

弥勒市农业投资开发有限责任公司

2018 年公司债券(第一期)

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1320】号 02

分析师

姓名：
罗力 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
luol@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 9 月 11 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

弥勒市农业投资开发有限责任公司 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：5 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期第 3-7 年末分别按 20%比例偿还债券本金	

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对弥勒市农业投资开发有限责任公司（以下简称“弥勒农投”或“公司”）本期拟发行总额 5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到较好的外部环境为公司发展提供了良好基础；公司未来业务持续性及收入均较有保障，同时获得较大力度外部支持；重庆三峡融资担保集团股份有限公司¹（以下简称“三峡担保”）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信用水平。同时我们也关注到了本期债券募投项目在债券存续期内收益不能覆盖债券本息，公司资产流动性及经营性现金流较弱、项目建设面临较大资金压力、未来偿债压力加大以及存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。2017 年弥勒市实现地区生产总值 287.6 亿元，同比增长 7.0%；近年弥勒市公共财政实力持续增强，2017 年弥勒市实现公共财政收入 17.22 亿元，2015-2017 年复合增长率为 7.10%。
- 公司业务范围扩大，未来业务持续性及收入均较有保障。在政府支持下，2016 年公司新增环境治理及项目建设业务，2017 年末公司主要在建项目总投资 49.89 亿元，除募投项目外，主要在建项目均与政府签订了委托建设协议，未来业务持续性 & 收入较有保障。

¹ 2018 年 6 月重庆三峡担保集团股份有限公司名称变更为重庆三峡融资担保集团股份有限公司。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2014 年以来，弥勒市人民政府先后将弥勒市投资开发有限公司（以下简称“弥勒投资”）、弥勒市林业投资开发有限公司（以下简称“弥勒林投”）和弥勒市水利投资开发有限责任公司（以下简称“弥勒水投”）100%股权划拨至公司；2015 年及 2016 年弥勒市人民政府先后注入公司评估价值共计 25.60 亿元的土地及房产；2016 年及 2017 年公司合计新增注册资本 1.97 亿元；2015-2017 年公司获得各项补贴合计 2.76 亿元。
- **三峡担保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信用等级。**经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其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信用等级。

关注：

- **债券存续期内本期债券募投项目收入不能覆盖债券本息。**根据《弥勒食品加工园（一期）建设项目可行性研究报告》，本期债券募投项目弥勒食品加工园（一期）建设项目在债券存续期内预计实现收入 69,792.72 万元，尚不能覆盖本期债券本息。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地、应收款项和投资性房地产为主，应收款项对营运资金形成一定占用，土地资产均未缴纳土地出让金，且 2017 年末账面价值合计 29.93 亿元的土地、房产及货币资金已用于抵质押，占期末总资产的比重为 41.69%，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流较弱，项目建设面临较大资金压力。**2015-2017 年经营活动现金流净额分别为-0.60 亿元、-0.38 亿元和 0.56 亿元，表现较弱；公司主要在建项目尚需投资 34.03 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模增加，未来偿债压力加大。**2017 年末公司有息债务增长至 6.17 亿元，而公司 EIBTDA 利息保障倍数由 2015 年的 158.09 下降至 2017 年的 3.86，考虑到在建项目资金压力仍需通过外部融资缓解，未来公司偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 14.18 亿元，占期末净资产的比重为 24.32%，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	717,797.83	594,189.20	475,203.09
所有者权益（万元）	583,075.96	548,838.20	423,621.62

有息债务（万元）	61,699.68	18,000.00	16,000.00
资产负债率	18.77%	7.63%	10.85%
流动比率	8.61	20.39	12.32
营业收入（万元）	56,914.28	76,379.95	37,014.92
政府补助（万元）	7,218.77	9,415.62	10,919.49
利润总额（万元）	13,816.20	21,338.95	15,970.78
综合毛利率	16.01%	16.71%	14.74%
EBITDA（万元）	15,309.98	22,335.90	16,267.15
EBITDA 利息保障倍数	3.86	65.78	158.09
经营活动现金流净额（万元）	5,560.40	-3,792.58	-5,996.06

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

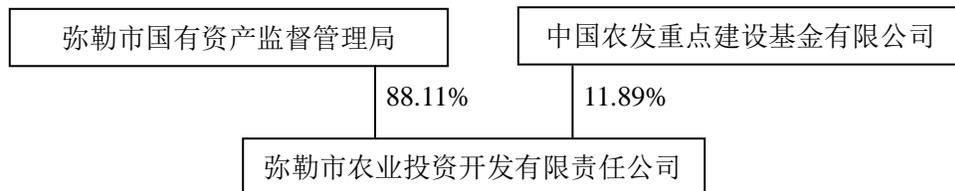
注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：三峡担保 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，鹏元整理

一、发行主体概况

公司由弥勒市财政局于2013年12月6日出资成立，初始注册资本及实收资本均为3,000.00万元。2016年10月19日，根据《弥勒市人民政府关于变更弥勒市国有平台公司股东的批复》（弥政复【2016】221号），公司出资人由弥勒市财政局变更为弥勒市国有资产监督管理局（以下简称“弥勒市国资局”）。根据《弥勒市人民政府关于同意弥勒市农业投资开发有限责任公司修改章程的批复》（弥政得【2017】26号），同意新增股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）、新增注册资本19,700.00万元；农发基金注册资本2,700.00万元于2016年12月29日一次缴足，弥勒市国有资产监督管理局新增的注册资本17,000.00万元于2017年6月30日一次缴足。截至2018年6月30日，公司注册资本及实收资本均为22,700.00万元，其中弥勒市国资局持有公司88.11%股权，为公司控股股东及实际控制人。

图1 截至2018年6月30日公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事土地开发整理、环境治理、基础设施项目建设以及土地流转等业务。根据《弥勒市人民政府关于无偿划转弥勒市投资开发有限公司100%国有股权的通知》（弥政发【2014】5号），2014年弥勒市人民政府将弥勒市投资开发有限公司（以下简称“弥勒投资”）100%股权划转至公司，2016年公司投资设立弥勒市垦源农业开发有限责任公司，根据《关于将弥勒市林业投资开发有限公司及弥勒市水利投资开发有限责任公司股权划拨转到弥勒市农业投资开发有限公司的批复》（弥资发【2017】38号），2017年6月，弥勒市人民政府将弥勒水投以及弥勒林投100%股权无偿划转至公司。截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

表1 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
弥勒市投资开发有限公司	1,000	100%	基础性产业进行投资开发、对政府委托项目进行投资开发和管理
弥勒市垦源农业开发有限责任公司	200	100%	水果、蔬菜种植、销售；农产品的初加工等
弥勒市林业投资开发有限责任公司	30,000	100%	林业基础设施建设及林业产业项目

			的投资、开发、建设等
弥勒市水利投资开发有限责任公司	30,000	100%	水利工程投资、建设及管理

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为717,797.83万元，所有者权益为583,075.96万元，资产负债率为18.77%；2017年度，公司实现营业收入56,914.28万元，利润总额13,816.20万元，经营活动现金净流入5,560.40万元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年弥勒市农业投资开发有限责任公司公司债券（第一期）；

发行总额：本次债券发行总额不超过10亿元，采用分期发行方式，本期债券发行5亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，债券存续期第3-7年末分别按照发行总额20%的比例偿还债券本金，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付本金自兑付日起不另计利息；

