



2016年贵阳白云城市建设投资有限公司白云 区地下综合管廊项目专项债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2016年贵阳白云城市建设投资有限公司白云区地下综合管廊项目专项债券2024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	负面
16白云专项债/PR白城投	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：贵阳白云城市建设投资集团有限公司（以下简称“白云城投”或“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，业务持续性较好且继续获得政府的外部支持，贵阳市投资控股集团有限公司（以下简称“贵阳投控”）提供的担保提升了“16白云专项债/PR白城投”（以下简称“本期债券”）信用水平。但中证鹏元关注到，公司资产流动性较弱且仍面临较大的资金压力，总债务规模仍较大，短期偿债能力进一步弱化，存在借款利息逾期和关注类余额、被执行及持续票据逾期等情形，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。我们认为公司出现信贷及票据逾期、被执行等不良信用记录，再融资及偿债能力受到较大不利影响。

评级日期

2024年07月30日

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：周广华
zhough@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	353.40	350.32	322.73
所有者权益	143.77	144.38	134.13
总债务	100.21	116.00	110.74
资产负债率	59.32%	58.79%	58.44%
现金短期债务比	0.01	0.10	0.26
营业收入	11.54	11.11	12.07
其他收益	1.40	1.20	1.50
利润总额	2.24	2.34	2.23
销售毛利率	11.52%	12.71%	11.44%
EBITDA	2.32	2.40	2.30
EBITDA利息保障倍数	0.33	0.33	0.33
经营活动现金流净额	1.17	11.95	7.10

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务持续性较好。**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，截至 2023 年末，已签订代建协议的基础设施建设及土地开发项目较多，总投资较大，公司代建业务和土地开发业务具有较好的持续性。
- **公司继续获得政府的外部支持。**2023 年公司获得白云区政府财政补贴 1.40 亿元，提升了公司利润水平。
- **贵阳投控为本期债券提供的保证担保提升了本期债券信用水平。**贵阳投控综合实力较强，经中证鹏元综合评定其主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **存在借款利息逾期和关注类余额、被执行及持续票据逾期等情形。**根据公司提供的企业信用报告（查询日：2024 年 07 月 01 日），公司本部未结清信贷中逾期利息 65.74 万元，关注类余额 6.92 亿元；因公司未及时兑付到期的银行承兑汇票，存在被银行追偿余额 1,005.95 万元。公司存在多项被执行信息，主要因建设工程施工合同纠纷、票据追索权纠纷等事项产生，截至 2024 年 7 月 25 日，合计被执行金额 0.32 亿元。根据上海票据交易所票据信息披露平台公开查询信息，2022 年 8 月，公司开始出现票据逾期，截至 2024 年 6 月末，公司票据逾期余额为 0.43 亿元，累计逾期发生额 1.61 亿元。此外，因公司未按合同约定按时偿付对中国华融资产管理股份有限公司贵州省分公司的债务，截至 2023 年末，逾期金额为 9,450.00 万元。
- **公司资产流动性较弱且面临较大的资金压力。**跟踪期内，公司资产仍以存货和应收款项等流动资产为主。存货中项目投入成本的回款受区域政府安排及财政经济状况影响较大，时间存在不确定性，此外，土地资产短期变现能力较差。应收款项对营运资金占用较为明显，回收风险有所增加。公司受限资产规模仍较大，而可动用货币资金很小，且主要在建基础设施建设项目和土地开发项目尚需投资建设规模很多，存在较大资金缺口。
- **公司总债务规模仍较大，短期偿债能力进一步弱化，面临较大的偿债压力。**截至 2023 年末，公司总债务规模为 100.21 亿元，同比有所下降但规模仍较大；受货币资金规模进一步减少影响，公司现金短期债务比下降至 0.01，现金资产对短期债务的覆盖能力很弱。2023 年，EBITDA 利息保障倍数为 0.33，盈利对利息支付的保障能力仍较弱。
- **公司仍存在较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 59.98 亿元，占期末总资产的 16.97%，被担保方主要为地方国有企业。近年区域内部分国有企业出现票据逾期、被执行等负面舆情，区域国企后续融资或将受限，考虑到公司多数对外担保期限较长，且均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。此外，根据公司提供的企业信用报告（查询日：2024 年 07 月 01 日），公司存在关注类担保余额 2.66 亿元。

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	353.40	143.77	11.54
白云工投	主要负责白云区内道路设施和棚户区改造业务	229.94	95.79	5.24

注：（1）白云工投为贵阳白云工业发展投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
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：各指标得分越高，表示表现越好。

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市政基础设施投融资与建设主体，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：一方面，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，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司基础设施代建业务和土地一级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。另一方面，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的贡献很大，同时考虑到公司已公开发行债券，若发生违约事件将会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

此外，白云区为贵阳市六个中心城区之一，传统支柱产业为铝及铝加工，近年来全区正推进新型工业化，中证鹏元认为白云区人民政府提供支持的能力很强。

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
16白云专项债/PR 白城投	12.00	5.40	2023-06-27	2026-09-13

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2016年9月发行10年期12亿元白云区地下综合管廊项目专项债券，募集资金拟计划全部用于白云区地下综合管廊（铝厂片区）项目建设（以下简称“综合管廊项目”）。截至2024年6月末，本期债券募集资金专项账户余额为36.75元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本均未发生变化，2023年末仍为8.00亿元；控股股东和实际控制人仍为贵阳市白云区国有资产监督管理委员会（以下简称“白云区国资委”），持有公司100%股权。

公司仍主要负责白云区基础设施建设和土地开发整理，2023年合并范围新增1家子公司，为新增设立的房地产公司，无减少子公司。截至2023年末纳入合并报表范围子公司情况见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册地	主营业务	合并方式
贵阳云琦房地产开发有限公司	100.00%	贵阳市	房地产业	新设

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具

创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模

趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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；但贵阳市人均GDP水平不高，整体财政收入质量及自给能力仍一般，且近年政府债务余额呈持续扩张态势

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2023年末，贵阳市常住人口增至640.29万人。

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，贵州省委常委会议召开，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，促进其与贵阳市融合发展。

