



2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营 有限公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-26	2020-06-22

债券概况

债券简称：19 普洱思茅债 01/19 普洱 01

债券剩余规模：2.00 亿元

债券到期日期：2026-03-14

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

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：李世伶
lishl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司未来业务持续性有较好保障，且持续获得外部支持；但中证鹏元也关注到，公司资产整体流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	78.55	70.75	68.63
所有者权益	35.62	34.71	33.57
总债务	12.41	12.73	13.92
资产负债率	54.65%	50.94%	51.09%
现金短期债务比	1.00	0.72	0.85
营业收入	4.17	4.46	4.13
其他收益	0.46	0.57	0.75
利润总额	1.07	1.14	1.13
销售毛利率	26.69%	26.35%	17.82%
EBITDA	1.20	1.28	1.29
EBITDA 利息保障倍数	5.34	9.50	5.30
经营活动现金流净额	6.75	0.46	3.62
收现比	0.39	0.47	0.44

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，2018-2020 年 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。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **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实施主体，业务较为充足，2020年末公司主要在建基础设施项目投资规模较大。
- **公司持续获得外部支持。**公司近年在政府补助方面持续获得外部支持，2020年合计收到政府补助0.49亿元。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**公司资产以应收款项和存货为主，其中应收款项规模较大，占用较多营运资金，存货中土地绝大多数未缴纳土地出让金；2020年末公司资产部分使用权受限。
- **公司面临较大的资金压力。**公司业务收现水平较低，2020年末主要在建基础设施项目及工程项目尚需投资规模较大，随着项目建设的推进，公司还需投入大量资金，资金支出压力较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020年末公司资产负债率有所上升，总债务规模仍较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**2020年末公司对外担保金额较大，且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”）的对外担保对象主要为普洱市民营企业和个人，抗风险能力弱，已发生代偿。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月发行7年期2.00亿元公司债券，募集资金计划用于建设思茅区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12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为80.60万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变更。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元。2020年12月31日，公司控股股东由普洱市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“普洱市国资委”）变更为普洱市国有资本投资运营（集团）有限公司（以下简称“普洱国资集团”），持有公司100.00%的股权，公司被合并为普洱国资集团的全资子公司，实际控制人仍为普洱市国资委，股权结构图见附录二。

2020年10月23日，公司董事会、监事会人员发生变动，董事会成员由朱桦、凌华、陈文解3名人员组成，其中由朱桦担任董事长职务，兼任法定代表人；监事会成员由赵冬梅、者艳艳、李泞译、王旭梅、谭安玲5名人员组成，已于2020年11月4日完成工商变更手续。

2020年公司合并报表范围无变化，截至2020年末，公司合并范围子公司共9家，明细见附录三。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发

[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

普洱市经济实力持续增长，固定资产投资仍是普洱市经济增长的主要动力，产业投资力度加大

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）。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。

2020年普洱市完成地区生产总值（GDP）945.42亿元，同比增长2.5%。其中，第一产业增加值235.13亿元，同比增长5.8%；第二产业增加值228.62亿元，同比下降4.2%；第三产业增加值481.66亿元，同比增长5.0%。三次产业结构由2019年的22.34:26.83:50.83调整为24.87:24.18:50.95。2020年全市人均生产总值35,649元，为全国人均GDP的49.21%。

工业方面，2020年全市实现全部工业增加值137.46亿元，同比下降4.8%。投资方面，固定资产投资持续保持较快增长，产业投资力度加大。2020年全市固定资产投资（不含农户）同比增长19.7%，增速高于全国16.8个百分点，高于全省12.0个百分点。其中，产业投资同比增长92.7%，民间投资同比增长6.6%，占全市总投资的比重分别为17.0%和21.4%。消费方面，2020年实现社会消费品零售总额292.29亿元，同比下降7.5%。

表1 普洱市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	945.42	2.5%	875.28	8.1%
第一产业增加值	235.13	5.8%	199.02	5.5%
第二产业增加值	228.62	-4.2%	231.23	11.1%
第三产业增加值	481.66	5.0%	445.04	7.6%
工业增加值	137.46	-4.8%	140.92	7.1%
固定资产投资	-	19.7%	-	26.6%

