交建、天柱国资等 5 家国有企业的 100% 股权和 4 宗土地资产的无偿划拨，增加公司资本公积 23.57 亿元。2015 年，黄平县人民政府将位于黄平县新州镇、旧州镇二十二宗 5194.40 亩土地无偿划入黄平国资，计入存货并增加资本公积 32.63 亿元。2016 年，天柱县人民政府将位于天柱县凤城镇 3 宗土地合计 361.74 亩划入天柱国资，均为出让性质的商住用地，计入存货并相应增加资本公积 10.77 亿元。 |
| 财政补贴 | 2018 年~2019 年，公司累计获得财政补贴 7.49 万元，计入其他收益。2020 年公司获得黔东南财政局和黔东南交通运输局的交通化债专项资金合计 3.38 亿元，其中 0.71 亿元计入其他收益，2.68 亿元计入递延收益。                                                                                                                                                                        |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

此外，公司作为目前黔东南州内唯一一家化债资金承接主体<sup>3</sup>，公司于 2020 年收到贵州国资 13.69 亿元的注资款，该笔增资款实际上为化债资金，由贵州国资以增资入股的方式注入公司。

考虑到未来公司将继续在黔东南州基础设施建设领域发挥重要作用，预计公司股东及相关各方未来仍将对公司提供有力支持。

<sup>3</sup> 由贵州省级化债部门根据黔东南州全州企业情况指定。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2021 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 4.87 亿元。截至 2021 年末，公司注册资本已增加至 5.48 亿元；按注册资本计算，黔东南州开投和贵州国资分别持有公司 88.79%和 11.21%股权。黔东南州开投为公司控股股东，黔东南州国资委为公司实际控制人。

### 治理结构

公司不设股东会，由黔东南州开投履行出资人职责。

公司设立董事会，董事会成员由 5 至 7 人组成，董事会成员中除一名职工代表担任的董事外，其他董事由出资人按照《公司法》的规定委派或更换。董事会成员中职工代表董事由公司职工代表大会或者其他形式民主选举产生。公司董事会设董事长 1 名，由出资人从董事会成员中指定或在董事会成员中选举产生。

公司设立监事会，监事会不少于 5 名成员组成。公司监事会由出资人委派或更换，其中职工代表的比例不得低于三分之一，由职工代表大会或者其他形式民主选举产生。公司监事的任期每届三年，任期届满可以连任一届。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司日常经营和管理。公司设总经理一名、副总经理四名，总会计师 1 名，总工程师 1 名，上述高级管理人员由出资人推荐，公司董事会决定解聘或聘任。每届任期三年，可以连任。

### 管理水平

公司下设投融资计划经营部、财务管理部、综合事务部、工程质安部、纪检监察审计部、人力资源部等职能部门。同时，公司建立了董事会会议制度、“三重一大”决策制度实施办法和总经理办公会议制度，并制定了财务管理类、投融资类、人事管理类、工程类、信访类等各项管理制度。

子公司管理方面，公司对黄平国资、天柱国资等划转取得的二级子公司实际控制能力相对较弱，对其管控力度有待进一步加强。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2018 年~2020 年及 2021 年 1~6 月的合并财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年~2020 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。公司 2021 年 1~6 月的合并财务报表未经审计。

截至 2021 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 10 家。2018 年，公司合并报表范围减少 1 家二级子公司贵州黎平肇兴文化旅游开发（集团）有限公司。2019 年，公司合并范围内二级子公司未发生变化。2020 年，公司合并报表范围内新增 1 家二级子公司，即黔东南能投。2021 年 1~6 月，公司合并报表范围内二级子公司未发生变化。



截至 2020 年末，公司合并口径、母公司及核心子公司主要财务指标详见如下图表。其中，公司本部资产以其他应收款、长期股权投资和无形资产为主。

图表 10 公司合并、母公司及核心子公司 2020 年（末）主要财务指标（单位：亿元、%）

| 项目    | 总资产    | 净资产    | 营业收入  | 资产负债率 | 有息债务  |
|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 合并报表  | 233.62 | 108.41 | 21.71 | 53.60 | 62.03 |
| 母公司报表 | 114.46 | 51.98  | 0.01  | 54.59 | 31.26 |
| 中凯交建  | 36.39  | 1.46   | 6.03  | 95.99 | 10.76 |
| 黄平国资  | 56.73  | 42.38  | 0.00  | 25.30 | 7.54  |
| 天柱国资  | 21.37  | 17.80  | 0.00  | 16.71 | 1.72  |
| 畅达置业  | 45.36  | 17.61  | 2.56  | 61.18 | 0.20  |
| 东南航电  | 15.92  | 2.26   | -     | 85.78 | 8.11  |
| 中恒交通  | 0.53   | 0.04   | 11.96 | 91.81 | 0.06  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资产构成与资产质量

近年公司资产规模波动增长，结构以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，且未缴纳出让金的出让土地及划拨土地资产较多，整体资产流动性偏弱

2018 年末~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司资产总额小幅波动增长，结构以流动资产为主，其中流动资产占比保持在八成以上。

公司流动资产主要由货币资金、应收类款项及存货构成，2020 年末上述三项合计占流动资产比重达 96.45%。近三年一期，公司账面货币资金余额有所减少，2020 年末货币资金中银行存款规模为 6.86 亿元，其中使用受限货币资金 1398.58 万元。公司应收账款规模有所波动，主要为应收当地州县政府单位及其他国企等的项目结算款；2020 年末应收账款前五名主要为黄平县人民政府、黔东南州交通局、贵州润达交通建设投资有限公司、榕江县交通运输局和榕江县扶贫开发投资有限公司，合计占比达 62.02%。

