



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2023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。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、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评级的变化情况。

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2023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	负面	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

本次评级下调主要是基于：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”）是白云区重要的基础设施建设投融资主体，业务持续性仍较好且继续获得来自政府的财政补贴支持。但贵阳市白云区财政状况不佳，公司资产流动性较弱且面临较大的资金压力，财务杠杆率进一步提升，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱，面临较大的偿债压力，存在票据逾期等事项，且面临较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为公司本部出现票据逾期等事项，再融资及偿债能力受到较大不利影响。

评级日期

2023 年 06 月 28 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	2022	2021	2020
总资产	226.38	222.82	200.84
所有者权益	93.92	92.99	91.75
总债务	49.26	55.65	61.66
资产负债率	58.51%	58.27%	54.32%
现金短期债务比	0.17	0.15	0.65
营业收入	5.10	4.92	4.91
其他收益	1.83	1.91	1.59
利润总额	2.06	1.94	1.94
销售毛利率	16.02%	14.12%	14.66%
EBITDA	2.51	2.32	2.22
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.54	0.64
经营活动现金流净额	11.31	-2.42	6.04

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司是白云区重要的基础设施建设投融资主体，业务持续性仍较好。**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 2022 年末，公司在建的主要代建项目总投资 140.39 亿元，尚需投入资金 52.89 亿元，目前公司代建基础设施项目充足，将为公司带来一定的收入来源。
- **继续获得来自政府的财政补贴支持。**2022 年公司获得政府的各类财政补贴合计 1.83 亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **区域财政状况不佳。**受宏观经济波动、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，2022 年全区完成一般公共预算收入 11.48 亿元，财政自给率降至 37.65%。根据《贵阳市国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入征管职责划转工作实施方案（试行）》，从 2022 年 1 月 1 日起贵阳市市辖区国有土地使用权出让收入就地缴入市级金库，纳入市级政府性基金预算管理，受此影响，2022 年白云区政府性基金收入规模降至 0.64 亿元，地区可支配财力水平大幅下降。
- **存在票据逾期情形。**根据公司提供最新企业信用报告（查询日为：2023 年 06 月 26 日），公司本部已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。根据上海票据交易所票据信息披露平台公开查询信息，截至 2023 年 5 月末，公司票据逾期余额为 7,220.00 万元。
- **资产流动性较弱且面临较大的资金压力。**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。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。
- **财务杠杆率进一步提升，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱，面临较大的偿债压力。**截至 2022 年末，总债务规模为 49.26 亿元，包括长期借款、应付债券和非标融资等，债务规模仍较大；截至 2022 年末，公司资产负债率增长至 58.51%，杠杆水平进一步上升，现金短期债务比为 0.17，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱。
- **存在较大或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 11.89 亿元，占当期末净资产的 12.66%，被担保方主要为地方国有企业，均未设置反担保措施；且根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2023 年 06 月 26 日），公司因被担保方信用状况趋弱而存在关注类还款责任余额 1,140.00 万元。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
白云城投	主要负责白云区产业相关基础设施建设、棚户区改造	350.32	144.38	11.11
白云工投	主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务	226.38	93.92	5.10

注：（1）白云城投为贵阳白云城市建设投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				-1
	补充调整				0
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的 1-5 分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是贵阳市白云区重要的基础设施建设投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，白云区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与白云区人民政府的联系非常紧密以及对白云区人民政府非常重要。

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	2022-06-29	陈刚、赵婧	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	2.40	2022-06-29	2025-03-21
PR 白工 02/19 白云工投债 01	5.00	3.00	2022-06-29	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（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2023年5月30日，该账户余额为100.98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，2022年末公司注册资本和实收资本均为15,000.00万元。公司控股股东仍为贵阳白云实业发展（集团）有限公司（以下简称“白云实业”）。

2023年6月，公司实际控制人由贵阳市白云区财政局变更为贵阳市白云区国有资产监督管理委员会，股权结构图详见附录二。

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。2022年度较2021年度合并口径子公司情况未发生变化，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿

元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政

可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

贵阳市是西南地区重要的区域创新中心和交通通信枢纽，经济发展水平尚可，实力持续提升；为推动发展方式转型和经济结构调整，贵阳市着力培育新型工业，上市公司集中于航天军工和生物医药行业；2022年以来房地产市场持续降温，固定资产投资增速乏力