增信方式：三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为5亿元，资金投向明细如下：

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
弥勒食品加工园（一期）建设项目	139,975.80	45,000.00	32.15%
补充流动资金	-	5,000.00	-
合计		50,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目概况

弥勒食品加工园（一期）建设项目（以下简称“募投项目”）位于云南省弥勒工业园区小石山工业区弥勒食品加工园内，募投项目西至园内2号路，东至4号路，南至生物谷药业灯盏花产业化基地，北至5号路，由四个地块组成，总占地面积566.48亩。募投项目以食品加工类厂房建设为主，主要内容包扩厂房建设、检测中心、会展中心及地块周边基础设施等建设。募投项目总建筑面积38.43万平方米，其中厂房建筑36.82万平方米，检测中心1.29万平方米，会展中心0.32万平方米，此外募投项目还规划建设11.60万平方米园区道

路等配套工程。根据《弥勒市国土资源局关于弥勒食品加工园（一期）建设项目的用地情况说明》（弥国土资发【2017】7号），募投项目建设用地已由弥勒市人民政府划拨给公司。

（二）项目审批情况

募投项目已获得的审批文件如下：

表 3 弥勒食品加工园（一期）建设项目主要审批核准情况

批准文件	发文机关	批准文号	发文时间
《弥勒市发展和改革委员会关于弥勒食品加工园（一期）建设项目的立项批复》	弥勒市发展和改革委员会	弥发改复【2017】5号	2017年1月23日
《弥勒市住房和城乡建设局关于弥勒食品加工园（一期）建设项目规划选址的意见》	弥勒市住房和城乡建设局	弥建字【2017】111号	2017年2月9日
《关于弥勒食品加工园（一期）建设项目环境影响报告表的批复》	弥勒市环境保护局	弥环发【2017】35号	2017年2月17日
《弥勒市发展和改革委员会关于弥勒食品加工园（一期）建设项目可行性研究报告的批复》	弥勒市发展和改革委员会	弥发改复【2017】10号	2017年2月27日

资料来源：公司提供，鹏元整理

（三）项目投资进度

募投项目估算总投资139,975.80万元，建设周期2017年4月至2019年3月，截至2017年末，募投项目已完成投资15,504.31万元。

（四）项目经济效益

募投项目由公司本部运营，根据《弥勒食品加工园（一期）建设项目收益测算报告》，募投项目建设期2年，运营期为20年，项目收入来源于租赁收入，可出租面积包括厂房36.82万平方米，检测中心1.29万平方米，会展中心0.32万平方米；考虑招商引资并结合周边厂房租赁情况，出租单价厂房按0.8元/（m²·天）、检测中心和会展中心按1.5元/（m²·天）计算；出租价格运营期内均不上涨。根据以上情况推算，募投项目在债券存续期内预计实现收入69,792.72万元。但需注意的是，债券存续期内募投项目收入不能覆盖其本息，同时需关注募投项目受项目建设资金不到位、天气等不可抗拒因素等导致不能如期完工，以及完工后出租率不足导致收益不达预期的可能。

表 4 募投项目债券存续期收益测算表（单位：万元）

项目	建设期		运营期					
	1	2	3	4	5	6	7	8
厂房出租收入	-	-	10,752.01	10,752.01	10,752.01	10,752.01	10,752.01	10,752.01
检测中心出租收入	-	-	707.40	707.40	707.40	707.40	707.40	707.40

会展中心出租收入	-	-	172.71	172.71	172.71	172.71	172.71	172.71
合计	-	-	11,632.12	11,632.12	11,632.12	11,632.12	11,632.12	11,632.12

资料来源：《弥勒食品加工园（一期）建设项目收益测算报告》，鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2017 年实现 2011 年以来首次 GDP 增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017 年，全国规模以上工业增加值同比分别增

长 6.1%、6.0%和 6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意

见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未

经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 5 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督监管等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开

2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

弥勒市经济保持增长，经济结构有所优化，但当地经济发展速度存在一定波动，房地产市场后续发展或显乏力

弥勒市是云南省红河哈尼族彝族自治州（以下简称“红河州”）下辖县级市，位于云南省东南部、红河州北部，北依昆明市石林县、南接本州开远市、东邻文山州丘北县、西连玉溪市华宁县，处于昆明、个旧、开远三个城市和滇中滇南两个经济区的结合部，是红河州的北大门。行政区域国土面积4,004平方公里，下设10个镇、2个乡和1个农场管理局，居住着汉、彝、苗、回、壮等21个少数民族，少数民族占全市总人口的44%，人口和国土面积均居红河州首位。

弥勒市北距省城昆明市132公里，南距州府蒙自129公里，是“滇中城市经济圈”、“滇南城市经济圈”及昆河经济带上的重要节点城市。随着石蒙高速公路和云桂铁路的建成通车，弥勒市将成为云南省跨河口通边、经“两广”达海最便捷的大通道。弥勒市地处北回

归线附近，属亚热带季风气候区，降水充沛、光照充足，依托优厚的自然条件，弥勒市葡萄、甘蔗、林木、花卉、烤烟等物产资源丰富，曾诞生“红河牌香烟”、“云南红葡萄酒”等知名品牌。此外，弥勒市矿藏资源品种多、储量大，褐煤储量达10亿吨以上，还有丰富的风能、太阳能、地热资源，可开拓电力及载能产业；水资源总量13.15亿立方米，水能蕴藏量54.5万千瓦，可开发能量42.15万千瓦。

近年弥勒市经济保持增长，受第二、三产业发展速度放缓影响，2016年弥勒市经济发展速度放缓，GDP增速同比下降4.5个百分点；得益于对当地经济增长贡献较大的第二产业发展提速，2017年弥勒市实现地区生产总值287.6亿元，同比增长7.0%。从三次产业结构来看，近年弥勒市第二产业占据主导地位，2017年实现增加值179.9亿元，同比增长6.4%；第三产业2017年实现增加值78.2亿元，近年虽保持较快增长，但增速持续放缓。弥勒市三次产业结构由2015年的9.8:67.0:23.2调整为2017年的10.3:62.6:27.1，产业结构虽有所优化，但经济发展对第二产业仍较为依赖。近年弥勒市人均GDP存在一定波动，2017年为5.12万元，占当年全国人均GDP的85.85%。

表 6 弥勒市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	287.6	7.0%	273.5	5.0%	275.7	9.5%
第一产业增加值	29.5	6.1%	28.3	5.5%	27.0	6.3%
第二产业增加值	179.9	6.4%	172.9	3.0%	184.6	8.2%
第三产业增加值	78.2	8.7%	72.3	10.2%	64.1	14.2%
工业总产值	283.45	-2.2%	287.36	0.1%	286.37	11.6%
固定资产投资	338.00	21.1%	279.00	30.2%	214.32	37.1%
社会消费品零售总额	44.85	12.3%	39.95	12.3%	35.59	12.0%
存款余额	233.01	4.4%	223.24	20.6%	185.13	8.1%
贷款余额	160.90	6.8%	150.62	22.3%	123.13	12.8%
人均 GDP（元）	51,220		48,958		49,680	
人均 GDP/全国人均 GDP	85.85%		90.70%		100.67%	

资料来源：弥勒市 2015-2017 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

工业方面，从绝对值来看，近年弥勒市工业总产值增速持续下降，2017年弥勒市实现工业总产值283.45亿元，同比下降2.2%；规模以上工业总产值245.42亿元，同比下降2.7%，其中轻、重工业分别完成183.36亿元和62.05亿元。

