



2019年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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


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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



2019年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-28	2020-06-24

评级观点

- 中证鹏元对曲靖市麒麟区城乡建设投资（集团）有限公司（以下简称“麒麟城投”或“公司”）及其2019年1月21日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司主要业务持续性仍较好，且继续获得股东和当地政府一定的支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，资金压力和偿债压力仍较大，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司主要业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得一定程度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：19 曲靖麒麟债/19 麒麟债

债券剩余规模：5.7 亿元

债券到期日期：2026-01-21

偿还方式：每年付息一次，债券存续期的第 3-7 年末，逐年分别偿还债券发行总额的 20%

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	189.71	172.64	163.48
所有者权益	66.73	64.50	62.82
总债务	75.19	81.85	80.10
资产负债率	64.83%	62.64%	61.57%
现金短期债务比	1.23	0.95	4.05
营业收入	5.47	4.64	7.72
其他收益	0.10	0.10	0.00
利润总额	2.33	2.30	1.92
销售毛利率	54.24%	60.36%	39.50%
EBITDA	2.54	2.47	2.01
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.75	0.92
经营活动现金流净额	6.46	-5.53	-12.14
收现比	2.53	1.79	0.84

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**2020 年麒麟区经济水平保持较快增长，煤炭开采及洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业等支柱性产业呈结构性增长，区域内固定资产投资仍维持较高增速，继续为公司发展提供良好基础。
- **公司主要业务持续性仍较好。**公司主要从事麒麟区基础设施建设、棚户区改造以及土地开发整理等业务，考虑到公司在建项目储备充足，主要业务持续性仍较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**公司作为曲靖市麒麟区综合性国有资产运营主体和基础设施建设开发主体，2020 年继续获得一定的外部支持，其中当期累计获得股东注资 0.86 亿元、政府补助 987.82 万元。

关注

- **公司整体资产流动性偏弱。**公司资产仍以应收款项、土地资产和项目开发成本为主，应收款项回收时间存在不确定性，土地资产短期集中变现难度较大，项目开发成本变现受限于结算及回款进度，资产整体流动性偏弱。
- **公司仍面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目仍需投入较多资金，且当前大量项目成本回收周期长，对公司资金形成长期占用，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司偿债压力仍较大。**2020 年公司资产负债率继续升高，总债务规模仍较大，EBITDA 利息保障倍数有所下降，整体上看，公司存在较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**2020 年末公司对外担保余额较大，如果被担保对象不能按时足额偿还债务，公司将面临较大的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

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

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月21日发行7年期5.7亿元公司债券，募集资金原计划用于曲靖市麒麟区安置房建设项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.25亿元。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化，截至2021年5月末，公司注册资本及实收资本仍为1.05亿元，控股股东及实际控制人仍为曲靖市麒麟区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“麒麟区国资委”），持有公司100.00%的股权，公司股权结构图见附录二。

公司治理和管理方面，公司不设股东会，麒麟区国资委作为出资人，行使股东会职权，并设立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构，下设7个机构部门，公司组织结构图见附录三。因公司业务发展需要，2020年顾宝祥、吴明坤、崔庆宏和雷宏升不再担任公司董事，公司新增李萍、丁国强、韩路江和张舰担任董事职务，并任命陈怡、胡瑞良、潘燕、李才荣和顾彬为新任公司监事，目前已经完成相关工商变更登记。2020年公司合并报表范围内一级子公司的变化情况见表1，截至2020年末公司纳入合并范围的一级子公司为15家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
曲靖市麒麟区城建实业公司（以下简称“城建实业”）	100.00%	0.23	批发业	划拨
曲靖市麒麟区国有资产管理有限公司	100.00%	0.10	商务服务业	设立
云南曲靖城投石化有限责任公司（以下简称“曲靖城投石化”）	51.00%	0.05	石油、煤炭及其他燃料加工业	设立
曲靖市麒麟区第二人民医院	51.00%	0.30	医疗服务业	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
麒麟区轻工业园区开发投资有限公司	100.00%	0.50	基础设施配套投资、房地产开发、园区物业管理等	股权转让

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理



四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

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

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

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

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

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，



城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发【2020】23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