区位特征：贵阳市是西南地区重要的区域创新中心和交通通信枢纽，能源及旅游资源富集。贵阳市是贵州省省会，是国务院批复确定的中国西南地区重要的区域创新中心，地处黔中山原丘陵中部，长江与珠江分水岭地。作为西南地区重要的交通通信枢纽，贵阳市是国家综合立体交通网主骨架布局粤港澳-成渝主轴、西部陆海走廊、沪昆走廊的重要节点城市，已建成贵广铁路、沪昆高铁、渝贵铁路、成贵铁路等快（高）速铁路；龙洞堡国际机场作为全省机场布局的中心，位居全国千万级机场第20位。贵阳市能源资源富集，水能资源蕴藏量居全国第六位，煤炭资源储量居我国第五位，煤层气资源量列全国第二位。贵阳市拥有以喀斯特地貌为特征的自然景观和人文旅游资源，现有15家AAAA旅游景区，是全国有名的休闲旅游度假城市。贵阳市现下辖云岩、南明、花溪、乌当、白云、观山湖6个区和修文、息烽、开阳三个县，代管清镇1个县级市，同时拥有4个国家级开发区（贵阳国家高新技术产业开发区、贵阳经济技术开发区、贵阳综合保税区、双龙航空经济区），全市总面积8,043平方公里。近年来贵阳市人口持续净流入，截至2021年末，贵阳市常住人口增至610.23万人。

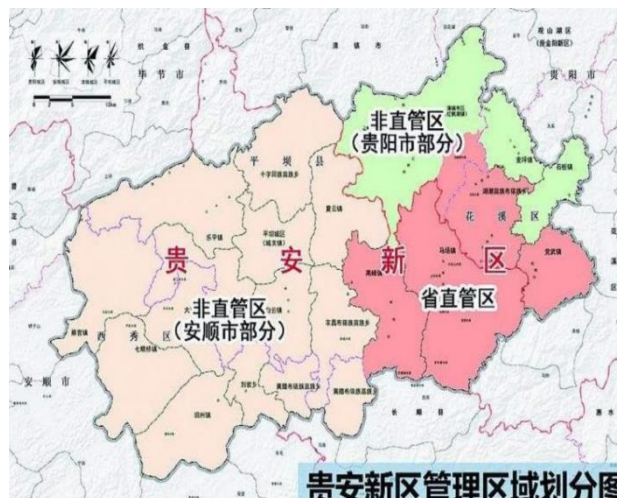
2014年1月6日，国务院印发了《国务院关于同意设立贵州贵安新区的批复》（国函〔2014〕3号）同意设立国家级新区——贵州贵安新区。贵安新区位于贵阳市和安顺市结合部、黔中经济区核心地带，涵盖贵阳市部分辖区。2020年3月，贵州省委常委会召开会议，审议通过了《中共贵州省委贵州省人民政府关于支持贵安新区高质量发展的意见》，赋予贵安新区省级经济管理权，促进其和贵阳市融合发展。

图 1 贵阳市区位图

图 2 贵安新区管理区域划分图



资料来源：国家地理信息公共服务平台



资料来源：贵阳市人民政府网站

经济发展水平：贵阳市经济实力持续提升，但2022年区域房地产市场持续降温，房地产开发投资下滑拖累固定资产投资增速。经济实力方面，2022年全市实现地区生产总值4,921.17亿元，经济总量稳居全省第一，但在全国23个省会城市中居于中下游。2022年贵阳市人均生产总值约8.06万元，是全国平均水平的94.10%；贵阳市三次产业结构为4.1:35.4:60.5，第三产业依然占据主导地位。

从经济增长的驱动因素来看，2022年贵阳市进出口快速增长，当期实现外贸进出口总额完成593.3亿元，同比增长15.2%，对经济增长形成较好增长；当期消费出现阶段性下滑，全年社会消费品零售总额同比下降5.7%；房地产开发投资下滑对固定投资造成一定拖累，但受益于工业投资带动，固定资产投资同比降幅收窄2.9个百分点，其中制造业投资增长69.7%，高技术产业投资增长127.2%，投资结构有所优化。贵阳市金融资源较为丰富，金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，除全国性大型国有银行、股份制银行外，亦有贵州银行、贵阳银行2家城商行和贵阳农商行等6家市及市以下的农商行等地方性银行覆盖。

房地产市场方面，2022年贵阳市商品房市场持续降温，全年商品房成交面积及成交金额同比分别下跌26.09%及28.00%。土地市场方面，根据贵阳市公共资源交易中心的公开数据统计，2022年贵阳市共计成交188宗商、住类土地，总面积约742.99万方，同比下降12.86%；总成交金额约327.86亿元，同比下降51.05%。

表1 2022年贵州省地级市/自治州经济财政指标情况（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
贵阳市	4,921.17	2.0%	8.06	402.16	805.50
遵义市	4,401.26	3.1%	6.68	276.12	374.83
毕节市	2,206.52	0.2%	3.22	119.00	150.00
黔南布依族苗族自治州	1,772.18	0.3%	5.07	109.76	203.22
黔西南布依族苗族自治州	1,508.69	-1.6%	5.03	113.75	97.51
六盘水市	1,503.58	0.7%	4.98	96.09	105.30

铜仁市	1,477.19	0.3%	4.50	62.98	117.97
黔东南苗族侗族自治州	1,293.08	2.3%	3.46	64.90	90.00
安顺市	1,080.92	-1.7%	4.40	57.56	72.14

注：黔东南苗族侗族自治州人均 GDP 来自于 2022 年全州经济运行情况；黔南布依族苗族自治州人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据计算；其余地区人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数据计算。

