

信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0207 号

黔东南州开发投资（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“2022 年第二期黔东南州开发投资（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 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年四月二日

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 4 月 2 日

2022年第二期黔东南州开发投资（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	AA	2022/4/2	戴修远	刘暮菡

主体概况

黔东南州开发投资（集团）有限责任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。黔东南州国有资产监督管理委员会为公司唯一股东，黔东南苗族侗族自治州人民政府为公司实际控制人。

债券概况

本期债券发行总额：人民币 4.4 亿元
本期债券发行期限：7 年，附第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：按年付息，到期一次还本
资金用途：偿还有息债务

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 实力	区域层级		20.00%	14.00	企业 经营 与 财务 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%	3.00			
	一般公共预算收入增速		4.00%	0.00		(实收资本+资本公积) /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									基础模型参考等级	AA	
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档			
企业 经营 与 财务 实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	评级调整因素	无
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AA		
注：最终评级结果由信用评级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.本期债券信用等级										AA		

注：最终评级结果由债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。

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，得到了股东及相关方的有力支持。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性较弱，项目建设面临较大资本支出压力及运营收益存在不确定性，未来三年公司面临较大集中偿付压力，资金来源对筹资活动依赖较大。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很低。

同业对比

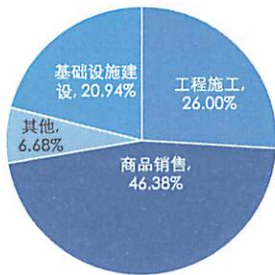
项目	黔东南州开发投资（集团） 有限责任公司	六盘水市开发投资有限公司	黄山城投集团有限公司	安顺市城市建设投资有限 责任公司
地区	黔东南州	六盘水市	黄山市	安顺市
GDP（亿元）	1191.52	1339.62	850.4	966.74
GDP 增速（%）	4.5	4.5	2.8	3.1
人均 GDP（元）	31701	44189	63913	39129
一般公共预算收入（亿元）	62.47	108.95	83.9	67.03
一般公共预算支出（亿元）	464.57	323.99	206.3	295.99
资产总额（亿元）	404.85	405.55	327.39	379.91
所有者权益（亿元）	192.32	193.80	137.57	181.07
营业收入（亿元）	31.16	4.16	10.58	15.05
利润总额（亿元）	1.49	2.14	2.40	2.18
资产负债率（%）	52.50	52.21	57.98	52.34
全部债务资本化比率（%）	39.66	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）

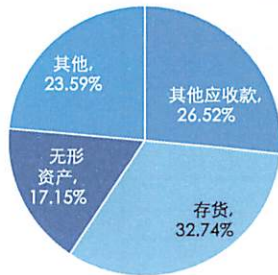
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

主要指标及依据

2020 年公司营业收入构成



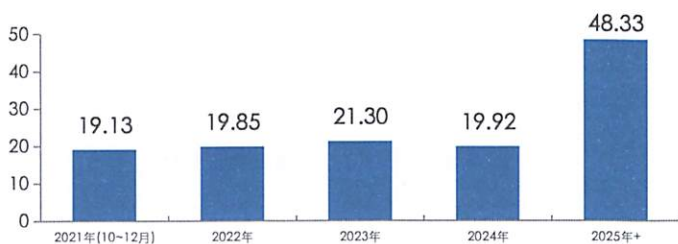
2020 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 Q3
资产总额	368.17	384.03	404.85	419.51
所有者权益	192.81	202.19	192.32	192.60
营业收入	48.55	38.56	31.16	21.03
利润总额	2.23	1.65	1.49	0.22
全部债务	117.31	114.97	126.42	128.53
资产负债率	47.63	47.35	52.50	54.09
全部债务资本化比率	37.83	36.25	39.66	40.02

2021 年 9 月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范围内的基础设施建设, 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。

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, 且受限资产规模很大, 整体资产流动性较弱;
- 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;
- 公司全部债务规模波动增长, 未来三年公司到期债务规模相对集中, 具有较大的集中偿付压力;
- 公司经营性现金流转为净流出, 且易受收入回款水平及往来款收支波动等影响稳定性较弱, 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。

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
AA/稳定	AA (22 黔开投债 01/22 黔开 01)	2021/6/16	戴修远 刘慕茜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文
AA/稳定	AA (16 黔开投/16 黔开投)	2016/8/23	高路 赵迪	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年) 》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

主体概况

黔东南州开发投资（集团）有限责任公司（以下简称“黔东南开投”或“公司”）原为黔东南州开发投资有限责任公司，是由原黔东南苗族侗族自治州经济贸易委员会于2008年出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币1.00亿元。2010年8月，公司股东变更为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”）。2018年12月，公司更为现名。历经数次增资及股权变更，截至2021年9月末，公司注册资本和实收资本均为人民币2.17亿元；黔东南州国资委为公司唯一出资人，黔东南苗族侗族自治州人民政府（以下简称“黔东南州政府”）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2020年末，公司合并报表范围内二级子公司共17家，详见下表。

图表1 截至2020年末纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：%）

公司名称	业务性质	直接持股比例	取得方式
黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司 ¹	高速、旅游公路项目投资	100.00	划拨
贵州思州润峰建设有限责任公司	房地产开发、建筑施工	100.00	划拨
黔东南州九黎君民族文化旅游有限责任公司	旅游开发	52.03	投资
贵州凯欣产业投资股份有限公司	木结构建筑生产与销售	100.00	投资
黔东南州安家房地产开发有限责任公司	房地产开发	100.00	投资
黔东南州开发投资（集团）瑞达建筑有限公司	建筑施工	100.00	划拨
黔东南州苗岭聚能地热勘查开发有限责任公司	地热、矿泉水资源勘查开发	49.00	投资
贵州省黔东南州高原蓝莓综合开发有限责任公司	蓝莓种植、销售	60.00	投资
黔东南州鸿发能源有限责任公司	电力开发	81.64	投资
贵州黔水旅游开发有限公司	旅游开发	51.00	投资
黔东南州新业旅游发展有限责任公司	旅游开发	100.00	划拨
黔东南州开发投资集团金属回收有限责任公司	废旧金属回收	100.00	划拨
黔东南州开发投资集团林工商有限公司	林产品开发销售	100.00	划拨
黔东南州开发投资集团物资储运有限公司	货物储存销售	100.00	划拨
黄平县江河水电开发有限责任公司	电力开发	95.34	投资
贵州东南春畜牧业发展有限责任公司	畜牧业投资	87.52	投资
黔东南州林业投资开发有限公司	林业开发	100.00	划拨

