

2019 年第一期普洱市思茅国拓资产经营
有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【720】号 01

债券简称：19 普洱思茅
债 01/19 普洱 01

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2026 年
3 月 14 日

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

分析师

姓名：
王哲 刘伟强
电话：
0755-82871596
邮箱：
wangzh@cspengyuan.co
m

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

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

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 26 日	2019 年 2 月 18 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对普洱市思茅国拓资产经营有限公司（以下简称“思茅国拓”或“公司”）及其 2019 年 3 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司在建项目规模较大，未来业务持续性有一定保障，且获得的外部支持力度较大；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年普洱市实现 GDP 662.5 亿元，同比增长 8.5%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目规模较大，未来业务持续性有一定保障。公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，业务较为充足，截至 2018 年末，公司在建保障房及基础设施项目合计总投资 407,563.80 万元，已投资 148,926.92 万元，未来业务持续性有一定保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。近年来思茅区政府对公司保持较大支持力度，2018 年公司合计收到政府补助 7,952.95 万元，同比增长 68.34%。

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 2018 年底，公司应收账款和其他应收款合计占总资产的 26.00%，应收款项对公司营运资金占用规模较大；公司存货占公司期末总资产的 64.12%，其中土地开发成本价值 242,231.76 万元，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。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司在建保障房及基础设施建设项目尚需 258,636.88 万元资金投入，其中“2013 年保障房”项目因建设资金问题投资进度有所滞后，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务合计 137,231.91 万元，规模仍然较大，公司 2019-2021 年需偿还有息债务合计 90,866.12 万元，公司面临较大偿债压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2018 年末，公司本部的对外担保余额为 46,000.00 万元，公司子公司普洱市思茅民生融资担保有限公司（以下简称“民生担保”）担保在保余额为 30,031.00 万元，主要担保对象为普洱市民营企业和个人，公司存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	686,299.37	658,790.66	650,737.20
所有者权益	335,653.39	323,733.56	313,108.39
有息债务	137,231.91	159,479.07	94,524.52
资产负债率	51.09%	50.86%	51.88%
流动比率	3.45	3.61	5.36
营业收入	41,280.53	58,625.60	42,847.41
其他收益	7,531.36	303.75	0.00
营业外收入	668.67	4,469.71	4,404.57
利润总额	11,288.44	13,593.07	11,553.73
综合毛利率	17.82%	23.56%	27.51%
EBITDA	12,899.84	14,480.25	12,126.42
经营活动现金流净额	36,189.80	-100,117.44	119,975.52

注：2017 年数据使用 2018 年审计报告期初数

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

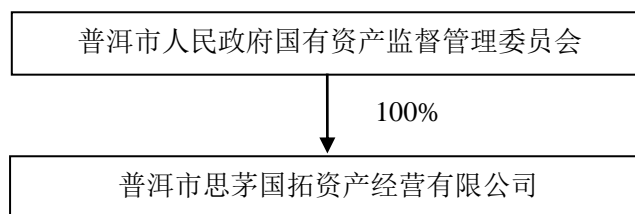
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月14日发行7年期2亿元公司债券，募集资金原计划用于思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）项目。截至2019年5月10日，本期债券募集资金专项账户余额为4,243.83万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2019年5月31日，公司控股股东和实际控制人仍为普洱市国资委。截至2019年5月末，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2019年5月末公司股权结构及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务范围未发生变化，公司主要在普洱市范围内进行城市基础设施建设、保障房建设，公司亦有少量木材销售、融资担保等业务。截至2018年末，公司合并报表范围未发生变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造

业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018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
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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）	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、政府投资基金或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

	号)		券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

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

2018年普洱市经济保持增长，2018年实现地区生产总值662.5亿元，同比增长8.5%；增速较2017年有所降低。2018年普洱市人均GDP为25,248元，较2017年增长5.99%，与当年全国人均GDP的比率分别为39.06%，仍处于较低水平。

工业方面，2018年普洱市工业增长明显放缓，规模以上工业增加值完成83.19亿元，同比增长6.8%，增速下降4.8个百分点。第三产业方面，普洱市自然环境优越，2018年新建1个国家4A级景区和3个3A级景区，实现旅游总收入354.10亿元。

