

2019 年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



## 2019 年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【338】号 01

债券简称：19 普洱思茅  
债 01/19 普洱 01

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2026 年  
3 月 14 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，分次还本，在  
债券存续期内的第 3-7  
年末，分别按照债券发  
行总额 20%的比例偿还  
债券本金，到期利息随  
本金一起支付

### 分析师

姓名：  
王哲 王强  
电话：  
0755-82871596  
邮箱：  
[wangzh@cspengyuan.com](mailto:wangzh@cspengyuan.com)  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 22 日	2019 年 6 月 26 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对普洱市思茅国拓资产经营有限公司（以下简称“思茅国拓”或“公司”）及其 2019 年 3 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司在建项目规模较大，未来业务持续性有较好保障，且获得的外部支持力度较大；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在较大的或有负债等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。普洱市是国家绿色经济试验示范区，自然环境较为优越，近年来第三产业投资增速较快，旅游业保持较快发展。2019 年普洱市实现 GDP 875.28 亿元，同比增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目规模较大，未来业务持续性有较好保障。公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，业务较为充足，截至 2019 年末，公司在建保障房及基础设施项目合计总投资 385,229.61 万元，已投资 192,146.95 万元，未来业务持续性有较好保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。近年来思茅区政府对公司保持较大支持力度，2019 年公司合计收到政府补助 5,760.35 万元，提高了公司的利润水平。

### 关注:

- **公司应收款项对运营资金占用规模较大,且资产以存货为主,资产整体流动性较弱。**  
截至 2019 年底,公司应收账款和其他应收款合计占总资产的 27.89%,应收款项对公司营运资金占用规模较大;公司存货占公司期末总资产的 64.10%,其中土地开发成本价值 242,231.76 万元,均未缴纳土地出让金;公司受限资产 31,784.97 万元,整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年末,公司在建保障房及基础设施建设项目尚需 193,082.66 万元资金投入,其中“2013 年保障房”项目因建设资金问题投资进度有所滞后,公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务合计 127,320.16 万元,规模仍然较大,现金短期债务比为 0.72,现金无法覆盖短期债务;公司 2020-2021 年需偿还有息债务合计 83,776.62 万元,公司面临较大偿债压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2019 年末,公司本部的对外担保金额为 41,100.00 万元,公司子公司普洱市思茅民生融资担保有限公司(以下简称“民生担保”)担保在保金额为 22,872.00 万元,主要担保对象为普洱市民营企业和个人,公司存在较大的或有负债风险。

### 公司主要财务指标(单位:万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	707,456.94	686,299.37	658,790.66
所有者权益总额	347,072.12	335,653.39	323,733.56
有息债务	127,320.16	139,195.56	159,479.08
资产负债率	50.94%	51.09%	50.86%
现金短期债务比	0.72	0.85	2.23
营业收入	44,586.01	41,280.53	58,625.60
其他收益	5,718.02	7,531.36	303.75
利润总额	11,393.65	11,288.44	13,593.07
综合毛利率	26.35%	17.82%	23.56%
EBITDA	12,839.06	12,899.85	14,480.25
EBITDA 利息保障倍数	9.50	5.30	4.08

经营活动现金流净额	4,581.67	36,189.80	-100,117.44
收现比	0.47	0.44	1.21

注：公司大部分银行借款利息由政府支付，由公司支付利息相对较小，EBITDA利息保障倍数根据公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金计算，数据存在一定误差。

资料来源：公司2015-2017年连审审计报告及2018年和2019年审计报告，中证鹏元整理

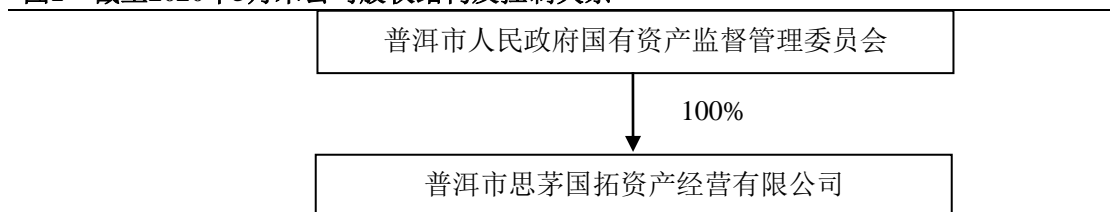
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月14日发行7年期2亿元公司债券，募集资金原计划用于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）项目。截至2020年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为80.39万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2020年5月末，公司控股股东和实际控制人仍为普洱市人民政府国有资产监督管理委员会。截至2020年5月末，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2020年5月末公司股权结构及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务范围未发生变化，公司主要在普洱市范围内进行城市基础设施建设、保障房建设，公司亦有少量木材销售、融资担保等业务。截至2019年末，公司合并报表范围未发生变化。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新



兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《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》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国

家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号),从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引,并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围,地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情,债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排,开辟债券发行“绿色通道”,支持参与疫情防控企业债券发行,城投公司作为地方基础设施建设主体,在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作,城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## (二) 区域环境

**普洱市经济实力持续增长,近年来旅游业保持较快发展,固定资产投资仍是普洱市经济增长的主要动力,其中第三产业投资增速较快**

普洱市是全国唯一的国家绿色经济试验示范区。全市辖9县1区,103个乡(镇),总人口262.7万人。普洱市曾是“茶马古道”上的重要的驿站,是著名的普洱茶的重要产地之一,也是中国最大的产茶区之一,有底蕴深厚的普洱茶文化、茶马古道文化。普洱市国土面积4.5万平方公里,山区占98.3%,国土、林地和热区面积均居全省之首,森林覆盖率达71.18%,具有“一市连三国、一江通五邻”的独特区位,有2个国家一类口岸、1个国家二类口岸、18条通道,是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿。

普洱市经济总体保持稳定增长态势,2019年全年实现地区生产总值(GDP)875.28亿元,按可比价格计算,比上年增长8.1%。其中,第一产业增加值199.02亿元,比上年增长5.5%;第二产业增加值231.23亿元,增长11.1%;第三产业增加值445.04亿元,增长7.6%。三次产业结构调整为22.74:26.42:50.84。全市人均生产总值33,098元,比上年增长7.6%,为全国人均GDP的46.69%,整体经济发展落后全国平均水平。

农业方面,普洱市2019年茶叶产量11.49万吨,增长1.4%;油料产量1.88万吨,增长4.3%;



烤烟产量4.94万吨，下降0.8%；咖啡产量7.57万吨，增长2.1%。工业方面，2019年全部工业增加值140.92亿元，同比增长7.1%；规模以上工业增加值增长7.0%。

第三产业方面，普洱市自然环境优越，2019年接待国内游客4,112.74万人次，增长18.3%；国内旅游收入437.53亿元，增长25.2%；全年实现旅游业总收入443.48亿元，增长25.2%。

2019年普洱市固定资产投资（不含农户）增长26.6%，固定投资保持较快增长，仍是普洱市经济增长的主要动力。分三次产业看，第一产业投资增长56.7%；第二产业投资下降20.0%；第三产业投资增长30.0%。工业投资占比有所下降，农业及旅游服务业投资增长明显增快。2019年基础设施投资增长43.3%，占全市固定资产投资的比重达到61.1%。全年房地产开发投资达87.3亿元，比上年增长20.6%。

**表 1 普洱市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	875.28	8.1%	662.48	8.5%
第一产业增加值	199.02	5.5%	163.66	6.3%
第二产业增加值	231.23	11.1%	244.16	10.6%
第三产业增加值	445.04	7.6%	254.66	7.9%
工业增加值	140.92	7.1%	119.78	6.9%
固定资产投资	-	26.6%	405.72	18.5%
社会消费品零售总额	220.10	10.4%	199.45	11.0%
进出口总额（亿美元）	10.78	-4.7%	11.31	-9.0%
存款余额	928.04	3.3%	898.84	-1.68%
贷款余额	850.92	10.4%	770.96	12.63%
人均 GDP（元）		33,098		25,170
人均 GDP/全国人均 GDP		46.69%		38.13%

注：“-”表示该数据未披露。

资料来源：2018-2019 年普洱市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年普洱市实现公共财政收入49.84亿元，同比下降8.3%；同期普洱市公共财政支出为301.43元，同比增长2.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为16.53%。

