

2018 年弥勒市农业投资开发有限责任公司
公司债券(第一期)、2019 年弥勒市农业
投资开发有限责任公司公司债券(第一期)
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【230】号 01

债券简称：第一期：18
弥勒 01/18 弥勒农投债
01；第二期：19 弥勒
01/19 弥勒农投债 01

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

债券剩余规模：10 亿元
(其中第一期 5 亿元，
第二期 5 亿元)

债券到期日期：第一期：
2025 年 10 月 25 日，第
二期：2026 年 2 月 27 日

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%的
比例偿还债券本金

分析师

姓名：

罗力 刘玮

电话：

010-66216006

邮箱：

luol@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年弥勒市农业投资开发有限责任公司公司债券（第一期）、2019 年弥勒市农业投资开发有限责任公司公司债券（第一期）2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AAA；第二期：AAA	第一期：AAA；第二期：AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 22 日	2019 年 6 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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”）及其 2018 年 10 月 25 日发行的第一期公司债券（以下简称“18 弥勒 01”）和 2019 年 2 月 27 日发行的第二期公司债券（以下简称“19 弥勒 01”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“18 弥勒 01”和“19 弥勒 01”信用等级维持为 AAA，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：公司基建业务收入有所增长、未来该业务持续性较好，继续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（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“18 弥勒 01”和“19 弥勒 01”信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司经营活动现金流延续净流出状态、项目建设面临较大资金压力，土地资产未缴纳土地出让金、资产流动性仍较弱，偿债压力加大且存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司基建业务收入有所增长，未来该业务持续性较好。2019 年公司项目建设及环境治理业务合计实现收入 5.00 亿元，同比增长 7.77%，年末主要在建项目计划总投资（不含本期债券募投项目）30.44 亿元，未来基建业务持续性较好。
- 公司继续获得较大力度外部支持。2019 年公司获得弥勒市财政局补贴合计 1.52 亿元，主要来自食品加工园项目补贴及工作经费补贴，提升了公司利润水平。
- 三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升“18 弥勒

01”和“19 弥勒 01”的信用水平。经中证鹏元综合评定，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“18 弥勒 01”和“19 弥勒 01”的安全性。

关注：

- **公司经营活动现金流延续净流出状态，项目建设面临较大资金压力。**2019 年公司经营活动现金流受往来款支出规模较大影响净流出 3.41 亿元，年末主要在建项目尚需投资 26.88 亿元，面临较大资金压力。
- **公司土地资产未缴纳土地出让金，资产流动性仍较弱。**2019 年末公司存货中 46.75 亿元的土地使用权均未缴纳土地出让金，规模较大的经营性应收款项对营运资金形成占用，账面价值 29.50 亿元的土地及房产已用于抵押，整体资产流动性仍较弱。
- **公司偿债压力加大。**2019 年末公司有息债务同比增长 37.73%至 14.22 亿元，现金短期债务比下降至 1.41，年末有息债务与当年 EBITDA 的比值提高至 7.67，未来偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 13.50 亿元，占年末净资产的比重为 21.97%，担保金额较大且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	798,218.37	741,109.16	717,797.83
所有者权益	614,458.20	600,105.74	583,075.96
有息债务	142,241.21	103,275.31	61,699.68
资产负债率	23.02%	19.03%	18.77%
现金短期债务比	1.41	2.64	18.83
营业收入	57,424.63	52,495.59	56,914.28
其他收益	15,163.92	10,738.70	7,100.00
利润总额	17,486.91	13,581.96	13,816.20
综合毛利率	13.85%	13.24%	16.01%
EBITDA	18,535.81	14,659.86	15,309.98
EBITDA 利息保障倍数	2.55	2.17	3.86
经营活动现金流净额	-34,142.03	-27,882.69	3,060.40
收现比	99.08%	75.44%	111.52%

注：2018年数据采用2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2017-2019年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益	69.34	68.65	66.14
融资担保责任余额*	-	471.99	253.27
准备金覆盖率*	-	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数（倍）*	-	8.92	4.53
当期担保代偿率*	-	1.08%	1.16%

注1：“*”表示数据为母公司口径，“-”为尚未获取数据。

注2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数2017年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。
资料来源：三峡担保2017-2019年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长12.7%。