社会消费品零售总额	292.29	-7.5%	220.10	10.4%
进出口总额	68.27 (亿元)	-8.1%	10.78 (亿美元)	-4.7%
存款余额	1,012.93	9.2%	928.04	3.3%
贷款余额	973.68	14.4%	850.92	10.4%
人均 GDP (元)		35,649		33,098
人均 GDP/全国人均 GDP		49.21%		46.69%

注：2020 年人均 GDP 按普洱市 2019 年末常住人口（265.20 万人）概算；“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：普洱市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年普洱市实现一般公共预算收入 51.31 亿元，同比增长 2.9%，其中税收收入 33.25 亿元，同比下降 3.4%，占一般公共预算收入的 64.8%；实现政府性基金预算收入 31.05 亿元，同比下降 12.1%。同年普洱市实现一般公共预算支出 323.55 亿元，同比增长 7.3%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 15.86%，财政自给能力较弱。

2020 年思茅区经济增速放缓，工业表现不佳，投资和消费市场出现负增长

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增长，2020 年思茅区实现地区生产总值 224.11 亿元，按可比价格计算，同比增长 0.6%。其中，第一产业增加值 20.92 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 67.09 亿元，同比下降 5.9%；第三产业增加值 136.11 亿元，同比增长 4.1%。三次产业增加值结构由 2019 年的 8.6:32.1:59.3 调整为 9.3:30.0:60.7。2020 年全区人均生产总值 53,849 元，为全国人均 GDP 的 74.33%。

工业方面，2020 年思茅区工业增加值 43.70 亿元，同比下降 2.8%；年末拥有规模以上工业企业 44 户，较 2019 年增加 2 户；全年规模以上工业增加值同比下降 2.0%，工业表现不佳。投资方面，全年完成固定资产投资（不含农户）94.57 亿元，同比下降 26.6%，其中，基础设施投资完成 33.08 亿元，同比下降 41.1%。消费方面，全年社会消费品零售总额 95.39 亿元，同比下降 8.9%。

表 2 思茅区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	224.11	0.6%	217.17	9.7%
第一产业增加值	20.92	3.9%	18.61	5.3%
第二产业增加值	67.09	-5.9%	69.65	12.8%
第三产业增加值	136.11	4.1%	128.91	8.5%
工业增加值	43.70	-2.8%	44.02	14.5%
固定资产投资（不含农户）	94.57	-26.6%	128.89	9.4%

社会消费品零售总额	95.39	-8.9%	71.99	10.4%
人均 GDP (元)		53,849		68,335
人均 GDP/全国人均 GDP		74.33%		96.39%

注：2020 年人均 GDP 按思茅区 2020 年末常住人口（416,188 人）概算。

资料来源：2019-2020 年思茅区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年，思茅区实现一般公共预算收入 9.20 亿元，同比增长 1.3%，其中税收收入 6.37 亿元，占一般公共预算收入的比例为 69.22%，同比下降 8.4%；实现政府性基金预算收入 2.57 亿元，同比下降 11.0%。同年思茅区一般公共预算支出为 27.18 亿元，同比增长 10.5%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 33.87%，财政自给能力较弱。

五、经营与竞争

公司主要负责普洱市主城区的基础设施建设，同时也开展林木工程、保安、粮食贸易、担保业务等其他产业。2020 年公司营业收入合计 4.17 亿元，同比下降 6.52%，主要系基础设施建设项目收入下降所致。得益于林木工程等业务毛利率提升，2020 年公司销售毛利率较 2019 年提高 0.34 个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设	24,918.99	14.89%	27,549.94	16.32%
林木工程	5,806.58	42.34%	4,830.21	31.78%
项目建设费	2,994.27	100.00%	3,280.94	100.00%
保安收入	3,126.89	24.24%	2,879.14	25.52%
粮食贸易	1,653.39	-3.15%	2,208.68	-4.72%
公墓租赁	1,613.50	57.58%	1,479.57	56.20%
担保收入	28.81	100.00%	693.20	23.48%
其他业务	1,537.54	19.53%	1,664.32	48.65%
合计	41,679.98	26.69%	44,586.01	26.35%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司基础设施项目收入有所下滑，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，公司面临较大的资金压力，且募投项目建设进度和收益不及预期

