



贵州双龙航空港开发投资（集团）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 1619 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 06 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司	AA ⁺ /负面
--------------	---------------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01”、 “20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02”	AA ⁺
-------------	---	-----------------

评级观点

本次跟踪维持贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司（以下简称“双龙港开发”或“公司”或“发行人”）主体信用级别 AA⁺，评级展望由稳定调整为负面；维持债项信用等级 AA⁺。本次跟踪评级展望调整主要基于下述理由：公司债务规模持续高企，可用货币资金保有量不足，面临很大的短期偿债压力；资金沉淀规模较大，回款情况需持续关注，同时受融资环境紧张影响，金融机构对在建项目贷款投放力度有所减弱，待投资资金到位存在不确定性；此外公司过往债务履约情况较差，子公司作为委托代建单位被诉，纳入被执行人名单。但中诚信国际也肯定了贵阳市经济持续增强，面临良好的政策环境，同时公司职能定位重要，能获得有力的政策支持等对公司发展的积极作用。

评级展望

中诚信国际认为，贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

可能触发评级下调因素：公司地位下降导致外部支持大幅减弱，债务压力持续加大，偿债安排不明朗，区域经济实力出现显著下滑且短期内难以恢复，区域内土地市场出现大幅波动而影响公司资金平衡等；债务履约情况持续恶化等。

可能触发负面展望回调为稳定的因素：区域经济显著且持续的增强，同时公司持续获得有力的外部支持，资本实力显著扩充，资产质量明显提升，债务结构大幅改善，流动性压力显著缓解；各项财务指标均大幅改善且具有可持续性；债务履约情况及再融资能力明显好转等。

正面

- **面临良好的政策环境。**跟踪期内，贵阳市经济实力持续增强，不断增强的区域经济实力为公司发展提供了良好的经济基础。同时，国务院及财政部陆续出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（以下简称“2号文”）和《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（以下简称“114号文”）等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展。
- **公司职能定位重要，能获得有力的政府支持。**公司职能定位重要，作为贵州双龙航空港经济区（以下简称“双龙港区”）最重要的综合性政府投融资主体，能持续获得政府在政策、资金和土地等方面的支持。

关注

- **可用货币资金持续减少，偿债指标弱化，面临很大的短期偿债压力。**公司债务规模持续高企，截至2022年末，公司总债务高达763.63亿元，其中短期债务规模71.93亿元，可用货币资金仅1.28亿元，面临很大的短期偿债压力。
- **资金沉淀规模较大，回款情况需持续关注，在建项目待投资资金到位存在不确定性。**公司土地整理及基建业务受双龙港区开发计划及财政资金情况影响较大，前期投资资金沉淀严重，资产中存货和其他非流动资产占比高，资产质量弱，需持续关注区域土地出让进展及公司回款情况；同时受融资环境紧张影响，金融机构对公司在建项目贷款投放力度有所减弱，待投资资金到位存在不确定性，对公司业务持续性产生负面影响。
- **过往债务履约情况较差。**根据公司提供的由中国人民银行出具的征信报告显示，截至2023年5月，公司存在利息及其他逾期信息及多个关注类账户，其中利息及其他逾期规模为83.90万元，未结清信贷中关注类账户余额为5.44亿元。同期，重要子公司贵州双龙航空港置业有限公司（以下简称“双龙置业”）存在利息及其他逾期情况等多个关注类账户，其中利息及其他逾期规模为2,545.04万元，未结清信贷中关注类账户余额为21.30亿元，为其他借款人承担的相关还款责任中关注类规模为4亿元。此外，据上海票据交易所披露，截至2023年5月末，公司多家子公司涉及票据承兑逾期，票据承兑逾期余额合计1.76亿元，累计逾期发生额合计2.49亿元。

■ **子公司纳入被执行人名单。**根据中国执行信息公开网查询，截至2023年6月27日，公司子公司双龙置业存在3起被执行案件，执行法院为贵阳市南明区人民法院和贵阳市云岩区人民法院，执行标的金额合计0.67亿元。

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

刘江南 jnliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

双龙港开投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	1,678.00	1,692.60	1,732.79
经调整的所有者权益合计（亿元）	834.46	839.57	827.29
负债合计（亿元）	843.54	853.02	905.50
总债务（亿元）	750.89	743.34	763.63
营业总收入（亿元）	47.11	54.67	60.41
经营性业务利润（亿元）	5.51	2.11	3.32
净利润（亿元）	5.59	2.41	2.07
EBITDA（亿元）	7.51	4.05	3.77
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	26.05	33.84	16.03
总资本化比率(%)	47.36	46.96	48.00
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.22	0.10	0.10

注：1、中诚信国际根据大华会计师事务所（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”中的带息债务调入长期债务计算；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

贵州双龙航空港开发投资（集团）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	20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01 (AA+)	2022/06/27	刘春天、陈小鹏、吴昱影	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
	20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02 (AA+)				
AA+/稳定	20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02 (AA+)	2020/07/14	张逸菲、周依、程成	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	20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01 (AA+)	2020/03/04	张逸菲、周依、程成	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

同行业比较（2022 年数据）

项目	双龙港开投	贵阳城投	贵阳投控
最新主体信用等级	AA+/负面	AA+/稳定	AA+/稳定
地区	贵阳市	贵阳市	贵阳市
GDP（亿元）	4,921.17	4,921.17	4,921.17
一般公共预算收入（亿元）	402.16	402.16	402.16
所有者权益合计（亿元）	827.29	893.05	586.31
总资本化比率（%）	48.00	42.04	21.45
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.10	0.63	1.02

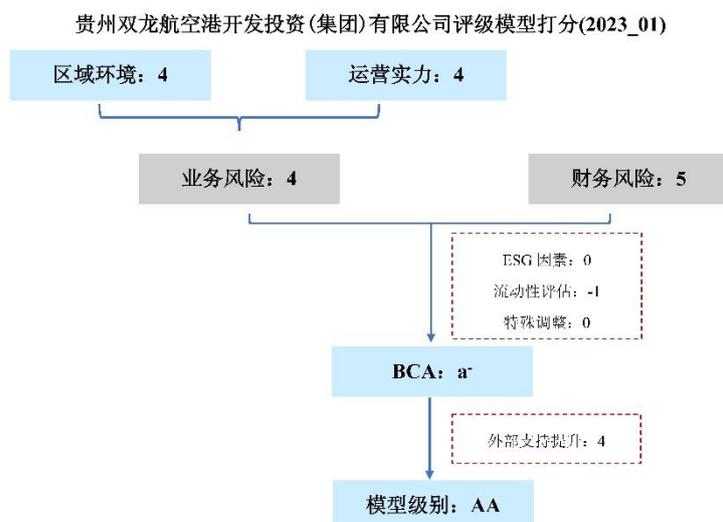
注：贵阳城投系“贵阳市城市建设投资集团有限公司”的简称；贵阳投控系“贵阳市投资控股集团有限公司”的简称。