区域经济环境

曲靖市经济总量稳步增长，第二、三产业仍是经济发展的主要动力，固定资产投资力度仍较大

2020年曲靖市实现地区生产总值2,959.35亿元，按可比价计算，比上年增长6.6%。分产业来看，第一产业增加值增速有所回升，但对经济增长的贡献仍较小，第二、三产业仍然是经济发展的主要动力，分别拉动GDP增长2.93和2.73个百分点。三次产业结构由上年的16.6：38.1：45.3调整为18.7：37.0：44.3。2020年曲靖市人均GDP较上年增长6.0%，达到47,730元，系全国人均GDP的65.88%，仍处于偏低水平。

曲靖市工业化体系较为完善，工业经济保持较快发展但经济效益有待提高。2020年曲靖市全部工业增加值为822.81亿元，同比增长6.1%。主要支柱产业中，除了酒、饮料和精制茶制造业、化学原料及化学制品制造业工业增加值出现一定程度的下降外，其余产业增加值均进一步增长，其中黑色金属冶炼及压延加工业、烟草制品业及农副食品加工业增速有所提升。2020年全市665户规模以上工业企业实现利税总额264.03亿元，亏损27.71亿元，经济效益仍不佳。

2020年曲靖市固定资产投资力度仍较大，增速维持在较高水平。全市房地产开发投资同比增长12.6%，全年房屋施工面积1,327.12万平方米，比上年增长6.1%；商品房销售面积347.73万平方米，同比增长27.4%；商品房销售额171.50亿元，同比增长43.4%，房地产市场继续回温。



消费方面，2020年曲靖市社会消费品零售总额继续增长，但受疫情冲击，消费市场增速下滑明显。对外贸易方面，曲靖海关于2020年11月正式开关，当地对外开放力度继续扩大，2020年全市进出口总额达13.89亿美元，形成了蔬菜、万寿菊浸膏、铝型材、手机配件、电子产品等出口优势产品，出口市场逐步发展到欧盟国家。截至2020年末，全市金融机构存、贷款余额分别为2,765.60亿元、1,793.91亿元，同比增速分别为11.3%、8.4%，金融环境稳中向好。

表2 曲靖市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,959.35	6.6%	2,637.59	9.6%
第一产业增加值	553.53	5.9%	438.41	5.7%
第二产业增加值	1,094.92	7.0%	1,004.28	10.0%
第三产业增加值	1,310.90	6.5%	1,194.90	10.6%
工业增加值	822.81	6.1%	757.78	11.1%
固定资产投资	-	10.6%	-	13.5%
社会消费品零售总额	934.86	2.2%	735.28	12.1%
进出口总额（亿美元）	13.89	15.6%	12.01	4.2%
存款余额	2,765.60	11.3%	2,484.98	10.6%
贷款余额	1,793.91	8.4%	1,654.91	10.5%
人均 GDP（元）		47,730		42,774
人均 GDP/全国人均 GDP		65.88%		60.34%

注：“-”表示数据未公开披露。

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

2020年曲靖市实现一般公共预算收入155.05亿元，同比增长4.0%，其中税收收入为105.63亿元，占地方一般公共预算收入的68.1%；同期全市一般公共预算支出532.24亿元，同比下降1.7%，全市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为29.1%。

麒麟区经济水平保持较快增长，八大支柱产业结构继续动态调整，固定资产投资仍维持较高增速

2020年麒麟区辖区内（含经开区）（以下简称“全区”）实现地区生产总值905.9亿元，按可比价计算，同比增长7.7%。其中，第一、二、三产业增加值分别为38.4亿元、434.4亿元和433.1亿元，同比增速分别为5.9%、9.9%和5.5%，第二产业对经济增长的贡献率达60.0%以上，拉动GDP增长4.9个百分点。当期全区三次产业结构比由上年的3.8：47.3：48.9调整为4.2：47.95：47.85。2020年麒麟区人均GDP为115,254元，系全国人均GDP的1.59倍，区域经济发展较好。

工业方面，2020年全区八大支柱产业结构继续动态调整，其中煤炭开采及洗选业增加值大幅增长161%，黑色金属冶炼及压延加工业、电力生产和供应业、化学原料和化学制品制造业增加值同比增长10%以上，汽车制造业、有色金属冶炼及压延加工业增加值增幅一般，烟草制品行业、炼焦业出现小幅下滑。全区主要工业产品产量呈现“五增三降”的态势，其中原煤产量大幅增长超过120%，而铅产量

