



2019年第一期、第二期贵州宏财投资集团 有限责任公司盘州市城市停车场建设项目 专项债券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：



2019年第一期、第二期贵州宏财投资集团有限责任公司 盘州市城市停车场建设项目专项债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19宏财专项债 01 /19宏财 01	AA+	AA+
19宏财专项债 02	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持贵州宏财投资集团有限责任公司（以下简称“贵州宏财”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“19宏财专项债 01/19宏财 01”、“19宏财专项债 02”的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司业务持续性仍然较好，继续得到了外部的较大支持，并且国有土地使用权抵押担保的增信方式仍能有效提升“19宏财专项债 01/19宏财 01”、“19宏财专项债 02”的安全性；同时中证鹏元也关注到公司占款规模较大、总债务保持较大规模、经营活动现金流表现较差且面临较大资金压力、存在较大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，且将继续获得较大力度的外部支持。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7月28日

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@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	636.79	607.23	462.97
所有者权益	378.87	365.50	264.46
总债务	189.60	180.08	131.12
资产负债率	40.50%	39.81%	42.88%
现金短期债务比	1.29	1.22	0.36
营业收入	38.69	37.98	34.35
其他收益	4.04	3.81	2.63
利润总额	4.11	4.94	4.50
销售毛利率	10.16%	13.56%	12.60%
EBITDA	7.09	7.56	5.72
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51	0.67
经营活动现金流净额	3.55	-3.99	-32.38
收现比	33.18%	28.36%	69.87%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务在区域内具有一定的垄断性且业务持续性仍然较好。**公司主要从事盘州市内基础设施建设、土地出让业务、劳务派遣业务，同时兼具运营部分国有资产及房地产等经营性业务，主要业务在区域内具有一定的垄断性；公司代建项目投资规模较大，且拥有大量土地资产可供出让，业务具有较好的持续性。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**公司作为盘州市重要的基础设施建设主体，在资产注入、财政补贴方面获得了当地政府的较大支持。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升“19宏财专项债 01/19宏财 01”、“19宏财专项债 02”的安全性。**公司以国有土地使用权为“19宏财专项债 01/19宏财 01”、“19宏财专项债 02”提供抵押担保，深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司以 2021 年 6 月 3 日为评估基准日对抵押土地进行了评估，其中“19宏财专项债 01/19宏财 01”的抵押资产评估总价为 15.95 亿元，评估价值为该债券未偿还本金及一年利息之和的 3.10 倍；19宏财专项债 02 的抵押资产评估总价为 11.95 亿元，评估价值为该债券未偿还本金及一年利息之和的 2.23 倍，抵押土地有效提升了上述两期债券的安全性。

关注

- **占款规模较大且存在较大回收风险。**公司资产以应收款项和存货为主，其中应收款项回收时间不确定，部分应收对象有不良信用记录，回收风险较大；存货中项目成本回收受政府结算情况影响较大，对资金形成较大占用。此外，部分土地已抵押，资产整体流动性较弱。
- **总债务保持较大规模，公司面临较大债务压力。**公司总债务继续增长且规模较大，EBITDA 对利息的保障程度较低。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2021 年公司经营活动现金流量净额由负转正但流入规模较小，考虑到公司主要在建项目及土地出让业务仍需较大规模资金投入，且主营业务收现能力较差、在建自营项目存在建设进度不达预期、未来收益不达预期等风险。
- **公司存在较大的或有负债风险。**公司存在大额对外担保，担保对象以国有企业和事业单位为主，但均无反担保措施，且其中部分被担保对象有不良信用记录或处于诉讼纠纷中。
- **抵押资产尚未完成重新估值。**根据《2019 年贵州宏财投资集团有限责任公司盘州市城市停车场建设项目专项债券之国有土地使用权抵押资产监管协议》（以下简称“监管协议”）的约定，抵押资产需每年评估，年度评估报告基准日期应为相应债券当年的付息首日，其出具时间应不迟于相应债券当年付息首日后的 20 个工作日。截至 2022 年 7 月 22 日，抵押资产尚未按约定完成重新估值。

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	7
	GDP 规模	3		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	5



公共财政收入	2	收现比	3
区域风险状况调整分	0		
经营状况	非常强		
业务竞争力	7		
业务持续性和稳定性	7		
业务多样性	2		
业务状况等级	强	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			0
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+	2021-7-28	谢海琳、何佳欢	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	2014-1-16	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
19宏财专项债 01/19宏财01	6.00	4.80	2021-7-28	2026-6-3
19宏财专项债02	5.00	5.00	2021-7-28	2026-11-27

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2019年6月3日发行7年期6亿元“19宏财专项债01/19宏财01”、于2019年11月27日发行7年期5亿元“19宏财专项债02”，募集资金计划用于盘州市城市停车场建设项目以及补充运营资金。截至2022年3月21日，上述两期债券募集资金专项账户余额合计为2.16万元。

三、发行主体概况

2021年以来，随着中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的基金投资款陆续还本，公司股权结构持续变动。2022年6月20日，盘州市财政局将持有的全部公司股份划转至盘州市工业和信息化局（以下简称“盘州工信局”）。截至2022年6月末，盘州工信局和农发基金分别持有公司99.23%和0.77%的股权，盘州工信局为公司控股股东及实际控制人，公司注册资本仍为100亿元。2021年盘州市财政局以货币资金增加公司实收资本1.07亿元，截至2021年末公司实收资本为47.02亿元。

公司是盘州市主要的基础设施投融资建设主体，并兼具运营部分国有资产及房地产、劳务派遣、汽车销售维修等经营性业务。2021年公司合并范围子公司行政剥离17家，截至2021年末，公司纳入合并范围子公司共计25家，详见附录四。值得注意的是，贵州融城投资开发有限责任公司（以下简称“融城公司”）及其子公司、贵州宏财刺力营销有限责任公司、贵州盘州盛农投资有限责任公司等公司股权并不归属于公司，但因公司实际控制故纳入合并报表范围。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况

子公司名称	变动情况	变动原因
盘州市盘州乡村建设投资开发有限责任公司	减少	行政剥离
贵州松官聚农农业产业发展有限公司	减少	行政剥离
贵州聚农高维生态农业有限公司	减少	行政剥离
贵州聚农天富生态农业有限公司	减少	行政剥离
贵州盘州盛农生物科技有限责任公司	减少	行政剥离
贵州盘州合顺农产品电子商务有限公司	减少	行政剥离
盘州市红果街道聚道红沙幼儿园	减少	行政剥离
盘州市亦资街道聚道亦资幼儿园	减少	行政剥离
盘州市翰林街道聚道翰林幼儿园	减少	行政剥离
盘州市第七小学	减少	行政剥离
盘州市第十三中学	减少	行政剥离