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
20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01	AA+	AA+	2022/06/27	10.00	8.00	2020/04/20~2030/04/20	回售、票面利率选择权、提前偿还
20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02	AA+	AA+	2022/06/27	10.00	10.00	2020/11/17~2030/11/17	回售、票面利率选择权、提前偿还

评级模型



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，跟踪期内，双龙港开投仍作为双龙港区内最重要的综合性政府投融资主体，在土地开发及基础设施建设等方面发挥重要作用；业务稳定性较强，但也存在子公司划转至区域内其它平台公司的情况，受融资环境紧张，未来项目资金来源不明确，业务可持续性将受到不利影响；公司资产主要以存货和其他非流动资产为主，资产流动性较弱，且大规模投资形成的资产收益性较差。此外，公司商品销售业务品种结构变动较大，业务盈利能力较低且上下游集中度较高，贸易业务波动风险需关注。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，公司所有者权益规模小幅缩减，财务杠杆水平有所提升。债务期限结构以长期债务为主，与其业务特征相匹配。公司债务规模高企，经营活动净现金流和EBITDA对利息支出的保障能力均较弱；同时可用货币严重不足，面临很大的短期偿债压力。

■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，双龙港开投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险及流动性的不利影响。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，贵阳市政府强的支持能力和对公司有较强的支持意愿，主要体现在双龙港区在贵阳市重要的战略地位及发展潜力，双龙港开投作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，在双龙港区及贵阳市重要性较高；同时，双龙港开投成立以来持续获得很高的政府支持，且贵阳市对于双龙港区等重要性高的开发区，涉及企业债务管理等方面管控较为严格，与贵阳市的关联度高。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

“20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01”扣除发行费用后实际募集资金 9.80 亿元，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用，其中 3.80 亿元已用于补充营运资金，6.00 亿元已用于贵州双龙航空港经济区城市公共智慧停车场项目建设。

“20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02”共募集资金 10.00 亿元，截至 2023 年 4 月末，募集资金已全部使用，其中 6.00 亿元用于贵州双龙航空港经济区城市公共智慧停车场项目，4.00 亿元用于补充公司营运资金。

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，产出缺口相较于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）。截至目前，贵阳市全市常住人口 598.70 万人。

贵阳市经济发展环境良好，且“一带一路”、长江经济带、京津冀协同发展等区域发展战略的部署，为贵阳市扩大国际国内开放合作创造了有利条件。2022 年，贵阳市实现地区生产总值 4,921.17 亿元，同比增长 2.05%，三次产业结构比为 4.1:35.3:60.5。近年来贵阳市财政实力有所波动，一般公共预算收入质量尚可，但 2022 年税收收入占比同比显著下滑；财政自给能力一般，且 2022 年同比有所下降；政府性基金收入是贵阳市地方政府财力的重要补充，2022 年同比有所增加。此外，贵阳市政府显性债务规模较大，且逐年上升，债务压力需持续关注。再融资环境方面，2022 年以来，随着《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2 号）、《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114 号）等文件的出台，对贵州省未来经济、社会等领域发展提供了纲领性支持，从区域协同发展、新型城镇化建设、产业导入、债务风险防范等方面给予政策支持，为区域内城投企业提供了发展机遇，为解决部分历史遗留问题提供了解决方案及路径；但贵阳市广义债务率¹偏高，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行、直融和非标等渠道，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，贵阳市发债主体虽未出现债券违约事件，但已出现信用风险事件，部分已涉及法律诉讼，再融资环境较弱，未来该地区的整体信用状况及融资环境仍然较弱。

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	4,711.04	4,921.17
GDP 增速（%）	5.00	6.62	2.05
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：公开资料，中诚信国际整理

双龙港区原名贵州双龙临空经济区，位于贵阳市东南部，于 2014 年 10 月 17 日正式设立。2015

¹ 即（地方政府债务余额+城投有息债务）/地方政府综合财力。

年 4 月 9 日，贵州省委、省政府明确将临空经济区更名为现名，并根据《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发〔2015〕14 号文），按照“省级统筹协调、贵阳为主实施、黔南协同配合”的原则，设立双龙港区管委会并作为省委、省政府派出机构管理；双龙港区委托贵阳市代为管理，黔南州协同配合，享有航空港经济区与市（自治州）经济管理和城市建设同等职权；同时，建立双龙港区与省直部门“直通车”制度，对于不能授权和委托的省级行政管理事项和权限，省直有关部门要开通绿色通道，最大限度简化程序、压缩时限，同时协助办理需要报转国家有关部门的事项。2017 年 5 月 17 日，双龙港区成功获批国家级临空经济示范区。双龙港区总体定位为航空港产业园区，主要发展四大产业：一是航空指向性产业，二是航空港制造业，三是现代服务业，四是大数据及相关产业。

根据贵州省财政厅 2018 年 1 月 25 日印发的《贵州双龙航空港经济区财政管理体制方案》的通知，设立双龙港区一级国库，负责核心区财政收支。以 2015 年为基期，2016~2026 年，双龙港区的财政收入除上缴中央的部分外，全额留存双龙港区统筹使用。按照事权与支出责任相匹配的原则，自 2018 年起，财力性转移支付增量由贵州省财政厅直接下达双龙港区；专项转移支付由贵州省直部门提出意见，会同贵州省财政厅直接下达双龙港区。债务管理方面，对于在双龙港区核心区内发生的债务，由双龙港区协调贵阳市、黔南州、南明区、龙里县，逐个项目进行清理甄别，认定债务归属、明确还本付息责任及化解债务风险责任、规范债务统计口径。双龙港区国库于 2018 年 3 月 1 日起正式运行，2022 年双龙港区实现一般公共预算收入 12.96 亿元，同口径下降 3.73%。其中税收收入完成 9.45 亿元，同口径下降 18.48%；但财政平衡率仍保持较高水平。此外，截至 2022 年末，双龙港区地方政府债务余额为 89.02 亿元。

