

普洱市思茅国拓资产经营有限公司
2019 年第一期公司债券
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
CSCI 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: 0755-82872897
传真: 0755-82872090 邮编: 518040 网址: www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1665】号 03

分析师

姓名：
王哲 王一峰
电话：
0755-82871596
邮箱：
wangzh@cspengyuan.co
m

评级日期：
2019 年 2 月 18 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

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

普洱市思茅国拓资产经营有限公司 2019 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：2.00 亿元（发行总额 8.4 亿元，分期发行） 评级展望：稳定

债券期限：7 年

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

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”）本次拟发行第一期 2.00 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定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，未来业务持续性较好，且获得的外部支持力度较大；但我们也关注到，公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年普洱市地区生产总值分别为 514.41 亿元、568.04 亿元和 624.59 亿元，同比分别增长 9.7%、10.2% 和 10.5%；公共财政收入方面，2015-2017 年普洱市分别实现公共财政收入 47.49 亿元、50.06 亿元和 53.22 亿元，公共财政收入持续增长。
- 公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好。截至 2017 年末，公司在建保障房及棚户区改造项目计划总投资 395,283.64 万元，已投资 151,805.01 万元；在建基础设施项目计划总投资 91,379.34 万元，已完成投资 29,356.91 万元；公司在建项目规模较大，未来业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。资产注入方面，2015 年思茅区政府将账面价值为 95,693.02 万元的土地资产注入公司。财政补贴方面，2015-2017 年公司分别收到政

府补助 2,269.95 万元、3,979.85 万元和 4,209.58 万元(含地方储备粮油补贴收入)。

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 2017 年底,公司应收账款和其他应收款合计占总资产的 24.13%,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 62.67%,主要由土地开发成本、保障房开发成本、基础设施成本构成,其中土地开发成本价值 242,231.76 万元,但均未缴纳土地出让金,且价值 7,819.55 万元的土地资产已被抵押,使用受限。整体资产流动性较弱。
- **面临一定的资金压力。**截至 2017 年末,公司在建保障房及棚户区改造项目尚需 243,478.63 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;在建基础设施项目尚需投资 62,022.43 万元,公司面临一定的资金压力。
- **面临一定的偿债压力。**近年来公司有息债务快速增长,2015-2017 年公司有息债务年复合增长率 68.54%。2017 年末公司有息债务余额为 159,479.08 万元,有息债务占总负债的比重 47.60%,随着公司在建项目的建设,有息债务规模可能继续增加,公司存在一定偿债压力。截至 2017 年末,公司 2018-2020 年需偿还的有息债务合计 107,045.05 万元,存在一定的短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末,以公司为担保方的对外担保余额为 49,700.00 万元,与同期净资产之比为 15.35%,公司的对外担保均未提供反担保措施,存在一定或有负债风险。2017 年末,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”)担保在保余额为 35,491.00 万元,2017 年当期担保代偿率为 3.90%,公司存在一定的担保代偿风险。

主要财务指标:

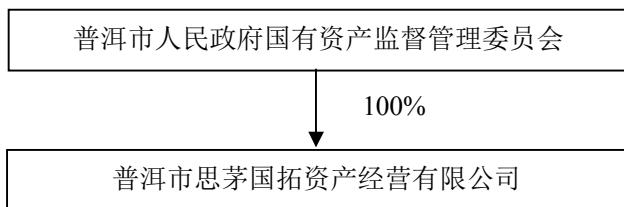
项目	2017年	2016年	2015年
总资产 (万元)	658,790.66	650,737.20	480,454.91
所有者权益 (万元)	323,733.56	313,108.39	303,331.62
有息债务 (万元)	159,479.08	94,524.52	56,143.85
资产负债率	50.86%	51.88%	36.87%
流动比率	3.61	5.36	7.01
营业收入 (万元)	58,625.60	42,847.41	31,057.78
营业外收入 (万元)	4,469.71	4,404.57	2,645.44
利润总额 (万元)	13,593.07	11,553.73	11,364.45
综合毛利率	23.56%	27.51%	45.18%
EBITDA (万元)	14,480.25	12,126.42	12,031.67
EBITDA 利息保障倍数	5.04	7.28	7.62
经营活动现金流净额 (万元)	-100,117.44	119,975.52	-34,525.05

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系由普洱市思茅区财政局于2012年设立，初始注册资本2.00亿元；2015年11月16日，根据普洱市人民政府第28次常务会议决定，公司出资人由普洱市思茅区财政局变更为普洱市国有资产监督管理委员会（以下简称“普洱市国资委”），并于2015年12月24日完成工商变更。截至2018年8月31日，公司注册资本和实收资本均为2.00亿元，公司唯一股东及实际控制人为普洱市国资委。

图1 截至2018年8月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

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2017年12月31日，纳入公司合并报表范围的子公司共8家，明细如附录五所示。

截至2017年12月31日，公司资产总额为65.88亿元，所有者权益合计为32.37亿元，资产负债率为50.86%；2017年度，公司实现营业收入5.86亿元，利润总额1.36亿元，经营活动现金净流出10.01亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券；

发行总额：人民币2.00亿元（发行总额8.4亿元，分期发行）；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为2.00亿元，其中0.38亿元用于补充公司营运资金，剩余1.62亿元用于募投项目建设，资金投向明细如下：

表1 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
思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目	38,892.44	6,440.00	16.56%
思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目	34,752.40	5,720.00	16.46%
思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目	25,282.78	4,040.00	15.98%
补充营运资金	-	3,800.00	-
合计	98,927.62	20,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目

1、项目概况

该项目实施主体为公司子公司普洱市思茅民生置业有限公司（以下简称“民生置业”）项目位于思茅区北侧，架龙山东侧。项目规划总用地面积为60.03亩，总建筑面积为106,949平方米，住宅建筑面积86,431平方米，商业建筑面积4,628平方米，配套公共服务设施建筑面积680平方米，地下建筑面积15,210平方米。项目建设公共租赁住房1,580套，其中40-50平方米户型303套，50-60平方米户型1,277套，该地块公共租赁住房户均面积（以地上面积计算）58.06平方米，机动车停车位345个，非机动车停车位330个。建设内容主要包括建筑工程及给排水、电力、通信、消防、道路、绿化等配套设施。

2、项目批复情况

思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目已经得到有关部门批复，具体如下表。

表2 思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目审批文件基本情况

文件名称	文号	出具单位	出具时间
关于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目可行性研究报告的批复	思发改发〔2015〕192号	普洱市思茅区发展和改革局	2015-12-03
固定资产投资项目节能登记表	-	普洱市思茅区发展和改革局	2015-12-03
普洱市思茅区环境保护局关于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目环境影响报告书的批复	思环审〔2015〕153号	普洱市思茅区环境保护局	2015-11-13
建设项目选址意见书	选字第530802201500006号	普洱市思茅区城乡规划局	2015-10-13

文件名称	文号	出具单位	出具时间
普洱市国土资源局思茅分局关于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目用地的预审意见	普国土资思分发〔2015〕131号	普洱市国土资源局思茅分局	2015-11-25
关于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块）建设项目社会稳定风险评估报告的批复	思稳复〔2015〕3号	普洱市思茅区维护社会稳定工作领导小组办公室	2015-12-02

资料来源：相关单位出具的批文，中证鹏元整理

3、项目投资规模及完工进度

该项目估算总投资38,892.44万元，拟使用本期债券募集资金6,440.00万元，项目建设期2年（2015年12月至2017年12月），截至2018年12月31日，项目累计完成投资约12,848.08万元，占总投资的33.09%。项目已完成T1、T3、T4、T7、T8栋主体施工。受本期债券募集资金未能按预期时间到位影响，项目建设进度存在一定滞后。

4、项目经济效益

项目经营期内，公司将通过房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租及政府补贴等实现收益。住宅部分拟出售不超过住宅建筑面积的40%，2017年至2020年每年按住宅建筑面积的10%进行销售，商业配套建筑于经营期第一年一次性出售，机动车位等根据市场价格收取，此外为保证项目运营，思茅区政府拟定2017年至2023年每年进行专项补助2,500万元，预计项目在经营期内可实现总收益45,079.81万元，其中债券存续期内收益为40,158.82万元。项目收入及收益测算分别见表3和表4：

表3 锰铁合金厂地块保障性住房建设项目收益标准及收入汇总表（单位：万元）

序号	项目名称	收益标准	经营期收入总计
1	公租房租金	72 元/㎡·年	7,094.26
2	机动车位租金	1,800 元/个·年	1,117.80
3	非机动车位租金	360 元/个·年	213.84
4	商业建筑销售	13,000 元/㎡	6,016.40
5	住宅销售	3,800 元/㎡	13,137.51
6	补贴收入	2,500 万元/年	17,500.00
合计		-	45,079.81

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

表4 锰铁合金厂地块保障性住房建设项目债券存续期内收益测算表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
公租房租金	560.07	497.84	435.61	373.38	373.38	373.38	373.38
机动车位租金	62.10	62.10	62.10	62.10	62.10	62.10	62.10
非机动车位租金	11.88	11.88	11.88	11.88	11.88	11.88	11.88