盘州市宏财汽车维修服务有限公司	减少	行政剥离
贵州盘州旅游客运有限责任公司	减少	行政剥离
贵州盘州旅行社有限责任公司	减少	行政剥离
贵州宏财聚兴商贸有限责任公司	减少	行政剥离
盘州市盘南盛昌源物资贸易有限责任公司	减少	行政剥离
贵州宏财刺梨检验检测有限责任公司	减少	行政剥离

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。

区域经济环境

盘州市位于六盘水市西南部，依托于资源禀赋形成了以煤炭为主导的工业体系，近年来盘州市经济保持较快发展，但整体经济基础较为薄弱，财政收入质量不佳、财政自给率较低，地方面临较大的债务压力

区位特征：盘州市位于六盘水市的西南部，交通便利，煤矿资源丰富。盘州市隶属于贵州省六盘水

市，位于六盘水市西南部，是贵州省的西大门，国土面积4,056平方公里，下辖14镇6街道7乡。根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，盘州市共有常住人口107.41万人，占全市常住人口的35.43%；城镇化率为39.19%，低于全市平均水平。盘州市交通便利，境内拥有320国道、国家高速公路G60镇胜段横穿东西，212省道和毕水兴高速公路纵贯南北，贵昆铁路盘西支线、南昆铁路、水红铁路在市中心城区交汇，沪昆高铁通车，另有盘州官山机场规划建设中。盘州市矿产资源丰富，境内现已探明的矿产资源有煤、铁、铜、黄金等20多种，其中煤炭资源已探明储量105亿吨，远景储量380亿吨，储量分别占六盘水市、贵州省的60%和15%，是贵州省及全国的重点产煤县（市）和“黔电送粤”重要电源点，被誉为“煤电之都”。

经济发展水平：2021年盘州市经济总量（GDP）及增速在六盘水市4个县级行政区中均排名第1位，第二产业为拉动盘州市经济增长的主要力量，当地民营经济较为活跃。2021年盘州市实现地区生产总值639.39亿元，同比增长10.1%，经济总量及增速均在六盘水市下辖县级行政区中排名第1位。2021年盘州市人均地区生产总值为5.96万元，为全国人均GDP的73.66%，整体经济基础较为薄弱。2021年盘州市三次产业结构为11.7：52.4：35.9，第二产业占据主导地位。2019年以来，盘州市固定资产投资增速持续回落，2021年全市固定资产投资增速降至0.2%，其中第三产业投资同比下降10.73%。随着居民支配收入增加，近年来盘州市社会消费保持活跃，对经济发展贡献力度持续提升。盘州市民营经济较为活跃，2021年全市民营经济总产值达1,002.49亿元，同比增长11.12%，民营经济增加值亦实现较好增长。

表2 2021年六盘水市下辖县级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
盘州市	639.39	10.1%	5.96	44.89	-
钟山区	346.7	6.0%	5.14	13.53	11.68
水城区	345.42	7.7%	5.53	13.20	16.40
六枝特区	142.13	6.5%	2.65	5.33	12.04

注：“-”表示未获取该数据；盘州市、水城区人均GDP来自于各地2021年统计公报，其余各地区人均GDP均使用第七次人口普查常住人口数据计算；盘州市一般公共预算收入来自于盘州市2021年统计公报。

资料来源：各地区2021年国民经济和社会发展统计公报和2021年财政预算执行情况报告，中证鹏元整理

表3 盘州市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）	639.39	10.1%	571.74	6.0%	535.21	10.3%
固定资产投资	-	0.2%	-	4.8%	-	5.5%
社会消费品零售总额	151.45	15%	119.59	6.5%	-	7%
人均GDP（元）		59,645		53,231		50,122
人均GDP/全国人均GDP		73.66%		73.48%		70.70%

注：固定资产投资统计口径为计划总投资500万以上的项目；2020年年人均GDP采取第七次人口普查常住人口数据计算，“-”表示数据未公开。

资料来源：盘州市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：盘州市工业经济以煤炭行业为主导，受益于煤炭价格上涨，2021年工业企业经营效益显著提升。盘州市具有丰富的煤炭资源，工业经济以煤炭行业为主导，境内拥有盘江精煤公司、盘县电厂、盘南电厂、响水煤矿、松河煤矿等大中型煤电企业及89个地方煤炭企业。2021年盘州市原煤产量达3,773.76万吨，同比增长4.35%，约占六盘水市全年产量的54%。受煤炭价格上涨影响，2021年盘州市工业企业经营效益显著提升，全年规模以上工业企业实现营业收入561.39亿元，同比增长36.2%；实现利润总额70.41亿元，同比增长79.7%。未来盘州市计划以兼并重组、技术改造为重点，推动45万吨/年以下煤矿有序退出，淘汰低效落后产能、培育释放优质先进产能；加快推进现役燃煤发电机组节能减排改造步伐，提高煤电高效清洁利用水平和发电利用小时数；同时推进农产品加工产业、建材产业及新兴产业发展壮大。

发展规划及机遇：根据《贵州六盘水产业转型升级示范区建设方案（2019-2025年）》，盘州市定位于面向云南和东盟的门户城市、全省区域性中心城市，未来盘州市将加快推进机场、枢纽站点、职业教育学校、大健康产业基地等重大工程和重点项目建设，着力提升聚集区域产业经济服务能力。根据盘州市《“十四五”规划》，盘州市将深度参与黔边城市带建设，充分发挥贵州“西大门”作用，积极融入滇中城市群、北部湾经济区及东盟地区，重点发展矿产资源开发、装备制造、新能源、商贸物流、山地旅游、特色农业等产业，全力打造“贵昆经济走廊中心支点城市”，到2025年地区生产总值到1,140亿元，人均GDP达到8万元以上。

财政及债务：近年来盘州市一般公共预算财力有所波动，财政收入质量不佳、财政自给率较低，地方债务压力较大。近年来盘州市一般公共预算财力有所波动，2021年全市实现一般公共预算收入44.89亿元，在六盘水市下辖县级行政区中排名第1位。2020年盘州市税收收入占一般公共预算收入的比重为49.45%，财政收入质量不佳，税收收入主要来自于采矿业、房地产业及建筑业等。2020年盘州市财政自给率为43.22%，财政自给能力较弱。近年来盘州市地方政府债务余额持续增长，截至2021年末，盘州区负有偿还责任的政府债务余额为224.24亿元，地方债务压力较大。

表4 盘州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	44.89	44.02	45.73
税收收入占比	-	49.45%	52.66%
财政自给率	-	43.22%	40.75%
政府性基金收入	-	42.50	45.78
地方政府债务余额	224.24	219.97	209.41

