



贵阳经济开发区城市建设投资（集团） 股份有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0645 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果 贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司 AA/稳定**本次跟踪债项及评级结果** “17 贵阳经开债 01/17 筑经 01”、“18 贵阳经开债 01/18 筑经 01”、“19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01”、“22 贵阳经开债 01/22 贵经 01” AA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司（以下简称“贵阳经开城投”或“公司”或“发行人”）仍为贵阳经济技术开发区（以下简称“贵阳经开区”）最主要的基础设施建设和土地整治主体，地位仍重要，持续获得控股股东贵州省贵阳市经济技术开发区国有资产管理中心（以下简称“经开区国资中心”）支持；且公司业务可持续性较强。同时，中诚信国际关注到公司资产流动性较弱；资本支出压力较大，自营项目资金平衡情况及完工项目回款情况需持续关注；EBITDA 对利息支出的覆盖能力较弱，公司流动性较为紧张等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著提升且具有可持续性；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性，各项财务指标大幅改善。

可能触发评级下调因素：区域经济大幅下滑且短期内难以恢复；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的债务规模持续大幅增长，财务指标出现明显恶化，备用流动性持续不足，到期债务缺乏明确可行的偿还安排等。

正面

- **公司地位仍重要，持续获得经开区国资中心支持。**2022年，公司仍为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，地位重要，继续得到经开区国资中心在增资、资产划转及政府补助方面的支持。
- **业务可持续性较强。**截至2022年末，公司在建及拟建项目较为充足尚需投资规模较大，公司业务具有较强的可持续性。

关注

- **资产流动性仍较弱。**截至2022年末，公司资产主要由存货和应收类款项构成；其中，待开发土地评估价值为287.19亿元，大部分未缴纳土地出让金，且受限规模为81.87亿元。整体来看，公司资产流动性仍较弱。
- **资本支出压力仍较大，同时需关注自营项目资金平衡情况及完工项目回款情况。**截至2022年末，公司在建项目较多，亦存在较大规模的自营项目，未来仍面临较大投资压力，同时需关注自营项目资金平衡情况。同期末，公司主要已完工基础设施及安置房、土地一级开发整理项目回款进度均滞后，需对未来结算及回款情况保持关注。
- **EBITDA对利息支出的覆盖能力较弱，流动性较为紧张。**2022年以来公司债务规模继续扩大，EBITDA对利息支出的覆盖能力较弱。同时，截至2022年末，公司未来一年到期债务为29.20亿元，但可动用账面资金仅0.81亿元，且公司可用银行授信较少。综合来看，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖不足，需关注公司到期债务偿付情况及流动性压力。

项目负责人：夏 雪 xxia@ccxi.com.cn

项目组成员：李 越 yli.ly@ccxi.com.cn

陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

贵阳经开城投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	527.40	551.66	592.25
经调整的所有者权益合计（亿元）	313.82	316.29	318.77
负债合计（亿元）	213.58	235.37	273.48
总债务（亿元）	136.39	144.57	150.54
营业总收入（亿元）	24.61	20.11	20.27
经营性业务利润（亿元）	3.42	3.16	2.72
净利润（亿元）	3.06	2.27	1.86
EBITDA（亿元）	3.94	3.57	3.60
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.47	1.51	1.91
总资本化比率（%）	30.29	31.37	32.08
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.41	0.36	0.37

注：1、中诚信国际根据贵阳经开城投提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务纳入长期债务核算，将“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息 1

贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 贵阳经开债 01/17 筑经 01 (AA)	2022/06/21	刘春天、陈小鹏、徐杭	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
	18 贵阳经开债 01/18 筑经 01 (AA)				
	19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01 (AA)				
	22 贵阳经开债 01/22 贵经 01 (AA)				
AA/稳定	22 贵阳经开债 01/22 贵经 01 (AA)	2022/01/14	李春辉、陈小鹏、徐杭	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01 (AA)	2019/04/10	高哲理、付一歌、王靖允	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA/稳定	18 贵阳经开债 01/18 筑经 01 (AA)	2018/07/05	付一歌、黄臻	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA/稳定	17 贵阳经开债 01/17 筑经 01 (AA)	2017/07/24	段晋璇、蒋瑛	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 CCXI_140200_2014_01	阅读全文

注：中诚信国际口径。

评级历史关键信息 2

贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 贵阳经开债 01/17 筑经 01 (AA)	2017/07/26	邵新惠、宋敬慈	地方政府融资平台评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	贵阳经开城投	西安浐灞	慈湖发展
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	贵阳经开区	西安浐灞生态区	马鞍山慈湖高新技术产业开发区
一般公共预算收入（亿元）	15.08	25.15	15.07
所有者权益合计（亿元）	318.77	121.00	67.92
资产负债率（%）	46.18	73.42	56.10
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.37	0.19	1.12

注：1、西安浐灞系“西安浐灞发展集团有限公司”的简称，慈湖发展系“马鞍山慈湖高新技术产业开发区投资发展有限公司”的简称；2、西安浐灞和慈湖发展 EBITDA、EBITDA 利息保障倍数系 2021 年数据。

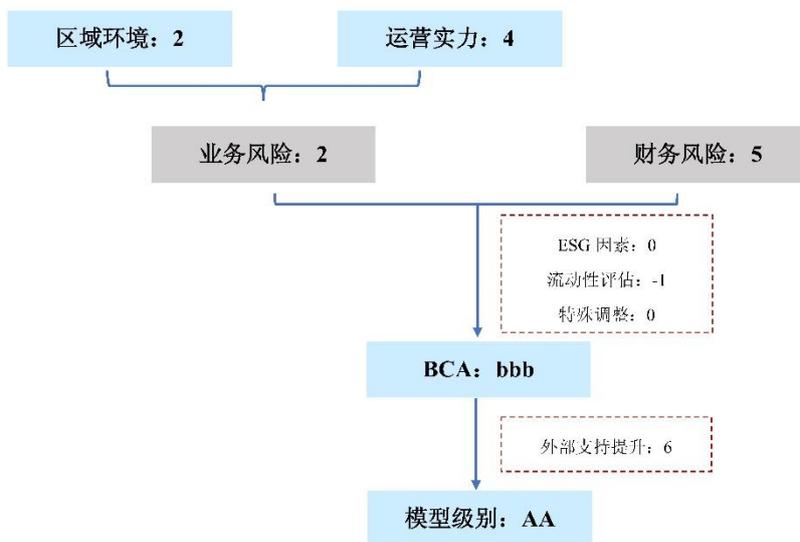
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
17 贵阳经开债 01/17 筑经 01	AA	AA	2022/06/21	9.00	3.60	2017/09/21~ 2024/09/21	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金
18 贵阳经开债 01/18 筑经 01	AA	AA	2022/06/21	7.50	4.50	2018/10/29~ 2025/10/29	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金
19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01	AA	AA	2022/06/21	11.50	6.90	2019/04/30~ 2026/04/30	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金
22 贵阳经开债 01/22 贵经 01	AA	AA	2022/06/21	4.30	4.30	2022/04/25~ 2029/04/25	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金；附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级模型

贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，公司运营实力一般。跟踪期内，公司仍为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，承担贵阳经开区城市基础设施建设、安置房建设及土地一级开发职能，业务竞争力较强，同时房屋租赁、商品销售等业务对营业收入形成有益补充；在建及拟建项目仍较多，业务稳定性及可持续性较好，但未来亦面临较大投融资压力；同时，已完工基础设施代建及土地一级开发项目回款进度较慢，需关注其回款情况以及自营项目资金平衡情况。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府支持，跟踪期内公司所有者权益小幅提高，资本实力尚可；债务规模持续增长，2022 年末财务杠杆率上升，但总体水平仍较低；公司短期偿债压力较大，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平仍较弱，均无法保障利息支出，需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，公司具有 bbb 的个体基础信用等级，反映了其很高的业务风险和较低的财务风险，以及流动性较为紧张对其有一定负面影响等。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，贵阳经开区支持能力较强，主要体现在贵阳经开区是贵州省首个国家级经济技术开发区，区域地位重要，产业发展动力持续增强，但区域债务压力大，再融资环境弱。经开区政府对公司有强的支持意愿，主要体现在公司是贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，区域重要性高且与政府的关联性高，2022 年以来持续获得政府在增资、资产划转、政府补贴等方面的支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17 贵阳经开债 01/17 筑经 01”募集资金 9.00 亿元，其中贵阳经济技术开发区杨中棚户区安置房工程计划使用 6.00 亿元，补充流动资金计划使用 3.00 亿元，扣除实际承销费用实际到账约 8.93 亿元，截至 2022 年末，募集资金已按约定用途全部使用。

“18 贵阳经开债 01/18 筑经 01”募集资金 7.50 亿元，其中贵阳经济技术开发区杨中棚户区安置房工程计划使用 5.00 亿元，补充流动资金计划使用 2.50 亿元，扣除承销费用实际到账约 7.44 亿元，截至 2022 年末，募集资金已按约定用途全部使用。

“19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01”募集资金 11.50 亿元，其中贵阳经济技术开发区杨中棚户区安置房工程计划使用 9.00 亿元，补充流动资金计划使用 2.50 亿元，扣除承销费用实际到账约 11.44 亿元，截至 2022 年末，募集资金已按约定用途全部使用。

“22 贵阳经开债 01/22 贵经 01”募集资金 4.30 亿元，全部用于偿还公司 2021 年内到期的企业债本金及利息，扣除承销费用实际到账 4.24 亿元，截至 2022 年末，募集资金已按约定用途全部使用。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重

短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

贵阳市为贵州省省会，是贵州省的政治、经济、文化、科教、交通中心，亦是西南地区中心城市之一、全国生态休闲度假旅游城市、全国综合性铁路枢纽。贵阳市位于贵州省中部，东南与黔南布依族苗族自治州瓮安、龙里、惠水、长顺 4 县接壤，西靠安顺地区平坝县和毕节地区织金县，北邻毕节地区黔西、金沙 2 县和遵义市播州区。贵阳市下辖 6 个市辖区（南明区、云岩区、花溪区、乌当区、白云区、观山湖区）、3 个县（开阳县、息烽县、修文县），代管 1 县级市（清镇市）。截至 2022 年末，贵阳市全市常住人口为 622.04 万人，同比增长 1.94%。产业方面，经过多年发展，贵阳市逐渐形成 1+7+1 重点产业体系，其中“1”是在筑央企制造业；“7”是新能源汽车制造业、磷化工产业、铝及铝加工产业、电子信息制造业、医药制造业、生态特色食品制造业、先进装备制造业；“1”是软件信息技术服务业。

2022 年以来贵阳市经济稳定增长，经济体量在贵州省下辖地市中仍处于首位。2022 年贵阳市实现地区生产总值(GDP)为 4,921.17 亿元，同比增长 2.05%；其中第一产业增加值为 203.60 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值为 1,739.57 亿元，同比增长 3.7%；第三产业增加值为 2,977.99 亿元，同比增长 0.9%，产业结构仍呈“三二一”的格局。同年，贵阳市人均 GDP 为 7.99 万元。2022 年，贵阳市固定资产投资较上年下降 4.24%；分产业看，第一产业投资增长 17.1%，第二产业投资增长 49.6%，第三产业投资下降 15.3%。

受留抵退税影响，2022 年以来贵阳市一般公共预算收入和税收收入占比有所下降；公共财政平衡率亦下降至 55.36%，财政自给率一般。政府性基金收入是贵阳市地方政府财力的重要补充，2022 年政府性基金收入同比有所增加。再融资环境方面，近年来受贵州省部分地州市风险逐步释放的影响，部分区域仍存在票据逾期、非标违约，以及被纳入失信等情况，区域再融资环境恢复任重道远，就贵阳市而言，贵阳市广义债务率¹偏高，区域内城投企业的融资主要依赖银行、直融、非标等渠道，其中债券市场发行利差处于较高水平，净融资额呈现净流出趋势，发债主体未出现债券违约事件，整体再融资环境弱。

¹ 即（地方政府债务余额+城投有息债务）/地方政府综合财力。

表 1：近年来贵阳市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	4,311.65	4,674.76	4,921.17
GDP 增速（%）	5.00	6.60	2.05
人均 GDP（万元）	7.22	7.79	7.99
固定资产投资增速（%）	2.70	-7.10	-4.24
一般公共预算收入（亿元）	398.13	426.68	402.16
政府性基金收入（亿元）	629.15	788.33	805.50
税收收入占比（%）	76.93	75.07	63.52
公共财政平衡率（%）	58.71	62.56	55.36
政府债务余额（亿元）	2,397.23	2,498.62	2,604.22