大幅下滑36.6%。2020年，全区127个规模以上工业企业实现利税144.7亿元，同比增长9.2%，利润总额34.6亿元，同比增长47.8%。

固定资产投资方面，2020年全区固定资产投资完成283.0亿元，同比增长20%以上，仍维持较高增速，当年333个投资项目中新开工项目达236个。同时，房地产开发投资完成78.8亿元，同比增长8.5%；商品房销售面积完成152.3万平方米，同比增长7.6%；商品房待售面积为20.5万平方米，同比下降33.1%，库存压力减弱。

此外，2020年全区零售、批发、住宿及餐饮等主要商贸业的发展受疫情影响增速放缓；对外贸易方面，2020年麒麟区进出口总额较去年同期增长148.3%，总体向好；此外，全区金融机构存、贷款余额同比增长仍在10%以上，金融继续对实体经济发挥重要的支持作用。

表3 麒麟区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	905.9	7.7%	823.6	8.5%
第一产业增加值	38.4	5.9%	31.3	5.4%
第二产业增加值	434.4	9.9%	389.6	7.3%
第三产业增加值	433.1	5.5%	402.7	10.0%
规模以上工业增加值	263.9	12.5%	203.0	6.7%
固定资产投资	283.0	20.3%	235.2	21.0%
社会消费品零售总额	298.2	2.1%	219.1	11.7%
进出口总额（亿美元）	3.8	148.3%	-	-
存款余额	1,174.8	14.3%	1,027.7	12.7%
贷款余额	822.1	13.2%	726.4	14.6%
人均 GDP（元）		115,254		105,119
人均 GDP/全国人均 GDP		159.09%		148.28%

注：“-”表示数据未公开披露；以上经济指标为麒麟区辖区内（含经开区）的数据；2020 年人均 GDP 按照 2019 年预计常住人口 78.6 万人计算。

资料来源：麒麟区 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、麒麟区人民政府门户网站，中证鹏元整理

2020年麒麟区实现一般公共预算收入22.9亿元，同比增长5.06%；其中税收收入完成17.9亿元，同比增长5.1%，占地方一般公共预算收入的78.2%。同期全区一般公共预算支出55.6亿元，同比增长0.03%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为41.2%。

五、经营与竞争

2020年公司仍主要从事麒麟区范围内的市政基础设施建设、棚户区改造、土地开发整理等项目的实施，业务在区域内仍将保持垄断性。其中项目建设管理和基础设施代建收入占当期营业收入的比重各保持在30%以上，是公司收入的主要来源，且毛利率水平较为稳定；公司2020年新增的工程项目收入主要



是子公司城建实业承接的道路、市政设施等的维修改造，该业务收入规模较大，为公司营业收入带来了一定补充；同时公司继续加大园林绿化业务的发展，该项业务收入及毛利率进一步提升；此外，公司经营范围还包括物业管理、石油销售、自来水销售、市政配套设施收入等其他业务，总体收入规模偏小，毛利率波动较大。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设管理费	1.89	100.00%	1.64	100.00%
基础设施代建收入	1.76	14.53%	1.84	14.53%
工程项目收入	1.02	36.88%	0.00	-
园林绿化	0.26	32.81%	0.11	31.81%
物业管理收入	0.05	30.36%	0.08	45.44%
石油销售	0.05	1.02%	0.00	-
自来水销售	0.02	10.54%	0.04	38.99%
市政配套设施收入	0.02	-18.23%	0.09	21.23%
其他业务	0.40	86.20%	0.84	93.94%
合计	5.47	54.24%	4.64	60.36%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目储备丰富，业务持续性较好，但大量项目建设成本回收周期长，面临较大的资金支出压力

公司作为麒麟区城市基础设施建设的运营主体，负责组织实施麒麟区市政基础设施建设及旧城改造项目。公司已就部分项目与曲靖市麒麟区人民政府（以下简称“麒麟区政府”）签订委托代建协议，该类协议约定公司收益为相应项目建设总成本的18%，项目完工验收后移交给相关政府部门。账务处理上，公司仍以净额法核算，按照经评审后的总投资额的18%确认为项目建设管理费收入。其中市政基础设施建设项目待竣工结算后，投入成本将由相关接收单位返还至公司；棚户区改造项目完工后拟通过对外出售商业部分覆盖前期投入成本。2020年公司确认项目建设管理费的主要项目见表5。