资料来源：盘州市2019-2020年财政决算报告、盘州市2021年国民经济和社会发展统计公报、六盘水人民政府，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，盘州市重要投融资主体共4家。其中，贵州宏财为盘州市主要的基础设施建设、土地出让主体，并同时开展国有资产运营、房地产、劳务派遣、蔬菜配送、整车等经营性业务，为区域内净资产规模最大的平台；贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“红果经

开”）主要负责红果经济开发区的基础设施建设及土地开发业务；贵州省盘州市红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾开发”）为红果经济开发区主要的基础设施建设主体；贵州盘州旅游文化投资有限责任公司（以下简称“盘州旅投”）为盘州市唯一的旅游文化产业经营主体，从事盘州市旅游景区基础设施建设、旅游景区运营等业务。

表5 盘州市主要投融资主体情况（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
贵州宏财	盘州工信局	378.87	40.50%	38.69	189.60	盘州市主要的基础设施建设、土地出让主体
红果经开	盘州市财政局	113.64	44.25%	4.56	66.09	红果经济开发区的基础设施建设及土地开发业务
红腾开发	红果经开	112.19	43.98%	4.56	51.54	红果经济开发区的主要基础设施建设主体
盘州旅投	盘州工信局	54.97	45.08%	5.64	32.47	盘州市旅游景区基础设施建设及旅游景区运营主体

注：以上均为 2021 年/2021 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司是盘州市主要的基础设施建设主体，并兼具劳务派遣、运营部分国有资产及房地产等经营性业务。2021年，公司营业收入规模及结构均较为稳定，营业收入仍主要来自代建收入，人力资源服务、教育、蔬菜配送等业务仍为公司收入提供一定补充。受政府安排影响，2021年代建收入同比大幅增长，土地转让和土地补偿收入下滑。毛利率方面，由于本年工程承包等业务毛利率较低、被征收土地成本较高，2021年销售毛利率同比小幅下滑。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产及工程建设行业	27.78	12.69%	23.25	18.72%
人力资源服务行业	4.54	1.22%	4.25	0.19%
土地相关业务	3.47	-0.06%	7.79	13.50%
其他	2.89	12.24%	2.69	-9.71%
合计	38.69	10.16%	37.98	13.56%

注：其他业务包含蔬菜配送、刺梨销售、整车销售、销售工程物资、教学、自有租赁车辆、房屋租赁等业务。

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务量较为充足，业务可持续性仍较好，但基础设施建设项目回款滞后，且未来尚需一定规模的投资，公司仍面临较大的资本支出压力；需关注自营项目后续收益情况

公司房地产及工程建设行业收入主要来自基础设施代建业务、占补平衡业务，包含少量工程承包收入、停车费、物业管理费、水费。

代建业务主要由公司本部及子公司盘州市宏财市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）及2020年新纳入合并报表范围的融城公司负责。公司及市政公司主要负责棚户区改造项目、公路、污水处理等项目。（1）针对棚户区改造项目，2014年末，公司与盘州市人民政府签订了《盘县棚户区改造项目投资建设与转让回购协议》（以下简称“协议”）。根据协议规定，盘州市人民政府授权公司负责盘州市范围内棚户区改造项目建设，由盘州市人民政府进行回购，回购价款由前期费用、工程费用、各项税费和投资回报等组成，其中投资回报为项目实际发生成本的15%左右。每年末，公司根据盘州市财政局出具的基础设施建设收益申报表确认收入并结转成本，收入包括管理费和工程实际成本。（2）针对公路、污水处理工程等市政项目，业务模式及收入确认方式与棚户区改造项目类似，每年末，公司根据盘州市财政局出具的基础设施建设收益申报表确认收入，投资回报为项目实际发生成本的10%-15%不等，且公司未与政府部门签订相关代建协议，回购时间和收益均存在不确定性。

融城公司主要负责道路、市政等基础设施建设，融城公司与盘州市政府针对代建项目分别签订投资建设协议，根据协议规定，融城公司负责项目前期准备及建设，盘州市人民政府负责进行回购，回购价款由前期费用、工程费用、各项税费和投资回报等组成，其中投资回报为项目实际发生成本的15%左右，每年末融城公司根据盘州市财政局出具的基础设施建设收益申报表确认收入并结转成本。

2021年公司实现基础设施代建业务收入27.16亿元，主要来自棚户区改造项目、盘州城市综合体市政基础设施建设项目及盘西新区北环、西环大道道路建设工程，受项目结转规模影响同比增长27.50%，毛利率仍为13.04%。此外，2021年公司收现比仍处于0.33的低水平，业务收现能力弱、资金回笼滞后。

截至2021年末，公司主要在建项目预计总投资216.38亿元，已投资167.99亿元，其中代建基础设施项目以红果片区城市棚户区改造项目、各乡镇城市棚户区改造项目等棚户区改造项目为主，代建项目预计总投资176.18亿元，至少尚需投资40.69亿元，业务量较为充足，未来收入较有保障，但面临较大的资金压力且部分项目进度缓慢。自营项目收入来源主要为租金、教学收入及刺梨销售收入，在建自营项目计划投资40.20亿元，已投资29.03亿元，投资规模较大，且存在建设进度不达预期、未来收益不达预期等风险，需关注后续经营情况。

表7 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	代建/自营
红果片区城市棚户区改造项目	43.85	20.50	代建
各乡镇城市棚户区改造项目	25.82	22.20	代建
2017年、2018年易地扶贫项目	23.21	19.81	代建
城关片区城市棚户区改造项目	19.55	15.39	代建
盘州市城市停车场建设项目*	15.37	12.43	自营
盘县 2014 年棚户区改造项目	14.50	13.91	代建
盘县 2016 年城市棚户区改造城关片区	14.00	17.39	代建
盘南大道	13.00	12.17	代建
宏财明馨高中	10.36	6.03	自营

盘州城市综合体市政基础设施建设项目	9.70	7.76	代建
盘西新城中央商务中心（一期）建设项目	8.90	7.01	自营
盘州生态刺梨循环综合利用建设项目	5.57	3.56	自营
红果经济开发区（两河新区）城市棚户区改造项目	4.33	3.62	代建
物业公租房、廉租房项目	4.20	2.11	代建
盘县 2015 年红果镇公租房	4.02	4.10	代建
合计	216.38	167.99	

注：标“*”为 19 宏财专项债 01 和 19 宏财专项债 02 的募投项目。

资料来源：公司提供

土地占补平衡业务主要由子公司盘州市宏财土地开发有限公司（以下简称“宏财土开”）负责。业务模式方面，宏财土开通过实施耕地复垦整治项目，产生耕地占补平衡指标，由盘州市自然资源局收购耕地占补平衡指标，公司根据盘州市自然资源局批复的土地开垦费收益申报表确认收入。2020年高毛利率的占补平衡业务占比较高，拉高了当年房地产及工程建设行业整体毛利率，而2021年，由于达到收入确认条件的土地指标较少，当期公司仅实现土地占补平衡收入198.61万元，房地产及工程建设行业整体毛利率同比有所下降。