商业建筑销售	6,016.40	-	-	-	-	-	-
住宅销售	3,284.38	3,284.38	3,284.38	3,284.38	-	-	-
补贴收入	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00
合计	12,434.83	6,356.20	6,293.97	6,231.74	2,947.36	2,947.36	2,947.36

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

（二）思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目

1、项目概况

该项目实施主体为民生置业，项目位于思茅主城最北端，北边紧邻旅游环线。项目规划总用地面积103.30亩，总建筑面积102,657.25平方米，住宅建筑面积95,384.60平方米，商业建筑面积2,131.40平方米，配套公共服务设施建筑面积1,177.25平方米，地下建筑面积3,964平方米。项目建设公共租赁住房1,646套，其中40-50平方米户型194套，50-60平方米户型1,462套，该地块公共租赁住房户均面积57.9平方米，机动车停车位494个，非机动车停车位987个。建设内容主要包括建筑工程及给排水、电力、通信、消防、道路、绿化等配套设施。

2、项目批复情况

思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目已经得到有关部门批复，具体如下表。

表5 思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目审批文件基本情况

文件名称	文号	出具单位	出具时间
关于思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目可行性研究报告的批复	思发改发〔2015〕190号	普洱市思茅区发展和改革局	2015-04-29
固定资产投资项目节能登记表	-	普洱市思茅区发展和改革局	2015-04-29
普洱市思茅区环境保护局关于思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目环境影响报告书的批复	思环审〔2015〕99号	普洱市思茅区环境保护局	2015-03-27
建设项目选址意见书	选字第530802201500007号	普洱市思茅区城乡规划局	2015-03-04
普洱市国土资源局思茅分局关于思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目用地的预审意见	普国土资思分发〔2015〕50号	普洱市国土资源局思茅分局	2015-04-02
关于思茅区2013年保障性住房（普洱人家北侧地块）建设项目社会稳定风险评估报告的批复	思稳复〔2015〕1号	普洱市思茅区维护社会稳定工作领导小组办公室	2015-04-12

资料来源：相关单位出具的批文，中证鹏元整理

3、项目投资规模及完工进度

该项目估算总投资34,752.40万元，拟使用本期债券募集资金5,720.00万元，占总投资

41.15%，项目建设期2年（2015年12月至2017年12月），截至2018年12月31日，项目累计完成投资约21,334.50万元，占总投资的61.39%。项目已完成T3、T9、T10、T11、T13主体施工，地下室基础施工。受本期债券募集资金未能按预期时间到位影响，项目建设进度存在一定滞后。

4、项目经济效益

项目经营期内，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。住宅部分拟出售不超过住宅建筑面积的40%，2017年至2020年每年按住宅建筑面积的10%进行销售，商业配套建筑于经营期第一年一次性出售，机动车位等根据市场价收取，此外为保证项目运营，思茅区政府拟定2017年至2023年每年进行专项补助2,500万元，预计项目在经营期内可实现总收益44,838.59万元，其中债券存续期内收益为38,936.90万元。项目收入及收益测算分别见表6和表7：

表6 普洱人家北侧地块保障性住房建设项目收益标准及收入汇总表（单位：万元）

序号	项目名称	收益标准	经营期收入总计
1	公租房租金	72元/m ² .年	7,829.17
2	机动车位租金	1,800元/个.年	1,600.56
3	非机动车位租金	360元/个.年	639.58
4	商业建筑销售	13,000元/m ²	2,770.82
5	住宅销售	3,800元/m ²	14,498.46
6	补贴收入	2,500万元/年	17,500.00
合计		-	44,838.59

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

表7 普洱人家北侧地块保障性住房建设项目债券存续期内收益测算表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
公租房租金	618.09	549.42	480.74	412.06	412.06	412.06	412.06
机动车位租金	88.92	88.92	88.92	88.92	88.92	88.92	88.92
非机动车位租金	35.53	35.53	35.53	35.53	35.53	35.53	35.53
商业建筑销售	2,770.82	-	-	-	-	-	-
住宅销售	3,624.61	3,624.61	3,624.61	3,624.61	-	-	-
补贴收入	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00	2,500.00
合计	9,637.97	6,798.48	6,729.80	6,661.12	3,036.51	3,036.51	3,036.51

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

（三）思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目

1、项目概况

该项目实施主体为民生置业，项目位于普洱二中斜对面，8号规划路南侧。项目规划

总用地面积为50.71亩，总建筑面积为75,471平方米。住宅建筑面积63,840.7平方米，商业建筑面积10,741.5平方米，配套公共服务设施建筑面积888.8平方米。项目建设公共租赁住房1,100套，其中40-50平方米户型157套，50-60平方米户型943套，该地块公共租赁住房户均面积58平方米，机动车停车位306个，非机动车停车位1,526个。建设内容主要包括建筑工程及给排水、电力、通信、消防、道路、绿化等配套设施。

2、项目批复情况

思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目已得到有关部门批复，具体如下表。

表8 思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目审批文件基本情况

文件名称	文号	出具单位	出具时间
关于思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目可行性研究报告的批复	思发改发(2015)191号	普洱市思茅区发展和改革局	2015-11-24
固定资产投资项目节能登记表	-	普洱市思茅区发展和改革局	2015-11-24
普洱市思茅区环境保护局关于思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目环境影响报告书的批复	思环审(2015)136号	普洱市思茅区环境保护局	2015-10-27
建设项目选址意见书	选字第530802201500008号	普洱市思茅区城乡规划局	2015-10-13
普洱市国土资源局思茅分局关于思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目建设用地的预审意见	普国土资思分发(2015)110号	普洱市国土资源局思茅分局	2015-11-03
关于思茅区2013年保障性住房（三家村地块）建设项目社会稳定风险评估报告的批复	思稳复(2015)2号	普洱市思茅区维护社会稳定工作领导小组办公室	2015-11-09

资料来源：相关单位出具的批文，中证鹏元整理

3、项目投资规模及完工进度

项目估算总投资25,282.78万元，拟使用本期债券募集资金4,040.00万元，占总投资39.95%，项目建设周期2年（2015年12月至2017年12月），截至2018年12月31日，项目累计完成投资约3,438.35万元，占总投资的13.60%。受本期债券募集资金未能按预期时间到位影响，项目建设进度存在一定滞后。

4、项目经济效益

项目经营期内，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。住宅部分拟出售不超过住宅建筑面积的40%，2017年至2020年每年按住宅建筑面积的10%进行销售，商业配套建筑于经营期第一年一次性出售，机动车位等根据市场价收取，此外为保证项目运营，思茅区政府拟定2017年至2023年每年进行专项补助500万元，预计项目在经营期内可实现总收益34,388.07万元，其中债券存续期内收益为30,144.22万元。项目收入及收益测算分别见表9和表10：

表9 三家村地块保障性住房建设项目收益标准及收入汇总表（单位：万元）

序号	项目名称	收益标准	经营期收入总计
1	公租房租金	72 元/m ² .年	5,240.04
2	机动车位租金	1,800 元/个.年	991.44
3	非机动车位租金	360 元/个.年	988.85
4	商业建筑销售	13,000 元/m ²	13,963.95
5	住宅销售	3,800 元/m ²	9,703.79
6	补贴收入	500 万元/年	3,500.00
合计		-	34,388.07

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

表10 三家村地块保障性住房建设项目债券存续期内收益测算表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
公租房租金	413.69	367.72	321.76	275.79	275.79	275.79	275.79
机动车位租金	55.08	55.08	55.08	55.08	55.08	55.08	55.08
非机动车位租金	54.94	54.94	54.94	54.94	54.94	54.94	54.94
商业建筑销售	13,963.95	-	-	-	-	-	-
住宅销售	2,425.95	2,425.95	2,425.95	2,425.95	-	-	-
补贴收入	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
合计	17,413.61	3,403.69	3,357.73	3,311.76	885.81	885.81	885.81

资料来源：项目可行性研究报告，公司提供

综上所述，本期债券募投项目预计总投资为98,927.62万元，拟使用募集资金16,200.00万元。截至2018年末，本期债券募投项目累计完成总投资约37,620.93万元。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。中证鹏元注意到，截至2018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。因此，需持续跟踪募投项目建设进度、销售状况、建成设施利用情况。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；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，经济运行保持稳定态势，但随着贸易

摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

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，经济运行整体上保持稳定态势。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%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。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力军，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。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。

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，我国实施减税降费，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。

2018年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。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。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。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

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 年以来，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出台，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年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号文)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号，以下简称“61号文”)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，

有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 11 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作，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、规范政府与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、建立跨部门联合监测和防控机制
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、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《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	知》(财预[2017]87 号) 《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)	发展改革委、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
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外, 不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资, 不得违规新增地方融资平台公司贷款, 不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任, 不得提供债务性资金作为地方建设项目建设资金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”, 统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型, 鼓励地方政府债券投资主体多元化, 要求加强债券资金管理

资料来源: 各政府部门网站, 中证鹏元整理

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

近年普洱市经济实力持续增长, 固定资产投资规模逐年增加, 对经济拉作用较为明显

普洱市位于云南省西南部, 与越南、老挝、缅甸接壤, 辖 1 区 9 县, 分别为思茅区、宁洱哈尼族彝族自治县、墨江哈尼族自治县、景东彝族自治县、景谷傣族彝族自治县、镇