### 近年思茅区经济保持稳步增长，固定资产投资对经济拉动作用较为明显

思茅区位于普洱市中南部，为普洱市唯一中心城区，全区总面积3,928平方公里，下辖7个乡镇，分别为思茅镇、南屏镇、倚象镇、思茅港镇、龙潭彝族傣族乡、云仙彝族乡和六顺乡，思茅区为普洱市政治、经济、文化中心。思茅区旅游资源丰富，有云南太阳河国家森林公园、茶城观景台、茶马古道、洗马河公园等旅游景区，思茅区被国家旅游

局确定为第三批“全国旅游标准化试点县（区）”。

近年思茅区经济保持较快增长，2019年思茅区实现地区生产总值175.24亿元，较上年增长10%；其中规模以上固定资产投资125.00亿元，同比增长6%，固定资产投资对思茅区经济拉动较为明显。

工业方面，思茅区初步形成茶、林、电、矿、建筑建材、食品加工、生物药业、咖啡等一批支柱和骨干产业群。2019年思茅区工业总产值首次突破100亿元，工业转型升级步伐加快，淞茂中药配方冲泡颗粒产业化项目建成投产，大唐汉方儿童专用药生产线、云南精品咖啡加工园区等项目建设稳步推进。第三产业方面，思茅区旅游产业发展较快，2019年实现旅游总收入112亿元，成功举办第七届端午“百草根”美食文化旅游节，高家寨村民小组入选“首批全国乡村旅游重点村”，普洱茶马古道旅游景区荣获2019亚洲旅游红珊瑚奖，成功创建云南省全域旅游示范区，被国际旅游联合会授予“中国最美旅游名区”、“新时代品质旅游城市”称号。

**表 2 思茅区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	175.24	10%	162.25	10%
规模以上固定资产投资	125.00	6%	117	6%
社会消费品零售总额	72.39	11%	68.34	12%

资料来源：2018-2019 年思茅区政府工作报告，中证鹏元整理

2019年普洱市思茅区实现公共财政收入9.08亿元，同比增长1.9%，其中税收收入6.95亿元，占公共财政收入比例为76.55%；实现政府性基金收入2.88亿元。同期普洱市公共财政支出为24.59亿元，同比下降1.00%，财政自给率(公共财政收入/公共财政支出)为36.93%。

## 四、经营与竞争

公司主要在普洱市主城区进行基础设施项目建设，同时也开展林木工程、保安、粮食贸易、担保业务等其他产业。2019年公司营业收入合计44,586.01万元，同比增长8.01%；除基础设施建设项目收入略有下降，公司其他收入均有所增长。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为26.35%，较2018年提高8.53个百分点，主要系公司基础设施建设、林木工程等主要收入来源毛利率均有所提升，并且毛利率较高的项目管理费占比提高影响。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设	27,549.94	16.32%	29,644.40	12.56%
林木工程	4,830.21	31.78%	4,094.23	21.66%
项目建设费	3,280.94	100.00%	1,686.92	100.00%
保安收入	2,879.14	25.52%	2,305.96	26.18%
粮食贸易	2,208.68	-4.72%	1,525.58	-2.81%
公墓租赁	1,479.57	56.20%	889.58	43.46%
担保收入	693.20	23.48%	123.35	-93.50%
其他业务	1,664.32	48.65%	1,010.50	22.61%
<b>合计</b>	<b>44,586.01</b>	<b>26.35%</b>	<b>41,280.53</b>	<b>17.82%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**2019 年公司基础设施建设项目收入有所下滑，但未来业务持续性有较好保障；后续项目仍需投入大量资金，公司面临的资金压力较大，且募投项目建设不及预期，未来收益存在一定不确定性**

公司基础设施建设业务主要包括保障房建设、棚户区改造项目以及部分其他基础设施建设项目。目前公司在建的保障房项目主要为“2013 年保障房”项目（包括本期债券募投项目），“2013 年保障房”建成后的一部分（比例不超过 40%）可以由公司自行销售，销售价格介于房屋建设成本和同类商品房市场价格之间，剩余部分由政府按照委托代建协议支付价款（即在投资成本基础上加成 18% 投资回报）。2016 年以来受项目资金紧张影响，公司“2013 年保障房”建设投入规模有所减少，项目建设进度有所放缓。2018 年公司确认“2013 年保障房”建设收入 580.95 万元，规模不大；2019 年公司确认三木小区安置房等保障房建设收入合计 1,964.39 万元。