注：公司为黔东南州苗岭聚能地热勘查开发有限责任公司（以下简称“苗岭聚能”）的第一大股东，苗岭聚能实际日常经营由公司负责，其他股东不参与苗岭聚能实际经营，且苗岭聚能的法人、董事长以及财务人员均为公司员工，公司实际控制苗岭聚能，依据实质重于形式原则，纳入公司合并范围。

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

¹ 根据《关于将州文旅集团、州文旅集团、州演艺集团的国有产权无偿划转有关事宜的通知》（黔东南国资通[2020]12号）文件，黔东南州国资委将该公司100.00%股权无偿划转至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”），上述事项于2020年4月1日完成工商变更事宜。2020年4月10日，根据《关于黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司股权变更事宜的通知》（黔东南国资通[2020]48号）文件，该公司控股股东变更为黔东南开投，上述事项于2020年4月10日完成工商变更事宜。

公司拟发行总额为 4.4 亿元的“2022 年第二期黔东南州开发投资（集团）有限责任公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券为 7 年期固定利率债券，第 4 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券利息每年支付一次，到期一次还本，当期利息随本金一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金总额为 4.40 亿元，专项用于偿还公司 2021 年内到期的企业债券本金及利息。其中 4.04 亿元用于偿还 2016 年黔东南州开发投资（集团）有限责任公司公司债券（以下简称“16 黔开投/16 黔开投”）在 2021 年到期的本金及利息，0.36 亿元用于偿还 2020 年黔东南州开发投资（集团）有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券（以下简称“20 黔开专项债/20 黔开债”）在 2021 年到期的利息。

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

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监会【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，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。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

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2 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，黔东南州实现地区生产总值1255.03亿元，同比增长5.2%；其中，第一产业增加值260.67亿元，同比增长7.5%，第二产业增加值274.56亿元，同比增长3.7%，第三产业增加值719.81亿元，同比增长4.9%。

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3 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
财政收入	425.17	440.96	496.87
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，黔东南州一般公共预算收入预计完成68.76亿元，同比增长10.1%；其中税收收入预计完成40.3亿元，同比下降1.9%；非税收入预计完成28.46亿元，同比增长33%。同年，全州一般公共预算支出预计完成460.78亿元，同比增长2.9%。

业务运营

经营概况

受新冠肺炎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；公司综合毛利率持续下行，工程施工板块对整体毛利润贡献最大

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，由于受新冠肺炎疫情、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，同时营业收入结构有所调整，对整体营业收入贡献较大的工程施工和基础设施建设业务板块收入持续下滑所致。2020年度受新增贸易业务板块影响，公司商品销售收入规模显著增长，占营业收入比重提升至四成以上。公司其他收入构成较为多元，主要包括土地整理转让收入、交通运输收入、旅游收入、房屋租赁收入、汽车租赁收入、劳务派遣收入、物业管理收入以及酒店服务收入等，规模及占比均较小。其中，公司于2020年度新增土地转让收入1.01亿元，主要为当期公司本部向黔东南州水利投资（集团）有限责任公司转让一宗名下现有的工业用地，该收入属一次性收入，不涉及土地开发整理业务。

近三年，公司毛利润及综合毛利率水平随同营业收入变动趋势，均呈现逐年下降趋势；其中，基础设施建设业务毛利率下滑较快，工程施工业务对整体毛利润贡献最大且毛利率水平相对稳定，毛利率较低的新增贸易板块导致商品销售业务毛利率水平进一步降低。

2021年1~9月，公司实现营业收入21.03亿元，实现毛利润1.53亿元，业务毛利率为7.28%。

图表4 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	48.55	100.00	38.56	100.00	31.16	100.00
基础设施建设	5.79	11.93	8.69	22.53	6.52	20.94
工程施工	38.16	78.60	23.83	61.79	8.10	26.00
商品销售	3.40	7.00	4.65	12.05	14.45	46.38
其他	1.20	2.47	1.40	3.64	2.08	6.68
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	4.45	9.17	3.21	8.31	1.36	4.36
基础设施建设	0.75	13.02	1.00	11.56	0.31	4.75
工程施工	2.58	6.77	1.26	5.30	0.45	5.51
商品销售	0.79	23.10	0.67	14.52	0.43	3.00
其他	0.33	27.25	0.26	18.77	0.17	8.05

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交通、城市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、岑巩县住房和城乡建设局以及岑巩县人民政府等委托，公司主要承担黔东南州交通及城市基础设施项目建设，业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施建设项目主要采取交通基础设施代建、城市基础设施代建和自建三种模式进行建设。公司交通基础设施代建业务主要由子公司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”）负责，黔东南交旅以承接黔东南州国省干道等交通基础设施项目为主。黔东南交旅于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，剩余资金由黔东南交旅通过融资获得，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黔东南交旅结算基础设施代建收入。

