

2021 年瑞丽仁隆投资开发有限责任公司

公司债券信用评级报告

项目负责人：王靖允 jywang@ccxi.com.cn

项目组成员：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 7 月 30 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]2017D 号

瑞丽仁隆投资开发有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2021 年瑞丽仁隆投资开发有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月三十日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
瑞丽仁隆投资开发有限责任公司	7 亿元	7 年	每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息；债券存续期的第 3 年至第 7 年年末分别偿还债券本金的 20%	拟全部用于瑞丽市畹町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目

评级观点：中诚信国际评定瑞丽仁隆投资开发有限责任公司（以下简称“瑞丽仁隆”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2021 年瑞丽仁隆投资开发有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了德宏傣族景颇族自治州（以下简称“德宏州”）区域经济实力不断增强、瑞丽国家重点开发开放试验区（以下简称“瑞丽试验区”）突出的战略地位和政策优势、公司业务定位明确以及区域地位突出等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司未来资本支出压力较大、盈利能力偏低及资产流动性较弱等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

概况数据

瑞丽仁隆（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	113.83	126.77	133.32	136.98
所有者权益合计（亿元）	84.99	86.16	85.32	85.25
总负债（亿元）	28.84	40.61	48.00	51.73
总债务（亿元）	20.60	33.50	33.01	33.53
营业总收入（亿元）	7.97	8.06	8.94	1.15
经营性业务利润（亿元）	1.73	1.44	0.77	-0.17
净利润（亿元）	1.61	1.18	0.76	-0.07
EBITDA（亿元）	3.29	2.90	2.75	--
经营活动净现金流（亿元）	0.83	-9.03	1.11	0.56
收现比(X)	1.16	0.78	1.20	1.22
营业毛利率(%)	13.36	9.88	10.35	5.70
应收类款项/总资产(%)	29.78	32.98	32.14	32.41
资产负债率(%)	25.33	32.04	36.01	37.76
总资本化比率(%)	19.51	28.00	27.90	28.23
总债务/EBITDA(X)	6.27	11.57	12.02	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.53	2.05	1.29	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际将各期其他应付款中的带息部分调入短期债务核算，将各期长期应付款中带息部分调入长期债务核算；4、各期财务报表均使用期末数；5、公司未提供 2021 年 1~3 月现金流量补充表，故相关指标失效。

正 面

■ **德宏州经济实力不断增强。**2018~2020 年，德宏州分别实现地区生产总值 381.06 亿元、513.66 亿元和 575.54 亿元，同比分别增长 8.0%、7.9%和 7.9%，不断增强的区域经济实力为公司发展提供了较好的外部环境。

■ **瑞丽试验区突出的战略地位和政策优势。**瑞丽试验区以瑞丽市全境为核心，两翼包含芒市和陇川县，拥有重要的战略地位，在开发建设及招商引资方面享受多项国家级、省级及州级优惠政策。

■ **公司业务定位明确，区域地位突出。**公司是德宏州及瑞丽试验区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务定位明确，区域地位突出。近年来公司在资产注入、财政补贴等方面获得股东的大力支持。

关 注

■ **未来资本支出压力大。**公司基础设施建设业务及土地开发整理业务的项目投资规模较大，未来面临较大资本支出压力。

■ **盈利能力偏低。**2018~2020 年，公司利润总额分别为 1.56 亿元、1.13 亿元和 0.79 亿元，同期，计入其他收益的政府补助分别为 2.20 亿元、2.51 亿元和 1.82 亿元，盈利能力对政府补助依赖较大，加之期间费用较高，部分板块营业毛利率为负，公司盈利能力偏低。

■ **资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收类款项为主，存货主要为拟开发土地及开发成本，截至 2021 年 3 月末存货和应收类款项合计占总资产比重达 74.85%，资产流动性较弱，应收类款项资金占款规模仍较大。

