



2020年遵义市汇川区娄海情旅游发展投资有限公司社会领域产业专项债券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：

2020年遵义市汇川区娄海情旅游发展投资有限公司社会领域产业专项债券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	稳定	稳定
20 娄海情债 /20 娄海情	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：遵义经济技术开发区（汇川区）（以下简称“汇川区”）系国家级经济技术开发区，遵义市汇川区娄海情旅游发展投资有限公司（以下简称“娄海情旅投”或“公司”）作为汇川区重要的基础设施建设主体之一，代建项目和待整理土地充足，业务持续性仍然较好；同时中证鹏元也关注到了公司因对外担保涉及重大诉讼，被列为失信被执行人，面临很大的或有负债风险，资产质量欠佳、流动性偏弱，资金压力和偿债压力较大等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是遵义汇川区重要的基础设施建设主体之一，预计其业务持续性较好。

评级日期

2023年6月20日

联系方式

项目负责人：张旻燊
 zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
 hexy@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	163.59	161.89	152.25
所有者权益	85.19	85.84	83.74
总债务	59.59	60.50	57.18
资产负债率	47.92%	46.98%	45.00%
现金短期债务比	0.00	0.00	0.44
营业收入	7.90	9.04	8.89
其他收益	0.01	0.00	0.00
利润总额	1.99	2.29	2.76
销售毛利率	30.08%	29.18%	28.85%
EBITDA	2.13	2.46	2.87
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.60	1.04
经营活动现金流净额	0.01	1.49	0.87

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **汇川区作为国家级经济技术开发区，经济总量在遵义市各区县内排名位居前列。**近年汇川区经济总量持续增长，2022年汇川区实现生产总值473.99亿元，在遵义市14个区县中排名第3，增速高于全省平均水平1.8个百分点，第三产业对经济拉动作用显著。
- **公司代建项目和待整理土地充足，业务持续性较好。**公司是遵义经开区重要的基础设施建设主体，截至2022年末，公司主要在建的代建项目总投资额规模较大，代建项目充足，土地整理业务方面已规划需整理的土地尚有一定规模，未来土地整理收入有一定保障。

关注

- **公司代偿风险较大，且涉及重大诉讼和被列入失信被执行人，面临很大的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保17.68亿元，占年末净资产的比重为20.75%，其中两笔对外担保到期尚未解除，公司暂未发生代偿；此外，公司对汇川城投和遵义投资的两笔担保均涉及重大诉讼，涉诉标的金额合计5.80亿元，截至本报告出具日上述事项仍在协商中，公司面临较大代偿风险。公司对外担保均无反担保措施，且被担保对象多家被列为失信被执行人，汇川区地方国有企业偿债压力较大，公司面临很大或有负债风险。
- **公司资产质量欠佳、流动性偏弱。**截至2022年末，公司资产主要由国有土地使用权、项目建设成本和其他应收款构成，大部分土地作为公司工程项目建设用地，工程建设和结算周期长，变现能力偏弱，应收款项对营运资金形成较大占用。
- **公司面临较大的资金支出压力，对外部融资依赖较大。**截至2022年末，公司主要在建项目尚需投入规模较大，公司经营现金流无法满足业务发展需求且年末现金类资产规模很小，可用银行授信额度仅3.55亿元。
- **公司杠杆水平进一步提升，面临较大的偿债压力。**2022年末公司净资产对负债的覆盖程度、现金类资产对短期债务覆盖程度均表现较弱，债务负担较重，EBITDA利息保障倍数进一步下滑。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	所有者权益	资产负债率	营业收入
汇川城投	汇川区最主要的基础设施、保障房建设主体	177.94	52.46%	20.65
经开区投资	汇川区重要的基础设施、保障房建设主体	140.16	53.52%	13.02
娄海情旅投	汇川区重要的基础设施建设、土地开发整理、旅游资产建设运营主体	85.19	47.92%	7.90

注：（1）汇川城投为遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司的简称、经开区投资为遵义经济技术开发区投资建设有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年/2022年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，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	5/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	3/7
	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	1
个体信用状况		bbb+
外部特殊支持		5
主体信用等级		AA

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+**，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

- 公司是汇川区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，汇川区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与汇川区政府的关系非常紧密以及对汇川区政府非常重要。同时，中证鹏元认为汇川区政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/20 娄海情	2023-2-23	何馨逸、张旻燊	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+/20 娄海情	2022-06-28	何馨逸、张旻燊	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+/20 娄海情	2020-11-6	秦凤明、何馨逸	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

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
20 娄海情债/20 娄海情	10.00	10.00	2023-2-23	2027-11-24

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2020年11月24日发行7年期10亿元社会领域产业专项债券，募集资金计划用于汇川区娄山关景区康养旅游一体化项目和补充公司营运资金。截至2023年3月末，“20娄海情债/20娄海情”（以下简称“本期债券”）募集资金专项账户余额合计6,235.99元。

表1 公司募集资金专户余额情况（单位：元）

账户名称	账号	账户余额
贵州银行股份有限公司遵义汇川支行	0210001400002872	9.52
重庆银行股份有限公司遵义分行	860302029001820675	6,226.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本仍为2.00亿元，实收资本仍为1.00亿元，控股股东仍为遵义经济技术开发区新兴产业投资有限公司（以下简称“经开区产投”），实际控制人仍为遵义国家经济技术开发区管理委员会（以下简称“遵义经开区管委会”），股权结构图见附录二。

2022年7月，汇川区国有资产监督管理委员会出具《关于遵义长征小镇旅游开发建设有限公司独立运营相关事宜的批复》，公司所持遵义长征小镇旅游开发建设有限公司（以下简称“长征小镇公司”）100%股权无偿划转至遵义市汇川区人民政府，长征小镇公司将独立运营，注册资本由1亿元调整为10亿元，由汇川区人民政府认缴出资，公司减少一家子公司，2022年末新增子公司，截至2022年末，公司合并范围有1家子公司。

表2 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
遵义长征小镇旅游开发建设有限公司	100.00%	10.00	商务服务业	无偿划出

资料来源：2022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

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

遵义市近年经济保持增长，经济体量在省内排名靠前，酒饮料等支柱产业对经济拉动作用明显；随着“遵义都市圈发展规划”推进，遵义市仍具备一定的发展空间；但区域债务负担沉重，区域内最大城投银行借款债务展期落地，但城投平台债券融资情况明显恶化，需持续关注全市债务化解政策落实情况