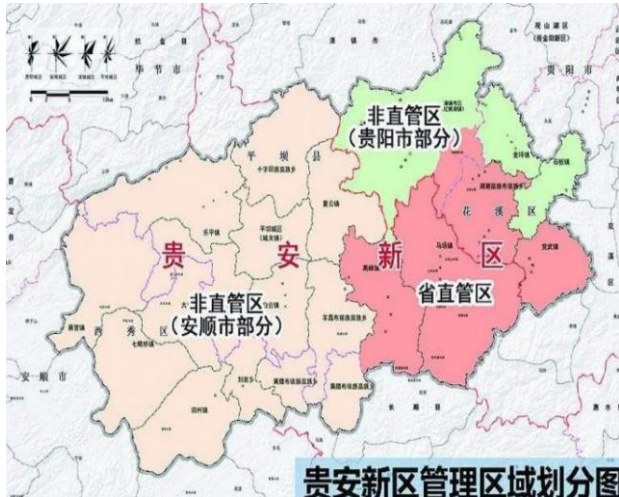
2023年，贵州省人民政府下发《关于进一步加快推动贵安新区高质量发展的意见》，出台“新贵安八条”，主要从加快产业集聚、加大财政支持、强化用地保障等多方面继续给予贵安新区政策支持。

图1 贵阳市区位图



资料来源：国家地理信息公共服务平台

图2 贵安新区管理区域划分图



资料来源：贵阳市人民政府网站

经济发展水平：贵阳市以第三产业为主，经济实力持续提升，稳居全省第一，但人均GDP水平不高。经济实力方面，2023年全市实现地区生产总值5,154.75亿元，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。2023年贵阳市人均生产总值约8.17万元，是全国平均水平的91.40%；贵阳市三次产业结构为4.0:35.0:61.0，第三产业依然占据主导地位。

从经济增长的驱动因素来看，2023年，贵阳市进出口继续呈增长态势，当期外贸进出口总额完成82.29亿美元，同比增长11.7%¹，有效促进经济增长；消费有所回暖，全年社会消费品零售总额同比增长5.2%；固定资产投资同比下降10.3%，其中，第一产业投资下降40.0%、第二产业投资增长5.2%、第三产业投资下降14.4%。贵阳市金融资源较为丰富，截至2023年末，金融机构人民币各项存款余额15,350.30亿元，增加934.43亿元，金融机构人民币各项贷款余额21,347.12亿元，增加2,081.10亿元，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。

表2 2023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	5,154.75	6.0%	8.17	446.20	640.94
遵义市	4,601.56	6.8%	6.99	326.37	369.37
毕节市	2,302.02	4.9%	3.38	129.64	158.47
黔南布依族苗族自治州	1,800.95	3.0%	5.19	124.16	269.83

¹ 进出口增速按扣除政策性增量后的可比口径计算。

六盘水市	1,557.64	3.2%	5.16	110.33	123.99
黔西南布依族苗族自治州	1,552.24	3.1%	5.20	91.78	148.33
铜仁市	1,514.10	3.6%	4.64	72.26	130.75
黔东南苗族侗族自治州	1,329.65	4.0%	3.56	77.25	110.72
安顺市	1,100.34	3.0%	4.48	69.25	98.43

注：贵阳市、遵义市、黔西南布依族苗族自治州人均 GDP 采用 2023 年末常住人口数据计算；其余地区人均 GDP 采用 2022 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 3 贵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,154.75	6.0%	4,921.17	2.0%	4,711.04	6.6%
固定资产投资	-	-10.3%	-	-4.2%	-	-7.1%
社会消费品零售总额	2,526.77	5.2%	2,402.11	-5.7%	2,546.69	12.9%
进出口总额（亿美元）	82.29	11.7%	88.33	10.7%	74.12	23.5%
人均 GDP（万元）		8.17		7.99		7.79
人均 GDP/全国人均 GDP		91.40%		93.20%		96.22%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：贵阳市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市着力培育“1+7+1”新型工业体系，坚持“数字活市”主战略，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”是指在筑央企制造业；“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。2023年，重点工业产业中，在筑央企制造业增加值同比增长0.7%，七大产业增加值增长15.0%，软件信息技术服务业营业收入增长18.7%。此外，贵阳市坚持“数字活市”主战略，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50%，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：2023年贵阳市一般公共预算收入有所回升，但整体财政收入质量及自给能力仍一般，且近年政府债务余额呈持续扩张态势。2023年贵阳市一般公共预算收入实现446.20亿元，同比增

长10.95%，税收收入占比小幅提升至67.69%，但整体财政收入质量仍一般。此外，财政自给率同比小幅增至57.30%。受经济下行压力持续加剧、房地产市场低迷等因素影响，2023年贵阳市实现政府性基金收入640.94亿元，同比下降20.43%。区域债务方面，近年贵阳市地方政府债务余额持续扩张，2023年末地方政府债务余额增至3,435.82亿元。

根据《贵阳市2023年全市和市本级财政预算执行情况与2024年全市和市本级财政预算报告》，2024年，贵阳市坚持“优存量、控增量”，千方百计防范化解债务风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线，推动债务管理进入良性循环。

表 4 贵阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

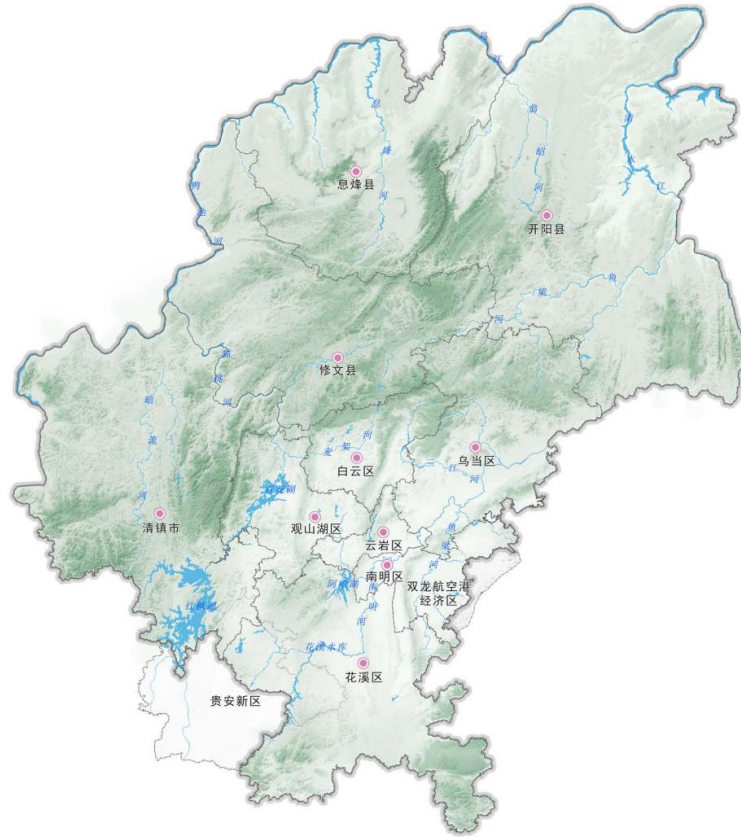
项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	446.20	402.16	426.68
税收收入占比	67.69%	63.52%	75.07%
财政自给率	57.30%	55.28%	62.56%
政府性基金收入	640.94	805.50	788.32
地方政府债务余额	3,435.82	2,604.22	2,498.62