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水利工程项目。目前公司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），该项目已于 2020 年建设完毕。2020 年公司确认 2013 年保障房项目收入 1.92 亿元。

2016年子公司普洱市思茅民生置业有限公司（以下简称“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，由民生置业负责建设云南省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。2020年公司确认普洱市思茅区棚户区改造项目收入400.43万元。

另外，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”）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》，由淼源水利负责思茅区水利工程项目的建设，约定项目建设完成后由政府回购并支付价款，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。2020年公司确认思茅区水利工程项目收入0.53亿元。

毛利率方面，2020年保障房建设收入毛利率为14.75%，思茅区水利工程项目毛利率为15.40%，均较2019年有所下降。受此影响，2020年公司基础设施建设收入毛利率同比下降1.43个百分点。

表4 公司 2020 年度基础设施项目建设收入明细表（单位：万元）

项目类型	项目名称	确认收入	结转成本
保障房建设项目、棚户区改造项目	2013 保障房	19,178.82	16,253.23
	滨河小区收入	12.54	21.54
	半山院子小区收入	51.21	55.05
	三木小区安置房	336.68	362.41
水利工程项目	思茅攀枝花塘水库	3,802.79	3,222.70
	思茅大田河水库	1,485.59	1,258.97
	水费收入	51.37	35.55
合计		24,918.99	21,209.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建基础设施项目规模较大，预计总投资合计27.67亿元，已投资1.43亿元，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，并且尚需投资规模达到26.23亿元，公司面临较大的资金压力。

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，预计总投资98,927.62万元，原计划于2017年12月完工，实际上锰铁合金厂地块和普洱人家北侧地块建设项目于2019年建设完成，2020年分别确认收入1,925.00万元和48.00万元；三家村部分地块于2020年建设完成，2020年确认收入1,288.00万元。中证鹏元关注到，根据项目可行性研究报告测算，募投项目在经营期内，公司原计划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，预计锰铁合金厂地块2020年可实现收益6,356.20万元，普洱人家北侧地块2020年预计可实现收益6,798.48万元，三家村部分地块2020年预计可实现收益3,403.69万元，实际募投项目建设进度和收益均不及预期。

表5 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
思茅区城乡供水一体化建设项目	141,786.45	12,602.67	129,183.78
思茅白鹇湖水利风景区项目	81,607.63	29.80	81,577.83
尖山水库（原柳树箐水库）	15,426.20	497.13	14,929.07
黄龙山水库	14,513.72	40.00	14,473.72
大中河	11,998.00	126.66	11,871.34
柳树箐水库（原尖山水库）	10,064.58	267.90	9,796.68
阳光和园二期非保障房	1,264.37	763.79	500.58
合计	276,660.95	14,327.95	262,333.00

资料来源：公司提供

2020年项目建设费收入有所减少，且存在较大资金压力

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%确认，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。2020年公司确认项目建设费收入2,994.27万元，较2019年有所减少，结算的项目包括玉磨铁路普洱站、政策性移民安置项目、普洱茶小镇等项目，均按项目建设成本的10%确认项目建设费收入。

表6 公司 2020 年度项目建设费收入明细表（单位：万元）

项目名称	确认收入
玉磨铁路普洱站	1,021.00
政策性移民安置项目	524.00
普洱茶小镇	510.00
南屏镇 2 期（天壁水泥）	325.70
融创普洱国际大健康度假区	290.00
普洱支队教导队营区	110.87
倚象坝	95.40
普洱象山国际生态养生度假区	70.00
普洱同景教育康养新城项目	31.50
大中河水库引水工程	10.00
万康气体公司氧气站搬迁项目	5.80
合计	2,994.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年底，公司主要在建工程项目包括思茅区白云山公墓建设项目、思茅区普洱大道建设项目等，预计总投资合计7.04亿元，截至2020年末已完成投资4.22亿元，尚需投资2.83亿元，公司工程建设项目需自行垫付部分资金，存在一定的资金压力。