表 2：近年来双龙港区地方财政情况

项目	2020	2021	2022
一般公共预算收入（亿元）	15.56	15.93	12.96
政府性基金收入（亿元）	79.71	42.20	51.92
税收收入占比（%）	90.62	91.42	72.92
公共财政平衡率（%）	58.13	85.95	89.56

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

此外，根据《贵州双龙航空港经济区 2023 年财政预算（草案）报告》显示，2022 年经市政府报请省政府同意，按照市场化、法制化原则启动贵州双龙开投集团债务重组工作。贵州省地方金融监管局牵头，省银保监局、省财政厅配合，在省银行业协会具体指导下，开展债务重组工作，拟定《贵州双龙开投集团债务风险化解方案》（以下简称“方案”），将年平均利率由综合 7.2%降为 3.9%（每年可节约利息支出约 19.30 亿元）。目前《方案》债权人协调委员会已投票通过，同时获得市政府批复，并报省政府备案。未来的执行情况值得持续关注。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，主要承担了双龙港区范围内的土地整理、基础设施建设和安置房开发等重大任务；同时，公司商品销售业务亦稳步发展，业务规模逐年扩张，主营业务稳定性仍较好，但 2022 年公司也存在子公司股权划转至区域内其他平台公司的情况。同时受融资环境紧张影响，在建项目资金来源不明确，业务可持续性受到不利影响。此外，由于土整及基建

业务受双龙港区开发计划及财政资金情况影响较大，公司前期投资资金沉淀严重，需持续关注双龙港区土地出让进展及公司回款情况。公司商品销售业务品种结构变动较大，且业务盈利能力仍处于较低水平、上下游客户集中度较高，贸易业务波动风险需关注。

表 3：2020-2022 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
土地一级开发	9.57	20.31	8.62	11.33	20.72	8.62	7.83	12.96	8.62
商品销售	31.69	67.27	2.47	39.13	71.57	1.15	50.16	83.04	5.08
项目代建管理	4.75	10.08	100.00	2.61	4.77	100.00	1.67	2.76	100.00
其他	1.10	2.33	39.19	1.59	2.91	20.75	0.75	1.24	29.37
合计/综合	47.11	100.00	14.42	54.67	100.00	8.00	60.41	100.00	8.46

注：1、各项收入加总与合计数不相等系四舍五入所致；2、公司商品销售收入包括贸易业务收入及安置房等销售收入；3、其他业务收入主要包括房屋租赁收入、市政设施维护收入、项目管理收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发板块

跟踪期内，公司仍负责双龙港区区域内的土地开发整理任务，职能定位重要，业务模式未发生变动，但由于土整业务受双龙港区开发计划及财政资金情况影响较大，公司前期投资资金沉淀严重，需持续关注双龙港区土地出让进展及公司回款情况。

跟踪期内，公司土地开发整理业务仍由子公司双龙置业运营，负责双龙港区范围内的土地开发整理。

业务模式方面，2016 年以前，公司受双龙港区管委会委托，利用自有资金对双龙港区需要征迁的土地进行统一的征地、拆迁和平整，整理完成后，将符合条件的土地与双龙港区管委会确认核定并进行结算，将确认后的土地交给贵州双龙航空港经济区土地矿产储备中心（以下简称“土储中心”），通过“招、拍、挂”程序公开出让；最后，土地出让收入在扣除规定的各项基金和税费后全额返还给双龙港区财政局，再由双龙港区财政局根据相关规定，将土地一级开发成本及计提的管理费和利润拨付给公司。收入确认方式方面，公司利用自有资金对拟开发的土地进行土地开发整理，按直接支出总额的 2% 计提管理费，按投资总额的 8% 计提利润。此模式下产生的投资成本计入“存货”，采用总额法核算，以形成的收入总额确认土地一级开发收入。2016 年以来，公司本部及子公司双龙置业与土储中心签订土地开发整理委托协议，新增代建模式的土地整理开发业务。此模式下产生的投资成本计入“其他非流动资产”，采用净额法核算，形成的收益净额计入项目代建收入，土地开发整理成本返还后对应冲减“其他非流动资产”。收入确认方式方面，公司自筹并垫付土地整理开发资金，并根据协议约定按年土地开发整理投资额的 10% 收取土地开发整理费。2022 年以来，公司该板块业务模式未发生变化，业务稳定性较好。

从业务开展情况来看，截至 2022 年末，公司主要土地开发整理项目计划总投资 725.78 亿元，累计已投资 325.61 亿元，待投资规模仍较大，但值得注意的是，受融资环境紧张影响，金融机构对公司在建项目贷款投放力度有所减弱，待投资资金到位情况存在不确定性，业务可持续性受到不利影响。回款方面，公司土地开发整理项目累计回款规模约 35%，其中 2022 年回款规模约 20 亿