投资方面，近年弥勒市固定资产投资保持高速增长，对当地经济发展拉动作用明显，2015-2017年弥勒市分别完成固定资产投资214.32亿元、279.00亿元和338.00亿元，但增速由2015年的37.1%下降至2017年的21.1%。分产业来看，弥勒市第一、三产业近年投资保持

较快增长，而第二产业投资则成下滑趋势，2017年弥勒市第一、三产业分别完成投资61.80亿元和216.56亿元，同比分别增长20.7%和22.1%；第二产业完成投资59.64亿元，同比下降18.3%。房地产投资方面，近年弥勒市房地产投资持续降温，后续增长或显乏力，2015-2017年弥勒市分别完成房地产投资32.70亿元、33.08亿元和29.12亿元，同比分别变动37.1%、1.2%和-12.0%。

消费方面，2017年弥勒市实现社会消费品零售总额44.85亿元，同比增长12.3%，近年保持平稳增长；其中商品零售业35.28亿元，同比增长11.9%，餐饮业9.57亿元，同比增长13.7%。

整体来看，近年弥勒市经济保持增长，第三产业投资规模较大且发展速度较快优化了当地经济结构，但当地经济发展速度存在一定波动，房地产市场后续发展或显乏力。

弥勒市公共财政实力持续增强，但公共财政收入质量较差，财政自给能力一般

近年弥勒市地方综合财力受上级补助收入波动、政府性基金收入下滑影响存在一定波动，2017年弥勒市地方综合财力为42.00亿元，同比下降7.46%；其中公共财政收入、上级补助收入及政府性基金收入分别占比41.00%、48.13%和10.88%。

近年弥勒市公共财政收入持续增长，2017年弥勒市实现公共财政收入17.22亿元，较2015年增长14.70%，其中非税收入8.45亿元，较2015年增长36.94%，主要系专项收入及国有资源有偿使用收入大幅增长所致。但我们关注到，弥勒市税收收入存在一定波动，2016年税收收入下降主要系“营改增”、耕地占用税及契税下降所致；随着增值税及城镇土地使用税增加，2017年弥勒市税收收入同比增长6.58%。弥勒市税收收入占公共财政收入的比重由2015年的58.90%下降至2017年的50.93%，公共财政收入质量较差。

近年弥勒市一般转移支付收入及专项转移支付收入存在一定波动，导致其上级补助收入同步波动，2017年弥勒市获得上级补助收入20.21亿元，同比下降8.49%，其中一般转移支付收入及专项转移支付收入同比分别下降14.68%和7.63%。

弥勒市政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让，受当地房地产市场降温影响，近年其政府性基金收入持续下降，2017年弥勒市政府性基金收入为4.57亿元，较2015年下降35.57%，考虑到弥勒市房地产市场增长乏力，未来政府性基金收入面临一定下行压力。

近年弥勒市财政支出随其地方综合财力同步波动，2017年完成财政支出40.86亿元，其中公共财政支出39.21亿元，主要用于教育、农林水、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、住房保障等方面；政府性基金支出1.65亿元，主要用于城乡社区方面。2015-2017年弥勒市公共财政收入与其支出的比重分别为41.98%、40.96%和43.91%，财政自给能力一般。

表 7 弥勒市财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
地方综合财力（一+二+三）	419,998	453,851	418,562
（一）公共财政收入	172,183	162,212	150,115
其中：税收收入	87,694	82,281	88,415
非税收入	84,489	79,931	61,700
（二）上级补助收入	202,138	220,892	197,551
其中：返还性收入	12,055	7,166	4,467
一般转移支付收入	88,792	104,067	102,522
专项转移支付收入	101,291	109,659	90,562
（三）政府性基金收入	45,677	70,747	70,896
其中：国有土地使用权出让收入	44,651	67,667	69,685
财政支出（一+二）	408,616	466,770	413,918
（一）公共财政支出	392,146	396,015	357,558
（二）政府性基金支出	16,470	70,755	56,360
公共财政收入/公共财政支出	43.91%	40.96%	41.98%

注：2016 年及 2017 年国有土地使用权出让收入来自《弥勒市 2016 年地方财政预算执行情况和 2017 年地方财政预算（草案）的报告》及《弥勒市 2017 年地方财政预算执行情况和 2018 年地方财政预算（草案）的报告》。

资料来源：弥勒市财政局，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和有关法律、法规规定，并结合公司实际情况，制定了《公司章程》。公司设立股东会，由弥勒市国有资产监督管理局依照《公司法》行使股东会职权。公司设董事会、监事会和总经理。公司股东中国农发重点建设基金有限公司不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的经营管理。

公司董事会由3名董事组成，其中职工代表董事1人。董事会成员除职工代表董事外，由股东会委派任命，职工代表董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生，由股东会任命。董事会设董事长1人，副董事长1人，由股东会从董事会成员中指定任命。公司设总经理1名，由董事会聘用，董事会成员经股东会批准，可兼任总经理。总经理对董事会负责。公司监事会由5名监事组成，职工监事的比例不得低于三分之一。其中3名监事会成员由股东会委派任命，2名成员由职工代表大会（或职工大会）选举产生后，由股东会任命。监事会设主席一名，由股东会在监事会成员中指定任命。公司董事和总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。

除蒋汶霖、蒋树良和师玮绩外，公司其他董事、监事、高级管理人员均存在公务员兼

职情况。存在兼职情况的董事、监事及高级管理人员均经过了地方政府同意，均未于公司领取薪酬，亦没有获取股权和其他额外利益。

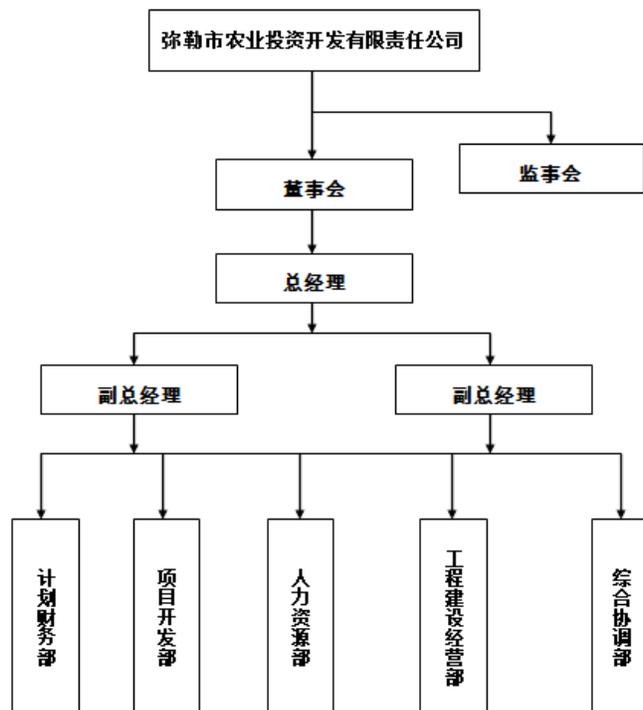
表 8 截至 2017 年末公司董事、监事及高级管理人员情况

姓名	公司任职	是否为公务员兼职	领薪情况
施红庆	董事长	是	未在公司领薪
周训龙	董事、总经理	是	未在公司领薪
蒋汶霖	董事	否	仅于公司领薪
马金梅	副总经理	是	未在公司领薪
焦永平	监事会主席	是	未在公司领薪
杨平	监事	是	未在公司领薪
龚建中	监事	是	未在公司领薪
蒋树良	监事	否	仅于公司领薪
师玮绩	监事	否	仅于公司领薪