公司城市基础设施代建业务主要由子公司贵州思州润峰建设有限责任公司（以下简称“思州润峰”）和间接控股子公司黄平县国有资产运营有限责任公司（以下简称“黄平国资”）、天柱县国有资产经营开发有限责任公司（以下简称“天柱国资”）负责。子公司思州润峰、黄平国资和天柱国资针对若干具体项目签订委托代建协议，建设内容主要包括黔东南州市区、岑巩县、黄平县和天柱县内的城区道路、棚户区改造、旧城改造和征地补偿等项目。城市基础设施代建业务建设资金主要来源于各县财政预算拨款以及自筹资金，公司根据当年的实际投资成本加成一定比例确认相应代建项目收入。

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。

2018年~2020年，公司分别实现基础设施建设收入5.79亿元、8.69亿元和6.52亿元，主要来自岑巩县第一批“占补平衡”土地综合整治项目、黄平民族中学建设项目、岑巩县城北新区道路一期工程、棚户区改造（二期）等项目；分别实现毛利润0.75亿元、1.00亿元和0.31亿元。其中因受新冠肺炎疫情影响，2020年上半年部分项目处于停工停产状态，直至2020年下半年基础设施项目才复工复产，故2020年度公司基础设施建设收入较上年大幅减少。

公司在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2021年9月末，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，清水江凯里旁海航电枢纽工程由三级子公司贵州东南航电开发投资有限公司（以下简称“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年末该项目已投资6.72亿元；2021年东南航电累计收到政府专项债资金4.10亿元。该项目未来的收益方式主要为航道运营以及发电收入等。

传统村落旅游项目由三级子公司贵州传统村落旅游发展有限公司（以下简称“村落旅发”）投资和运营，该项目位于黎平县肇兴镇，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，建设资金由黔东南交旅自筹，截至2020年末该项目已投资0.16亿元。该项目将通过门票收入、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。

图表 5 截至 2021 年 9 月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 台江至南宫公路改造工程	4.10	代建	3.98	黔东南文旅
G211 台江南宫至小丹江公路工程	3.54	代建	3.88	黔东南文旅
G211 小丹江至乐里公路工程	4.35	代建	4.36	黔东南文旅
S413 榕江县平永至四格公路工程	2.57	代建	3.01	黔东南文旅
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 2021 年 9 月末，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，立项在三级子公司黔东南州文旅城市投资开发有限公司，并由该子公司负责经营。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黔东南文旅下属子公司贵州中凯交通建设有限责任公司（以下简称“中凯交建”）负责，另一下属子公司黔东南州通达交通建设有限公司（以下简称“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。

2018 年~2020 年，公司分别实现工程施工收入 38.16 亿元、23.83 亿元和 8.10 亿元，分别实现毛利润 2.58 亿元、1.26 亿元和 0.45 亿元，业务毛利率分别为 6.77%、5.30%和 5.51%。

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 2021 年 9 月末，公司在手主要未完工合同金额 33.83 亿元。

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

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 3.40 亿元、4.65 亿元和 14.45 亿元。受子公司黔东南文旅新增铝、锌等贸易业务影响，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 1.99 亿元以及贸易业务收入 11.96 亿元。

1. 商品房销售

公司商品房销售业务由间接控股子公司黔东南州畅达置业有限公司（以下简称“畅达置业”）负责，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。

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售实现收益。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 6 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 11.61 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，主要来源于黔东南交旅下属子公司黔东南州中恒交通物资公司。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银电子商务有限公司、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 11.96 亿元。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。

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”）、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”）和黔东南交旅，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，黔东南交旅系公司的控股子公司。

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。

图表 7 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 8 近年来公司获得的主要外部支持情况

类型	事项
增资	2020 年，公司资本公积资本溢价转增实收资本 2500.00 万元；同年，股东黔东南州国资委增加注册资本金 8620.00 万元；公司实收资本增至 2020 年末的 2.17 亿元。
资产注入	2012 年之前，股东及相关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。2019 年，岑巩县人民政府将账面价值为 8.11 亿元的门面房无偿划拨给思州润峰。2020 年，黔东南州国资委拨付 1500.00 万元资本金。
股权划转	2016 年，黔东南州政府将镇远县城市运营有限公司的股权无偿划拨给公司。2017 年，黔东南州政府将黔东南州新业旅游发展有限责任公司、黔东南州绿源农业投资有限责任公司和岑巩县思州旅游文化开发投资有限责任公司等的股权无偿划拨给公司。
财政补贴	2018 年~2020 年，公司获得各项财政补贴分别为 0.43 亿元、0.32 亿元和 1.39 亿元。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

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。

企业管理

产权结构

截至 2021 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 2.17 亿元；黔东南州国资委为

公司唯一出资人，黔东南州政府为公司实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由黔东南州国资委行使股东职权。

公司设立了董事会，董事会成员为 5~7 人，其中包括 1 名职工代表董事。董事由出资人委派或更换，但职工代表董事由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事每届任期三年，任期届满，可以连续委派（选举）连任。董事长任期由出资人确定。

公司设立了监事会，监事会成员为 5 人，由出资人委派或更换，但职工代表监事由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。每届监事会的职工代表比例不低于监事人数的三分之一。监事每届任期三年，任期届满，可以连续委派（选举）连任。

公司设经理 1 人，由董事会聘任。经理对董事会负责，组织公司的生产经营管理工作。

管理水平

公司下设党政综合办公室、工会办公室、组织人力资源部、财务部、规划发展部、项目建设管理部、安全生产管理部、资产管理部、投融资管理部、法规部、审计监察室、企业管理与经济运行部 12 个职能部门。同时，公司建立了董事会会议制度、总经理办公会会议制度和党委会议议事制度，并制定了财务管理、投资管理和成本管理等各项管理制度。

公司对绝大多数二级子公司具有控制权，但对划拨所得的黔东南交旅、思州润峰等子公司的管控力度有待提升。

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 1~9 月合并财务报表。利安达会计师事务所（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 1~9 月合并财务报表未经审计。