公司土地储备资源丰富，土地转让及土地补偿业务持续性有一定保障，但受政策及市场行情影响较大，相关收入及盈利水平波动性较大

土地相关业务主要包括土地补偿和土地转让业务。公司土地转让业务主要由公司本部和子公司贵州宏财房地产开发有限责任公司（以下简称“宏财房开”）负责，通过招拍挂方式获得土地后转让，获取中间差价以实现收益；土地补偿业务系政府有偿征收公司土地，上述业务受政府土地出让规划及当地土地市场景气度影响较大。2021年公司政府征收土地面积同比减少，当年实现土地补偿收入2.92亿元，受政府安排影响，土地转让价格略低于成本且补偿收入较低，毛利率下滑至负数。

截至2021年末，公司存货中有土地资产149宗，账面价值为194.11亿元，总面积561.94万平方米，用途主要为商业、住宅和商服用地，其中账面价值129.74亿元的土地尚未抵押，占存货中土地资产总账面价值的66.84%。公司土地储备资源丰富，业务具有较好的可持续性，但易受政府土地出让规划和当地房地产市场行情影响，收入规模预计存在较大波动性。

人力资源服务等市场化业务对公司营业收入形成一定补充

人力资源服务业务由子公司贵州力搏人力资源服务有限公司（以下简称“人力资源公司”）负责，涵盖政府公益性岗位人员的劳动关系，2021年公司实现劳务收入4.54亿元，毛利率小幅增长至1.22%，仍处于较低水平。

此外，公司还有蔬菜配送、刺梨销售、整车销售、销售工程物资、教学、自有租赁车辆、房屋租赁、物业、维修、旅游景区等经营性业务，但规模不大，随着盘州市经济发展及居民消费水平的提升，公司经营业务有望扩大规模，丰富公司的收入来源，但整体盈利能力一般。

公司持续获得外部的较大力度支持

公司是盘州市城市开发的重要投融资主体，在盘州市的开发建设中发挥着重大作用，盘州市政府在资产和资金注入及补贴方面给予了公司较大力度的支持。资金注入方面，2021年，盘州市财政局向公司进行货币增资 1.07 亿元。同年，公司还继续获得盘州市政府的政府补助支持4.04亿元，占同期利润总额的98.17%，是公司利润的主要来源。

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中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。2021年合并范围子公司减少17家，详见表1。截至2021年末，公司纳入合并范围子公司共计25家，详见附录四。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，主要由应收款项和存货构成，应收款项对营运资金存在占用且回收风险较大，部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱

受外部融资规模扩大及公司种植的刺梨苗木、茶叶、元宝枫等生产性生物资产公允价值增长的影响，2021年末公司资产规模同比小幅增长。资产结构稳定，仍以流动资产为主。

表8 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	22.25	3.49%	20.09	3.31%
应收账款	15.89	2.49%	20.03	3.30%
其他应收款	75.61	11.87%	88.11	14.51%
存货	396.98	62.34%	370.70	61.05%
流动资产合计	538.46	84.56%	520.17	85.66%
生产性生物资产	49.40	7.76%	38.70	6.37%
非流动资产合计	98.33	15.44%	87.06	14.34%
资产总计	636.79	100.00%	607.23	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2021年末货币资金较上年小幅增长，仍以为银行存款为主，其中2.65亿元因用于定期存单质押和票据保证金使用受限。

公司应收账款主要为应收盘州市房屋征收和补偿管理办公室（以下简称“盘州市征收办”）土地出让款、盘州市财政局项目回购款及盘州市自然资源局占补平衡收入款等，2021年末应收账款账面价值下降，前五大应收账款对象余额合计为14.41亿元，占应收账款总额的90.18%。其他应收款主要为往

来款，账面价值规模受政府资金安排的影响较大，截至2021年末，公司其他应收款中盘州市征收办、贵州聚变建设开发有限公司、贵州盘州旅游文化投资有限责任公司（以下简称“盘州文旅投”）等前五大单位应收款余额合计66.17亿元，占其他应收款总额的86.95%。虽然公司应收款项应收对象主要为政府、当地国企及参股公司，但其中盘州文旅投曾出现过非标逾期事件、盘州市水利投资有限责任公司正处于诉讼纠纷中、贵州聚变建设开发有限公司控股股东贵州宏科建设工程有限责任公司有多次被执行记录及诉讼记录，此外应收款项资金回笼时间不确定，整体而言回收风险较大，仍需关注后续回款情况。

存货主要由土地使用权和项目开发成本构成，截至2021年末账面价值分别为194.11亿元、199.76亿元。2021年末存货账面价值同比有所增长，主要系购入土地及增加项目建设投入所致。存货中土地使用权共149宗，其中18宗系政府划拨注入，账面价值共76.85亿元；131宗系招拍挂取得，账面价值合计117.26亿元，证载用途为商住、居住、商服等。土地资产中已抵押地块账面价值为64.37亿元，抵押比例为33.16%，且土地集中变现存在一定的难度，土地资产流动性较弱。项目开发成本主要系2017-2018年易地扶贫项目、棚户区改造、公租房等基础设施建设项目，规模较大，需关注后续政府结算情况。

非流动资产方面，生产性生物资产主要包括刺梨苗木、茶叶、元宝枫，计量模式为公允价值，2021年因上述植物已处于盛产期，根据北京晟明资产评估有限公司出具的晟明评报字[2022]155号资产评估报告、晟明评报字[2022]154号资产评估报告，期末生产性生物资产账面价值大幅增长。值得注意的是，生产性生物资产目前收益能力较低，2021年公司农业版块总收入仅1.00亿元。

总体来看，2021年末公司资产规模继续增长，主要由应收款项和存货构成，应收款项占用公司资金规模较大；存货中土地抵押占比较高，且土地资产流动性及变现价值易受土地一级市场波动影响。此外，截至2021年末，公司受限资产总计83.45亿元，占总资产的13.11%，资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2021年公司收入规模继续增长，但盈利能力有所弱化，经营回款情况仍较弱；政府补助仍有力提升了公司利润水平

公司营业收入主要来自与代建业务相关的房地产及工程建设行业收入，与土地业务相关的土地转让、土地补偿收入以及人力资源服务行业收入。2021年公司营业收入与上年基本持平，由于收入占比较高的房地产及工程建设行业以及土地补偿、土地转让业务毛利率均有所下降，公司营业毛利率较上年有所降低，拉低了当年营业利润。公司代建业务量较为充足、土地储备资源丰富，业务可持续性较好，同时人力资源服务等市场化业务可为公司营收提供一定补充。收现情况方面，公司代建业务、土地转让业务及人力资源服务业务等资金回笼情况受政府资金安排影响较大，2021年收现比小幅回升至0.33，仍处于较低水平，经营回款情况较弱。