公司其他应收款规模较大且增长较快，主要为公司与当地州级、县市级政府部门、事业单位及其他国有企业间的往来款（含借款）。2020 年末，公司其他应收款前五名分别为凯宏城投（4.41 亿元）、从江县交通局（3.47 亿元）、黔东南州交通局（3.46 亿元）、黔东南州财政局（2.91 亿元）和岑巩县交通局（2.77 亿元），应收金额合计占比 27.12%，账龄总体偏长，集中度较低。同期末，公司其他应收款计提坏账准备 1672.54 万元。根据公司提供的 2020 年末其他应收款全部明细，公司应收对象中包含公司应收民企贵州瑞鼎房地产开发有限公司的往来款，金额合计 2220.58 万元。剩余公司应收往来款（含借款）单位均为黔东南州级国有企业、州内各县市政府部门以及各县市国有企业，其中公司应收贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司（以下简称“开元城投”）往来款 4427.78 万元，该欠款单位开元城投虽为国有企业，但存在 1 笔失信被执行记录。总体来看，公司其他应收款对公司资金形成严重占用，资产流动性一般且面临回收风险。

公司存货主要为变现能力较弱的土地使用权、尚未结算的基础设施项目成本以及商品房项目成本，整体流动性较弱。近三年一期，随着公司在建项目的持续投资，公司存货规模呈整体增长趋势。2020 年末，公司存货中待开发土地账面价值合计 52.12 亿元，全部为政府无偿注入，

已取得相关权证，证载使用权类型全部为出让地，用途主要为商服、商住用地；上述土地权属人为子公司天柱国资和黄平国资，尚未缴纳土地出让金。同期末，公司存货中开发成本账面价值合计 39.64 亿元，主要为公司本部、黄平国资等主体所代建的基础设施项目成本以及在建商品房项目成本；其中代建项目成本合计 13.46 亿元，在建商品房项目成本合计 26.18 亿元，主要包括凯里东方广场和畅达国际广场两个项目。同期末，公司存货中开发产品 5.25 亿元，全部为已完工商品房项目成本，系畅达国际广场、畅达公馆和凯里东方广场三个项目的完工部分。此外，公司存货中还有少量原材料、库存商品和消耗性生物资产等，2020 年上述三项合计 923.69 万元。

图表 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

| 科目             | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       | 2021 年 6 月末   |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 15.03         | 6.95          | 7.05          | 5.03          |
| 应收账款           | 19.94         | 23.38         | 17.52         | 22.52         |
| 其他应收款          | 56.06         | 54.56         | 62.55         | 64.01         |
| 存货             | 84.57         | 88.29         | 97.10         | 96.78         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>185.63</b> | <b>179.79</b> | <b>190.99</b> | <b>196.53</b> |
| 投资性房地产         | 0.23          | 0.72          | 8.25          | 8.13          |
| 在建工程           | 12.93         | 16.38         | 7.22          | 7.76          |
| 无形资产           | 18.80         | 18.80         | 18.27         | 18.27         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>41.03</b>  | <b>45.79</b>  | <b>42.63</b>  | <b>41.96</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>226.66</b> | <b>225.59</b> | <b>233.62</b> | <b>238.50</b> |

注：其他应收款不含应收利息及应收股利。

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程 and 无形资产构成，2020 年末上述三项合计占非流动资产比重达 79.16%。2018 年末~2019 年末，公司投资性房地产规模尚小；2020 年末，受当期在建工程等科目转入影响，即公司将已达到预定用途且用于出租的畅达国际广场 D 地块（又名大黔集项目）转入，公司投资性房地产较上年末规模显著增加。截至 2020 年末，公司投资性房地产包含房屋建筑物 8.17 亿元和土地使用权 0.08 亿元，主要为大黔集项目（7.56 亿元）和御景山水花园（0.39 亿元），其中御景山水花园系公司于 2019 年购入并用于出租的房产。

近三年一期，伴随项目部分完工并转入其他科目核算，公司在建工程规模波动下降，主要为清水江凯里旁海航电枢纽工程、传统村落旅游项目等公司自建自营项目成本；其中 2020 年末公司在建工程较上年末大幅减少，主要系当期公司将部分自营项目已投入部分根据实际用途转入投资性房地产科目核算所致。

公司无形资产主要为 2012 年之前股东及相关方陆续向公司注入的土地使用权，近三年一期无形资产规模基本保持稳定。2020 年末，公司无形资产中的土地使用权账面价值合计 18.27 亿元，其中政府划拨性质土地账面价值合计 18.20 亿元，上述土地权属人为公司本部，已办理权证，用途以综合、城镇建设和工业用地为主，主要坐落于黎平县、镇远县和凯里市；其中招拍挂方式取得的出让性质土地账面价值 660.59 万元，土地权属人为子公司中凯交建，证载用途为工业用地，已办理使用权证并已缴纳土地出让金。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 42.51 亿元，占净资产的比重为 18.20%，主

要包括使用受限货币资金 0.14 亿元，用于质押借款的应收账款 6.58 亿元，用于抵押借款的存货 27.70 亿元，以及受限投资性房地产 8.09 亿元。

## 资本结构

得益于股东及关联方划入土地使用权、子公司股权等资产，公司形成了较大规模的所有者权益；2020 年以来受公司持有的参股公司股权和部分土地资产被无偿划出等影响，公司所有者权益规模有所下降

2018 年末~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司净资产规模波动下降。其中，公司实收资本保持稳定；公司资本公积主要系股东及方向公司注入土地使用权、子公司股权等资产所形成，2020 年末资本公积有所下降，主要系根据黔东南州国资委的安排，公司将其持有的贵州东南高速投资有限公司 40% 股权<sup>4</sup>无偿划出导致资本公积减少 2.40 亿元，同时天柱国资所持有的土地（存货科目核算）被无偿划出导致资本公积减少 9.22 亿元。近三年一期，公司未分配利润小幅增长，系公司历年经营净利润的积累。