元²，资金沉淀严重。受土地市场行情和政府规划的影响，公司土地出让进度不明确，回款进度严重滞后，需持续关注区域内土地出让进展及公司回款情况。

表 4：截至 2022 年末公司主要土地整理项目情况（亩、亿元）

项目名称	收入确认方式	面积	计划投资	已投资
生态居住区城镇棚户区改造项目	净额法			73.17
小碧安置点征拆项目	净额法	10,740.00	71.20	11.54
221、222 征拆项目	净额法			0.99
小碧村城镇棚户区改造项目	净额法			0.03
综合保税区城镇棚户区改造项目	净额法	20,246.00	99.5	64.71
高端制造产业园（罗史村、柏杨村）城镇棚户区改造项目	净额法	16,992.00	78.14	69.13
木头村城镇棚户区改造项目	净额法	1,752.00	33.26	36.61
云关村整村搬迁（城镇棚户区改造）项目	净额法	3,700.00	20.77	16.96
猫洞至大地村公墓道路工程	净额法	-	1.00	1.22
马鞍山地块土地一级开发	总额法	570	11.14	4.07
建设大道 B-01 地块土地一级开发整理项目	总额法	380	7.8	2.47
建设大道 B-02 地块土地一级开发整理项目	总额法	473	10.89	0.34
双龙北线 B-04 地块土地一级开发整理项目	总额法	1,805.00	22.07	3.06
大数据二期地块土地一级开发整理项目	总额法	695	17.5	1.30
大数据三期地块土地一级开发整理项目	总额法	910	31.32	0.19
双龙北线 B-03 土地一级开发整理项目	总额法	1,410.00	48.49	7.53
西南环线 B-03 地块项目	净额法	651	9.76	0.29
二堡安置点一级开发整理项目	总额法	450	6.75	0.44
云关安置点土地一级开发整理项目	总额法	570	5.2	0.56
机场路 05-01 地块一级开发整理	总额法	320	3.1	4.19
见龙洞路 04-01 地块土地一级开发整理项目	总额法	887	40.77	3.98
物流园（三期）土地一级开发整理项目	总额法	1,304.00	39.88	3.97
物流园（四期）土地一级开发整理项目	总额法	288	8.82	1.81
马寨安置点地块土地一级开发整理项目	总额法	187	4.09	0.31
小碧二期安置点土地一级开发整理	总额法	269	3.23	0.47
龙水路 B-04 土地一级开发整理项目	总额法	719	15	0.51
见龙洞路 77 号地块土地一级开发整理	总额法	67	1.2	1.55
永乐安置点土地一级开发整理	总额法	210	2.52	0.28
北部高端制造产业园 B-01 地块土地一级开发整理项目	总额法	75	1.5	0.01
物流外环 A-02 地块土地一级开发整理项目	总额法	1,500.00	51.6	8.79
物流外环 A-01 地块土地一级开发整理项目	总额法	658.4	22.65	2.65
龙水路 B-07 地块土地一级开发整理项目	总额法	437.4	15.05	0.35
双龙建设大道 B-06 地块土地一级开发整理项目	总额法	607.62	20.9	1.36
双龙北线 B-08 地块土地一级开发整理项目	--	601.24	20.68	0.77
合计	--	69,474.66	725.78	325.61

注：部分项目实际投资与计划投资存在一定差异，以实际投资情况为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施代建板块

跟踪期内，公司仍采取委托代建模式进行基础设施建设，但已完工项目和在建项目结转及回款进度均较为滞后，资金沉淀规模较高，未来项目资金回笼情况需保持关注。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由子公司贵州双龙航空港建设投资有限公司（以下简称“空港建投”）和双龙置业运营，负责双龙港区范围内的基础设施建设。公司基础设施建设业务仍采取委托代建模式，由公司进行自主融资并开展项目建设。根据《关于明确开投集团项目开发建

² 2022 年公司收到双龙港区财政补贴资金全口径约 28 亿元，其中项目回款约 20 亿元。整体规模较 2021 年大幅下降，2021 年公司收到双龙港区财政全口径各类资金规模约 62 亿元。

设管理费用方式的请示》（黔双龙开投[2015]99 号），公司每年根据投资金额的 3%计提项目管理费，项目完工并经竣工验收后，由贵州双龙港区财政局向公司支付代建工程款及管理费。

从业务开展情况来看，截至 2022 年末，公司主要已完工基础设施项目总投资额为 162.41 亿元，该板块以净额法确认相关收入，累计确认收入 7.48 亿元，累计回款（代建工程款+管理费）36.71 亿元，回款进度较为滞后。同期末，公司在建基础设施项目主要为道路工程项目，计划总投资 105.30 亿元，累计已完成投资 87.80 亿元，资金沉淀较多，需持续关注项目结转及资金回笼情况。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（亿元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
贵州双龙临空经济区双龙北线（横二路）道路工程项目	21.96	25.57
贵州双龙临空经济区贵龙纵线道路工程项目	21.64	24.89
见龙洞路工程	15.23	2.88
贵州双龙临空经济区龙水路二期道路工程项目	14.01	10.30
中央生态公园	12.65	11.60
贵州双龙航空港经济区机场路道路及景观提升改造工程	19.81	12.56
合计	105.30	87.80

注：部分项目实际投资与计划投资存在一定差异，以实际投资情况为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房建设板块

公司安置房项目稳步推进，部分项目已进入竣工决算阶段，整体投资进度接近尾声，后续资金投入规模不大，随着自建及外购房产项目陆续交房，未来或将实现一定的安置房业务收入。

2022 年以来，公司安置房建设业务仍由子公司双龙置业负责，主要负责双龙港区范围内的安置房建设。跟踪期内，该板块业务运营模式保持稳定，公司通过自建和外购两种方式获得安置房，采取部分用于安置并与双龙港区管委会结算、部分对外销售的模式，其中销售比例根据各项目具体情况确定。与政府结算部分，公司自建安置房根据实际安置情况计入土地成本，并计提管理费和利润，最终由双龙港区管委会支付土地开发成本及管理费；对外销售部分，公司将按照指导价格进行销售。

从业务开展情况来看，截至 2022 年末，公司自建安置房项目共 6 个，建筑面积合计 213.33 万平方米，计划总投资 115.90 亿元，投资进度已接近尾声。其中双龙御景新城项目、永乐安置点安置房及双龙马寨新城项目已进入竣工决算阶段，并实现部分交房，累计确认安置房销售收入 20.21 亿元，其中 2022 年确认收入 12.03 亿元。此外，公司还通过认购与回购方式向其他房地产开发公司购买了小碧安置房项目、东站路安置点项目、客运东站安置项目、理想城（南明区见龙洞路经济适用住房）安置房项目、首开紫郡安置房项目、富源同坐安置点项目和多彩贵州城共计 7 处安置房，建筑面积共计 66.59 万平方米，计划总投资 31.16 亿元，资金均来源于公司自筹，截至 2022 年末已投资 23.50 亿元³。整体来看，公司安置房业务后续投资规模不大，随着自建及外购房产项目陆续竣工结算，未来或将实现一定的安置房业务收入。

表 6：截至 2022 年末公司主要自建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建筑面积 (平方米)	预计 总投资	已投资
------	---------------	-----------	-----

³ 已投资金额为外部购房资金。

双龙御景新城（安置点）	172,000	11.03	9.94
双龙二堡新城建设项目	330,000	11.54	11.89
永乐安置点安置房	563,000	20.16	15.19
双龙马寨新城（安置点）	197,300	14.90	13.19
云关新城建设项目	495,000	42.87	33.56
双龙小碧新城（小碧安置点）	376,000	15.40	15.21
合计	2,133,300	115.90	98.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

