



2018年第一期、2019年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2018年第一期、2019年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司 公司债券2022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
PR 白工 01/18 白云工投债 01	AA	AA
PR 白工 02/19 白云工投债 01	AA	AA

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”）维持贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 白工 01/18 白云工投债 01”和“PR 白工 02/19 白云工投债 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司代建业务持续性仍然较好，继续得到一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性相对较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

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。

评级日期

2022年06月29日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	222.82	200.84	191.23
所有者权益	92.99	91.75	89.56
总债务	55.65	61.66	55.86
资产负债率	58.27%	54.32%	53.17%
现金短期债务比	0.15	0.65	0.73
营业收入	4.92	4.91	4.72
其他收益	1.91	1.59	1.69
利润总额	1.94	1.94	1.84
销售毛利率	14.12%	14.66%	14.03%
EBITDA	2.32	2.22	2.18
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.64	0.73
经营活动现金流净额	-2.42	6.04	-1.83
收现比	98.97%	65.20%	234.31%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务持续性仍然较好。**公司主要从事贵阳市白云区基础设施、保障性住房建设和土地开发整理业务，截至 2021 年末，公司主要在建项目投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2021 年公司获得政府补助 1.91 亿元，占利润总额的 98.45%，提升了公司的盈利水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地资产和应收款项为主，其中应收款项回收时间不确定，对营运资金占用较为明显；土地资产短期变现能力较差。
- **公司面临一定的资金压力。**公司主要在建项目（包括募投项目）尚需投入规模较大，而公司现金类资产金额较小，资金缺口较大。
- **公司总债务规模较大，面临一定的偿债压力。**2021 年末公司总债务为 55.65 亿元，占负债总额的 42.86%。2021 年公司现金短期债务比下降为 0.15，公司实际偿付能力较弱，面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 6.55 亿元，占当期末净资产的 7.04%，被担保方为地方国有企业，但均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-30	陈刚、陈洪	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2017-02-28	魏榆峻、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA	2015-03-09	易美连、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
PR 白工 01/18 白云工投债 01	6.00	3.60	2021-06-30	2025-03-21
PR 白工 02/19 白云工投债 01	5.00	4.00	2021-06-30	2026-03-06

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年3月发行7年期6亿元2018年第一期公司债券、2019年3月发行7年期5亿元2019年第一期公司债券，募集资金计划用于白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目他（以下简称B地块项目）和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目。

“PR白工01/18白云工投债01”、“PR白工02/19白云工投债01”均使用同一个募集资金账户。截至2022年3月31日，该账户余额为1.65万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，2021年末公司注册资本和实收资本均为15,000.00万元。2022年2月，公司股权由贵阳市白云区人民政府100%持股工商变更为贵阳白云实业发展（集团）有限公司（以下简称“白云实业”）100%持股，公司控股股东变更为白云实业，实际控制人为贵阳市白云区财政局。根据2021年2月《区人民政府关于唐遑等同志任免职的通知》（白府任【2021】2号），任命游建锐为公司总经理。

公司系白云区基础设施建设的投融资主体，主要从事产业园区开发、基础设施建设、土地开发整理以及国有资产经营管理和资本运营服务。2021年公司从合并范围内划出一家子公司，主要系贵阳市白云区人民政府无偿划转出贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司（以下简称“白云融担公司”）100%股权所致。

表1 2021年划出合并范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	变化情况
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	融资担保	100.00%	划出

资料来源：公司2021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

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商

协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

白云区为贵阳市六个中心城区之一，经济总量（GDP）在贵阳市下辖区县中排名中后，近年固定资产投资增速表现不佳；受疫情冲击、传统产业总量萎缩导致税收收入减少影响，区域财政收入呈下滑态势

区位特征：白云区为贵阳市六个中心城区之一，处于贵州、贵阳西部陆海通道枢纽中心，辖区交通便捷。白云区是贵阳市六个中心城区之一，地处贵阳市中部，北接修文县，东与乌当区毗连，东南与云岩区相邻，西、南与观山湖区相连，处于贵州、贵阳西部陆海通道枢纽中心。辖区交通便捷，数博大道、同城大道两条产业主干道贯穿白云，有成贵高铁白云北站、贵阳市域快铁白云西站等铁路枢纽。白云区下辖2乡3镇5街道，辖区面积272平方公里。根据第七次全国人口普查结果，白云区常住人口45.63万人，较2010年的26.45万增长72.5%，人口呈净流入状态。