2016 年公司子公司民生置业与思茅区人民政府签订《普洱市思茅区棚户区改造项目委托代建》合同。由民生置业负责云南省 2013-2017 年城市棚户区改造省级统贷项目（四期）-思茅区棚户区改造项目。该项目合同总金额约 70,000 万元，约定项目建设资金均由公司筹措，项目建成后政府支付价款，支付价款为项目建设总成本基础上加成 18% 的投资回报收益。2019 年公司确认普洱市思茅区棚户区改造项目收入 20,067.37 万元。

另外，2019 年公司基础设施建设收入中包括思茅区水利工程项目，该项目由子公司普洱市思茅淼源水利开发有限公司建设（以下简称“淼源水利”）进行建设，淼源水利与普洱市思茅区财政局签订《水利工程项目委托代建及回购协议》，约定项目建设完成后，项目建成后政府支付价款，支付价款为项目建设总成本基础上加成 18% 的投资回报收益。

2019 年公司确认思茅区水利工程项目收入 5,518.18 万元。

毛利率方面，2019 年普洱市思茅区棚户区改造项目毛利率为 15.25%，较为稳定；思茅区水利工程项目毛利率为 15.98%，较 2018 年有所提高；保障房建设收入毛利率为 28.31%，占收入比重有所提高。受此影响，2019 年公司基础设施建设收入毛利率为 16.32%，较 2018 年提高 3.76 个百分点。

截至 2019 年末，公司在建保障房项目规模较大，总投资合计 325,283.64 万元，已投资 170,346.62 万元；公司整体保障房规模较大，未来业务持续性有较好保障，但政府结算时间存在较大不确定性，并且尚需投资规模达到 154,937.02 万元，公司存在较大的资金压力。

本期债券募投项目思茅区 2013 年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）项目，为思茅区 2013 年保障房的子项目。本期募投项目合计总投资 98,927.62 万元，原计划于 2017 年 12 月完工，但受公司资金压力影响，截至 2019 年末募投项目累计已投资 52,927.93 万元，其中锰铁合金厂地块和普洱人家北侧地块建设项目 2019 年已建设完成（2019 年部分公租房实现出租，收入规模较小），三家村部分地块暂未完成建设，建设进度不及预期。根据项目可行性研究报告测算，本期项目在经营期内，公司将通过房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租、政府补贴等实现收益，预计可实现总收益 124,306.47 万元，其中债券存续期内收益为 109,239.94 万元。截至 2019 年末本期募投项目建设进度不及预期；募投项目建成运营后，商业建筑及住宅销售收入、公租房租金及停车位租金收入均受当地经济发展情况以及募投项目建设进度等因素影响存在一定不确定性。

**表 4 截至 2019 年末公司主要在建保障房项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
思茅区 2013 年保障房	176,296.96	88,445.71	87,851.25
思茅区“锦辉·第贰郡”2013 年保障性住房	68,800.00	43,684.34	25,115.66
思茅区“锦辉·第壹郡”2013 年保障性住房	80,186.68	38,216.57	41,970.11
<b>合计</b>	<b>325,283.64</b>	<b>170,346.62</b>	<b>154,937.02</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司项目建设费收入有所增长，但存在较大资金压力

项目建设费收入方面，公司通过与思茅区政府签订《建设项目委托代建合同》进行相应的工程建设，在思茅区内进行委托代建业务，如道路施工、河道改造、水库建设等，业务具有一定的区域优势。公司项目建设费收入按照项目建设成本的 10% 或 18% 提取，会计处理时将公司支出的项目款和政府拨的项目款进行对冲，故该项业务未确认成本，公司项目建设资金一部分由政府拨款，剩余资金自筹。2019 年公司结算的项目较多，主要为普洱汇源绿色农创特色小镇、融创普洱国际大健康度假区、梅子湖跑马场、普洱茶小镇等项目，



2019年公司确认项目建设费收入3,280.94万元，同比增长94.49%。

截至2019年底，公司在建基础设施项目情况如下表所示，公司在建基础设施项目合计总投资59,945.97万元；截至2019年末已完成投资21,800.33万元，尚需投资38,145.64万元，公司项目建设需自行垫付部分资金，面临较大资金压力。