表7 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

工程项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	是否签订代建协议
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	23,972.32	21,027.68	是
思茅区普洱大道建设项目	12,000.00	9,594.76	2,405.24	是
龙潭乡抗旱应急水源饮水工程	7,117.47	4,468.24	2,649.23	是
普洱市亚热带植物园项目	3,328.50	1,870.02	1,458.48	是
普洱市林木良种繁育基地项目	3,000.00	2,288.07	711.93	是
合计	70,445.97	42,193.41	28,252.56	-

注：思茅区普洱大道建设项目、龙潭乡抗旱应急水源饮水工程、普洱市亚热带植物园项目、普洱市林木良种繁育基地项目预计总投资额与 2020 年跟踪评级报告有差异系根据项目建设情况调整预测值。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年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，收入主要来自原木销售、造林工程和绿化工程。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。

2020年公司实现林木工程收入0.58亿元，同比增长20.21%，主要系苗木销售收入增加所致。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。

保安业务收入持续增长；粮食贸易为政策性业务，对公司利润无明显贡献；担保业务在保余额大幅下降，但仍存在较大的代偿风险

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。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。2020年公司实现保安收入0.31亿元，同比增长8.60%，毛利率为24.24%，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，目前收储的主要有玉米、水稻，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，对公司利润无明显贡献。

公司担保业务实施主体为子公司民生担保，2020年公司实现担保收入规模很小。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，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。2020年民生担保期末在保余额为14,963.00万元，同比下降39.60%。代偿方面，2020年收回担保代偿额168.95万元，年末担保代偿余额为1,969.67万元，根

据公司提供的民生担保企业信用报告（查询日为2021年5月28日），民生担保存在关注类担保余额894.00万元，不良类担保余额1,623.50万元，仍存在较大的担保代偿风险。

表8 民生担保 2019-2020 年担保业务主要经营数据（单位：万元）

项目名称	2020 年	2019 年
当期担保发生额	5,324.00	7,741.00
当期解除担保额	15,133.00	13,000.00
期末在保余额	14,963.00	24,772.00
当期担保代偿发生额	159.64	187.00
当期担保代偿收回额	168.95	12.50
代偿余额	1,969.67	1,978.50

注：期末在保余额含对公司及子公司的担保。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得外部支持

公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设实施主体，在政府补助方面持续获得外部支持。2020年公司合计收到政府补助0.49亿元（包括其他收益0.46亿元和营业外收入0.02亿元），提高了公司的利润水平。同年公司回购中国农发重点建设基金有限公司持有的子公司淼源水利400.00万元股权，由于股权转让款（本金及利息）由财政资金拨款支付，增加公司资本公积0.06亿元。

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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但存货中土地绝大多数未缴纳土地出让金，应收款项规模较大，资产整体流动性较弱

2020年末公司资产总计78.55亿元，同比增长11.03%。从构成来看，公司资产仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金同比下降15.53%，主要用于建设基础设施项目，其中使用权受限货币资金合计0.10亿元。公司应收账款主要为应收思茅区财政局的工程款项，2020年末应收账款为7.35亿元，同比增长58.41%，其中应收思茅区财政局7.31亿元，占应收账款期末总额的99.26%。2020年末公司其他应收款同比增长9.59%，其中15.26亿元为应收普洱市思茅区住房和城乡建设局、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。2020年末公司应收款项合计23.89亿元，占总资产的30.41%，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不确定性。