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：贵阳市政府官网，中诚信国际整理

贵阳经开区位于贵阳市南部，处于泛珠经济合作区域腹地及国家确定的南贵昆经济带和贵州黔中产业带的核心区域。贵阳经开区始建于 1993 年 3 月，2000 年 2 月经国务院批准升格为贵州省首个国家级经济技术开发区，并建立市辖行政区贵阳市小河区，与原小河区实行“两套牌子、一套班子”的管理体制。2012 年末，根据《国务院关于同意贵州省调整贵阳市部分行政区划的批复》（国函〔2012〕190 号），撤销花溪区、小河区，以原花溪区、小河区的行政区域设立新的花溪区，将原小河区相关社会事务交由新花溪区管理，贵阳经开区在花溪区范围内独立运行，实际管辖面积为 101.3 平方公里（含托管的花溪区六个行政村）。贵阳经开区着力发展先进装备制造、电子信息制造和新能源汽车“两主一特”产业，截至目前，贵阳经开区先进装备制造业已初步形成以航天控制、詹阳重工、中煤盘江等龙头企业为引领，以航空航天、工程机械及能矿装备为主导的产业集群，先进装备制造业共有规上企业 30 余家。电子信息制造产业主要围绕液晶电视、电子元器件、电线电缆等，集聚多家规模以上电子信息制造企业，依托航天电器、海信电子、浪潮等企业，全力做大物联网传感器、智能终端、服务器等为主的电子信息制造产业集群。新能源汽车产业已初步形成以奇瑞万达、贵航股份、普天物流等龙头企业为引领，涵盖汽车整车制造和汽车零部件生产的产业发展体系，有汽车及零部件产业领域规模以上企业 11 家。2022 年全区规模以上工业总产值完成 605.00 亿元，其中规模以上工业增加值完成 299.50 亿元。

财政实力方面，2022 年贵阳经开区实现一般公共预算收入 15.08 亿元，较上年小幅增长，但受留抵退税因素影响，税收收入占比大幅下降至 69.27%；同期，贵阳经开区财政平衡率亦下降至 60.93%。2022 年，贵阳经开区实现政府性基金收入 9.67 亿元，同比下降 55.64%，主要系受宏观调控和区域土地市场行情影响，土地出让收入大幅下降所致。再融资环境方面，贵阳经开区整体债务压力大，区域内城投企业的融资主要依赖银行渠道，非标和直融亦有一定占比，区域内企业债券市场净融资额为负，发行利率处于较高水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境弱。

表 2：2022 年贵阳市下属各区县（市）、开发区财政概况

地区	一般公共预算收入		政府性基金预算收入		政府债务余额	
	金额（亿元）	排名	金额（亿元）	排名	金额（亿元）	排名
贵阳市	402.16	--	805.50	--	2,604.22	--
观山湖区	51.69	1	1.32	11	253.54	2
云岩区	26.00	2	13.06	8	48.80	12
南明区	23.39	3	20.58	5	134.62	5
乌当区	16.19	4	8.43	10	88.44	7

贵阳国家高新技术产业开发区	15.77	5	0.32	13	152.97	4
贵阳国家经济技术开发区	15.08	6	9.67	9	66.43	8
清镇市	14.84	7	35.96	2	162.17	3
花溪区	13.71	8	16.63	7	334.88	1
贵州双龙航空港经济区	12.96	9	51.92	1	89.03	6
白云区	11.48	10	0.64	12	64.43	9
开阳县	11.35	11	16.81	6	53.86	11
修文县	6.85	12	26.09	4	55.14	10
息烽县	5.49	13	30.41	3	41.76	13

注：贵阳经开区政府债务余额为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 3：近年来贵阳经开区经济财政实力

项目	2020	2021	2022
规模以上工业增加值（亿元）	251.60	276.00	299.50
一般公共预算收入（亿元）	14.54	15.00	15.08
政府性基金收入（亿元）	50.85	21.79	9.67
税收收入占比（%）	90.29	76.84	69.27
公共财政平衡率（%）	69.11	76.91	60.93
政府债务余额（亿元）	63.94	66.43	--

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 4：近年来花溪区经济实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	637.14	704.12	761.04
GDP 增速（%）	3.80	7.20	4.50
人均 GDP（万元）	6.60	7.22	7.73
固定资产投资增速（%）	15.10	3.20	10.90

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司运营实力一般。跟踪期内，公司仍为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，承担贵阳经开区城市基础设施建设、安置房建设及土地一级开发职能，业务竞争力较强，同时房屋租赁、商品销售等业务对营业收入形成有益补充；在建及拟建项目仍较多，业务稳定性及可持续性较好，但未来亦面临较大投融资压力；同时，已完工基础设施代建及土地一级开发项目回款进度较慢，需关注其回款情况以及自营项目资金平衡情况。

表 5：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	22.87	92.94	9.92	16.22	80.67	10.18	15.33	75.62	10.20
土地一级开发	0.71	2.89	9.89	2.34	11.64	10.32	1.59	7.83	10.52
其他业务	1.02	4.17	86.22	1.55	7.69	58.14	3.35	16.54	24.49
合计/综合	24.61	100.00	13.10	20.11	100.00	13.89	20.27	100.00	12.59

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、其他业务收入主要包括商品销售收入、房屋租赁收入、房屋销售收入等，2022 年其他业务收入增长主要系商品销售收入增长 1.79 亿元所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目建设板块

跟踪期内，公司在建及拟建项目仍较多，业务可持续性较好，但未来亦面临较大投融资压力；同时，已完工基础设施代建项目回款进度缓慢，需关注其回款情况以及自营项目资金平衡情况。

跟踪期内，公司本部和子公司贵阳经济技术开发区贵合投资发展有限公司（以下简称“贵合公司”）仍受贵阳经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）委托对经开区的基础设施和安置房项目进行投融资建设。

基础设施建设方面，作为贵阳经开区城市基础设施建设主体，公司采取委托代建模式开展此业务。依据经开区管委会的相关文件，根据项目完工进度，经开区管委会委托专业机构对基础设施建设项目当年实际发生的成本进行确认，公司根据经确认的成本加成 12% 确认当年的收入，并由经开区财政局负责支付相应的代建款项。其中，结算成本由公司的前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等投入构成。项目在竣工决算和经验收合格后，整体移交委托方经开区管委会。资金来源方面，公司基础设施建设资金来源包括经开区财政局拨款、各类抵押和质押借款以及公司经营收益。除此以外，公司还存在少量与业主方直接签订政府购买服务协议的项目，项目管理费用标准为 10%。

安置房建设方面，公司承担贵阳经开区保障性住房项目的代建职能，在建项目建设资金来源于财政拨款和公司自身的贷款融资。贵阳经开区开发建设进展较快，已有的拆迁安置户数远大于已建成的安置房套数，因此预计未来几年公司安置房建设量仍将保持一定规模。公司保障房建设业务主要采取委托代建和自建销售两种模式，其中委托代建模式与以上基础设施代建模式相同，公司每年根据当年实际发生的成本加成 12% 确认收入，以该种模式建设的项目主要包括翁岩村城中村改造和王武片区棚户区改造等项目。自建销售模式下，公司自行承担相关业务的融资、投资建设等工作，以该种模式建设的项目主要包括贵阳经济技术开发区杨中棚户区安置房工程等项目；待项目竣工后，公司按照政府对保障房的相关指导价格，将保障房主要销售给政府货币化安置的棚户区拆迁户或中低收入人群。