固定投资方面，2018年普洱市固定资产投资完成405.72亿元，同比增长18.5%，仍保持较快增长，仍是普洱市经济增长的主要动力。其中工业投资完成33.90亿元，占普洱市固定资产投资的8.4%，工业投资占比有所下降。

表 2 普洱市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	662.5	8.5%	624.59	10.5%
第一产业增加值	-	-	159.81	6.2%
第二产业增加值	-	-	222.89	12.0%
第三产业增加值	-	-	241.89	12.0%
工业增加值	83.19	6.8%	118.11	11.6%
固定资产投资	405.72	18.5%	611.34	21.8%
社会消费品零售总额	199.5	11.0%	182.86	12.2%
进出口总额（亿美元）	11.31	-9.0%	12.46	11.06%
存款余额	-	-	914.16	4.0%

贷款余额	-	-	684.53	13.7%
人均 GDP（元）	25,248		23,821	
人均 GDP/全国人均 GDP	39.06%		39.93%	

注：“-”表示该数据未披露。

资料来源：2017 年普洱市国民经济与社会发展统计公报，2018 年数据来自普洱市政府网站，中证鹏元整理

2018年普洱市实现公共财政收入54.34亿元，同比增长2.1%，其中税收收入占公共财政收入比重为68.20%；实现政府性基金收入22.75亿元，同比增长36.5%；同期普洱市公共财政支出为293.23元，同比增长7.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为18.53%。

近年思茅区经济保持稳步增长，固定资产投资对经济拉动作用较为明显

思茅区位于普洱市中南部，为普洱市唯一中心城区，全区总面积3,928平方公里，下辖7个乡镇，分别为思茅镇、南屏镇、倚象镇、思茅港镇、龙潭彝族傣族乡、云仙彝族乡和六顺乡，思茅区为普洱市政治、经济、文化中心。思茅区旅游资源丰富，有云南太阳河国家森林公园、茶城观景台、茶马古道、洗马河公园等旅游景区，思茅区被国家旅游局确定为第三批“全国旅游标准化试点县（区）”。

近年思茅区经济保持较快增长，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、生物药业、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 3 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：“-”表示该数据未披露。

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%。

四、经营与竞争

公司主要在普洱市主城区进行基础设施项目建设，同时也开展林木工程、保安、粮食贸易、担保业务等其他产业。2018年公司营业收入合计41,280.53万元，同比下降29.59%，主要系公司基础设施建设项目收入大幅下降所致。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为17.82%，较2017年有所下降，主要系公司基础设施建设及林木工程毛利率下降，毛利率较高的项目管理费占比下降影响。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	29,644.40	12.56%	44,755.81	15.24%
林木工程	4,094.23	21.66%	5,136.39	30.60%
保安收入	2,305.96	26.18%	1,870.74	25.06%
项目建设管理费	1,686.92	100.00%	3,109.81	100.00%
粮食贸易	1,525.58	-2.81%	1,481.30	-3.45%
公墓租赁	889.58	43.46%	-	-
担保收入	123.35	-93.50%	251.46	38.76%
其他	1,010.50	22.61%	2,020.09	88.94%
合计	41,280.53	17.82%	58,625.60	23.56%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司基础设施建设项目收入有所下滑，未来业务持续性有一定保障，但存在较大资金压力；受资金压力影响，募投项目建设不及预期，且未来收益存在一定不确定性

公司基础设施建设业务主要包括保障房建设、棚户区改造项目以及部分其他基础设施建设项目。目前公司在建的保障房项目主要为“2013 年保障房”项目，“2013 年保障房”

建成后的一部分（比例不超过 40%）可以由公司自行销售，销售价格介于房屋建设成本和同类商品房市场价格之间，剩余部分由政府按照委托代建协议支付价款（即在投资成本基础上加成 18% 投资回报）。2016 年以来受项目资金紧张影响，公司“2013 年保障房”建设投入规模有所减少，项目建设进度有所放缓。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；2018 年公司确认“2013 年保障房”建设收入 580.95 万元，规模不大。

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。2018 年公司确认普洱市思茅区棚户区改造项目收入 12,318.78 万元。