近年来公司存货规模持续增长，2020年末公司存货规模为49.85亿元，同比增长9.93%，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。2020年末公司存货中土地账面价值为24.22亿元，较2019年无变化，主要为城镇住宅用地及商服用地，绝大多数为普洱市思茅区人民政府划拨土地，未缴纳土地出让金，其中0.78亿元因抵押使用权受限。另外，2020年末存货中保障房开发成本为16.91亿元，主要为子公司民生置业负责建设的保障房和公租房；基础设施成本为6.69亿元，包括基础设施工程和供水工程等项目，规模均较大。

总体来看，公司资产规模保持增长，以应收款项和存货为主，其中应收款项规模较大，占用较多营业资金，存货中土地绝大多数未缴纳土地出让金；2020年末公司受限资产合计3.14亿元，占总资产的3.99%；公司资产整体流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.69	4.70%	4.37	6.17%
应收账款	7.35	9.36%	4.64	6.56%
其他应收款	16.54	21.05%	15.09	21.33%
存货	49.85	63.46%	45.35	64.10%
流动资产合计	77.56	98.74%	69.72	98.55%
非流动资产合计	0.99	1.26%	1.02	1.45%
资产总计	78.55	100.00%	70.75	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所减少，政府补助对利润的贡献度较大

2020年公司营业收入仍主要来自基础设施建设、林木工程、保安收入、项目建设管理费和粮食贸易等业务。受占比较大的基础设施建设项目收入下降影响，2020年公司营业收入同比减少6.52%，营业利润和利润总额相应降至1.08亿元和1.07亿元。2020年公司收现比为0.39，同比有所下降，业务回款情况较差。毛利率方面，得益于林木工程等业务毛利率提升，2020年公司销售毛利率较2019年提高0.34个百分点。公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设和投融资主体，近年来持续获得外部支持，2020年公司合计收到政府补助0.49亿元，占当期利润总额的45.30%，政府补助对公司利润的贡献度较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	4.17	4.46
收现比	0.39	0.47
营业利润	1.08	1.12
其他收益	0.46	0.57

利润总额	1.07	1.14
销售毛利率	26.69%	26.35%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍较大，面临较大的短期偿债压力

受借款以及项目专项资金增加等影响，2020年末公司负债总额同比增长19.12%。所有者权益方面，2020年末所有者权益增至35.62亿元，其中资本公积占比67.60%，2020年因公司回购中国农发重点建设基金有限公司持有的子公司淼源水利400.00万元股权增加资本公积0.06亿元；年末未分配利润占所有者权益的23.89%，随公司利润的积累增加。2020年末公司产权比率升至120.51%，所有者权益对负债的保障能力较弱。从构成来看，2020年公司长期借款和长期应付款增加使得非流动负债占比上升至55.41%。

图 1 2018-2020 年末公司资本结构

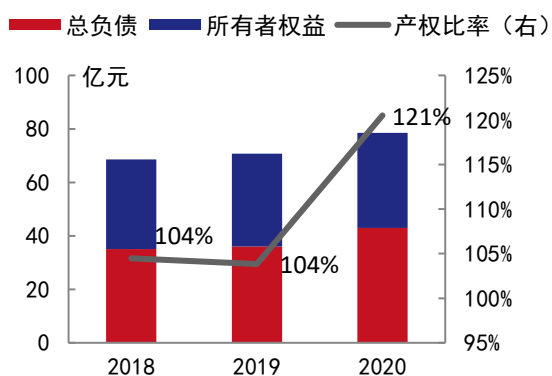
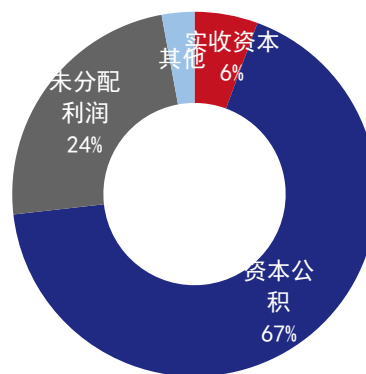


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年部分短期借款到期，年末公司短期借款余额同比下降31.53%。2020年末公司其他应付款余额变化不大，主要为公司与政府企事业单位的往来款以及融资款，其他应付款余额前五名中白云山公募项目融资款1.75亿元为公司做的P2G项目融资，其他均为与云南省国有企业的往来款。