资料来源：各地市政府网站和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 贵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,921.17	2.0%	4,711.04	6.6%	4,311.65	5.0%
固定资产投资	-	-4.2%	-	-7.1%	-	2.7%
社会消费品零售总额	2,402.11	-5.7%	2,546.69	12.9%	2,188.26	6.6%
进出口总额（亿美元）	593.30	15.2%	74.12	23.5%	60.00	44.7%
人均 GDP（万元）		8.06		7.79		7.22
人均 GDP/全国人均 GDP		94.10%		96.22%		99.36%

注：“-”表示未获取相关数据；2019-2020 年人均 GDP 数据来自于同期贵州省统计年鉴；2022 年进出口数据单位为亿元。

资料来源：贵阳市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、贵阳市 2022 年经济运行情况，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市着力培育新型工业，上市公司集中于航天军工行业和生物医药行业。为推动发展方式转型和经济结构调整，贵阳市正围绕新型工业化主攻“1+7+1”产业，“1”是指央企制造业；“7”是指先进装备制造、新能源汽车、电子信息制造、铝及铝加工、磷化工、生态特色食品、健康医药；另一个“1”是指软件信息技术服务业。2022年贵阳市工业对GDP的贡献率约30%，全市制造业央企集团增至18家，规模以上央企制造业总产值达951.59亿元；七大重点产业总产值占规模以上工业总产值的比重超过64.3%，七大重点产业增加值同比增长7.9%，拉动规模以上工业增长3.6个百分点。此外，贵阳大数据产业发展已形成聚集优势，数字经济占地区生产总值比重超过40%，贵阳贵安已成为全国聚集超大型数据中心最多的地区之一。贵阳市A股上市公司主要分布于电子元器件制造和生物医药行业，包括振华科技（000733.SZ）、中航重机（600765.SH）、航天电器（002025.SZ）、振华新材（688707.SH）和贵阳银行（601997.SH）等。

发展规划及机遇：为聚焦创新强动能，贵阳市人民政府印发《贵阳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》及“强省会五年行动方案”，要大力推动贵阳—贵安—安顺都市圈建设，推动全省加快形成以贵阳贵安为龙头的新型城镇化格局；打造大数据软件信息服务业、电子信息制造、先进装备制造、新能源汽车四个千亿级产业，磷化工和生态特色食品两个800亿元产业，铝及铝加工、健康医药两个500亿元产业；继续深化大数据先行先试，建设国家大数据综合试验区核心区。

财政及债务水平：2022年贵阳市财政收入略有下降，贵阳市地方政府债务余额持续扩张。受经济下行压力持续加剧、房地产市场低迷及减税降费政策等因素影响，2022年贵阳市一般公共预算收入及税收收入均有所下滑，当期税收收入占比下降至63.52%。一般公共预算财力减弱致使2022年财政自给率下

降至55.36%。2022年贵阳市实现政府性基金收入805.50亿元，同比增长2.2%，但考虑到2022年以来贵阳市土地市场低位运行，土地成交金额大幅下滑，且成交土地多由地方城投平台兜底竞得，需关注后续政府性基金收入稳定性。区域债务方面，2022年贵阳市地方政府债务余额持续扩张，期末地方政府债务余额增至2,604.22亿元。

表3 贵阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	402.16	426.68	398.13
税收收入占比	63.52%	75.07%	76.93%
财政自给率	55.36%	62.61%	58.71%
政府性基金收入	805.50	788.32	630.07
地方政府债务余额	2,604.22	2,498.62	2,397.23

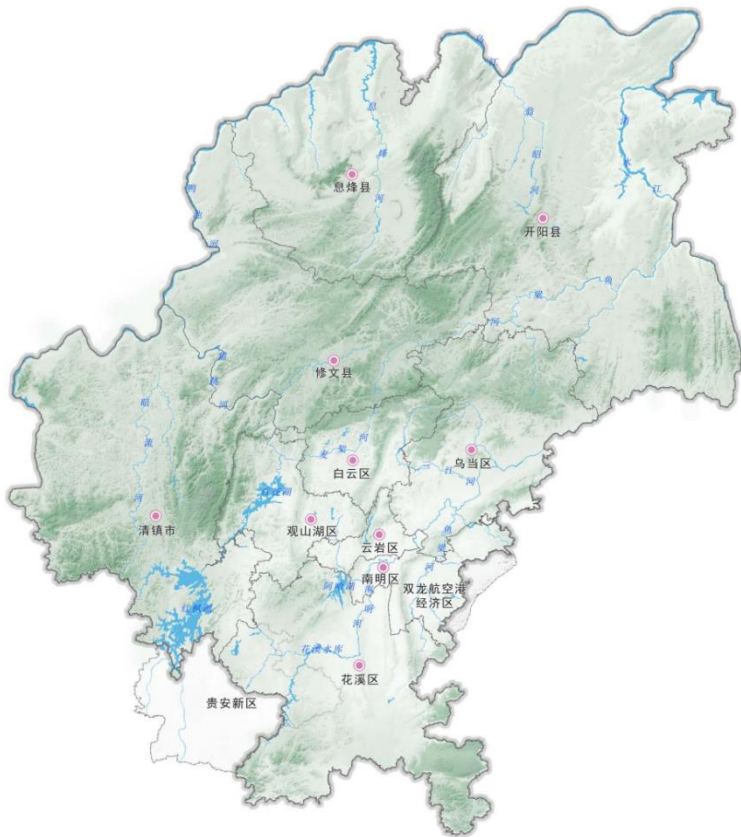
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：贵阳市政府网站，中证鹏元整理