表5 2020 年公司主要项目建设管理收入明细（单位：亿元）

项目名称	当期建设成本	项目建设管理收入
靖江路改造项目	0.29	0.05
曲靖一中周边改造项目	0.27	0.05
新紫云路项目	0.24	0.04
中心城区市政道路人行道改造工程	0.17	0.03
水石路项目	0.15	0.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司棚户区改造项目主要包括“15曲靖麒麟债”和本期债券的募投项目，其中“15曲靖麒麟债”募



投资项目原计划在债券存续期内实现住宅和商业用房销售收入共计25.26亿元，但实际整体建设进度及投资回报低于预期，目前仅中和苑片区回迁安置房正在出售，截至2020年末预收房款2.28亿元；除此之外，“15曲靖麒麟债”募投项目涉及的其他片区棚改项目以及本期债券募投项目——曲靖市麒麟区安置房建设项目仍在建设中。未来待上述项目逐步建成，有望继续通过出售住宅及商业实现相关收益，但其销售及回款情况受当地房地产市场影响存在较大的不确定性。

表6 2020年末公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
印染厂棚改项目*	54.90	22.17	32.73
南宁广场棚改项目*	16.40	6.59	9.81
煤建东村棚改项目*	2.00	0.86	1.14
体育馆片区棚户区改造项目*	20.00	2.50	17.50
东门街棚改项目	16.55	18.61	-
中和苑棚改项目*	4.30	3.09	1.21
曲靖市麒麟区安置房建设项目*	14.29	5.83	8.46
曲一中片区棚户区改造项目	2.10	0.30	1.80
合计	130.54	59.94	72.66

注：“15曲靖麒麟债”募投项目为曲靖市中心城区2014-2015年城市棚户区改造项目，包括体育馆片区棚户区改造项目、中和苑棚改项目、南宁广场棚改项目、煤建东村棚改项目和印染厂棚改项目的部分子项目；“19曲靖麒麟债”募投项目为曲靖市麒麟区安置房建设项目；东门街棚改项目目前尚未完工，实际投资额超出计划总投资。

资料来源：公司提供

目前公司主要在售的房地产项目为清荷苑、中和苑，其中清荷苑系子公司曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司负责开发的商品房项目，中和苑系“15曲靖麒麟债”募投项目之一，因清荷苑地理位置略偏、中和苑包括大量回迁安置房，公司在售房地产项目投资回报率较低。

表7 截至2020年末公司在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	累计已投资	规划住宅面积	已售套数	预收房款	剩余可售面积
清荷苑	4.20	2.00	8.58	626	3.64	0.40
中和苑	4.00	3.09	4.45	342	2.28	0.51
合计	8.20	5.09	13.04	968	5.92	0.91

资料来源：公司提供

此外，公司还承担了区域内大量市政基础设施的投资建设，在建项目投资规模大，业务可持续性较好，但当前大量项目成本回收周期长，对公司资金形成长期占用，且主要在建项目尚需投入较多资金，公司面临较大的资金支出压力。

表8 截至2020年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
麒麟湖片区综合开发建设项目（包括防洪调节库）	50.00	8.41	41.59
水石路市政道路建设	17.28	8.00	9.28
寥廓山森林公园建设	10.00	1.32	8.68



东过境高速公路珠街连接线建设项目	10.00	8.81	1.19
麒麟区中心城区人居环境提升行动地下综合管廊等市政基础设施建设项目	8.21	4.85	3.36
城南片区污水处理厂及配套管网建设项目	3.49	2.73	0.76
环南路、长兴路等3条市政道路建设项目	1.37	1.24	0.13
云师大附属麒麟学校建设项目	7.31	8.50	-
金麟湾中央公园	2.20	0.20	2.00
合计	109.86	44.05	67.00

注：云师大附属麒麟学校建设项目目前尚未完工，实际投资额超出计划总投资。

资料来源：公司提供

2020年公司土地开发整理业务收入有所下降，且资金回收存在一定滞后

公司基础设施代建收入实质来源于土地开发整理项目，主要由子公司曲靖市麒麟区土地开发投资有限公司（以下简称“土投公司”）以代建方式运营。根据土投公司与麒麟区政府签订委托土地开发协议，土投公司在区域范围内进行统一征地拆迁、安置补偿、土地平整等土地开发工作，项目验收合格后整体移交。公司每年以经评审后出具的投入确认证书为依据，按照全额法核算，在当期投入成本基础上加成18%确认收入。2020年公司基础设施代建业务收入明细见表9，回款情况受当地政府资金安排影响仍存在一定滞后。此外，公司待整理土地项目较少，未来土地开发业务持续性收入实现存在不确定性。