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，铝及铝加工为区域传统支柱产业，经济总量（GDP）在贵阳市下辖区县中排名中后，人均GDP显著低于全国平均水平，2023年区域消费略有回暖但固定资产投资表现较差；受地方国有土地出让收入纳入市级预算管理影响，白云区可支配财力水平大幅下降；此外，白云区财政自给能力仍较弱，且近年政府债务余额持续扩张

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。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2023年末，白云区常住人口为49.74万人，近年人口呈净流入状态。

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，人均 GDP 显著低于全国平均水平，2023 年区域消费略有回暖但固定资产投资表现较差。2023 年白云区实现地区生产总值 286.71 亿元，同比增长 3.0%，增速低于全市平均水平。分产业看，第一产业增加值 9.03 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 145.63，增长 0.5%；第三产业增加值 132.05 亿元，增长 5.9%。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 波动提升，但仍显著落后于全国平均水平。2023 年白云区消费略有回暖，当期社会消费品零售总额同比增长 3.0%；固定资产投资表现较差，2023 年为 63.82 亿元，同比大幅下降。

表 5 2023 年贵阳市部分下辖行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
南明区	1,048.50	4.7%	10.08	25.21	0.06
云岩区	1,012.54	8.7%	9.22	29.71	-0.07
花溪区	794.64	5.8%	7.71	15.21	0.79
观山湖区	790.91	4.6%	11.51	56.63	0.57
清镇市	317.50	4.5%	4.87	18.95	32.35
白云区	286.71	3.0%	5.76	13.12	0.89
乌当区	204.05	6.6%	5.81	17.87	0.27
修文县	201.59	4.4%	6.61	7.81	26.57

注：南明区、花溪区、白云区 and 修文县 2023 年人均 GDP 根据当地 2023 年末常住人口计算，云岩区、观山湖区和乌当区 2023 年人均 GDP 根据当地 2022 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、2023 年 1-12 月各区（县）经济指标完成情况等，中证鹏元整理

表 6 白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	286.71	3.0%	282.17	5.2%	259.78	7.0%
固定资产投资	63.82	-	170.38	6.9%	-	0.5%
社会消费品零售总额	96.75	3.0%	93.91	-4.4%	98.29	11.8%
进出口总额（万美元）	-	-	-	63.6%	-	-
人均 GDP（万元）		5.76		5.99		5.64
人均 GDP/全国人均 GDP		64.51%		69.94%		69.63%

资料来源：贵阳市白云区政府网站，中证鹏元整理

产业情况：贵阳市白云区传统支柱产业为铝及铝加工，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，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。2023 年，白云区工业总产值达 280 亿元、增加值完成 37.08 亿元。产业转型快速推进，规上电子信息制造业、生态特色食品行业增加值分别增长 113.9%和 9.3%，分别拉动规上工业增长 5.15 和 2.1 个百分点。新培育规上工业企业 8 户、总量达 98 户；新增国家级专精特新“小巨人”企业 1 户、省级专精特新企业 5 户。“七有”园区加快建设，全年收储工业用地 573.36 亩，新开工标准厂房 62.23 万平方米、建成 30.85 万平方米，规上工业亩均产值达 366.5 万元、亩均税收达 12.2 万元。

发展规划及机遇：白云区坚持以强工业为主攻点，紧盯做强主导产业，主攻电子元器件、智能终端、新能源汽车三大方向，突出汽车电子、电子医疗器械两大模块，深入推动“电动白云”建设，围绕比亚迪、吉利、奇瑞、华为加快建设汽车电子与车身外协件集聚区、电动汽车商贸流通枢纽区、网联智能集成区。紧盯做精特色产业，以娃哈哈、康师傅、燕京、海科扩产为抓手，再拓展功能饮品集聚区建设。主特产业产值及占比提升至 84.2 亿元和 38%。精深推进铝及铝加工产业，充分发挥铝产业基础优势，重点围绕挤压、压延、拉拔“三个”环节拉长产业链，支持贵铝新材料发展新能源汽车、轨道交通新型材料产业，争取中铝贵州分公司产值恢复 50 亿元以上。铝及铝加工产业产值达 70 亿元、力争 75 亿元。做大做强先进装备制造业，持续做好在筑央企服务，发挥中车贵阳车辆厂、吉利发动机、弗迪动力、大东风等央企民企优势，聚焦新能源汽车及其关键零部件、民用飞机等打造产业生态圈。支持中车贵阳车辆厂关联发展电子信息制造业，地企联动打造智能制造产业园区。先进装备制造业产值达 65 亿元、力争达 70 亿元以上。

财政及债务水平：2022 年以来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；2023 年一般公共预算收入同比有所增长，财政收入质量尚可，但财政自给能力仍较弱，且近年政府债务余额持续扩张。2023 年全区完成一般公共预算收入 13.12 亿元，同比有所增长，其中税收

收入占比为 74.36%，同比变动不大，财政收入质量尚可。2023 年白云区财政自给率为 41.65%，同比有所增长，但财政自给能力仍较弱。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，近年白云区政府性基金收入规模大幅下降，2023 年仅为 0.89 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，2023 年末为 72.77 亿元。根据《白云区 2023 年全区和区本级财政预算执行情况与 2024 年全区和区本级财政预算（草案）》报告，白云区将加强政府债务管理，严格实行债务限额和预算管理，建立债务风险预警机制，评估债务风险状况，合理编制偿债计划，坚决遏制新增隐性债务，稳妥化解存量债务，守住不发生系统性风险底线。