截至 2020 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 17 家（详见图表 1）。2018 年，公司合并报表范围减少 8 家子公司，分别为贵州省黎平县肇兴旅游发展有限责任公司、天柱县天水水电开发有限责任公司、黔东南州苗都农产品综合批发市场有限责任公司、贵州省岑巩县龙江水电开发有限责任公司、黔东南州黔水地方电力有限公司、镇远县城市运营有限公司、黔东南州农业产业发展科技有限责任公司²和黔东南州黔兴农工商有限责任公司。2019 年，公司纳入合并报表范围增加 1 家二级子公司，即贵州东南春畜牧业发展有限责任公司，同时，原间接控股子公司黔东南州林业投资开发有限公司变更为二级子公司。2020 年，公司合并报表范围减少 1 家子公司，即黔东南州开发投资集团铁路专用线有限公司。

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。

² 根据《关于镇远城市运营有限公司 100%股权无偿划转有关事宜的批复》（黔东南国资函[2018]149 号）文件，黔东南州国资委将公司持有的镇远县城市运营有限公司 100.00%股权无偿划转至镇远县城市建设投资经营有限责任公司；根据《关于州开发投资公司下属黔东南州黔水地方电力有限公司等六家公司股权无偿划转有关事宜的批复》（黔东南国资函[2018]150 号）文件，黔东南州国资委将公司持有的天水水电等原子公司股权无偿划转至黔东南州国资委。

图表 9 公司合并口径、母公司及核心子公司主要财务指标（单位：亿元、%）

项目	总资产	净资产	营业收入	全部债务	短期有息债务	资产负债率
合并报表	404.85	192.32	31.16	126.42	17.02	52.50
母公司报表	122.38	76.13	2.10	26.21	3.89	37.79
黔东南交旅报表	233.62	108.41	21.71	62.03	12.10	53.60
思州润峰报表	68.20	28.63	5.95	19.77	0.44	58.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资产构成与资产质量

近年公司资产规模保持增长，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，且受限资产规模很大，整体资产流动性较弱

2018 年末~2020 年末及 2021 年 9 月末，公司资产总额保持增长，结构以流动资产为主，其中流动资产占比保持在七成以上，同期末占比分别为 73.38%、73.03%、73.22%和 73.48%。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 96.24%。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 11.63 亿元，使用受限货币资金 0.29 亿元。公司应收账款规模波动增长，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岑巩县财政局、黄平县人民政府、黔东南州交通局、贵州润达投资集团有限公司和榕江县交通运输局，合计占比达 62.5%。

近三年一期，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县政府单位及其他企业间的借款、往来款以及少量保证金、垫付款等，对公司资金形成了较大占用。2020 年末，公司其他应收款前五名分别为凯宏城投、岑巩县财政局、凯里经济开发区管理委员会、从江交通局和黔东南州交通局，应收金额合计占比 25.93%，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 2632.57 万元。伴随公司与其他企业之间的短期、临时性往来款增加，2021 年 9 月末公司其他应收款较期初明显增长。

根据公司提供的《关于黔东南州开发投资（集团）有限责任公司 2020 年末主要资产明细情况》，公司提供了占其他应收款比例达 85.72%的其他应收款明细，其中包含公司应收民营企业贵州大置业房地产开发有限公司、民营企业贵州瑞鼎房地产开发有限公司、民营企业贵州绩曲文化旅游有限公司和民营企业贵州地大综合物流有限公司的往来款及借款，金额合计 1.32 亿元，合计占其他应收款余额为 1.24%；剩余公司应收往来款及借款单位均为黔东南州级国有企业、各县市政府及国有企业。

图表 10 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 9 月末
货币资金	18.77	10.11	11.88	4.06
应收账款	28.86	37.37	33.52	40.16
其他应收款	91.23	88.26	107.36	116.09
存货	118.88	133.60	132.56	135.03
流动资产合计	270.15	280.45	296.45	308.24

图表 10 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 9 月末
投资性房地产	1.33	1.78	17.40	17.27
在建工程	14.97	19.20	10.38	12.05
无形资产	69.97	69.97	69.44	69.55
非流动资产合计	98.02	103.58	108.40	111.27
资产总计	368.17	384.03	404.85	419.51

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

公司存货以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为主，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，公司存货规模呈波动增长趋势。2020 年末，公司存货中待开发土地账面价值合计 74.71 亿元，主要为黔东南州政府等无偿注入，已取得土地证，证载使用权类型主要为出让地 74.65 亿元和政府收储土地 0.07 亿元，主要坐落于凯里市、岑巩县、黄平县等，实缴纳土地出让金金额为 7.18 亿元。同期末，公司存货中开发成本账面价值合计 38.83 亿元，主要为基础设施项目开发支出以及商品房项目成本，其中为政府代建的项目成本合计 11.34 亿元。此外，公司存货中还有林木资产等消耗性生物资产 6.70 亿元、开发产品 6.43 亿元以及工程施工成本 2.74 亿元。

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 89.68%。2018 年末~2019 年末，公司投资性房地产规模尚小。2020 年末，受当期在建工程及存货转入影响，公司投资性房地产较上年末规模显著增加；同期末，公司投资性房地产包含房屋建筑物和土地使用权，其中取得权证的投资性房地产账面价值合计 9.44 亿元。

近三年一期，公司在建工程规模有所波动，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；2020 年末公司在建工程较上年末有所减少，主要系当期公司西出口削峰填谷项目根据实际用途转入投资性房地产及固定资产科目核算所致。公司无形资产主要为黔东南州国资委注入的土地使用权以及少量林地资产，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 67.74 亿元，其中政府划拨性质土地账面价值合计 67.67 亿元，出让性质土地账面价值合计 660.59 万元；上述土地使用权用途包括商住用地、工业用地和建设用地等，主要位于凯里市迎宾大道南侧、凯里市环城北路等地，已办理土地证。同期末，公司无形资产中林地资产价值 1.63 亿元。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 89.74 亿元，占资产总额的比重为 22.17%，占净资产的比重为 46.66%，主要包括使用受限货币资金 0.29 亿元，受限投资性房地产 17.36 亿元，用于质押借款的应收账款 21.33 亿元，用于抵押借款的存货 48.53 亿元，用于抵押借款的固定资产 1.59 亿元以及用于抵押借款的在建工程 0.63 亿元。