截至 2022 年末，公司已完工代建项目主要包括王宽棚户区改造工程、开发大道扩宽工程、桐荫路支线二期、浦江路延伸段道路工程、清华中学分校、贵阳市第三十八中迁建项目等 30 余个项目，上述主要完工项目累计完成投资 75.40 亿元，累计确认收入 70.63 亿元，累计已回款 23.69 亿元，整体回款进度缓慢，形成了较大规模的资金沉淀，中诚信国际将持续关注公司后续回款情况。

截至 2022 年末，公司主要在建代建项目共 8 个，总投资额超 70 亿元，尚需投资超 40 亿元，其中 2023 年计划投资 16.98 亿元。公司在建代建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的投融资压力。

表 6：截至 2022 年末公司主要在建代建项目情况（亿元）

线路名称	总投资额	已投资额	2023 年计划投资额	已回款	建设周期
杨中棚户区安置房配套道路工程（陈杨路一期）	8.63	2.26	2.00	0.00	2019~2023
中桐路道路工程	9.45	6.81	3.00	1.23	2017~2023
翁岩村城中村改造项目	13.04	7.93	0.20	2.89	2011~2023
王武片区棚户区改造项目	5.00	2.61	0.50	-	2019~2024
贵阳经济技术开发区老旧小区危房改造安置房项目	3.60	0.71	0.90	0.01	2021~2022
金溪大道	27.19	5.61	6.00	-	2021~2024
贵阳经开区生物科技产业园配套基础设施	4.69	0.89	1.00	-	2020~2023
贵阳经济技术开发区王武片	3.58	3.00	0.58	-	2019~2024

区棚户区改造配套基础设施
建设项目

合计	75.18	29.82	16.98	4.13	--
----	-------	-------	-------	------	----

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司在建自营项目主要包括杨中棚户区安置房工程等安置房项目以及贵阳经开健康医疗产业园等产业园项目，总投资超 110 亿元，尚需投资规模超 70 亿元，因建设资金均为公司自有及自筹资金，故公司未来投融资压力较大。资金平衡方面，除自建安置房项目需按政府相关指导价格销售给政府货币化安置的棚户区拆迁户或中低收入人群外，公司自建产业园项目则主要通过出租或出售厂房达到资金平衡，其运营受区域招商情况影响较大，未来该业务模式下的资金平衡状况值得关注。

表 7：截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（亿元）

线路名称	建设主体	总投资额	已投资额	计划建设周期
贵阳经开健康医疗产业园项目	贵合公司	7.46	4.42	2021~2023
经开区智能制造产业园项目	公司本部	16.41	1.28	2022~2024
经开医院建设项目	贵合公司	16.96	1.12	2022~2023
杨中棚户区安置房工程	公司本部	30.13	17.40	2017~2023
轴承厂家属区棚户区改造项目	公司本部	16.71	6.46	2018~2023
付官地块棚户区安置房项目建设	公司本部	16.31	1.43	2020~2024
陈亮村棚户区改造项目	贵合公司	9.47	7.10	2015~2023
合计	--	113.45	39.21	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司拟建项目共 8 个，包括贵阳经济技术开发区新兴科技工业厂房项目等自营项目和渤海大道（清华路—花冠路南）段等委托代建项目，计划投资规模超 50 亿元，且项目建设资金均来自于公司自筹，存在一定资本支出压力。总体来看，公司拟建项目投资规模较大，需关注其投融资安排及项目实际推进情况。

表 8：截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	总投资额	计划建设周期	建设资金来源
贵阳经济技术开发区新兴科技工业厂房项目	自营	10.70	2023~2025	公司自筹
贵阳经济技术开发区应急救援医疗物资储备仓库工程项目	自营	3.29	2023~2024	公司自筹
贵阳经济技术开发区星月湾运动中心建设项目	自营	3.35	2023~2024	公司自筹
翁岩棚户区改造项目（三期）	自营	7.20	2023~2025	公司自筹
小计	--	24.54	--	--
渤海大道（清华路—花冠路南）段	委托代建	14.06	2023~2024	公司自筹
华烽厂退城进园地块土地一级开发项目	委托代建	12.20	2023~2024	公司自筹
贵阳经开区科创园配套基础设施建设项目一期	委托代建	4.80	2023~2024	公司自筹
花孟大道道路工程（付官段）	委托代建	0.97	2023~2024	公司自筹
小计	--	32.03	--	--
合计	--	56.57	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地一级开发板块

跟踪期内，公司土地一级开发业务稳步经营，公司已完工及在建项目投资规模较大但收入确认及

回款较为滞后，中诚信国际将持续关注该业务收入确认及回款情况。

公司被授予对贵阳经开区范围内国有经营土地进行一级开发的职能，公司本部与子公司贵合公司同经开区管委会签订协议，对经开区范围内指定的土地进行一级开发，并按照成本加成一定比例确认土地开发整治收入。

截至 2022 年末，公司主要已完工土地开发项目包括南片地块土地一级开发项目、贵阳传化智能公路港土地一级开发项目、陈亮村国有储备建设用地土地一级开发工程项目等。同期末，公司已完工土地项目累计总投资 62.03 亿元，累计已回款 20.99 亿元，回款进度较为滞后。

截至 2022 年末，公司主要在建土地一级开发项目共 3 个。其中，公司就花溪文化旅游创新区金竹区域土地一级开发项目与经开区管委会签订了《政府购买服务协议》，约定项目总投资额为 29.03 亿元，购买服务价款金额为 35.99 亿元，均纳入经开区管委会财政预算资金，且分 11 年支付，项目建设资金来源于公司自筹资本金 9.03 亿元和对外融资 20.00 亿元。同期末，该项目已完成投资 47.15 亿元，超过规划投资额，主要系建设规划批复时间较早，后期规划调整后开发范围增加所致，目前公司正在办理规划调整的相关手续。同期末，因该项目尚未完成征拆工作，不满足收入确认的条件，故该项目尚未确认收入。截至 2022 年末，公司在建土地一级开发项目已投资 52.78 亿元，已确认收入规模很小，但部分项目已收到回款，中诚信国际将对公司该业务收入确认及回款进度保持关注。

表 9：截至 2022 年末公司主要在建土地一级开发项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额	累计已确认收入	累计已回款	计划开发期间
花溪文化旅游创新区金竹区域土地一级开发项目	29.03	47.15	-	17.85	2016~2021
浪潮地块“六通一平”建设项目	2.72	1.79	0.20	0.28	2019~2022
经开区杨中 1 号地块土地一级开发	16.31	3.84	0.43	--	2019~2022
合计	48.06	52.78	0.63	18.13	--