区位优势：遵义市是连接成渝和黔中经济区的纽带，且拥有丰富的农业、矿产和旅游资源。遵义市是贵州省9个地级行政区之一，是连接成渝和黔中经济区的纽带，南临贵阳，北倚重庆，西接四川，是昆筑北上、川渝南下的枢纽，是国家西部陆海新通道的重要节点。遵义市以兰海高速、杭瑞高速、渝黔快铁、遵义机场线为骨架的综合交通运输网络已经形成，与贵阳、重庆、成都形成了3小时交通圈；遵义拥有遵义新舟机场、遵义茅台机场两个机场，其中新舟机场是贵州省第二大机场，也是贵州省最大的支线机场；遵义市西北部的赤水港是贵州第一大港，客货船可达重庆至上海等沿海各大港口、码头。自然资源方面，遵义市在大娄山以南以低中山丘陵和宽谷盆地为主，耕地利用率较高，是粮食、油料作物的主要产地；市内已探明的矿产有60多种，煤、铝土矿等产量在国内、省内占有重要地位。遵义市旅游资源亦非常丰富，拥有赤水丹霞旅游区国家5A级旅游景区、遵义会议会址旅游景区等26个4A级旅游景区；同时有风格各异的仡佬族、苗族等少数民族文化。遵义市下辖3个区、7个县、2个民族自治县、2个代管市和1个新区，辖区面积3.08万平方公里，根据第七次人口普查数据，遵义市2020年

11月1日零时常住人口为660.67万人，较2010年11月第六次人口普查增长7.83%，人口呈现净流入状态。

图1 遵义市区位及“遵义都市圈发展规划”空间格局规划图



资料来源：贵州省人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：遵义市经济总量在贵州省9个地级行政区中排名第2，近年经济保持增长，第二产业对全市经济增长贡献度较高，2022年遵义市地产销售疲软拖累固定资产投资增速大幅下滑。2022年遵义市实现地区生产总值4,401.26亿元，GDP增速在全省地级市中排名第一，近三年GDP增速均高于贵州省平均水平，分行业来看，三次产业的增速分别为3.4%、6.0%和-0.2%，三次产业的占比由2020年的13.2：43.4：43.4调整为2022年的12.4:47.7:39.9，第二产业对全市经济增长贡献度较高。2022年固定资产投资增速由-5.7%进一步下降至-17.5%，主要是房地产开发投资大幅下滑所致。分领域来看，工业投资、基础设施投资和房地产开发三大领域分别占固定资产投资比重的26.1%、25.9%和26.1%，2022年三大领域同比增速分别为8.8%、-2.9%、-45.2%，房地产开发投资同比大幅下降系遵义市商品房销售端疲软的情况下房企补库存意愿较弱所致。根据遵义房产信息网数据显示，2022年住宅销售套数共13,225套，同比下滑46.87%，销售量创下2016年以来的历史新低。2022年全市社会消费品零售总额下降4.3%，增速由增转降；分行业看，零售业、批发业、餐饮业、住宿业分别实现776.59亿元、290.86亿元、153.19亿元和17.06亿元；按商品类别分，限额以上汽车类、石油及制品类、烟酒类等商品零售额分别实现124.98亿元、117.12亿元和84.53亿元。近年来遵义市人均GDP有所提升，但仍低于全国水平。

表3 2022年贵州省地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP增	人均GDP（万	一般公共预算收	政府性基金收
------	-----	------	---------	---------	--------

		速	元)	入	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4 遵义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）	4,401.26	3.1%	4,169.90	10.3%	3,720.05	4.6%
固定资产投资	--	-17.5%	--	-5.7%	--	3.3%
社会消费品零售总额	1,237.7	-4.3%	--	15.1%	1,037.33	6.6%
进出口总额	105.72	70.5%	62.05	38.0%	44.95	24.7%
人均 GDP（元）		66,764		63,170		56,307
人均 GDP/全国人均 GDP		77.91%		78.01%		77.72%

注：1、“--”表示数据未公布；2、2020、2022 年固定资产投资增速为 500 万元以上固定资产投资增速；3、2020 年人均 GDP 系根据第七次人口普查常住人口数据计算、2022 年人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数据计算。

资料来源：遵义市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、遵义市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：遵义市拥有酒、饮料和精制茶制造业、有色金属冶炼等支柱产业。遵义市依靠较好的地理及气候条件，高粱、茶叶和烟草等农作物生产环境较好，酒、饮料和精制茶制造业多年来均是遵义市第一大支柱产业，“十三五”期间白酒产值年均增长 15%，酱香型白酒产业跨入千亿级产业集群。2022 年，遵义市“十大工业”¹总产值突破 1,750 亿元，其中酱香白酒增加值增长 35.5%，大数据电子信息、新能源汽车及电池材料产值分别增长 88.5%、35.4%。同期，全市规模以上工业增加值同比增加 10.3%，连续两年位居全省第一，其中酒饮料和精制茶制造业同比增长 23.0%，占规模以上工业增加值比重为 75.5%，较上年增加 5.8 个百分点，白酒产业首位度更加突出，其中以贵州茅台酒股份有限公司

（600519.SH）、贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司等为代表的大型企业贡献显著。遵义市辣椒、茶叶种植面积位居全国地级市第一位和第二位，湄潭翠芽、遵义红、遵义朝天椒入选 2022 中国品牌价值 100 强区域品牌。有色金属冶炼及加工业也是遵义市的重要支柱产业，但 2022 年全市有色金属冶炼

¹ “1+3+3+3”十大工业产业，即酱香白酒首位产业，基础材料、航空航天及装备制造、生态食品三大主导产业，新型建材、现代能源、现代化工三大传统产业，以及大数据电子信息、新能源汽车及电池材料、健康医药三大新兴产业。

和压延加工业增加值占比由 4.2% 下降为 3.2%，同比增速由 16.3% 下降-11.9%，主要系上年基数较高所致。贵州钢绳（集团）有限责任公司坐落于此，旗下控股贵州钢绳股份有限公司（600992.SH），其钢丝绳产量居世界前列，2022 年，其钢丝绳和钢丝年产量达到 10.58 万吨和 10.63 万吨。

发展规划及机遇：贵州省将“遵义都市圈发展规划”作为区域发展的战略部署，有望持续提升遵义核心竞争力。贵州省发展和改革委员会于 2022 年 1 月发布“遵义都市圈发展规划”，明确了培育发展遵义都市圈，构建以黔中城市群为主体、贵阳—贵安—安顺都市圈和遵义都市圈为重点的新型城镇化空间格局。在交通建设方面，规划建设渝贵高铁、沪遵高铁、遵铜高铁，规划研究遵义至贵阳、重庆、成都方向城际铁路，筹划建设遵义市城市轨道交通，以构建都市圈快速交通网络。在产业方面，立足比较优势、突出禀赋特色，着力打造世界酱香型白酒产业和全国绿色食品工业基地核心区。同时，遵义作为贵州对接成渝地区双城经济圈的桥头堡，未来将深化与成渝地区双城经济圈和珠三角地区在产业链、供应链上的衔接，积极承接东部沿海和成渝地区汽车及零部件、新一代信息技术等产业生产环节转移，建成贵州融入成渝、面向南亚东南亚的战略支点。根据“遵义都市圈发展规划”，到 2025 年，遵义都市圈同城化发展的格局基本形成，地区生产总值力争达到 5,000 亿元左右。