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，2022 年固定资产投资及进出口对经济增长形成较好支撑；受宏观经济波动、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，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。截至 2021 年末，白云区常住人口为 46.49 万人，较第六次人口普查期间增加 20.04 万人，人口呈净流入状态。

图 3 白云区区位示意图



资料来源：《贵阳市国土空间总体规划（2021-2035 年）》

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，2022 年固定资产投资对经济增长形成较好支撑。2022 年白云区实现地区生产总值 282.17 亿元，同比增长 5.2%，增速高于全市平均水平。2022 年白云区三次产业结构比为 3.1：52.8：44.1，白云区铝及铝加工产业较为发达，第二产业对经济贡献较大。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。2022 年白云区消费出现阶段性下滑，当期社会消费品零售总额同比下降 4.4%。但受益于工业投资快速增长，2022 年全区固定资产投资总额同比增长 6.9%。

表4 2022 年贵阳市部分下辖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	1,005.43	0.9%	9.41	23.39	20.58
云岩区	956.82	-0.9%	8.88	26.00	13.06
观山湖区	758.03	4.5%	11.57	51.69	1.32
花溪区	761.04	4.5%	7.73	13.71	16.63
清镇市	301.39	-1.0%	4.70	14.84	35.96
白云区	282.17	5.2%	5.92	11.48	0.64
修文县	196.09	-0.6%	6.68	6.85	26.09
乌当区	195.9	1.8%	5.58	16.19	8.43

注：乌当区和白云区 2022 年人均 GDP 为采用 2022 年末常住人口数量计，其余地区为采用 2021 年末常住人口计算。
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、贵阳市2022年统计年鉴等，中证鹏元整理

表5 白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	282.17	5.2%	259.78	7.0%	236.78	3.5%
固定资产投资	170.38	6.9%	-	0.5%	-	-4.4%
社会消费品零售总额	93.91	-4.4%	98.29	11.8%	85.35	4.2%
进出口总额（万美元）	-	63.6%	-	-	-	-
人均 GDP（万元）		5.92		5.59		5.19
人均 GDP/全国人均 GDP		70.82%		69.01%		71.63%

注：2020 年人均 GDP 为根据第七次全国人口普查数据计算；2021-2022 年人均 GDP 分别采用当年末常住人口计算。

资料来源：贵阳市白云区 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2022 年白云区 1-12 月白云区经济运行情况简析，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市白云区传统支柱行业为铝及铝加工产业，近年来全区正推进新型工业化，但新产业尚处培育期。白云区经济结构以第二产业为主，2022 年工业对经济增长的贡献率为 58.90%，铝及铝加工行业为白云区传统支柱行业。近年来白云区加快推进新型工业化，将电子信息制造业作为主导产业、生态特色食品作为特色产业，以铝及铝精深加工、先进装备制造为重点。2022 年全区建成了比亚迪线束项目、医疗器械产业园、电子信息制造基地等项目，完成了钜成项目一期、联东 U 谷等园区主体工程建设；2022 年“一主一特”产业的规上工业增加值占比达 24%，工业对经济增长的贡献率达 58.9%，全年净增规模以上工业企业 12 家，总数达 95 家。

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，2022 年地方国有土地出让收入纳入市级预算管理，白云区可支配财力水平大幅下降。受宏观经济波动、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，2022 年全区完成一般公共预算收入 11.48 亿元，其中税收收入占比为 74.16%。白云区财政自给能力较弱，受一般公共预算财力水平下降影响，2022 年财政自给率降至 37.65%。根据《贵阳市国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入征管职责划转工作实施方案（试行）》，从 2022 年 1 月 1 日起贵阳市市辖区国有土地使用权出让收入就地缴入市级金库，纳入市级政府性基金预算管理，受此影响，2022 年白云区政府性基金收入规模降至 0.64 亿元，地区可支配财力水平大幅下降。区域债务方面，近年来白云区地方政府债务余额持续扩张，2022 年政府债务余额合计 64.43 亿元。

表6 白云区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	11.48	11.63	14.77
税收收入占比	74.16%	83.10%	74.89%
财政自给率	37.65%	47.24%	44.10%
政府性基金收入	0.64	59.85	53.63
地方政府债务余额	64.43	60.85	56.85