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

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

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

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

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

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成

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

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

（二）区域环境

在第二产业加速增长带动下，2019年弥勒市经济平稳增长，但需关注固定资产投资及商品房销售面积下滑对当地经济产生的不利影响

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，诞生“红河牌香烟”、“云南红葡萄酒”等知名品牌。

在第二产业加速增长推动下，2019年弥勒市实现地区生产总值398.38亿元，同比增长7.1%，增速相对平稳；其中一、二、三产业增加值分别为36.73亿元、203.38亿元和158.27亿元，三次产业结构调整为9.2:51.1:39.7，第二产业仍系当地主导产业。2019年弥勒市人

均GDP为7.01万元，占全国人均GDP的98.81%。

2019年弥勒市规模以上工业总产值同比增长5.6%至277.78亿元，其中轻工业产值198.44亿元，占比71.44%。从产业结构来看，烟草工业增加值同比增长0.02%，非烟工业增加值同比增长27.5%。从主要产品来看，不同产品互有增减，复烤烟叶同比下降2.3%；纸箱同比下降2.2%；葡萄酒同比下降26.8%；白酒同比增长13.4%；软饮料同比增长732.9%；黄磷同比下降7.8%；大理石材同比增长34.3%；铁合金同比下降14.9%；锌同比下降7.2%。

受第一、三产业投资下降影响，2019年弥勒市固定资产投资同比下降4%，一、三产业分别下降1.7%和13.2%。同时需关注的是，2019年弥勒市商品房销售面积同比下降59.07%，未来需关注其对土地市场及房地产市场投资的不利影响。

2019年弥勒市实现社会消费品零售总额42.11亿元，同比增长11.6%，按消费类型分，商品零售实现28.06亿元，增长11.1%；餐饮收入实现14.05亿元，增长12.5%。弥勒市进出口贸易额仍较小且有所下降，2019年完成外贸进出口总额504万美元，同比下降14.3%。

表 1 弥勒市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	398.38	7.1%	300.46	7.0%
第一产业增加值	36.73	5.6%	30.60	6.3%
第二产业增加值	203.38	9.5%	181.53	4.7%
第三产业增加值	158.27	3.8%	88.33	13.1%
规模以上工业总产值	277.78	5.6%	-	-
固定资产投资	-	-4%	288.27	17.1%
社会消费品零售总额	42.11	11.6%	37.75	12.1%
进出口总额（万美元）	504	-14.3%	-	-
存款余额	247.27	-0.5%	248.53	6.7%
贷款余额	188.42	9.2%	172.6	7.3%
人均 GDP（元）	70,050		53,320	
人均 GDP/全国人均 GDP	98.81%		82.48%	

注：“-”系未公开披露相关数据，弥勒市 2018 年人均 GDP=2018 年 GDP/常住人口。

资料来源：弥勒市 2019 年国民经济与社会发展统计公报、2018 年数据来自弥勒市政府网站，中证鹏元整理

2019年弥勒市实现一般公共预算收入19.03亿元，同比增长4.21%，其中税收收入9.61亿元，占比50.49%；获得上级补助收入27.70亿元，同比下降0.24%；实现政府性基金收入4.80亿元，同比下降1.91%。

四、经营与竞争

2019年公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自项目建设、环境治理及土地流转等业务。受益于项目建设业务收入增长，2019年公司实现营业收入5.74亿元，同比增长9.39%；各业务毛利率相对稳定，当年公司综合毛利率为13.85%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设	37,186.24	13.04%	29,633.68	12.86%
环境治理	12,821.30	13.04%	16,768.60	13.04%
土地流转	4,647.22	-1.01%	4,094.05	-1.55%
其他	126.10	28.79%	5.55	-174.95%
主营业务	54,780.87	11.89%	50,501.87	11.73%
其他业务	2,643.76	54.47%	1,993.72	51.40%
合计	57,424.63	13.85%	52,495.59	13.24%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司基建业务收入有所增长，未来该业务持续性较好，但项目建设面临较大资金压力

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。根据弥勒市人民政府出具的《弥勒市人民政府关于调整委托建设合作项目相关事项的通知》（弥政发【2018】160号），公司与子公司负责的基础设施建设项目，除另行约定外，自2018年开始统一按照项目投资额的15%核算投资收益。

城市基础设施建设项目由公司本部及弥勒市水利投资开发有限责任公司负责，2019年公司及子公司仍主要推动了东风片区整体城镇化基础设施工程、弥勒市城市面山和通道绿化项目建设。根据相应项目建设进度及项目结算单，2019年公司确认项目建设收入3.72亿元，来自上述两项目；由于投资回报率调整为15%，当年公司项目建设业务毛利率为13.04%。