财政及债务水平：近年来遵义市综合财力保持增长，但财政自给能力较弱，地方政府债务余额持续扩张，区域内债务压力较大。遵义市 2022 年实现一般公共预算收入 276.12 亿元，同比增长 2.2%，其中税收收入占比 76.85%，近三年一般公共预算收入保持持续增长，但财政自给能力较弱。2020-2021 年，受益于国有土地使用权出让收入持续增长，全市政府性基金收入保持较大幅度增长，其中 2021 年同比增长 23.11%；2022 年，国有土地使用权出让收入减少，全市政府性基金收入同比下降 19.1%。区域债务方面，遵义市地方政府债务余额在贵州省内排名第二，仅次于贵阳市，近三年遵义市地方政府债务余额持续扩张，债务负担较重。同期区域内城投平台频繁发生非标违约事件，负面舆情较多，信用环境受到较大不利影响，区域内再融资压力持续增大。

2022 年 1 月，国务院发布《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，以下简称“国发 2 号文”），同年 8 月，财政部制定了《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的通知》（财预[2022]114 号），进一步落实国发 2 号文。文件强调加大财政资金支持力度、支持防范化解政府债务风险，研究支持贵州高风险地区开展降低债务风险等级试点。在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，降低债务利息成本。2022 年 12 月 30 日，遵义道桥建设（集团）有限公司（以下简称“遵义道桥”）公告称，遵义道桥银行贷款重组涉及债务规模 155.94 亿元，以债权保全为前提，经各方友好平等协商，近期完成签署相关补充协议；根据重组协议，重组后银行贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3.00%/年至 4.50%/年，前 10 年只付息不还本，后 10 年分期还本。债务化解政策出台使遵义市债务化解初见成效，但全市远期债务化解方案及成效尚需持续关注。

表 5 遵义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	276.12	270.23	258.66
税收收入占比	76.85%	78.14%	74.11%
财政自给率	38.53%	34.83%	34.20%
政府性基金收入	374.83	454.70	369.35
地方政府债务余额	1,839.31	1,774.23	1,654.68

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：遵义市各年度预算执行情况及市级预算草案的报告，中证鹏元整理

遵义经济技术开发区（汇川区）作为国家级经济技术开发区，经济总量在遵义市各区县内排名位居前列，工业经济稳居全市第二，2022年财政自给水平提升，区域债务负担仍较重

区位特征：汇川区是贵州省重点发展的国家级转型升级示范开发区，区域交通便利，旅游资源丰富。汇川区位于遵义市中心城区，成立于1992年7月，是贵州省首批3个省级经济技术开发区之一；2004年5月，遵义经开区经国务院正式批复设立遵义市汇川区；2010年6月，遵义经开区经国务院批准升级为国家级经济技术开发区，与汇川区实行“两块牌子、一套人员”的运行机制。遵义经开区是长江经济带国家转型升级示范开发区，是贵州省重点打造的“1+8”国家级转型升级示范开发区。遵义经开区地处“一带一路”和长江经济带核心腹地，北距重庆250公里、南临贵阳120公里，可同时融入重庆、贵阳“一小时经济圈”。此外，汇川区旅游资源丰富，拥有“娄山关景区”、“海龙屯旅游景区”2个4A景区，海龙屯土司文化遗址2015年成功申报世界文化遗产。遵义经开区国土面积1,514.3平方公里，全区辖8镇6街道，截止2022年末，汇川区常住人口为62.75万人。

经济发展水平：汇川区经济总量在遵义市各区县中位居前列，近年区域经济保持增长，第三产业发展对经济带动作用明显。汇川区产业结构以第三产业为主，在第二、三产业发展带动下，近年汇川区经济总量持续增长，2022年增速和全国平均水平持平，高于全省平均水平1.8个百分点。2022年汇川区实现生产总值473.99亿元，在遵义市14个区县中排名第3，当年三次产业结构为7.2：36.4：56.4，第二产业占比有所提升，第三产业对经济拉动作用显著。虽然区域经济增长带动人均GDP增加，但仍低于全国平均水平。从拉动经济增长的要素看，2022年汇川区500万元以上固定资产投资大幅下滑，其中建安工程投资下降21.9%，房地产投资仅为35.43亿元，大幅下滑49.9%。区域消费市场仍然较为低迷，2022年汇川区社会消费品零售总额同比下滑1.3%，但仍高于遵义市全市平均水平（-4.3%）3个百分点。

2023年一季度，汇川区实现地区生产总值122.63亿元，同比增长3.6%；消费复苏加快，实现社会消费品零售总额52.28亿元，同比增长1.9%；投资活动稳步回升，完成投资39.49亿元，同比增长9.7%，其中房地产投资13.6亿元，增长93.6%。

表6 2022年遵义市各区（县、自治县、代管县级市）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
仁怀市	1,706.70	5.6%	260,884	99.24	50.81
红花岗区	496.35	1.1%	51,144	13.02	34.08

汇川区	473.99	3.0%	75,536	22.61	--
播州区	380.35	0.8%	50,033	11.07	33.78
桐梓县	182.43	1.9%	34,564	5.82	16.78
绥阳县	127.82	2.9%	33,779	4.01	15.04
赤水市	119.37	-0.8%	48,348	3.72	13.44
道真仡佬族苗族自治县	90.76	0.7%	37,365	2.59	12.26

注：1、2022年各区/县/代管市人均GDP=该区域2022年GDP/该区域2021年末常住人口、汇川区人均GDP按2022年常住人口计算；2、红花岗区一般公共预算收入不含新蒲新区；3、“--”表示数据未公布。

资料来源：各区/县/代管市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表7 汇川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）	473.99	3.0%	456.30	10.0%	412.2	4.6%
500万元以上固定资产投资	138.95	-21.0%	179.60	0.2%	161.6	2.9%
社会消费品零售总额	182.94	-1.3%	185.29	11.7%	153.17	5.5%
人均GDP（元）		75,536		72,692		65,666
人均GDP/全国人均GDP		88.14%		89.77%		90.64%

注：1、“-”表示数据未公布；

2、2020年、2021年市人均GDP均系根据第七次全国人口普查常住人口计算。

资料来源：2020年遵义国家经济技术开发区（汇川区）国民经济和社会发展统计公报，汇川区2021-2022年1-12月全区经济运行情况，中证鹏元整理

产业情况：汇川区以先进装备制造、优质烟酒、生态特色食品、现代能源和新型建材四大产业为主，工业经济稳居全市第二。汇川区是遵义市装备制造产业主要聚集区，主要分布在航天高新技术产业园、高坪工业园和外高桥工业园，依托061、011和长征电器三大生产基地，形成了航天航空、汽车及零部件、新材料、工业基础配套件、电子元器件为主的产品体系，代表企业包括贵州吉利汽车、华烽电器、天义电器、航天天马、中航电梯等。优质烟酒产业以包括珍酒、董酒、遵义卷烟厂等企业代表，未来将继续推进遵义卷烟厂实现满产，加快推进百亿珍酒、百亿董酒扩能技改，培育董公寺——高坪白酒产业带发展。汇川区以推进现代农业为基础打造生态特色食品产业，建设高粱产业20万亩、蔬菜产业30万亩、林果产业40万亩的“234”产业布局，2022年实现农业总产值45.11亿元，同比增长4.2%，排名全市第三位，生态特色食品代表企业包括贵三红、铜仁贵茶、五福坊等。