资本结构

得益于股东及相关方划入土地使用权、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9月末，公司净资产规模呈小幅波动。其中，受益于资本溢价转增实收资本以及股东增加注册资本金影响，公司实收资本由2019年末的1.06亿元增加至2020年末的2.17亿元。公司资本公积主要系黔东南州政府向公司注入、房产、子公司股权及资本金等资产所形成，2020年末有所下降，主要系根据黔东南州国资委的安排，公司将其持有的黔东南州开发投资集团铁路专用线有限公司100%股权和贵州东南高速投资有限公司40%股权无偿划出，导致资本公积减少2.73亿元；同时，天柱国资所持有的土地被无偿划出导致资本公积减少9.22亿元。公司未分配利润保持逐年增长，系公司历年经营净利润的积累。

图表 11 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 9 月末
实收资本	1.06	1.06	2.17	2.17
资本公积	174.45	182.66	170.62	170.80
未分配利润	15.48	16.52	17.00	17.20
所有者权益合计	192.81	202.19	192.32	192.60

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

随着公司持续拓展外部融资渠道，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9月末，公司负债总额保持增长，负债结构由以非流动负债为主转变为以流动负债为主。近三年，公司非流动负债占比分别为60.86%、59.95%和55.04%，随着非流动负债占比持续下降，整体负债结构逐步趋于短期化，2021年9月末流动负债占比达52.01%。

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、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，2021年9月末上述各项合计占流动负债比重达95.77%。2020年末，公司应付账款主要为应付施工单位的工程款；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11.61亿元，2021年9月末上述预收款项全部转入合同负债³科目核算。

近三年一期，公司其他应付款规模保持快速增长，以应付其他单位的往来款、借款及注资款等为主。2020年末公司其他应付款增幅较大，主要系黔东南交旅作为黔东南州化债资金承接主体收到贵州省国有资本运营有限责任公司（以下简称“贵州国资”）13.69亿元的注资款所致；由于上述注资款实际为化债资金⁴，增资入股流程未完成，公司暂计入其他应付款核算，现金流量表中体现为“吸收投资收到的现金”。2020年末，公司其他应付款期末余额前五名分别为贵州国资、黔东南州交通运输局、黄平县国有资产监督管理委员会、岑巩县兴达资产运营有限责任公司和岑巩县恒瑞建设发展有限公司，款项性质为往来款和注资款，合计占比达53.47%。2021年9月末，公司其他应付款较期初明显增长，主要系公司与黔东南州能源投资有限公司等其他国有企业间的拆借资金、往来款增加所致，其中拆借资金主要用于偿还公司于2021年提前回售

³ 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。

⁴ 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予其他涉及化债的单位及企业。

兑付的“16 黔开投/16 黔开投”。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 12 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 9 月末
应付账款	17.07	17.51	18.45	19.21
预收款项	5.70	4.81	13.83	-
合同负债	-	-	-	19.27
其他应付款	27.97	33.30	45.18	63.68
一年内到期的非流动负债	12.40	8.86	12.15	10.86
流动负债合计	68.63	72.82	95.55	118.01
长期借款	75.50	78.58	64.58	62.99
应付债券	19.82	20.09	36.10	29.87
长期应付款	4.17	2.50	3.62	3.76
递延收益	3.43	4.25	7.52	7.17
其他非流动负债	3.77	3.55	5.11	5.10
非流动负债合计	106.73	109.02	116.98	108.89
负债合计	175.36	181.85	212.53	226.91

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、应付债券和长期应付款构成，2018 年末~2020 年末非流动负债规模逐年增加，2021 年 9 月末小幅回落。公司长期借款主要为公司从银行、信托等金融机构取得的信用借款、保证借款、抵押借款以及质押借款；近三年一期，公司长期借款余额波动下降，主要由于部分借款逐步清偿、且存续借款陆续重分类至一年内到期所致。

公司应付债券主要为公司本部发行的“16 黔开投/16 黔开投”、“20 黔开专项债/20 黔开债”和“19 年黔开投私募可转债”，以及子公司发行的“15 黔畅达专项债/PR 黔畅达”、“19 岑巩管网项目 NPB”和“20 黔交旅投债”。2020 年，公司发行 9 亿元的“20 黔开专项债/20 黔开债”，主要用于岑巩县城市地下综合管廊项目建设以及补充公司营运资金；同时黔东南交旅发行 12 亿元的“20 黔交旅投债/20 黔交投”，主要用于韶山南路片区棚户区改造项目建设以及补充营运资金。2021 年 9 月末，公司应付债券较期初明显下降，主要系“16 黔开投/16 黔开投”全部提前回售兑付所致。

近三年一期，公司长期应付款规模总体波动下降，主要为公司从贵州中黔金融资产交易中心有限公司、远东国际融资租赁有限公司、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（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。

公司全部债务规模波动增长，主要债务率指标有所上升，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国企间的借款、往来款等。近三年一期，公司全部债务规模波动增长。从债务构成来看，2021年9月末公司短期有息债务占比达20.86%，包括短期借款2.97亿元、其他应付款（付息项）12.98亿元和一年内到期非流动负债10.86亿元，短期有息债务占比持续上升。

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（母公司）有息债务为26.21亿元，占比20.73%，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，主要对应母公司其他应收款等科目；子公司黔东南交旅有息债务为62.03亿元，主要用于基础设施代建及自营项目投资建设、交通施工项目投入、商品房项目开发建设，以及黔东南交旅与其他企业单位间的资金往来及借款等，主要对应黔东南交旅的存货、其他应收款及在建工程等科目；子公司思州润峰有息债务19.77亿元，占比15.64%，主要用于城市基础设施代建项目投入，以及与当地政府和单位及国企间的往来款等，主要对应思州润峰的存货、其他应收款等科目。