表 3 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
2019 年	东风片区整体城镇化项目	25,651.75	29,499.52
	弥勒市城市面山和通道绿化项目	6,684.11	7,686.73
	合计	32,335.86	37,186.24

2018年	东风片区整体城镇化项目	18,992.80	21,841.72
	弥勒市城市面山和通道绿化项目	6,829.96	7,791.96
	合计	25,822.76	29,633.68

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，由弥勒市投资开发有限公司（以下简称“弥勒投资”）对甸溪河环境治理项目（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。2019年甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）确认收入1.28亿元，毛利率为13.04%。2019年末公司存货中甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）待结转成本3.42亿元。此外，该项目拟扩大建设规模，预计新增投资8.06亿元，主要包括新增弥师路至弥勒南连接线段（含蚂蟥沟段）勘察设计里程数约17.86km，景观工程范围约247.10公顷，可为该业务持续性提供一定保障。

表 4 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
2019年	甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	11,148.96	12,821.30
2018年	甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）	14,581.39	16,768.60

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目包括甸溪河环境治理、弥勒市城市面山和通道绿化以及弥勒食品加工园（一期）等项目，该等项目计划总投资44.44亿元，除募投项目外，基建项目均已签订委托代建协议，未来业务持续性较好，但尚需投资26.88亿元，面临较大资金压力。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（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
甸溪河环境治理项目	125,600.00	91,980.16	57,777.89	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	35,860.24	18,719.29	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	38,852.96	-	否
合计	444,420.92	175,580.92	85,384.74	-

注：（1）甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）调整项目规模，拟新增投资 80,600 万元；（2）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、东风片区高效节水灌溉项目以及朋普片区高效节水灌溉工程因规划调整，暂缓投入。

资料来源：公司提供

公司土地流转及房屋租赁业务丰富了公司收入来源，但该等业务收入规模仍较小，土地流转业务仍处亏损状态

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。2019年公司获得土地流转收入4,647.22万元，但该业务仍处亏损状态。

公司其他业务主要来自房屋租赁业务，由弥勒投资管理运营，可租赁房产面积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，2019年公司获得租金收入1,850.95万元，但尚未签订新的租赁协议。

公司继续获得较大力度外部支持

2019年弥勒市财政局在财政补贴方面继续给予公司较大力度支持，当年公司获得政府补助1.52亿元，主要来自食品加工园项目补贴及工作经费补贴，提升了公司利润水平。

表 6 2019 年公司获得的主要财政补贴情况

发文机关	补贴金额（亿元）	补贴事项	依据文件
弥勒市财政局	1.00	食品加工园项目补贴	弥财发[2019]122号
弥勒市财政局	0.30	工作经费补贴	弥财发[2019]124号
弥勒市财政局	0.20	工作经费补贴	弥财发[2019]125号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，2018年数据采用2019年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化，截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司仍为6家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但以应收及预付款项、存货为主，部分资产已抵押，整体资产流动性仍较弱

随着经营发展，2019年末公司资产总额同比增长7.71%至79.82亿元，其中流动资产70.19亿元，占比87.94%。受项目建设投入及购建固定资产等影响，2019年末公司货币资金减至1.63亿元，无使用受限情形。受应收弥勒市财政局项目建设款增加影响，2019年末公司应收账款账面价值增至4.92亿元，其中主要包括应收弥勒市财政局4.78亿元。公司预付款主要为预付工程款及征地款，2019年末账面价值增至6.80亿元。公司其他应收款主要系与其他单位往来借款，2019年末账面价值减至1.59亿元，其中前五名应收金额0.91亿元，包括应收弥勒市农业和科学技术局0.26亿元、云南大禹通捷水务有限公司0.21亿元、弥勒市土地收购储备中心0.15亿元、弥勒市林业局0.15亿元和红河锦东化工股份有限公司0.14亿元。综合来看，公司应收账款、预付款项及其他应收款规模较大，虽主要为与政府及附属单位款项，坏账风险不大，但对营运资金形成一定占用。

公司存货主要系土地资产及项目建设投入，2019年末账面价值55.24亿元，其中土地资产46.75亿元，均为出让地，用途多为商住用地，均未缴纳土地出让金；项目建设投入8.44亿元，主要为东风片区整体城镇化项目、弥勒市城市面山和通道绿化项目以及甸溪河环境治理项目（锦屏山至弥师路段）投入；此外，公司存货中账面价值26.14亿元的土地已用于抵押。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,308.93	2.04%	37,752.54	5.09%