注：项目实际开发周期与计划开发周期存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块

公司其他业务包括商品销售业务、房屋租赁业务等，对营业总收入形成补充，2022 年商品销售业务收入大幅增长，但毛利率水平偏低，同时需关注该业务上下游集中度较高的风险。

跟踪期内，租赁业务仍主要由公司本部负责，出租的资产主要系经营性房产。截至 2022 年末，公司共有 166 宗房产，面积共计 10.87 万平方米，主要由政府注入所得，出租率为 55.00%，由此形成的租金收入是公司租赁收入的主要构成。公司房屋出租对象主要为经开区党政办公室，公司与其签订长期房屋租赁协议，租金按年支付。2022 年，公司实现房屋租赁收入 6,258.98 万元，受出租率下降影响同比有所减少，但仍对公司收入形成一定补充。

跟踪期内，商品销售业务仍主要由子公司贵合公司和贵阳景恒物资贸易有限公司负责，销售品种以辐射松原木、螺纹钢和电解铜为主，公司与上下游采用现货现结方式结算。2022 年，公司商品销售业务实现收入 2.24 亿元，较上年增长 1.79 亿元。同期，商品销售业务毛利率仍维持较低水

平，2022 年为 0.38%。上下游方面，贸易业务的上游供应商和下游客户集中度均较高，需关注由此带来的业务风险。

表 10：2022 年商品销售业务上游供应商和下游客户情况（亿元、%）

上游供应商名称	采购金额	占比	采购品种
浙江谦源嘉合实业有限公司	0.88	39.29	辐射松原木
天津瀚海圆满实业有限公司	0.74	33.04	螺纹钢
重庆筑峦物资有限公司	0.61	27.23	电解铜
合计	2.24	100.00	--
下游客户名称	采购金额	占比	采购品种
天津市龙博金属材料有限公司	0.89	39.73	辐射松原木
嘉善聚元能源有限公司	0.75	33.48	螺纹钢
重庆天席中禹属材料有限公司	0.61	27.23	电解铜
合计	2.24	100.00	--

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府支持，跟踪期内公司所有者权益小幅提高，资本实力尚可；债务规模持续增长，2022 年末财务杠杆率上升，但总体水平仍较低；公司短期偿债压力较大，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平仍较弱，均无法保障利息支出，需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化。

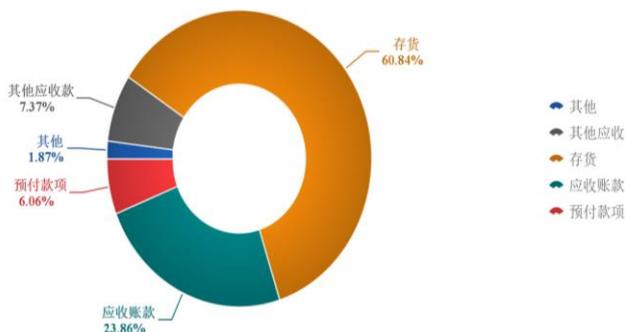
资本实力与结构

跟踪期内，公司维持在贵阳经开区的重要平台地位，随着项目建设的不断推进及往来款的增加，公司资产规模持续增长，仍以存货、预付款项和应收类款项为主，资产流动性较弱，收益性一般；得益于政府支持，2022 年末公司经调整的所有者权益小幅提升；债务规模的小幅增长带动 2022 年末财务杠杆率提高，但仍处于较低水平。

作为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，公司地位重要，2022 年以来随着项目建设的不断推进及往来款的增加，期末总资产规模增长至 592.25 亿元。公司以基础设施建设和土地整理为核心业务，资产主要由上述业务形成的存货、应收类账款及预付款项等构成，近年来流动资产占比维持在 98%左右，预计未来一段时期内公司资产结构将保持相对稳定。具体来看，存货主要由代建项目建设成本及政府注入的出让地构成，2022 年随着项目建设的推进而小幅增长至 360.33 亿元。截至 2022 年末，公司拥有待开发土地 1,157.78 万平方米，账面价值 287.19 亿元，以出让用地为主，土地性质主要系商业用地，大部分未缴纳土地出让金，受限规模为 81.87 亿元，占当期末账面土地总价值的 28.51%，中诚信国际将持续关注公司待开发土地的出让金缴纳情况及抵质押情况。由于基础设施建设和土地整理业务回款滞后，2022 年公司应收账款规模保持增长，且主要系应收经开区财政局的款项，同期末占应收账款余额的 95.37%。其他应收款主要系公司对经开区建设管理局、贵阳经济开发区产业发展投资控股（集团）有限公司（以下简称“经开区产投公司”）等区域内政府单位和国有企业的往来款，2022 年末同比增长主要系增加与贵阳经济技术开发区建设管理局和贵阳经济开发区开发投资有限公司的往来款 12.09 亿元所致。预付款项主要系对贵阳经济技术开发区房屋征收中心（以下简称“房屋征收中心”）、贵阳城南地产（集团）

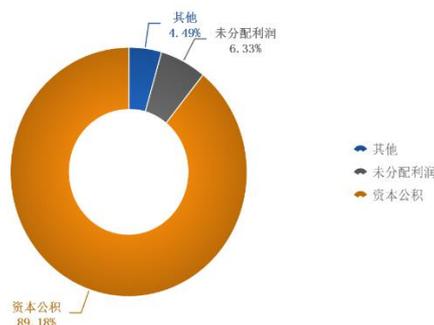
有限公司贵州建工集团第四建筑工程有限责任公司等单位及企业的项目结算款，2022 年末同比增长 10.03 亿元主要系因项目建设而新增对东太工贸（云南）有限公司的预付款及对房屋征收中心的项目结算款等所致。此外，由于公司还本付息支出的现金规模较大，2022 年末货币资金同比有所下降。总体来看，公司资产主要由存货、预付款项和应收类款项构成，且一方面，公司账面土地资产规模较大，大部分未缴纳土地出让金，受限规模亦较大；另一方面，因土地一级开发成本及其他项目开发成本的收回受区域财政状况、招商引资、土地市场及房地产市场政策影响较大，回收周期较长，故整体来看公司资产流动性较弱，收益性一般，同时需关注公司应收类款项的回款计划和安排。

图 1：截至 2022 年末公司资产构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，2022 年，受益于政府增资及经开医院建设项目的无偿划转，期末资本公积增长 4.16 亿元，同时由于持有的奇瑞万达贵州客车股份有限公司股权公允价值减少导致其他综合收益下降，经调整的所有者权益²同比小幅增长至 318.77 亿元。