另外，2018 年公司基础设施建设收入中包括思茅区水利工程项目，该项目由子公司普洱市思茅森源水利开发有限公司建设，业主为思茅区人民政府，该项目委托代建及回购合同尚处于签订阶段。2018 年公司确认思茅区水利工程项目收入 16,744.68 万元。

毛利率方面，2018 年普洱市思茅区棚户区改造项目毛利率为 15.25%，较为稳定；思茅区水利工程项目毛利率为 10.18%，相对较低；受此影响，2018 年公司基础设施建设收入毛利率为 12.56%，较 2017 年有所下降。

截至 2018 年末，公司在建保障房项目规模较大，总投资合计 325,283.64 万元，已投资 112,874.62 万元；在建基础设施项目思茅区水利工程项目，预计总投资 22,334.19 万元，已投资 15,040.65 万元；公司整体在建基础设施项目（含保障房）规模较大，未来业务持续性有一定保障，但尚需投资规模达到 219,702.56 万元，公司存在较大的资金压力。

本期债券募投项目思茅区 2013 年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）项目，为思茅区 2013 年保障房的子项目。本期募投项目合计总投资 98,927.62 万元，预计 2017 年 12 月完工，但受公司资金压力影响，截至 2018 年末募投项目累计总投资 37,620.93 万元，建设进度不及预期。根据项目可行性研究报告测算，本期项目在经营期内，公司将通过房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租、政府补贴等实现收益，预计可实现总收益 124,306.47 万元，其中债券存续期内收益为 109,239.94 万元。截至 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

表 5 截至 2018 年末公司主要在建保障房及部分基础设施项目情况（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	60,707.28	115,589.68
思茅区“锦辉·第贰郡”2013 年保障性住房	68,800.00	30,184.34	38,615.66
思茅区“锦辉·第壹郡”2013 年保障性住房	80,186.68	21,983.00	58,203.68
小计	325,283.64	112,874.62	212,409.02
基础设施项目	总投资	已投资	尚需投资
思茅区水利工程项目	22,334.19	15,040.65	7,293.54
合计	347,617.83	127,915.27	219,702.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2018年项目建设费收入持续下滑

项目建设费收入方面，公司通过与思茅区政府签订《建设项目委托代建合同》进行相应的工程建设，在思茅区内进行委托代建业务，如道路施工、河道改造、水库建设等，业务具有一定的区域优势。公司项目建设费收入按照项目建设成本的10%或18%提取，会计处理时将公司支出的项目款和政府拨的项目款进行对冲，故该项业务未确认成本，公司项目建设资金一部分由政府拨款，剩余资金自筹。近年来受资金压力影响，公司在建工程项目建设进度较慢，2018年公司结算的项目主要为思茅河河道、玉磨铁路普洱占、普洱茶小镇等项目，2018年公司确认项目建设费收入1,686.92万元，同比减少45.75%。

截至2018年底，公司在建基础设施项目情况如下表所示，公司在建基础设施项目合计总投资59,945.97万元；截至2018年末已完成投资21,011.65万元，尚需投资38,934.32万元，公司项目建设需自行垫付部分资金，面临较大资金压力。

表 6 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	是否签订委托代建或回购协议
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	11,405.99	33,594.01	是
思茅区普洱大道建设项目	6,000.00	4,985.04	1,014.96	是
龙潭乡抗旱应急水源引水工程	4,117.47	2,878.67	1,238.80	是
普洱市林木良种繁育基地项目	1,828.50	818.55	1,009.95	是
普洱市亚热带植物园项目	3,000.00	923.40	2,076.60	是
合计	59,945.97	21,011.65	38,934.32	

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，2018 年公司林木工程收入有所下降

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。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。

2018年公司林木工程收入合计4,094.23万元，同比下降20.29%，主要系公司城市绿化项目收入下降较多所致。另外，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。

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”），主要业务范围保安、巡逻、运输押运等；其中2016年以来公司增加运输押运业务，发展形势较好，促使保安业务收入持续增长。2018年公司实现保安收入2,305.96万元，同比增长23.26%，毛利率为26.18%，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、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2018年末注册资本为5,000万元），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，2018年民生担保当期解除担保额20,213.00万元，2018年期末在保余额为30,031.00万元，较2017年下降15.38%。民生担保收入也呈现持续下降趋势，2018年实现担保收入123.35万元，规模较小。民生担保客户主要以普洱市民营企业和个人为主，要求客户以房产、车辆、经营权或机器设备等作为反担保物，2018年收回担保代偿额372.00万元，2018年末担保代偿余额仍有1,804万元。2018年末公司在保余额仍然较大，存在一定的担保代偿风险，且需关注公司担保代偿款回收的风险。