图1 白云区区位示意图



资料来源：百度百科

经济发展水平：白云区经济总量（GDP）在贵阳市下辖区县中排名中后，近年来固定资产投资增速表现不佳。2021年白云区实现地区生产总值259.78亿元，得益于经济增长，白云区人均GDP持续提升，但尚不及全国平均水平。近年来，白云区固定资产投资表现不佳，主要系比重较高的房地产开发投资下滑所致，2021年白云区房地产开发投资同比下降6.5%，其中，住宅投资比上年下降19.3%。白云区三次产业结构由2019年的3.0:52.8:44.2调整为2021年的3.2:51.3:45.5，铝及铝加工产业较为发达，第二产业比重占据主导地位。

表 2 2021 年贵阳市部分下辖行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
南明区	977.65	6.6%	9.33	40.76	152.14
云岩区	948.83	8.1%	8.98	33.89	95.24
观山湖区	706.90	5.9%	11.00	58.04	10.98
花溪区	704.12	7.2%	7.29	13.33	48.08
清镇市	298.53	4.5%	4.75	18.77	29.00
白云区	259.78	7.0%	5.69	11.63	59.85
修文县	194.82	1.6%	6.76	9.17	25.17
乌当区	188.44	5.2%	5.60	16.09	43.67

注：人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表 3 白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	259.78	7.0%	236.78	3.5%	228.89	9.0%
固定资产投资	-	0.5%	-	-4.4%	-	0.8%

社会消费品零售总额	98.29	11.8%	85.35	4.2%	36.28	7.3%
进出口总额（万美元）	-	-	-	-	9,879	-6.5%
人均 GDP（万元）		5.69		5.19		4.95
人均 GDP/全国人均 GDP		70.31%		71.63%		69.78%

注：2019-2021 年人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：贵阳市白云区 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市白云区铝及铝加工产业较为发达，近年来全区正推进新型工业化，但新产业尚处培育期。白云区有铝及铝加工基地等工业园区，铝及铝加工产业较为发达，但 2018 年以来受铝产能过剩和环保压力的影响，白云区铝材及电解铝产量大幅下降；2021 年以来宽松刺激政策推动宏观乐观情绪，需求表现强劲，铝价持续上升，白云区铝产业明显修复，2021 年有色金属冶炼及压延加工业规模以上工业增加值同比上升 59.1%。目前白云区正推进新型工业化，围绕先进装备制造产业、铝及铝精深加工产业、电子信息制造产业及生态食品产业等提升产业优质度，但尚处于培育期。区内吉利发动机、成立航空等先进装备制造业已建成投产，联东 U 谷、钜成 5G 等电子信息产业项目落地建设，娃哈哈、康师傅、燕京啤酒等 17 户生态食品企业已落户白云区，2019-2021 年白云区规模以上工业增加值分别同比增长 8.8%、-2.5%和 16.3%。

财政及债务水平：近年来白云区一般公共预算收入持续下滑，地方政府债务余额持续扩张。受疫情冲击、环保政策限制铝产业产量及各项减税降费政策影响，近年来白云区一般公共预算收入持续下滑，2021 年全区完成一般公共预算收入 11.63 亿元，同比下降 21.22%，近三年税收收入占比持续下行，财政自给能力较弱。全区政府性基金收入在经历 2019-2020 年的高速增长后于 2021 年趋于稳定，2021 年为 59.85 亿元，同比增长 11.60%，以国有土地使用权出让收入为主，占比达 96.62%。区域债务方面，2019-2021 年白云区地方政府债务余额持续扩张，2021 年债务扩张速度有所放缓。

表 4 白云区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	11.63	14.77	16.33
税收收入占比	66.96%	74.89%	81.43%
财政自给率	47.24%	44.10%	52.35%
政府性基金收入	59.85	53.63	35.32
地方政府债务余额	60.85	56.85	50.49