应收账款	49,206.02	6.16%	27,817.41	3.75%
预付款项	68,024.72	8.52%	39,114.61	5.28%
其他应收款	15,938.25	2.00%	19,749.20	2.66%
存货	552,443.59	69.21%	556,298.65	75.06%
流动资产合计	701,921.52	87.94%	680,732.41	91.85%
投资性房地产	33,558.80	4.20%	34,447.26	4.65%
固定资产	12,395.52	1.55%	168.34	0.02%
在建工程	39,739.04	4.98%	18,301.06	2.47%
非流动资产合计	96,296.86	12.06%	60,376.75	8.15%
资产总计	798,218.37	100.00%	741,109.16	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司投资性房地产系弥勒市人民政府注入的房产，2019年末账面价值3.36亿元，已全部用于抵押。2019年公司购置雨补水库综合楼及社会保障局办公楼投入1.20亿元，年末公司固定资产账面价值增至1.24亿元。随着项目建设投入增加，2019年末公司在建工程账面价值3.97亿元，其中弥勒食品加工园（一期）项目3.89亿元。

整体而言，2019年公司资产规模有所增长，但以应收及预付款项、存货为主，应收及预付款项对营运资金形成占用，存货中占比较大的土地资产均未缴纳土地出让金，2019年末包括土地及房产在内的账面价值29.50亿元的资产已用于抵押，占总资产比重为36.96%，整体资产流动性仍较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但综合毛利率不高，利润较依赖政府补贴

受益项目建设业务收入增长，2019年公司营业收入同比增长9.39%至5.74亿元，当年公司综合毛利率相对稳定。2019年公司获得政府补助1.52亿元，提升了公司利润水平，当年公司实现利润总额1.75亿元，同比增长28.75%。整体而言，公司营业收入有所增长，但毛利率不高，利润较依赖政府补贴。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	57,424.63	52,495.59
其他收益	15,163.92	10,738.70
营业利润	17,632.64	13,597.37
利润总额	17,486.91	13,581.96
综合毛利率	13.85%	13.24%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流延续净流出状态，项目建设面临较大资金压力，仍需依赖外部融资

2019年公司主业收现比提高至99.08%。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自项目建设、环境治理以及土地流转等业务，购买商品、接受劳务支付的现金主要系上述主业成本现金投入。除收到的政府补助款外，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系与其他单位往来款项。综合来看，受往来款支出较大影响，2019年公司经营活动现金净流出3.41亿元。

投资活动方面，2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金1.31亿元，主要用于购置雨补水库综合楼及社会保障局办公楼，导致当年投资活动现金净流出1.29亿元。公司筹资活动现金流入主要来自发行“19弥勒01”融资5.00亿元，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

整体来看，2019年公司往来款支出规模较大导致经营活动现金延续净流出状态，年末主要在建项目尚需投资26.88亿元，面临较大资金压力，仍需依赖外部融资。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	99.08%	75.44%
销售商品、提供劳务收到的现金	56,895.50	39,605.22
收到其他与经营活动有关的现金	239,336.94	236,785.37
经营活动现金流入小计	296,232.44	276,390.59
购买商品、接受劳务支付的现金	55,260.84	98,586.29
支付其他与经营活动有关的现金	272,415.66	204,248.03
经营活动现金流出小计	330,374.47	304,273.28
经营活动产生的现金流量净额	-34,142.03	-27,882.69
投资活动产生的现金流量净额	-12,897.70	-44,910.55
筹资活动产生的现金流量净额	28,096.12	35,152.70
现金及现金等价物净增加额	-18,943.61	-37,640.54

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长，偿债能力指标弱化，未来偿债压力加大

随着融资规模扩大，2019年末公司负债总额同比增长30.32%至18.38亿元；所有者权

益随利润累积亦有所增长，2019年末公司所有者权益61.45亿元，同比增长2.39%。综合来看，受负债增长较快影响，2019年末公司产权比率提高至29.91%。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
负债总额	183,760.17	141,003.42
所有者权益	614,458.20	600,105.74
产权比率	29.91%	23.50%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着“19弥勒01”发行，2019年末公司非流动负债占总负债比重进一步提高至71.12%。2019年末公司新增短期借款0.10亿元，均为保证借款。公司预收款项主要系预收工程款及土地流转费，2019年末余额0.54亿元。公司应交税费主要系应交企业所得税及增值税，2019年末余额0.97亿元。除计提的应付利息外，公司其他应付款主要系应付往来借款、保证金及押金等，2019年末余额2.52亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债1.06亿元，其中包括一年内到期的长期借款0.66亿元和一年内到期的长期应付款0.40亿元。