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 2022 年末，白云区已发债投融资平台主要有 2 家，分别为白云城投和白云工投。

其中，白云城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。

表7 截至 2022 年末白云区已发债投融资平台（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	贵阳市白云区国有资产监督管理委员会	144.38	58.79%	11.11	116.00	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	93.92	58.51%	5.10	49.26	主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务

注：财务数据为 2022 年度/2022 年末数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司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等，代建业务是公司营业收入的最主要来源

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、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。

2022年公司实现代建业务收入为4.39亿元，当期未确定一级土地开发收入，房屋销售、物业费、金融服务等在公司收入中占比较低，其他业务收入主要为公司获得的房屋出租收入。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%；房屋销售、金融服务等毛利率较高但业务收入占比不大。综合影响下，2022年公司销售毛利率为16.02%，同比有所上升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
主营业务	44,171.66	10.18%	86.61%	42,589.83	6.27%	86.64%
代建项目	43,912.28	10.15%*	86.10%	40,730.95	6.36%	82.85%
一级土地开发	-	-	-	1,661.47	0.16%	3.38%
金融服务	72.11	100.00%	0.14%	-	-	-
房屋销售收入	3.13	100.00%	0.01%	87.73	100.00%	0.18%
物业费	184.13	-17.86%	0.36%	109.68	-10.96%	0.22%
其他业务	6,827.24	53.81%	13.39%	6,570.03	65.00%	13.36%
合计	50,998.90	16.02%	100.00%	49,159.86	14.12%	100.00%

注：标“*”数据较上年变动主要系 2022 年审计报告中将其他项目需冲减的成本计入代建项目成本中，致使 2022 年代建项目账面成本下降，毛利率水平增加。根据代建项目收入确定函，2022 年实现代建收入和成本分别为 4.39 亿元、4.11 亿元，实际代建项目毛利率仍为 6.36%。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

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，面临较大的资金压力

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。

2022年公司确定的代建业务收入为4.39亿元，全部来自市政基础设施建设项目。

表 9 公司确认的代建项目收入明细（单位：万元）

类别	项目	2022 年	2021 年
市政基础设施项目	青山路、观云大道	16,056.05	14,892.83
	铝及铝加工基地建设项目	27,856.23	25,838.12
	合计	43,912.28	40,730.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司在建的主要代建项目总投资140.39亿元，已投资87.57亿元，尚需投入资金52.89亿元，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，同时面临较大的资金支出压力。

表 10 截至 2022 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	226,861.57	98,690.06
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目*	182,236.00	130,405.94	51,830.06
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	126,003.72	75,346.88
体育健身中心工程	32,500.00	4,321.40	28,178.60
吉利 W 项目	51,188.00	39,174.16	12,013.84
华中师大一附中高新白云嘉禾学校	150,000.00	97,428.55	52,571.45
组组通项目	2,266.00	2,997.87	-
白云区工业创投孵化园建设项目	92,000.00	61,446.25	30,553.75
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	12,871.15	27,010.72
青山路、观云大道项目（一、二标）	326,900.00	174,211.11	152,688.89

合计	1,403,874.10	875,721.72	528,884.25
----	--------------	------------	------------

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

（二）一级土地开发业务

公司一级土地开发项目储备不足，需关注该业务未来的可持续性

2022年公司未确认一级土地开发业务收入。截至2022年末，公司在建的一级土地开发项目主要包括白云区吉利汽车W项目地块、弘泽制药1-04-06地块、贵州品骏唯品会6-03-04地块等，投资建设进度相对缓慢，累计已投资总额为5.88亿元，尚需投入规模较小，项目储备不足，需关注该业务未来的可持续性。

表 11 截至 2022 年末公司一级土地开发情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
白云区吉利汽车 W 项目地块土地一级开发项目	51,200.00	51,061.20	138.8
弘泽制药 1-04-06 地块土地一级开发项目	20,000.00	7,740.63	12,259.37
贵州品骏唯品会 6-03-04 地块土地一级开发项目			
合计	71,200.00	58,801.83	12,398.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

金融服务、房屋销售和出租等业务对公司营业收入形成一定补充

公司同时开展金融服务、房屋销售和出租等业务，其中房屋出租收入具有一定规模，且与政府部门、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，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

财政补贴方面，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支持。2022年公司获得政府的各类财政补贴合计1.83亿元，有效提升了公司的利润水平。

根据白发改投资【2021】135号批复文件，政府将公司的文馨苑保障性租赁住房建设项目¹涉及的资产、负债等划转至贵阳白云云创项目管理有限公司，使得资本公积规模减少0.72亿元。