从资本结构来看，随着项目建设的推进和融资需求的扩大，2022 年末公司债务规模保持小幅增长，财务杠杆比率继续上升，但资产负债率和总资本化比率仍处于较低水平。随着项目建设的逐步推进，外部融资预计仍是公司重要的资金来源，需关注公司债务及资本结构的变化情况。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
资产总额	527.40	551.66	592.25
流动资产占比	98.21	98.31	98.40
经调整的所有者权益合计	313.82	316.29	318.77
资产负债率	40.50	42.67	46.18
总资本化比率	30.29	31.37	32.08

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2022 年，公司收入质量提高，经营活动现金流持续呈小额净流入状态；筹资活动现金净流出规模有所减少；公司后续的项目投资规模以及偿债压力较大，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，由于公司部分未竣工决算项目已收到回款，2022 年公司收现比增长至 1.11 倍。同时，

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，报告期内调整项均为 0。

公司收到和支出的往来款均大幅增长，整体来看，经营活动现金流仍呈小额净流入态势，经营活动现金净流入规模同比基本稳定。

投资活动方面，2022 年，公司投资活动现金流入及流出规模仍很小，当期投资活动现金流仍呈小额净流出状态，资金缺口同比有所缩减。

2022 年，公司偿还债务本息产生的现金流出规模同比变化不大，筹资活动现金流仍呈小幅净流出状态，同时经营活动净现金流入规模仍较小，故跟踪期内公司现金及现金等价物净增加额持续为负。但由于经营活动现金净流入规模有所提高，且筹资活动现金净流出规模有所减少，现金及现金等价物净减少规模有所下降。考虑到公司后续的项目投资规模以及偿债压力较大，仍需关注融资政策及区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	0.47	1.51	1.91
投资活动产生的现金流量净额	-2.51	-0.81	-0.08
筹资活动产生的现金流量净额	-3.12	-3.85	-3.43
现金及现金等价物净增加额	-5.17	-3.15	-1.59
收现比	1.20	0.62	1.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2022 年，公司债务规模小幅增长，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；跟踪期内公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平仍处于较弱水平，均无法足额覆盖利息支出；且货币资金保有量很低，对短期债务的覆盖能力很弱，偿债指标表现不佳。

因项目建设推进和债务偿还需求，跟踪期内公司债务规模小幅增长。公司债务以银行借款、非标借款、债券发行等为主，债务类型及渠道较多元；跟踪期内，公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 13：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

金额	1 年以内	1~3 年	3 年以上	
银行借款	72.11	10.24	9.20	52.67
债券融资	32.18	9.65	12.36	10.17
非标融资	39.02	2.09	8.28	28.65
应付票据	7.21	7.21	--	--
合计	150.54	29.20	29.84	91.49

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年公司 EBITDA 较上年变动不大，EBITDA 对利息的保障能力仍处于较低水平。此外，跟踪期内，受益于经营活动净现金流的提高，公司经营活动净现金流对利息的保障能力小幅提高，但经营活动净现金流仍无法足额覆盖利息支出。2022 年公司货币资金保有量很低，对短期债务的覆盖能力仍很弱，且覆盖倍数进一步下降。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	136.39	144.57	150.54
短期债务占比	9.47	14.61	19.40
EBITDA	3.94	3.57	3.60
EBITDA 利息覆盖倍数	0.41	0.36	0.37
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.05	0.15	0.20
非受限货币资金/短期债务	0.43	0.11	0.03

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产规模为 84.46 亿元，占当期末总资产的 14.26%，包括借款抵押的土地、投资性房地产和部分固定资产、货币资金。

表 15：截至 2022 年末公司受限资产情况（亿元）

资产类别	受限余额	受限原因
存货	81.87	借款抵押
投资性房地产	2.10	借款抵押
货币资金	0.46	银行承兑汇票保证金、司法冻结及存单质押
固定资产	0.04	借款抵押
合计	84.46	--

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额 32.35 亿元，占同期末净资产的 10.15%，担保对象均为区域内的国有企业，均未采取反担保措施，根据公开资料查询，截至 2023 年 5 月末，担保对象贵阳经宏城市开发投资有限公司存在三起被执行案件，执行标的金额合计 2.09 亿元。公司仍存在一定的代偿风险。

表 16：截至 2022 年末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	企业性质	担保余额
贵阳经济开发区产业发展投资控股（集团）有限公司	国有企业	18.71
贵阳经诚城市建设有限公司	国有企业	7.93
贵阳经开康黔医院管理有限公司	国有企业	2.00
贵阳宏源供应链管理有限公司	国有企业	1.50
贵州数安汇大数据产业发展有限公司	国有企业	1.40
贵阳经宏城市开发投资有限公司	国有企业	0.70
贵阳经开城市交通运输有限公司	国有企业	0.10
合计	--	32.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测³

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

假设

- 2023 年，公司仍作为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较往年稳步增长。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 15~28 亿元。
- 公司债务规模继续呈小幅增长态势，2023 年新增债务类融资 30~40 亿元。

预测

表 17：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	31.37	32.08	26.22~39.32
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.36	0.37	0.28~0.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，其中流动性较为紧张对公司基础信用评估等级产生一定负面影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较为紧张，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖不足，存在一定缺口，故将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

近年来公司经营活动净现金流入规模较小，2022 年末可动用账面资金规模仅为 0.81 亿元；以上可直接用于公司业务经营、投资发展和还本付息的流动性来源不足。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 113.65 亿元，但尚未使用授信额度仅 9.68 亿元，备用流动性一般。考虑到公司作为贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，可持续获得政府的补贴资金支持；此外，截至目前公司无已获得批复尚未发行的债券额度。总体来看，公司流动性来源较为有限。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年仍有一定的投资支出需求。此外，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务为 29.20 亿元，面临较大的偿付压力；同时 2022 年公司利息支出为 9.71 亿元，预计未来一年的利息支出将继续增加。综上所述，公司流动性较为紧张，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖不足，存在一定缺口，因此将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，治理结构较完善，信息披露较为及时，目前公司 ESG 表现尚可，但仍有可提升空间。

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，公司的基础设施等工程建设可能会产生面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全建设，近年来未发生重大项目质量事故。

公司治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，对下属子公司的管控能力尚可，公开市场中信息披露较为及时。近一年来公司未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。2022 年 4 月、2023 年 1 月及 5 月，公司被纳入被执行人名单，截至目前上述案件均已解决。据中国执行信息公开网查询，2023 年 6 月 12 日，公司被纳入被执行人名单，执行标的为 1,085.79 万元。据企业反馈，公司与施工方就施工意见存在分歧，公司暂未支付工程款，目前公司在与施工方协商解决该案件。