沅彝族哈尼族拉祜族自治县、江城哈尼族彝族自治县、孟连傣族拉祜族佤族自治县、澜沧拉祜族自治县、西盟佤族自治县。普洱市为国内重要产茶区之一、国内重要咖啡产地，境内亦有黄金、铁矿、铜矿、铅矿等矿产资源。

近年普洱市经济稳步增长，2015-2017年地区生产总值分别为514.41亿元、568.04亿元和624.59亿元，同比分别增长9.7%、10.2%和10.5%。分产业看，第一产业增加值为159.81亿元，同比增长6.2%；第二产业增加值222.89亿元，同比增长12.0%；第三产业增加值为241.89亿元，同比增长12.0%。第一、二、三次产业结构由2015年的27.82:34.85:37.33调整为2017年的25.59:35.68:38.73，第三产业比重持续增长。2015-2017年人均GDP分别为19,789元、21,756元和23,821元，人均GDP与全国GDP的比率分别为39.58%、40.30%和39.93%。普洱市人均GDP逐年增加，但相对于全国仍处于较低水平。

工业方面，依托着自身的资源优势，普洱市逐步形成了以矿、茶、林、电四大支柱产业为主导的工业体系。2015-2017年普洱市分别实现工业增加值101.96亿元、108.37亿元和118.11亿元，同比分别增长6.7%、11.6%和11.6%。具体来看，2017年普洱市规模以上工业增加值增长12.1%，其中有色金属矿采选业增加值增长14.5%，农副产品加工业增长5.8%，酒、饮料和精制茶制造业下降1.9%，木材加工业下降72.7%，非金属矿物制品业增长47.1%，有色金属冶炼及压延加工业下降17.1%，电力生产及供应业增长20.0%，水的生产和供应业下降13.7%。

投资方面，2015-2017年普洱市分别完成固定资产投资449.75亿元、502.10亿元和611.34亿元，增速分别为7.7%、11.6%和21.8%，固定资产投资规模逐年增加，对经济拉动作用较为明显。分产业看，2017年普洱市第三产业投资完成518.76亿元，增长27.0%，固定资产投资集中在第三产业，为普洱市第三产业发展提供了较好的保障。房地产市场方面，2017年年房地产开发投资53.74亿元，下降20.02%，商品房销售面积106.25万平方米，增长12.0%；商品房销售额47.22亿元，增长20.6%。

表12 2015-2017年普洱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	624.59	10.5%	568.04	10.2%	514.41	9.7%
第一产业增加值	159.81	6.2%	152.26	6.0%	143.13	6.3%
第二产业增加值	222.89	12.0%	195.90	12.0%	179.28	11.0%
第三产业增加值	241.89	12.0%	219.89	11.5%	192.01	10.5%
全部工业增加值	118.11	11.6%	108.37	11.6%	101.96	6.7%

固定资产投资	611.34	21.8%	502.10	11.6%	449.75	7.7%
社会消费品零售总额	182.86	12.2%	163.04	12.0%	145.64	10.9%
进出口总额（万美元）	124,600	11.06%	112,181	36.2%	81,790	7.4%
存款余额	914.16	4.0%	879.12	15.6%	760.55	14.0%
贷款余额	684.53	13.7%	601.84	9.8%	548.30	15.3%
人均 GDP（元）		23,821		21,756		19,789
人均 GDP/全国人均 GDP		39.93%		40.30%		39.58%

资料来源：2015-2017年普洱市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年普洱市实现公共财政收入53.22亿元，同比增长6.31%，其中税收收入29.95亿元，占公共财政收入比例为56.28%；实现政府性基金收入16.66亿元，同比增长55.85%；同期普洱市公共财政支出为271.78亿元，同比增长10.61%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.58%，财政自给能力较弱。

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，2015-2017年分别实现地区生产总值120.03亿元、131.70亿元和149.00亿元，同比分别增长10.7%、9.7%和10.0%。固定资产投资方面，2017年思茅区固定资产投资规模为132.70亿元，较2015年有所下降。

工业方面，思茅区初步形成茶、林、电、矿、建筑建材、食品加工、生物医药、咖啡等一批支柱和骨干产业群。思茅工业园区建设加快，入园企业增至141户。2017年思茅区新增省级专家院士工作站1个、市级企业技术中心2户、科技型中小企业14户，淞茂、高山生物等6户企业被认定为国家高新技术企业，南亚科技创业园被评为国家级中小微企业创业示范基地。第三产业方面，思茅区旅游产业发展较快，普洱国家公园一期开园营业，茶马古道旅游景区、茶马古城·旅游小镇等项目稳步推进，被国家旅游局确定为“第三批全国旅游标准化示范县（区）”。

表 13 思茅区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	149.00	10.0%	131.70	9.7%	120.03	10.7%
第一产业增加值	-	-	-	-	12.90	5.0%

第二产业增加值	-	-	-	-	46.81	12.3%-
第三产业增加值	-	-	-	-	60.31	10.3%
工业增加值	-	-	-	-	22.26	10.3%
固定资产投资	132.70	6.00%	-	-	143.02	0.3%
社会消费品零售总额	60.80	12.00%	54.30	12.3%	48.36	10.5%
存款余额	-	-	-	-	264.19	12.5%
贷款余额	-	-	-	-	265.87	5.9%

注：“-”表示未取得公开数据。

资料来源：2015年思茅区国民经济和社会发展统计公报及2016-2017年思茅区政府工作报告，中证鹏元整理

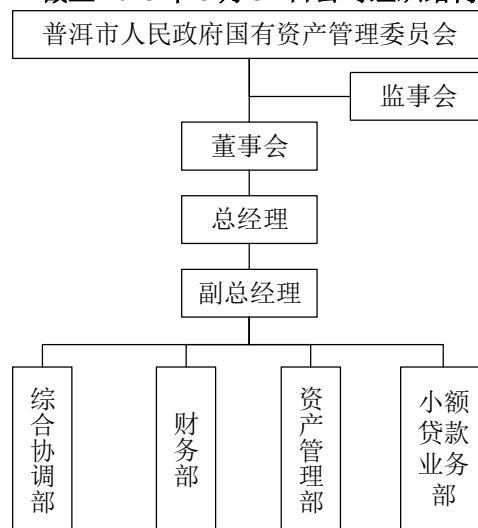
2017年普洱市思茅区实现公共财政收入8.03亿元，同比增长0.33%，其中税收收入5.91亿元，占公共财政收入比例为73.67%；实现政府性基金收入4.02亿元，同比增长781.16%；同期普洱市公共财政支出为21.93亿元，同比增长3.53%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.60%。

五、公司治理与管理

公司是依《中华人民共和国公司法》设立的规范化的国有独资公司，建立了以董事会、监事会、高级管理人员为基础的法人治理组织架构。

公司由普洱市人民政府国有资产监督管理委员会单独出资。公司不设股东会，由普洱市人民政府国有资产监督管理委员会授权普洱市思茅区财政局依照《公司法》行使股东会职权。公司设董事会，由5名董事组成，其中职工代表1人。董事会设董事长一人，董事长由出资人委派产生，职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会作为公司的常设权利机构，决定公司的重大事项，对股东负责。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，总经理对公司董事会负责，按照《公司章程》的规定行使权力和履行义务。公司设监事会，由5名监事组成，其中职工代表2人。职工代表监事由公司职工代表大会等民主方式选举产生，非职工代表监事由股东委派，监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。截至2018年9月末，根据公司出具的说明，经公司自查不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

图 2 截至 2018 年 8 月 31 日公司组织结构



资料来源：公司提供

公司为加强组织结构和内控制度的完善，合理设置了管理职能部门。公司总经理下设：综合协调部、财务部、资产管理部、小额贷款业务部，公司各职能部门分工明确，能够满足公司日常经营需求。

六、经营与竞争

公司主要在普洱市主城区进行保障房项目建设，同时也开展林木工程、保安、粮食贸易、担保业务等其他产业。2015-2017年公司分别实现主营业务收入29,552.98万元、40,875.09万元和56,605.51万元，年复合增长率为38.40%；收入主要来源为保障房建设、项目建设费和林木工程等业务。2015-2017年公司保障房建设收入分别为16,669.58万元、31,673.44万元和44,754.32万元，保障房建设业务收入持续增长，主要与思茅区建设规划与工程进度有关。项目建设费收入主要来自公司代建的基础设施建设项目，是公司营业收入的重要补充，2015-2017年项目建设费收入分别为5,471.94万元、4,248.25万元和3,111.30万元，呈下降趋势。公司林木工程实施主体为子公司云南三木木业有限公司（以下简称“三木木业”）和普洱市思茅区万掌山林场（以下简称“万掌山林场”）；粮食贸易、担保业务、保安服务业务实施主体分别为普洱市思茅区粮食购销有限公司（以下简称“粮食公司”）、民生担保和普洱众鑫保安服务有限公司（以下简称“众鑫保安”）。公司林木工程、粮食贸易、担保业务、保安服务业等业务规模相对较小，占公司营业收入的比重较低。毛利率方面，2015-2017年公司毛利率呈下降趋势，主要受保障房建设收入占比不断提高，但毛利率下降影响。