图表 12 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

| 科目      | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 实收资本    | 4.87    | 4.87    | 4.87    | 4.87        |
| 资本公积    | 97.58   | 97.58   | 85.96   | 85.96       |
| 未分配利润   | 13.26   | 13.96   | 14.82   | 14.84       |
| 所有者权益合计 | 117.64  | 118.44  | 108.41  | 108.37      |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

随着公司持续收到化债资金以及拓展发行债券等外部融资渠道，公司负债规模波动增长，由以非流动负债为主转变为以流动负债为主，整体负债结构趋于短期化

2018 年末~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司负债总额波动增长，结构由以非流动负债为主转变为以流动负债为主。近三年一期，公司流动负债占比分别为 39.40%、43.59%、54.11% 和 58.23%，随着流动负债占比上升，整体负债结构趋于短期化。

公司流动负债规模增长较快，主要由应付账款、预收款项、合同负债、其他应付款以及一年内到期的非流动负债构成，2021 年 6 月末以上项目合计占流动负债比重达 94.60%。2020 年末，公司应付账款主要为应付施工单位的工程款、材料款及劳务款等；同期末，公司预收款项主要由预收购房款、工程劳务款和货款构成，其中预收购房款规模 9.31 亿元，2021 年 6 月末上述预收款项全部转入合同负债科目<sup>5</sup>核算。

近三年一期，公司其他应付款规模持续增加，以应付其他单位的往来款和注资款等为主；2020 年末其他应付款中往来款和注资款余额分别为 14.80 亿元和 13.69 亿元。公司作为黔东南州化债资金承接主体收到贵州国资 13.69 亿元的注资款，导致 2020 年末公司其他应付款大幅增

<sup>4</sup> 贵州东南高速投资有限公司原为公司参股公司，计入按成本计量的可供出售金融资产核算；2019 年末公司对贵州东南高速投资有限公司的投资余额为 2.4 亿元，持股比例为 40%，伴随 40% 股权被无偿划出，公司对其投资余额降至零。

<sup>5</sup> 根据《企业会计准则第 14 号——收入》，合同负债是指企业已收到或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。企业因转让商品收到的预收款适用新收入准则进行会计处理时，使用合同负债科目，不再使用预收账款科目等。

长。由于上述股注资款实际上为化债资金<sup>6</sup>，且增资入股流程尚未完成，公司暂计入其他应付款科目核算，对应现金流量表中体现为“吸收投资收到的现金”，该笔化债资金不需支付利息<sup>7</sup>，预计未来将由其他应付款转入权益科目。

近三年一期，公司一年内到期的非流动负债有所波动，2020年末该科目主要核算在2021年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。

图表 13 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

| 科目             | 2018 年末       | 2019 年末       | 2020 年末       | 2021 年 6 月末   |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 应付账款           | 16.64         | 15.83         | 13.02         | 13.31         |
| 预收款项           | 2.88          | 2.82          | 10.32         | -             |
| 合同负债           | -             | -             | -             | 14.47         |
| 其他应付款          | 15.86         | 17.32         | 30.09         | 33.71         |
| 一年内到期的非流动负债    | 5.50          | 5.47          | 11.03         | 10.19         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>42.95</b>  | <b>46.70</b>  | <b>67.76</b>  | <b>75.77</b>  |
| 长期借款           | 46.63         | 44.54         | 28.64         | 25.80         |
| 应付债券           | 11.84         | 7.84          | 15.29         | 15.29         |
| 长期应付款          | 0.40          | 0.26          | 0.90          | 0.99          |
| 递延收益           | 3.43          | 4.25          | 7.52          | 7.17          |
| 其他非流动负债        | 3.77          | 3.54          | 5.10          | 5.10          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>66.07</b>  | <b>60.44</b>  | <b>57.46</b>  | <b>54.36</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>109.02</b> | <b>107.15</b> | <b>125.21</b> | <b>130.13</b> |

注：其他应付款不含应付利息及应付股利；长期应付款不含专项应付款。

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益以及其他非流动负债构成，近三年一期非流动负债规模逐年下降。伴随部分借款逐步清偿或重分类至一年内到期的长期借款，近三年一期，公司长期借款余额逐年下降。2020年末，公司长期借款以信用借款（19.41亿元）、保证借款（5.10亿元）和抵押借款（4.13亿元）为主，利率区间在年化4.75%至7.5%，长期借款的借款主体主要分布于公司本部（11.22亿元）、黄平国资（5.25亿元）和东南航电（6.21亿元）。

公司应付债券主要为公司本部发行的“15黔畅达专项债/PR黔畅达”和“20黔交旅投债/20黔交投”，其中“15黔畅达专项债/PR黔畅达”发行规模为20.00亿元，票面利率为5.79%，截至2021年6月末余额为8.00亿元，募集资金用途主要用于畅达国际广场停车场项目等；“20黔交旅投债/20黔交投”发行规模为12.00亿元，票面利率为8.00%，截至2021年6月末余额为12.00亿元，募集资金用途主要用于凯里东方广场（韶山南路片区棚户区改造项目）的建设等。近三年一期，公司长期应付款规模波动上行，主要为公司从昂达融资租赁（深圳）有限公司、贵阳贵银金融租赁有限责任公司等机构取得的借款。

公司递延收益主要为尚待确认收入或收益的政府补助，近三年一期递延收益规模增长较快，未来将逐年从递延收益转入其他收益科目；2020年末递延收益主要包括交通化债专项资金