债务率指标方面，受公司持续扩张对外融资、所有者权益有所下降等影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动上升，总体处行业中等水平。

图表 13 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 9 月末
全部债务（亿元）	117.31	114.97	126.42	128.53
其中：长期有息债务（亿元）	103.25	101.22	109.40	101.71
短期有息债务（亿元）	14.06	13.75	17.02	26.81
短期有息债务/全部债务（%）	11.98	11.96	13.47	20.86
资产负债率（%）	47.63	47.35	52.50	54.09
全部债务资本化比率（%）	37.83	36.25	39.66	40.02

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，公司对外担保金额合计28.49亿元，占净资产的比重为14.81%，被担保对象均为黔东南州州级和县级国有企业。总体来看，公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

图表 14 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	担保金额
岑巩县恒瑞建设发展有限责任公司	国有企业	28400.00
丹寨县金建投资发展有限责任公司	国有企业	13000.00
贵州贵康民生扶贫开发投资股份有限公司	国有企业	90668.00
贵州炉碧经济开发区黔开城投开发有限责任公司	国有企业	23000.00
黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司	国有企业	30000.00
贵州中建伟业建设（集团）有限责任公司	国有企业	25960.00
剑河县城镇建设投资有限公司	国有企业	3500.00

图表 14 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	担保金额
雷山县扶贫开发投资有限责任公司	国有企业	7000.00
麻江县农文旅开发投资有限公司	国有企业	30390.15
黔东南州农业产业发展科技有限责任公司	国有企业	2300.00
镇远城市运营有限公司	国有企业	17000.00
黔东南州黔水地方电力有限公司	国有企业	7658.42
贵州省凯里合力电线电缆有限公司	国有企业	6000.00
合计	-	284876.57

资料来源：公司审计报告，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，由于受新冠肺炎疫情、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，营业利润率水平持续下降。公司期间费用规模较小，同期占营业收入比重分别为 4.26%、3.79%和 2.77%，维持在低位水平。同期，公司收到的政府财政补贴占利润总额比重分别为 19.18%、19.53%和 93.32%，利润对政府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。

图表 15 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 1~9 月
营业收入	48.55	38.56	31.16	21.03
营业利润率	7.85	7.16	3.42	-
期间费用	2.07	1.46	0.86	0.83
补贴收入	0.43	0.32	1.39	-
利润总额	2.23	1.65	1.49	0.22
总资本收益率	1.96	1.75	1.58	-
净资产收益率	0.75	0.57	0.66	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

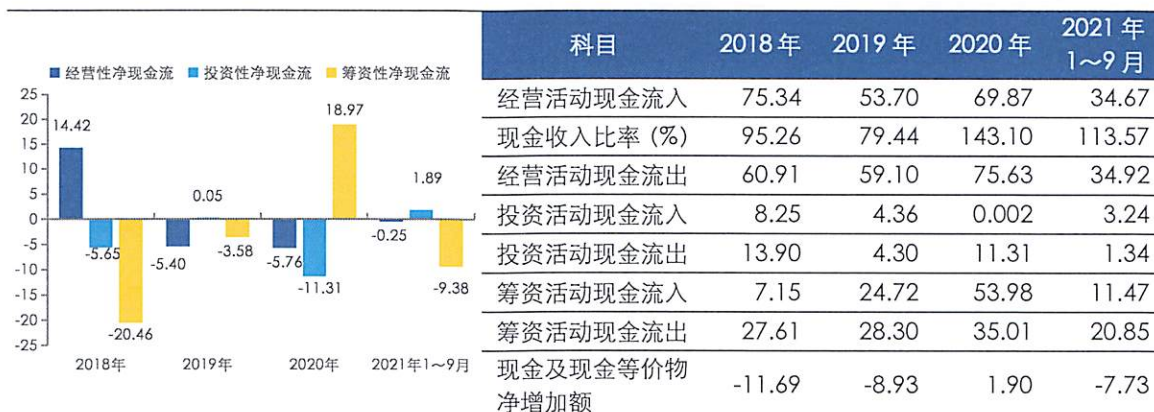
现金流

公司经营性现金流转为净流出，易受收入回款水平及往来款收支波动等影响，稳定性较弱；公司资金来源对外部融资及股东注资存在较大依赖，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往来款及押金保证金、政府补助、基础设施项目结算款、工程施工业务回款、商品房销售款、资金拆借形成的利息收入等；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借款往来款、基础设施项目工程款、商品房项目工程款等。近年公司基础设施及商品房项目建设投入较大，销售资金回款存在一定时滞，且对外支付的借款往来款所形成的现金净流出规模很大，导致近两年一期公司经营性现金流转为净流出。

公司投资活动现金流入主要为公司收到其他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自营项目投入，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 16 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，公司筹资性现金流持续净流出。

2020年度，受公司发行9.00亿元的“20黔开专项债/20黔开债”以及12.00亿元的“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；由于黔东南交旅承接贵州国资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。2021年前三季度，公司筹资性现金流转为净流出。

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，整体现金流状况欠佳。

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，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对短期有息债务形成有效覆盖，2019年以来，公司货币资金对短期有息债务的保障能力很弱，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。

从长期偿债能力指标来看，近三年一期，公司长期债务资本化比率有所波动，EBITDA利息保障倍数持续下降，EBITDA对利息债务覆盖程度较弱。

图表 17 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 9 月 (末)
流动比率	393.62	385.11	310.27	261.19
速动比率	220.42	201.66	171.53	146.77
现金比率	27.35	13.88	12.43	3.44
货币资金/短期有息债务 (倍)	1.34	0.74	0.70	0.15
经营现金流动负债比率	21.02	-7.42	-6.03	-
长期债务资本化比率	34.88	33.36	36.26	34.56
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	1.03	0.94	0.82	-
全部债务/EBITDA (倍)	16.10	17.71	22.12	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