2022年汇川区工业总产值达472.85亿元，工业对经济增长的贡献率达29.5%，工业经济总量稳居全市第二；实现规模以上工业增加值189.32亿元，同比增长6.9%。实施泰永长征二期、联盛药业二期等重大项目77个，完成工业投资41亿元，引进路德生物、航帆机电等延链补链强链企业11家，新增规模工业企业9家，新入选省级专精特新企业9家。珍酒新增产能1.1万吨，产量达3.2万吨，位列全省酱酒企业前三。董酒老厂区实现满产达产，产量达1万吨。2023年一季度，汇川区实现规模工业增加值57.85亿元，同比增长4.4%，从主导产业来看，高端装备制造3.35亿元，下降2.3%；卷烟制造29.47亿元，增长10.2%；白酒制造14.64亿元，增长4.2%。

发展规划及机遇：遵义都市圈作为全省重点建设的两大都市圈之一，区域发展较为协调，汇川区作

为遵义市唯一的国家级经济技术开发区、全省“1+8”国家级开放创新平台，依靠遵义都市圈和省域副中心城市的机遇，汇川区被遵义市定位为全市经济社会发展“发动机”、黔川渝结合部中心城市核心区和遵义都市圈核心区。结合新时代西部大开发、成渝地区双城经济圈建设等重大发展战略，汇川区将深化“东部（成渝）企业+汇川资源”、“东部（成渝）研发+汇川制造”等模式，加强先进装备制造、优质烟酒等产业合作，打造国家级承接东部产业转移示范区。整体来看，汇川区在发展工业产业体系和城镇体系等方面将获得大力支撑和良好机遇。

财政及债务水平：2022年汇川区一般公共预算收入增长，财政自给能力提升，区域债务负担仍较重。2022年由于非税收入大幅增长，汇川区一般公共预算收入完成22.61亿元，同比大幅增长39.6%，财政自给率显著提升；但税收收入占比大幅下滑，公共财政收入质量一般。债务方面，2022年汇川区的地方政府债务余额变化不大，2022年地方政府债务限额为138.02亿元，债务余额为134.54亿元，在遵义市14个区县（不含新蒲新区）中排名第二，债务负担较重。

表8 汇川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	22.61	16.20	14.41
税收收入占比	59.76%	86.67%	91.77%
财政自给率	50.86%	35.37%	29.47%
政府性基金收入	-	48.65	49.58
地方政府债务余额	134.54	134.29	131.83

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：2020-2022年汇川区财政预决算报告、政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，汇川区的区属主要城投平台有3家。其中，汇川城投是汇川区主要的基础设施投资和运营主体，从事城市基础设施、保障房等工程的建设；经开区投资是遵义经开区重要的基础设施建设主体，从事遵义经开区的基础设施和保障房建设等业务；娄海情旅投主要从事遵义经开区城市基础设施建设、土地开发整理、旅游资产投资建设及营运等业务。区域内平台总债务规模较大，面临较大债务压力。

五、经营与竞争

公司系汇川区重要的基础设施建设主体，仍主要从事遵义经开区城市基础设施建设、土地开发整理、旅游资产投资建设及营运等业务，2022年公司营业收入下滑，但毛利率相对稳定，景区综合服务业务2023年有望回暖

公司作为遵义经开区（汇川区）重要的基础设施建设主体，主要从事遵义经开区城市基础设施建设、土地开发整理、旅游资产投资建设及营运等业务。受土地流转及工程建设进度放缓，2022年公司营业收入同比下滑12.61%，仍主要来源于市政基础设施建设业务和土地整理业务，2022年景区综合服务收入大

幅下滑73.33%，2023年景区综合服务业务有望回暖。毛利率方面，2022年公司盈利水平基本稳定，工程建设及土地整理业务毛利率均未发生变化，景区综合服务业务毛利率大幅提升，主要系成本支出较少所致。

表9 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	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设业务收入	54,085.87	68.49%	16.67%	58,608.17	64.86%	16.67%
土地整理业务收入	23,559.00	29.84%	59.03%	26,000.00	28.77%	59.03%
景区综合服务收入	1,196.50	1.52%	73.25%	4,486.86	4.97%	38.76%
其他	122.2	0.15%	-37.68%	1,264.40	1.40%	-38.86%
合计	78,963.56	100.00%	30.08%	90,359.42	100.00%	29.18%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

公司工程建设业务在建项目保持较大规模，业务持续性较好，但面临较大资金支出压力，且项目结算回款受政府资金安排影响存在不确定性

2022年公司工程建设业务模式未发生变化。近年公司工程建设代建项目委托方主要为汇川区人民政府，部分项目与遵义市四度综合经济开发有限公司（以下简称“四度经开公司”）、遵义市板桥旅游开发有限责任公司（以下简称“板桥旅开公司”）²签订投资建设协议。委托方与公司签署结算协议，结算金额为当年核算的工程建设成本加成15%-20%，公司根据结算协议确认收入³。

公司承接项目之后，启动招标程序进行公开招投标，中标单位需要缴纳一定额度的履约保证金（具体金额以合同中约定为准）。工程项目由公司根据施工合同分批付款，一般是在施工期间每年支付施工方当年建安工作量50%的工程款，剩余款项在工程完工后分两年支付完毕，其中第一年30%，第二年20%，且在公司确认施工方实际完成的产值至工程款付清期间，公司需按照中国人民银行同期银行贷款基准利率上浮30%的年利率计算工程款占用费。实际操作中，公司暂未支付工程款资金占用费。2022年公司确认工程建设业务收入主要来自于娄山关5A级景区核心景区综合提升改造工程、汇川区娄山关景区配套设施建设、遵义市汇川区海龙屯沿线景观提升工程、高坪玉龙小学建设工程等项目。

表10 2022年公司工程项目收入确认明细情况（单位：万元）

项目名称	确认成本	确认收入
海龙屯国际山地户外运动健身步道项目	3,593.42	4,312.11
汇川区板桥镇移民安置项目	2,331.39	2,797.66
汇川区泗渡镇移民安置项目	436.78	524.14