表 7 白云区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	13.12	11.48	11.63
税收收入占比	74.36%	74.16%	83.10%
财政自给率	41.65%	37.65%	47.24%
政府性基金收入	0.89	0.64	59.85
地方政府债务余额	72.77	64.43	60.85

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 2023 年末，白云区已发债投融资平台主要有 2 家，分别为白云城投及白云工投。

表 8 截至 2023 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	143.77	59.32%	11.54	100.21	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	95.79	58.34%	5.24	43.51	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 2023 年度/2023 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要负责白云区基础设施建设和土地开发整理，2023 年确认营业收入同比小幅增长，毛利率水平保持相对稳定；公司项目储备充足，业务持续性较好，但面临较大资金压力

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，2023 年公司实现营业收入 11.54 亿元，其中基础设施代建业务和土地一级开发业务是公司营业收入的最主要来源。得益于土地一级开发项目结算金额增加，公司土地一级开发收入同比有所增加；基础设施代建业务收入同比略有下降，主要系项目结算减少所致。2023 年末实现房屋征收代理收入，其他业务收入基本为租赁收入，近年规模均不大。

由于收入结构的变化，2023年公司销售毛利率同比小幅下降，为11.52%。

表 9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
基础设施建设	55,249.77	14.00%	47.88%	57,745.05	14.00%	51.98%
土地一级开发	59,573.99	9.09%	51.62%	51,086.56	9.09%	45.99%
房屋征收代理	-	-	-	936.27	54.62%	0.84%
其他业务	579.34	25.70%	0.50%	1,318.89	67.02%	1.19%
合计	115,403.10	11.52%	100.00%	111,086.77	12.71%	100.00%

注：其他业务收入基本为租赁收入。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

基础设施代建业务收入受当地政府结算安排的影响较大，2023年同比略有下降；公司在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但后续面临较大的资金支出压力；公司自营项目建设进度不及预期，未来收益状况存在一定不确定性

公司基础设施建设工程、保障房项目主要采取委托代建模式，由公司和白云区人民政府签署代建协议后进行项目建设，项目建成后移交政府并由白云区财政局进行回购，项目投资情况由白云区审计局每年进行评审，回购价在投资评审额的基础上固定项目毛利率为14.00%进行支付。

基础设施代建业务收入受当地政府结算安排的影响较大，2023年公司确认收入规模为5.52亿元，同比略有下降，均来自沙子哨监狱迁建工程项目。由于公司基础设施代建业务采用成本加成固定毛利率确认收入，2023年毛利率仍为14.00%。

截至2023年末，公司主要在建的代建基础设施项目计划总投资合计200.00亿元，已完成投资86.88亿元。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，委托代建业务可持续性较好。

另外，“PR白云02”债券的募投项目“贵铝金东社区棚户区改造项目”的投资规模为11.37亿元，截至2023年末累计已投资10.98亿元，占总投资规模的比例为96.57%；项目收益主要来源于可销售的保障性住房、小区配套商铺和停车位销售收入，原计划于2018年9月完工，调整竣工验收时间为2023年12月31日，目前该项目仍尚未完工，处于建设状态，销售时间存在不确定性。“PR白云01”债券的募投项目“白云区白金片区保障性住房（公租房）项目”已建成竣工对外销售，但收益不达预期。

“16白云专项债/PR白城投”债券的募投项目“白云区地下综合管廊（铝厂片区）项目”投资规模为20.38亿元，截至2023年末累计已投资13.62亿元，占总投资规模的比例为66.84%；该项目建成后运营收入来源主要为管道使用费、维护费以及管道入驻费，由于征拆进度较慢，主体工程仍在建设当中，完工时间及未来收益存在不确定性。

值得注意的是，截至2023年末，公司主要在建项目（包括募投项目）至少尚需投入资金152.28亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及基础设施项目回款情况。

表 10 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

类型	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
代建	贵阳市白金片区一号路道路工程	59,300.00	146,158.04	-
	贵阳市白金片区二号道路工程	65,500.00	115,608.29	-
	白云区青龙大道道路工程	109,920.78	245,529.09	-
	南湖片区棚户区改造	160,518.46	154,510.80	6,007.66
	白云区金融城项目	1,094,400.00	24,735.77	1,069,664.23
	沙子哨监狱迁建工程项目	-	47,514.80	-
	白云区鸡场片区棚户区改造项目	158,600.00	132,968.71	25,631.29
	白云区大山洞片区棚户区城中村改造项目	351,800.00	1,801.81	349,998.19
	小计	2,000,039.24	868,827.32	1,451,301.36
自营	贵铝金东棚户区改造项目*	113,691.00	109,792.41	3,898.59
	白云区地下综合管廊（铝厂片区）项目**	203,805.41	136,224.38	67,581.03
	小计	317,496.41	246,016.79	71,479.62
	合计	2,317,535.65	1,114,844.10	1,522,780.98

注：（1）标“*”为“17白云债02/PR白云02”募投项目、标“**”为“16白云专项债/PR白城投”募投项目；（2）沙子哨监狱迁建工程项目未测算总投，故该项目计划总投资和尚需投资未加入合计数；（3）贵阳市白金片区一号、二号路道路工程、白云区青龙大道道路工程项目可研批复较早，后经多次调整，项目已投资金额已超过计划总投资；（4）尚需投资不包括已投资超过计划总投资的项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地一级开发业务

土地一级开发业务收入受当地政府结算安排的影响较大，2023年同比有所增加；公司在建土地一级开发项目较多，业务持续性较好，同时面临较大资金压力

公司土地一级开发业务主要采取委托代建模式，由公司和白云区人民政府签署代建协议后进行项目建设，项目建成后移交政府并由白云区财政局进行回购，项目投资情况由白云区审计局每年进行评审，回购价款在投资评审额的基础上加成10%进行支付。土地一级开发业务收入受当地政府结算安排的影响较大，2023年公司确认收入规模为5.96亿元，同比有所增加，均来自贵铝氧化铝土地一级开发项目。由于公司土地一级开发业务采用固定成本加成模式确认收入，2023年毛利率仍为9.09%。

截至2023年末，公司主要在建土地一级开发项目情况如下表所示，主要项目预计总投资合计为255.97亿元，已完成投资114.81亿元，后续尚需资金投入159.72亿元（剔除已投资大于计划总投资项目），在建项目资金压力较大。

表 11 截至 2023 年末公司主要在建土地一级开发情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	尚需投资	建造模式
金融北城地块一级开发	1,620,123.00	84,619.01	1,535,503.99	代建