外部支持

中诚信国际认为，贵阳经开区支持能力较强，主要体现在以下方面：

贵阳经开区为贵州省首个国家级经济技术开发区，处于泛珠经济合作区域腹地及国家确定的南贵昆经济带和贵州黔中产业带的核心区域。近年来贵阳经开区着力发展先进装备制造、电子信息制造和新能源汽车“两主一特”产业，产业发展动力持续增强。2022 年，贵阳经开区一般公共预算收入小幅增长，但税收收入占比及财政平衡率均有所下降，政府性基金收入亦大幅下降。同时，贵阳经开区债务负担较重，区域内企业债务规模亦较大，且区域内企业债券市场净融资额为负，发行利率处于较高水平，整体来说，再融资环境弱，需关注政府显性债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，经开区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性高：公司是贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体，围绕贵阳经开区的建设开展各项业务，在贵阳经开区推动基础设施配套完善和产业引进过程中承担着重要角色，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由经开区国资中心直接控股，根据经开区政府意图承担贵阳经开区内的基础设施建设、安置房建设和土地一级开发任务，股权结构和业务开展均与经开区政府具有高度的关联性。
- 3) 跟踪期内仍获得有力支持：2022 年，公司在政府补助、增资及资产划转方面持续获得政府有力支持。政府补助方面，2022 年公司收到政府补助 1.74 亿元，计入“其他收益”，对利润形成良好补充。注资方面，2022 年公司及子公司贵合公司合计收到经开区国资中心增资款 4.21 亿元。资产划转方面，2022 年经开区国资中心将经开医院项目无偿划转至贵合公司。

表 18：2022 年贵阳经开区平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司	经开区国资中心 80%	贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体	592.25	318.77	46.18	20.27	1.86	21.44
贵阳经宏城市开发投资有限公司	贵阳经济技术开发区投资评	主要开展土地一级开发业务	--	--	--	--	--	--

	审中心 100%								
贵阳经济开发区产业发展投资控股（集团）有限公司	经开区国资中心 100%	主要开展园区厂房的建设运营业务	--	--	--	--	--	--	--
贵阳经开城市运营集团有限公司	贵阳经济技术开发区投资评审中心 100%	贵阳经开区城市运营维护平台	--	--	--	--	--	--	--

注：债券余额为截至本报告出具日本部口径数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，贵阳经开区较强的支持能力和强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，贵阳经开城投与西安浐灞、慈湖发展等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，但贵阳经开区债务负担较重，区域融资环境和可比区域相比处于弱水平，且区域内企业债务规模较大，企业流动性亦较为紧张，但综合考虑到当地政府的支撑能力均较强，并对上述公司均具有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，贵阳经开区为国家级经济技术开发区，西安浐灞生态区是国家级绿色生态示范城区，马鞍山慈湖高新技术产业开发区（以下简称“慈湖高新区”）是国家级高新技术产业开发区；区域财政实力方面，贵阳经开区财政实力弱于西安浐灞生态区、与慈湖高新区财政实力相当，但贵阳经开区区域债务压力较大，整体来说，与可比区域相比，贵阳经开区的区域融资环境弱。贵阳经开城投与西安浐灞、慈湖发展均为当地政府实际控制的区域内最重要或重要的基础设施建设主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

业务方面，贵阳经开城投以工程代建和土地一级开发业务为核心，市场化业务占比较低，所面临的外部经营环境风险相对较低，但同时公司的业务多元化程度较低。

财务方面，贵阳经开城投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，资本实力相对较强，财务杠杆亦处于行业较低水平；但公司 EBITDA 利息保障能力较弱，同时可用银行授信余额相对较少，流动性较为紧张，整体来说，贵阳经开城投再融资能力较弱。

表 19：2022 年同行业对比表

	贵阳经开城投	西安浐灞	慈湖发展
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	贵阳经开区	西安浐灞生态区	慈湖高新区
一般公共预算收入（亿元）	15.08	25.15	15.07
公共财政平衡率（%）	60.93	92.11	100.47
政府债务余额（亿元）	66.43	131.43	8.82
控股股东及持股比例	经开区国资中心 80.00%	西安浐灞生态区管理委员会 77.78%	江东控股集团有限责任公司 73.90%
职能及地位	贵阳经开区最主要的基础设施建设和土地整治主体	浐灞生态区重要的基础设施建设主体	慈湖高新区基础设施建设最主要的实施主体
核心业务及收入占比	工程代建 75.62%、土地一级开发 7.83%	施工工程 56.59%、商品销售 25.64%	土地整理收入 76.44%、代建收入 20.67%
资产总计（亿元）	592.25	455.26	154.72
所有者权益合计（亿元）	318.77	121.00	67.92
资产负债率（%）	46.18	73.42	56.10
营业总收入（亿元）	20.27	25.22	8.79

净利润（亿元）	1.86	0.95	1.01
EBITDA（亿元）	3.60	2.52	4.01
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.37	0.19	1.12
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.91	-6.25	4.80
可用银行授信余额（亿元）	9.68	69.91	19.44
债券融资余额（亿元）	21.44	44.00 亿元+0.60 美元	49.85

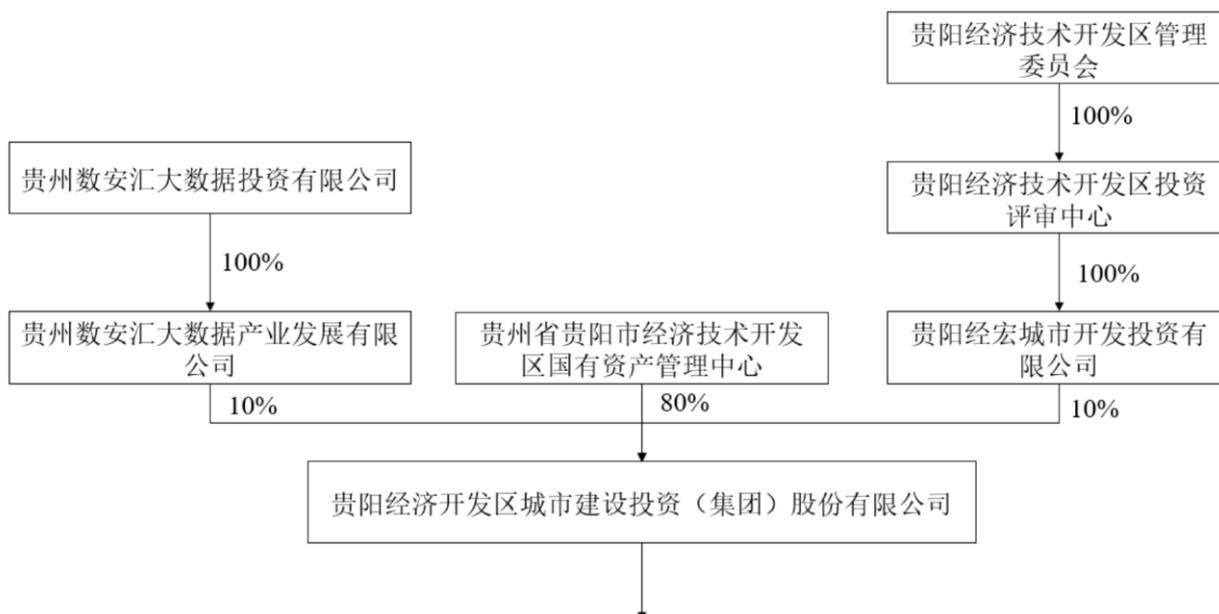
注：1、贵阳经开区政府债务余额系 2021 年末数据；2、西安浐灞可用银行授信余额系 2022 年 3 月末数据，慈湖发展可用银行授信余额系 2023 年 3 月末数据；3、西安浐灞和慈湖发展 EBITDA、EBITDA 利息保障倍数系 2021 年数据；4、债券融资余额为截至本报告出具日本部口径数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