资料来源：公司提供

公司根据自身业务及经营发展需要，设立了计划财务部、项目开发部、人力资源部、工程建设经营部及综合协调部等五个部门。

图2 截至2017年12月31日公司组织架构图



资料来源：公司提供

整体而言，公司法人治理结构完善，组织结构完整，为公司正常有序运营提供保障。

六、经营与竞争

公司主要从事土地开发整理、环境治理、基础设施项目建设以及土地流转等业务。近年公司营业收入随土地开发整理收入同步波动，2015-2017年公司营业收入分别为3.70亿元、7.64亿元和5.69亿元。公司综合毛利率亦存在一定波动，主要系不同业务收入占比及毛利率变化所致。2015-2017年公司综合毛利率分别为14.74%、16.71%和16.01%。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发整理	9,131.29	16.67%	41,370.84	16.67%	33,321.23	16.67%
环境治理	13,743.38	16.67%	15,400.48	15.68%	-	-
项目建设	27,318.09	16.67%	15,288.07	16.67%	-	-
土地流转	4,855.00	-3.28%	2,341.83	-1.37%	2,972.96	-7.21%
主营业务合计	55,047.76	14.91%	74,401.23	15.90%	36,294.20	14.71%
租金	1,866.52	52.40%	1,850.95	52.00%	616.98	52.00%
疏果等其他产品	-	-	127.77	-21.80%	103.74	-197.11%
其他业务合计	1,866.52	48.39%	1,978.72	47.23%	720.72	16.14%
合计	56,914.28	16.01%	76,379.95	16.71%	37,014.92	14.74%

注：租金收入包括弥勒农投办公室租金 5.40 万元和弥勒林投果园租金 10.17 万元。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

政府支持推动公司委托建设业务范围扩大，在建项目较多且多与政府签订了委托建设协议，未来业务持续性及收入均较有保障，但主要在建项目面临较大资金压力

公司是弥勒市农业基础设施建设的投资主体，受弥勒市人民政府授权或委托，主要负责弥勒市土地开发整理、环境治理、市政基础设施等项目建设工作。根据相关政府文件授权或委托，近年公司及其子公司主要负责了新农村建设项目、东风片区整体城镇化基础设施工程、甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥勒路段）、弥勒市垃圾处理建设项目、弥勒市污水处理建设项目、弥勒市供水建设项目、弥勒市城市面山和通道绿化项目、东风片区高效节水灌溉项目、朋普片区高效节水灌溉项目以及弥勒食品加工园（一期）建设项目。除弥勒食品加工园建设项目外，其余项目均与弥勒市人民政府及弥勒市财政局签订了委托代建协议，投资回报率为20%，收入经委托建设方审核确认公司出具的项目成本投入后予以结转。

上述项目涉及的土地开发整理业务由公司本部及子公司弥勒投资负责，根据与弥勒市人民政府签署的《委托土地开发协议》，公司受弥勒市人民政府委托对弥勒市区工程项目

建设前期进行土地开发整理，主要负责土地征地、拆迁补偿与安置、场地平整等工作。根据新农村建设项目、东风片区整体城镇化基础设施工程、建设进度及弥勒市人民政府和财政局对相应项目出具的成本投入确认通知书，并结合委托建设协议中约定的20%的投资收益，2015-2017年公司分别确认土地开发整理收入33,321.23万元、41,370.84万元和9,131.29万元。

表 10 公司土地开发整理成本及收入明细情况（单位：万元）

时间	土地名称	确认成本	确认收入
2017年	甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	7,609.41	9,131.29
2016年	新农村建设项目	18.00	21.60
	东风片区整体城镇化基础设施工程-土地整理	34,457.70	41,349.24
	合计	34,475.70	41,370.84
2015年	新农村建设项目	6,336.90	7,604.28
	东风片区整体城镇化基础设施工程-土地整理	21,430.80	25,716.96
	合计	27,767.70	33,321.23

资料来源：公司提供

公司环境治理业务系受弥勒市人民政府委托，由弥勒投资对甸溪河（锦屏山至弥师路段）进行环境治理，工程内容包括污水生态修复、土方工程、生态护岸工程、景观工程、拦河建筑物、沿河两岸土地整理等。根据弥勒投资与弥勒市财政局签订的《甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）委托建设合作协议书》，弥勒投资按照工程实际开展情况，定期向弥勒市财政局方出具《项目结算单》，经弥勒市财政局审核通过后予以确认收入。2016-2017年甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）分别确认收入15,400.48万元和13,743.38万元。此外，根据《甸溪河环境治理项目资金代付协议》，甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）原属于弥勒市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“弥勒城投”），为保证其顺利实施，甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）建设资金仍由弥勒城投支付，弥勒城投在原工程建设计划下根据工程进度支付工程款，并于年底统一与弥勒农投结算，对于弥勒城投实际支付工程款项，弥勒农投需向弥勒城投支付3%的服务费用，2016年确认垫付成本151.58万元。

表 11 公司环境治理成本及收入明细情况（单位：万元）

时间	项目	确认成本	确认收入
2017年	甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	11,452.82	13,743.38
2016年	甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	12,833.74	15,400.48
	甸溪河垫付成本	151.58	-

注：弥勒市城市建设投资开发有限责任公司代支付工程款 151.58 万元。

资料来源：公司提供，鹏元整理

项目建设业务均由公司本部及弥勒水投运营，2016年以来公司主要建设了东风片区整体城镇化基础设施工程（工程建设部分）、市政供水项目、垃圾处理项目、污水处理项目、弥勒市城市面山和通道绿化项目、东风片区高效节水灌溉项目以及朋普片区高效节水灌溉项目，该等项目均与弥勒市人民政府及弥勒市财政局签订了委托建设合作协议书，根据相应项目建设进度及项目结算单，2016年及2017年公司项目建设业务分别确认收入15,288.07万元和27,318.09万元。

表 12 公司项目建设业务成本及收入明细情况（单位：万元）

时间	项目名称	确认成本	确认收入
2017 年	东风片区整体城镇化基础设施工程-工程建设	16,919.87	20,303.84
	弥勒市城市面山和通道绿化项目-工程建设	3,955.21	4,746.25
	东风片区高效节水灌溉项目-工程建设	1,162.00	1,394.40
	弥勒市污水处理建设项目	368.06	441.67
	弥勒市垃圾处理建设项目	149.30	179.16
	弥勒市供水建设项目	122.64	147.16
	朋普片区高效节水灌溉工程-工程工程建设	88.00	105.60
	合计	22,765.07	27,318.09
2016 年	东风片区整体城镇化基础设施工程-工程建设	5,742.50	6,891.00
	弥勒市垃圾处理建设项目	1,733.11	2,079.73
	弥勒市污水处理建设项目	3,873.65	4,648.38
	弥勒市供水建设项目	1,390.80	1,668.96
	合计	12,740.06	15,288.07