此外，2021年公司获得政府补贴4.04亿元，占公司当期利润总额的比重为98.17%，有力提升了公司的利润水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

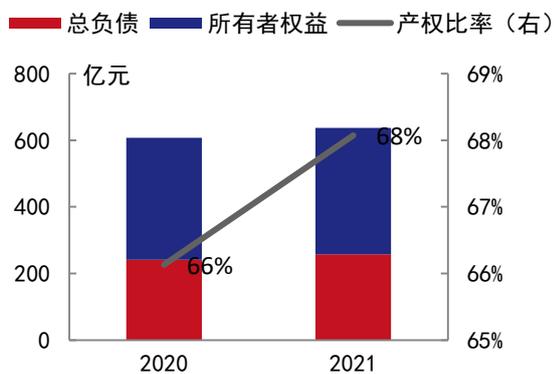
项目	2021年	2020年
营业收入	38.69	37.98
收现比	0.33	0.28
营业利润	4.25	4.86
其他收益	4.04	3.81
利润总额	4.11	4.94
销售毛利率	10.16%	13.56%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

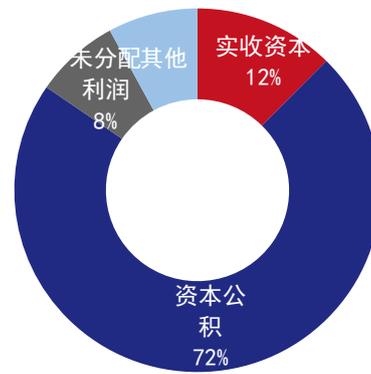
资本结构与偿债能力

2021年公司总债务规模较大且保持增长，偿债压力较大

所有者权益方面，2021 年盘州市财政局继续向公司注入货币资金，公司实收资本小幅增长；公司剥离盘州市盘州乡村建设投资开发有限责任公司、贵州盛农生物科技有限责任公司等经营亏损的子公司，使得资本公积小幅增长；由于公司种植的刺梨苗木、茶叶、元宝枫等生产性生物资产处于盛产期，其他综合收益大幅增长；此外，随经营积累未分配利润持续增长。综合影响下，2021年末所有者权益同比小幅增长。为了满足建设项目资金需求，公司对外举债规模继续小幅扩大，2021年末公司产权比率与上年基本持平。

图 1 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 2 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，短期借款主要为保证借款和质押借款，2021 年末规模与上年基本持平。公司应付账款主要为应付施工方的工程款项，2021 年末随项目推进账面余额有所增长。公司其他应付款主要为应付企事业单位的无息暂借款，2021 年末随着部分款项的支付而小幅下降³。

非流动负债方面，长期借款主要为质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，质押物主要为公司

³ 根据六盘水市农业投资开发有限责任公司（以下简称“凉农投”）2021 年审计报告，凉农投对公司及子公司应收款项合计 30.16 亿元，但公司审计报告中未显示该笔应付款项。

项目债权及项目收益权，抵押物主要为公司的土地资产，2021年末账面余额进一步增长。2021年末应付债券主要为公司2016年发行期限为7年的“16盘县棚改项目债”、2019年发行“19宏财专项债01”和“19宏财专项债02”，随到期还款及转入流动负债而大幅减少。长期应付款主要系公司对六盘水市钟山区保障性住房开发投资有限责任公司、贵州省国有资本运营有限责任公司和贵州凉都交银三遍扶贫产业基金管理中心（有限合伙）等的有息借款，同比2020年末有所增长。

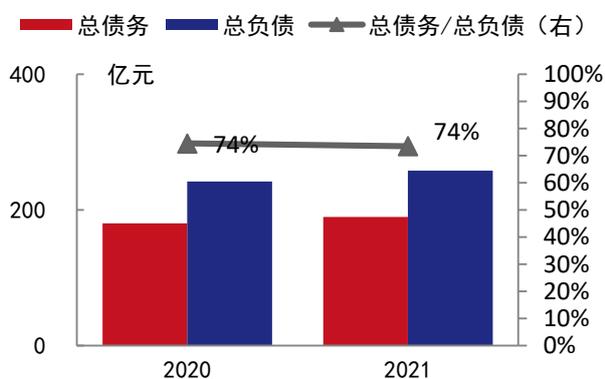
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.21	3.96%	10.47	4.33%
应付账款	13.54	5.25%	10.04	4.15%
其他应付款	36.32	14.08%	38.46	15.91%
流动负债合计	77.54	30.06%	77.98	32.26%
长期借款	112.19	43.50%	97.11	40.17%
应付债券	10.26	3.98%	15.43	6.38%
长期应付款	47.76	18.52%	45.07	18.64%
非流动负债合计	180.38	69.94%	163.74	67.74%
负债合计	257.92	100.00%	241.73	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

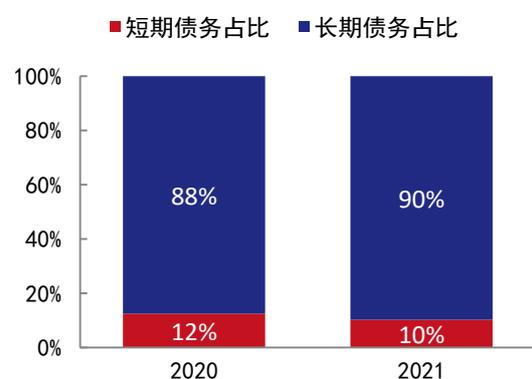
公司总债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款（不含专项应付款）构成。为满足公司还本付息及项目建设的资金需求，公司仍保持较大规模的对外融资，截至2021年末，公司总债务余额同比小幅增长。从债务结构来看，2021年末公司债务仍以长期债务为主，短期债务规模及其占比均有所下降，短期集中偿债压力有所缓解。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力来看，2021年末公司各项偿债指标与2020年末基本持平，EBITDA 仍无法覆盖利息支出，整体债务负担较重。

表11 公司偿债能力指标

项目	2021年	2020年
资产负债率	40.50%	39.81%
现金短期债务比	1.29	1.22
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51