截至 2021 年 9 月末, 公司全部债务期限结构如下图所示, 截至本报告出具日, 公司 2021 年内到期债务已通过多种方式进行偿还或化解。针对 2022 年内到期债务, 公司计划通过经营性现金流入、协商展期、新增融资等方式来偿还到期债务。未来三年 (即 2022 年至 2024 年) 公司到期债务规模较为集中, 公司面临较大的集中偿付压力。

图表 18 截至 2021 年 9 月末公司全部债务期限结构情况 (单位: 亿元、%)

偿还年份	2021 年 (10 月~12 月)	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
到期偿还金额	19.13	19.85	21.30	19.92	13.38	34.95
占比	14.88	15.44	16.57	15.50	10.41	27.19

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

本期债券拟发行规模为 4.40 亿元, 是公司 2021 年 9 月末全部债务和负债总额的 0.03 倍和 0.02 倍。考虑到本期债券募集资金拟主要用于偿还公司 2021 年内到期企业债券本息, 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。

图表 19 同业对比情况 (单位: 亿元、%)

项目	黔东南开投	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

图表 19 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	黔东南开投	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公司
资产总额	404.85	405.55	327.39	379.91
所有者权益	192.32	193.80	137.57	181.07
营业收入	31.16	4.16	10.58	15.05
利润总额	1.49	2.14	2.40	2.18
资产负债率	52.50	52.21	57.98	52.34
全部债务资本化比率	39.66	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

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较高水平，仅略低于六盘水市开发投资有限公司的总资产及净资产规模；营业收入规模显著高于其他对比组企业的营业收入水平，但利润总额偏低；主要债务率指标在对比组中处于中游水平。

过往债务履约情况

1. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自助查询版），截至 2022 年 1 月 18 日，公司已结清和未结清信贷信息中无关注类和不良类信息。

截至本报告出具日，公司发行的“16 黔开投/16 黔开投”已提前回售兑付；“20 黔开专项债/20 黔开债”、“22 黔开投债 01/22 黔开 01”等债券/债务融资工具已按期支付到期本金/利息。

2. 黔东南开投被执行信息

公司因合同纠纷案件被列为被执行人，当前涉案金额不大，但公司一旦被列入失信被执行人名单，将对公司信用状况造成一定的不利影响，东方金诚将持续关注上述事项后续进展

（1）国投 5 号资产管理计划投资基金合同纠纷案件

根据中国执行信息公开网查询结果，截至本报告出具日，公司于 2021 年 10 月被列为被执行人，案号为（2021）京 0105 执 40600 号。

关于公司、凯宏城投等与张秀红、李永斌的“国投 5 号资产管理计划投资基金”合同纠纷一案，其中凯宏城投为该基金的实际融资方；黔东南开投对该基金项下本金及收益承担连带责任担保。北京市朝阳区人民法院于 2021 年 10 月 13 日出具（2021）京 0105 执 40600 号《执行通知书》，责令被执行人凯宏城投向申请执行人张秀红、李永斌支付“国投 5 号资产管理计划投资基金”第四期投资款本金 550 万元、利息 28.38 万元、相应逾期付款利息、律师费 25.50 万元以及保全费 0.50 万元；同时责令被执行人黔东南开投就被执行人凯宏城投的上述偿付义务承担连带保证责任。

截至 2022 年 2 月末，凯宏城投尚未偿付的金额合计 882 万元，其中剩余本金 550 万元。

凯宏城投因其子公司贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司非标逾期事件，导致凯宏城投名下基本账户被上海金融法院查封冻结，未能动用银行账户资金归还所欠张秀红、李永斌的投资款本金及相应利息。

根据公司出具的说明，针对上述未偿还部分，根据（2021）京0105执40600号执行通知书，北京市朝阳区人民法院裁定公司负有代偿责任。因融资方前任董事长在任职期间存在违法违纪行为⁵，根据相关纪律要求，需对该名董事长在任职期间的生产经营活动进行检查。在相关纪律检查程序尚未完成之前，公司暂不能对其履行代偿。截至2022年3月25日，公司银行账户尚有银行存款余额超执行标的金额882万元，具有履行代偿义务的能力，待相关纪律检查完成后，若凯宏城投仍未能履行偿付义务时，公司将对其履行代偿义务。

（2）远东国际融资租赁有限公司融资租赁合同纠纷案件

根据中国执行信息公开网查询结果，截至本报告出具日，公司于2022年2月被列为被执行人，案号为（2022）沪74执125号。

关于公司、凯宏城投等与远东国际融资租赁有限公司的融资租赁合同纠纷一案，其中公司作为债务人。根据相关民事裁定书，截至2021年6月23日，公司2021年剩余应付的租金3262.67万元，其中2021年6月25日应付租金1912.67万元，7月20日应付租金600.00万元，12月20日应付租金750.00万元。由于公司与远东国际融资租赁有限公司关于原还款计划下全部债务偿还方式未及时达成一致，双方存在信息沟通不对称等原因，导致公司未按照上述民事裁定书项下给付义务履行2021年12月20日应付租金，因此远东国际融资租赁有限公司向上海金融法院申请强制执行，上海金融法院于2022年2月出具（2022）沪74执125号执行通知。

该案件在强制执行过程中，公司已于2022年3月7日及3月8日累计向远东国际融资租赁有限公司支付租金共计3744.80万元，其中2021年12月20日应付租金750万元，剩余资金用于提前偿还部分2022年尚未到期的租金。

截至2022年3月28日，公司2021年12月租金（750万元）已全部结清，至此公司2021年内相关债务已经全部还清。同时，公司还提前偿还了2994.80万元的2022年内到期租金。基于以上情形，申请执行人远东国际融资租赁有限公司已于2022年3月11日向上海金融法院申请撤回对于该案件的执行。根据上海金融法院于2022年3月30日出具的执行裁定书，已终结对（2022）沪74执125号案件的执行，该案件实际上已经解决。