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：贵阳市白云区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，白云区投融资平台主要有 3 家，分别为贵阳白云城市建设投资集团有限公司（以下简称“白云城投”）、贵阳白云工业发展投资有限公司（以下简称“白云工投”）及贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司（以下简称“白云城维”）。其中，白云工投主要负责白云区产业相关基础设施建设、棚户区改造等业务，代建业务收入是白云城投营业收入的主要来源；白云工投主要从事白云区内道路设施和棚户区改造业务，代建业务和土地一级开发业务是白云工投营业收入的主要

来源：白云城维收入来源于委托代建、交通运营和租赁。

表 5 截至 2021 年末白云区主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
白云城投	贵阳白云城市发展控股集团有限公司	134.13	58.44%	12.07	110.74	主要负责白云区产业相关基础设施建设、棚户区改造
白云工投	贵阳白云实业发展（集团）有限公司	92.99	58.27%	4.92	55.65	主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务
白云城维	贵阳市白云区财政局	-	-	-	-	主要负责白云区基础设施建设与维护、白云车站及其他国有资产运营

注：财务数据为 2021 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是贵阳市白云区重要的市政基础设施投融资与建设主体，主要业务包括承担区域内基础设施和保障性住房建设业务、厂房出租业务等，其中，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80%以上。

2021年公司实现代建业务收入为4.07亿元，同年新增少量一级土地开发收入，未确认担保费收入主要系白云融担公司划出所致，房屋销售收入、物业费、建设管理费等在公司收入中占比较少，其他业务收入主要为公司获得的租金收入。毛利率方面，公司代建业务毛利率较为稳定，近年保持为6.36%；土地一级开发的毛利率相对较低，2021年为0.16%；房屋销售收入、建设管理费等毛利率较高的业务收入占比不大。综合影响下，2021年公司综合毛利率为14.12%，同比略有下降。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年			2020 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
主营业务	42,589.83	6.27%	86.64%	42,048.12	6.85%	85.67%
代建项目	40,730.95	6.36%	82.85%	41,667.13	6.36%	84.89%
一级土地开发	1,661.47	0.16%	3.38%	-	-	-
担保费	-	-	-	183.07	100.00%	0.37%
房屋销售收入	87.73	100.00%	0.18%	131.56	100.00%	0.27%
物业费	109.68	-10.96%	0.22%	54.73	-181.14%	0.11%
建设管理费	-	-	-	11.63	100.00%	0.02%
其他业务	6,570.03	65.00%	13.36%	7,033.82	61.38%	14.33%
合计	49,159.86	14.12%	100.00%	49,081.94	14.66%	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大且部分项目已签订回购协议，业务持续性较好，但后续建设资金需求较大，面临一定的资金压力

公司代建项目包括基础设施建设项目和保障性住房建设项目，业务运营主体为公司本部。基础设施建设方面，根据公司与白云区政府于2014年签订的《白云区建设项目合作协议》，公司作为市政基础设施项目的业主及投资主体，按照白云区政府的要求建设，项目竣工后由白云区政府进行收购，收购金额包括项目投资成本加上10%的投资回报；每年年末公司根据项目施工进度，对已完工的部分进行结算；待项目全部竣工验收合格后，公司向白云区政府提交工程决算书，委托审计部门对工程造价决算进行审计并确认项目收购金额，白云区政府扣除已支付的建设资金后，按分期付款的方式支付给公司。

棚户区改造项目方面，根据公司与白云区政府于2013年签订的《白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目投资建设及转让收购协议》，该项目建设资金由公司先行垫付，白云区政府按项目总投资额加上10%的投资回报进行回购。

2021年公司确定的代建业务收入为4.07亿元，全部来自基础设施建设项目，其中青山路、观云大道项目确认收入1.49亿元，铝及铝加工基地建设项目确认收入2.58亿元，近年来代建项目结算金额相对稳定。