表9 2020年公司基础设施代建收入明细（单位：亿元）

项目名称	基础设施代建收入
金麟湾片区	0.33
南片区防洪调节库	1.32
靖江片区（黄家庄社区）	0.11
合计	1.76

资料来源：公司提供

此外，土投公司于2016年与上海核景房地产置业有限公司共同出资成立曲靖肯豪斯置业有限公司（以下简称“肯豪斯置业公司”）（土投公司持股40%），并于2017年将其持有的金麟湾300.76亩、市值评估价3.00亿元的土地转让给肯豪斯置业公司，约定肯豪斯置业公司于2019年12月20日前付清该款项，并按照年化收益5%的溢价收购土投公司持有的40%股权。但截至2020年末，上述股权收购事项未发生实质进展，且剩余2.07亿元土地款未收回，未来回收情况值得关注。

工程项目、园林绿化、物业管理等业务为公司收入带来了一定补充，业务较为多元

2020年公司新增工程项目收入，主要系子公司城建实业承担的道路、市政基础设施等的维修改造，城建实业具备市政公用工程施工总承包二级资质。工程项目业务采取招投标的形式，发包方主要为政府部门及下属企业。2020年该业务收入规模较大，为公司营业收入带来一定补充。

同时园林绿化、物业管理、石油销售、自来水销售以及市政配套设施等业务优化了公司收入结构，收入来源较为多元。



2020年公司继续获得一定的外部支持

2020年麒麟区国资委将城建实业公司及其子公司无偿划拨至公司，增加公司资本公积；当期公司累计获得各项政府补助987.82万元，计入其他收益。

表10 2020 年公司获得的外部支持（单位：万元）

项目	金额	核算科目
城建实业公司及其子公司无偿划拨至公司（麒区国资【2020】48号）	8,567.10	资本公积
棚户区改造补助资金	816.83	其他收益
省级陡坡治理补助资金	69.99	其他收益
水乡景区项目建设补助	1.00	其他收益
第一批创A级景区补助资金	100.00	其他收益

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2019年审计报告和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2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围新增4家、减少1家一级子公司，子公司变动原因详见表1。

资产结构与质量

公司资产总额保持增长，但应收款项占用大量资金，土地资产及项目开发成本占比高，整体资产流动性偏弱

2020年公司资产规模保持小幅增长，资产结构保持稳定，仍以流动性资产为主。2020年末公司货币资金余额14.16亿元，主要为银行存款，另有0.17亿元系定期存单和履约保证金，使用受限。2020年末公司应收账款增长明显，主要系应收麒麟区政府的业务款项增加所致，另外应收肯豪斯置业公司的土地款回收进度缓慢。其他应收款主要系与当地政府机构以及关联方的工程代垫款、往来款，2020年该款项回收情况有所改善，期末账面价值较上年末下降。2020年末公司应收款项（应收账款和其他应收款）占期末总资产的比重仍在20%以上，应收对象以政府机构、国有企业为主，但部分款项账龄偏长，未来收回时间仍存在不确定性，整体对公司营运资金形成较大占用。截至2020年末，公司存货规模进一步增长，主要系项目持续投入的开发成本所致，存货中土地资产较上年末未发生变化，其中已抵押土地账面价值0.71亿元。

2020年末公司固定资产较上年末增幅较大，主要系曲靖万宇实业有限公司用以抵债的58套商铺及子



公司曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司持有的祥达花园310套房屋，目前商铺权证正在办理中。

整体来看，公司资产以应收款项和存货为主，应收款项长期占用公司资金，存货中的开发成本受项目结算进度、财政资金安排影响，回收时间存在较大不确定性，土地资产短期集中变现难度较大，公司资产整体流动性偏弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.16	7.46%	17.62	10.21%
应收账款	19.51	10.28%	15.43	8.94%
其他应收款	22.01	11.60%	27.24	15.78%
存货	124.37	65.56%	103.35	59.87%
流动资产合计	181.78	95.82%	166.29	96.32%
固定资产	3.31	1.75%	2.09	1.21%
非流动资产合计	7.92	4.18%	6.35	3.68%
资产总计	189.71	100.00%	172.64	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司收入规模回升，结构上更加多元化，盈利能力仍较好