2020年末公司长期借款同比增加51.28%，主要系子公司新增较多长期借款所致。公司应付债券为本期债券。公司长期应付款包括应付融资租赁款和专项应付款，2020年部分融资租赁借款到期使得期末余额减少；专项应付款主要为政府拨付的专项用于项目建设的资金，2020年末公司专项应付款同比大幅增长83.67%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.18	2.75%	1.72	4.78%

其他应付款	14.06	32.75%	14.10	39.12%
流动负债合计	19.14	44.59%	21.03	58.36%
长期借款	6.59	15.35%	4.36	12.09%
应付债券	1.95	4.54%	1.93	5.37%
长期应付款	14.99	34.92%	8.46	23.47%
非流动负债合计	23.79	55.41%	15.01	41.64%
负债合计	42.93	100.00%	36.04	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司总债务规模为12.41亿元，同比减少2.53%，占负债总额的28.91%，规模仍较大。其中短期有息债务为3.70亿元，占比29.80%，面临较大的债务集中偿付压力。

图 3 2018-2020 年末公司债务占负债比重

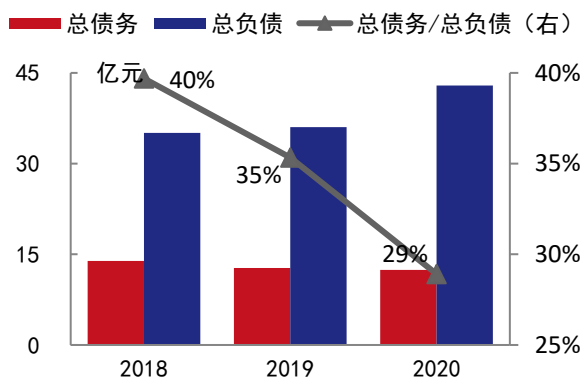
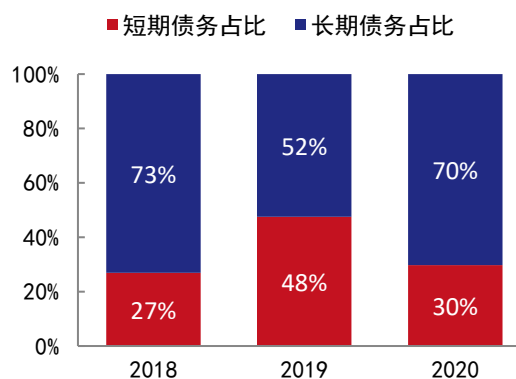


图 4 2018-2020 年末公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率升至54.65%。由于公司短期债务减少，2020年末现金短期债务比提高。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。2020年受公司利润总额减少影响，EBITDA利息保障倍数下降。总体来看，公司仍面临较大的短期偿债压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	54.65%	50.94%
现金短期债务比	1.00	0.72
EBITDA 利息保障倍数	5.34	9.50

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月28日），公司本部未结清信贷被列入关注类余额4,750.00万元，系银行借款借新还旧所致；为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额15,270.00万元，包括民生置业1,600.00万元、普洱市思茅绿色公墓开发有限公司7,120.00万元以及云南省思茅第一中学6,550.00万元银行借款，公司为该等单位提供担保，列入关注类余额系借新还旧所致。子公司民生置业未结清信贷被列入关注类余额3,300.00万元，系银行借款借新还旧所致；为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额7,120.00万元，系银行借款借新还旧所致。

或有事项分析

截至2020年末公司本部对外担保合计3.66亿元，主要担保对象为普洱市思茅区企事业单位；另外，公司子公司民生担保2020年末在保金额合计1.41亿元，主要担保对象为普洱市民营企业和个人。截至2020年末公司对外担保金额合计5.07亿元，占同期末净资产的14.24%，规模较大，且民生担保对外担保对象抗风险能力弱，企业信用报告中存在关注类担保余额894.00万元和不良类担保余额1,623.50万元，已发生代偿，仍存在较大的或有负债风险。