<sup>6</sup> 由于隐性债务化解不能以贷化贷，在配合隐性债务化解工作上，只能以增资入股的形式完成化债任务。具体化债资金下拨路径为，贵州国资以增资入股的方式给到公司，公司再将化债资金给到其他涉及化债的单位及企业。

<sup>7</sup> 未来还是需要“四在农家·美丽乡村”基础设施建设项目实施主体，也即隐性债务的债务主体（含州本级和下辖各县市）自身来偿还到期的债务本金及利息，也即“谁使用谁偿还”。公司仅负责代为将化债资金下拨给各县市债务主体，不承担相关到期隐性债务的到期本息偿还义务。



(2.68 亿元)、中央港口建设费(2.70 亿元)和成品油税航运建设费(2.10 亿元)等,其中交通化债专项资金为 2020 年度新增。

近三年一期,公司其他非流动负债规模波动增长,借款主体主要为子公司黄平国资、天柱国资和东南航电,具体包括中国农发重点建设基金有限公司等单位提供的黄平县 2016 年老城片区城市棚户区改造建设项目基金、棚户区改造建设基金、天柱县 2016 年城市棚户区改造项目基金;以及黔东南州财政局等上级财政单位拨付的清水江旁海航电枢纽工程项目专项债资金等款项。

#### 公司债务规模逐年小幅下行,负债率处行业中等水平,短期有息债务占比持续上升

公司融资渠道以金融机构借款和债券融资等为主,债务资金主要用于公司的基础设施项目及商品房开发投入、贸易品采购,以及公司与当地州县政府单位及其他平台间的借款、往来款等。近三年一期,公司全部有息债务规模逐年小幅下降。

从债务构成来看,2020 年末公司长期有息债务占比达 80.50%,由长期借款、应付债券、长期应付款(付息项)和其他非流动负债(付息项)构成;而短期有息债务占比达 19.50%,由短期借款和一年内到期非流动负债构成,短期有息债务占比逐年持续上升。

从债务主体来看,2020 年末,公司合并口径全部债务中,公司本部债务为 31.26 亿元,占比 50.40%,主要用于公司本部与其他企业单位间的资金往来及借款等,主要对应于母公司其他应收款等资产科目;子公司中凯交建债务为 10.76 亿元,占比 17.35%,主要用于交通施工项目的投入,以及中凯交建与其他企业单位间的往来款等,主要对应于中凯交建的预付款项及其他应收款等资产科目;子公司黄平国资债务为 7.54 亿元,占比 12.16%,主要用于基础设施代建项目等,主要对应于黄平国资的存货等资产科目;子公司天柱国资债务为 1.72 亿元,占比 2.77%;子公司畅达置业有息债务规模很小<sup>8</sup>。

偿债指标方面,受公司持续收到化债资金同时扩张对外融资、资本实力有所削弱等影响,公司资产负债率波动上行,全部债务资本化比率小幅波动,总体处行业中等水平。

图表 14 公司全部债务及相关指标情况

| 财务指标           | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 6 月末 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 全部债务(亿元)       | 68.78   | 65.48   | 62.03   | 59.71       |
| 其中:长期有息债务(亿元)  | 62.64   | 56.19   | 49.93   | 47.19       |
| 短期有息债务(亿元)     | 6.15    | 9.29    | 12.10   | 12.52       |
| 短期有息债务/全部债务(%) | 8.94    | 14.19   | 19.50   | 20.97       |
| 资产负债率(%)       | 48.10   | 47.50   | 53.60   | 54.56       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 36.90   | 35.60   | 36.39   | 35.53       |

资料来源:公司合并财务报表及公司提供,东方金诚整理

#### 公司对外担保规模较大,面临一定的代偿风险

截至 2020 年末,公司对外担保余额合计 19.42 亿元,担保比率为 17.91%,被担保对象以黔东南州州级和县级国有企业、事业单位为主,仅有一家被担保对象为民营企业贵州中恒建设

<sup>8</sup> 畅达置业自身通常不作为融资主体,畅达置业名下经营的商品房项目所需开发建设资金等主要由公司本部进行统一调配和拨付。

工程有限责任公司<sup>9</sup>，担保余额为 0.65 亿元。总体来看，公司对外担保对象以当地国企及事业单位为主，但公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

图表 15 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方名称               | 被担保方单位性质 | 担保余额      |
|----------------------|----------|-----------|
| 贵州省黄平且兰文化旅游发展有限公司    | 国有企业     | 37120.00  |
| 黔东南州水利投资（集团）有限责任公司   | 国有企业     | 32500.00  |
| 贵州中建伟业建设（集团）有限责任公司   | 国有企业     | 55450.00  |
| 黄平县城镇建设投资有限公司        | 国有企业     | 20880.00  |
| 天柱县工业开发投资有限公司        | 国有企业     | 8400.00   |
| 天柱县擎天城镇建设开发有限公司      | 国有企业     | 8000.00   |
| 贵州中恒建设工程有限公司         | 民营企业     | 6500.00   |
| 贵州黎平肇兴文化旅游开发（集团）有限公司 | 国有企业     | 5000.00   |
| 黄平县湖里中学              | 事业单位     | 2940.00   |
| 黄平县旧州第二中学            | 事业单位     | 2240.00   |
| 黄平县旧州中学              | 事业单位     | 1400.00   |
| 黄平县民族中学              | 事业单位     | 1400.00   |
| 黄平县第二中学              | 事业单位     | 1330.00   |
| 黄平县新州镇中心小学           | 事业单位     | 1330.00   |
| 黄平县重安中学              | 事业单位     | 1190.00   |
| 黄平县谷陇镇中心小学           | 事业单位     | 1120.00   |
| 黄平县第三中学              | 事业单位     | 1050.00   |
| 黄平县苗陇九年制学校           | 事业单位     | 1050.00   |
| 黄平县浪洞镇中心小学           | 事业单位     | 910.00    |
| 黄平县新州镇第一小学           | 事业单位     | 840.00    |
| 贵州省黄平民族中学            | 事业单位     | 700.00    |
| 黄平县谷陇中学              | 事业单位     | 700.00    |
| 黄平县旧州第二小学            | 事业单位     | 700.00    |
| 黄平县上塘镇中心小学           | 事业单位     | 700.00    |
| 黄平县新州镇第三小学           | 事业单位     | 700.00    |
| 合计                   | -        | 194150.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 盈利能力