**表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）**

工程项目名称	计划投资额	实际投资额	尚需投资	是否签署委托 代建协议
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	11,635.77	33,364.23	是
思茅区普洱大道建设项目	6,000.00	5,046.36	953.64	是
龙潭乡抗旱应急水源饮水工程	4,117.47	2,924.66	1,192.81	是
普洱市林木良种繁育基地项目	1,828.50	1,088.37	740.13	是
普洱市南亚热带植物园项目	3,000.00	1,105.17	1,894.83	是
合计	<b>59,945.97</b>	<b>21,800.33</b>	<b>38,145.64</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司林木工程收入有所增长，但受政策影响未来可能存在波动

公司林木工程实施主体为子公司云南三木木业有限公司和普洱市思茅区万掌山林场，林木工程销售收入主要来自原木销售和造林工程。公司原木的采伐量是根据国家下发的采伐指标进行采伐，原则上采伐量不得超过生产增量；造林工程和绿化工程收入主要是一些政府绿化项目收入（多为城市道路绿化），此项业务会相应的产生苗木销售收入；此外，原木剩余物销售、松脂销售等亦产生一定收入，但规模较小。

2019年公司林木工程收入合计4,830.21万元，同比增长17.98%，主要系公司自产原木及抚育材等林木销售增长所致。另外，根据国家政策，未来天然林砍伐受到严格限制，公司原木销售收入可能存在较大波动，公司将逐步转型拓展生态类项目。

#### 公司保安业务收入持续增长；公司粮食贸易为政策性业务，对公司利润无明显贡献；公司担保业务存在代偿风险

公司保安业务收入主要来自子公司普洱众鑫保安服务有限公司，主要业务范围为保安、巡逻、运输押运等；其中2016年以来公司增加运输押运业务，发展形势较好，促使保安业务收入持续增长。2019年公司实现保安收入2,879.14万元，同比增长24.86%，毛利率为25.52%，毛利润水平尚可。

公司粮食贸易实施主体为子公司普洱市思茅区粮食购销有限公司，主要承担普洱市和思茅区的粮食储备任务，以政府规定的最低价收购粮食作物，目前收储的主要由玉米、籼稻，由于储备粮有两年的轮换期，新旧粮食价差导致公司一直处于亏损状态，亏损部分则由政府进行补贴（即地方粮食粮油补贴）。总体来看，公司粮食贸易业务主要为公共事业，

对公司利润无贡献作用。

公司担保业务实施主体为子公司民生担保，近年来公司对担保业务加强风控管理，对外担保规模持续缩减，2019年民生担保当期累计担保发生额7,741.00万元，同比下降47.53%；当期解除担保额13,000.00万元，2019年期末在保余额为24,772.00万元，较2018年下降17.51%。2019年实现担保收入693.20万元，规模较小。民生担保客户主要以普洱市民营企业和个人为主，要求客户以房产、车辆、经营权或机器设备等作为反担保物，2019年收回担保代偿额12.50万元，2019年末担保代偿余额仍有1,978.50万元，同比增长9.67%。2019年末公司在保余额仍然较大，存在一定的担保代偿风险，且需关注公司担保代偿款回收的风险。

**表 6 民生担保 2018-2019 年担保业务主要经营数据（单位：万元）**

项目名称	2019 年	2018 年
当期累计担保发生额	7,741.00	14,753.00
当期解除担保额	13,000.00	20,213.00
期末在保余额	24,772.00	30,031.00
当期担保代偿发生额	187.00	0.00
当期担保代偿收回额	12.50	372.00
代偿余额	1,978.50	1,804.00

注：民生担保2019年期末在保余额含对公司及子公司担保余额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司持续得到外部较大力度支持

公司为普洱市重要基础设施建设实施主体，投融资需求较大，为提高公司投融资能力，政府在补贴方面给予公司支持力度较大。2019年公司合计收到政府补助5,760.35万元，提高了公司的利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

公司年度财务报表审计机构由2018年的中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为2019年的北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙），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2018年审计报告和北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围与2018年相比无变化。

## 资产结构与质量

公司规模保持增长，但存货中土地均未缴纳土地出让金，应收款项占比较大，公司资产流动性较弱

2019年公司资产规模保持增长，截至2019年末公司资产总计707,456.94万元，同比增长3.08%。公司资产以流动资产为主，2019年末公司流动资产占总资产比例为98.55%。