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

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，公司本部（报告查询日为2022年7月19日）及子公司贵州融城投资开发有限责任公司（报告查询日为2022年7月19日）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。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外提供的担保金额合计106.13亿元，占当期末净资产的比重为28.01%，对外担保金额较大，担保对象虽主要以国有企业和事业单位为主，但均无反担保措施。其中被担保方盘州文旅投曾出现过非标逾期事件、盘州市水利投资有限责任公司正处于诉讼纠纷中、盘北经济开发区投资股份有限公司有被执行记录、贵州省盘州农林开发投资有限责任公司有被执行记录、衡阳市文杰建筑工程劳务有限公司有被执行记录、贵州梓峻环境建设有限公司有被执行及限制高消费记录、贵州贵和长青建设工程有限公司有被执行记录，对上述公司合计担保金额为48.45亿元，公司存在较大的或有负债风险。

表12 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
黔西南州宏盛工程劳务有限公司	0.05*	2020/1/21	2022/1/20
盘州市元丰建筑工程劳务有限公司	0.05*	2020/1/20	2022/1/19
	4.80	2014/12/31	2024/12/30
	3.70	2016/3/11	2027/3/11
	2.54	2017/6/6	2029/6/5
盘州市水利投资有限责任公司	3.15	2019/9/9	2025/9/9
	1.23	2018/11/26	2023/11/26
	2.07	2021/4/29	2028/4/20
盘州市人民医院	3.60	2020/5/11	2035/5/8
	2.40	2020/8/11	2035/10/21
	0.67	2020/6/17	2025/9/17
	0.40	2020/6/18	2025/9/18
盘州市刘官松官合作社	0.03	2021/11/28	2022/11/27

盘州市交通投资开发有限责任公司	6.40	2016/8/10	2026/8/9
	14.17	2016/3/7	2031/3/6
	2.90	2020/10/15	2033/8/13
盘州市航空产业投资开发有限责任公司	1.80	2017/10/16	2022/10/16
盘州公共交通服务有限公司	2.30	2021/9/2	2030/8/31
盘北经济开发区投资股份有限公司	14.19	2020/12/25	2035/12/24
隆回县述年鸿盛劳务有限公司	0.05	2020/1/22	2022/1/21
衡阳市文杰建筑工程劳务有限公司	0.05	2020/1/21	2022/1/20
贵州梓峻环境建设有限公司	0.05	2019/1/22	2022/1/21
贵州钰钦建设劳务有限公司	0.05*	2019/1/22	2022/1/21
贵州省盘州市淤泥中合专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市淤泥下营专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市英武格纳铺专业合作社	0.05	2019/9/25	2022/9/24
贵州省盘州市响水杨柳树专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市响水丫基专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市响水新民专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
	0.05*	2020/1/21	2022/1/20
贵州省盘州市响水文阁专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市响水上汤章专业合作社	0.05	2020/1/21	2022/1/20
贵州省盘州市响水糯猪克专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市响水米勒专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市乌蒙二台坡专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市石桥梓木嘎晟宏专业合作社	0.05	2020/3/18	2022/3/17
贵州省盘州市石桥欠屯专业合作社	0.05	2021/12/16	2022/12/15
贵州省盘州市石桥南冲专业合作社	0.05	2020/3/18	2022/3/17
贵州省盘州市石桥果榔专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市胜境专业合作社	0.05	2017/9/28	2022/9/7
贵州省盘州市胜境石脑专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市普古王家寨专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市普古天桥专业合作社	0.05	2021/12/6	2022/12/5
贵州省盘州市普古坡脚专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市盘关长地专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市盘关岩塘专业合作社	0.05	2017/9/28	2022/9/27
贵州省盘州市盘关胜江专业合作社	0.05	2021/12/6	2022/12/5
贵州省盘州市盘关丘田专业合作社	0.05	2019/9/28	2022/9/27
贵州省盘州市盘关盘江专业合作社	0.05	2019/9/25	2022/9/24
贵州省盘州市盘关茅坪专业合作社	0.05	2017/9/1	2022/8/31
贵州省盘州市盘关老屋基专业合作社	0.05	2017/9/1	2022/8/31
贵州省盘州市盘关韭菜坪专业合作社	0.05	2019/9/28	2022/9/27

贵州省盘州市盘关东风专业合作社	0.05	2019/9/25	2022/9/24
贵州省盘州市盘关大白岩众鑫专业合作社	0.05	2019/9/29	2022/9/28
贵州省盘州市民主雨打河专业合作社	0.05	2019/9/26	2022/9/25
贵州省盘州市民主谭家寨专业合作社	0.05	2019/9/26	2022/9/25
贵州省盘州市民主砂厂专业合作社	0.05	2019/9/26	2022/9/25
贵州省盘州市民主滥滩专业合作社	0.05	2019/9/28	2022/9/27
贵州省盘州市刘官支家屯专业合作社	0.05	2017/9/28	2022/8/31
贵州省盘州市刘官淹五寨漫谷专业合作社	0.05	2017/9/1	2022/8/31
贵州省盘州市刘官松官专业合作社	0.05	2017/11/29	2022/11/28
贵州省盘州市刘官瞿家庄专业合作社	0.05	2021/12/7	2022/12/6
贵州省盘州市刘官刘官专业合作社	0.05	2020/3/18	2022/3/17
贵州省盘州市刘官凉水井专业合作社	0.05	2020/3/18	2022/3/17
贵州省盘州市旧营新寨专业合作社	0.05	2021/12/7	2022/12/6
贵州省盘州市鸡场坪迤坝专业合作社	0.05	2017/9/1	2022/8/31
贵州省盘州市鸡场坪塘子边专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市鸡场坪七棵树专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市鸡场坪果堡座专业合作社	0.05	2017/9/19	2022/9/18
贵州省盘州市鸡场坪哒啦专业合作社	0.05	2017/9/1	2022/8/31
贵州省盘州市红腾开发投资有限公司	0.98	2016/8/10	2026/8/9
	1.88	2016/8/10	2026/8/9
	1.40	2016/8/10	2026/8/9
贵州省盘州市柏果权辉专业合作社	0.05	2021/12/7	2022/12/6
贵州省盘州市柏果泥水专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市柏果红卫专业合作社	0.05	2021/12/10	2022/12/9
贵州省盘州市柏果迭脉专业合作社	0.05	2021/12/6	2022/12/5
贵州省盘州农林开发投资有限责任公司	1.90	2017/6/6	2025/6/6
	1.10	2017/6/6	2025/6/6
	1.00	2017/9/28	2027/9/28
	1.00	2017/6/6	2025/6/6
	0.70	2017/6/6	2025/6/6
	0.50	2018/10/1	2028/10/1
	0.10	2017/9/28	2027/9/28
	1.00	2020/3/10	2028/10/18
贵州省盘致火腿产业开发投资有限公司	1.27	2021/2/4	2028/7/31
	2.12	2019/5/9	2027/12/31
	0.90	2019/5/9	2027/12/31
贵州省盘州正阳航空投资有限公司	0.60	2019/8/26	2028/8/25
	3.00	2020/4/8	2027/12/21
贵州省盘州正阳航空投资有限公司	0.70	2018/11/1	2023/11/14