近年公司营业收入及利润总额规模均逐年下降，公司利润对财政补贴的依赖程度有所加深，主要盈利指标处于较低水平，整体盈利能力较弱

2018 年~2020 年，由于受新冠疫情、基础设施项目及施工项目进度放缓等多重因素影响，公司营业收入规模逐年下降，营业利润率水平波动下降。公司期间费用规模较小，同期占营业收入比重分别为 2.96%、3.79%和 0.74%，维持在低位水平。同期，公司利润总额逐年减少，其中收到的财政补贴占利润总额比重分别 0.03%、0.02%和 62.59%，利润对财政补贴存在一定依赖，且依赖程度逐步加深。公司主要盈利指标均处于低位水平，整体盈利能力较弱。

<sup>9</sup> 截至本报告出具日，贵州中恒建设工程有限公司在最高人民法院失信被执行人信息查询平台中无失信信息。

图表 16 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

| 指标名称   | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1~6 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业收入   | 38.12  | 27.68  | 21.71  | 13.18        |
| 营业利润率  | 7.07   | 8.03   | 3.29   | -            |
| 期间费用   | 1.13   | 1.05   | 0.16   | 0.005        |
| 利润总额   | 1.64   | 1.20   | 1.13   | -0.04        |
| 补贴收入   | 0.0005 | 0.0003 | 0.71   | -            |
| 总资本收益率 | 1.62   | 1.42   | 1.55   | -            |
| 净资产收益率 | 0.85   | 0.69   | 0.93   | -            |

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

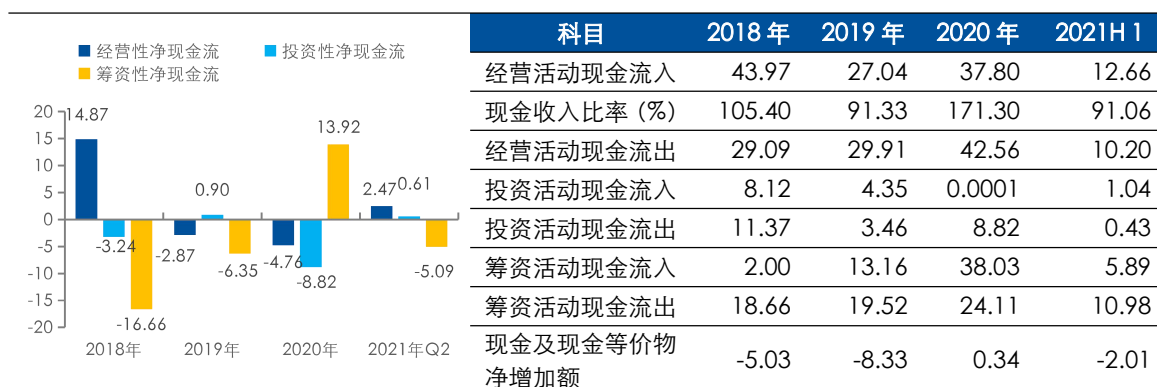
## 现金流

公司经营活动现金流易受收入回款水平等影响, 稳定性偏弱; 公司资金来源对外部融资、股东及相关方股权注资等存在较大依赖, 整体现金流状况欠佳

近三年一期, 公司经营活动现金流入主要为收到的基础设施项目结算款、施工业务回款、商品房销售款、贸易品销售款、政府补助、押金及保证金等; 现金收入比率波动上行, 经营获现能力总体有所改善; 公司经营活动现金流出主要为支付的工程施工、商品房和基础设施项目工程款以及贸易品采购款等。近年公司基础设施项目及商品房建设投入较大, 资金回款存在一定时滞, 导致公司经营现金流净额波动较大。

公司投资活动现金流入主要为公司处置子公司股权、收到“其他应收款”项下往来企业归还借款等所形成的现金流入; 投资活动现金流出主要为公司增加对“长期股权投资”和“可供出售金融资产”项下联营企业、权益和债务工具的投资, 以及向“其他应收款”项下往来企业支付借款等所形成的现金流出。近三年一期, 公司投资活动产生的现金流量净额波动较大。

图表 17 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

公司筹资性现金流入主要为公司收到金融机构借款、股权注资款、交通化债专项资金以及地方政府专项债券资金等形成的现金流入; 筹资性现金流出主要为公司偿还债务、偿付利息等形成的现金流出。2018 年~2019 年, 公司筹资活动现金流均为净流出。

2020 年, 受公司发行 12.00 亿元“20 黔交旅投债/20 黔交投”影响, 公司“取得借款所收到的现金”较上年度增加较多; 由于公司承接贵州国资 13.69 亿元的股权投资款, 公司“吸收

投资所收到的现金”较上年度大幅增长；同时由于公司收到交通化债专项资金及专项债资金等，公司“收到的其他与筹资活动有关的现金”增幅明显；以上因素导致2020年公司筹资性现金流转为大额净流入，总体上公司资金来源对于外部融资、股东及相关方股权注资依赖较大。公司现金及现金等价物净增加额波动较大，整体现金流状况一般。