2020年公司项目建设管理和基础设施代建业务较为稳定，收入占当期营业收入的比重各保持在30%以上；公司2020年新增工程项目及石油销售业务，同时继续加大园林绿化业务的发展，为公司营业收入带来了补充，收入结构亦更加多元化；受疫情影响，公司物业管理、自来水销售及市政配套设施收入下滑明显，整体来看，公司收入规模较上年末有所回升。

毛利率方面，项目建设管理和基础设施代建业务毛利率水平保持稳定，工程项目、园林绿化及物业管理业务毛利率维持在30%以上，自来水销售、市政配套设施及其他业务毛利率各出现不同程度的下滑，总体导致公司2020年销售毛利率下降，但仍处于较高水平，公司盈利能力仍较好。受益于预收较多房款，当期收现比进一步改善。但受项目结算进度及财政资金安排影响，公司应收政府部门及下属企业的款项规模仍较大。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	5.47	4.64
收现比	2.53	1.79
其他收益	0.10	0.10
营业利润	2.34	2.27
利润总额	2.33	2.30

销售毛利率	54.24%	60.36%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

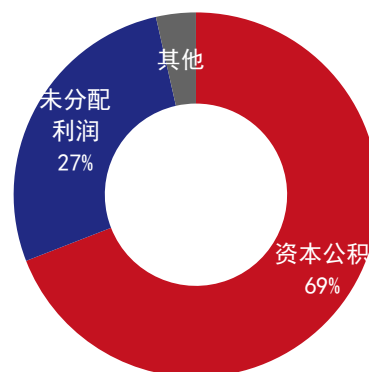
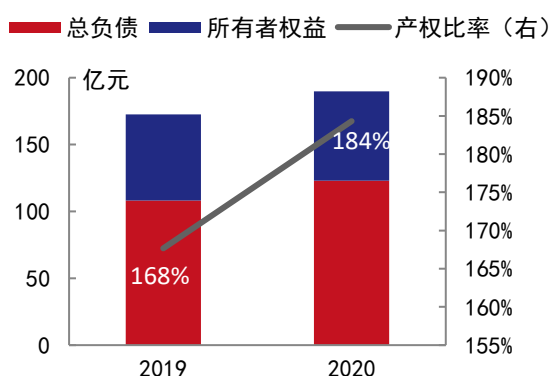
资本结构与偿债能力

公司资产负债率继续升高，总债务规模仍较大，整体面临较大的偿债压力

随着融资规模的扩大，公司负债总额继续增长，而当期所有者权益增长幅度较小，因此产权比率明显上升，权益资本对负债的保障程度继续减弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，2020 年公司短期借款余额进一步增长，主要系新增较大规模的保证借款所致，借款对象主要为股份制银行，利率为 3.8%-7.5%。预收款项增长明显，主要系预收较多售房款所致。其他应付款主要为往来款、工程代垫款、保证金等，随着公司往来款的大幅增加，其他应付款余额较上年末亦增长较多。2020 年公司偿还了较大规模的融资租赁款，并发行三年期的“20麒麟 01”和“20麒麟 02”用于偿还“17麒麟 01”，使得 2020 年末一年内到期的非流动负债余额大幅下降。

非流动负债方面，2020 年末公司长期借款中主要系质押借款以及通过抵押、质押、保证三重担保方式取得的借款，质押物为项目建设合同应收款，抵押物为国有土地使用权。2020 年公司新发行“20麒麟 01”、“20麒麟 02”、“麒麟城投企业信用资产交易”、“麒麟城乡投集团 2020 债权”等多只债券，并偿还“17麒麟 01”全部本金，同时“15曲靖麒麟债”自 2018 年开始每年偿还本金 2.00 亿元，综合作用下导致期末应付债券余额增长。公司长期应付款为应付的融资租赁款和专项建设基金，其中融资租赁款规模逐年下降，2020 年末长期应付款余额的增加均为专项建设基金。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.75	4.68%	3.40	3.14%
预收款项	8.76	7.12%	3.73	3.45%