2019年末公司货币资金为43,658.75万元，以银行存款为主，其中受限货币资金合计1,245.59万元。公司应收账款主要为应收思茅区财政局的工程款项，2019年末应收账款账面价值为46,419.35万元，同比增长26.83%，其中应收思茅区财政局45,917.78万元，占应收账款期末总额的98.17%。2019年末公司其他应收款为150,881.80万元，较2018年增长6.38%，其中135,762.64万元为应收思茅区住建局、思茅区财政局等政府机构的往来款项，部分账龄较长，均未计提坏账。以账龄计提坏账的19,199.03万元的其他应收款中，账龄在2年以上的占比为24.41%，账龄较长，共计提坏账4,079.88万元。2019年末公司应收款项合计占总资产的27.89%，规模较大，对公司营运资金形成一定占用，且回收时间存在一定的不确定性。

近年来公司存货规模持续增长，2019年末公司存货规模为453,494.45万元，同比增长3.05%，主要由土地开发成本、保障房开发成本及基础设施成本构成。2019年末公司存货中土地账面价值242,231.76万元，主要为城镇住宅用地及部分商服用地，大部分为思茅区政府划拨土地，均未缴纳土地出让金，其中7,819.55万元因抵押使用受限。2019年末存货中保障房开发成本170,346.62万元，基础设施成本20,722.51万元，规模较大。

总体来看，公司资产以流动资产为主，应收款项规模较大占用较多营业资金，存货占总资产比重较高，且存货中土地均未缴纳土地出让金；2019年末公司受限资产合计31,784.97万元，占总资产的4.49%；公司资产整体流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	43,658.75	6.17%	56,798.62	8.28%
应收账款	46,419.35	6.56%	36,599.06	5.33%
其他应收款	150,881.80	21.33%	141,832.96	20.67%
存货	453,494.45	64.10%	440,063.08	64.12%
<b>流动资产合计</b>	<b>697,207.71</b>	<b>98.55%</b>	<b>677,202.38</b>	<b>98.67%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,249.24</b>	<b>1.45%</b>	<b>9,096.99</b>	<b>1.33%</b>

资产总计	707,456.94	100.00%	686,299.37	100.00%
------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入有所增长，政府补助对利润水平贡献度较大

2019年营业收入仍主要来自基础设施建设、林木工程、保安收入、项目建设管理费 and 粮食贸易等业务。受林木工程、项目建设管理费、保安收入等其他收入均有所增长影响，2019年公司实现营业收入44,586.01万元，同比增长8.01%。在建项目方面，公司2019年在建保障房合计总投资325,283.64万元，已投资170,346.62万元；在建基础设施项目合计总投资59,945.97万元，已投资21,800.33万元；未来业务持续性有较好保障，但政府结算时间存在较大不确定性，尚需投资规模较大。受资金压力影响，公司工程建设进度可能存在一定的不确定性。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为26.35%，较2018年增加8.53个百分点，主要系基础设施建设及林木工程毛利率提高，且毛利率较高的项目管理费占比提高影响。作为思茅区重要的基础设施建设开发主体，近年来思茅区政府对公司保持较大支持力度，2019年公司合计收到政府补助5,760.35万元，占当期利润总额的50.56%；政府补助对公司利润总额的贡献度较大。

**表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	44,586.01	41,280.53
其他收益	5,718.02	7,531.36
营业利润	11,182.87	10,688.23
营业外收入	353.91	668.67
利润总额	11,393.65	11,288.44
综合毛利率	26.35%	17.82%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营现金流表现仍偏弱，目前在建项目尚需投入量较大，公司依然面临较大的资金压力**

2019年公司主业回款情况不佳，2019年收现比为0.47。受思茅区财政局支付工程款项规模较小影响，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为21,027.63万元，但公司其



他与经营活动有关的现金净流入规模较大，主要系公司收到项目专项应付款规模较大影响。整体看来，2019年公司经营活动现金流净流入4,581.67万元，经营活动现金流表现仍偏弱。

2019年公司新增部分对外股权投资，以及对自营保障房建设的投入，导致公司投资活动现金净流出11,090.41万元。筹资活动方面，2019年公司对外融资规模较小，并偿还了部分的银行借款及借款利息，导致公司筹资活动净流出6,480.92万元。