贵铝氧化铝土地一级开发	575,588.65	761,279.82	-	代建
南湖片区土地一级开发	160,500.00	153,262.19	7,237.81	代建
白金片区一级开发	116,728.34	94,585.61	22,142.73	代建
梵华里小镇地块	62,138.20	40,699.21	21,438.99	代建
泰美公司地块	24,600.00	13,692.49	10,907.51	代建
合计	2,559,678.19	1,148,138.33	1,597,231.03	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得政府的外部支持

公司是贵阳市白云区重要的基础设施建设和土地开发项目主体，2023年公司获得白云区政府财政补贴1.40亿元，提升了公司利润水平。

六、 财务分析

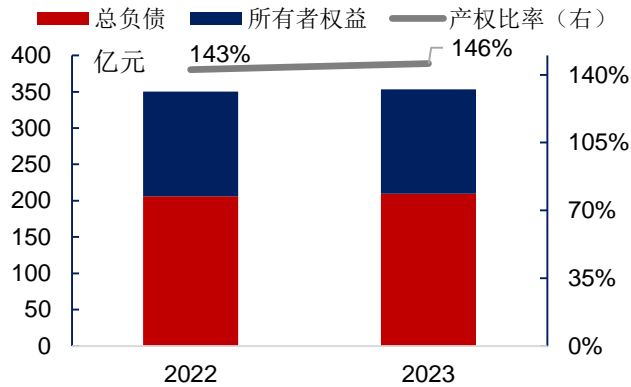
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年合并范围新增1家子公司，为新增设立的房地产公司，无减少子公司。截至2023年末纳入合并报表范围子公司情况见附录四。

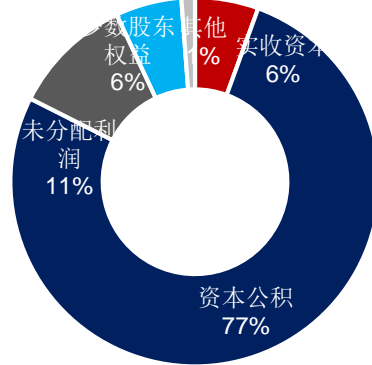
资本实力与资产质量

跟踪期内，公司总资产同比有所增加，仍以存货和应收款项等流动资产为主；存货中项目投入成本的回款受区域政府安排及财政经济状况影响较大，时间存在不确定性，土地资产短期变现能力较差；应收款项对营运资金占用较为明显，回收时间不确定，回收风险有所增加；受限资产规模仍较大，资产整体流动性仍较弱

截至2023年末，公司所有者权益主要由资本公积构成（占比77%），产权比率同比小幅增至146%，所有者权益资产仍无法覆盖总负债。

图 4 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司总资产同比有所增加，仍以存货和应收款项等流动资产为主。受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产合计42.02亿元，主要为融资抵押受限资产，占同期末总资产比重达11.89%，规模仍较大。

存货系公司资产的主要构成部分，由合同履行成本（163.73亿元）和拟开发土地（77.18亿元，同比未发生变化）构成。其中，合同履行成本主要系公司基础设施代建和土地一级开发项目投入成本，回款受区域政府安排及财政经济状况影响较大，时间存在不确定性。

应收款项方面，2023年末公司其他应收款同比有所下降，但规模仍较大，前五大欠款方合计占比为77.04%，分别为贵阳云城置业有限公司（占比25.10%，白云区国资委全资控股，存在被执行信息）、贵阳白云共享棚改有限责任公司（占比17.24%，白云区国资委全资控股）、贵阳城发置业有限公司（占比16.53%，白云区国资委间接持股100%）、贵阳创源发展有限公司（占比10.24%，白云区国资委全资控股）、贵阳市白云区云城教育咨询有限公司（占比7.93%，白云区国资委全资控股）。2023年末公司应收账款同比变动不大，对手方为白云区国资委。综合来看，公司应收款项规模较大，对手方主要为区域内政府单位和国有企业，对营运资金占用较为明显，回收时间存在一定不确定性，且部分企业出现负面信用舆情，回收风险有所增加。

此外，2023年末公司预付款项（对手方均为贵阳市自然资源和规划局）同比大幅增加，主要系公司及下属子公司新增预付土地出让金所致。

2023年末公司货币资金同比进一步下滑，余额仅为0.09亿元，且部分资金因冻结而受限，可动用货币资金很小。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.09	0.02%	1.30	0.37%
应收账款	6.95	1.97%	7.53	2.15%
预付款项	22.29	6.31%	12.54	3.58%
其他应收款	78.78	22.29%	81.71	23.32%
存货	240.91	68.17%	242.93	69.35%
流动资产合计	349.01	98.76%	346.01	98.77%
非流动资产合计	4.39	1.24%	4.31	1.23%
资产总计	353.40	100.00%	350.32	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅增加，业务持续性仍较好，政府补助提升了公司盈利水平

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，基础设施代建及土地一级开发业务是公司营业收入的主要来源，2023年占公司营业收入比重仍超过90%。2023年公司实现营业收入合计为11.54亿元，同比小幅增加，主要系结算确认的土地一级开发收入有所增加所致。公司在建项目投资规模较大，未来业务持续性仍较有保障。2023年公司获得白云区政府财政补贴1.40亿元，提升了利润水平。

表 13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	11.54	11.11
营业利润	2.24	2.35
其他收益	1.40	1.20
利润总额	2.24	2.34
销售毛利率	11.52%	12.71%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司总债务同比有所下降但规模仍较大，现金资产对短期债务的覆盖能力进一步趋弱，盈利对利息支付的保障能力仍较弱，面临较大的偿债压力

截至2023年末，公司总债务规模为100.21亿元，同比有所下降（主要系部分债券及非标债务偿付所致），但规模仍较大，主要由银行融资、债券融资和非标借款（计入其他非流动负债）等构成。其中，长期借款主要为质押借款、保证借款和抵押借款，抵质押物主要为房产及土地使用权，借款单位为工商银行、中国银行和建设银行等大型国有银行地方支行（成本4.75%-6.47%）或贵阳银行、贵州银行等地

方城商行（成本7.00%-7.84%）。

截至2023年末，应付债券本金余额为10.80亿元，包括企业债券7.80亿元和债权融资计划3.00亿元（成本7.67%），其中存量企业债券包括“16白云专项债”（余额5.40亿元，成本4.75%）、“17白云债01”（余额0.92亿元，成本6.48%，已于2024年7月全额兑付并摘牌）、“17白云债02”（余额1.48亿元，成本7.28%）。