资料来源：公司提供，鹏元整理

在建项目方面，除上述委托建设项目外，公司还负责推动弥勒食品加工园（一期）建设项目。弥勒食品加工园（一期）建设项目隶属于弥勒食品加工园项目，弥勒食品加工园项目原建设主体为弥勒工业园区投资开发有限公司，根据弥勒市人民政府2017年1月3日出具的《弥勒市人民政府关于划转弥勒食品加工园项目的通知》（弥政发【2017】8号），弥勒市人民政府将其划归公司建设运营，并将前期已投入成本无偿划转给公司；同时根据该通知公司可以对弥勒市食品加工园项目建设内容进行调整，必要时可分阶段、分期次建设，因此公司先行规划建设弥勒食品加工园（一期）建设项目，截至2017年末，弥勒食品加工园（一期）建设项目已完成投资15,504.31万元。整体而言，公司在建项目较多，除弥勒食品加工园（一期）建设项目外，其余主要在建项目均与政府签订了委托建设协议，未来业务持续性及收入均较有保障，但2017年末公司主要在建项目尚需投资340,286.70万元，将给公司带来较大资金压力。

表 13 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	已结转成本	是否签订委托建设协议
东风片区整体城镇化基础设施工程	135,116.08	88,406.97	78,550.87	是
甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	45,000.00	41,896.25	32,047.55	是
弥勒市垃圾处理建设项目	25,098.72	1,882.41	1,882.41	是
弥勒市污水处理建设项目	54,198.15	4,241.71	4,241.71	是
弥勒市供水建设项目	13,498.99	1,513.44	1,513.44	是
弥勒市城市面山和通道绿化项目	75,426.63	3,955.21	3,955.21	是
东风片区高效节水灌溉项目	6,910.28	1,162.00	1,162.00	是
朋普片区高效节水灌溉工程	3,712.35	88.00	88.00	是
弥勒食品加工园（一期）建设项目	139,975.80	15,504.31	-	否
合计	498,937.00	158,650.30	-	-

资料来源：公司提供

土地流转及租赁业务丰富了公司收入来源，但该等业务收入规模较小，且土地流转业务持续亏损

土地流转业务由公司本部负责运营，业务流程为公司通过与当地村委会村民小组签订非宅基地土地流转合同，将土地流转给公司，公司再将土地流转给从事农业生产的企业或个人进行农产品生产。公司与当地村委会村民小组签订的土地流转继存期限一般为50年，土地流转价款：水田1,500元/（亩·年），旱地1,000元/（亩·年），林地600元/（亩·年），矿区用地1,000元/（亩·年），其他用地800元/（亩·年）。公司与农业生产企业签订土地流转继存期限及价格视具体合同而定。2015-2017年公司分别获得土地流转收入2,972.96万元、2,341.83万元和4,855.00万元，但该业务持续亏损。

公司房屋租赁业务由弥勒投资管理运营，根据《弥勒市人民政府关于将17宗房产注入弥勒市投资开发有限公司的通知》（弥政发【2015】5号），2015年1月弥勒市人民政府将17宗弥勒市各单位持有的经营性房产无偿划转给公司弥勒投资所有，该等房产面积合计3.14万平方米。2015年2月弥勒市财政局出具了《弥勒市财政局关于市直机关单位房屋建筑物租赁费及管理费收取的通知》（弥财发【2015】6号），自2015年9月1日起，弥勒投资统一对弥勒市本级党政机关、人民团体、事业单位占用、使用的房屋（含铺面）、土地等国有资产实行综合管理，对于已过户至弥勒投资的房屋建筑物及土地等国有资产产权，弥勒投资按标准收取租赁及管理费，其中商铺按40元/（平方米·月）、酒店按照70元/（平方米·月）、其他按照30元/（平方米·月），收费标准有效期暂定为3年，弥勒市财政局采取“按日计提、按年支付”的方式定期将房屋租赁费及管理费统一支付给弥勒投资。根

据弥勒市财政局出具的《关于弥勒市投资开发有限公司2015年度房屋租赁费及管理费的说明》、《关于弥勒市投资开发有限公司2016年度房屋租赁费及管理费的说明》及《弥勒市财政局关于弥勒市投资开发有限公司2017年度房屋租赁费及管理费的说明》，2015-2017年公司分别获得租金收入616.98万元、1,850.95万元和1,850.95万元。

公司在资产注入及财政补贴方面获得较大外部支持

近年弥勒市人民政府在资产注入以及财政补贴等方面给予公司有力支持。2014年弥勒市人民政府将弥勒投资100%股权无偿划拨给公司，2017年6月弥勒市人民政府将弥勒水投以及弥勒林投100%股权无偿划转至公司。2015年及2016年弥勒市人民政府注入公司评估价值25.60亿元的土地及房产，但政府划入公司的土地均未缴纳土地出让金，根据弥勒市人民政府文件，对于划转至公司及弥勒投资的36宗土地，如需补缴土地出让金，均由弥勒市财政局统筹。此外，近年弥勒市财政局在项目建设补贴及贷款贴息方面给予公司持续支持，2015-2017年公司获得各项补贴分别为1.09亿元、0.94亿元和0.72亿元。整体来看，资产注入增强了公司的业务能力及资本实力，财政补贴提高了公司利润水平。

七、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2015-2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年公司投资设立弥勒市垦源农业开发有限责任公司，2017年6月，弥勒市人民政府将弥勒水投及弥勒林投100%股权无偿划转至公司，截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但土地资产均未缴纳土地出让金，应收账款及其他应收款对营运资金形成一定占用，受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2017年末公司资产总额71.78亿元，2015-2017年年复合增长率为22.90%。从公司资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2017年末公司流动资产占总资产的比重为92.42%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货。随着融资增加，2017年末公司货币资金增至7.54亿元，其中0.25亿元定期存货已质押。公司应收

账款主要系应收弥勒市财政局代建款，2017年末账面价值5.06亿元，其中应收弥勒市财政局代建款占比99.93%；公司应收账款账龄均在2年以内。公司预付款项主要为预付土地流转费，近年随该业务发展持续增加，2017年末账面价值0.98亿元，其中预付土地流转费0.97亿元。公司其他应收款主要为与弥勒市国土资源局等其他单位往来款项，2017年末余额3.50亿元，其中无风险组合3.04亿元，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款0.46亿元；其中前五大应收对象应收金额2.11亿元，包括应收弥勒市国土资源局0.70亿元、弥勒市国有资产监督管理局0.50亿元、弥勒市农业与科学技术局0.34亿元、云南百思勤置业有限公司0.30亿元和云南通捷水务有限公司0.27亿元；剔除坏账准备后，2017年末公司其他应收账款账面价值3.47亿元。根据弥勒市人民政府2017年9月出具的《弥勒市人民政府关于弥勒市农业投资开发有限责任公司对政府应收账款及其他应收款情况及解决措施的说明》，公司应收账款及其他应收款中应收弥勒市政府相关单位款项，弥勒市人民政府将在未来5年内以土地出让净收益全部偿还，如相关土地不能按计划出让，弥勒市人民政府将协调其他资金解决当年资金缺口。综合来看，公司应收账款及其他应收款规模较大，对营运资金形成一定占用，未来回款时间受当地土地出让情况影响存在不确定性。

公司存货主要为政府注入的土地资产及项目建设投入，2017年末公司存货账面价值49.28亿元，其中土地资产46.75亿元，均未缴纳土地出让金；基础设施成本2.53亿元。此外，2017年末公司账面价值26.14亿元的土地资产已用于抵押。