表 7 公司 2017-2018 年担保业务主要经营数据（单位：万元）

项目名称	2018 年	2017 年
当期累计担保发生额	14,753.00	17,922.00
当期解除担保额	20,213.00	19,050.00
期末在保余额	30,031.00	35,491.00
当期担保代偿发生额	0.00	700.00
当期担保代偿收回额	372.00	0.00
代偿余额	1,804.00	2,176.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续收到较大外部支持

公司为普洱市重要基础设施建设实施主体，投融资需求较大，为提高公司投融资能力，政府在补贴方面给予公司支持力度较大。2018年公司合计收到政府补助7,952.95万元，提高了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

公司年度财务报表审计机构由2017年的北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为2018年的中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙），以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，2017年数据使用2018年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围与2017年相比无变化。

资产结构与质量

公司规模保持增长，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

2018年公司资产规模保持增长，截至2018年末公司资产总计686,299.37万元，同比增长4.18%。公司资产以流动资产为主，2018年末公司流动资产占总资产比例为98.67%。

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。2018年末公司货币资金与为56,798.62万元，以银行存款为主，其中受限货币资金合计1,395.80万元，主要为用于担保的存款。公司应收账款主要为应收思茅区财政局的工程款项，2018年末应收账款账面价值为36,599.06万元，同比增长239.16%，其中应收思茅区财政局36,059.28万元，占应收账款期末总额的97.66%，账龄在2年以内。2018年末公司其他应收款为14.18亿元，较2017年略有减少，其中125,743.19万元为应收思茅区住建局、思茅区财政局等政府机构的往来款项，部分账龄较长，该部分往来款项及保证金等往来组合6,832.99万元，均未计提坏账。以账龄计提坏账的12,864.10万元的其他应收款中，账龄在2年以上的占比为23.51%，账龄较长，共计提坏账3,607.32万元。2018年公司应收款项合计占总资产的26.00%，规模较大，对公司营运资金形成一定占用，且回收时间存在一定的不确定性。

近年来公司存货规模持续增长，2018年末公司存货规模为440,063.08万元，同比增长6.59%，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。2018年末公司存货

中土地账面价值242,231.76万元，均为思茅区政府划拨的土地资产，均未缴纳土地出让金，其中7,819.55万元因抵押使用受限。2018年末存货中保障房开发成本155,039.84万元，基础设施成本21,011.65万元，规模较大。

总体来看，公司资产以流动资产为主，应收款项规模较大占用较多营业资金，存货占总资产比重较高，且存货中土地均未缴纳土地出让金，公司资产整体流动性较弱。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	56,798.62	8.28%	75,971.60	11.53%
应收账款	36,599.06	5.33%	10,791.05	1.64%
其他应收款	141,832.96	20.67%	148,180.97	22.49%
存货	440,063.08	64.12%	412,861.59	62.67%
流动资产合计	677,202.38	98.67%	649,396.55	98.57%
非流动资产合计	9,096.99	1.33%	9,394.11	1.43%
资产总计	686,299.37	100.00%	658,790.66	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下滑，利润水平对政府补助依赖较大

2018年营业收入仍主要来自基础设施建设、林木工程、保安收入、项目建设管理费 and 粮食贸易等业务。受基础设施建设、林木工程和项目建设管理费收入均有所下滑影响，2018年公司实现营业收入41,280.53万元，同比下降29.59%。在建项目方面，公司2018年在建保障房及基础设施合计总投资407,563.80万元，已投资148,926.92万元，未来业务持续性有一定保障，但尚需投资规模较大。受资金压力影响，公司工程建设进度可能存在一定的不确定性。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为17.82%，较2017年下降5.74个百分点，主要系基础设施建设及林木工程毛利率下降，毛利率较高的项目管理费占比下降影响。作为思茅区重要的基础设施建设开发主体，近年来思茅区政府对公司保持较大支持力度，2018年公司合计收到政府补助7,952.95万元，同比增长68.34%，占当期利润总额的70.45%；公司利润总额对政府补助的依赖较大。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