其他应付款	25.00	20.33%	14.93	13.81%
一年内到期的非流动负债	5.76	4.68%	15.21	14.06%
流动负债合计	53.87	43.80%	43.75	40.45%
长期借款	35.51	28.87%	37.49	34.67%
应付债券	26.12	21.24%	23.10	21.37%
长期应付款	7.43	6.04%	3.69	3.42%
非流动负债合计	69.12	56.20%	64.39	59.55%
负债合计	122.98	100.00%	108.14	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着业务开展的需要，公司进一步增加外部融资，但总债务占总负债的比重有所下降，主要系公司 2020 年偿还了部分债券本金及融资租赁款所致。此外，公司借新还旧在一定程度上拉长了债务的期限结构，短期集中偿付压力可控，但 2020 年末公司总债务规模仍较大，整体面临较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

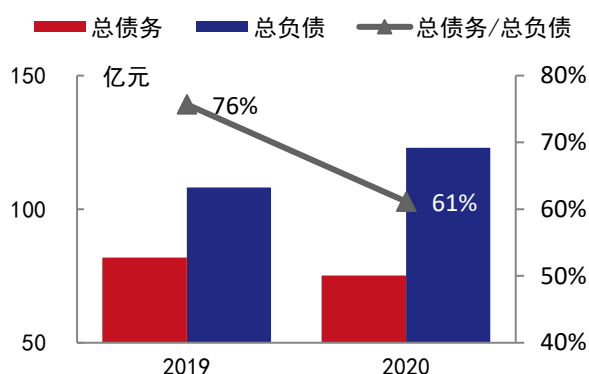
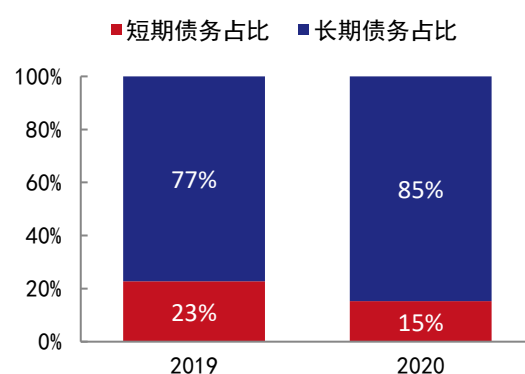


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率继续升高，但现金短期债务比有所改善，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。此外，2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数较上年下降，盈利能力对利息的保障程度减弱，偿债压力有所增加。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	64.83%	62.64%
现金短期债务比	1.23	0.95
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.75

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况



根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月1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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月14日），子公司土投公司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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为12.84亿元，占当期末净资产的19.25%，被担保对象大多为当地事业单位和国有企业，其中曲靖众一精细化工股份有限公司系民营企业，并且公司对外担保均未采取反担保措施，如果被担保对象不能按时足额偿还债务，公司将面临较大的或有负债风险。

表15 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	1.80	2021/2/20	否
曲靖市麒麟区粮油购销有限责任公司	0.10	2021/2/25	否
曲靖市麒麟职业技术学校	0.72	2021/2/28	否
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	0.25	2021/3/12	否
曲靖市麒麟区粮油购销有限责任公司	0.10	2021/3/26	否
曲靖市麒麟区水利水电开发建设投资有限公司	0.39	2021/11/29	否
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	0.49	2021/12/16	否
曲靖众一精细化工股份有限公司	0.45	2022/11/22	否
曲靖市联农共创专业合作社	0.04	2023/6/29	否
曲靖市麒麟区职业技术学校	2.50	2023/7/3	否
曲靖市麒麟区水利水电开发建设投资有限公司	3.50	2039/5/23	否
曲靖一中麒麟学校	2.50	2035/3/31	否
合计	12.84	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