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。

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范围内的基础设施建设，主营业务区域专

⁵ 黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司职工郑泽林涉嫌滥用职权、受贿、行贿一案，由黔东南州监察委员会调查终结，移送检察机关审查起诉。经黔东南州人民检察院指定管辖，由麻江县人民检察院审查起诉。截至本报告出具日，麻江县人民检察院依法以涉嫌滥用职权罪、受贿罪、行贿罪对郑泽林作出逮捕决定。该案正在进一步办理中。

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。

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，且受限资产规模很大，整体资产流动性较弱；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；公司全部债务规模波动增长，未来三年公司到期债务规模相对集中，具有较大的集中偿付压力；公司经营性现金流转为净流出，且易受收入回款水平及往来款收支波动等影响稳定性较弱，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。

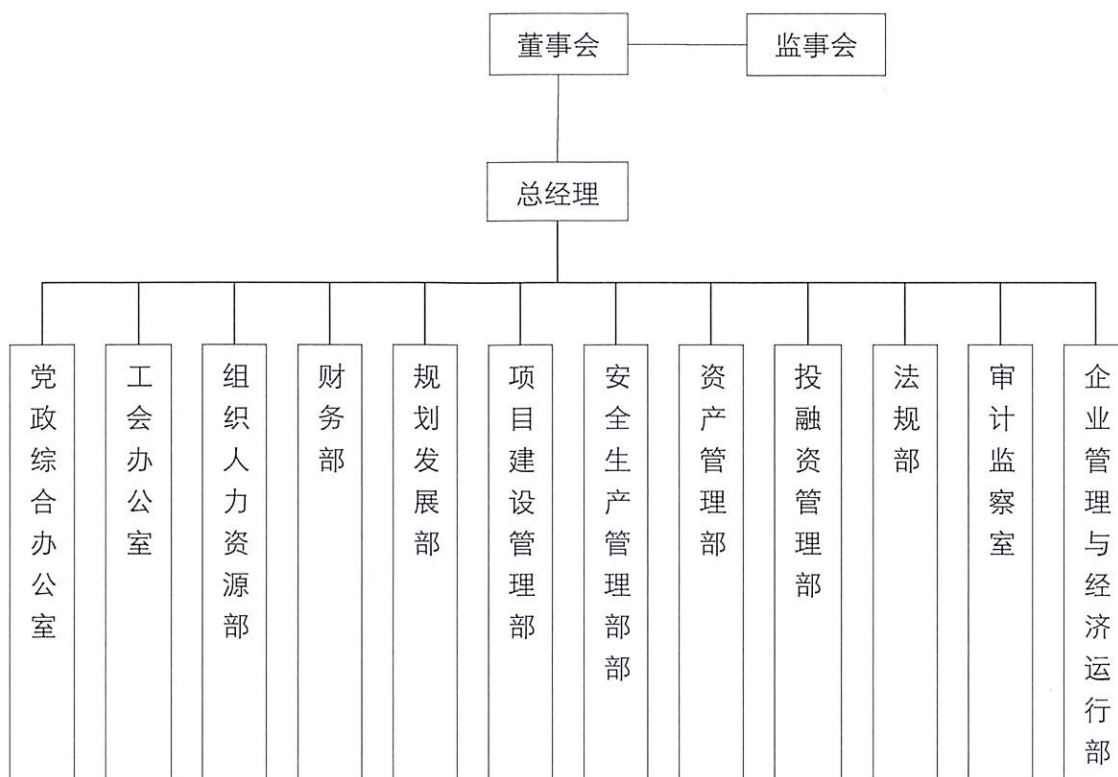
综合分析，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2021 年 9 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



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9月(末)
主要财务数据(单位:亿元)				
资产总额	368.17	384.03	404.85	419.51
其中:其他应收款	91.23	88.26	107.36	116.09
存货	118.88	133.60	132.56	135.03
无形资产	69.97	69.97	69.44	69.55
负债总额	175.36	181.85	212.53	226.91
其中:应付账款	17.07	17.51	18.45	19.21
其他应付款	27.97	33.30	45.18	63.68
长期借款	75.50	78.58	64.58	62.99
应付债券	19.82	20.09	36.10	29.87
全部债务	117.31	114.97	126.42	128.53
其中:短期有息债务	14.06	13.75	17.02	26.81
所有者权益	192.81	202.19	192.32	192.60
营业收入	48.55	38.56	31.16	21.03
利润总额	2.23	1.65	1.49	0.22
经营性活动净现金流	14.42	-5.40	-5.76	-0.25
投资性活动净现金流	-5.65	0.05	-11.31	1.89
筹资性活动净现金流	-20.46	-3.58	18.97	-9.38
主要财务指标				
营业利润率(%)	7.85	7.16	3.42	-
总资本收益率(%)	1.96	1.75	1.58	-
净资产收益率(%)	0.75	0.57	0.66	-
现金收入比率(%)	95.26	79.44	143.10	113.57
资产负债率(%)	47.63	47.35	52.50	54.09
长期债务资本化比率(%)	34.88	33.36	36.26	34.56
全部债务资本化比率(%)	37.83	36.25	39.66	40.02
流动比率(%)	393.62	385.11	310.27	261.19
速动比率(%)	220.42	201.66	171.53	146.77
现金比率(%)	27.35	13.88	12.43	3.44
经营现金流动负债比率(%)	21.02	-7.42	-6.03	-
EBITDA利息倍数(倍)	1.03	0.94	0.82	-
全部债务/EBITDA(倍)	16.10	17.71	22.12	-

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。



跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“2022 年第二期黔东南州开发投资（集团）有限责任公司公司债券”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与黔东南州开发投资（集团）有限责任公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