营业收入	41,280.53	58,625.60
其他收益	7,531.36	303.75
营业利润	10,688.23	9,150.03
营业外收入	668.67	4,469.71
利润总额	11,288.44	13,593.07
综合毛利率	17.82%	23.56%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流水平有所改善但表现仍偏弱，目前在建项目尚需投入量较大，公司依然面临较大的资金压力

2018年公司主业回款情况不佳，2018年收现比为0.44，较2017年大幅下降。受思茅区财政局支付工程款项规模较小影响，2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为18,128.34万元，但公司其他与经营活动有关的现金净流入规模较大，主要系公司收到项目专项应付款规模较大影响。整体看来，2018年公司经营活动现金流净流入36,189.80万元，经营活动现金流水平有所改善，但表现仍偏弱。

2018年公司无大额对外投资，公司投资活动现金净流出782.51万元。筹资活动方面，2018年公司对外融资规模较小，并偿还了较大规模的银行借款，导致公司筹资活动净流出52,406.32万元。

截至2018年末，公司在建工程项目尚需投资258,636.88万元，公司依然面临较大的资金压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.44	1.21
销售商品、提供劳务收到的现金	18,128.34	71,031.47
收到的其他与经营活动有关的现金	175,360.92	446,912.00
经营活动现金流入小计	193,489.26	517,943.47
购买商品、接受劳务支付的现金	28,882.27	44,969.10
支付的其他与经营活动有关的现金	122,877.89	568,253.21
经营活动现金流出小计	157,299.47	618,060.91
经营活动产生的现金流量净额	36,189.80	-100,117.44
投资活动产生的现金流量净额	-782.51	-33,235.22
筹资活动产生的现金流量净额	-52,406.32	60,797.56
现金及现金等价物净增加额	-16,999.03	-72,555.09

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，存在较大的偿债压力

2018年公司收到专项应付款规模较大，尽管公司偿还部分银行借款，2018年末公司负债规模仍保持增长，负债总额为350,645.98万元，同比增长4.65%。所有者权益方面，随着公司利润的积累，2018年所有者权益为335,653.39万元，较2017年略有增长。2018年末公司产权比率为104.47%，公司所有者权益对负债的保障能力仍然不高。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	350,645.98	335,057.10
所有者权益	335,653.39	323,733.56
产权比率	104.47%	103.50%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比为56.01%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末公司短期借款余额为6,670.65万元，较2017年末大幅减少，主要受公司质押借款规模大幅下降影响。公司的其他应付款主要为与政府企事业单位的往来款，2018年末公司其他应付款为128,339.68万元，同比8.01%。2018年其他应付款前五名中，白云山公募项目融资款27,723.00万元，为公司做的P2G项目融资；其他均为与普洱市企事业单位的往来款项。2018年末公司一年内到期的非流动负债余额为30,793.85万元，均为一年内到期的长期借款。

公司的非流动负债主要由公司长期借款和专项应付款构成。2018年末公司长期借款余额65,929.00万元，同比减少43.62%，主要系公司部分长期借款将到期，且无新增长期借款影响。专项应付款主要为政府拨付专项用于项目建设的资金，2018年为支持公司保障房建设，公司收到专项应付款规模较大，2018年末公司专项应付款为80,236.40万元，同比大幅增长。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,670.65	1.90%	34,013.64	10.15%
其他应付款	128,339.68	36.60%	118,823.58	35.46%
一年内到期的非流动负债	30,793.85	8.78%	0.00	0.00%

流动负债合计	196,410.02	56.01%	179,745.29	53.65%
长期借款	65,929.00	18.80%	116,936.85	34.90%
专项应付款	80,236.40	22.88%	28,126.51	8.39%
非流动负债合计	154,235.97	43.99%	155,311.82	46.35%
负债合计	350,645.98	100.00%	335,057.10	100.00%
有息债务	137,231.91	39.14%	159,479.07	47.60%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司有息债务主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和其他应付款中的融资款，有息债务合计137,231.91万元，较2017年减少13.95%，规模仍然较大。而且值得注意的是，公司有息债务结构发生变化，长期借款占比由2017年的73.32%下降到2018年的48.04%，2018年短期有息债务规模及占比大幅提升，公司2019-2021年需偿还有息债务合计90,866.12万元，公司面临较大偿债压力。