表 7 公司确认的代建项目收入明细（单位：万元）

类别	项目	2021 年	2020 年
市政基础设施项目	青山路、观云大道	14,892.83	21,757.79
	黑石头片区 1、2 号路道路工程项目	-	11,220.68
	铝及铝加工基地建设项目	25,838.12	3,811.58
	青山产城互动带等	-	-
	小计	40,730.95	36,790.05
棚户区改造项目	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	-	4,877.08
	小计	-	4,877.08
合计		40,730.95	41,667.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建的主要代建项目总投资156.29亿元，已投资80.88亿元，尚需投入资金75.48亿元，目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源，委托代建业务可持续性较好。但工程建设的资金缺口较大，公司面临较大的资金支出压力。

表 8 截至 2021 年末公司主要在建的代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
铝及铝加工基地建设项目（含 B 地块项目*）	325,551.63	217,017.18	108,534.45

白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目*	182,236.00	127,529.92	54,706.08
黑石头片区（黑石头 1、2 号路、黑石头安置楼、黑石头城中村改造项目）*	201,350.60	119,960.29	81,390.31
体育健身中心工程	32,500.00	4,296.97	28,203.03
吉利 W 项目	51,188.00	36,671.66	14,516.34
核心区标准厂	159,000.00	10,313.75	148,686.25
华中师大一附中高新白云嘉禾学校	150,000.00	63,026.10	86,973.90
组组通项目	2,266.00	2,988.12	-
白云区工业创投孵化园建设项目	92,000.00	47,077.93	44,922.07
白云区麦架片区 9-01-10（海盈地块）棚户区城中村改造项目	39,881.87	12,697.70	27,184.17
青山路、观云大道项目（一、二标）	326,900.00	167,249.83	159,650.17
合计	1,562,874.10	808,829.44	754,766.78

注：白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目为公司“18 白云工投债 01”和“19 白云工投债 01”募投项目；白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区 2 号道路工程项目为“15 白云工投债”募投项目。

资料来源：公司提供

公司土地开发业务收入规模较小

公司在建的土地一级开发主要包括吉利W地块（5-01-01A）、弘泽制药（1-04-06地块）、唯品会6-03-04地块土地一级开发项目和黑石头01-01地块等项目，截至2021年末，公司累计已投资总额为4.68亿元。2021年度，公司确认土地开发业务收入仅0.17亿元，收入规模较小。

租赁业务持续性较好，对公司营业收入形成较好补充

公司与政府部门、医院、银行等主要客户签订了较为长期的租赁合同，每年租金收入保持相对稳定，2021年实现6,570.03万元的租金收入，一定程度上补充公司的业务收入。

继续获得来自政府的财政补贴支持

作为白云区重要的城市基础设施项目建设主体，公司继续在财政补贴方面获得了支持。2021年公司获得白云区财政局等单位拨付的各类财政补贴合计1.91亿元，有效提升了公司的利润水平。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共2家，较2020年减少1家。

资产结构与质量

公司资产以应收款项和土地资产为主，应收款项对营运资金占用较为明显，回收时间不确定，土地资产短期变现能力较差，且受限资产规模较大，资产整体流动性相对较弱

随着工程项目不断投入，公司总资产规模有所增加，截至2021年末，总资产为222.82亿元，同比增长10.94%。资产结构上，公司资产仍以流动资产为主，占比为74.05%。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.98	0.89%	7.77	3.87%
应收账款	32.94	14.79%	29.05	14.46%
其他应收款	39.91	17.91%	46.73	23.27%
存货	81.90	36.75%	80.51	40.09%
流动资产合计	164.99	74.05%	171.71	85.49%
投资性房地产	5.10	2.29%	4.91	2.44%
在建工程	46.58	20.90%	21.38	10.65%
非流动资产合计	57.83	25.95%	29.13	14.51%
资产总计	222.82	100.00%	200.84	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司货币资金1.98亿元，同比大幅下降74.52%；其中，银行存款0.78亿元，其他货币资金1.20亿元；其他货币资金均为银行承兑汇票保证金，资金使用受到限制，公司货币资金受限比例高达60.71%，可动用现金规模较小。

应收账款主要系应收代建项目款、土地整理开发款等，2021年末公司应收账款账面价值32.94亿元，同比增长13.39%，应收对象主要为贵阳市白云区财政局。截至2021年末，公司累计计提坏账准备204.13万元，计提比例为0.06%。