2019年末公司长期借款3.00亿元，均为质押+抵押+保证借款。2019年末公司应付债券9.87亿元，系发行的“18弥勒01”和“19弥勒01”。公司长期应付款系融资租赁款，2019年末余额0.20亿元。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,000.00	0.54%	0.00	0.00%
预收款项	5,386.88	2.93%	5,555.18	3.94%
应交税费	9,702.61	5.28%	8,426.07	5.98%
其他应付款	25,157.37	13.69%	22,405.98	15.89%
一年内到期的非流动负债	10,551.80	5.74%	14,303.13	10.14%
流动负债合计	53,070.77	28.88%	52,031.25	36.90%
长期借款	30,000.00	16.33%	32,970.00	23.38%
应付债券	98,689.03	53.71%	50,000.00	35.46%
长期应付款	2,000.37	1.09%	6,002.17	4.26%
非流动负债合计	130,689.40	71.12%	88,972.17	63.10%
负债合计	183,760.17	100.00%	141,003.42	100.00%
有息债务	142,241.21	77.41%	103,275.31	73.24%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着“19弥勒01”成功发行，2019年末公司有息债务同比增长37.73%至14.22亿元。

从偿还期限结构来看，2020-2022年分别需偿还1.16亿元、1.20亿元和2.00亿元，即期偿债压力不大。

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

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
待偿金额	11,551.80	12,000.37	20,000.00	98,689.03

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，受负债增长较快影响，2019年末公司资产负债率提高至23.02%，但仍处于较低水平。受现金类资产减少影响，2019年末公司现金短期债务比降至1.41。得益于盈利水平提高，公司EBITDA利息保障倍数有所提升，但有息债务增长较快导致EBITDA对其保障能力减弱。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	23.02%	19.03%
现金短期债务比	1.41	2.64
EBITDA 利息保障倍数	2.55	2.17
有息债务/EBITDA	7.67	7.04

资料来源：公司 2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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“18 弥勒 01”和“19 弥勒 01”的信用水平

“18弥勒01”和“19弥勒01”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。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保于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月更名为现名。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，转增股本10.50亿元。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保50%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年4月30日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，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。

表 14 截至 2020 年 4 月 30 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	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

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2019年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的57.69%、23.99%和13.00%。主要受投资收益下滑的影响，2019年三峡担保实现营业收入11.11亿元，同比下降2.50%。随着担保业务规模的上升，2019年三峡担保实现已赚担保费6.41亿元，同比增长7.32%。三峡担保利息收入主要来源于委托贷款、小额贷款和存款利息收入。得益于存款利息收入的上升，2019年三峡担保实现利息净收入2.66亿元，同比增长29.82%。而受投资规模下降的影响，2019年三峡担保实现投资收益1.44亿元，同比下降46.31%。

表 15 2017-2019 年三峡担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%	74,138.87	59.90%
利息净收入	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%	20,768.37	16.78%
投资收益	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%	19,125.10	15.45%
其他收入	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%	9,744.03	7.87%
合计	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%	123,776.37	100.00%

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，三峡担保的担保余额为841.06亿元，同比增长4.20%。截至2018年末，三峡担保融资担保责任余额为471.99亿元，融资担保放大倍数为8.92倍。

截至2019年12月31日，三峡担保资产总额为127.87亿元，所有者权益合计为69.34亿元；2019年度，三峡担保实现营业收入11.11亿元，利润总额3.20亿元。

表 16 2017-2019 年三峡担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	127.87	117.00	123.12
所有者权益合计	69.34	68.65	66.14
现金类资产	46.86	14.98	20.19
营业收入	11.11	11.39	12.38

已赚担保费	6.41	5.97	7.41
利息净收入	2.66	2.05	2.08
投资收益	1.44	2.69	1.91
利润总额	3.20	3.49	4.89
净资产收益率	4.13%	4.46%	6.12%
担保余额*	841.06	807.17	938.98
融资担保责任余额*	-	471.99	253.27
当期担保发生额*	-	279.86	303.95
准备金覆盖率*	-	6.08%	10.50%
融资担保放大倍数（倍）*	-	8.92	4.53
当期担保代偿率*	-	1.08%	1.16%

注 1：“*”表示数据为母公司口径，“-”为尚未获取数据。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018 年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：三峡担保 2017-2019 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，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能有效提升“18弥勒01”和“19弥勒01”的安全性。