² 四度经开公司和板桥旅开公司控股股东和实际控制人均为遵义市汇川区财政局。

³ 截至本报告出具日，未获取相关结算协议。

团泽镇易地扶贫搬迁项目	1,601.79	1,922.14
高坪沉陷区安置建设改造项目	4,295.46	5,154.55
遵义市汇川区黔渝高铁娄山关南站配套设施建设项目	1,599.49	1,919.39
汇川区娄山关景区配套设施建设	5,682.59	6,819.10
汇川区娄山关景区娄笋公路工程项目	878.76	1,054.51
高坪玉龙小学建设工程	4,893.96	5,872.76
海龙屯污水处理厂工程项目	4,048.31	4,857.97
遵义市汇川区海龙屯沿线景观提升工程	4,989.63	5,987.55
G75 兰海高速崇遵段观坝收费站改扩建工程	456.95	548.35
贵州省遵义市汇川区海龙屯下寨片区旅游基础设施建设项目	4,285.93	5,143.12
娄山关 5A 级景区核心景区综合提升改造工程	5,977.09	7,172.51
合计	45,071.55	54,085.86

资料来源：公司提供

根据公司代建项目的业务模式，公司在项目建设期间需以自有资金支付工程施工方50%的款项，且在项目结算后2年内需支付工程施工方剩余50%的款项及一定量的资金占用费，公司在实际收到委托方支付的项目建设费用之前存在较大的资金垫付压力。

截至2022年末，公司在建项目数量较多，业务持续性较好，但需关注部分项目尚未签订代建协议，且主要在建项目尚需投入资金逾51.01亿元，其中本期债券募投项目尚需投资4.02亿元，公司面临较大的资金支出压力，且项目回款结算受政府资金安排影响存在一定不确定性。

表11 截至 2022 年末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	合同总投资	已投资	尚需投资
汇川区娄山关景区康养旅游一体化项目（募投项目）	129,300.00	89,111.94	40,188.06
田沟中小企业产业园	126,928.10	40,151.47	86,776.63
遵义市汇川区田沟绿色食品产业园区建设项目	116,088.50	67,672.63	48,415.87
汇川区 2017 年娄山关片区城市棚户区改造项目	84,490.00	42,260.07	42,229.93
遵义市娄山关生态旅游建设项目	73,462.00	72,384.82	1,077.18
遵义市汇川区水务局仁江河全流域综合治理项目	70,000.00	58,599.71	11,400.29
娄山关旅游公路扶贫项目	60,000.00	3,588.60	56,411.40
中共遵义市汇川区党校基础设施建设	55,000.00	66,848.98	-
遵义市汇川区黔渝高铁娄山关南站配套设施建设项目	51,000.00	28,307.27	22,692.73
贵州省遵义市汇川区海龙屯下寨片区旅游基础设施建设项目	50,000.00	38,310.31	11,689.69
海龙屯国际山地户外运动健身步道项目	40,000.00	14,606.59	25,393.41
汇川区 2017 年板桥镇城市棚户区改造项目	36,144.00	10,924.93	25,219.07
汇川区高坪办水口城市棚户区改造项目	36,000.00	17.21	35,982.79
汇川区国际山地户外运动健身步道驿站建设及沿线景观提升工程项目	35,000.00	32,347.80	2,652.20
汇川区娄山关景区配套设施建设工程	30,573.87	22,031.36	8,542.51
汇川区娄山关景区娄笋公路工程项目	29,798.32	9,596.63	20,201.69

汇川区板桥镇移民安置项目	25,442.14	23,381.45	2,060.69
汇川区泗渡镇移民安置项目	19,102.92	8,571.28	10,531.64
遵义市娄山关旅游景区客运索道建设项目	15,000.00	46.37	14,953.63
团泽镇易地扶贫搬迁项目	12,987.75	9,708.56	3,279.19
高坪沉陷区安置建设改造项目	10,000.00	4,196.42	5,803.58
汇川区板桥镇片区污水管网建设项目	9,400.00	1,143.76	8,256.24
G75 兰海高速崇遵段观坝收费站改扩建工程	6,812.12	8,826.95	-
芝麻镇易地扶贫	6,395.00	690.18	5,704.82
汇川区板桥镇高铁及 210 国道拆迁安置还房建设项目	5,200.00	97.41	5,102.59
遵义市汇川区海龙屯沿线景观提升工程	5,000.00	5,059.55	-
沙湾易地扶贫搬迁项目	4,000.00	1,030.49	2,969.51
海龙屯污水处理厂工程项目	3,520.67	3,959.98	-
高坪玉龙小学建设工程	3,500.00	4,845.79	-
娄山关景区温泉酒店	3,500.00	887.53	2,612.47
泗渡镇观坝村双心路建设	3,000.00	2,606.44	393.56
遵义市汇川区“治污治水.洁净家园”建设工程团泽片区项目	2,600.00	326.14	2,273.86
遵义市汇川区“治污治水.洁净家园”建设工程板桥片区项目	2,500.00	495.73	2,004.27
遵义市汇川区“治污治水.洁净家园”建设工程泗渡片区项目	2,500.00	386.24	2,113.76
遵义市汇川区娄山关旅游景区游客服务设施建设	2,050.00	2,655.59	-
汇川区村（社区）级组织办公阵地建设泗渡镇片区	1,770.00	447.71	1,322.29
汇川区村（社区）级组织办公阵地建设团泽片区	1,450.00	362.34	1,087.66
汇川区村（社区）级组织办公阵地建设板桥镇片区	1,110.00	424.65	685.35
汇川区板桥镇 2017 道路路面改造工程	1,079.00	1,072.50	6.50
汇川区人民武装部办公楼改造工程	325	297.01	27.99
合计	1,172,029.39	678,280.39	510,063.05

注 1：汇川区娄山关景区康养旅游一体化项目、田沟中小企业产业园、遵义市汇川区田沟绿色食品产业园区建设项目、汇川区国际山地户外运动健身步道驿站建设及沿线景观提升工程项目和遵义市娄山关旅游景区客运索道建设项目系公司自营项目，建成后公司自持。

注 2：海龙屯国际山地户外运动健身步道项目、贵州省遵义市汇川区海龙屯下寨片区旅游基础设施建设项目系与板桥旅开签订投资建设协议，其余项目均系与汇川区人民政府签订委托代建协议。

注 3：项目已投资额系按项目实际投资口径披露所致，部分项目已投资额已超过总投资额，但尚未竣工，尚需投资规模无法测算

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理业务

公司土地整理业务收入小幅下滑，该业务易受上级政府规划影响，未来业务量及持续性存在一定的不确定性

根据遵义经开区及汇川区城市改造、建设以及经济发展的需要及土地规划的要求，近年遵义汇川区人民政府与公司签订相关《土地开发整理承包协议》，对土地开发整理的内容、开发完成程度及工期等内容进行明确，待土地整理完成后，每年末由遵义市汇川区财政局按照所整理的土地面积给予相应的土

地整理补偿，补偿标准为15万元/亩。近年公司土地整理项目以成片土地为主，整理难度较小，土地整理成本主要是三通一平成本及拆迁补偿费用等，该业务毛利率维持在较高水平，但由于所整理的土地在位置、整理难度上有一定的差异，土地整理业务的毛利率存在波动的可能。2022年，公司按协议整理土地1,570.60亩，确认土地整理收入2.36亿元，毛利率保持稳定。