截至2019年末，公司在建工程项目（包括保障房和基础设施项目）尚需投资193,082.66万元，公司依然面临较大的资金压力。

**表 9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.47	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	21,027.63	18,128.34
收到其他与经营活动有关的现金	187,403.49	175,360.92
经营活动现金流入小计	208,431.11	193,489.26
购买商品、接受劳务支付的现金	24,925.97	28,882.27
支付其他与经营活动有关的现金	171,397.21	122,877.89
经营活动现金流出小计	203,849.44	157,299.47
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,581.67</b>	<b>36,189.80</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-11,090.41</b>	<b>-782.51</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,480.92</b>	<b>-52,406.32</b>
现金及现金等价物净增加额	-12,989.66	-16,999.03

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模仍较大，面临较大的短期偿债压力

公司负债规模整体较为稳定，2019年末负债总额为360,384.83万元，同比增长2.78%。所有者权益方面，随着公司利润的积累，2019年末所有者权益为347,072.12万元，较2018年增长3.40%。2019年末公司产权比率为103.84%，所有者权益对负债的保障能力较弱。

**表 10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	360,384.83	350,645.98
所有者权益	347,072.12	335,653.39
产权比率	103.84%	104.47%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款余额为17,223.24万元，较2018年末大幅增长，主要为子公司的短期借款。2019年末公司其他应付款为140,970.35万元，同比增长9.84%；其中公司与政府企事业单位的往来款111,949.58万元，以及融资款25,155.54万元。2019年其他应付款前五名中，白云山公募项目融资款23,392.00万元，为公司做的P2G项目融资；其他均为与云南省国有企业的往来款项。2019年末公司一年内到期的非流动负债余额为18,105.00万元，均为一年内到期的长期借款。

2019年末公司长期借款余额43,555.21万元，同比减少33.94%，主要系公司部分长期借款将到期，且无新增长期借款影响。公司应付债券为本期债券，2019年末账面余额为1.93亿元。专项应付款主要为政府拨付专项用于项目建设的资金，为支持公司保障房建设，公司收到专项应付款规模较大，2019年末公司专项应付款为80,664.59万元。

**表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	17,223.24	4.78%	6,670.65	1.90%
其他应付款	140,970.35	39.12%	128,339.68	36.60%
一年内到期的非流动负债	18,105.00	5.02%	30,793.85	8.78%
<b>流动负债合计</b>	<b>210,302.94</b>	<b>58.36%</b>	<b>196,410.02</b>	<b>56.01%</b>
长期借款	43,555.21	12.09%	65,929.00	18.80%
应付债券	19,346.62	5.37%	0.00	0.00%
长期应付款	84,599.15	23.47%	86,351.81	24.63%
<b>非流动负债合计</b>	<b>150,081.89</b>	<b>41.64%</b>	<b>154,235.97</b>	<b>43.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>360,384.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>350,645.98</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	127,320.16	35.33%	139,195.56	39.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、其他应付款中的融资款以及长期应付款中的融资租赁款，有息债务合计127,320.16万元，较2018年减少8.53%，占负债总额的35.33%，规模仍然较大。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020年公司需偿还有息债务6.05亿元，公司面临较大短期偿债压力。

**表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	60,483.78	23,292.84	43,543.54

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，2019年末公司资产负债率为50.94%，较2018年略有减少。短期偿

债指标方面，由于公司短期债务规模较高，2019末公司现金短期债务比为0.72，公司仍面临较大的短期偿债压力。受公司利润总额下降影响，2019年末公司EBITDA为12,839.06万元，较2018年略有下降；有息债务/EBITDA为9.92，EBITDA对有息债务的保障程度较弱。由于公司大部分银行借款利息由政府支付，公司实际支出的利息规模相对较小，EBITDA利息保障倍数较大。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	50.94%	51.09%
现金短期债务比	0.72	0.85
EBITDA 利息保障倍数	9.50	5.30
有息债务/EBITDA	9.92	10.79

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月10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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末公司本部对外担保合计41,100.00万元，主要为普洱市思茅区企事业单位进行担保；另外，公司子公司民生担保2019年末在保金额合计22,872.00万元，主要担保对象为普洱市民营企业和个人。截至2019年末公司对外担保金额合计63,972.00万元，存在较大的或有负债风险。