非标融资主要为公司对信托、金融租赁及资管公司借款（成本约为7%-8%），计入其他非流动负债科目。其中因公司未按合同约定按时偿付对中国华融资产管理有限公司贵州省分公司的债务，截至2023年末，逾期金额为9,450.00万元。2022-2023年，公司一年内到期的非流动负债主要为短期内需偿付的债券本息以及信托、融资租赁等非标债务。

其他应付款主要应付对象包括：白云区国资委（占比71.38%，往来款）、贵阳白云城市发展控股集团有限公司（占比6.52%，白云区国资委全资控股）及白云工投（占比6.25%，借款）。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	112.15	53.50%	97.28	47.24%
一年内到期的非流动负债	1.51	0.72%	11.10	5.39%
流动负债合计	119.14	56.84%	114.01	55.36%
长期借款	57.41	27.39%	52.63	25.55%
应付债券	10.95	5.22%	12.18	5.91%
其他非流动负债	22.13	10.56%	27.13	13.17%
非流动负债合计	90.48	43.16%	91.93	44.64%
负债合计	209.62	100.00%	205.94	100.00%
总债务	100.21	47.81%	116.00	56.33%
其中：短期债务	2.72	1.30%	13.32	6.47%
长期债务	97.49	46.51%	102.68	49.86%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率同比小幅增至59.32%，财务杠杆仍处于较高水平。受货币资金规模进一步减少影响，2023年末公司现金短期债务比下降至0.01，现金资产对短期债务的覆盖能力很弱，此外，盈利对利息支付的保障能力仍较弱。整体来看，公司仍面临较大的偿债压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	59.32%	58.79%
现金短期债务比	0.01	0.10
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.33

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境因素

根据公开查询信息和公司于 2024 年 7 月 22 日出具的相关说明，过去一年，公司不存在空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等情形。

社会因素

根据公开查询信息和公司于 2024 年 7 月 22 日出具的相关说明，过去一年，公司在产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面不存在相关风险。但公司因违法占地等事项被行政处罚。

公司治理

根据公开查询信息和公司于 2024 年 7 月 22 日出具的相关说明，过去一年，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 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 07 月 01 日），公司本部未结清信贷中逾期利息 65.74 万元，关注类余额 6.92 亿元。根据公司提供说明文件，逾期系公司与相应银行的罚息计算方式不一致导致未按期支付，关注类系公司财务数据在相应银行风控中分类为关注所致。此外，因公司未及时兑付到期的银行承兑汇票，存在被银行追偿余额 1,005.95 万元。

根据上海票据交易所票据信息披露平台公开查询信息，2022 年 8 月，公司开始出现票据逾期，截至 2024 年 6 月末，公司票据逾期余额为 0.43 亿元，累计逾期发生额 1.61 亿元。

表 16 截至 2024 年 6 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
贵州银行股份有限公司贵阳白云支行	6,023.06	16,147.32	4,338.31

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

或有事项分析

公司对外担保规模较大，部分被担保方出现票据逾期、被执行等负面舆情，考虑到多数对外担保期限较长，面临较大的或有负债风险。此外，公司涉及重大诉讼事项，存在多项被执行信息

截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 59.98 亿元，占期末总资产的 16.97%，被担保方主要为地方国有企业。近年区域内部分国有企业出现票据逾期、被执行等负面舆情，区域国企后续融资或将受限，

考虑到公司多数对外担保期限较长，且均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。此外，根据公司提供的企业信用报告（查询日：2024年07月01日），公司存在关注类担保余额2.66亿元，包括被担保方贵阳云城商业投资管理有限公司（2.44亿元）及贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司（0.22亿元）。

表 17 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	59,550.00	2028-11-10
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	46,599.00	2024-12-6
贵阳白云工业发展投资有限公司	29,900.00	2030-1-26
贵阳云城商业投资管理有限公司	21,575.00	2046-3-20
贵阳高科控股集团有限公司	19,855.00	2028-12-16
贵州烽驰实业发展有限公司	20,000.00	2032-12-8
贵阳高科控股集团有限公司	19,535.00	2028-12-16
贵阳荟康医院有限公司	14,990.00	2024-5-28
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	13,000.00	2032-6-24
贵州省资产管理股份有限公司	12,400.00	2024-12-21
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	11,950.00	2028-11-20
贵阳白云工业发展投资有限公司	10,000.00	2025-6-2
贵阳白云中城宇置业有限公司	8,932.00	2024-9-16
贵阳高科控股集团有限公司	8,880.00	2028-12-16
贵阳高科控股集团有限公司	7,080.00	2028-12-16
贵阳云城商业投资管理有限公司	6,000.00	2026-12-29
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	4,700.00	2026-3-31
贵阳高科控股集团有限公司	3,755.00	2028-12-16
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	11,290.00	2037-8-18
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	3,500.00	2032-6-24
贵阳云城商业投资管理有限公司	2,723.05	2024-3-21
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	4,372.45	2036-12-31
贵州烽驰实业发展有限公司	2,000.00	2032-12-8
贵阳云城商业投资管理有限公司	1,500.00	2024-2-3
贵州烽驰实业发展有限公司	500.00	2032-12-8
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	1,246.16	2027-11-30
贵阳市云城中学	900.00	2024-1-27
贵阳市白云区永茂中学	1,305.00	2024-6-10
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	1,301.13	2032-6-24
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	770.87	2032-6-24
贵阳蓬莱城乡发展有限公司	476.28	2027-11-30
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	399.72	2032-6-24

贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	296.30	2032-6-24
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	277.09	2032-6-24
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	269.30	2032-6-24
贵州烽驰实业发展有限公司	226.00	2032-12-8
贵阳市白云区都拉繁华共享农民专业合作社	7,975.00	2027-9-26
贵阳市白云区麦架繁华共享农民专业合作社	7,975.00	2027-9-26
贵阳市白云区牛场繁华共享农民专业合作社	7,975.00	2027-9-26
贵阳白云工业发展投资有限公司	3,000.00	2028-9-8
贵阳白云工业发展投资有限公司	2,500.00	2028-6-30
贵州省资产管理有限公司	10,400.00	2025-11-23
贵州省资产管理有限公司	9,700.00	2025-11-23
贵州省资产管理有限公司	5,850.00	2025-11-23
贵州省资产管理有限公司	5,500.00	2025-11-21
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	5,717.00	2024-9-14
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	5,650.00	2024-9-13
贵阳白云城市运营维护投资（集团）股份公司	4,533.00	2024-9-17
贵阳白云云博管理有限公司	2,700.00	2025-4-20
贵阳云旭新能源有限公司	24,000.00	2033-9-5
贵阳云旭新能源有限公司	14,000.00	2033-9-5
贵阳云旭新能源有限公司	2,000.00	2033-9-5
贵阳云城商业投资管理有限公司	2,990.00	2024-9-27
贵阳白云泉福医疗投资管理有限公司	2,184.00	2024-9-27
贵阳市白云区云城教育咨询有限公司	800.00	2024-6-15
贵阳市白云区云城教育咨询有限公司	400.00	2024-7-10
贵阳融城房地产开发有限公司	8,885.00	2026-6-25
贵阳白云城投旅游投资有限公司	460.00	2024-11-15
贵阳白云共享棚改有限责任公司	112,000.00	2028-2-13
贵阳市白云区永茂中学	595.00	2025-7-10
合计	599,843.35	-

资料来源：公司 2023 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

此外，公司涉及重大诉讼事项。公司于2023年6月14日收到贵阳市中级人民法院送达的传票，案号为（2023）黔01民初192号，系于棕榈生态城镇发展股份有限公司（证券代码：002431；以下简称“棕榈股份”）建设工程施工合同纠纷。棕榈股份（原告）诉讼请求法院依法判定公司支付工程款及利息、返还质量保证金及利息等合计金额2.94亿元。目前该案件处于开庭前鉴定阶段，尚未开庭审理，且双方对案件相关事项存在较大争议，中证鹏元将持续关注该案件进展情况，并跟踪评判该事项对公司信用状况产生的影响。

公司存在多项被执行信息，主要因建设工程施工合同纠纷、票据追索权纠纷等事项产生，截至2024

年7月25日，合计被执行金额0.32亿元。

表 18 截至 2024 年 7 月 25 日公司被执行情况（单位：万元）

序号	立案时间	案号	执行法院	执行金额
1	2024 年 7 月 16 日	(2024)黔 0113 执 2565 号	贵阳市白云区人民法院	502.86
2	2024 年 7 月 12 日	(2024)黔 0113 执 2528 号	贵阳市白云区人民法院	1,443.44
3	2024 年 7 月 12 日	(2024)黔 0113 执 2530 号	贵阳市白云区人民法院	1,244.57
4	2024 年 3 月 18 日	(2024)黔 0123 执 665 号	修文县人民法院	32.00
合计				3,222.88

资料来源：中国执行信息公开网，中证鹏元整理

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，白云区人民政府通过白云区国资委间接持有公司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拥有绝对控制权；公司基础设施代建业务和土地一级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。

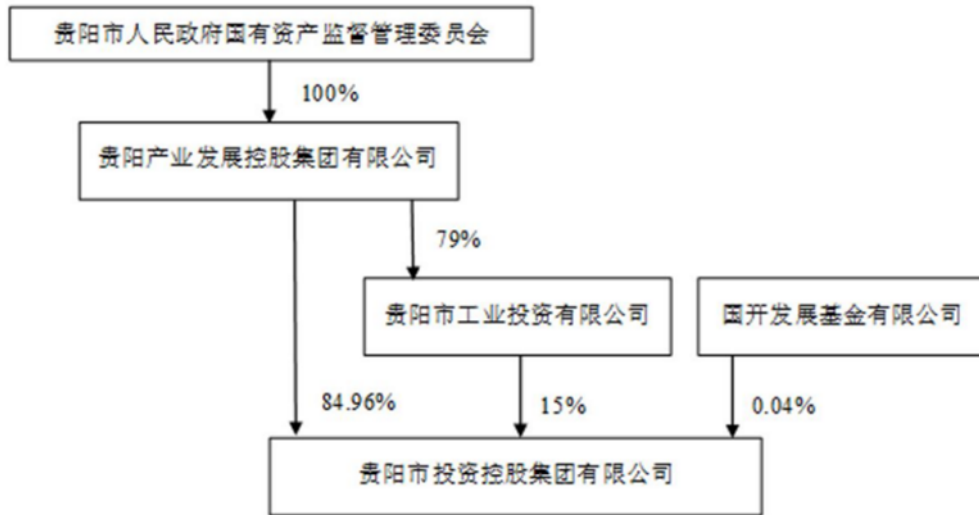
（2）公司对白云区人民政府非常重要。公司最主要的目标是提供对白云区经济与社会至关重要的公共产品和服务；且在基础设施建设等方面对政府的贡献很大；同时考虑到公司已公开发行债券，若发生违约事件会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

贵阳投控为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍可提升本期债券信用水平

本期债券由贵阳投控提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保期限为本期债券续存期及本期债券到期之日起两年。

贵阳投控是2008年底经贵阳市政府批准，在原贵阳金阳新区开发建设有限公司基础上整体更名的国有控股公司。截至2023年末，公司注册资本及实收资本均为86.24亿元，控股股东为贵阳产业发展控股集团有限公司，实际控制人为贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会。截至2024年7月，贵阳投控的股权结构图如下。

图6 截至2024年7月贵阳投控股权结构图


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

贵阳投控作为贵阳市重要的国有资产运营和基础设施建设主体，收入主要来源于房屋销售、材料销售、工程施工、租赁业务等，收入结构来源较为多元。2023年营业收入规模同比下降，主要系材料销售及房屋销售业务收入下降所致。毛利率方面，2023年贵阳投控销售毛利率同比大幅增长，主要系毛利率水平极低的材料销售收入大幅下降且房屋销售及租赁业务等毛利率增长所致。