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	占应收账款余额合计数的比例	坏账准备
贵阳市白云区财政局	政府单位	252,794.11	76.69%	-
贵阳市白云区机关事务局	政府单位	39,027.03	11.84%	-
贵阳市白云区土地征收工作领导小组办公室	政府单位	16,737.11	5.08%	-
贵阳市白云区大数据发展局	政府单位	1,640.90	0.50%	-
白云区工业园区建设开发办公室	政府单位	420.36	0.13%	-
合计	-	310,619.52	94.24%	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

其他应收款主要为公司与地方政府部门或地方国企之间的往来款，随着对贵阳市白云区房屋征收管理局等单位往来款的结算，2021年末公司其他应收款下降至39.91亿元。公司前五名应收单位应收余额

合计占其他应收款总额比例为56.40%。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 公司其他应收款前五大应收对象情况（单位：万元）

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例
贵阳白云城市建设投资有限公司	地方国企	往来款	87,753.50	21.71%
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	地方国企	往来款	45,054.00	11.14%
贵阳市白云区工业和信息化局	政府单位	往来款	42,328.62	10.47%
贵阳市白云区国有资产监督管理委员会	政府单位	往来款	37,864.16	9.37%
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	地方国企	往来款	14,999.00	3.71%
合计	-	-	227,999.28	56.40%

资料来源：公司 2021 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2021年末总资产的36.75%，主要由库存商品、开发用土地和开发成本构成，2021年末账面价值分别为61.08亿元、17.12亿元和3.63亿元。截至2021年末，库存商品中账面价值5.66亿元用于长期借款抵押、23.38亿元用于债券抵押；开发用土地中17.12亿元用于债券抵押。

公司在建工程主要包括在建的基础设施项目和棚户区改造项目等。2021年末公司在建工程账面价值大幅增长至46.58亿元，主要系原计入其他应收款的项目征拆款调到在建工程科目以及工程项目进一步投入建设所致。

截至2021年末，公司投资性房地产账面价值5.10亿元，系公司通过自购取得的用于对外出租的写字楼和门面等，采用成本法计量。截至2021年末，公司投资性房地产中账面价值1.07亿元的房产尚未办妥产权证。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入保持相对稳定，业务持续性较好，政府补助提升了公司的盈利水平

公司作为白云区重要的基础设施建设项目开发的重要投融资主体，代建收入是公司营业收入的主要来源，2021年占公司营业收入的82.85%。2021年公司实现营业收入4.92亿元，代建业务收入结算规模较为稳定。得益于预收贵阳市财政局一级土地开发返还收入，2021年公司收现比上升至0.99，主业回款能力有所改善。

分板块来看，截至2021年末，公司主要在建代建基础设施项目总投资156.29亿元，已投资80.88亿元，后续代建业务的持续性较好。担保业务因子公司划出而不再确定收入，但考虑到该业务本身业务量不大，对公司影响较小。公司房屋销售业务和物业费等收入规模较小，其他业务以租赁收入为主，公司与客户签订了较为长期的租赁合同，租赁业务持续性较好。毛利率方面，2021年公司综合毛利率为14.12%，仍

较为稳定。

利润方面，2021年公司获得白云区财政局等单位拨付的各类补贴合计1.91亿元，占公司利润总额的98.45%，有效提升了公司的利润水平。

表 12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	0.99	0.65
营业收入	4.92	4.91
营业利润	1.94	1.90
其他收益	1.91	1.59
利润总额	1.94	1.94
销售毛利率	14.12%	14.66%

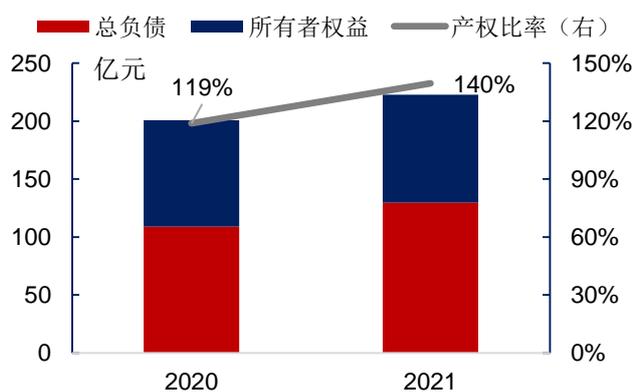
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力