六、财务分析

¹ 原名为白云发动机产业园（军民融合创新示范基地）核心区标准厂房项目

财务分析基础说明

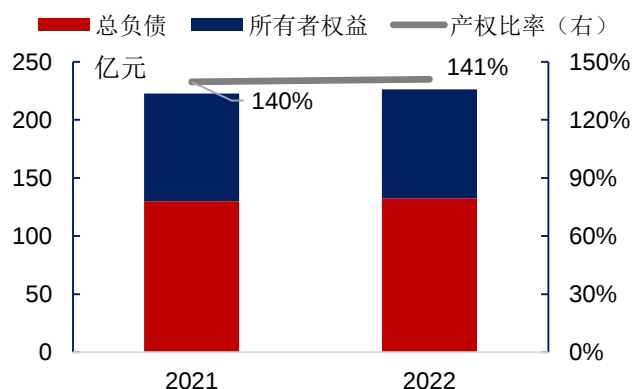
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围未发生变化。

资本实力与资产质量

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，土地资产变现能力较差，且受限资产规模较大，资产整体流动性较弱

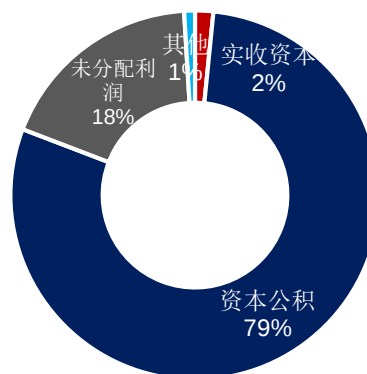
截至2022年末，公司所有者权益主要由资本公积（占比79%）和未分配利润（占比18%）构成，产权比率为141%，同比变动不大，所有者权益资产仍无法覆盖总负债。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着工程项目不断投入，公司总资产规模有所增加。资产结构上，公司资产仍以流动资产为主，占比为72.88%。

公司资产主要由存货、在建工程和应收款项构成，其中存货占公司2022年末总资产的36.11%，主要由库存商品（60.79亿元）、开发用土地（17.12亿元）和开发成本（3.66亿元）构成。库存商品主要为土地资产，其中有18.33亿元资产用于长期借款抵押。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，随着项目持续推进，2022年末公司在建工程账面价值增至50.52亿元。

应收账款主要为应收代建项目款、土地整理开发款等，2022年末公司应收账款账面价值36.82亿元，应收对象主要为贵阳市白云区财政局（占比80.88%）及其他政府相关单位。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，2022年末公司其他应收款规模为40.11亿元。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70.02%，包括贵阳白云城市建设投资集团有限公司（占比24.30%）、贵阳市白云区房屋征收管理局（占比20.20%）、白云实业（占比17.39%）、贵阳市白云区自然资源局（占比5.16%）、贵阳蓬莱城乡发展有限公司（占比2.97%，区域内国企）等。综合来看，

公司应收款项规模较大，主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险可控，但对营运资金占用较为明显，且回款时间存在一定不确定性。

其他资产方面，2022年末公司货币资金1.27亿元，同比小幅下降；其中，银行存款0.16亿元，其他货币资金1.11亿元；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87.34%，可动用现金规模很小。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.27	0.56%	1.98	0.89%
应收账款	36.82	16.26%	32.94	14.79%
其他应收款	40.11	17.72%	39.91	17.91%
存货	81.74	36.11%	81.90	36.75%
流动资产合计	164.99	72.88%	164.99	74.05%
在建工程	50.52	22.31%	46.58	20.90%
非流动资产合计	61.38	27.12%	57.83	25.95%
资产总计	226.38	100.00%	222.82	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入增长，业务持续性较好，但利润对政府补助依赖程度较高

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，2022年实现营业收入5.10亿元。截至2022年末，公司主要在建代建基础设施项目总投资140.39亿元，尚需投入资金52.89亿元，后续代建业务的持续性较好。公司金融服务、房屋销售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，2022年公司销售毛利率为16.02%。

利润方面，2022年公司获得政府的各类补贴合计1.83亿元，占公司利润总额的比重较大，利润对政府补助依赖程度较高。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	5.10	4.92
营业利润	2.10	1.94
其他收益	1.83	1.91
利润总额	2.06	1.94
销售毛利率	16.02%	14.12%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模仍较大，财务杠杆率进一步提升，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱，面临较大的偿债压力

债务结构方面，截至2022年末，总债务规模为49.26亿元，包括长期借款、应付债券和非标融资，其中长期借款规模最大，达33.10亿元。债务成本方面，长期借款融资成本区间为4%-8%，其中大部分借款成本集中在7%-8%区间，主要借款银行包括贵阳银行股份有限公司白云支行（余额31.52亿元，成本以8%为主）、贵阳农村商业银行白云支行（余额10.31亿元，成本6%-8%）和中国农业发展银行（余额11.86亿元，成本5%）等。

应付债券主要包括“18白云工投债01”和“19白云工投债01”等，融资成本在8%左右。非标融资为对贵州省资产管理股份有限公司和贵阳贵银金融租赁有限责任公司借款，融资成本分别为6%、7%。债务偿还期限结构方面，未来1-3年内债务偿还规模较为均匀。