评级展望

中诚信国际认为，瑞丽仁隆投资开发有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**德宏州经济实力显著及持续增强，债务负担下降；公司在德宏州区域地位提升，获取股东及相关各方支持力度大幅增强；公司资本实力显著扩充，资产质量大幅改善，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**德宏州经济财政实力出现大幅下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，流动性风险加重等。

同行业比较

部分同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
瑞丽仁隆	133.32	85.32	36.01	8.94	0.76	1.11
蒙自城投	194.63	123.78	36.40	29.60	1.50	1.45

注：“蒙自城投”为“蒙自新型城镇化开发投资有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

瑞丽仁隆原名“瑞丽市仁隆投资开发有限责任公司”，系根据“德政复[2007]79号”文件，于2008年4月由瑞丽市财政局以股权出资成立的国有企业，初始注册资本为2,800万元；2012年1月瑞丽市财政局以货币资金追加公司注册资本4,000万元，将注册资本增加至6,800万元；2014年9月，瑞丽国家重点开发开放试验区管理委员会（以下简称“瑞丽试验区管委会”）以货币资金对公司增资7,000万元，公司注册资本及实收资本增至13,800万元，瑞丽试验区管委会持股比例为50.72%，瑞丽市财政局持股比例为49.28%；2016年10月，瑞丽试验区管委会将其持有公司的股份全部无偿划转至瑞丽市财政局，瑞丽市财政局对公司的持股比例增至100%；2017年3月，瑞丽市财政局将其对公司持有的50.72%的股权无偿划转至德宏傣族景颇族自治州国有资产监督管理委员会（以下简称“德宏州国资委”）。2017年5月，根据公司股东决议，公司更名为现名。截至2021年3月末，瑞丽市财政局对公司持股49.28%，德宏州国资委对公司持股50.72%，德宏州国资委为公司的控股股东及实际控制人。

公司是德宏州重要的基础设施建设主体和投融资主体之一，也是瑞丽试验区最重要的基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体。公司主要负责瑞丽试验区基础设施建设、土地开发整理、公租房运营以及德宏州重点基础设施项目投融资建设。截至2021年3月末，纳入公司合并范围的一级子公司共计15家。

表1：公司主要一级子公司

一级子公司全称	简称	持股比例
瑞丽市经纬投资开发有限公司	经纬投资公司	100.00%
瑞丽市瑞源丰投资开发有限公司	瑞源丰投公司	100.00%
瑞丽市城市建设投资开发有限责任公司	瑞丽城投	71.11%
瑞丽市文化旅游投资有限公司	瑞丽文旅	100.00%
云南万诚股权投资基金管理有限公司	云南万诚	83.34%
瑞丽市万诚银瑞股权投资基金合伙企业（有限合伙）	万诚银瑞	99.80%
瑞丽市宝玉物业管理有限公司	宝玉物业	100.00%
瑞丽市竞翔置业有限公司	竞翔置业	100.00%

瑞丽市聚昊民置业有限公司	聚昊民置业	100.00%
瑞丽市聚晟通置业有限公司	聚晟通置业	100.00%
瑞丽市勐源水务投资有限公司	勐源水务	100.00%
瑞丽市建设工程质量检测有限公司	质量检测	100.00%
瑞丽市浩觉再生资源有限公司	浩觉资源	70.00%
瑞丽市壹铭教育投资有限公司	壹铭教育	100.00%
瑞丽市国悦投资开发有限责任公司	国悦投资	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券拟发行规模7.00亿元，发行期限7年，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。募集资金拟全部用于瑞丽市畹町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目。

表2：本期债券募集资金拟使用情况表（亿元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	募集资金安排占项目总投资比例
瑞丽市畹町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目	10.09	7.00	69.34%
合计	-	7.00	-