	0.13	2018/11/1	2023/11/14
贵州盘州市妥乐古银杏旅游投资开发有限责任公司	0.10	2019/9/18	2022/9/18
贵州盘州市留万春劳务有限公司	0.03*	2020/1/20	2022/1/19
	1.20	2018/1/10	2023/1/10
	3.23	2018/5/4	2023/5/4
贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	0.30	2018/12/10	2023/12/10
	2.10	2020/3/11	2045/3/11
	1.10	2021/6/28	2026/6/28
	0.04*	2021/6/30	2022/3/29
贵州盘兴能源开发投资有限公司	2.13	2020/7/3	2028/7/3
贵州盘北致远实业有限责任公司	2.00*	2020/4/30	2022/4/30
贵州农熠农业开发有限责任公司	0.20	2020/12/2	2023/12/1
贵州金源银海建设工程有限公司	0.05	2019/1/22	2022/1/21
贵州宏财聚景旅游文化投资有限公司	2.00	2019/2/20	2034/1/13
	2.00	2021/12/31	2024/12/31
贵州航顺科技有限公司	0.05	2019/1/22	2022/1/21
贵州贵和长青建设工程有限公司	0.05*	2020/1/21	2022/1/20
	0.07	2021/9/2	2022/9/1
合计	106.13		

注：截至评级报告出具日期，上表中到期担保标“*”担保已续期。

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

盘州市位于六盘水市西南部，依托于资源禀赋形成了以煤炭为主导的工业体系，近年来盘州市经济保持较快发展，但整体经济基础较为薄弱，财政收入质量不佳、财政自给率较低，地方面临较大的债务压力。公司是盘州市核心基础设施建设主体，虽然公司占款规模较大，总债务规模较大且面临较大的建设资金压力和或有负债风险，但公司业务在区域内具有一定的垄断性且业务持续性仍然较好，且获得较大力度的外部支持，综合考虑公司抗风险能力一般。

九、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保有效提升了“19 宏财专项债 01/19 宏财 01”、“19 宏财专项债 02”的安全性

为保障债券持有人的利益，公司以其拥有的位于盘州市的 13 宗土地使用权为 19 宏财专项债 01 设定抵押，抵押的土地使用权面积为 301,695.41 平方米；以其拥有的位于盘州市的 6 宗土地使用权为 19 宏财专项债 02 设定抵押，抵押的土地使用权面积为 218,082.73 平方米。抵押土地的用途为住宅和商业，使用权类型为出让。深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司 2021 年 6 月 25 日出具的鹏信咨询字[2021]第 F884 号《贵州宏财投资集团有限责任公司拟对抵押资产进场跟踪评估项目资产评估报告》（以

下简称“土地评估报告”），以 2021 年 6 月 3 日为评估基准日，对用于抵押的 19 宗土地进行了评估，其中 19 宏财专项债 01 的抵押资产评估总价为 159,503.09 万元，评估价值为该债券未偿还本金及一年利息之和的 3.10 倍；19 宏财专项债 02 的抵押资产评估总价为 119,549.22 万元，评估价值为该债券未偿还本金及一年利息之和的 2.23 倍。2020 年 1 月 6 日，公司已办妥上述抵押资产的抵押登记手续。

表13 19 宏财专项债 01 用于抵押土地概况（单位：平方米，万元）

编号	土地使用证证号	面积	评估价值	用途
1	盘土国用（2014）第 0392 号	39,545.58	18,481.28	商业、住宅
2	盘土国用（2015）第 0221 号	12,788.86	5,955.57	商业、住宅
3	盘土国用（2016）第 180 号	467.76	213.17	商业、住宅
4	盘土国用（2016）第 179 号	7,089.35	3,226.52	商业、住宅
5	盘土国用（2016）第 178 号	25,144.42	12,878.65	商业、住宅
6	盘土国用（2016）第 181 号	10,716.73	5,358.10	商业、住宅
7	盘土国用（2016）第 182 号	2,587.49	1,332.50	商业、住宅
8	黔（2017）盘县不动产第 0000283 号	21,613.20	20,780.88	商业
9	黔（2017）盘县不动产第 0000284 号	21,831.27	10,299.84	商业、住宅
10	黔（2017）盘县不动产第 0000282 号	44,664.97	21,927.01	商业、住宅
11	黔（2017）盘县不动产第 0000280 号	23,071.54	9,884.90	商业、住宅
12	盘土国用（2015）第 0036 号	55,129.68	29,098.43	商业、住宅
13	盘土国用（2015）第 0227 号	37,044.29	20,066.24	商业、住宅
合计		301,695.41	159,503.09	

注：根据盘府复【2015】33 号文件，公司从盘土国用【2014】第 0391 号地块中分割 20 亩土地给云南故艾蒙文化投资有限公司，待其取得项目用地后将 20 亩土地转让过户回公司，而盘土国用（2015）第 0036 号为分割后剩余土地的新土地证号。

资料来源：公司提供、土地评估报告

表14 19 宏财专项债 02 用于抵押土地概况（单位：平方米，万元）

编号	土地使用证证号	面积	评估价值	用途
1	盘土国用（2014）第 0387 号	50,420.96	26,566.82	商业、住宅
2	盘土国用（2014）第 0393 号	50,990.18	27,485.81	商业、住宅
3	黔（2017）盘县不动产第 0000281 号	39,677.48	19,742.37	商业、住宅
4	黔（2017）盘县不动产第 0000279 号	10,475.00	4,733.28	商业、住宅
5	黔（2017）盘县不动产权第 0001839 号	36,577.96	22,878.06	商业、住宅
6	盘土国用（2016）第 75-1 号	29,941.15	18,142.88	商业、住宅
合计		218,082.73	119,549.22	

资料来源：公司提供、土地评估报告

交通银行股份有限公司六盘水分行作为抵押资产监管人（抵押权代理人），对抵押资产进行监管。根据监管协议，当抵押率（抵押率=抵押资产最近一期的评估值/（相应债券未偿还本金余额+相应债券未偿还本金余额的一年利息））低于1.5时，公司须追加抵押资产；当抵押率超过1.5时，抵押人有权向监管人申请对超过部分的抵押资产进行增值释放。在债券存续期内，公司可向资产抵押监管人申请置换

抵押资产，置换后抵押率不低于1.5。根据监管协议约定，抵押资产需每年评估，年度评估报告基准日期应为相应债券当年的付息首日，其出具时间应不迟于相应债券当年付息首日后的20个工作日。截至2022年7月22日，19宏财专项债01抵押资产未重新估值。