表12 2021-2022年公司土地整理明细情况（单位：亩、万元）

年份	土地位置	面积	土地整理补偿收入
2022年	松林镇中南村丁台村	31.996	479.94
	泗渡镇麻沟村	1,538.604	23,079.06
	合计	1,570.60	23,559.00
2021年	松林镇中南村丁台村	1,733.33	26,000.00
	合计	1,733.33	26,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司已承接的待整理土地规模约3,679亩，后续根据政府规划可能还有新增，未来整理完成后仍将实现一定规模的土地整理业务收入。但该业务易受上级政府政策及规划影响，未来业务量及持续性存在一定的不确定性。

六、财务分析

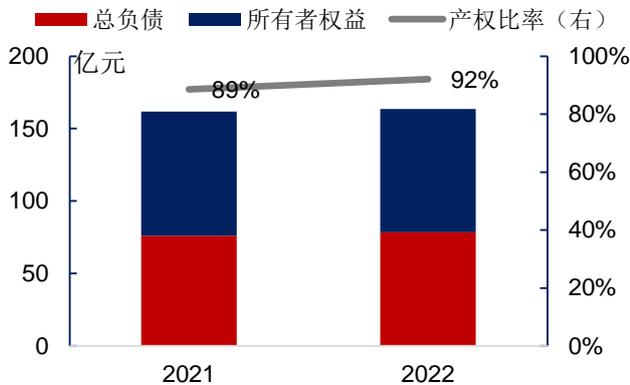
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并范围减少一家子公司，未新增子公司。

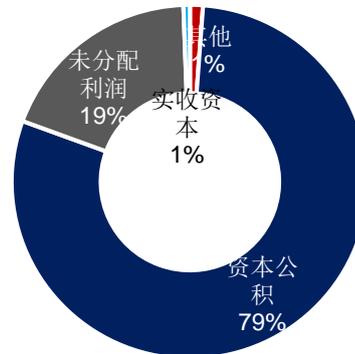
资本实力与资产质量

2022年公司净资产规模基本稳定，资产仍以土地使用权、项目开发支出和应收款项为主，现金类资产极少，资产质量欠佳、资产流动性偏弱

2022年受经营积累及划出子公司的综合影响，公司净资产规模基本保持稳定，整体产权比率小幅提升，净资产对负债的覆盖程度减弱。截至2022年末，公司净资产仍主要由资本公积和未分配利润构成。

图 2 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 3 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

2022年公司资产规模小幅增长，基本保持稳定，资产结构方面，仍以流动资产为主。存货仍系公司资产最主要的构成部分，主要由项目开发成本（24.48亿元）、土地使用权（70.92亿元）等构成。2022年存货规模同比下滑，主要系由于长征小镇公司划出合并范围，面积合计20.68万平方米、账面价值合计2.36亿元的土地划出，年末公司存货中政府注入地块（账面价值69.13亿元）均未缴纳土地出让金；此外，2022年存货中遵义市汇川区田沟绿色食品产业园区建设项目（以下简称“田沟绿色食品产业园项目”）转至在建工程。2022年公司应收账款同比增长36.20%，仍主要系应收汇川区财政局的代建项目和土地整理结算款，年末占比95.83%，此外，前五大应收对象中包含应收民营企业遵义市视通电视网络有限责任公司的款项0.14亿元，账龄在1-3年，需关注款项回收风险。公司其他应收款仍主要为与区域国有企业间的借款及往来款，整体来看公司应收款项规模继续增长，应收地方政府及国有企业的款项回收时间存在不确定性，对资金流动性形成较大占用。2022年末，公司在建工程账面价值同比大幅增长77.88%，主要系本期债券募投项目、遵义市汇川区田沟中小企业产业园区项目的持续投入以及田沟绿色食品产业园项目从存货转入所致。

截至2022年末，公司受限资产较少，仅有2宗土地使用权（账面价值合计1.91亿元）被抵押。整体来看，公司资产规模小幅增长，主要由国有土地使用权、项目开发支出和应收款项构成，大部分土地为公司项目建设用地，变现能力弱，且需关注年末公司现金类资产极少，整体资产质量欠佳，资产流动性偏弱。

表13 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	0.05	0.03%	0.01	0.01%
应收账款	16.41	10.03%	12.05	7.44%
其他应收款	26.86	16.42%	29.31	18.10%
存货	95.39	58.31%	105.47	65.15%

流动资产合计	138.70	84.79%	146.84	90.70%
在建工程	22.45	13.72%	12.62	7.80%
非流动资产合计	24.89	15.21%	15.06	9.30%
资产总计	163.59	100.00%	161.89	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年公司营业收入及利润规模均有所下滑，毛利率水平保持相对稳定

受大环境影响下的土地流转及工程建设进度放缓，2022年公司营业收入同比下滑12.61%，营收仍主要来源于市政基础设施建设业务和土地整理业务，2022年景区综合服务收入大幅下滑73.33%，2023年有望回暖。毛利率方面，2022年公司盈利水平基本稳定，工程建设及土地整理业务毛利率均未发生变化，景区综合服务业务由于成本支出较少，毛利率大幅提升。利润方面，2022年受营业收入下滑影响，整体利润规模同比下滑13.05%，此外当年公司获得145.00万元的政府补助，对利润形成一定补充，但影响有限。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	7.90	9.04
营业利润	1.97	2.29
其他收益	0.01	0.00
利润总额	1.99	2.29
销售毛利率	30.08%	29.18%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司现金类资产极少，对外部融资依赖较大，整体面临较大的偿债压力，且融资弹性欠佳

截至2022年末，公司总债务规模59.59亿元，同比变化不大，从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，年末长期债务占比78.27%，债务结构良好。目前公司主要通过银行借款的方式进行外部融资，2022年末新增债券发行和融资租赁，年末应付债券规模仍为2020年8月27日发行的7年期5.4亿元非公开项目收益债、于2020年12月31日发行的7年期4.6亿元非公开项目收益债以及本期债券，根据各债券设置的还本付息条款，2023年需偿还本金规模合计为5.00亿元。此外，公司还通过向其他公司借款的方式进行少量融资，整体来看，公司平均融资成本较高，非标融资成本超过8%。

表15 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
银行借款	7.10%	32.30	1.90
债券融资	7.58%	20.00	5.00

非标融资	8.01%	5.33	3.89
合计	7.28%	57.63	10.79

注：上表债务未包含与企业之间的拆借款
资料来源：公司提供

表16 截至2022年末公司其他应付款中的有息债务情况（单位：万元）

单位名称	是否为关联方	利率	金额
贵州睿果贸易有限公司	否	6.50%	1,000.00
遵义市鸿源泰建筑有限公司	否	5.73%	490.00
中国信达资产管理股份有限公司广东省分公司	否	8.00%	20,000.00
广东粤财信托有限公司	否	6.25%	179.39
合计	-		21,669.39