表 14 公司主营业务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
保障房建设	44,754.32	15.24%	31,673.44	15.25%	16,669.58	34.88%
林木工程	5,136.39	30.60%	2,423.93	32.27%	4,780.32	36.96%
项目建设费	3,111.30	100.00%	4,248.25	100.00%	5,471.94	100.00%
保安收入	1,870.74	25.06%	1,042.46	21.58%	437.20	24.70%
粮食贸易	1,481.30	-3.45%	827.47	-7.80%	1,269.90	-14.94%
担保收入	251.46	38.76%	659.54	64.25%	924.03	15.59%
合计	56,605.51	21.23%	40,875.09	25.56%	29,552.98	44.38%

资料来源: 公司 2015-2017 年连审审计报告, 中证鹏元整理

受保障房销售情况影响, 近年公司保障房建设业务毛利波动较大; 公司在建保障房项目后续资金投入较大, 未来保障房建设业务持续性较好, 同时面临一定资金压力

近年公司保障房建设收入主要来自“2011 年和 2012 年保障房”项目、“2013 年保障房”项目和“棚户区改造”项目。公司“2011 年和 2012 年保障房”建设模式为: 公司与普洱市思茅区人民政府签订委托代建协议, 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。公司“2011 年和 2012 年保障房”项目于 2014 年建设完毕, 当年确认 2.20 亿元收入, 剩余少部分工程结算的尾款于 2016 年确认收入。

公司“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)。受工程建设进度及保障房销售情况变动的影响, 公司“2013 年保障房”建设的收入规模及毛利水平波动很大。2015 年公司“2013 年保障房”收入毛利率较高, 主要系销售部分保障房所致。2016 年公司“2013 年保障房”建设投入规模有所减少, 主要系项目资金较为紧张, 项目建设进度有所放缓。2016 年按投资成本基础加上 18%投资回报确认收入。2017 年由于项目资金问题, “2013 年保障房”建设进度有所滞后, 公司未确认“2013 年保障房”建设收入。

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。2016 年, 公司棚户区改造项目已投资 21,290.91 万元, 确认收入 25,123.27 万元; 2017 年公司棚户区改造新增投资 37,875.73 万元, 确认收入 44,693.36 万元。

总体来看，近年公司保障房建设收入规模有所波动，毛利水平由于建设项目不同也有所波动，2015-2017年公司保障房建设毛利率分别为34.88%、15.25%和15.24%。2016-2017年公司保障房建设收入主要为毛利率较低的棚户区改造项目，使得公司保障房业务综合毛利率降幅较大。

表 15 公司 2015-2017 年保障房建设收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
2013 年保障房	-	-	4,851.04	15.25%	16,669.58	34.88%
2011 年和 2012 年保障房	-	-	1,699.12	15.25%	-	-
棚户区改造	44,693.36	15.25%	25,123.27	15.25%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司在建保障房及棚户区改造项目合计总投资395,283.64万元，公司保障房业务持续性较好，但该等保障房建设尚需243,478.63万元资金投入，公司面临一定资金压力。

表 16 截至 2017 年末公司在建保障房项目情况（单位：万元）

保障房项目名称	总投资	已投资	尚需投资
思茅区 2013 年保障房	176,296.96	47,486.09	128,810.87
思茅区“锦辉·第贰郡”2013 年保障性住房	68,800.00	23,631.00	45,169.00
思茅区“锦辉·第壹郡”2013 年保障性住房	80,186.68	19,744.00	60,442.68
合计	325,283.64	90,861.11	234,422.53
棚户区改造项目名称	总投资	已投资	尚需投资
思茅区棚户区改造项目	70,000.00	60,943.90	9,056.10
合计	70,000.00	60,943.90	9,056.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年来项目建设费收入持续下滑

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。受完工进度影响，2015-2017年项目建设收入分别为5,471.94万元、4,248.25万元和3,111.30万元，呈下降趋势。

表 17 公司 2015-2017 年项目建设费主要确认项目情况（单位：万元）

项目名称	2017 年	2016 年	2015 年
中心城区企业项目	1,580.00	470.00	1,074.48

普洱机场扩建征地拆迁	424.00	-	-
景东路洗马河片区	240.50	-	-
玉磨铁路普洱站	219.14	739.84	300.00
北部区 1	205.96	-	-
思茅河河道	143.42	1,919.30	2,694.76
茶马古镇	170.00	50.00	50.00
倚象坝	50.00	67.09	279.84
五里河水库	10.10	89.82	-
磨思公路思茅段	8.91	34.00	208.21
帝泊尔大道	5.00	75.00	110.00
大中河水库引水工程	-	13.44	3.00
南部区农场	-	181.94	395.00
北部区	-	134.97	207.46
菜园新村	-	222.21	60.50
普洱学院	-	30.00	50.00
南部区 1	-	50.74	8.00
倚象雷达站	-	1.16	8.00
普洱市茶叶交易中心	-	64.50	-
天士力	-	5.60	-
半岛	-	10.00	-
800KV 超高压输变电站	-	24.00	-
其他	52.78	64.64	22.69
合计	3,109.81	4,248.25	5,471.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017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91,379.34万元；截至2017年末已完成投资29,356.91万元，尚需投资62,022.43万元，公司项目建设需自行垫付部分资金，公司面临一定资金压力。

表 18 截至 2017 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
思茅区职教中心建设项目	650.00	445.52	194.48	是
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	4,973.39	40,026.61	是
思茅区普洱大道建设项目	6,000.00	4,940.04	1,059.96	是
思茅攀枝花塘水库	15,188.43	10,152.61	5,035.82	是
思茅大田河水库	9,581.38	559.44	9,021.94	是
龙潭乡抗旱应急水源引水工程	4,117.47	2,786.18	1,331.29	是

云仙乡抗旱应急水源引水工程	1,098.33	550.11	548.22	是
思茅六顺镇龙潭乡水厂供水管道改造项目	915.23	468.90	446.33	是
普洱市林木良种繁育基地项目	1,828.50	771.21	1,057.29	是
普洱市南亚热带植物园项目	3,000.00	701.61	2,298.39	是
其他项目	4,000.00	3,007.91	992.09	是
合计	91,379.34	29,356.91	62,022.43	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受砍伐指标和城市绿化需求变动影响，近年公司林木工程收入波动较大

公司林木工程实施主体为子公司三木木业和万掌山林场，林木工程销售收入主要来自原木销售和造林工程，2015-2017年上述两项收入合计数占林木工程收入的61.31%、55.12%和62.81%。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。

总体来看，受采伐量指标及城市绿化需求变动的影响，近年公司林木工程收入波动较大，2015-2017年分别实现林木工程收入4,780.32万元、2,423.93万元和5,136.39万元，波动较大。根据国家政策，未来天然林砍伐将受到更严格限制，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。

表 19 公司 2015-2017 年林木工程收入明细（单位：万元）

项目名称	2017年	2016年	2015年
造林工程收入	2,703.74	326.40	1,843.23
自产原木	522.46	1,009.67	1,087.41
造林	221.26	-	597.62
剩余物	79.38	271.79	521.31
抚育材	130.70	-	400.66
苗木	176.98	805.71	319.81
松脂	14.49	10.35	10.27
绿化工程	1,116.66	-	-
调查设计费	61.73	-	-
人力资源服务	109.01	-	-
合计	5,136.39	2,423.93	4,780.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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（以下简称“众鑫保安”），主要业务范围卫、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。2015-2017年公司分别实现保安收入437.20万元、1,042.46万元和1,870.74万元，年复合增长率为106.86%；毛利率分别为24.70%、21.58%和25.06%，毛利润水平尚可。

公司粮食贸易实施主体为子公司粮食公司，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（截至2017年末注册资本为5,000万元），2015-2017年公司分别实现担保收入924.03万元、659.54万元和251.46万元。公司担保业务市场逐步打开，但由于2015-2017年出现了多笔赔付代偿，公司对担保业务加强风控管理，使得2015-2017年担保收入持续下降。公司担保业务客户主要为思茅区当地中小企业及部分有稳定收入来源的自然人，担保费率约为2.5%，期限集中在1-2年，2015-2017年民生担保在保余额分别为43,363.00万元、36,619.00万元和35,491.00万元¹，担保余额持续降低。2015-2017年公司当期担保代偿发生额分别为975.00万元、490.00万元和700.00万元，担保代偿率分别为1.72%、1.16%和3.90%。公司担保要求客户以房产、车辆、经营权或机器设备等作为反担保物，但是2015-2017年公司当期担保代偿收回额仅为45.00万元、4.00万元和0.00万元；公司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 20 公司 2015-2017 年担保业务主要经营数据（单位：万元）

项目名称	2017年	2016年	2015年
当期累计担保发生额	17,922.00	42,154.00	56,725.00
当期解除担保额	19,050.00	48,898.00	32,954.00
期末在保余额	35,491.00	36,619.00	43,363.00
当期担保代偿发生额	700.00	490.00	975.00
当期担保代偿收回额	0.00	4.00	45.00
代偿余额	2,176.00	1,476.00	990.00
担保代偿率	3.90%	1.16%	1.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为普洱市重要基础设施建设实施主体，近年政府在资产注入和财政补贴方面对公司支持力度较大