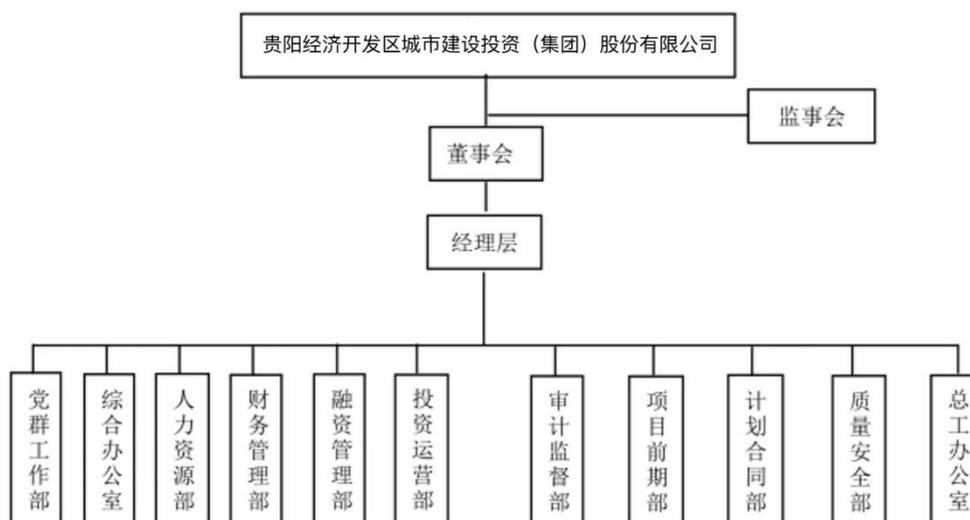
评级结论

综上所述，中诚信国际维持贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 贵阳经开债 01/17 筑经 01”、“18 贵阳经开债 01/18 筑经 01”、“19 贵阳经开债 01/PR 筑经 01”和“22 贵阳经开债 01/22 贵经 01”的债项信用等级为 **AA**。

附一：贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	贵阳经济技术开发区贵合投资发展有限公司	170,000.00	100.00
2	贵阳京诚建设项目管理有限公司	20,000.00	100.00
3	贵阳景恒物资贸易有限公司	10,000.00	100.00
4	贵阳经济开发区房屋征收管理有限公司	10,000.00	100.00
5	贵阳经济技术开发区贵合森航房地产开发有限公司	5,000.00	100.00
6	贵阳经济开发区景曜园林绿化工程有限公司	5,000.00	100.00
7	贵阳景源商务服务有限公司	5,000.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：贵阳经济开发区城市建设投资（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	56,481.25	27,272.94	12,675.77
非受限货币资金	55,540.34	24,029.64	8,104.78
应收账款	1,112,216.81	1,252,602.03	1,413,117.47
其他应收款	255,178.41	305,066.10	436,339.64
存货	3,524,393.47	3,575,236.05	3,603,316.59
长期投资	49,687.23	50,904.54	18,170.19
在建工程	88.60	213.96	684.56
无形资产	180.94	171.99	171.71
资产总计	5,273,984.08	5,516,578.55	5,922,490.90
其他应付款	126,394.12	191,469.37	328,693.83
短期债务	129,212.90	211,254.35	292,011.95
长期债务	1,234,691.81	1,234,407.10	1,213,344.90
总债务	1,363,904.71	1,445,661.44	1,505,356.84
负债合计	2,135,786.88	2,353,686.04	2,734,760.42
利息支出	95,600.63	99,851.77	97,074.35
经调整的所有者权益合计	3,138,197.20	3,162,892.51	3,187,730.48
营业总收入	246,062.51	201,085.89	202,673.46
经营性业务利润	34,158.24	31,566.51	27,202.91
其他收益	13,108.18	18,300.82	17,436.58
投资收益	225.09	229.68	790.38
营业外收入	65.18	24.07	16.21
净利润	30,618.84	22,680.08	18,590.06
EBIT	38,089.71	34,417.89	34,664.36
EBITDA	39,386.16	35,730.32	35,966.91
销售商品、提供劳务收到的现金	295,738.37	125,591.58	224,388.83
收到其他与经营活动有关的现金	280,407.59	179,432.77	388,616.72
购买商品、接受劳务支付的现金	266,072.81	160,099.88	210,959.22
支付其他与经营活动有关的现金	298,080.38	121,435.19	378,739.06
吸收投资收到的现金	2,400.00	2,000.00	42,100.00
资本支出	61.19	121.54	603.34
经营活动产生的现金流量净额	4,659.77	15,061.85	19,121.23
投资活动产生的现金流量净额	-25,114.11	-8,109.16	-772.06
筹资活动产生的现金流量净额	-31,210.58	-38,463.38	-34,274.03
现金及现金等价物净增加额	-51,664.92	-31,510.69	-15,924.86

财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	13.10	13.89	12.59
期间费用率（%）	2.67	4.15	5.67
应收类款项占比（%）	25.93	28.24	31.23
收现比（X）	1.20	0.62	1.11
资产负债率（%）	40.50	42.67	46.18
总资本化比率（%）	30.29	31.37	32.08
短期债务/总债务（%）	9.47	14.61	19.40
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.05	0.15	0.20
总债务/EBITDA（X）	34.63	40.46	41.85
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.17	0.12
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.41	0.36	0.37

注：1、中诚信国际根据贵阳经开城投提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务纳入长期债务核算，将“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn