信用等级公告

联合〔2020〕1131 号

联合资信评估有限公司通过对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“17 红果专项债 01/17 红果 01”和“18 红果专项债/18 红果债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17红果专项债01/17红果01	AA	稳定	AA	稳定
18红果专项债/18红果债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17红果专项债01/17红果01	5亿元	5亿元	2024/11/24
18红果专项债/18红果债	3.5亿元	3.5亿元	2025/2/8

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

跟踪评级时间：2020年5月29日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa	评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				-

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）是盘州市主要的城市基础设施建设主体，负责贵州红果经济开发区（两河新区）（以下简称“红果经开区”）的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营性。跟踪期内，公司继续在财政补贴等方面获得政府支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司代建项目回款的不确定性较大、资产流动性较弱，短期偿付压力较大、担保比率较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“17红果专项债01/17红果01”和“18红果专项债/18红果债”设有分期还本条款，能有效缓解公司的集中兑付压力。

随着地区经济的持续发展，盘州市及红果经开区对基础设施建设的需求较大，将为公司未来发展提供一定支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17红果专项债01/17红果01”和“18红果专项债/18红果债”的债券信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是盘州市主要的城市基础设施建设主体，负责红果经开区的基础设施建设及土地开发业务，业务具有区域专营优势。
2. 跟踪期内，公司继续在财政补贴方面获得红果经开区管委会的支持。
3. 存续债券分期还本条款能有效缓解公司存续债券的集中兑付压力。

分析师：马玉丹　刘沛伦
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
网址：www.lhratings.com

关注

1. 2019年，盘州市一般公共预算收入规模和质量同比下降明显，地方债务负担重。
2. 公司资产中土地资产和代建基础设施项目占比高，代建项目回款的不确定性较大，且部分已用于抵押，公司资产流动性较弱。
3. 公司在建及拟建项目未来待投入规模较大，资本支出压力较大。
4. 跟踪期内，公司债务规模继续增长，短期偿付压力较大。
5. 公司对外担保比率较高，被担保民营企业资产负债率整体较高，存在一定或有负债风险。
6. 存续债券募投项目建设进度明显滞后。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产（亿元）	9.65	9.07	4.94
资产总额（亿元）	180.52	191.65	196.07
所有者权益（亿元）	93.39	97.68	103.35
短期债务（亿元）	1.84	13.18	28.76
长期债务（亿元）	53.98	46.88	37.59
全部债务（亿元）	55.82	60.07	66.36
营业收入（亿元）	4.71	4.37	5.92
利润总额（亿元）	4.28	4.29	5.66
EBITDA（亿元）	6.15	5.47	6.67
经营性净现金流（亿元）	-15.90	-0.10	0.40
营业利润率（%）	81.33	80.95	70.28
净资产收益率（%）	4.58	4.39	5.48
资产负债率（%）	48.27	49.03	47.29
全部债务资本化比率（%）	37.41	38.08	39.10
流动比率（%）	291.68	213.99	173.53
速动比率（%）	103.57	65.48	51.61
现金收入比（%）	101.71	100.17	89.94
现金短期债务比（倍）	5.24	0.69	0.17
经营现金流动负债比（%）	-47.98	-0.21	0.73
EBITDA利息倍数（倍）	1.74	1.28	1.23
全部债务/EBITDA（倍）	9.08	10.98	9.95

公司本部（母公司）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	50.02	54.76	55.02
所有者权益（亿元）	26.67	26.50	26.38
全部债务（亿元）	18.39	21.89	21.41
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.15	-0.17	-0.12
资产负债率（%）	46.69	51.61	52.06
全部债务资本化比率（%）	40.81	45.23	44.81
流动比率（%）	493.24	442.06	156.50
经营现金流动负债比（%）	-166.32	-85.47	10.90
现金短期债务比（%）	19.57	0.07	0.00

注：长期应付款已调整至长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 红果专项债/18 红果债、17 红果专项债 01/17 红果 01	AA	AA	稳定	2019/6/21	马玉丹 刘沛伦	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 红果专项债/18 红果债	AA	AA	稳定	2018/1/12	历剑 薛琳霞	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 红果专项债 01/17 红果 01	AA	AA	稳定	2017/6/29	历剑 薛琳霞	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，其中盘州市财政局持股 51.00%，贵州红果经济开发区（两河新区）（以下简称“红果经开区”）管委会持股 49%；盘州市财政局为公司实际控制人。

截至 2019 年底，公司本部内设办公室、财务部、项目部、物业部、融资部和安保部共 6 个职能部门；拥有纳入合并报表范围的一级子公司 1 家。（详见附件 1）

截至 2019 年底，公司资产总额 196.07 亿元；所有者权益 103.35 亿元；2019 年，公司实现营业收入 5.92 亿元，利润总额 5.66 亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市红果经济开发区管委会；法定代表人：李力。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“17 红果专项债 01/17 红果 01”和“18 红果专项债/18 红果债”，债券余额合计 8.5 亿元。存续债券期限均为 7 年，并设有分期还本条款，分别自 2020 年和 2021 年起每年偿还本金的 20%，即 1.0 亿元和 0.7 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券的应付利息。

“17 红果专项债 01/17 红果 01”和“18 红果专项债/18 红果债”共募集资金 8.50 亿元，其中 4.25 亿元用于红果经开区综合养老产业建设项目（以下简称“募投项目”），剩余 4.25 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年 4 月底，募集资金已按以上计划使用完毕。

根据募投项目可行性研究报告，募投项目原计划于 2018 年完工并于 2019 年进入运营期。受国家相关政策调整影响，募投项目建设进度明显滞后，截至 2020 年 4 月底，募投项目尚未完工，工程建设进度为 85%。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
17 红果专项债 01 /17 红果 01	5.00	2017/11/24	7	7.80
18 红果专项债 /18 红果债	3.50	2018/2/8	7	7.80

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）**行业概况**

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国

民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发

《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系

2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，盘州市和红果经开区经济稳定增长，但红果经开区财力有限，2019年盘州市一般预算收入规模和质量同比下降明显且债务负担重。

盘州市概况

根据 2020 年盘州市《政府工作报告》，2019 年，盘州市地区生产总值（GDP）同比增长 10.3%，其中第一、二、三产业增加值分别增长 5.8%、12%和 9.3%。规模以上工业增加值增长 11.6%，社会消费品零售总额增长 7%，城乡居民人均可支配收入分别增长 8.5%和 10.8%。

根据《盘州市 2019 年财政预算执行情况与 2020 年财政预算草案的报告》，盘州市 2019 年完成一般公共预算收入 45.73 亿元，同比下降 11.72%，系受减税降费政策影响税收收入减少所致，税收收入占比为 47.34%，较上年（72.98%）大幅下降；非税收入 21.65 亿元，较上年（13.99 亿元）有所增长，非税收入主要是国有资本经营收入和行政事业性收费收入。2019 年，盘州市收到上级补助 42.65 亿元，财政自给率为 40.75%，较上年进一步下降。2019 年，盘州市完成政府性基金预算收入 45.78 亿元，主要是国有土地使用权出让收入。截至 2019 年底，盘州市政府债务余额 209.41 亿元，地方政府债务率为 155.45%，地方政府债务负担重。

贵州红果经济开发区（两河新区）概况

红果经开区产业定位主要以能矿装备制造业、电子信息产业和大健康产业为主导，同时大力发展循环经济产业、生产性服务业和特色轻工产业。

根据公司提供的红果经开区财政数据，2019 年，红果经开区完成一般公共预算收入 2.34 亿元，其中税收收入 2.09 亿元（占 89.32%）同比下降 12.18%。2019 年，红果经开区完成政府性基金收入分别完成 5.70 亿元，均为国有土地使用权出让收入。红果经开区一般预算收入规模有限，财政收入以土地出让收入为主，稳定性较弱。

六、基础素质分析

公司是盘州市主要的城市基础设施建设主体，负责红果经开区的基础设施建设及土地开发业务。跟踪期内，红果经开区管委会继续在财政补贴方面给予了公司有力支持。

根据“红管会发〔2011〕21号”“红管会发〔2012〕41号”等文件，红果经开区管委会每年对公司所完成的投资额按照不低于2%的比例发放财政补贴。2019年，公司收到红果经开区管委会拨付的财政补助2.20亿元，计入“其他收益”科目。

根据企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码G1052022200008010U），截至2020年5月7日，公司本部无未结清及已结清不良信贷记录，信用记录良好。

根据企业信用报告（自主查询版）（中征码5202220000100071），截至2020年5月6日，子公司贵州省盘州市红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾公司”）存在1笔已结清和2笔未结清的关注类信贷记录。其中，已结清的关注类借款已正常还款；根据相关金融机构提供的情况说明，未结清的关注类借款均系因借款到期不能按时归还而展期，分别于2019年11月和2020年1月被列入关注类，展期本金共计0.45亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，主营业务收入占比有所下降，其他业务中新增的土地销售业务收入金额相对较大且按成本确认收入，导致公司综合毛利率有所下降。

2019年，公司实现营业收入5.92亿元，同比增长35.47%，主要系其他业务中新增土地销售收入1.11亿元。公司主营业务收入仍以代建工程管理费为主，2019年，公司实现代建工程管理费收入4.28亿元，同比增长10.04%。

从毛利率情况来看，因公司主营业务只将管理费确认为收入，不确认成本，公司主营业务毛利率保持为100%；其他业务中房屋租赁因配合招商引资给与优惠政策毛利率持续为负，安置房销售和2019年新增的土地销售均按成本确认收入，毛利率为0%。由于其他业务收入占比上升，2019年公司综合毛利率同比下降15.23个百分点至73.93%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	**39805.00**	**91.06**	**100.00**	**43896.49**	**74.13**	**100.00**
代建工程管理	38849.68	88.88	100.00	42751.25	72.20	100.00
土地开发管理	955.32	2.19	100.00	1145.24	1.93	100.00
其他业务	**3906.83**	**8.94**	**-21.31**	**15319.76**	**25.87**	**-0.76**
房屋租赁	3271.95	7.49	-26.21	3971.23	6.71	-3.76
安置房销售	462.91	1.06	0.00	41.43	0.07	0.00
土地销售	0.00	0.00	--	11083.01	18.72	0.00
合计	**43711.83**	**100.00**	**89.16**	**59216.25**	**100.00**	**73.93**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

代建工程建设与土地开发

跟踪期内，公司代建工程建设与土地开发收入有所增长，但公司账面上多数项目已完工未结算，仍对公司资金形成较大占用。

目前公司承担的基础设施建设和土地开发项目均由子公司红腾公司，根据红果经开区管委会与红腾公司 2012 年签订的《委托代建框架性协议》以及 2015 年签订的《补充协议》，代建工程项目每月按新增结算价款的 10%（2015 年以前开工项目）或 15%（2015 年及以后开工项目）计提工程代建管理费，土地开发整理业务每月按新增结算价款的 10%计提土地开发管理费；每年年末，红果经开区管委会批复该年度新增结算投资额及管理费金额，红腾公司将管理费金额确认为当年收入，由红果经开区管委会于次年 3 月 30 日之前向红腾公司支付。

公司目前管理的代建工程均为 2015 年以后开工，其中一部分成本由公司支付，公司所投资成本计入“其他非流动资产”，待工程完工验收后，将转入对政府的“其他应收款”，待后期进行货币置换或冲减对政府的“其他应付款”；代建工程另一部分成本由红果经开区管委会或其他单位支付，不计入公司资产。公司目前管理的土地开发项目成本均由红果经开区管委会或其他单位支付，不计入公司资产。

2019 年 12 月 31 日，红果经开区管委会出具的批复函（红管会复〔2019〕21 号），同意公司确认 2019 年度高铁站前广场项目、中心物流园项目、两河新区电网建设工程等项目结算新增投资 28.50 亿元，公司确认代建管理费收入 4.28 亿元；确认土地整理结算新增投资 1.15 亿元，确认土地开发管理费收入 0.11 亿元。因新增投资额增加，公司 2019 年代建管理费收入和土地开发管理收入均高于 2018 年（3.88 亿元和 955.32 万元）。截至 2019 年底，2019 年工程代建管理费和土地开发管理费均已回款。

2019 年，红果经开区管委会回购了高铁站前广场（南广场）的商业部分（包含 4.96 亿元建筑物和 2.88 亿元附属土地），公司冲减了对经开区财政局的“其他应付款”。回购完成后，红果经开区管委会将高铁站前广场（南广场）的商业部分注入公司，用以置换公司持有的交易性金融资产（账面价值 6.76 亿元）。公司将高铁站前广场（南广场）的商业部分计入“投资性房地产”，将置换资产的价值差额计入对经开区财政局的“其他应付款”。

联合资信关注到，公司已投入未回款的代建项目成本快速增长，多数项目已完工，但成本部分并未回款。截至 2019 年底，公司代建工程投入 52.77 亿元，对公司资金形成较大占用，且对比红果经开区自身财政收入，其回款支付压力较大。

公司先后承接了高铁站前广场、红果体育中心、中心物流园、老机场棚改等多项基础设施建设工程项目的代建管理任务。截至 2019 年底，公司在建代建项目计划总投资 175.87 亿元，待投资规模中约 32.61 亿元需由公司支付。

表 5 截至 2019 年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资规模	已投资规模	公司已投资	后续公司需投资
2015 年红果经济开发区（两河新区）城市棚户区改造项目	138163.90	142558.40	142558.40	--
老机场棚改	40000.00	41747.81	9281.78	--
工业园区 1#地块公租房（1-6 号楼）	24417.85	26676.18	4125.00	--
高铁站前广场	131790.00	116690.87	116690.87	--
南北 1、3、4、8、9、10、11 号路	119936.00	71471.73	5080.34	48464.27
东西 1、4、5、6、7、9 号路	99648.40	65463.05	21327.06	34185.35
50 米快速通道	95500.00	99040.52	58817.31	--
南北 2 号路	27522.00	26961.03	4506.55	560.97
东西 2 号路	26496.00	17419.84	12308.57	9076.16

南北 5 号路北段	20251.00	19577.17	13.73	673.83
冯家庄 7 号路	21850.75	17549.83	135.45	4300.92
综合养老产业建设项目	83430.52	72556.39	72556.39	12738.78
盘州颐养健康中心建设项目	25000.00	24338.99	21124.79	661.01
中心医院	58400.00	23606.51	--	34793.49
中心物流园	75000.00	50854.32	18068.51	24145.68
新材料产业园	70000.00	31174.19	25205.46	38825.81
创新科技园	25500.00	23126.26	--	2373.74
高端装备制造园	55000.00	44133.69	--	10866.31
循环经济孵化中心	53600.00	47978.15	--	5621.85
盘州再生资源循环利用中心	24000.00	16521.64	--	7478.36
盘州钢材交易中心	25000.00	18092.79	--	6907.21
表面处理中心	40000.00	20858.87	2663.24	19141.13
1 号地块厂房	31000.00	32457.76	26231.92	--
两河新区 2 号地块标准厂房	37011.30	35110.90	7398.93	1900.40
2 号地块标准厂房及配套用房工程	59640.00	36165.68	20018.68	23474.32
3#地块标准厂房工程	50000.00	52033.99	32033.99	--
5 号地块标准厂房	42010.00	31624.30	15073.84	10385.70
全民健身中心及城市停车场	30278.76	13215.67	380.28	17063.09
环保设施工程	30000.00	22617.90	--	7382.10
两河新区职业技术学校建设项目	25000.00	25000.00	5284.49	--
职业技术学校建设项目	25000.00	19893.32	12619.65	5106.68
其他项目合计	148303.28	143004.21	32163.12	--
合计	**1758749.76**	**1429521.95**	**665668.35**	**326127.17**

注：1.表中已投资规模包含由红果经开区管委会等其他单位支付的成本；2.部分项目已完工未决算；3.部分项目投资规模已超过计划投资规模，由于追加投资手续尚在办理中，计划投资规模尚未调整；4. 高铁站前广场实际已投资规模为 166274.35 万元，由于其中高铁站前广场（南广场）商业部分已回购出表，故已投资规模中不包括此部分，但计划总投资中难以拆分，表中高铁站前广场计划总投资规模仍包括已回购的部分；5.公司债券募投项目“综合养老产业建设项目”尚未完工，待完工后将调整为公司经营性资产
资料来源：公司提供

从拟建项目看，根据红果经开区计划建设项目清单，公司将承接汽车零部件产业园标准厂房及配套工程、两河新区人才公寓、瓦厂收费站至两河乡道路项目等，项目总计划投资 38.64 亿元，公司计划 2020 年和 2021 年分别投入 9.30 亿元和 10.90 亿元。

房屋租赁

2013 以来，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）多栋标准厂房、办公楼划入公司，用于经营出租。跟踪期内，公司租赁性物业新增高铁站前广场（南广场）商铺。截至 2019 年底，公司租赁性物业可供出租面积约 113.89 万平方米，已出租面积约 93.32 万平方米，均较 2018 年底有所增加；租金价格为 2~35 元/平米/每月。

为配合招商引资，公司给予新租户一定免租期，同时因固定资产折旧成本较高，公司房屋租赁业务毛利率持续为负。2019 年，公司实现房屋租赁收入 3971.23 万元，较 2018 年（3271.95 万元）有所增长；毛利率为-3.76%，亏损同比有所缩小，主要系已出租面积增加以及部分物业免租期结束所致。公司计划自 2020 年起提高物业租赁价格，同时随着物业免租期结束，公司房屋租赁收入有望保持增长，经营情况有望好转。

公司其他业务还包括安置房销售和土地销售，公司均按照成本等额计为收入，不产生利润。其中，安置房系政府集资建房，项目不以盈利为目的，公司按成本价向委托方销售；土地销售系 2019 年公司根据红果经开区管委会业务规划向贵州宏财房地产开发有限责任公司、贵州荣腾达房地产开发有限公司定向转让 2 块土地，公司暂按成本价确认为收入并列入“应收账款”。

3. 未来发展

未来，公司将根据红果经开区的发展规划，继续加大城市路网、公共设施经营管理等城市基础设施的建设力度，提升工程建设水平和管理水平，有计划性地开展融资活动。同时通过对地方特色产业企业进行阶段性持股、构建企业孵化器、对园区内既定的战略企业进行战略投资和股权交易，形成三位一体的现代化新型服务业的运营体系，提升红果经开区对煤化工等主导产业的支持力度。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2019 年底，公司拥有纳入合并报表范围的一级子公司 1 家；跟踪期内公司合并范围未发生变化，数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 196.07 亿元；所有者权益 103.35 亿元；2019 年，公司实现营业收入 5.92 亿元，利润总额 5.66 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，其中非流动资产占比明显提高；以土地为主的存货和以代建基础设施项目成本为主的其他非流动资产规模大，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底公司资产总额 196.07 亿元，较 2018 年底增长 2.31%，主要是代建项目的建设投入带动公司资产增长。2019 年，红果经开区管委会使用投资性房地产对公司交易性金融资产进行置换，导致公司资产结构中非流动资产占比明显提升。2019 年底，公司资产总额中流动资产占 48.80%，非流动资产占 51.20%。公司资产结构由以流动资产为主转为以非流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.31	1.21	4.94	2.52
交易性金融资产	6.76	3.53	0.00	0.00
预付款项	6.32	3.30	12.28	6.26
其他应收款	15.36	8.01	9.93	5.07
存货	69.93	36.49	67.22	34.28
流动资产	**100.76**	**52.57**	**95.68**	**48.80**
投资性房地产	20.31	10.60	27.73	14.15
无形资产	17.27	9.01	16.17	8.24
其他非流动资产	49.49	25.82	52.77	26.91
非流动资产	**90.89**	**47.43**	**100.40**	**51.20**
资产总额	**191.65**	**100.00**	**196.07**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 95.68 亿元，较 2018 年底下降 5.04%，主要是交易性金融资产和其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.17%）、预付款项（占 12.83%）、其他应收款（占 10.38%）和存货（占 70.26%）构成。

2019 年底，公司货币资金 4.94 亿元，较 2018 年底增加 2.63 亿元；货币资金中有 4.80 亿元为定期存款，使用权受限至 2020 年 6 月底。

2018年底，公司交易性金融资产6.76亿元，系私募投资基金产品。2019年，红果经开区管委会以已回购的高铁站前广场（南广场）商业部分对公司所持交易性金融资产进行置换，公司交易性金融资产全部转出，投资性房地产余额相应增加。