表 19 贵阳投控营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
材料销售	7.27	40.73%	1.61%	12.77	49.34%	1.10%
代建业务	0.24	1.34%	76.36%	0.05	0.21%	-41.21%
拆迁业务	0.00	0.00%		0.00	0.00%	30.00%
工程施工	1.67	9.37%	25.06%	1.03	3.98%	35.79%
酒店业务	0.84	4.70%	19.39%	0.56	2.18%	21.02%
房屋销售	5.47	30.65%	76.95%	8.54	33.01%	37.48%
租赁业务	1.58	8.87%	30.57%	1.09	4.21%	-15.99%
物业管理	0.14	0.79%	21.90%	1.23	4.77%	18.51%
数据服务	0.42	2.36%	21.83%	0.19	0.72%	51.99%
文体服务	0.05	0.30%	70.42%	0.03	0.13%	46.63%
咨询服务费	0.02	0.12%	-73.63%	0.17	0.66%	59.31%
担保业务收入	0.02	0.13%	100.00%	0.03	0.12%	100.00%
其他收入	0.12	0.65%	70.07%	0.17	0.67%	61.75%
合计	17.85	100.00%	32.63%	25.88	100.00%	16.28%

资料来源：贵阳投控 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，贵阳投控总资产为932.24亿元，所有者权益为613.10亿元，资产负债率为34.23%；2023年度，贵阳投控实现营业收入17.85亿元，利润总额6.86亿元，经营活动现金流净额为-5.27亿元。

表 20 贵阳投控主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	932.24	859.76	854.65
所有者权益	613.10	586.31	586.66
总债务	164.42	160.06	168.22
资产负债率	34.23%	31.81%	31.36%
现金短期债务比	0.38	0.26	1.40
营业收入	17.85	25.88	24.43
其他收益	0.06	0.08	0.14
利润总额	6.86	4.91	12.15
销售毛利率	32.63%	16.28%	32.84%
EBITDA	12.57	9.96	15.38
EBITDA 利息保障倍数	1.47	0.87	1.52
经营活动现金流净额	-5.27	-13.09	3.85

资料来源：贵阳投控 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，贵阳投控主体信用等级为AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用等级。

十、结论

公司作为贵阳市白云区重要的基础设施建设平台，平台地位较为重要，2023年继续获得政府的外部支持。但中证鹏元关注到，公司资产流动性较弱且仍面临较大的资金压力，总债务规模仍较大，短期偿债能力进一步弱化，并面临着较大的或有负债风险。且公司存在信贷及票据逾期、被执行等不良信用记录，再融资及偿债能力受到较大不利影响。

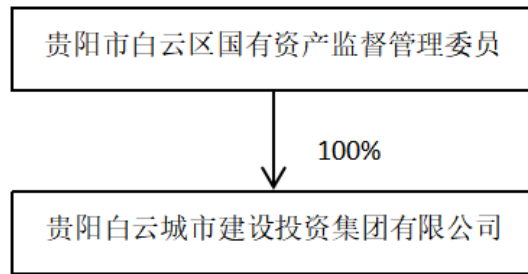
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为负面，维持“16白云专项债/PR白城投”的信用等级为AA+。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.09	1.30	2.43
预付款项	22.29	12.54	0.00
其他应收款	78.78	81.71	69.87
存货	240.91	242.93	236.46
流动资产合计	349.01	346.01	318.19
固定资产	0.06	0.03	0.19
非流动资产合计	4.39	4.31	4.54
资产总计	353.40	350.32	322.73
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付票据	1.21	2.22	2.89
其他应付款	112.15	97.28	75.31
一年内到期的非流动负债	1.51	11.10	6.46
流动负债合计	119.14	114.01	87.21
长期借款	57.41	52.63	46.29
应付债券	10.95	12.18	18.83
其他非流动负债	22.13	27.13	36.27
非流动负债合计	90.48	91.93	101.39
负债合计	209.62	205.94	188.60
总债务	100.21	116.00	110.74
所有者权益	143.77	144.38	134.13
营业收入	11.54	11.11	12.07
营业利润	2.24	2.35	2.23
其他收益	1.40	1.20	1.50
利润总额	2.24	2.34	2.23
经营活动产生的现金流量净额	1.17	11.95	7.10
投资活动产生的现金流量净额	0.02	0.00	2.71
筹资活动产生的现金流量净额	-2.00	-12.35	-16.29
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	11.52%	12.71%	11.44%
资产负债率	59.32%	58.79%	58.44%
短期债务/总债务	2.71%	11.48%	8.45%
现金短期债务比	0.01	0.10	0.26
EBITDA（亿元）	2.32	2.40	2.30
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.33	0.33

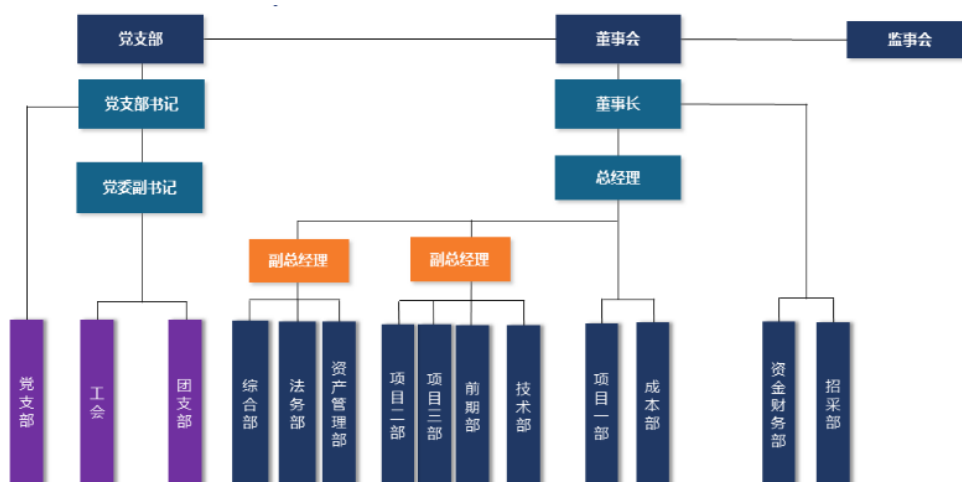
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 7 月）



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 7 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
贵阳云电商电子商务有限公司	电子商务	100.00	设立
贵阳白云振欣产业投资基金（有限合伙）	投资	99.90	设立
贵阳白云贵银土地一级开发基金管理中心（有限合伙）	投资	99.98	设立
贵阳云昱房地产开发有限公司	房地产业	100.00	设立
贵阳恒辉房地产开发有限公司	房地产业	50.06	设立
贵阳云翼房地产开发有限公司	房地产业	55.08	设立
贵阳云创房地产开发有限公司	房地产业	50.40	设立
贵阳云琦房地产开发有限公司	房地产业	50.40	设立

资料来源：公司 2023 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。