其余主要负债中，2022年末公司应付票据为3.51亿元，由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成。2022年末合同负债为27.27亿元，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。2022年末其他应付款为41.21亿元，主要为往来款和借款，其中往来款21.77亿元，往来借款17.96亿元。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
长期借款	4%-8%	33.10	1.57	2.17	2.65	26.71
债券融资	8%左右	9.45	4.05	2.20	2.20	1.00
非标融资	6%、7%	3.19	0.00	1.00	1.19	1.00
合计	-	45.74	5.62	5.37	6.04	28.71

注：融资余额与总债务规模存在差异，主要系总债务中含有应付票据等债务调整项。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	1.30	1.00%
应付票据	3.51	2.65%	2.40	1.85%
合同负债	27.27	20.59%	20.55	15.83%
其他应付款	41.21	31.11%	32.21	24.81%
流动负债合计	84.03	63.44%	79.72	61.41%
长期借款	31.54	23.81%	31.97	24.63%
应付债券	7.25	5.47%	7.56	5.82%

长期应付款（合计）	9.63	7.27%	10.57	8.14%
非流动负债合计	48.43	36.56%	50.11	38.59%
负债合计	132.45	100.00%	129.83	100.00%
总债务	49.26	37.19%	55.65	42.86%
其中：短期债务	7.28	5.50%	13.13	10.11%
长期债务	41.98	31.69%	42.52	32.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产负债率同比小幅增长至58.51%，杠杆水平处于相对高位。受现金类资产和短期债务规模均同比下降影响，2022年末公司现金短期债务比为0.17，同比变动不大，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较弱。2022年EBITDA利息保障倍数同比小幅提升至0.58，但EBITDA仍不能覆盖相应的利息支出。截至2022年末，公司获得银行授信总额为73.11亿元，尚未使用额度为24.49亿元，为公司提供一定的备用流动性支持，但需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	58.51%	58.27%
现金短期债务比	0.17	0.15
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.54

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面

根据公开查询信息和公司于 2023 年 06 月 14 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等情形，未受到相应处罚。

社会方面

根据公开查询信息和公司于 2023 年 06 月 14 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面相关风险。

治理方面

根据公司于 2023 年 06 月 14 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，在公司治理方面暂不存在相关风险。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年06月14日），公司本部存在未结清关注类信贷账户32个，余额合计13.89亿元。未结清信贷中逾期本金合计182.00万元，逾期利息及其他合计124.21万元。根据公司提供的情况说明文件，该笔借款为公司购买博泰世界岛资产时，向贵阳银行申请的1.27亿元按揭贷款，还款来源为对应资产租赁收入，因2023年5月公司未能按期收到博泰世界岛租赁收入，导致无足额资金偿还银行贷款本息。根据公司提供最新企业信用报告（查询日为：2023年06月26日），上述本息逾期事项均已解决，公司本部已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。

根据公司提供的控股股东征信报告，从2020年01月01日至报告查询日（2023年06月14日），白云实业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。

根据上海票据交易所票据信息披露平台公开查询信息，截至2023年5月末，公司票据逾期余额为7,220.00万元。

表17 截至 2023 年 5 月末公司承兑票据逾期情况（单位：万元）

开户机构名称	承兑余额	累计逾期发生额	逾期余额
中国农业银行股份有限公司贵阳白云支行	4,910.00	8,090.00	4,220.00
贵州银行股份有限公司贵阳白云支行	3,000.00	3,000.00	3,000.00
合计	7,910.00	11,090.00	7,220.00

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

或有事项分析

公司具有一定规模的对外担保余额，因部分被担保方信用状况趋弱，相应担保事项被列为关注类，公司面临较大的或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保余额合计11.89亿元，占当期末净资产的12.66%，被担保方主要为地方国有企业，均未设置反担保措施。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
贵阳高科控股集团有限公司	2.39	2028/12/10	否
贵阳市白云区南湖开发建设有限责任公司	1.91	2027/04/26	否
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	0.70	2023/06/30	否
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	1.10	2037/03/29	否
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	0.65	2034/06/17	否
贵阳市交通投资发展集团有限公司	0.74	2027/06/30	否
贵州省资产管理股份有限公司	0.65	2023/12/31	否
贵阳市白云区妇幼保健院	0.12	2032/12/30	否
贵阳白云静憩殡葬管理有限公司	3.63	2032/12/22	否

合计	11.89	-	-
----	-------	---	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司为地方国有企业、事业单位融资提供担保，因部分企业信用状况趋弱，被列为关注类。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2023年06月26日），公司存在关注类还款责任余额1,140.00万元，面临一定的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是白云区人民政府下属重要企业，白云区人民政府间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，白云区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与白云区人民政府的联系非常紧密。白云区人民政府间接持有公司100%股权，且没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司代建业务和一级土地开发业务等来源于政府及其相关单位，且近年来受到政府支持的次数多且支持力度较大；展望未来，公司作为白云区重要的基础设施建设平台，与政府的联系将保持相对稳定。

（2）公司对白云区人民政府非常重要。公司最主要的目标是提供对白云区经济与社会至关重要的公共产品和服务；且在基础设施建设等方面对政府具有一定贡献；同时考虑到公司已公开发行债券，若发生违约事件会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