2019年底，公司预付款项12.28亿元，较2018年底大幅增长94.19%，主要系新增对贵州红腾市政公用工程有限公司9.44亿元预付工程款；公司预付款项账龄集中在1年以内（占84.50%），整体账龄较短。

2019年底，公司其他应收款9.93亿元，较2018年底大幅下降35.34%。公司其他应收款主要是与施工单位的往来款和融资租赁保证金，其他应收款前五名合计6.32亿元，占比63.60%，集中度较高；公司未对其他应收款计提坏账准备。

表7　2019年底其它应收款按欠款方归集前五名情况

（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	2019年底金额	占比
贵州红腾市政公用工程有限公司	往来款	39415.92	39.69
贵州金果建筑有限公司	往来款	11572.80	11.65
中冶东方钢能重工（六盘水）有限公司	往来款	8518.13	8.58
远东国际租赁有限公司	保证金	1867.53	1.88
贵州天刺力食品科技有限责任公司	往来款	1789.57	1.80
合计	-	63163.94	63.60

资料来源：公司审计报告

2019年底，公司存货67.22亿元，全部为土地，较2018年底下降3.87%，系土地销售和高铁站前广场（南广场）的商业部分附属土地回购转出所致。公司存货中的土地部分来自政府资产注入，部分来自土地交易中心挂牌交易竞得。公司存货未计提跌价准备，其中29.10亿元因借款抵押使用权受限。

非流动资产

2019年底，公司非流动资产100.40亿元，较2018年底增长10.45%，主要来自投资性房地产和其他非流动资产增长。公司非流动资产主要由投资性房地产（占27.63%）、无形资产（占16.10%）和其他非流动资产（52.56%）构成。

2019年底，公司投资性房地产27.73亿元，较2018年底大幅增长36.68%，主要系红果经开区管委会对公司所持交易性金融资产进行置换，将已回购的高铁站前广场（南广场）商业部分注入公司所致。公司投资性房地产均按照成本法计量，其中14.52亿元因借款抵押而使用权受限。

公司无形资产全部为土地使用权，2019年底为16.17亿元，较2018年底下降6.39%，主要因部分土地使用权用途变更后转计入存货。公司无形资产无使用权受限情况。

公司其他非流动资产均为委托代建工程投入，2019年底为52.77亿元，较2018年底增长6.64%。

截至2019年底，公司受限资产合计48.42亿元，占公司资产总额的24.70%，资产受限的比例较高。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，负债规模略有下降，整体债务负担一般，但短期债务规模较大，2020年公司面临较大的兑付压力。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益103.35亿元，较2018年底增长5.80%，系未分配利润增加所致。公司权益构成变化不大，2019年底，公司实收资本、资本公积和未分配利润分别占9.68%、64.48%和25.67%。

2019年底，公司实收资本10.00亿元，资本公积66.64亿元，均与上年底保持一致。公司资本公积主要由政府划拨的土地、商业性房地产及资本金构成。2019年底，公司未分配利润26.53亿元，较2018年底增长27.14%。

负债

2019年底，公司负债总额92.73亿元，较

2018 年底下降 1.32%，主要是其他应付款减少所致。2019 年底，公司负债中流动负债占 59.46%，公司负债结构仍以流动负债为主，但由于一年内到期的非流动负债大幅增长，公司流动负债占比较 2018 年底（50.11%）明显上升。

2019 年底，公司流动负债 55.13 亿元，较 2018 年底增长 17.10%，主要是一年内到期的非流动负债大幅增长。2019 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 6.87%）、应付账款（7.86%）、其他应付款（37.73%）和一年内到期的非流动负债（占 45.29%）构成。2019 年底，公司短期借款 3.79 亿元，包括抵押借款 3.50 亿元和保证借款 0.29 亿元；应付账款 4.34 亿元，全部为工程款；其他应付款 20.80 亿元，较 2018 年底减少 7.61 亿元，公司其他应付款主要是与盘州市财政局、经开区财政局、贵州市宏财投资集团有限责任公司（以下简称“贵州宏财”）的往来款（含政府债务置换款[1]），2019 年底减少主要系经开区财政局通过账务对冲回购了代建项目中高铁站前广场（南广场）的商业部分；一年内到期的非流动负债 24.97 亿元，较 2018 年底增长 93.86%。

2019 年底，公司非流动负债 37.59 亿元，较 2018 年底下降 19.81%，主要是长期借款和长期应付款中将于一年内到期的部分调整至流动负债所致。2019 年底，公司非流动负债由长期借款（34.92%）、应付债券（56.74%）和长期应付款（占 8.34%）构成，均为有息债务。2019 年底，公司长期借款 13.13 亿元；应付债券 21.33 亿元，其中包含红腾公司于 2019 年发行的 13.00 亿元私募公司债“19 红腾 01”；长期应付款 3.14 亿元，公司长期应付款全部为融资租赁款，本报告已调整至有息债务计算。

2019 年底，公司全部债务 66.36 亿元，较 2018 年底增长 10.47%。公司全部债务中长期债务和短期债务分别占 56.66%和 43.34%，短期债务占比较 2018 年底（21.94%）明显提升。