表13 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	被担保方性质	担保金额	担保到期日	担保是否已经履行完毕
思茅国拓	普洱市思茅公路投资开发有限公司	国企	12,000.00	2027/4/1	否
	普洱市思茅公路投资开发有限公司	国企	17,900.00	2032/6/11	否
	普洱市思茅第一中学	事业单位	6,700.00	2025/12/9	否
	云南澜沧江酒业集团普洱有限公司	民企	70.00	2015/6/9	否
	云南普洱英爵油业科技发展有限公司	民企	1,000.00	2018/1/22	否
	普洱市思茅区天仓茶叶专业合作社	民企	1,000.00	2018/2/5	否
	普洱市永钢建材有限公司	民企	997.00	2021/3/31	否
	普洱市思东商贸有限公司	民企	627.00	2020/1/2	否
	普洱丰庄咖啡有限公司	民企	295.00	2020/7/18	否
	普洱鑫圆商贸有限公司	民企	225.00	2021/8/13	否
民生担保	普洱惠康商贸有限公司	民企	200.00	2021/10/30	否
	普洱市思茅区双赢酒店管理有限公司	民企	180.00	2021/9/18	否
	普洱惠康商贸有限公司	民企	170.00	2021/1/20	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	民企	135.00	2021/4/27	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	民企	140.00	2021/8/28	否
	普洱林润经贸有限公司	民企	160.00	2021/3/20	否
	华光杰	个人	250.00	2018/2/15	否
	钱亚坤	个人	359.00	2021/2/17	否
	刘永华	个人	150.00	2021/4/28	否
	王毅	个人	350.00	2021/4/28	否
赵世浩	个人	138.00	2021/6/8	否	
吴明琴	个人	207.00	2021/2/21	否	

杨林	个人	90.00	2021/8/20	否
李海君	个人	195.00	2020/8/21	否
赵德超	个人	130.00	2020/11/7	否
李克	个人	322.00	2021/12/17	否
创业人员小额担保贷款 678 笔	-	6,748.00	2021/11	否
合计	-	50,738.00	-	-

注：子公司民生担保部分对外担保于担保到期日延期，尚未解除担保责任。

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、结论

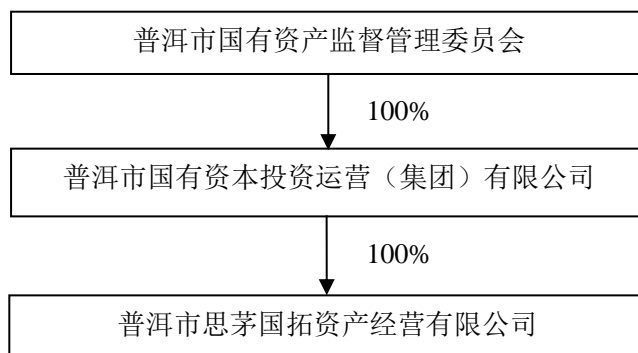
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	3.69	4.37	5.68
应收账款	7.35	4.64	3.66
其他应收款	16.54	15.09	14.18
存货	49.85	45.35	44.01
流动资产合计	77.56	69.72	67.72
非流动资产合计	0.99	1.02	0.91
资产总计	78.55	70.75	68.63
短期借款	1.18	1.72	0.67
应付账款	0.06	0.09	0.09
预收款项	0.43	0.27	0.29
其他应付款	14.06	14.10	12.83
一年内到期的非流动负债	0.01	1.81	3.08
流动负债合计	19.14	21.03	19.64
长期借款	6.59	4.36	6.59
应付债券	1.95	1.93	0.00
长期应付款	14.99	8.46	8.64
非流动负债合计	23.79	15.01	15.42
总负债	42.93	36.04	35.06
总债务	12.41	12.73	13.92
所有者权益	35.62	34.71	33.57
营业收入	4.17	4.46	4.13
营业利润	1.08	1.12	1.07
其他收益	0.46	0.57	0.75
利润总额	1.07	1.14	1.13
经营活动产生的现金流量净额	6.75	0.46	3.62
投资活动产生的现金流量净额	-6.69	-1.11	-0.08
筹资活动产生的现金流量净额	-0.71	-0.65	-5.24
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	26.69%	26.35%	17.82%
收现比	0.39	0.47	0.44
资产负债率	54.65%	50.94%	51.09%
现金短期债务比	1.00	0.72	0.85
EBITDA（亿元）	1.20	1.28	1.29
EBITDA 利息保障倍数	5.34	9.50	5.30