表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	45,622.64	21,950.64	23,292.84	46,333.88

资料来源：公司提供

从偿债能力指标看，2018年末公司资产负债率为51.09%，较2017年略有增加。短期偿债指标方面，受2018年流动负债规模增长影响，2018年末公司流动比率和速动比率均较2017年有所下降，且公司流动负债整体流动性较弱，公司仍面临较大的短期偿债压力。受公司利润总额下降影响，2018年公司EBITDA为12,899.84万元，较2017年下降10.91%。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	51.09%	50.86%
流动比率	3.45	3.61
速动比率	1.21	1.32
EBITDA（万元）	12,899.84	14,480.25
有息债务/EBITDA	10.64	11.01

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月28日）公

司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末公司本部对外担保合计46,000.00万元，主要为普洱市思茅区企事业单位进行担保；另外，公司子公司民生担保2018年末在保余额合计30,031.00万元，主要担保对象为普洱市民营企业和个人。截至2018年末公司对外担保余额合计56,031.00万元，存在较大的或有负债风险。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司本部对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保到期日
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	16,000.00	2019/9/30
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
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	2020/6/30
普洱市思茅国拓资产经营有限公司	普洱市思茅第一中学	8,000.00	2021/11/17
合计		46,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年普洱市经济实力持续增长，为公司的发展提供良好基础；公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，业务较为充足，2018年末在建保障房及基础设施规模仍然较大，公司未来业务持续性有一定保障；同时，公司也持续获得较大的外部支持，2018年获得的政府补助规模仍然较大。

但中证鹏元也注意到，公司资产整体流动性较弱，其中应收款项对运营资金形成较大占用，存货规模较大，且存货中土地均未缴纳土地出让金；公司目前在建项目尚需投资规模较大，且本期债券募投项目因资金问题投资进度滞后，公司面临较大的资金压力；公司2018年末有息债务规模仍然较大，且短期有息债务占比提高，公司面临较大的偿债压力；公司本部对外担保规模较大，且民生担保在保余额较大，担保对象多为民营企业和个人，存在较大的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级AA，维持公司主体长期信用等级AA，

评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	56,798.62	75,971.60	152,096.43
应收账款	36,599.06	10,791.05	23,412.01
其他应收款	141,832.96	148,180.97	135,579.62
存货	440,063.08	412,861.59	327,982.19
资产总计	686,299.37	658,790.66	650,737.20
短期借款	6,670.65	34,013.64	12,300.67
其他应付款	128,339.68	118,823.58	86,455.85
一年内到期的非流动负债	30,793.85	0.00	0.00
长期借款	65,929.00	116,936.85	71,623.85
专项应付款	80,236.40	28,126.51	134,219.44
负债合计	350,645.98	335,057.10	337,628.81
有息债务	137,231.91	159,479.07	94,524.52
所有者权益	335,653.39	323,733.56	313,108.39
营业收入	41,280.53	58,625.60	42,847.41
营业利润	10,688.23	9,150.03	7,299.73
营业外收入	668.67	4,469.71	4,404.57
净利润	9,893.83	10,673.43	9,282.75
经营活动产生的现金流量净额	36,189.80	-100,117.44	119,975.52
投资活动产生的现金流量净额	-782.51	-33,235.22	-33,717.96
筹资活动产生的现金流量净额	-52,406.32	60,797.56	25,891.26
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	17.82%	23.56%	27.51%
收现比	0.44	1.21	0.43
产权比率	104.47%	103.50%	107.83%
资产负债率	51.09%	50.86%	51.88%
流动比率	3.45	3.61	5.36
速动比率	1.21	1.32	2.61
EBITDA（万元）	12,899.84	14,480.25	12,126.42
有息债务/EBITDA	10.64	11.01	7.79

注：2017 年数据使用 2018 年审计报告期初数

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

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	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
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 $\times 100\%$
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	短期借款+其他应付款中有息债务+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+长期应付款中有息债务

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。