2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 47.29%、39.10%和 26.67%，较上年底分别下降 1.74 个百分点、提高 1.02 个百分点和下降 5.76 个百分点；公司债务负担一般。从 2019 年底公司有息债务情况看，2020－2022 年，公司需偿还的债务规模分别为 30.90 亿元、5.37 亿元、17.49 亿元，2020 年公司将面临较大的偿债压力，其中 11.76 亿元系于 2020 年 1 月到期的“/16 红果小微债/16 红小微”，公司已按时全额兑付。

表 8　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	13.18	28.76
长期债务	46.88	37.59
全部债务	60.07	66.36
资产负债率	49.03	47.29
全部债务资本化比率	38.08	39.10
长期债务资本化比率	32.43	26.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，政府补助对公司利润总额有一定贡献。

2019 年，公司实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 35.47%，主要系新增土地销售收入。2019 年，公司营业利润率为 70.28%，同比有所下降，但仍保持在较高水平。

表 9　公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	4.37	5.92
营业成本	0.47	1.54
其他收益	1.50	2.20
营业利润	4.29	5.67
利润总额	4.29	5.66
营业利润率	80.95	70.28
总资本收益率	2.97	3.48
净资产收益率	4.39	5.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用构成主要为管理费用和财务费用。2019 年，公司期间费用 0.69 亿元，相当

[1] 政府债务置换款主要由盘州市财政局或经开区财政局直接转入，由贵州宏财转入的部分系偶发性资金调度

于营业收入的11.57%，同比减少5.89个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

2019年，公司利润总额5.66亿元，同比增长31.99%；获得的政府补助2.20亿元，占同期利润总额38.87%，政府补助对公司利润总额有一定贡献。

从盈利指标看，公司营业利润率有所下降、净资产收益率和总资本收益率有所上升，2019年分别为70.28%、5.48%和3.48%。

5.现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量由净流出转为净流入，但规模较小；由于到期债务规模较大，公司筹资压力明显加大。

2019年，公司经营活动现金流入20.99亿元，同比有所下降，主要由于收到其他与经营活动有关的现金波动下降。2019年公司收到其他与经营活动有关的现金15.66亿元，主要为对红果经开区管委会和经开区财政局的往来款，其中包括政府补助2.20亿元。2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金5.33亿元，同比增加0.95亿元；现金收入比为89.94%，公司收入实现质量一般。2019年，公司经营活动现金流出20.58亿元，同比下降23.49%，主要由于支付其他与经营活动有关的现金大幅减少；2019年公司购买商品、接受劳务支付的现金为14.42亿元，同比减少1.62亿元。2018－2019年，公司经营活动现金流量由净流出转为净流入，分别为-0.10亿元和0.40亿元。

2019年，公司投资活动现金流入规模较小，主要是理财产品赎回；投资活动现金流出主要是购买土地。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.02亿元。

表10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	26.80	20.99
经营活动现金流出量	26.90	20.58
经营活动产生的现金流量净额	-0.10	0.40
现金收入比	100.17	89.94
投资活动产生的现金流量净额	-6.21	-2.02
筹资活动产生的现金流量净额	-1.03	0.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司筹资活动主要系举债融资用以偿还到期债务本息，公司筹资活动现金流入21.93亿元，支付债务本息共流出19.11亿元。2019年，公司筹资活动现金流量净额为0.64亿元。

6. 偿债能力

公司长期偿债能力指标尚可，但存在较大的短期支付压力。考虑到公司在红果经开区的重要地位，并可获得持续有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别由上年底的231.99%和65.48%下降至173.53%和51.61%；同期，公司经营性现金流量净额对流动负债不具保障能力。2019年底，公司现金短期债务比由上年底的0.69倍下降至0.17倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力弱。综合来看，公司短期偿债能力指标走弱，存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标来看，2019年公司EBITDA为6.67亿元，同比增长21.85%。2019年，公司EBITDA利息倍数为1.23倍，同比略有下降；公司EBITDA/全部债务由上年的10.98倍下降至9.95倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度略有提升。公司长期偿债能力尚可。

截至2019年底，公司对外担保金额25.67亿元，担保比率24.83%，其中对民营企业担保1.87亿元，主要为红果经开区管委会扶持的具有产业特色的中小民营企业，目前被担保企业经营正常，但资产负债率整体较高。对外担保企业中，公司对贵州宏财和贵州盘北经济开发区投资有限公司（以下简称“盘北公司”）的担保金额较高。贵州宏财由盘州市财政局持股99.05%，系盘州市主要的国有资产经营和市政基础设施建设投融资主体，承担了盘州市大量的基础设施建设和棚户区改造业务。2016年6

月 7 日，贵州宏财发行了 15 亿元“16 盘县棚改项目债/16 盘改债”，公司作为债券的差额补偿人，需在债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付上述债券当期本息时，按《差额补偿协议》约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。盘北公司系盘州市主要的基础设施建设投融资主体之一，负责贵州盘北经济开发区范围内的基础设施建设等业务，分别由盘州市财政局持股 51%、贵州盘北经济开发区财政局持股 49%。