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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计13.50亿元，占年末净资产的比重为21.97%，被担保方虽为国有企业或事业单位，但担保金额较大且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	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	50,000	2034.1.20	无
弥勒市城市建设投资开发有限责任公司		30,000	2035.6.29	无
弥勒工业园区投资开发有限公司		20,000	2025.10.27	无

弥勒市中医医院	事业单位	12,000	2020.12.29	无
弥勒县第一中学		3,000	2023.1.8	无
弥勒市中医医院		3,000	2023.4.17	无
弥勒市中医医院		3,000	2023.3.18	无
弥勒市中医医院		3,000	2023.4.18	无
弥勒县第一中学		2,000	2022.12.5	无
弥勒县第四中学		1,900	2023.1.8	无
弥勒县第四中学		1,600	2022.11.5	无
弥勒县第四中学		1,500	2022.12.5	无
弥勒县第二中学		1,500	2023.1.8	无
弥勒县第二中学		1,400	2022.11.5	无
弥勒县第二中学		1,100	2022.12.5	无
合计			135,000	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年，公司包括项目建设及环境治理在内的基建业务收入有所增长，年末主要在建项目规模较大，未来该业务持续性较好；弥勒市财政局在财政补贴方面继续给予公司较大支持力度支持；此外，三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升“18弥勒01”和“19弥勒01”的安全性。

同时中证鹏元关注到，2019年公司经营活动现金流延续净流出状态，未来项目建设仍面临较大资金压力；土地资产未缴纳土地出让金，规模较大的经营性应收款项对营运资金形成占用，较大规模土地及房产已用于抵押，整体资产流动性仍较弱；2019年末公司有息债务进一步增长至14.22亿元，现金短期债务比、有息债务/EBITDA等偿债能力指标弱化，未来偿债压力加大；此外，公司对外担保金额仍较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18弥勒01”和“19弥勒01”信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年（调整期初数）	2018年（期末数）	2017年
货币资金	16,308.93	37,752.54	37,752.54	75,393.08
存货	552,443.59	556,298.65	556,298.65	492,774.96
总资产	798,218.37	741,109.16	741,109.16	717,797.83
短期借款	1,000.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	25,157.37	22,405.98	22,405.98	40,297.71
一年内到期的非流动负债	10,551.80	14,303.13	14,303.13	4,004.37
长期借款	30,000.00	32,970.00	32,970.00	47,690.00
应付债券	98,689.03	50,000.00	50,000.00	0.00
长期应付款	2,000.37	6,002.17	6,002.17	10,005.31
总负债	183,760.17	141,003.42	141,003.42	134,721.86
有息债务	142,241.21	103,275.31	103,275.31	61,699.68
所有者权益	614,458.20	600,105.74	600,105.74	583,075.96
营业收入	57,424.63	52,495.59	52,495.59	56,914.28
营业利润	17,632.64	13,597.37	13,597.37	13,697.43
净利润	16,852.46	12,852.46	12,852.46	12,168.77
经营活动产生的现金流量净额	-34,142.03	-27,882.69	-27,882.69	3,060.40
投资活动产生的现金流量净额	-12,897.70	-44,910.55	-44,910.55	-3,051.54
筹资活动产生的现金流量净额	28,096.12	35,152.70	35,152.70	59,811.60
财务指标	2019年	2018年（调整期初数）	2018年（期末数）	2017年
综合毛利率	13.85%	13.24%	13.24%	16.01%
收现比	99.08%	75.44%	135.87%	111.52%
产权比率	29.91%	23.50%	23.50%	23.11%
资产负债率	23.02%	19.03%	19.03%	18.77%
现金短期债务比	1.41	2.64	2.64	18.83
EBITDA（万元）	18,535.81	14,659.86	14,659.86	15,309.98
EBITDA 利息保障倍数	2.55	2.17	2.17	3.86
有息债务/EBITDA	7.67	7.04	7.04	4.03

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

附录二 截至2019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%	租赁和商务服务业
弥勒市垦源农业开发有限责任公司	200	100%	农、林、牧、渔业
弥勒市林业投资开发有限责任公司	30,000	100%	租赁和商务服务业
弥勒市水利投资开发有限责任公司	30,000	100%	水利、环境和公共设施管理业
弥勒市恒远花卉有限责任公司	1,000	100%	批发和零售业
弥勒市智创扶贫开发有限责任公司	2,000	100%	金融业

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	货币资金
短期有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 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。