公司商品销售板块为市场化经营业务，近年来业务收入规模扩张较快，但贸易品种结构变动较大，且盈利能力仍处于较低水平，上下游集中度亦较高，贸易业务风险需持续关注。

跟踪期内，公司商品销售业务仍主要由子公司贵州双龙航空港供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）运营。业务模式方面，公司商品销售业务由下游客户需求驱动，双方就买卖的货物、数量、价格、支付结算方式等达成一致并签订买卖合同。合同签订后，供应链公司预收部分货款作为保证金锁定下游客户，再根据客户的需求寻找上游供应商，并与供应商就货物、数量、价格、支付结算方式等达成一致后签订买卖合同，随后供应商根据合同约定提供货物。公司一般以银行转账或开具承兑汇票形式向供应商支付全部货款。账期方面，根据贸易商品及客户的不同，公司制定了相应的账期回收政策，如涉及外贸业务，因货物运输时间较长，账期则长达 6 个月及以上；内贸业务部分则账期较短。

从业务开展情况来看，公司贸易品种以大宗商品为主，包括有色金属类、粮食食品类及化工类，近两年贸易商品结构变动较大，2022 年主要的贸易商品为电解铜、白砂糖及沥青混合物等，当年上述三类商品销售金额占比约 90%。从贸易上下游集中度来看，2022 年公司供应商主要聚焦于新疆、天津及贵州等地，前五大供应商采购金额合计 24.39 亿元，占采购总额比重为 75.13%；客户主要分布于贵州省及广西省的贸易及生产型企业，前五大客户销售额合计 19.63 亿元，占销售总额的 59.99%。总体来看，公司贸易业务上下游集中度较高。

2022 年，公司贸易业务实现营业收入 32.73 亿元，同比增长 11.79%，已成为公司最大的收入来源，跟踪期内其占营业总收入的比重超过 50%，且规模保持较快增长趋势。但公司贸易业务处于微利状态，利润贡献有限，且供应商和销售客户集中度较高将使其面临一定的业务波动风险，需持续关注。

表 7：近年来公司主要贸易商品情况（亿元）

品种	2020		2021		2022	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
电解铜	5.19	17.69%	8.18	28.32%	13.16	40.21%
豆粕	7.74	26.39%	5.59	19.36%	0.48	1.45%
灭菌设备	9.82	33.50%	--	--	--	--
高端音频线	2.38	8.12%	--	--	--	--
白砂糖	--	--	3.01	10.43%	5.57	17.03%
沥青混合物	--	--	2.11	7.32%	10.42	31.84%
铝锭	--	--	5.28	18.30%	--	--
精对苯二甲酸	--	--	--	--	2.06	6.30%
其他	1.16	3.96%	0.46	1.59%	1.03	3.17%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2022 年公司贸易业务主要供应商及客户情况（万元）

供应商	采购金额	占比
中联华瑞国际贸易有限公司	102,675.43	31.63%
新疆国合投资有限责任公司	60,220.25	18.55%
天津市舜杰国际贸易有限公司	40,305.07	12.42%
昌吉州久康物流有限公司	25,546.02	7.87%
贵州实图物资有限公司	15,139.87	4.66%
合计	243,886.67	75.13%
客户	销售金额	占比
贵州南方石油工业有限公司销售分公司	82,863.40	25.32%
广西澄碧农业发展有限公司	30,238.05	9.24%
广西如妙贸易有限公司	28,826.88	8.81%
贵州中阜物资有限公司	27,913.74	8.53%
上海今喆农业科技发展有限公司	26,474.03	8.09%
合计	196,316.11	59.99%

注：各项收入加总与合计数不相等系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

跟踪期内，2022 年末公司资产规模小幅增长，受子公司股权划转至区域其它平台公司影响，当年所有者权益规模小幅缩减，财务杠杆水平同比上升。公司债务期限结构以长期债务为主，与其业务特征相匹配，但债务规模始终较大，经营活动净现金流和 EBITDA 对利息的保障能力均较弱。同时，公司货币资金保有量严重不足，资金流动性紧张，面临很大的短期偿债压力。

资本实力与结构

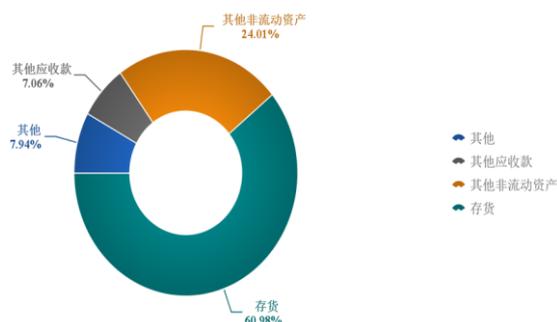
跟踪期内，公司仍作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，资产规模小幅增长，子公司股权划转使得净资产规模小幅缩减，财务杠杆水平同比上升；公司资产结构变动不大，但存货中土地受限占比较高，开发成本结转较慢，同时应收类款项规模较大，资产流动性和收益性均较弱，整体资产质量不佳。

作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，公司地位仍重要，跟踪期内公司资产规模持续小幅增长，2022 年末总资产 1,732.79 亿元，同比增加 2.37%。

截至 2022 年末，公司资产仍主要以存货、其他非流动资产及其他应收款等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 70%。存货为公司资产的最主要构成，主要系待开发土地和土地一级开发整理等业务形成的开发成本，变现周期较长，资产流动性弱。截至 2022 年末，公司账面土地共计 121 宗，面积 15,211.96 亩，账面价值 767.59 亿元，全部为前期政府注入的出让地，主要分布在贵阳市南明区及双龙港区，土地用途以商业、住宅用地为主，均未缴纳土地出让金，其中受限土地账面价值合计 517.94 亿元，受限占比较高。其他非流动资产主要系代建项目开发成本，资产流动性亦弱。其他应收款主要为资金往来款、保证金及出口退税款，其中资金往来款系公司应收双龙港区财政金融工作局、龙洞堡国际机场三期指挥部及双龙港区生态建设管理局等单位的往来款，前五大其他应收款余额合计占比 88.89%，集中度高。此外，2022 年末公司保有 8.11 亿元的货币资金用于经营周转及债务偿付，但受限部分为 6.83 亿元，货币资金保有