## 偿债能力

作为黔东南州重要的基础设施建设主体，公司主营业务具有很强的区域专营性，获得到股东和相关各方的持续支持，综合偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，近三年一期，公司流动比率和速动比率均处于较高水平，但公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高，资产流动性较弱，对流动负债的保障程度较弱。近三年一期，公司现金比率水平维持低位，货币资金对流动负债的保障能力很弱。2018年公司货币资金尚能够覆盖短期债务，近两年一期，公司货币资金对短期债务的保障能力较弱，均未能形成有效覆盖。公司经营现金流动负债比率由正转负，经营性现金流对流动负债的覆盖程度很弱。

图表 18 公司偿债能力指标情况（单位：%）

| 科目               | 2018年（末） | 2019年（末） | 2020年（末） | 2021年6月（末） |
|------------------|----------|----------|----------|------------|
| 流动比率             | 432.21   | 384.96   | 281.88   | 259.38     |
| 速动比率             | 235.30   | 195.92   | 138.57   | 131.65     |
| 现金比率             | 34.98    | 14.89    | 10.41    | 6.63       |
| 货币资金/短期有息债务（倍）   | 2.44     | 0.75     | 0.58     | 0.40       |
| 经营现金流动负债比率       | 34.63    | -6.15    | -7.03    | -          |
| 长期债务资本化比率        | 34.74    | 32.18    | 31.53    | 30.34      |
| EBITDA 利息保障倍数（倍） | 1.00     | 0.83     | 0.85     | -          |
| 全部债务/EBITDA（倍）   | 17.97    | 20.58    | 20.38    | -          |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，近三年一期，伴随公司债务结构逐步趋于短期化，公司长期债务资本化比率有所下降；公司 EBITDA 未能有效覆盖有息债务及相关利息。

公司全部债务期限结构如下图表所示，截至本报告出具日，公司2021年内到期债务已全部偿还完毕；针对2022年内到期债务，公司计划通过经营性现金流入、银行融资、化债专项资金等方式偿还到期债务。

图表 19 截至2020年末公司全部债务期限结构情况（单位：亿元、%）

| 偿还年份   | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 到期偿还金额 | 12.10 | 6.99  | 5.99  | 8.00  | 8.74  | 20.21    |
| 占比     | 20.26 | 11.71 | 10.03 | 13.40 | 14.64 | 33.85    |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券发行总额为4.30亿元，是公司2021年6月末全部债务和负债总额的0.07倍和0.03倍。考虑到本期债券募集资金拟主要用于偿还公司2020年内到期企业债券本息所产生的负债和占用的资金，对公司现有资本结构影响较小。

考虑到公司作为黔东南州重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设等业务具有很强



的区域专营性，持续获得股东及相关各方的支持，东方金诚认为公司的偿债能力很强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的中西部地区地市级基础设施建设主体，对地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比，表中数据均为 2020 年。

黔东南州地区生产总值在对比组中属于中等水平，GDP 增速最高（与六盘水市经济增速并列），但人均 GDP 水平最低。黔东南州一般公共预算收入处于最低水平，但一般公共预算支出规模最高。公司资产总额及净资产规模在对比组中属于最低水平，但营业收入规模显著高于其他对比组企业的营业收入水平，而利润总额偏低；公司主要债务率指标在对比组中处于中游水平。

图表 20 同业对比情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司 | 六盘水市开发投资有限公司 | 黄山城投集团有限公司 | 安顺市城市建设投资有限责任公司 |
|-----------|------------------------|--------------|------------|-----------------|
| 地区        | 黔东南州                   | 六盘水市         | 黄山市        | 安顺市             |
| GDP       | 1191.52                | 1339.62      | 850.4      | 966.74          |
| GDP 增速    | 4.5                    | 4.5          | 2.8        | 3.1             |
| 人均 GDP（元） | 31701                  | 44189        | 63913      | 39129           |
| 一般公共预算收入  | 62.47                  | 108.95       | 83.9       | 67.03           |
| 一般公共预算支出  | 464.57                 | 323.99       | 206.3      | 295.99          |
| 资产总额      | 233.62                 | 405.55       | 327.39     | 379.91          |
| 所有者权益     | 108.41                 | 193.80       | 137.57     | 181.07          |
| 营业收入      | 21.71                  | 4.16         | 10.58      | 15.05           |
| 利润总额      | 1.13                   | 2.14         | 2.40       | 2.18            |
| 资产负债率     | 53.60                  | 52.21        | 57.98      | 52.34           |
| 全部债务资本化比率 | 36.39                  | 34.86        | 45.67      | 38.68           |

注：对比组中的经济财政资料来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等，人均 GDP 按“GDP/第七次全国人口普查常住人口”估算；经营财务资料来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），截至 2021 年 11 月 2 日，公司本部已结清和未结清信贷信息中无关注类和不良类贷款信息。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按期支付本息。

## 抗风险能力

基于对黔东南州地区经济和财政实力、股东及相关各方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

## 增信措施

### 担保方式

根据《担保函》，贵州省担保对本期债券提供无条件、不可撤销连带责任保证担保，保证

范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

## 担保效力

### 贵州省担保对本期债券到期兑付提供的无条件、不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

贵州省担保成立于 2014 年 5 月，是经贵州省人民政府批准组建，授权贵州省财政厅履行出资人职责的一家省级融资担保机构。2016 年 4 月，贵州省担保名称由贵州省再担保有限责任公司变更为贵州省担保有限责任公司，2020 年 4 月变更为现名。贵州省担保初始注册资本 30.00 亿元，贵州省财政厅分别于 2014 年 1 月、2015 年 12 月和 2016 年 6 月认缴出资 10.40 亿元、8.10 亿元、10.00 元。2017 年 10 月，贵州省担保出资人由贵州省财政厅变更为贵州金融控股集团有限责任公司（又名贵州贵民投资集团有限责任公司，以下简称“贵州金控”）。贵州省担保变更为贵州金控全资子公司。2019 年，贵州省财政厅拨付贵州金控财政资金 15.41 亿元，其中 3.87 亿元用于增加贵州省担保注册资本。2020 年 4 月，贵州金控以省级风险应急资金对贵州省担保增资 20.00 亿元。历经多次增资，截至 2020 年末贵州省担保注册资本、实收资本均达到 52.37 亿元，贵州金控持股 100%。

贵州省担保担保业务以政策性贷款（再）担保业务为导向。扣除财政专项信贷产品外，贵州省担保前期直接担保业务尚处于起步阶段，担保收入规模较小，投资收益占有重要比重。进入 2020 年以来，随着国家储备林贷款担保业务等直接担保业务快速发展，以及增资款项增加提高利息收入规模，贵州省担保营业收入增长较快、结构得到优化。贵州省担保已完成对贵州省 58 家县级融资性担保机构的注资参股工作，实现了省内政府性担保业务体系全覆盖。贵州省担保作为贵州担保行业的省级融资性担保机构，地位突出，担保业务在贵州持续保持很强的竞争力。预计随着国家储备林贷款担保业务稳步推进、债券担保业务突破发展，贵州省担保业务规模将保持增长。

贵州省担保直接担保项目集中于水利环境和公共设施管理业等基建领域，期限较长，行业、客户集中度很高。贵州省担保“4321”直接担保业务尚未发生代偿，目前规模很小。另外，2019 年以来贵州省担保积极国家储备林建设项目贷款担保业务，项目期限分布 10~30 年，短中期贷款项目尚未到期，预计代偿风险较低。截至 2020 年末，贵州省担保直接担保前十大贷款客户在保余额 39.80 亿元，占贵州省担保期末净资产比重为 72.50%，主要为新增的债券担保及国家储备林建设项目贷款担保业务，担保期限很长。贵州省担保除要求相关土地、房产进行抵质押，另要求在保客户寻求一定数量、具备一定还款实力的自然人或企业作为第三方保证人提供连带责任反担保。

截至 2020 年末，贵州省担保资产总额达 62.75 亿元，净资产 54.90 亿元。同期末，贵州省担保融资性担保责任余额为 154.49 亿元，融资性担保放大倍数为 3.44。2020 年，贵州省担保实现营业收入 4.52 亿元，其中担保业务、利息收入、投资收益、管理费与委托贷款的其他业务收入分别占比 49.25%、13.19%、4.37%、33.19%。

贵州省担保作为贵州担保行业的省级融资性担保机构，建立了覆盖贵州省的政府性融资担保业务体系，近年来积极发展国家储备林贷款等政策性直接担保业务发展，担保业务在贵州具备极强的竞争力；受益于持续增资，截至 2020 年末贵州省担保注册资本、实收资本均达到 52.37

亿元，资本金规模在同业中处于领先水平，资本实力很强；贵州省担保处于贵州省政府性融资担保体系核心地位，成立以来多次获得控股股东及贵州省财政注资，未来能够持续获得当地政府及控股股东在业务发展、资本补充、风险防范等多方面的支持。

同时，东方金诚也关注到，贵州省黔南州等5市州工业基础薄弱，较为依赖当地自然资源以及旅游资源，潜在债务风险较大，贵州省担保面临一定的外部经营风险；贵州省担保直接担保项目集中于水利环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业等领域市（州）及县（区）城投企业，行业、客户集中度均较高；贵州省担保委托贷款金额较大，资金主要流向贵州下属市（州）及县（区）城投企业，面临信用风险和流动性管理压力。

综上所述，东方金诚评定贵州省担保的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；贵州省担保为本期债券到期兑付提供的无条件、不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 结论

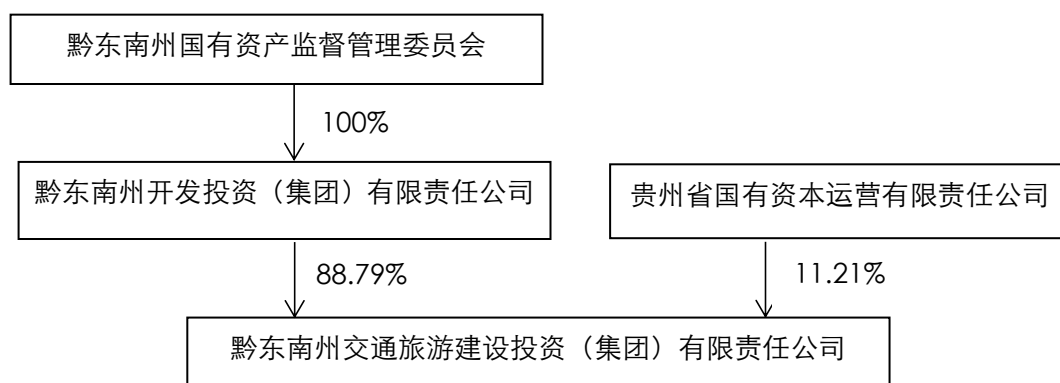
东方金诚认为，近年黔东南州地区经济保持较快发展，第三产业发展迅速，对当地经济发展贡献显著，经济实力较强；公司主要从事黔东南州内的基础设施建设，主营业务区域专营性很强，同时还从事工程施工和商品销售等业务，收入及现金流来源较为多元；作为黔东南州重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到股东及相关方的有力支持；贵州省担保对本期债券到期兑付提供的无条件、不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，且未缴纳出让金的土地资产较多，整体资产流动性偏弱；公司在建项目后续投资较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目投资规模大、回收周期长，未来项目运营收益存在不确定性；公司经营性现金流易受收入回款水平等影响稳定性偏弱，公司资金来源对外部融资、股东及关联方注资等存在较大依赖，整体现金流状况欠佳；公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