总体看，公司对外担保规模较大，被担保民营企业资产负债率整体较高，存在一定的或有负债风险。

表 11　截至 2019 年底公司对外担保明细（单位：万元）

类型	被担保人	企业性质	担保金额	实际控制人	2019 年底基本财务数据
保证	贵州宏财投资集团有限责任公司	国有	112500.00	盘州市财政局	总资产 462.97 亿元，净资产 264.47 亿元
保证	贵州盘北经济开发区投资有限公司	国有	72100.00	盘州市财政局	总资产 70.24 亿元，净资产 59.96 亿元
质押	贵州红腾市政公用工程有限公司	国有	34700.00	贵州红果经济开发区财政局	总资产 6.04 亿元，净资产 0.56 亿元
保证	贵州盘北致远实业有限责任公司	国有	13700.00	贵州盘北经济开发区财政局	总资产 18.55 亿元，净资产 7.92 亿元
质押	贵州瑞成荣辉建筑工程有限公司	民营	11192.00	张绍荣	总资产 2 亿元，净资产 0.67 亿元
保证	盘州市水利投资有限责任公司	国有	5000.00	盘州市财政局	总资产 77.18 亿元，净资产 40.96 亿元
抵押	贵州缔谊健康制药有限公司	民营	4600.00	贵州省三特医药（集团）有限公司	总资产 1.22 亿元，净资产 1200 万元
保证	贵州盛红科技有限责任公司	民营	2000.00	何昀泽，林钱友，李宗和	总资产 2.04 亿元，净资产 0.42 亿元
保证	贵州富通供应链管理有限公司	民营	500.00	陈毓宏	总资产 1.69 亿，净资产 1939 万
保证	盘州万合源油业有限公司	民营	360.00	夏海	总资产 9824.22 万元，净资产 7376.66 万元
合计			256652.00	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、公开资料和公司提供的资料整理

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度为 17.79 亿元，未使用额度 2.87 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务概况

公司资产和营业收入主要集中于子公司红腾公司，母公司资产和营收规模较小。

2019 年底，母公司资产总额 55.02 亿元，较 2018 年底变化不大；其中流动资产占 54.98%、非流动资产占 45.02%。公司流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产全部为对红腾公司的长期股权投资。

2019 年底，母公司所有者权益合计 26.37 亿元，主要构成为资本公积 15.28 亿元和实收资本 10.00 亿元，金额与构成均较 2018 年底变化不大。

2019 年底，母公司负债总额 28.64 亿元，较 2018 年底变化不大；流动负债占比为 67.49%。由于“16 红果小微债/16 红小微”将于一年内到期而调整入流动负债，母公司负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

2019 年，母公司未产生营业收入，利润总额为-1242.50 万元。公司营业收入及利润来源主要为子公司。

十、本期债券偿还能力分析

截至本评级报告出具日，联合资信评级的公司存续债券“17 红果专项债 01/17 红果 01”和“18 红果专项债/18 红果债”债券余额合计 8.50 亿元。2019 年，公司经营活动现金流入量（20.99 亿元）为债券余额合计的 2.47 倍，对存续债券余额的保障能力尚可。2019 年，公司 EBITDA（6.67 亿元）和现金类资产（4.94 亿元）