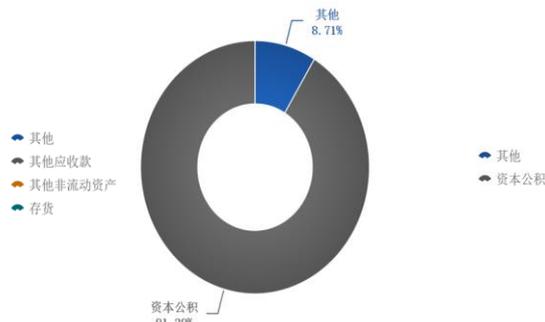
量相较债务规模而言明显不足。整体来看，公司资产以存货、其他非流动资产、其他应收款等流动性弱的资产为主，可产生的收益低，资产收益性较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成，其中资本公积占所有者权益规模超 90%。跟踪期内，公司实收资本仍保持稳定；资本公积规模有所缩减，主要系 2022 年公司将贵阳临空企业管理有限公司和贵州双龙航空港生态园林有限公司股权无偿划转至贵州双龙航空港产业发展（集团）有限公司，该事项导致资本公积减少 12.34 亿元；未分配利润受当期公司上缴国有资本经营收益 2.13 亿元的影响小幅减少。截至 2022 年末公司经调整的所有者权益⁴为 827.29 亿元，同比减少 1.46%。

财务杠杆方面，截至 2022 年末，公司资产负债率和总资本化比率较上年小幅上升，整体仍处于较为适中水平。公司项目推进主要依赖政府资金支持和举债融入的资金，考虑到政府资金的拨付与财政收支情况高度关联，若政府财政资金的支持减弱，公司的净债务规模或被推高，财务杠杆或仍将上升。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	1,678.00	1,692.60	1,732.79
流动资产占比	73.26	72.93	71.39
非流动资产占比	26.74	27.07	28.61
经调整的所有者权益合计	834.46	839.57	827.29
资产负债率	50.27	50.40	52.26
总资本化比率	47.36	46.96	48.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，经营获现能力表现尚可；项目建设资金投入进度相对较慢，投资活动现金流呈小幅净流出状态；公司积极开展展本降息等融资化债工作，当期债务偿还本金及利息均同比有所下降，筹资活动现金流缺口较上年收窄。

公司收入来源较为多元，跟踪期内营业总收入规模同比扩张，贸易业务已成为最主要的收入来源，销售商品、提供劳务收到的现金规模基本能与营业收入相匹配，收现比有所下降但持续大于 1。

⁴经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

经营活动方面，公司经营活动净现金流主要受主营业务板块经营情况、政府补助和往来款现金收支影响，近年来经营活动现金流持续呈现净流入状态，但跟踪期内收到其他与经营活动有关的现金规模缩减，使得当期经营活动净流入规模减少。

投资活动方面，跟踪期内，受资金到位情况影响，公司项目建设进度相对较慢，投资活动所产生的现金流规模不大，近年投资活动现金流持续呈小幅净流出状态。

筹资活动方面，公司债务压力较大，筹资活动净现金流持续净流出。跟踪期内，公司积极开展展本降息等融资化债工作，当期债务偿还本金及利息均同比有所下降，筹资活动现金流缺口较上年收窄。目前，公司主要依赖于银行借款、债券发行和非标融资来弥补资金缺口，需持续关注公司的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过外部债务融资筹集的资金对资金缺口的覆盖能力较弱，2022 年现金及现金等价物净增加额仍为负。

表 10：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	26.05	33.84	16.03
投资活动产生的现金流量净额	-1.38	-5.23	-4.11
筹资活动产生的现金流量净额	-20.55	-42.60	-13.57
现金及现金等价物净增加额	4.11	-13.98	-1.72
收现比	1.94	1.30	1.02

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模小幅上升，债务负担重，但债务结构仍较为合理，与其业务特征相匹配；近年来公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息均无法覆盖，整体保障能力很弱；货币资金保有量严重不足，面临很大的短期偿债压力。

随着项目建设的推进及刚性债务的兑付，公司每年均保持一定规模的对外融资力度，债务规模总体呈增长趋势且始终维持较高水平。从债务类型构成上看，公司债务以银行借款为主，亦有较大规模的非标融资、债券融资等，债务类型及渠道较多元；从期限构成上看，近年来公司债务均以长期债务为主，且短期债务占比不高。

表 11：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	387.79	9.14	0.55	378.10
债券融资	62.35	21.25	9.10	32.00
非标融资	144.30	8.80	34.06	101.45
其他	169.44	16.92	0.00	152.52
合计	763.88	56.11	43.71	664.07

注：1、其他里面主要为基金融资及票据保证金等；2、以上统计为公司未来几年内实际需要偿还的债务规模，与财务口径债务总额或存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，近年来随着利润总额下降而逐年下降。同时，因债务规模始终较大，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力始终维持在较弱水平。此外，公司

货币资金保有量严重不足，流动性紧张，2022 年末非受限货币资金/短期债务仅为 0.02 倍，区域融资环境紧张，存在很大的短期偿债压力。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	750.89	743.34	763.63
短期债务占比	12.23	9.71	9.42
EBITDA	7.51	4.05	3.77
EBITDA 利息覆盖倍数	0.22	0.10	0.10
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.75	0.81	0.42
非受限货币资金/短期债务	0.18	0.04	0.02

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，公司存在一定规模的受限资产，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 533.11 亿元，占总资产的比重为 30.77%，其中存货中受限资产主要为待开发土地，整体受限资产规模很大，可用于抵、质押的再融资空间有限。

表 13：截至 2022 年末公司受限资产情况（万元）

序号	受限资产	账面价值	受限原因
1	货币资金	68,264.52	保证金
2	存货	5,200,341.97	抵押
3	投资性房地产	14,976.97	抵押
4	无形资产	43,107.70	抵押
5	固定资产	4,403.29	抵押
	合计	5,331,094.45	--

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，公司对外担保金额合计 86.60 亿元，占净资产的比重为 10.47%，主要担保对象为国有企业，但也存在对民营企业及个人的保证担保，主要系子公司担保业务所形成，该部分仍存在一定或有负债风险。

被执行信息方面，根据中国执行信息公开网查询，截至 2023 年 6 月 27 日，公司子公司双龙置业存在 3 起被执行案件，执行法院为贵阳市南明区人民法院和贵阳市云岩区人民法院，主要系作为委托代建单位被诉，执行标的金额合计 0.67 亿元。

表 14：截至 2022 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保单位	担保金额	企业性质
贵州双龙航空港建龙城市发展有限公司	58.55	国企
贵阳市时代天地建设开发投资有限公司	5.78	国企
贵阳市东部新城建设开发投资有限公司	21.78	国企
其他（由担保业务形成）	0.49	以民营企业和个人为主
合计	86.60	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，公司本部未结清信贷信息中，存在利息及其他逾期信息及多个关注类账户，其中利息及其他逾期规模为 83.90 万元，未结清信贷中关注类账户余额为 5.44 亿元。重要子公司方面，截至