总体而言，公司提供的国有土地使用权抵押担保能够为上述两期债券的本息偿付提供保障，有效提升了上述两期债券的安全性，但抵押资产规模较大，易受土地一级市场的影响，极端情况下能否集中变现并获得预期收益，存在一定的不确定性。

十、结论

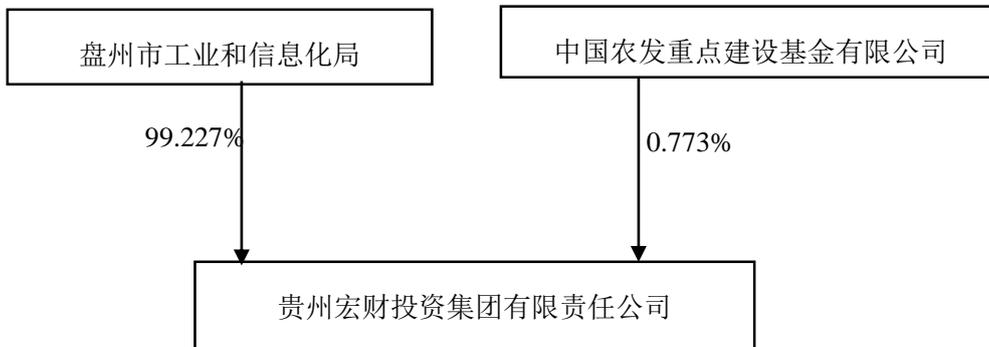
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19宏财专项债01/19宏财01”、“19宏财专项债02”信用等级均为AA+。

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	22.25	20.09	17.23
应收账款	15.89	20.03	13.64
其他应收款（合计）	75.61	88.11	92.87
存货	396.98	370.70	298.61
流动资产合计	538.46	520.17	427.40
生产性生物资产	49.40	38.70	0.00
非流动资产合计	98.33	87.06	35.57
资产总计	636.79	607.23	462.97
短期借款	10.21	10.47	0.51
应付账款	13.54	10.04	6.17
其他应付款（合计）	36.32	38.46	91.23
一年内到期的非流动负债	9.02	11.80	8.69
流动负债合计	77.54	77.98	115.49
长期借款	112.19	97.11	57.63
应付债券	10.26	15.43	18.40
长期应付款（合计）	49.46	45.46	6.98
非流动负债合计	180.38	163.74	83.01
负债合计	257.92	241.73	198.50
营业收入	38.69	37.98	34.35
总债务	189.60	180.08	131.12
所有者权益	378.87	365.50	264.46
其他收益	4.04	3.81	2.63
营业利润	4.25	4.86	4.46
利润总额	4.11	4.94	4.50
经营活动产生的现金流量净额	3.55	-3.99	-32.38
投资活动产生的现金流量净额	9.23	-20.61	-9.66
筹资活动产生的现金流量净额	-1.12	22.07	34.99
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	10.16%	13.56%	12.60%
收现比	33.18%	28.36%	69.87%
资产负债率	40.50%	39.81%	42.88%
现金短期债务比	1.29	1.22	0.36
EBITDA（亿元）	7.09	7.56	5.72
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51	0.67

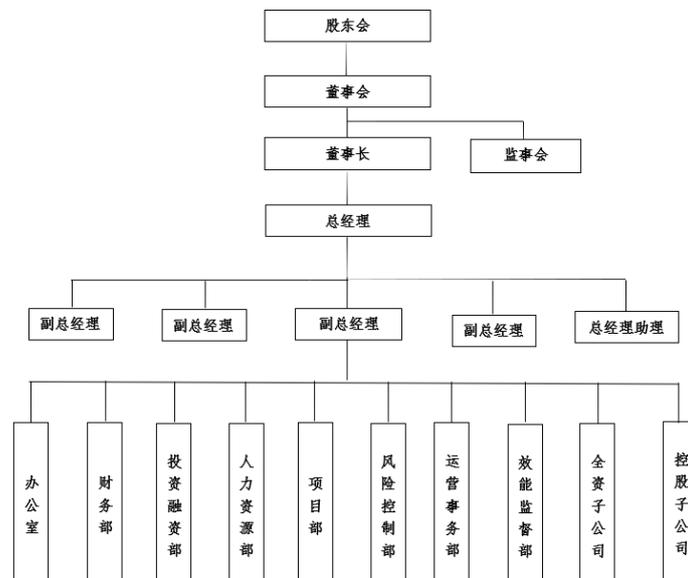
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元，%）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	贵州盘辰工程建设有限公司	53,000.00	100.00	工程建设
2	贵州盘州盛农投资有限责任公司	30,000.00	100.00	农业产业投资
3	贵州融城投资开发有限责任公司	20,000.00	100.00	基础设施建设
4	贵州红威公路有限责任公司	16,000.00	51.875	基础设施建设
5	贵州宏财聚农投资有限责任公司	15,500.00	100.00	刺梨生产和销售
6	贵州宏财房地产开发有限责任公司	15,000.00	100.00	房地产开发
7	六枝特区云海供排水有限责任公司	12,724.00	90.00	水生产和供应
8	贵州宏财聚道投资有限责任公司	10,000.00	100.00	教育、投资管理
9	贵州黔道汽车产业投资有限责任公司	10,000.00	100.00	汽车销售
10	贵州宏财物业服务有限责任公司	10,000.00	100.00	房地产开发、物业管理
11	贵州盘州宏财社会扶贫开发投资有限责任公司	10,000.00	100.00	贫困地区的产品开发、销售
12	盘州市宏财矿产资源收储开发投资有限责任公司	10,000.00	100.00	矿产资源开发及投资
13	贵州宏财刺力营销有限责任公司	10,000.00	100.00	刺梨产品销售
14	贵州聚欧贸易有限责任公司	10,000.00	51.00	批发、零售
15	贵州禾通商贸有限公司	10,000.00	100.00	批发、零售
16	盘州市聚道高中有限责任公司	10,000.00	100.00	教育
17	盘州市宏财汽车租赁服务有限公司	10,000.00	100.00	汽车租赁
18	贵州聚道教育产业发展有限责任公司	10,000.00	100.00	教育咨询服务
19	贵州力搏人力资源服务有限公司	7,000.00	0.00	人力资源服务
20	盘州市宏财市政工程有限公司	7,000.00	100.00	基础设施建设
21	盘州市宏财土地开发有限公司	6,000.00	60.00	土地开发、复垦
22	盘州市盘南开发投资有限责任公司	5,000.00	100.00	基础设施建设
23	盘州群益房地产开发有限公司	2,000.00	100.00	房地产开发、基础设施建设
24	盘州市宏财葛洲坝项目管理有限公司	2,000.00	70.00	基础设施建设
25	盘州市盘州聚贤人才服务有限公司	500.00	100.00	人力资源服务

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。