资料来源：公司提供

表17 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	0.40	0.51%	0.94	1.24%
其他应付款	8.82	11.25%	8.23	10.82%
一年内到期的非流动负债	10.38	13.25%	5.05	6.64%
流动负债合计	26.17	33.38%	19.89	26.15%
长期借款	30.41	38.79%	27.39	36.02%
应付债券	14.79	18.86%	19.78	26.01%
长期应付款	7.04	8.97%	8.99	11.82%
非流动负债合计	52.23	66.62%	56.17	73.85%
负债合计	78.40	100.00%	76.06	100.00%
总债务	59.59	76.01%	60.50	79.55%
其中：短期债务	12.95	16.52%	9.86	12.96%
长期债务	46.64	59.49%	50.65	66.59%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年末，公司负债水平相对稳定，全年资金回笼情况小幅改善，但由于现金类资产极少，其对短期债务的覆盖程度极弱，公司面临很大的短期偿债压力，对外部融资依赖较大。2022年公司EBITDA利息保障倍数进一步下滑，公司息税摊销前利润对利息支出的保障程度持续减弱，公司整体面临较大的偿债压力。截至2022年末，公司获得各家银行的授信额度合计38.47亿元，未使用额度3.55亿元，融资弹性较小。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	47.92%	46.98%
现金短期债务比	0.00	0.00
EBITDA利息保障倍数	0.52	0.60

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

公司近一年在环境、社会及治理方面未发生重大负面事项

环境方面，根据公司提供的说明及公开查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，不存在因废水排放而受到政府部门处罚或因废弃物排放而受到政府部门处罚的情况。

社会方面，根据公司提供的说明及公开查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，2022 年 7 月公司法定代表人、董事长由徐波变更为周世航，跟踪期内未发生其他重大人员变动。组织架构方面，由于公司整体面临较大偿债压力，2022 年公司将原投融资处变更为融资化债部以加强债务管控及化债安排，其他部门还包括财务部、工程部、综合部、党建办、资产运营部及计划投资部，在部门设置上基本能满足公司日常经营需求。根据公司出具的说明，公司高管近三年不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情况。

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（2023年6月12日），公司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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。但需关注公司作为保证人的其他借贷交易中关注类余额3.65亿元，不良类余额1.14亿元。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额17.68亿元，占年末净资产的比重为20.75%，公司对外担保均无反担保措施，且其中两笔合计4.92亿元已到期但尚未解除担保，其中一笔担保余额为2.00亿元的已签订展期协议，公司暂未发生代偿，但被担保对象汇川城投和经开区投资均被列为失信被执行人，且考虑到汇川区地方国有企业偿债压力较大，公司面临很大的或有负债风险。

2021年6月7日，公司发布与华融国际信托有限责任公司（以下简称“华融信托”）诉讼案件的进展说明：汇川城投与华融信托于2016年11月10日发生5.00亿元信托融资，经开区投资和公司为该笔融资承担连带保证责任。2019年11月11日，因汇川城投及汇川区财政局均无力偿还合同约定的到期本金及其他款项，华融信托与其签署补充协议进行展期。后因合同纠纷，2021年5月7日，华融信托再次申请执行

（案号：（2021）京02执680号），公司及汇川城投、经开区投资均被列为失信被执行人；2023年2月，华融信托再次向北京第二中级人民法院申请对汇川城投及相关担保方账户及资产进行强制执行，根据中国执行信息公开网查询显示，执行标的50,916.96万元。公司作为担保方之一目前暂无法评估可能承担的代偿金额，该事件暂未对公司日常经营产生不良影响，中证鹏元将持续关注以上事项对公司经营及信用可能产生的影响。

2023年4月17日，公司收到上海市浦东新区人民法院执行通知（案号：（2023）沪0115执15514号），该案件系2022年7月1日，远东国际融资租赁有限公司（以下简称“远东租赁”）与遵义市投资（集团）有限责任公司（以下简称“遵义投资”）开展融资租赁业务并签署相关合同，公司系本次融资租赁业务的担保方之一，2022年11月，由于远东租赁与遵义投资就该笔融资租赁业务存在纠纷，远东租赁提起诉讼，经协商，双方于2023年2月28日在法院主持下作出调解，但因遵义投资未按调解协议执行，远东租赁于2023年4月17日向法院申请执行，被执行金额7,072.32万元，公司作为担保方之一同被列为被执行人。截至本报告出具日，遵义投资仍在与远东租赁积极协商沟通中，公司暂未发生代偿，但暂无法评估就该案件可能承担的代偿金额，中证鹏元将持续关注以上事项。

表19 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	对应主债务合同的债权人	担保金额	担保余额	担保期限
遵义市汇川区住投房地产开发有限公司	中国农业发展银行股份有限公司	17,174.13	8,632.00	2019.7.16-2027.6.20
	贵阳银行股份有限公司遵义分行	27,000.00	25,400.00	2016.7.21-2027.6.30
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	洛银金融租赁有限公司	9,737.74	9,201.41	2015.5.30-2025.10.18
	江苏金融租赁股份有限公司	12,946.82	6,895.89	2019.1.8-2024.1.7
	雪松国际信托有限公司[注 1]	30,000.00	29,186.18	2018.2.2-2020.2.8
遵义惠拓投资建设开发有限责任公司	贵州银行股份有限公司	35,800.00	34,799.76	2021.5.19-2028.5.18
遵义经济技术开发区投资建设有限公司	贵州银行股份有限公司遵义汇川支行	10,000.00	9,850.00	2021.2.10-2040.2.8
	贵阳农村商业银行股份有限公司	7,300.00	7,300.00	2022.4.27-2023.4.26
	远东国际租赁有限公司	26,521.00	13,264.53	2018.4.20-2023.4.30
	贵州银行股份有限公司[注 2]	20,000.00	19,999.57	2020.1.20-2021.1.12
遵义市汇川区国有资本运营有限公司	重庆银行股份有限公司	3,100.00	3,075.00	2021.6.18-2035.12.28
遵义市投资(集团)有限责任公司	远东国际租赁有限公司	6,000.00	6,000.00	2022.7.7-2025.7.7
遵义经济技术开发区文化传媒投资有限公司	遵义黔兴村镇银行有限责任公司	400.00	400.00	2022.9.02-2023.9.01
遵义市鸿源泰建筑劳务有限公司[注 3]	贵州银行汇川支行	500.00	500.00	2022.8.10-2025.8.9
遵义长征小镇旅游开发建设有限公司	遵义黔兴村镇银行有限责任公司	399.90	399.90	2022.9.2-2023.9.1
	贵州遵义汇川农村商业银行[注 4]	900.00	859.00	2021.4.30-2023.4.29