2023 年 5 月，公司子公司双龙置业未结清信贷信息中，存在利息及其他逾期情况及多个关注类账户，其中利息及其他逾期规模为 2,545.04 万元，未结清信贷中关注类账户余额为 21.30 亿元，为其他借款人承担的相关还款责任中关注类规模为 4 亿元。

此外，据上海票据交易所披露，截至 2023 年 5 月 31 日，公司多家子公司涉及票据承兑逾期，票据承兑逾期余额合计 1.76 亿元，累计逾期发生额合计 2.49 亿元。

表 15: 公司子公司票据承兑逾期情况（万元）

子公司名称	逾期余额	累计逾期发生额
贵州双龙航空港置业有限公司	12,483.48	16,645.62
贵州双龙航空港建设投资有限公司	5,034.00	7,625.00
贵州双龙航空港口岸建设投资有限公司	45.00	584.00
合计	17,562.48	24,854.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

假设与预测⁵

假设

- 2023 年，公司仍作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司收入及盈利水平将较 2022 年基本稳定。
- 2023 年，公司项目投资规模预计在 10~20 亿元。
- 公司债务规模略有增长，2023 年新增债务类融资（含还本付息）80~100 亿元。

预测

表 16: 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（%）	46.96	48.00	44.24~54.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.10	0.10	0.07~0.09

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，公司 ESG 表现低于行业平均水平，同时流动性紧张会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，公司流动性紧张，未来一年流动性覆盖不足，缺口较大，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现金流始终保持净流入状态，截至 2022 年末公司可动用账面资金仅为 1.28

⁵ 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。

亿元，能为公司日常经营及债务偿还提供的直接资金来源有限。截至 2023 年 1 月 29 日，公司银行授信总额为 850.24 亿元，尚未使用授信额度 104.57 亿元，考虑到公司较为紧张的流动性局面，可用授信里能直接用于流贷的规模可能有限。但贵阳市经济实力持续增强，双龙港开投作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，在双龙港区及贵阳市重要性较高，目前贵阳市对区域重要开发区的平台债务进行严格管理，同时能够协调一定的企业间资金拆借的空间，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于债务的还本付息。公司有较大规模的到期债务，截至 2022 年末，未来一年的到期债务为 60~70 亿元，此外 2022 年公司实际利息支出约 28 亿元，目前公司积极开展展本降息等工作，随着展期降息进一步落地，预计 2023 年利息支出金额或有所下降，但整体支付压力仍较大。此外，公司所在区域债务压力较大，区域内已出现信用风险事件，部分已涉及法律诉讼，融资环境较弱，同时公司或有负债风险大及债务履约情况欠佳，自身风险管理能力亦亟待提升。综上所述，公司流动性紧张，未来一年流动性覆盖不足，缺口较大，将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司无重大负面事件，但内控管理需提升，目前公司 ESG 表现低于行业平均水平。

环境方面，公司的基础设施、土地整理及安置房建设等工程项目可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制和培养体系较为健全，公平参与市场竞争，并重视安全生产，近年来未发生安全生产事故。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但公司过往债务履约情况欠佳，公司本部及子公司存在征信逾期情况，同时子公司存在票据逾期及纳入被执行人名单事项，内控管理亟需提升。

外部支持

中诚信国际认为，贵阳市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

贵阳市作为贵州省省会、西南地区中心城市之一，近年来经济实力稳步增强，经济财政实力在贵州省下属地市（州）中稳居首位。同时，国务院及财政部陆续出台 2 号文和 114 号文等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展。双龙港区作为国务院批准的国家级临空经济示范区，是全省改革开放的先行区、经济发展的示范区、开放带动的重要窗口、创新驱动的重要平台、高端产业发展的重要基地。得益于良好的战略地位，区域外部发展环境较好。但双龙港区财政实力较弱，政府债务率相对较高，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，贵阳市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

⁶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。

- 1) 区域重要性较高：公司是双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，在双龙港区的土地开发整理和道路、城市改造等大型基础设施领域内处于主导地位，在双龙港区及贵阳市重要性较高。
- 2) 与政府的关联度高：目前，公司由双龙港区管委会直接控股，日常经营主要根据管委会的安排开展。但双龙航空港区受贵州省委托由贵阳市代管，贵阳市对于双龙港区等重要性高的开发区，涉及企业债务管理等方面管控较为严格，公司与贵阳市政府的关联度高。
- 3) 过往支持力度大：公司在土地资产注入、财政补贴等方面持续获得股东及地方政府有力的外部支持。土地资产注入方面，根据《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发〔2015〕14 号文），贵州省委、省政府在公司建设用地指标、土地出让方式等方面给予公司相应支持。自公司成立以来，双龙港区管委会先后向公司注入大量土地资产，截至 2022 年末，公司账面土地共计 121 宗，面积 15,211.96 亩，账面价值 767.59 亿元，全部为通过政府投资取得的出让地，土地用途以商业、住宅用地为主。资金支持方面，2022 年双龙港区管委会通过拨付成本、棚改、隐性债务本息等方式给公司拨付资金 28.20 亿元。

综上，中诚信国际认为，贵阳市政府强的支持能力和对公司较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，双龙港开投与贵阳城投、贵阳投控所处同一区域环境，政府支持能力强，且对上述公司均具有强或者较强的支持意愿，公司与可比公司在业务风险并无显著差异，财务风险处于比较组较高水平，同时公司流动性紧张，自身风险管控能力有待提高，再融资能力较弱。

首先，双龙港开投与贵阳城投、贵阳投控均系贵阳市重要的投融资平台，其中双龙港开投主要承接双龙港区范围内的基建及土地整理等任务，双龙航空港区由贵阳市代管，因此对比组企业均所处同一区域环境，政府支持能力强，对比较组企业均具备强或较强的支持意愿。

业务层面，双龙港开投的业务风险与可比公司相比无显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，作为公司核心业务的土地开发整理、基础设施建设和保障房开发业务的区域垄断性强，主营业务稳定性较好，但在建项目资金到位存在不确定性，对业务可持续性产生不利影响，同时也存在已完工项目回款较为滞后，资金沉淀规模较高等问题。

财务方面，双龙港开投的财务风险在同业中处于较高水平。公司资产和权益规模处于比较组企业中等水平，但财务杠杆比率较高，总债务规模远高于可比公司，EBITDA 对利息覆盖能力亦处于比较组较弱水平；同时公司流动性紧张，过往债务履约情况欠佳，自身风险管控能力有待提高，再融资能力较弱。