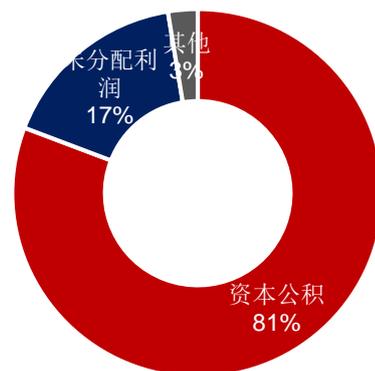
2021年末公司负债总额为129.83亿元，同比增加19.01%；所有者权益同比增加1.35%至92.99亿元。综合影响下，公司产权比率增加至139.62%，权益对债务的保障程度有所弱化。2021年公司负债仍以流动负债为主，流动负债占总负债的比重为61.41%

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司应付票据为2.40亿元，均为银行承兑汇票。公司应付账款主要公司系与施工单位之间的工程款，2021年末为6.26亿元。2021年末公司预收款项为4.61亿元，合同负债为20.55亿元，主要为预收贵阳市白云区房屋征收管理局、贵阳白云共享棚改有限责任公司和贵阳白云城市运营维护投资有限公

司等单位的安置房销售款。2021年末公司其他应付款为32.21亿元，同比增长15.66%，主要为往来款和借款，其中往来借款18.95亿元，往来款12.06亿元。2021年末一年内到期的非流动负债为9.43亿元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，分别为5.53亿元、3.20亿元和0.70亿元。

2021年末公司长期借款为31.97亿元，同比增长27.68%，主要为质押借款、抵押借款和抵质押借款，质押物主要为应收款项，抵押物主要为房产及土地使用权，借款单位主要为贵阳银行、贵州银行等地方城商行或农商行。2021年末公司应付债券余额为7.56亿元，同比下降35.71%，主要系公司债券到期偿还规模较大所致。公司长期应付款为非标借款，2021年末余额2.99亿元，借款单位为贵阳贵银金融租赁有限责任公司和贵州省资产管理股份有限公司。公司专项应付款是贵阳白云区政府拨付的项目建设补偿款，2021年末大幅增加至7.58亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

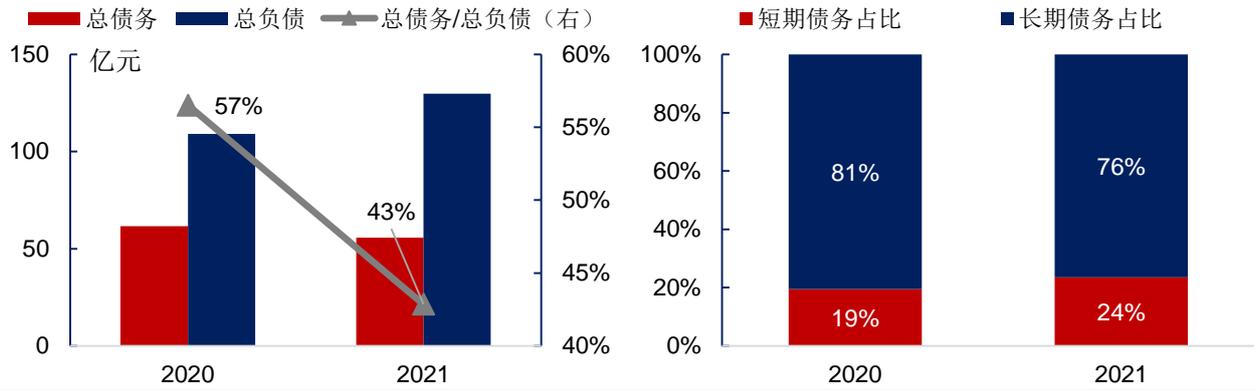
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.40	1.85%	3.10	2.84%
应付账款	6.26	4.82%	6.03	5.53%
预收款项	4.61	3.55%	21.28	19.51%
合同负债	20.55	15.83%	0.00	0.00%
其他应付款	32.21	24.81%	27.85	25.53%
一年内到期的非流动负债	9.43	7.26%	8.92	8.18%
流动负债合计	79.72	61.41%	70.21	64.37%
长期借款	31.97	24.63%	25.04	22.95%
应付债券	7.56	5.82%	11.76	10.78%
专项应付款	7.58	5.84%	0.15	0.14%
长期应付款	2.99	2.30%	1.89	1.73%
非流动负债合计	50.11	38.59%	38.87	35.63%
负债合计	129.83	100.00%	109.09	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务为55.65亿元，规模仍较大，占负债总额的42.86%。债务期限结构方面，公司总债务以长期借款和应付债券为主，2021年末长期债务约占公司总债务的比重为76.00%。