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



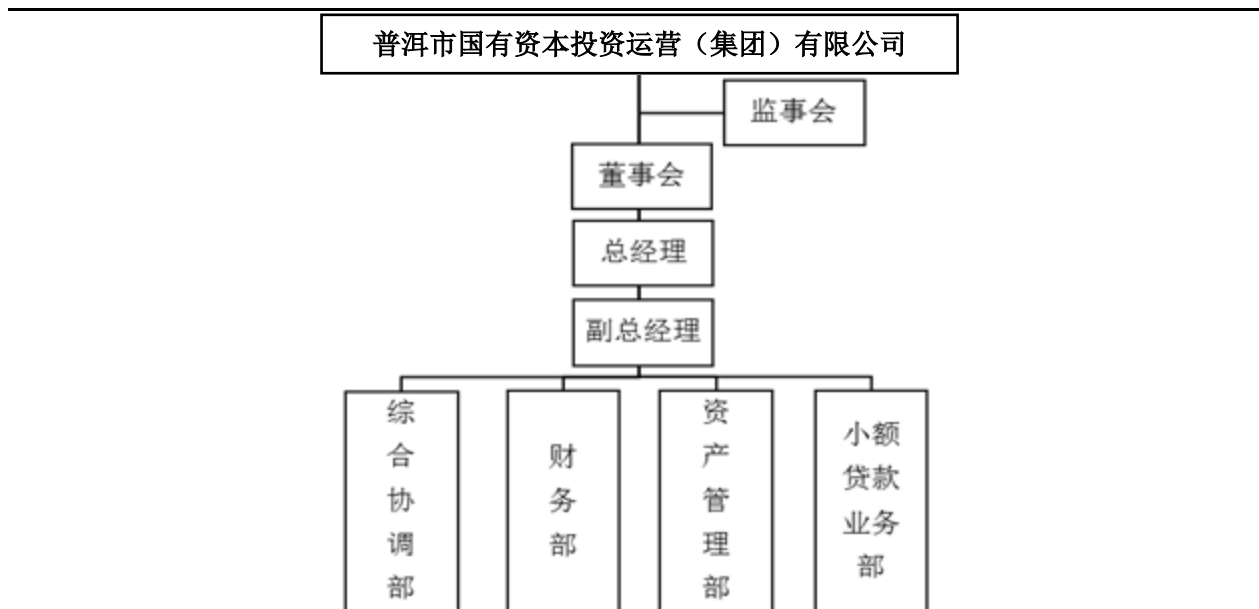
资料来源：公司提供

附录三 截至 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
普洱市思茅民生置业有限公司	0.50	100.00%	房地产业
普洱市思茅民生融资担保有限公司	0.50	100.00%	金融业
云南三木木业有限公司	1.00	100.00%	农、林、牧、渔业
云南三木房地产开发有限公司	0.04	100.00%	房地产业
普洱市思茅区粮食购销有限公司	0.10	100.00%	批发和零售业
普洱市思茅区万掌山林场	0.03	100.00%	农、林、牧、渔业
普洱市思茅淼源水利开发有限公司	0.70	71.43%	科学研究和技术服务业
普洱众鑫保安服务有限公司	0.10	51.00%	租赁和商务服务业
普洱市思茅绿色公墓开发有限公司	0.20	100.00%	居民服务、修理和其他服务业

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开信息查询，中证鹏元整理

附录四 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。