表 17：2022 年同行业对比表

	双龙港开投	贵阳城投	贵阳投控
最新主体信用等级	AA+/负面	AA+/稳定	AA+/稳定
地区	贵阳市	贵阳市	贵阳市
GDP（亿元）	4,921.17	4,921.17	4,921.17
GDP 增速（%）	2.05	2.05	2.05
人均 GDP（万元）	7.99	7.99	7.99

一般公共预算收入（亿元）	402.16	402.16	402.16
公共财政平衡率（%）	55.36	55.36	55.36
政府债务余额（亿元）	2,604.22	2,604.22	2,604.22
控股股东及持股比例	贵州双龙航空港经济区管理委员会 90%	贵阳产业发展控股集团有限公司 100%	贵阳产业发展控股集团有限公司 84.96%
职能及地位	双龙港区最重要的综合性政府投融资主体	贵阳市最重要的城市基础设施项目投融资和建设主体	贵阳市重要的投资控股平台
核心业务及收入占比	商品销售 83.04%、土地一级开发 12.96%、项目代建管理 2.76%、其他 1.24%	医药销售 35.93%、工程施工 19.89%、货物销售 19.00%、房屋销售 11.06%	材料销售 49.34%、房屋销售 33.01%、物业管理 4.77%、租赁业务 4.21%
资产总计（亿元）	1,732.79	2,020.86	859.76
所有者权益合计（亿元）	827.29	893.05	586.31
总债务（亿元）	763.63	647.77	160.06
总资本化比率（%）	48.00	42.04	21.45
营业总收入（亿元）	60.41	86.43	25.88
净利润（亿元）	2.07	8.79	4.46
EBITDA（亿元）	3.77	18.25	9.95
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.10	0.63	1.02
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.03	3.09	-13.09
可用银行授信余额（亿元）	104.57	327.61	--
债券融资余额（亿元）	45.50 亿元+0.182 亿美元	131.28	27.00

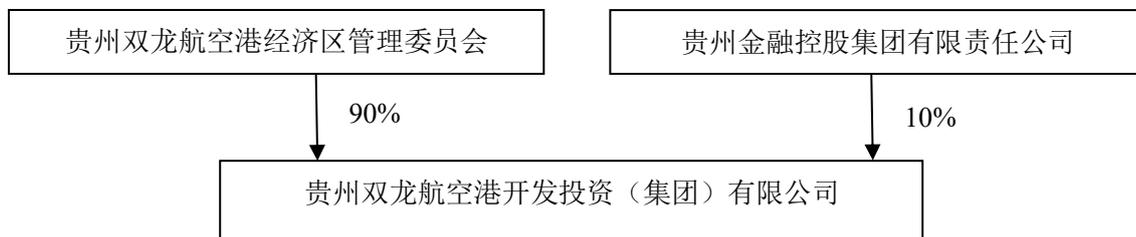
注：1、贵阳城投可用银行授信余额系 2022 年末数据；2、债券融资余额为截至本报告出具日本部口径债券余额数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，将评级展望由稳定调整为负面；维持“20 贵州双龙停车场债 01/20 双龙 01”和“20 贵州双龙停车场债 02/20 双龙 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	主要的一级子公司名称	持股比例（%）
1	贵州双龙航空港置业有限公司	100.00
2	贵州双龙航空港建设投资有限公司	100.00
3	贵州双龙航空港产业投资有限公司	100.00
4	贵阳临空经济开发建设投资有限公司	100.00
5	贵州双龙航空港供应链管理有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：贵州双龙航空港开发投资（集团）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	249,177.22	53,605.88	81,062.30
非受限货币资金	169,814.87	29,980.76	12,797.77
应收账款	224,881.52	134,173.50	164,932.04
其他应收款	1,187,081.86	1,182,492.92	1,224,161.11
存货	10,137,225.98	10,611,866.65	10,566,564.79
长期投资	208,605.52	240,030.26	232,599.69
在建工程	220,600.48	242,933.12	276,987.88
无形资产	184,990.74	196,563.18	207,272.62
资产总计	16,780,006.16	16,925,961.22	17,327,854.29
其他应付款	355,835.06	571,998.75	825,457.66
短期债务	918,467.65	722,027.84	719,322.46
长期债务	6,590,444.56	6,711,354.49	6,916,970.07
总债务	7,508,912.21	7,433,382.33	7,636,292.53
负债合计	8,435,356.57	8,530,232.91	9,054,996.51
利息支出	347,787.85	415,387.74	383,159.41
经调整的所有者权益合计	8,344,649.58	8,395,728.31	8,272,857.78
营业总收入	471,079.20	546,658.41	604,081.33
经营性业务利润	55,081.04	21,088.79	33,175.71
其他收益	7,237.57	277.22	247.39
投资收益	16,533.91	11,596.75	748.01
营业外收入	79.94	320.05	202.72
净利润	55,866.91	24,126.79	20,715.02
EBIT	72,463.68	34,081.86	35,083.81
EBITDA	75,100.31	40,459.66	37,659.99
销售商品、提供劳务收到的现金	914,111.28	710,022.96	615,197.76
收到其他与经营活动有关的现金	726,692.15	453,994.72	287,492.88
购买商品、接受劳务支付的现金	1,034,480.09	622,743.09	393,054.90
支付其他与经营活动有关的现金	302,334.84	160,124.08	331,470.63
吸收投资收到的现金	3,091.75	27,920.10	1,160.00
资本支出	25,648.93	69,471.09	36,214.62
经营活动产生的现金流量净额	260,548.06	338,425.56	160,340.91
投资活动产生的现金流量净额	-13,781.71	-52,342.24	-41,087.01
筹资活动产生的现金流量净额	-205,483.12	-426,001.40	-135,747.36
现金及现金等价物净增加额	41,114.45	-139,834.11	-17,182.98
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	14.42	8.00	8.46
期间费用率（%）	3.65	3.30	2.82
应收类款项占比（%）	8.41	7.78	8.02
收现比（X）	1.94	1.30	1.02
资产负债率（%）	50.27	50.40	52.26
总资本化比率（%）	47.36	46.96	48.00
短期债务/总债务（%）	12.23	9.71	9.42
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.75	0.81	0.42
总债务/EBITDA（X）	99.99	183.72	202.77
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.06	0.05
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.22	0.10	0.10

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2022 年审计报告整理；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务计算。

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
盈利能力	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
	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，影响报表使用人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