公司非流动资产主要包括投资性房地产及在建工程。公司投资性房地产系弥勒市人民政府注入的房产，2017年末账面价值3.53亿元，已全部用于抵押。公司在建工程为本期债券募投项目投入，2017年末账面价值1.55亿元。

整体来看，近年公司资产规模持续增长，但应收账款、其他应收款、土地和投资性房地产等占比较大，应收账款和其他应收款对营运资金形成一定占用，土地资产均未缴纳土地出让金，且2017年末账面价值合计29.93亿元的资产已用于抵质押，占期末总资产的比重为41.69%，整体资产流动性较弱。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	75,393.08	10.50%	8,658.43	1.46%	6,443.46	1.36%
应收账款	50,630.59	7.05%	50,152.13	8.44%	43,882.57	9.23%
预付款项	9,822.11	1.37%	5,120.90	0.86%	3,277.65	0.69%
其他应收款	34,739.20	4.84%	23,556.83	3.96%	20,266.39	4.26%
存货	492,774.96	68.65%	470,128.89	79.12%	363,882.09	76.57%

流动资产合计	663,359.94	92.42%	557,617.19	93.85%	437,752.15	92.12%
投资性房地产	35,335.72	4.92%	36,224.18	6.10%	37,112.64	7.81%
在建工程	15,504.31	2.16%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	54,437.89	7.58%	36,572.01	6.15%	37,450.94	7.88%
资产总计	717,797.83	100.00%	594,189.20	100.00%	475,203.09	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司经营业绩存在一定波动，但公司在建项目规模较大且多与政府签订了委托建设协议，未来收入较有保障

公司营业收入主要来自土地开发整理、环境治理、项目建设以及土地流转等业务。随着土地开发整理收入增长、新增环境治理及项目建设业务，2016年公司营业收入同比大幅增长；但土地开发整理收入明显下滑导致2017年公司营业收入同比下降25.49%至5.69亿元。公司土地开发整理、环境治理及项目建设业务约定投资回报率为20%，因此近年公司综合毛利率相对稳定。2016年公司营业利润随收入同步增长，2017年会计政策调整，0.71亿元政府补助计入其他收益及营业利润，因此当年营业利润同比有所增长。综合来看，受收入及政府补助波动影响，近年公司利润总额亦存在一定波动，2015-2017年公司利润总额分别为1.60亿元、2.13亿元和1.38亿元。

整体来看，近年公司经营业绩存在一定波动，考虑到公司在建项目规模较大，且多与政府签订了委托建设协议，未来公司业务持续性及收入均较有保障，但需关注项目建设进度对当期收入产生的不确定性影响。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	56,914.28	76,379.95	37,014.92
营业利润	13,697.43	11,923.33	5,051.29
政府补助	7,218.77	9,415.62	10,919.49
利润总额	13,816.20	21,338.95	15,970.78
综合毛利率	16.01%	16.71%	14.74%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流较弱，项目建设资金压力需通过筹资活动缓解

近年公司收现比持续提高，2015-2017年分别为0.02、0.89和1.12。公司经营活动现金流入主要来自主营业务及与其他单位往来款和政府补助款，经营活动现金流出主要系项目建设支出及与其他单位往来款项。综合来看，公司经营活动现金流趋于改善，2015-2017年经营活动现金流净额分别为-0.60亿元、-0.38亿元和0.56亿元，但经营性现金流较弱。考虑到2017年末公司主要在建项目尚需投资34.03亿元，未来将面临较大资金压力。

近年公司投资活动现金流规模较小。2016年投资设立云南太平湖投资开发有限责任公司和云南高特电商产业有限公司支付350.00万元，依次分别持有其40%和30%股权；2017年公司投资云南弥勒博康中医医院管理有限公司股权支付2,454.08万元，持有其15%股权；2017年公司投资活动现金流入主要来自无偿划转至公司的弥勒水投及弥勒林投账面资金。筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，2016年筹资活动现金流入除银行借款外，还收到农发基金投资款2,700.00万元，2017年公司筹资活动现金流入主要来自股东增资款、银行借款和融资租赁款。近年公司筹资活动现金流流出主要用于偿还债务本息。

整体而言，公司经营活动现金流较弱，不能满足项目建设资金需求，未来项目建设资金压力需通过筹资活动缓解。

表 16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	1.12	0.89	0.02
销售商品、提供劳务收到的现金	63,473.29	68,137.53	868.72
收到其他与经营活动有关的现金	142,634.07	87,648.98	23,456.62
经营活动现金流入小计	206,107.36	155,786.51	24,325.35
购买商品、接受劳务支付的现金	26,443.46	73,515.19	8,277.94
支付其他与经营活动有关的现金	172,361.51	85,976.68	22,032.44
经营活动现金流出小计	200,546.96	159,579.09	30,321.40
经营活动产生的现金流量净额	5,560.40	-3,792.58	-5,996.06
投资活动产生的现金流量净额	1,362.65	-352.88	-
筹资活动产生的现金流量净额	57,311.60	6,360.43	8,158.21
现金及现金等价物净增加额	64,234.65	2,214.97	2,162.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，偿债能力指标趋弱，未来偿债压力加大

随着融资规模扩大，2017年末公司负债总额13.47亿元，较2015年末增长161.80%。得益于股东增资、资产注入以及利润累积，近年公司所有者权益持续增加，2017年末为58.31亿元，2015-2017年复合增长率为17.32%。整体来看，近年公司产权比率存在一定波动，2017年末为23.11%。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
负债总额	134,721.86	45,351.00	51,581.47
所有者权益	583,075.96	548,838.20	423,621.62
产权比率	23.11%	8.26%	12.18%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2017 年末流动负债占总负债的比重为 57.17%；近年流动负债在总负债中占比持续下降，债务结构有所优化。

公司流动负债主要包括应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款及一年内到期的非流动负债。公司应付账款主要为应付代垫项目款等，2017 年末余额 1.61 亿元。公司预收款项为预收项目建设款及土地流转费等，2017 年末余额 0.95 亿元。公司应交税费主要系应交企业所得税及增值税等，近年保持增长，2017 年末余额 0.71 亿元。公司其他应付款主要为与其他单位往来款项，近年存在一定波动，2017 年末余额 4.03 亿元，其中应付往来款 4.02 亿元，主要包括应付红河州水利水电有限公司 2.00 亿元、中国水利水电第八工程局 1.00 亿元、弥勒市融资担保公司 0.50 亿元以及云南弥勒博康中医医院管理有限公司 0.25 亿元。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期应付款（江苏金融租赁股份有限公司融资租赁款），2017 年末余额 0.40 亿元。

公司非流动负债包括长期借款及长期应付款。2017 年末公司长期借款 4.77 亿元，其中抵押及质押借款 4.47 亿元，保证借款 0.30 亿元。公司长期应付款为应付江苏金融租赁股份有限公司融资租赁款，2017 年末余额 1.00 亿元。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	16,128.95	11.97%	17,243.24	38.02%	21,430.80	41.55%
预收款项	9,487.65	7.04%	0.00	0.00%	2,229.72	4.32%