贵州银行遵义汇川支行	1,000.00	1,000.00	2022.8.10-2025.8.9
合计	208,779.59	176,763.24	

注 1: 截至本报告出具日, 该笔对外担保尚未签订展期协议, 暂未发生代偿。

注 2: 该笔对外担保已于 2022 年 7 月签订展期协议延期 180 天。

注 3: 遵义市鸿源泰建筑劳务有限公司法定代表人于 2023 年 3 月 8 日被遵义市汇川区人民法院限制高消费。

注 4: 该笔对外担保已展期至 2024.4.27。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

此外, 根据公开查询, 公司控股股东遵义经济技术开发区新兴产业投资有限公司分别于 2022 年 9 月 8 日和 2023 年 4 月 17 日被列为被执行人 (郑州市中级人民法院 (2022) 豫 01 执恢 324 号、上海市浦东新区人民法院 (2023) 沪 0115 执 15532 号), 执行标的金额合计 2.01 亿元, 截至本报告出具日, 尚未执行完毕, 仍在协商中, 中证鹏元将持续关注上述事件进展。

八、外部特殊支持分析

公司是汇川区政府下属重要企业, 遵义经开区管委会间接持有公司 100% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时, 汇川区政府提供特殊支持的意愿极其强, 主要体现在以下方面:

(1) 公司与汇川区政府的联系非常紧密。近年公司股权结构未发生变化, 遵义经开区管委会间接持股 100%, 公司被政府全资拥有; 政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权, 公司主营业务收入主要来自于汇川区政府, 由汇川区财政局负责结算, 整体与政府联系保持稳定。

(2) 公司对汇川区政府非常重要。公司主营业务为基础设施建设和土地整理, 最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务, 但由于公司与当地其他发债平台相比资产和经营规模偏小, 对政府和地方经济的贡献一般, 政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司; 公司目前有三只存续债券, 若违约对地区金融生态环境和融资成本将产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

遵义投资⁴为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 因中证鹏元未对遵义投资进行评级, 无法判断其增信效果

本期债券由遵义投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 保证的范围包括本期债券的本金及利息, 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; 保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

遵义投资主要负责遵义市内保障性住房建设和棚户区改造、土地开发整理、城市市政和公共服务设施投融资建设和运营管理以及供排水业务。截至 2022 年末, 遵义投资总资产 778.57 亿元, 所有者权益 292.29 亿元, 2022 年度营业收入 32.56 亿元, 利润总额 3.61 亿元, 经营活动净现金流 0.61 亿元。

⁴ 截至本报告出具日, 未获取遵义投资企业信用报告。

根据公开查询，截至2023年6月12日，遵义投资在中国执行信息网显示有6条被执行人信息，标的金额合计1.75亿元，无失信被执行人信息。

截至本报告出具日，中证鹏元未对遵义投资进行评级，暂无法判断其增信效果。

十、结论

公司是遵义汇川区重要的基础设施建设主体之一，汇川区作为国家级经济技术开发区，经济总量在遵义市各区县内排名位居前列；截至2022年末，公司在建项目投资规模较大，已规划的需整理土地尚具有一定规模，公司主营业务持续性仍然较好；但考虑到汇川区区域债务负担较重，公司对外担保面临很大的或有负债风险，代偿风险、资金压力和偿债压力均较大。整体来看，公司抗风险能力一般。

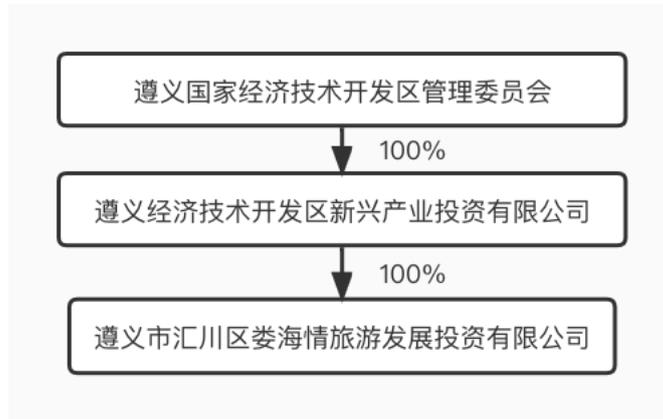
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20娄海情债/20娄海情”的信用等级为AA。

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	0.05	0.01	4.04
应收账款	16.41	12.05	3.72
其他应收款	26.86	29.31	33.55
存货	95.39	105.47	103.17
流动资产合计	138.70	146.84	144.50
固定资产	0.04	0.10	0.14
在建工程	22.45	12.62	5.38
非流动资产合计	24.89	15.06	7.75
资产总计	163.59	161.89	152.25
短期借款	0.40	0.94	0.54
其他应付款	8.82	8.23	5.58
一年内到期的非流动负债	10.38	5.05	4.57
流动负债合计	26.17	19.89	15.01
长期借款	30.41	27.39	24.20
应付债券	14.79	19.78	19.78
长期应付款	1.44	3.47	4.00
非流动负债合计	52.23	56.17	53.50
负债合计	78.40	76.06	68.51
其中：短期债务	12.95	9.86	9.21
总债务	59.59	60.50	57.18
所有者权益	85.19	85.84	83.74
营业收入	7.90	9.04	8.89
营业利润	1.97	2.29	2.76
其他收益	0.01	0.00	0.00
利润总额	1.99	2.29	2.76
经营活动产生的现金流量净额	0.01	1.49	0.87
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-6.05	2.64
筹资活动产生的现金流量净额	0.02	0.53	-1.26
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	30.08%	29.18%	28.85%
资产负债率	47.92%	46.98%	45.00%
短期债务/总债务	21.73%	16.29%	16.10%
现金短期债务比	0.00	0.00	0.44
EBITDA（亿元）	2.13	2.46	2.87
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.60	1.04

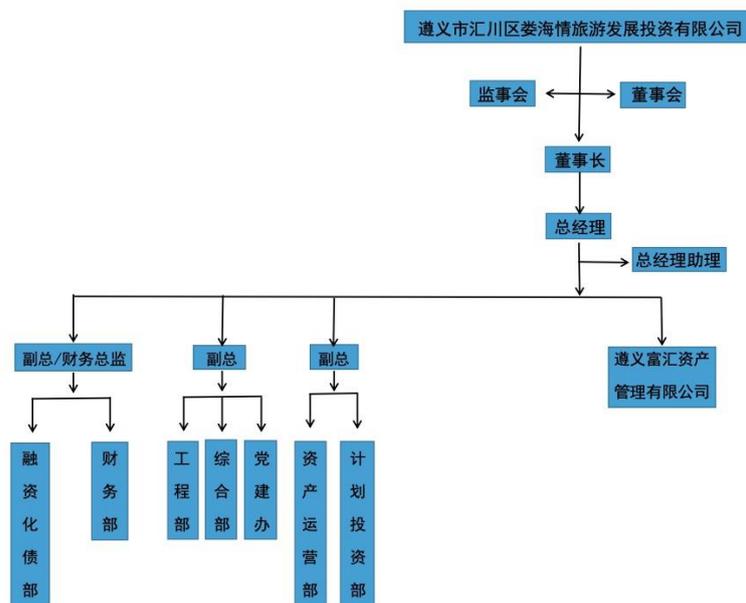
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



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（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
遵义富汇资产管理有限公司	2,000.00	100.00%	商务服务业	投资设立

资料来源：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	现金类资产 / 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。