¹ 截至 2017 年末，民生担保在保余额明细详见附录七

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,政府在资产注入和补贴方面给予公司支持力度较大。2015年根据思政发[2015]12号文,思茅区政府将账面价值为95,693.02万元的土地资产注入公司。财政补贴方面,2015-2017年公司分别收到政府补助2,269.95万元、3,979.85万元和4,209.58万元(含地方储备粮油补贴收入)。总体来看,当地政府在资产注入和财政补贴方面对公司的支持力度较大。

表 21 近年来公司受政府土地资产注入情况(单位:万元)

资产类别	土地性质	土地用途	注入时间	依据文件	价值
土地	划拨	城镇住宅用地	2015.01.07	思政发[2015]12号	95,693.02

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

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年三年连审审计报告,报告均采用新会计准则编制。截至2017年末,公司纳入合并报表范围子公司共8家(详见附录五)。

资产结构与质量

公司近年资产保持增长,但资产以土地资产为主,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

公司近三年总资产规模保持增长,截至2017年末,公司总资产规模为65.88亿元,2015-2017年复合增长率为17.10%。公司资产以流动资产为主,2015-2017年流动资产占公司总资产比重均在98%以上。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成,其中存货占比最高。2017年末公司货币资金余额为75,971.60万元,以银行存款为主,其中受限货币资金合计3,569.75万元,主要为用于担保的存款。近年来公司货币资金波动较大,主要受子公司民生置业2016年预收并在2017年支付较大规模的棚户区改造拆迁补偿款影响。近年来公司的应收账款主要为应收思茅区财政局的项目款,截至2017年末公司应收账款余额为10,791.05万元,由于近年来财政局资金的支付,应收账款规模持续下降。

近年来公司的其他应收款规模持续增长,2015-2017年公司其他应收款账面价值分别为90,917.07万元、135,579.62万元和148,180.97万元,年复合增长率为27.67%。公司的其他

应收账款主要为与政府企事业单位和部分民营企业的往来款项，公司对与政府企事业单位的其他应收账款未计提坏账准备，对存在坏账风险的其他应收账款根据应收账款坏账准备计提方法计提坏账。2017年末公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收账款账面余额为25,476.07万元，其中账龄在1年以内的占该组合比例为61.66%，账龄在1-2年的占该组合比例为21.81%，账龄在2-3年的占该组合比例为0.93%，账龄在3年以上的占该组合比例为15.60%；公司合计计提坏账准备4,714.49万元。2017年末公司未计提坏账准备的其他应收款合计127,419.39元，规模较大，主要为与政府企事业单位的往来，回收风险不大，但是回收时间存在较大的不确定性，对公司的营业资金形成较大占用。

近年来公司的存货规模持续增长，2017年末公司存货规模达到412,861.59万元，较2015年增长32.93%，主要由土地开发成本、保障房开发成本、基础设施成本构成。2017年末公司存货中土地开发账面价值242,231.76万元，主要系普洱市思茅区人民政府划拨转入的土地资产，均未缴纳土地出让金；其中价值7,819.55万元的土地资产已被抵押，使用受限。2017年末存货中保障房开发成本120,572.02万元、基础设施成本29,356.91万元，规模较大。

总体来看，公司资产以流动资产为主，土地资产占比较大，且存货中土地均未缴纳土地出让金；应收款项规模较大，对公司营运资金形成一定占用，公司整体资产流动性较弱。

表 22 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	75,971.60	11.53%	152,096.43	23.37%	39,947.62	8.31%
应收账款	10,791.05	1.64%	23,412.01	3.60%	29,099.72	6.06%
其他应收款	148,180.97	22.49%	135,579.62	20.83%	90,917.07	18.92%
存货	412,861.59	62.67%	327,982.19	50.40%	310,580.36	64.64%
流动资产合计	649,396.55	98.57%	640,706.31	98.46%	471,967.43	98.23%
非流动资产合计	9,394.11	1.43%	10,030.89	1.54%	8,487.47	1.77%
资产总计	658,790.66	100.00%	650,737.20	100.00%	480,454.91	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年来营业收入持续增长，但综合毛利率呈下降趋势

公司近年来收入规模持续增长，2015-2017年营业收入分别为31,057.78万元、42,847.41万元和58,625.60万元，年复合增长率为37.39%；主要系公司保障房建设收入增长较快，2015-2017年公司保障房建设收入年复合增长率为63.85%。毛利率方面，由于近年来保障房建设项目中新增的“2013年保障房”和棚户区改造项目毛利率相对较低，且占营业收入

比例较高，使得公司近年来综合毛利率呈下降趋势，2015-2017年综合毛利率分别为45.18%、27.51%和23.56%。

2015-2017年公司收到的政府补助逐步增长，对公司利润水平形成了较大补充。2017年公司收到政府补助4,209.58万元（含地方储备粮油补贴收入），占同期公司利润总额30.97%，补贴主要为公司收到的贷款贴息补贴、地方粮食粮油补贴收入和树林抚育试点补助资金。

总体来看，公司近年营业收入持续增长，但综合毛利率呈下降的趋势。

表 23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	58,625.60	42,847.41	31,057.78
营业利润	9,150.03	7,299.73	8,775.40
营业外收入	4,469.71	4,404.57	2,645.44
利润总额	13,593.07	11,553.73	11,364.45
综合毛利率	23.56%	27.51%	45.18%

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金表现波动大，目前在拟建项目投资资金需求较大，公司面临一定的资金压力

公司现金回收情况波动较大，2015-2017年公司收现比分别为0.44、0.43和1.21；2017年公司现金回款有所改善，主要系收到思茅区财政局支付的工程款项及偿还的应收账款规模较大所致。2015-2017年公司经营活动现金净额分别为-34,525.05万元、119,975.52万元和-100,117.44万元。公司支付与收到的其他与经营活动相关的现金规模较大，主要系公司与其他单位的往来款项，致使公司经营活动现金流波动较大。2016年由于思茅区人民政府授权民生置业对思茅南部区棚改项目的资金进行管理，公司经营活动现金净流入规模较大；2017年由于相关款项的支付，公司经营活动现金净流出规模较大。

公司近年来投资需求较大，2015-2017年公司投资活动现金净流出额分别为32,925.81万元、33,717.96万元和33,235.22万元，主要系公司保障房建设等资金需求较大，使得公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金规模较大。筹资活动方面，由于公司近年来资金需求较大，筹资活动保持净流入，2015-2017年公司筹资活动现金净额分别为29,510.71万元、25,891.26万元和60,797.56万元，以银行借款为主。

截至2017年末，公司在建保障房项目尚需投入资金243,478.63万元，基础设施建设项

目尚需投资62,022.43万元，公司面临一定的资金压力。

表 24 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.21	0.43	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	71,031.47	18,316.34	13,580.31
收到的其他与经营活动有关的现金	446,912.00	528,408.97	136,470.77
经营活动现金流入小计	517,943.47	546,725.31	150,051.08
购买商品、接受劳务支付的现金	44,969.10	5,561.33	5,315.47
支付的其他与经营活动有关的现金	568,253.21	417,150.18	175,890.45
经营活动现金流出小计	618,060.91	426,749.80	184,576.12
经营活动产生的现金流量净额	-100,117.44	119,975.52	-34,525.05
投资活动产生的现金流量净额	-33,235.22	-33,717.96	-32,925.81
筹资活动产生的现金流量净额	60,797.56	25,891.26	29,510.71
现金及现金等价物净增加额	-72,555.09	112,148.82	-37,940.15

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年来公司负债水平有所提高，有息债务规模快速攀升，债务压力有所加重

2015-2017年公司负债总额分别为177,123.29万元、337,628.81万元和335,057.10万元；其中2016年公司新增负债160,505.52万元，负债总额较2015年增长90.62%，而2017年较2016年有所下降。公司所有者权益在2015年由于政府资产注入出现大幅增长之后，2016年增速开始放缓。2017年公司所有者权益为323,733.56万元，较2015年仅增长6.73%。由于负债总额的大幅增加与所有者权益变动并不同步，使得公司负债与所有者权益比率出现较大波动，2015-2017年负债与所有者权益比率分别为58.39%、107.83%和103.50%。但整体来看，2017年末公司所有者权益对负债的保障能力较2015年有所下降。

表 25 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	335,057.10	337,628.81	177,123.29
所有者权益	323,733.56	313,108.39	303,331.62
产权比率	103.50%	107.83%	58.39%

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

近年来公司负债结构发生了较大变化，2015-2016 年公司负债以非流动负债为主；2017 年公司流动负债规模大幅增长，公司负债以流动负债为主，占负债总额为 53.65%。公司流动负债主要以短期借款和其他应付款为主。公司的短期借款主要为向富滇银行、中国建

设银行股份有限公司普洱市分行、中国工商银行及普洱市思茅区农村信用合作联社的借款，借款多以公司持有的土地使用权或房产做抵质押。2017年公司短期借款余额34,013.65万元，较2015年增长135.39%，新增的借款主要为质押借款。公司的其他应付款主要为与政府企事业单位的往来款，2015-2017年公司其他应付款规模逐年增长，年复合增长率为92.42%。从账龄上看，2017年末公司其他应付款账龄在1年以内的占比87.85%，1-2年占比为12.15%，公司其他应付款账龄较短。