应交税费	7,106.98	5.28%	4,749.60	10.47%	1,257.49	2.44%
其他应付款	40,297.71	29.91%	5,358.16	11.81%	10,616.51	20.58%
一年内到期的非流动负债	4,004.37	2.97%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	77,026.56	57.17%	27,351.00	60.31%	35,534.53	68.89%
长期借款	47,690.00	35.40%	18,000.00	39.69%	16,000.00	31.02%
长期应付款	10,005.31	7.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	57,695.31	42.83%	18,000.00	39.69%	16,046.94	31.11%
负债合计	134,721.86	100.00%	45,351.00	100.00%	51,581.47	100.00%
有息债务	61,699.68	45.80%	18,000.00	39.69%	16,000.00	31.02%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

随着融资规模扩大，2017 年末公司有息债务增加至 6.17 亿元，占负债总额的比重为 45.80%；其中 2018-2020 年公司分别需偿还 0.85 亿元、1.42 亿元和 0.70 亿元。

表 19 截至 2017 年末公司有息债务 2018-2020 年偿还计划表（单位：万元）

时间	2018 年	2019 年	2020 年
偿还金额	8,534.37	14,223.13	6,951.80

资料来源：公司提供

受负债规模波动影响，近年公司资产负债率亦同步波动，2017 年末公司资产负债率为 18.77%。公司流动比率与速动比率随流动资产、存货及流动负债变动存在一定波动，2017 年末公司流动比率与速动比率分别为 8.61 和 2.21，考虑到应收账款及其他应收款回款时间及规模较不确定，流动资产对流动负债的保障能力较弱。公司 EBITDA 随利润水平同步波动，2015-2017 年公司 EBITDA 分别为 1.63 亿元、2.23 亿元和 1.53 亿元，但受有息债务规模增加影响，EBITDA 对有息债务本息的保障能力减弱，2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 3.86，2017 年末有息债务系其当年 EBITDA 的 4.03 倍。此外，公司在建项目投资规模较大，未来仍需通过外部融资缓解项目建设资金压力，预期将增加公司有息债务规模，进而加大公司偿债压力。

表 20 公司偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	18.77%	7.63%	10.85%
流动比率	8.61	20.39	12.32
速动比率	2.21	3.20	2.08
EBITDA（万元）	15,309.98	22,335.90	16,267.15
EBITDA 利息保障倍数	3.86	65.78	158.09
有息债务/EBITDA	4.03	0.81	0.98

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

从本期债券募投项目来看，根据《弥勒食品加工园（一期）建设项目收益测算报告》，募投项目在债券存续期内预计实现收入 69,792.72 万元，可为本期债券本息偿付提供一定保障，但存续期内不能覆盖本期债券本息，同时需关注募投项目受项目建设资金不到位、天气等不可抗拒因素等导致不能如期完工，以及完工后出租率不足导致收益不达预期的可能。

公司经营收益及现金流是本期债券还本付息的重要保障。公司在建项目较多，除募投项目外，主要在建项目均与政府签订了委托建设协议，未来业务持续性及收入均较有保障；但公司经营性现金流较弱，公司收现情况及其对债务本息偿还的保障值得关注。

公司可通过应收账款回款来获取偿债资金，公司应收账款及其他应收款中应收弥勒市政府相关单位款项，弥勒市人民政府将在未来5年内以土地出让净收益全部偿还，如相关土地不能按计划出让，弥勒市人民政府将协调其他资金解决当年资金缺口，但需关注弥勒市当地土地出让情况及财力变化和财政资金安排对政府偿还该等欠款产生的影响。2017年末公司土地资产账面价值46.75亿元，必要时可通过土地抵押融资或变现来获取必要的偿债资金，但该等土地均未缴纳土地出让金，且账面价值26.14亿元的土地资产已用于抵押，未来需关注其土地出让金缴纳及土地抵押情况。

（二）本期债券保障措施分析

三峡担保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信用水平

本期债券由三峡担保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。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

三峡担保成立于2006年9月，原名为“重庆市三峡库区产业信用担保有限公司”，初始注册资本5亿元，由重庆渝富资产管理集团有限公司出资设立；2010年1月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015年5月更名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50

亿元，控股股东为重庆渝富资产管理集团有限公司，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年3月31日，三峡担保股权结构如表20所示。

表 21 截至 2018 年 3 月 31 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富资产管理集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保担保代偿情况有所好转，2017年当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

表 22 2015-2017 年三峡担保主要财务数据

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
资产负债率	46.28%	41.95%	39.71%
营业收入（万元）	123,776.37	149,555.53	164,751.65
利润总额（万元）	48,870.92	72,959.24	71,475.65
综合毛利率	39.62%	46.28%	42.54%
净资产收益率	6.12%	9.60%	10.83%
经营活动净现金流（万元）	14,860.05	-10,393.77	77,795.69
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：三峡担保 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、或有事项分析

截至2017年末，公司实际对外担保金额合计14.18亿元，占期末净资产的比重为24.32%，且均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 23 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业类型	合同担保金额	担保余额	担保到期日	有无反担保
弥勒市城市建设投资开发有限责任公司	国有企业	220,000.00	50,000.00	2034.01	无
弥勒工业园区投资开发有限公司	国有企业	8,967.67	8,000.00	2019.06	无
弥勒工业园区投资开发有限公司	国有企业	2,200.00	2,200.00	2019.09	无
弥勒工业园区投资开发有限公司	国有企业	20,000.00	20,000.00	2025.10	无
弥勒市中医院	事业单位	12,000.00	12,000.00	2021.04	无
弥勒市中医院	事业单位	12,000.00	12,000.00	2020.12	无
弥勒县第四中学	事业单位	1,600.00	1,600.00	2022.11	无
弥勒县第四中学	事业单位	1,500.00	1,500.00	2022.12	无
弥勒县第二中学	事业单位	1,400.00	1,400.00	2022.11	无

弥勒县第二中学	事业单位	1,100.00	1,100.00	2022.12	无
弥勒县第一中学	事业单位	2,000.00	2,000.00	2022.12	无
弥勒市城市建设投资开发有限责任公司	国有企业	60,000.00	30,000.00	2035.06	无
合计		342,767.67	141,800.00	-	-

资料来源：公司提供

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	75,393.08	8,658.43	6,443.46
应收账款	50,630.59	50,152.13	43,882.57
预付款项	9,822.11	5,120.90	3,277.65
其他应收款	34,739.20	23,556.83	20,266.39
存货	492,774.96	470,128.89	363,882.09
流动资产合计	663,359.94	557,617.19	437,752.15
可供出售金融资产	2,454.08		
长期股权投资	389.10	342.41	0.00
投资性房地产	35,335.72	36,224.18	37,112.64
固定资产	18.46	5.42	2.54
在建工程	15,504.31	0.00	0.00
长期待摊费用	90.36	0.00	0.00
递延所得税资产	58.57	0.00	335.76
其他非流动资产	587.30	0.00	0.00
非流动资产合计	54,437.89	36,572.01	37,450.94
资产总计	717,797.83	594,189.20	475,203.09
应付账款	16,128.95	17,243.24	21,430.80
预收款项	9,487.65	0.00	2,229.72
应付职工薪酬	0.90	0.00	0.00
应交税费	7,106.98	4,749.60	1,257.49
其他应付款	40,297.71	5,358.16	10,616.51
一年内到期的非流动负债	4,004.37	0.00	0.00
流动负债合计	77,026.56	27,351.00	35,534.53
长期借款	47,690.00	18,000.00	16,000.00
长期应付款	10,005.31	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	46.94
非流动负债合计	57,695.31	18,000.00	16,046.94
负债合计	134,721.86	45,351.00	51,581.47
股本	22,700.00	5,700.00	3,000.00
资本公积	510,258.69	505,189.70	401,005.17
盈余公积	2,301.70	1,701.59	753.27
未分配利润	47,815.57	36,246.91	18,863.18
归属于母公司所有者权益合计	583,075.96	548,838.20	423,621.62
所有者权益合计	583,075.96	548,838.20	423,621.62

负债和所有者权益总计	717,797.83	594,189.20	475,203.09
------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	56,914.28	76,379.95	37,014.92
其中：营业收入	56,914.28	76,379.95	37,014.92
二、营业总成本	50,291.53	64,449.03	31,963.63
其中：营业成本	47,804.90	63,619.01	31,559.25
税金及附加	1,725.92	492.32	221.75
管理费用	182.16	251.39	210.68
财务费用	344.29	86.32	-28.06
资产减值损失	234.26	0.00	0.00
加：投资收益	-25.32	-7.59	0.00
其他收益	7,100.00	0.00	0.00
三、营业利润	13,697.43	11,923.33	5,051.29
加：营业外收入	118.77	9,415.62	10,919.49
四、利润总额	13,816.20	21,338.95	15,970.78
减：所得税费用	1,647.43	3,006.89	1,262.72
五、净利润	12,168.77	18,332.06	14,708.06

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	63,473.29	68,137.53	868.72
收到其他与经营活动有关的现金	142,634.07	87,648.98	23,456.62
经营活动现金流入小计	206,107.36	155,786.51	24,325.35
购买商品、接受劳务支付的现金	26,443.46	73,515.19	8,277.94
支付给职工以及为职工支付的现金	55.73	86.91	10.82
支付的各项税费	1,596.27	0.31	0.20
支付其他与经营活动有关的现金	172,451.51	85,976.68	22,032.44
经营活动现金流出小计	200,546.96	159,579.09	30,321.40
经营活动产生的现金流量净额	5,560.40	-3,792.58	-5,996.06
二、投资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	597.46	2.88	0.00
投资支付的现金	2,454.08	350.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-4,414.19	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	-1,362.65	352.88	0.00
投资活动产生的现金流量净额	1,362.65	-352.88	0.00
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	17,000.00	2,700.00	0.00
取得借款收到的现金	48,347.59	9,000.00	9,000.00
筹资活动现金流入小计	65,347.59	11,700.00	9,000.00
偿还债务支付的现金	4,947.90	5,000.00	738.89
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	588.08	339.57	102.90
支付其他与筹资活动有关的现金	2,500.00		
筹资活动现金流出小计	8,035.99	5,339.57	841.79
筹资活动产生的现金流量净额	57,311.60	6,360.43	8,158.21
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	64,234.65	2,214.97	2,162.15
加：期初现金及现金等价物余额	8,658.43	6,443.46	4,281.30
六、期末现金及现金等价物余额	72,893.08	8,658.43	6,443.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	12,168.77	18,332.06	14,708.06
加：资产减值准备	234.26	0.00	0.00
固定资产折旧	892.65	889.92	296.37
财务费用	347.49	107.03	0.00
投资损失	25.32	7.59	0.00
递延所得税资产减少	-58.57	335.76	358.22
存货的减少	-22,646.07	-1,829.74	-480.21
经营性应收项目的减少	-5,913.99	-81,967.33	-43,819.85
经营性应付项目的增加	20,510.53	60,332.15	22,941.36
经营活动产生的现金流量净额	5,560.40	-3,792.58	-5,996.06

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	16.01%	16.71%	14.74%
收现比	1.12	0.89	0.02
产权比率	23.11%	8.26%	12.18%
有息债务（万元）	61,699.68	18,000.00	16,000.00
资产负债率	18.77%	7.63%	10.85%
流动比率	8.61	20.39	12.32
速动比率	2.21	3.20	2.08
EBITDA（万元）	15,309.98	22,335.90	16,267.15
EBITDA 利息保障倍数	3.86	65.78	158.09

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末公司土地资产明细（单位：万平方米、万元）

土地使用权证号	使用权类型	用途	使用权面积	账面金额	是否抵押
弥国用（2013）第 0831 号	出让	商业用地	6.76	12,945.77	否
弥国用（2014）第 0829 号	出让	商业用地	6.08	13,140.00	否
弥国用（2014）第 0830 号	出让	商业用地	13.35	31,265.02	否
弥国用（2014）第 0831 号	出让	商业用地	6.00	13,057.45	否
弥国用（2014）第 0832 号	出让	商业用地	6.67	14,560.99	否
弥国用（2014）第 0837 号	出让	商业用地	16.36	16,888.67	否
弥国用（2014）第 0838 号	出让	商业用地	14.66	15,126.10	是
弥国用（2014）第 0839 号	出让	商业用地	14.69	15,161.91	是
弥国用（2014）第 0840 号	出让	商业用地	12.83	13,238.92	是
弥国用（2014）第 0833 号	出让	住宅用地	4.30	6,872.66	是
弥国用（2014）第 0850 号	出让	住宅用地	4.42	7,063.90	是
弥国用（2014）第 0851 号	出让	商业用地	14.97	34,958.45	是
弥国用（2014）第 0861 号	出让	住宅用地	3.53	3,453.42	是
弥国用（2014）第 0868 号	出让	住宅用地	5.70	7,202.90	是
弥国用（2014）第 0869 号	出让	商业用地	16.37	23,516.51	是
弥国用（2014）第 0870 号	出让	住宅用地	4.84	3,806.68	是
弥国用（2014）第 0887 号	出让	住宅用地	2.42	2,101.24	是
弥国用（2014）第 0888 号	出让	商业用地	8.92	14,570.44	是
弥国用（2015）第 2699 号	出让	商业用地	45.71	109,423.99	是
弥国用（2015）第 2703 号	出让	商业用地	2.21	4,946.70	是
弥国用（2016）第 1112 号	出让	工业用地	16.24	7,112.24	否
弥国用（2016）第 1113 号	出让	工业用地	17.17	7,520.17	否
弥国用（2016）第 1114 号	出让	工业用地	18.29	8,009.85	否
弥国用（2016）第 1115 号	出让	工业用地	15.30	6,700.23	否
弥国用（2016）第 1116 号	出让	工业用地	15.16	6,640.08	否
弥国用（2016）第 1117 号	出让	工业用地	24.08	10,549.08	否
弥国用（2016）第 1118 号	出让	工业用地	23.17	10,149.63	否
弥国用（2016）第 1119 号	出让	工业用地	14.80	6,484.44	否
弥国用（2016）第 1120 号	出让	商业用地	3.59	6,178.09	否
弥国用（2016）第 1121 号	出让	商业用地	8.74	10,071.76	否
弥国用（2016）第 1122 号	出让	商业用地	5.40	9,887.92	否
弥国用（2016）第 1123 号	出让	商业用地	3.37	3,618.25	否

弥国用（2016）第 1124 号	出让	商业用地	3.34	3,563.58	否
弥国用（2016）第 1125 号	出让	商业用地	5.29	5,722.80	否
弥国用（2016）第 1126 号	出让	住宅用地	1.82	751.01	否
弥国用（2016）第 1127 号	出让	住宅用地	2.97	1,225.38	否
合计			389.53	467,486.26	-

资料来源：公司提供

附录六 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	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	一年内到期的长期有息债务+长期借款+长期应付款

附录七 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。