分别为上述债券余额合计数的0.78倍和0.58倍，对其保障能力较弱。

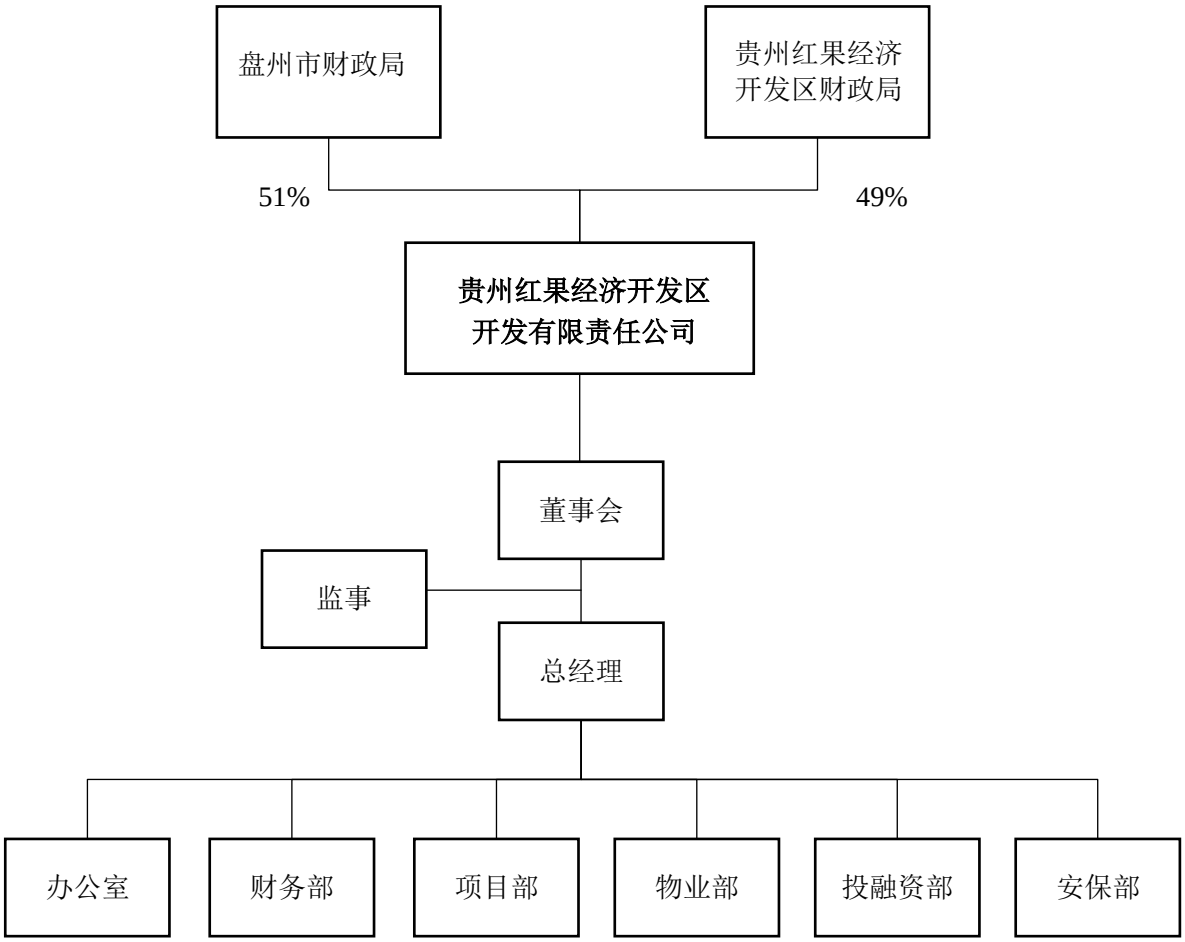
“17红果专项债01/17红果01”和“18红果专项债/18红果债”设置了本金分期偿还条款，分别自2020年和2021年起公司每年需偿还本金的20%，即1.00亿元和0.70亿元。2021－2024年，公司每年需兑付债券到期本金1.70亿元，为公司存续债券未来单年最大偿还本金金额。2019年公司经营活动现金流入量、EBITDA和现金类资产分别为存续债券单年最大偿还本金的12.35倍、3.92倍和2.91倍，对其覆盖程度均较好。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量、EBITDA和现金类资产对存续债券单年最大偿还本金的保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17红果专项债01/17红果01”和“18红果专项债/18红果债”债券信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司一级子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
贵州省盘州市红腾开发投资有限公司	50000.00	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营;法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（土地开发；新农村建设项目；市政工程施工；工程代建；项目投融资；污水处理；园林绿化设计、施工；酒店管理；建材（木材除外）、矿山设备、机电产品、矿产品、五金家电、日用品、办公设备、农副产品销售）	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.65	9.07	4.94
资产总额（亿元）	180.52	191.65	196.07
所有者权益（亿元）	93.39	97.68	103.35
短期债务（亿元）	1.84	13.18	28.76
长期债务（亿元）	53.98	46.88	37.59
全部债务（亿元）	55.82	60.07	66.36
营业收入（亿元）	4.71	4.37	5.92
利润总额（亿元）	4.28	4.29	5.66
EBITDA（亿元）	6.15	5.47	6.67
经营性净现金流（亿元）	-15.90	-0.10	0.40
财务指标			
销售债权周转次数（次）	203.40	188.82	10.44
存货周转次数（次）	0.01	0.01	0.02
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.03
现金收入比（%）	101.71	100.17	89.94
营业利润率（%）	81.33	80.95	70.28
总资本收益率（%）	3.51	2.97	3.48
净资产收益率（%）	4.58	4.39	5.48
长期债务资本化比率（%）	36.63	32.43	26.67
全部债务资本化比率（%）	37.41	38.08	39.10
资产负债率（%）	48.27	49.03	47.29
流动比率（%）	291.68	213.99	173.53
速动比率（%）	103.57	65.48	51.61
经营现金流动负债比（%）	-47.98	-0.21	0.73
现金短期债务比（倍）	5.24	0.69	0.17
全部债务/EBITDA（倍）	9.08	10.98	9.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.28	1.23

注：长期应付款已调整至长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.03	0.03	0.03
资产总额（亿元）	50.02	54.76	55.02
所有者权益（亿元）	26.67	26.50	26.38
短期债务（亿元）	0.15	0.41	12.10
长期债务（亿元）	18.24	21.48	9.31
全部债务（亿元）	18.39	21.89	21.41
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.15	-0.17	-0.12
EBITDA（亿元）	1.71	1.01	0.88
经营性净现金流（亿元）	-8.52	-5.80	2.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--
总资本收益率（%）	1.79	0.47	0.26
净资产收益率（%）	-0.57	-0.63	-0.47
长期债务资本化比率（%）	40.61	44.76	26.09
全部债务资本化比率（%）	40.81	45.23	44.81
资产负债率（%）	46.69	51.61	52.06
流动比率（%）	493.24	442.06	156.50
速动比率（%）	493.24	442.06	156.50
经营现金流动负债比（%）	-166.32	-85.47	10.90
现金短期债务比（倍）	19.57	0.07	0.00
全部债务/EBITDA（倍）	10.74	21.66	24.34
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.24	0.16

注：长期应付款已调整至长期债务

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=［（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1］×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变