公司非流动负债主要由长期借款、专项应付款和长期应付款构成。近年来公司长期借款规模不断增长，2015-2017年长期借款年复合增长率为67.47%。2017年末公司长期借款余额为116,936.85万元，以公司子公司民生置业的银行借款为主。公司专项应付款主要为政府为公司项目前期建设垫付的资金，受项目建设进度影响波动较大；2016年底金额为13.42亿元，占总负债的39.75%，主要为2016年新增棚户区改造项目增加应付款68,766.09万元；2017年受棚户区改造和政府工程项目等建设资金支付影响，年末专项应付款余额较2016年大幅减少79.04%。公司的长期应付款为应付的融资租赁款，2017年末应付融资租赁款余额为8,528.58万元。

表 26 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
短期借款	34,013.65	10.15%	12,300.67	3.64%	14,450.00	8.16%
其他应付款	118,823.58	35.46%	86,455.85	25.61%	32,092.37	18.12%
流动负债合计	179,745.29	53.65%	119,613.96	35.43%	67,341.03	38.02%
长期借款	116,936.85	34.90%	71,623.85	21.21%	41,693.85	23.54%
专项应付款	28,126.51	8.39%	134,219.44	39.75%	67,188.81	37.93%
长期应付款	8,528.58	2.55%	10,600.00	3.14%	0.00	0.00%
非流动负债合计	155,311.82	46.35%	218,014.84	64.57%	109,782.26	61.98%
负债合计	335,057.10	100.00%	337,628.81	100.00%	177,123.29	100.00%
有息债务	159,479.08	47.60%	94,524.52	28.00%	56,143.85	31.70%

资料来源：公司2015-2017年连审审计报告，中证鹏元整理

近年来公司有息债务规模持续快速增长，2015-2017年公司有息债务年复合增长率为68.54%。2017年末公司有息债务余额为159,479.08万元，有息债务占总负债的比重为47.60%，随着公司在建项目的建设，有息债务规模可能继续增加，公司存在一定偿债压力。截至2017年末，公司2018-2020年需偿还的有息债务合计107,045.05万元，存在一定的短期偿债压力。

表 27 截至2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年
本金	39,487.54	45,606.03	21,951.48

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，受 2016 年负债总额大幅增加、所有者权益增速放缓的影响，2016 年公司资产负债率大幅增加 15.01 个百分点；2017 年公司资产负债率略有下降，为 50.86%。2017 年末流动比率为 3.61，速动比率为 1.32，流动资产对流动负债覆盖程度水平大幅下降。另外考虑到公司流动资产主要由土地资产构成，变现能力一般，公司短期偿债保障程度一般。公司 EBITDA 近年持续增长，但受公司负债规模增加较快影响，2015-2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数持续下降未来随着工程建设的推进和本期债券的发行，公司偿还能力存在减弱的风险。

表 28 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	50.86%	51.88%	36.87%
流动比率	3.61	5.36	7.01
速动比率	1.32	2.61	2.40
EBITDA（万元）	14,480.25	12,126.42	12,031.67
EBITDA 利息保障倍数	5.04	7.28	7.62
有息债务/EBITDA	11.01	7.79	4.67

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

（1）募投项目产生的投资收益

思茅区公共租赁住房建设项目的收入来源包括房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租、物业管理费及政府补贴等。根据《普洱市思茅区人民政府关于印发思茅区保障性住房先租后售的通知》（思政发〔2016〕2号），公租房销售价格不得低于成本价，也不高于市场价，项目自身可在债券存续期内实现70,739.94万元的收入；同时，根据《普洱市思茅区人民政府关于提请安排财政专项资金用于思茅区2013年保障性住房建设项目（锰铁合金厂片区、普洱人家北侧地块、三家村地块）补贴的议案》（司政发[2016]42号）以及《思茅区人大常委会关于同意普洱市思茅区人民政府安排财政专项资金用于思茅区2013年保障性住房建设项目（锰铁合金厂片区、普洱人家北侧地块、三家村地块）补贴的决定》（思人发[2016]17号）文件，思茅区人民政府将债券存续期内安排3.85亿元财政资金作为以上

三个保障房建设的补贴资金。思茅区保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）建设项目的债券存续期内可实现收入（含项目自身运营收入和政府补助收入）109,239.94万元，可覆盖本期债券本金20,000万元，但覆盖能力一般。同时我们也关注到受建设资金影响，本期债券募投项目建设滞后，建设进度不及预期，并且本期债券募投项目均为保障房项目，收入预测是基于对公租房房租、公租房销售价格、及销售情况的预测前提下，项目建成后价格及销售情况或有变动，因而该等项目未来收益有一定不确定性。

（2）公司自身经营产生的收入

公司主要业务为保障房建设和项目建设，在区域内有一定优势，2015-2017年营业收入分别为31,057.78万元、42,847.41万元和58,625.60万元，整体收入规模较大。截至2017年末，公司在建保障房及棚户区改造项目合计总投资395,283.64万元，在建基础设施项目合计总投资91,379.34万元，公司业务持续性较好，能为本期债券偿还提供一定保障。但我们应关注到公司业务活动现金收回能力一般，应收款项对公司营运资金占用较为明显，近年经营性现金流表现一般。

（3）资产变现

截至2017年末，公司存货中土地使用权总价值242,231.76万元，其中价值7,819.55万元的土地资产已被抵押，抵押比例较低，剩余未抵押土地可通过出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司债务提供一定的偿付支持。但是，由于土地出让且易受城市规划及一地土地出让市场景气度的影响，极端情况下短期快速变现能力一般。

九、或有事项分析

截至2017年末，以公司为担保方的对外担保余额为49,700.00万元，与同期净资产之比为15.35%。公司的对外担保均未提供反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 29 截至 2017 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	是否反担保
普洱市思茅国拓资产经营有限公司	普洱市思茅区人民医院	2,000.00	2018.8.1	否
普洱市思茅国拓资产经营有限公司	云南省思茅第一中学	7,500.00	2021.11.17	否
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	19,000.00	2027.4.1	否
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	20,000.00	2032.6.11	否
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	400.00	2019.9.30	否

普洱市思茅国拓资产经营有限公司	云南省思茅第一中学	800.00	2021.11.17	否
合计		49,700.00	-	-

注：未包含普洱市思茅民生融资担保有限公司 2017 年末对外担保情况。

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

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	75,971.60	152,096.43	39,947.62
应收账款	10,791.05	23,412.01	29,099.72
预付款项	1,591.35	1,623.37	1,421.90
其他应收款	148,180.97	135,579.62	90,917.07
存货	412,861.59	327,982.19	310,580.36
其他流动资产	0.00	12.67	0.76
流动资产合计	649,396.55	640,706.31	471,967.43
可供出售金融资产	598.43	598.43	598.43
固定资产	5,360.75	5,416.73	5,011.10
无形资产	1,878.64	2,945.87	1,961.48
长期待摊费用	307.70	58.25	37.28
递延所得税资产	1,248.59	1,011.61	879.19
非流动资产合计	9,394.11	10,030.89	8,487.47
资产总计	658,790.66	650,737.20	480,454.91
短期借款	34,013.65	12,300.67	14,450.00
应付账款	736.43	774.07	3,414.87
预收款项	2,408.10	2,654.98	2,877.21
应付职工薪酬	302.19	162.89	68.07
应交税费	23,461.35	17,265.51	14,438.51
其他应付款	118,823.58	86,455.85	32,092.37
流动负债合计	179,745.29	119,613.96	67,341.03
长期借款	116,936.85	71,623.85	41,693.85
长期应付款	8,528.58	10,600.00	0.00
专项应付款	28,126.51	134,219.44	67,188.81
其他非流动负债	1,719.88	1,571.55	899.60
非流动负债合计	155,311.82	218,014.84	109,782.26
负债合计	335,057.10	337,628.81	177,123.29
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	236,547.62	236,595.88	236,101.86
盈余公积	10,000.00	10,000.00	10,000.00
未分配利润	57,012.19	46,237.84	36,839.47
归属于母公司所有者权益合计	323,559.80	312,833.72	302,941.33
少数股东权益	173.75	274.67	390.29
所有者权益合计	323,733.56	313,108.39	303,331.62

负债和所有者权益总计	658,790.66	650,737.20	480,454.91
------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

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	58,625.60	42,847.41	31,057.78
其中：营业收入	58,625.60	42,847.41	31,057.78
二、营业总成本	49,779.22	35,547.68	22,283.08
其中：营业成本	44,811.44	31,061.35	17,025.09
税金及附加	553.70	736.65	837.15
销售费用	457.98	465.58	770.57
管理费用	3,101.54	2,622.21	2,367.21
财务费用	-95.34	134.06	-40.08
资产减值损失	949.90	527.84	1,323.15
加：资产处置收益（损失以“-”号填列）	-0.10	0.00	0.70
其他收益	303.75	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	9,150.03	7,299.73	8,775.40
加：营业外收入	4,469.71	4,404.57	2,645.44
减：营业外支出	26.67	150.58	56.39
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	13,593.07	11,553.73	11,364.45
减：所得税费用	2,919.65	2,270.98	2,619.72
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	10,673.43	9,282.75	8,744.74

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	71,031.47	18,316.34	13,580.31
收到其他与经营活动有关的现金	446,912.00	528,408.97	136,470.77
经营活动现金流入小计	517,943.47	546,725.31	150,051.08
购买商品、接受劳务支付的现金	44,969.10	5,561.33	5,315.47
支付给职工以及为职工支付的现金	4,303.19	3,588.84	2,842.38
支付的各项税费	535.41	449.44	527.82
支付其他与经营活动有关的现金	568,253.21	417,150.18	175,890.45
经营活动现金流出小计	618,060.91	426,749.80	184,576.12
经营活动产生的现金流量净额	-100,117.44	119,975.52	-34,525.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.91	0.00	1.06
投资活动现金流入小计	0.91	0.00	1.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	33,236.13	33,717.96	32,926.88
投资活动现金流出小计	33,236.13	33,717.96	32,926.88
投资活动产生的现金流量净额	-33,235.22	-33,717.96	-32,925.81
取得借款收到的现金	80,913.65	65,381.87	44,998.80
筹资活动现金流入小计	80,913.65	65,381.87	44,998.80
偿还债务支付的现金	16,564.23	37,601.20	13,728.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,551.86	1,889.41	1,760.09
筹资活动现金流出小计	20,116.09	39,490.61	15,488.09
筹资活动产生的现金流量净额	60,797.56	25,891.26	29,510.71
现金及现金等价物净增加额	-72,555.09	112,148.82	-37,940.15
加：期初现金及现金等价物余额	152,096.43	39,947.62	77,887.77
期末现金及现金等价物余额	79,541.34	152,096.43	39,947.62

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

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	10,673.43	9,282.75	8,744.74
加： 资产减值准备	949.90	527.84	1,323.15
固定资产折旧	390.99	230.65	236.60
无形资产摊销	55.45	47.53	43.48
长期待摊费用摊销	298.86	27.27	14.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失	0.10	0.00	-0.70
财务费用	175.21	267.24	372.93
递延所得税资产减少	-236.99	-132.41	-329.63
存货的减少	-84,879.40	-17,401.84	-124,159.17
经营性应收项目的减少	1,474.06	44,463.81	-21,748.57
经营性应付项目的增加	-29,019.04	82,662.67	100,977.92
经营活动产生的现金流量净额	-100,117.44	119,975.52	-34,525.05

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	23.56%	27.51%	45.18%
收现比	1.21	0.43	0.44
负债与所有者权益比率	103.50%	107.83%	58.39%
资产负债率	50.86%	51.88%	36.87%
流动比率	3.61	5.36	7.01
速动比率	1.32	2.61	2.40
EBITDA（万元）	14,480.25	12,126.42	12,031.67
EBITDA 利息保障倍数	5.04	7.28	7.62

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日公司合并报表的子公司情况

序号	企业名称	注册资本(万元)	持股比例	经营范围
1	普洱市思茅民生置业有限公司	5,000.00	100.00%	营林造林；园林绿化；房地产开发及受托业务；城乡水利、公路、土地整治；农业综合开发；城乡基础设施投资、规划、建设、管理和服务
2	普洱市思茅民生融资担保有限公司	5,000.00	100.00%	贷款担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；其他融资性担保业务；诉讼保全担保；投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资。
3	云南三木木业有限公司	10,000.00	100.00%	林木培育、营林造林、林业经济作物开发种植；苗木、花卉的销售；松脂生产、收购及销售；园林绿化工程设计及施工；原木、锯材、细木工板、胶合板加工、销售。
4	普洱市思茅区粮食购销有限公司	1,000.00	100.00%	粮油收购、储存、调拨、批发、零售，从事货物和技术进出口业务（国家法律法规规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外）；代理政策性粮食业务，粮食加工、粮油制品、粮油器材、饲料销售；家禽养殖；房屋租赁服务。
5	普洱市思茅淼源水利开发有限公司	7,000.00	100.00%	水利投资建设与运营；水利工程勘测、规划、设计、监理及咨询服务；经济林木种植。
6	普洱市思茅区万掌山林场	330.00	100.00%	森林管理、营造、锯材、原木、剩余物、木片兼营范围：园林花卉、种苗培育、林果种植；林业技术服务。
7	普洱众鑫保安服务有限公司	1,000.00	51.00%	门卫、巡逻、守护、随身护卫、安全技术防范、安全技术评估、区域秩序维护服务；安防设备租赁；劳防用品、消防器材、安防产品、小区智能化设备、通讯产品、打印设备、数码产品、计算机软硬件销售；智能化系统、安防系统的设计、安装及施工；计算机维修及维护；弱电工程设计安装；信息系统集成服务；物业管理。
8	普洱市思茅绿色公墓开发有限公司	2,000.00	100.00%	开展在普洱市思茅区辖区范围内的公墓开发及运营管理、殡葬服务；营林造林、园林绿化。

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

附录六 截至2017年12月31日公司存货中土地资产情况

序号	土地使用权证号	坐落位置	面积(平方米)	入账价值(万元)	是否抵押	是否缴纳土地出让金
1	思国用(2015)第001101号	普洱市思茅区振兴大道16号	51,977.11	18,394.70	否	否
2	思国用(2015)第000319号	普洱市思茅区过街楼44号	36,542.54	6,131.84	否	否
3	普国用(2013)第000783号	普洱市思茅区东郊(梅子湖公园)	33,333.33	7,033.33	是	否
4	思国用(2015)第000320号	普洱市思茅区红旗会堂	25,807.57	14,121.90	否	否
5	思国用(2015)第000329号	普洱市思茅区八号路旁	16,578.06	2,756.93	否	否
6	思国用(2015)第000317号	普洱市思茅区红旗会堂旁	16,342.10	8,939.13	否	否
7	思国用(2015)第001100号	普洱市思茅区振兴南路	10,256.35	3,629.72	否	否
8	思国用(2015)第001102号	普洱市思茅区茶苑大道职教中心旁	6,357.50	1,638.83	否	否
9	普国用(2013)第003178号	普洱市思茅区东郊(梅子湖公园)	3,726.18	786.22	是	否
10	思国用(2015)第001099号	普洱市思茅区柏枝林路1号	3,564.34	598.1	否	否
11	思国用(2015)第000330号	普洱市思茅区兰花市场对面	3,563.38	893.34	否	否
12	思国用(2015)第000312号	普洱市思茅区人民东路30号	2,040.55	743.78	否	否
13	思国用(2015)第000323号	普洱市思茅区五一路	1,712.41	937.03	否	否
14	思国用(2015)第000328号	普洱市思茅区宁洱大道	709.58	258.64	否	否
15	思国用(2015)第001112号	普洱市思茅区西门街30号	552.66	92.74	否	否
16	思国用(2015)第000322号	普洱市思茅区边城东路	530.89	290.5	否	否
17	思国用(2015)第000327号	普洱市思茅区五一路、民航路交叉口	374.01	204.66	否	否
18	思国用(2015)第000316号	普洱市思茅区茶城大道	206.61	113.06	否	否
19	普国用(2013)第006408号	普洱市思茅区代家巷48号	191.46	35.34	否	否
20	思国用(2015)第000314号	普洱市思茅区人民东路	172.36	62.83	否	否
21	思国用(2015)第	普洱市思茅区凤凰路	121.47	42.99	否	否

	000311 号					
22	思国用 (2015) 第 000318 号	普洱市思茅区珠市街	78.48	42.94	否	否
23	思国用 (2015) 第 000325 号	普洱市思茅区林源路	75.39	12.77	否	否
24	思国用 (2015) 第 000324 号	普洱市思茅区民航路	59.79	32.72	否	否
25	思国用 (2015) 第 000315 号	普洱市思茅区珠市街	58.55	32.04	否	否
26	普国用 (2013) 第 000318 号	普洱市思茅区五一路 9 号	56.21	10.37	否	否
27	思国用 (2015) 第 000326 号	普洱市思茅区林源路	49.25	8.34	否	否
28	思国用 (2015) 第 000321 号	普洱市思茅区民航路	42.5	23.26	否	否
29	普国用 (2013) 第 000317 号	普洱市思茅区五一路 9 号	38.64	7.13	否	否
30	思国用 (2015) 第 005434 号	普洱市思茅区倚象镇	161,351.00	22,042.69	否	否
31	思国用 (2015) 第 005432 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	114,238.00	19,250.63	否	否
32	思国用 (2015) 第 005435 号	普洱市思茅区倚象镇	85,370.00	11,662.68	否	否
33	思国用 (2015) 第 000006 号	普洱市思茅区旅游环线南侧、普洱人家北侧	68,864.00	10,467.33	否	否
34	思国用 (2015) 第 005438 号	普洱市思茅区倚象镇	59,667.00	8,151.30	否	否
35	思国用 (2015) 第 005437 号	普洱市思茅区倚象镇	54,849.00	7,493.11	否	否
36	思国用 (2015) 第 005427 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	53,752.00	9,057.93	否	否
37	思国用 (2015) 第 005426 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	43,663.00	7,357.80	否	否
38	思国用 (2015) 第 005424 号	普洱市思茅区南屏镇曼连村大荒地村民小组	42,625.00	6,573.34	否	否
39	思国用 (2015) 第 004993 号	普洱市思茅区南屏镇三颗桩村木乃河村民小组	35,933.00	4,851.43	否	否
40	思国用 (2015) 第 005428 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	34,693.00	5,846.24	否	否
41	思国用 (2015) 第 005433 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	30,698.00	5,173.02	否	否
42	思国用 (2015) 第 005422 号	普洱市思茅区南屏镇曼连村高家寨村民小组	30,694.00	4,754.91	否	否
43	普国用 (2012) 第 000318 号	普洱市思茅区林源路北侧	28,964.88	4,895.06	否	否
44	思国用 (2015) 第 005436 号	普洱市思茅区倚象镇	28,026.00	3,828.72	否	否
45	思国用 (2015) 第 005431 号	普洱市思茅区思茅镇北部区	26,628.00	4,487.18	否	否

46	普国用(2012)第000946号	普洱市思茅区思亭路北侧云南(三木)集团人造板厂	22,352.70	3,717.25	否	否
47	思国用(2015)第005421号	普洱市思茅区南屏镇曼连村高家寨村民小组	20,709.00	3,208.10	否	否
48	思国用(2015)第005425号	普洱市思茅区南屏镇曼连村梅兰村村民小组	20,499.00	3,161.22	否	否
49	思国用(2015)第005430号	普洱市思茅区思茅镇北部区	19,369.00	3,263.93	否	否
50	思国用(2015)第005429号	普洱市思茅区思茅镇北部区	14,933.00	2,516.41	否	否
51	普国用(2013)第003513号	普洱市思茅区民政局敬老院旁	13,726.00	2,246.95	否	否
52	普国用(2013)第000558号	普洱市思茅区林源路北侧、财培中心南侧	13,386.44	2,262.31	否	否
53	思国用(2015)第004994号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	12,007.00	1,621.11	否	否
54	思国用(2015)第004999号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	9,484.00	1,280.47	否	否
55	思国用(2015)第005423号	普洱市思茅区南屏镇曼连村高家寨村民小组	9,200.00	1,425.20	否	否
56	思国用(2015)第004996号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	8,649.00	1,167.73	否	否
57	思国用(2015)第004991号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	8,456.00	1,141.68	否	否
58	思国用(2015)第004997号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	6,941.00	937.12	否	否
59	思国用(2015)第004995号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	6,477.00	874.49	否	否
60	思国用(2014)第004995号	普洱市思茅区云仙乡文化广场西南片区	5,383.36	600.24	否	否
61	思国用(2015)第004992号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	4,486.00	605.67	否	否
62	思国用(2014)第005826号	普洱市思茅区思茅港镇港区	3,021.79	353.85	否	否
63	思国用(2015)第004998号	普洱市思茅区南屏镇三棵桩村木乃河村民小组	2,661.00	359.27	否	否
64	思国用(2014)第005825号	普洱市思茅区龙潭乡敬老院片区	2,526.00	281.65	否	否
65	普国用(2013)第000559号	普洱市思茅区林源路北侧	2,142.00	362	否	否
66	思国用(2014)第005827号	普洱市思茅区思茅港镇那澜集镇林业有限公司	829	97.08	否	否
67	思国用(2014)第005828号	普洱市思茅区思茅港镇那澜集镇农业服务中心	509.96	59.72	否	否
68	思国用(2014)第005824号	普洱市思茅区龙潭乡灯光球场片区	348	38.8	否	否
69	普国用(2014)第00705号	普洱市思茅区振兴大道16号	11.05	1.87	否	否

70	普国用 (2014) 第 00708 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
71	普国用 (2014) 第 00709 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
72	普国用 (2014) 第 00710 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
73	普国用 (2014) 第 00711 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
74	普国用 (2014) 第 00716 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
75	普国用 (2014) 第 00717 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
76	普国用 (2014) 第 00718 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
77	普国用 (2014) 第 00719 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
78	普国用 (2014) 第 00720 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
79	普国用 (2014) 第 00724 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
80	普国用 (2014) 第 00725 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
81	普国用 (2014) 第 00726 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
82	普国用 (2014) 第 00727 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
83	普国用 (2014) 第 00729 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	11.05	1.87	否	否
84	普国用 (2014) 第 00721 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.61	否	否
85	普国用 (2014) 第 00706 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
86	普国用 (2014) 第 00707 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
87	普国用 (2014) 第 00712 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
88	普国用 (2014) 第 00713 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
89	普国用 (2014) 第 00714 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
90	普国用 (2014) 第 00715 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
91	普国用 (2014) 第 00722 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
92	普国用 (2014) 第 00723 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
93	普国用 (2014) 第 00728 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
94	普国用 (2014) 第	普洱市思茅区振兴大道	9.2	1.55	否	否

	00730 号	16 号				
95	普国用 (2014) 第 00731 号	普洱市思茅区振兴大道 16 号	9.2	1.55	否	否
96	普国用 (2017) 第 0016405 号	普洱市思茅区思茅镇白庙后山 (西侧) 白云山	339,746.00	6,834.25	否	否
	合计		1,663,253.55	242,231.76		

资料来源：公司提供

附录七 截至2017年末，民生担保在保余额明细情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
普洱市通益贸易有限公司	900.00	2017.1.5	2018.1.5	否
李克	250.00	2017.2.15	2018.2.15	否
华光杰	250.00	2017.2.15	2018.2.15	否
普洱市思东商贸有限公司	750.00	2017.3.29	2018.3.29	否
李云东	67.00	2017.3.9	2018.3.9	否
张伟	190.00	2015.4.21	2017.4.21	否
刘永华	200.00	2017.5.22	2018.5.22	否
赵世浩	200.00	2017.5.22	2018.5.22	否
曹明春	30.00	2017.5.25	2018.5.25	否
云南澜沧江酒业集团普洱有限公司	70.00	2015.6.2	2015.6.9	否
吴明琴	260.00	2017.6.23	2018.6.23	否
郑志伟	90.00	2017.6.22	2018.6.22	否
董应文	80.00	2017.5.25	2018.5.25	否
李克	162.00	2017.6.30	2018.6.30	否
普洱市宏祥路桥工程有限责任公司	900.00	2017.7.31	2018.7.31	否
普洱林老根古树茶厂	260.00	2017.8.10	2018.8.10	否
普洱沃城商贸开发有限公司	750.00	2015.9.1	2017.12.31	否
普洱柏雅装饰装潢有限公司	1,000.00	2015.9.1	2017.12.31	否
云南普洱英爵油业科技发展有限公司	1,000.00	2016.1.22	2018.1.22	否
普洱市思茅区天仓茶叶专业合作社	1,000.00	2016.2.5	2018.2.5	否
钱亚坤	400.00	2017.1.25	2018.1.25	否
王毅	470.00	2016.4.22	2018.4.22	否
赵德超	110.00	2017.4.28	2018.4.28	否
普洱市思茅区林锦货运服务部	285.00	2016.6.24	2018.6.24	否
普洱丰庄咖啡有限公司	360.00	2017.7.19	2018.7.19	否
李海君	270.00	2017.7.25	2018.8.25	否
普洱森泉饮品开发有限公司	382.00	2016.7.28	2019.7.28	否
普洱森泉饮品开发有限公司	110.00	2017.7.31	2018.7.31	否
普洱市思茅区康和木制品厂	180.00	2017.8.17	2018.8.17	否
杨林	125.00	2017.8.10	2018.8.10	否
普洱林润经贸有限公司	180.00	2017.8.29	2018.8.29	否
普洱鑫圆商贸有限公司	295.00	2016.8.19	2018.8.19	否
普洱市思茅区双赢酒店管理有限公司	215.00	2017.8.24	2018.8.24	否

杨国印	38.00	2017.8.30	2018.8.30	否
范盈江	240.00	2017.10.10	2018.10.10	否
赵德超	170.00	2017.11.2	2018.11.2	否
普洱惠康商贸有限公司	250.00	2017.10.24	2018.10.24	否
吴晓萍	47.00	2016.10.27	2018.10.27	否
普洱市思茅区康和木制品厂	170.00	2017.10.27	2018.10.27	否
何顺军	40.00	2017.11.21	2018.11.21	否
普洱和聚诚生物科技发展有限公司	85.00	2017.11.7	2018.11.7	否
施劲学	300.00	2017.12.11	2018.12.11	否
普洱市思茅民生置业有限公司	1,000.00	2016.8.16	2018.8.16	否
普洱市思茅森源水利开发有限公司	1,000.00	2016.9.30	2019.9.30	否
普洱市思茅森源水利开发有限公司	1,000.00	2016.9.30	2019.9.30	否
普洱惠康商贸有限公司	200.00	2017.1.12	2018.1.12	否
云南三木木业有限公司	500.00	2016.12.24	2019.12.24	否
云南三木木业有限公司	500.00	2017.6.23	2018.6.23	否
普洱市永钢建材有限公司	1,000.00	2016.12.27	2017.12.27	否
创业人员小额担保贷款 1,546 笔	17,160.00	2016.4	2019.11	否
合计	35,491.00			

资料来源：公司 2015-2017 年连审审计报告

附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / 分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
有息债务	短期借款 + 长期借款 + 长期应付款

附录九 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。