**表 14 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

担保方	被担保方	担保金额	担保到期日	担保是否已经履行完毕
普洱市思茅国拓资产经营有限公司	普洱市思茅公路投资开发有限公司	15,000.00	2027/4/1	否
	普洱市思茅公路投资开发有限公司	19,200.00	2032/6/11	否
	普洱市思茅第一中学	6,900.00	2021/11/17	否
普洱市思茅民	云南澜沧江酒业集团普洱有限公司	70.00	2015/6/9	否

生融资担保有限公司	云南普洱英爵油业科技发展有限公司	1,000.00	2018/1/22	否
	普洱市思茅区天仓茶叶专业合作社	1,000.00	2018/2/5	否
	普洱市永钢建材有限公司	997.00	2019/12/28	否
	普洱市思东商贸有限公司	627.00	2020/1/2	否
	普洱丰庄咖啡有限公司	295.00	2020/7/18	否
	普洱鑫圆商贸有限公司	225.00	2020/8/4	否
	普洱惠康商贸有限公司	200.00	2020/10/31	否
	普洱市思茅区双赢酒店管理有限公司	190.00	2020/9/3	否
	普洱惠康商贸有限公司	180.00	2020/1/15	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	135.00	2020/4/10	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	140.00	2020/8/28	否
	普洱林润经贸有限公司	160.00	2019/9/29	否
	华光杰	250.00	2018/2/15	否
	钱亚坤	360.00	2020/2/1	否
	刘永华	160.00	2020/4/28	否
	王毅	389.00	2020/4/29	否
	赵世浩	147.00	2020/6/6	否
	吴明琴	220.00	2019/12/9	否
	杨林	96.00	2020/8/13	否
	李海君	195.00	2020/8/21	否
	赵德超	130.00	2020/11/7	否
	李克	325.00	2020/12/17	否
	创业人员小额担保贷款 1539 笔	15,381.00	2021.11	否
<b>合计</b>	<b>63,972.00</b>			

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、评级结论

2019年普洱市经济实力持续增长，为公司的发展提供良好基础；公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，业务较为充足，2019年末在建保障房及基础设施规模仍然较大，公司未来业务持续性有较好保障；同时，公司也持续获得较大的外部支持，2019年获得的政府补助规模仍然较大。

但中证鹏元也注意到，公司资产整体流动性较弱，其中应收款项对运营资金形成较大占用，存货规模较大，且存货中土地均未缴纳土地出让金；公司目前在建项目尚需投资规模较大，且本期债券募投项目因资金问题投资进度滞后，公司面临较大的资金压力；公司



2019年末有息债务规模仍然较大，且短期有息债务占比提高，公司面临较大的偿债压力；公司本部对外担保规模较大，且民生担保在保金额较大，担保对象多为民营企业和个人，存在较大的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级AA，维持公司主体长期信用等级AA，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	43,658.75	56,798.62	75,971.60
其他应收款	150,881.80	141,832.96	148,180.97
存货	453,494.45	440,063.08	412,861.59
资产总计	707,456.94	686,299.37	658,790.66
短期借款	17,223.24	6,670.65	34,013.64
其他应付款	140,970.35	128,339.68	118,823.58
一年内到期的非流动负债	18,105.00	30,793.85	0.00
长期借款	43,555.21	65,929.00	116,936.85
应付债券	19,346.62	0.00	0.00
长期应付款	84,599.15	86,351.81	36,655.09
负债合计	360,384.83	350,645.98	335,057.10
所有者权益合计	347,072.12	335,653.39	323,733.56
营业收入	44,586.01	41,280.53	58,625.60
营业利润	11,182.87	10,688.23	9,150.03
净利润	9,745.87	9,893.83	10,673.43
经营活动产生的现金流量净额	4,581.67	36,189.80	-100,117.44
投资活动产生的现金流量净额	-11,090.41	-782.51	-33,235.22
筹资活动产生的现金流量净额	-6,480.92	-52,406.32	60,797.56
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	26.35%	17.82%	23.56%
收现比	0.47	0.44	1.21
产权比率	103.84%	104.47%	103.50%
资产负债率	50.94%	51.09%	50.86%
现金短期债务比	0.72	0.85	2.23
EBITDA（万元）	12,839.06	12,899.85	14,480.25
有息债务/EBITDA	9.92	10.79	11.01
EBITDA 利息保障倍数	9.50	5.30	4.08

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告及 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应付款中有息债务} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息债务}$

## 附录三 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、债务人主体长期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、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。