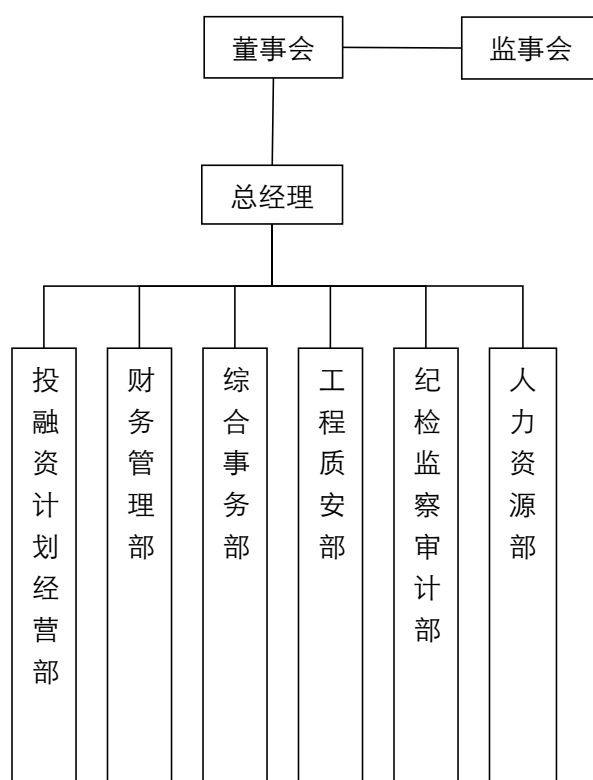
综合分析，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件一：截至 2021 年末公司股权结构图和组织架构图

### 股权结构图（按注册资本计算）



### 组织架构图





## 附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称                 | 2018 年（末） | 2019 年（末） | 2020 年（末） | 2021 年 6 月（末） |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| <b>主要财务数据（单位：亿元）</b> |           |           |           |               |
| 资产总额                 | 226.66    | 225.59    | 233.62    | 238.50        |
| 其中：其他应收款             | 56.06     | 54.56     | 62.55     | 64.01         |
| 存货                   | 84.57     | 88.29     | 97.10     | 96.78         |
| 无形资产                 | 18.80     | 18.80     | 18.27     | 18.27         |
| 负债总额                 | 109.02    | 107.15    | 125.21    | 130.13        |
| 其中：应付账款              | 16.64     | 15.83     | 13.02     | 13.31         |
| 其他应付款                | 15.86     | 17.32     | 30.09     | 33.71         |
| 长期借款                 | 46.63     | 44.54     | 28.64     | 25.80         |
| 应付债券                 | 11.84     | 7.84      | 15.29     | 15.29         |
| 全部债务                 | 68.78     | 65.48     | 62.03     | 59.71         |
| 其中：短期有息债务            | 6.15      | 9.29      | 12.10     | 12.52         |
| 所有者权益                | 117.64    | 118.44    | 108.41    | 108.37        |
| 营业收入                 | 38.12     | 27.68     | 21.71     | 13.18         |
| 利润总额                 | 1.64      | 1.20      | 1.13      | -0.04         |
| 经营性活动净现金流            | 14.87     | -2.87     | -4.76     | 2.47          |
| 投资性活动净现金流            | -3.24     | 0.90      | -8.82     | 0.61          |
| 筹资性活动净现金流            | -16.66    | -6.35     | 13.92     | -5.09         |
| <b>主要财务指标</b>        |           |           |           |               |
| 营业利润率（%）             | 7.07      | 8.03      | 3.29      | -             |
| 总资本收益率（%）            | 1.62      | 1.42      | 1.55      | -             |
| 净资产收益率（%）            | 0.85      | 0.69      | 0.93      | -             |
| 现金收入比率（%）            | 105.40    | 91.33     | 171.30    | 91.06         |
| 资产负债率（%）             | 48.10     | 47.50     | 53.60     | 54.56         |
| 长期债务资本化比率（%）         | 34.74     | 32.18     | 31.53     | 30.34         |
| 全部债务资本化比率（%）         | 36.90     | 35.60     | 36.39     | 35.53         |
| 流动比率（%）              | 432.21    | 384.96    | 281.88    | 259.38        |
| 速动比率（%）              | 235.30    | 195.92    | 138.57    | 131.65        |
| 现金比率（%）              | 34.98     | 14.89     | 10.41     | 6.63          |
| 经营现金流动负债比率（%）        | 34.63     | -6.15     | -7.03     | -             |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 1.00      | 0.83      | 0.85      | -             |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 17.97     | 20.58     | 20.38     | -             |

注：其他应收款不含应收利息及应收股利，其他应付款不含应付股利及应付利息。

### 附件三：主要财务指标计算公式

| 指标             | 计算公式                                                                     |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 毛利率（%）         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                 |
| 营业利润率（%）       | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$  |
| 总资本收益率（%）      | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$ |
| 净资产收益率（%）      | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                 |
| 现金收入比率（%）      | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                       |
| 资产负债率（%）       | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                 |
| 长期债务资本化比率（%）   | $\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$            |
| 全部债务资本化比率（%）   | $\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                |
| 流动比率（%）        | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                             |
| 速动比率（%）        | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$               |
| 现金比率（%）        | $\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                               |
| 担保比率（%）        | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                |
| 经营现金流动负债比率（%）  | $\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                         |
| EBITDA 利息倍数（倍） | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$                                            |
| 全部债务/EBITDA（倍） | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$                                            |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

#### 附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级  | 定义                            |
|-----|-------------------------------|
| AAA | 偿还债务能力极强，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，有较高违约风险  |
| 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 级和 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。