图 4 公司债务占负债比重

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率同比增长3.95个百分点至58.27%，杠杆水平进一步上升。由于货币资金规模大幅减少，2021年末公司现金短期债务下降至0.15，且货币资金受限比例高达60.71%，现金类资产对短期债务的覆盖能力进一步弱化。2021年EBITDA利息保障倍数下降至0.54，盈利对利息支付的保障程度仍较弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	58.27%	54.32%
现金短期债务比	0.15	0.65
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.64

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年05月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

（二）或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额合计6.55亿元，占当期末净资产的7.04%，被担保方为地方国有企业，均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	37,386.00	2035 年 03 月 30 日	无
贵州省资产管理股份有限公司	8,000.00	2025 年 12 月 31 日	无
白云区南湖开发建设有限责任公司	20,100.00	2029 年 03 月 26 日	无

合计	65,486.00	-	-
----	-----------	---	---

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

白云区近年固定资产投资增速表现不佳，区域财政收入呈下滑态势，同时公司的债务规模较大，面临较大的偿债压力。但考虑到公司作为区域较为重要的基础设施建设平台，在区域内充当相对重要角色，与政府关系较为密切，近年来获得政府业务和资金上的较大支持，一定程度提升公司的综合实力。综合来看公司抗风险能力尚可。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维评级展望为稳定，维持“PR白工01/18白云工投债01”、“PR白工02/19白云工投债01”的信用等级为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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.98	7.77	5.01
应收账款	32.94	29.05	25.46
其他应收款	39.91	46.73	53.93
存货	81.90	80.51	77.22
流动资产合计	164.99	171.71	165.57
在建工程	46.58	21.38	17.44
非流动资产合计	57.83	29.13	25.66
资产总计	222.82	200.84	191.23
短期借款	1.30	0.00	0.00
合同负债	20.55	0.00	0.00
其他应付款	32.21	27.85	26.55
一年内到期的非流动负债	9.43	8.92	5.31
流动负债合计	79.72	70.21	59.33
长期借款	31.97	25.04	25.70
应付债券	7.56	11.76	14.96
长期应付款	2.99	1.89	0.78
非流动负债合计	50.11	38.87	42.35
负债合计	129.83	109.09	101.67
总债务	55.65	61.66	55.86
营业收入	4.92	4.91	4.72
所有者权益	92.99	91.75	89.56
营业利润	1.94	1.90	1.85
其他收益	1.91	1.59	1.69
利润总额	1.94	1.94	1.84
经营活动产生的现金流量净额	-2.42	6.04	-1.83
投资活动产生的现金流量净额	-4.20	-0.66	-0.06
筹资活动产生的现金流量净额	1.44	-3.43	-0.47
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.12%	14.66%	14.03%
收现比	98.97%	65.20%	234.31%
资产负债率	58.27%	54.32%	53.17%
现金短期债务比	0.15	0.65	0.73
EBITDA（亿元）	2.32	2.22	2.18
EBITDA 利息保障倍数	0.54	0.64	0.73

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
贵州和馨物业管理有限公司	物业管理	100.00%	投资设立
贵州云恒房地产开发有限公司	房地产开发	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2021 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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1 年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
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。