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



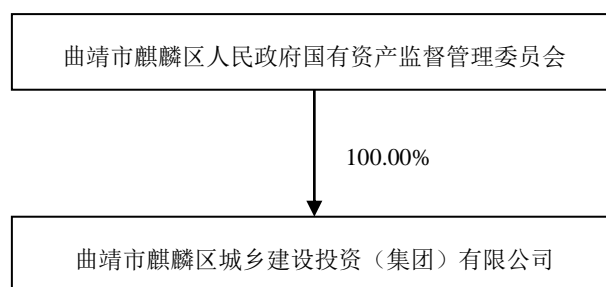
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	14.16	17.62	18.81
应收账款	19.51	15.43	15.69
其他应收款	22.01	27.24	27.84
存货	124.37	103.35	93.70
流动资产合计	181.78	166.29	158.98
非流动资产合计	7.92	6.35	4.50
资产总计	189.71	172.64	163.48
短期借款	5.75	3.40	1.90
其他应付款	25.00	14.93	12.04
一年内到期的非流动负债	5.76	15.21	2.65
流动负债合计	53.87	43.75	23.29
长期借款	35.51	37.49	39.00
应付债券	26.12	23.10	24.87
长期应付款	7.43	3.69	11.49
非流动负债合计	69.12	64.39	77.37
负债合计	122.98	108.14	100.66
总债务	75.19	81.85	80.10
所有者权益	66.73	64.50	62.82
营业收入	5.47	4.64	7.72
营业利润	2.34	2.27	1.73
其他收益	0.10	0.10	0.00
利润总额	2.33	2.30	1.92
经营活动产生的现金流量净额	6.46	-5.53	-12.14
投资活动产生的现金流量净额	2.54	-0.50	-2.69
筹资活动产生的现金流量净额	-10.20	2.40	20.12
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	54.24%	60.36%	39.50%
收现比	2.53	1.79	0.84
资产负债率	64.83%	62.64%	61.57%
现金短期债务比	1.23	0.95	4.05
EBITDA（亿元）	2.54	2.47	2.01
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.75	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

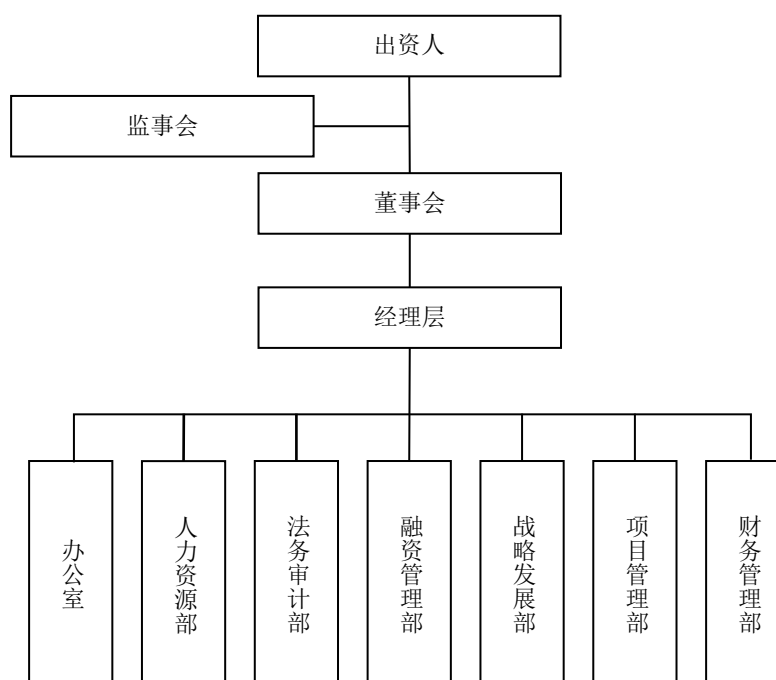


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	5.64	100.00%	房地产业
曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司	1.10	100.00%	房地产业
曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司	1.31	100.00%	房地产业
曲靖市麒麟区城建物业服务有限公司	50.00 万元	100.00%	居民服务、修理和其他服务业
曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限公司	0.02	100.00%	房地产业
曲靖城南片区项目开发有限公司	0.10	100.00%	房地产业
曲靖弘映园林绿化有限公司	0.02	100.00%	农、林、牧、渔业
曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司	1.04	100.00%	居民服务、修理和其他服务业
曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司	2.24	100.00%	租赁和商务服务业
曲靖市麒麟区市政公共设施经营服务有限公司	0.05	84.00%	租赁和商务服务业
曲靖市麒麟区农业旅游开发投资有限责任公司	6.05	92.54%	租赁和商务服务业
曲靖市麒麟区城建实业公司	0.23	100.00%	批发业
曲靖市麒麟区国有资产管理有限公司	0.10	100.00%	商务服务业
云南曲靖城投石化有限责任公司	0.05	51.00%	石油、煤炭及其他燃料加工业
曲靖市麒麟区第二人民医院	0.30	51.00%	医疗服务业

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的计息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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