公司作为区域较为重要的基础设施建设平台，与政府关系较为密切，近年来获得政府在业务和资金上的较大支持。但中证鹏元关注到，白云区GDP在贵阳市下辖区县中排名中后，受宏观经济波动、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；同时公司的债务规模较大，面临较大的偿债压力，且公司本部出现票据逾期等事项，再融资及偿债能力受到较大不利影响。

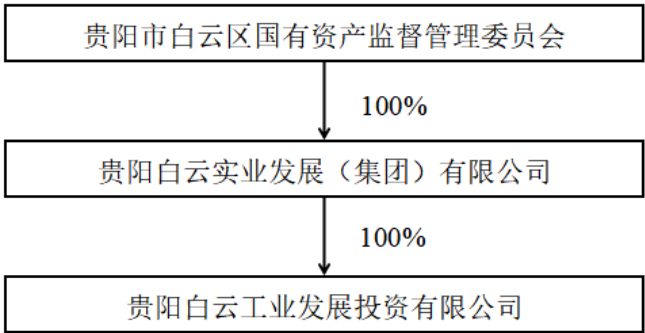
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，调整评级展望为负面，维持“PR白工01/18白云工投债01”、“PR白工02/19白云工投债01”的信用等级为AA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	1.27	1.98	7.77
应收账款	36.82	32.94	29.05
其他应收款（合计）	40.11	39.91	46.73
存货	81.74	81.90	80.51
流动资产合计	164.99	164.99	171.71
在建工程	50.52	46.58	21.38
非流动资产合计	61.38	57.83	29.13
资产总计	226.38	222.82	200.84
短期借款	0.00	1.30	0.00
合同负债	27.27	20.55	0.00
其他应付款（合计）	41.21	33.19	28.81
一年内到期的非流动负债	3.77	9.43	8.92
流动负债合计	84.03	79.72	70.21
长期借款	31.54	31.97	25.04
应付债券	7.25	7.56	11.76
长期应付款（合计）	9.63	10.57	2.04
非流动负债合计	48.43	50.11	38.87
负债合计	132.45	129.83	109.09
其中：短期债务	7.28	13.13	12.01
总债务	49.26	55.65	61.66
所有者权益	93.92	92.99	91.75
营业收入	5.10	4.92	4.91
营业利润	2.10	1.94	1.90
其他收益	1.83	1.91	1.59
利润总额	2.06	1.94	1.94
经营活动产生的现金流量净额	11.31	-2.42	6.04
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-4.20	-0.66
筹资活动产生的现金流量净额	-11.91	1.44	-3.43
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.02%	14.12%	14.66%
资产负债率	58.51%	58.27%	54.32%
短期债务/总债务	14.78%	23.59%	19.49%
现金短期债务比	0.17	0.15	0.65
EBITDA（亿元）	2.51	2.32	2.22
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.54	0.64

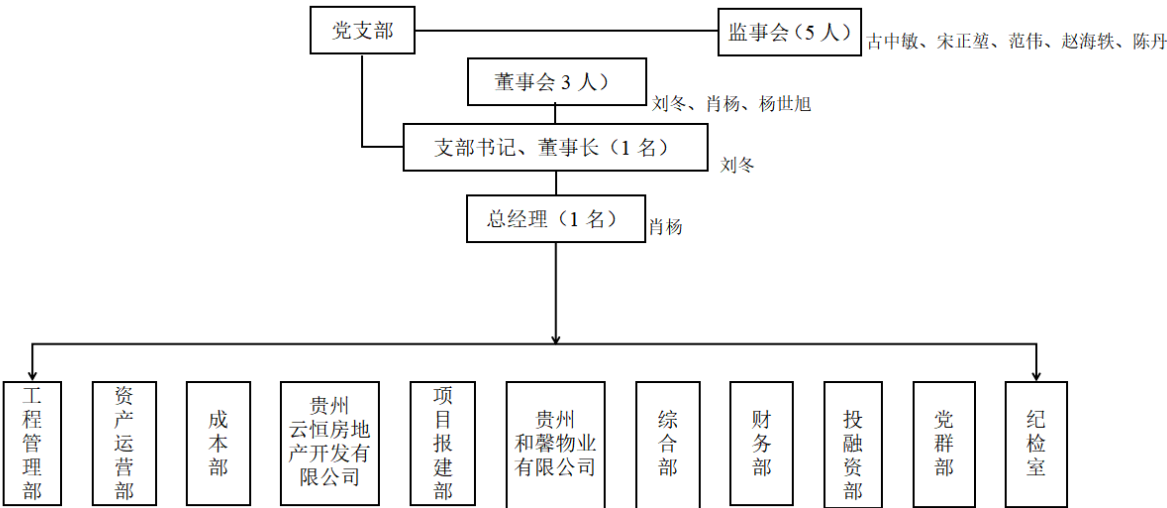
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。