资料来源：募集说明书，中诚信国际整理

本期债券募投项目位于瑞丽市畹町国际进出口生物产业园，县道212与芒棒公路交汇处东南角。该项目建设内容包括生产厂房、仓库、食堂、员工宿舍等主体建设工程，以及用地红线范围内的绿化、水电等配套性工程。项目总用地面积328,254.97平方米，总建筑面积404,650.00平方米。其中项目生产厂房和仓库80.00%用于销售，当年未销售部分用于出租，食堂和员工宿舍用于出租。本期募投项目建设期2年，计划总投资10.09亿元，项目建成后收入来源于厂房、仓库的出售收入和出租收入及食堂和员工宿舍的出租收入。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年上半年，经济延续修复态势，低基数下GDP同比实现12.7%的高增长，两年复合增速提升至5.3%，供需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下GDP同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现供需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速上升，与 CPI 之差不断扩大，不过，随着全球供需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续 PPI 涨幅或将持续回落。

宏观风险：虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成

果同时妥善应对和缓释风险。

宏观政策：2021 年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7 月初全面降准落地释放长期资金 1 万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

宏观展望：虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济持续修复的基本态势不改，供需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

得益于区位优势及丰富的民俗文化，德宏州经济发展形势持续向好，但德宏州经济发展水平不高，财政收支压力较大；德宏州位于中缅边境，仍需关注境外疫情输入压力及对德宏州经济发展的影响

德宏州为云南省下属的地级行政区，位于云南省西部，祖国西南边陲，是美丽的孔雀之乡。德宏州三面与缅甸接壤，是中国面向西南开放的黄金通道，国家实施“一带一路”的重要一环、云南建设面向南亚东南亚辐射中心的关键节点、孟中印缅经济走廊建设的先行区。区域内民族特色浓厚、强大的

政策红利及瑞丽试验区的开发和建设进一步有力推动了德宏州的经济的发展。截至 2020 年末，德宏州幅员面积 1.15 万平方公里，辖 2 个县级市、3 个县，人均 GDP 为 4.35 万元，经济发展水平仍不高。2021 年 3 月，德宏州瑞丽市爆发新冠疫情，瑞丽市实施封城策略，需关注境外疫情输入压力对德宏州经济发展的影响。

图 1：德宏州行政区划图



图片来源：德宏州人民政府网站

近年来，德宏州经济不断发展，综合实力稳步提升。2018~2020 年，德宏州分别实现地区生产总值 381.06 亿元、513.66 亿元和 575.54 亿元，同比分别增长 8.0%、7.9%和 7.9%。2020 年，德宏州实现地区生产总值(GDP)575.54 亿元，同比增长 7.9%，增速超出云南省 3.9 个百分点。三次产业结构由 2019 年的 20.2：21.0：58.8 调整为 20.9:21.1:58.0。同期，德宏州固定资产投资增长 15.5%，工业经济稳中有进，完成规模以上工业增加值增长 10.2%，工业投资增长 74.5%。脱贫攻坚普查通过国家验收。

2018~2020 年，德宏州一般公共预算收入分别为 37.04 亿元、40.10 亿元和 42.31 亿元，其中税收占比分别为 67.3%、59.45%和 57.60%；同期，德宏州一般公共预算财政平衡率分别为 24.69%、24.84%和 23.15%，自身财政平衡能力较弱。2020 年，受加大土地供给等因素影响，德宏州政府性基金收入同

比大幅上升 187.9%至 39.27 亿元。截至 2020 年末，德宏州政府债务余额为 258.12 亿元，较 2019 年末增加 44.20 亿元，债务水平较高。

瑞丽市作为旅游百强县市，经济实力不断提升，2020 年受疫情影响较大；整体财政实力较弱，财政支出对政府性基金收入及转移支付具有一定依赖，地方政府债务余额规模较大

瑞丽市地处云南省西南部，下辖瑞丽市姐告边境贸易区、畹町经济开发区 2 区，勐卯、畹町、弄岛 3 镇，姐相、勐秀、户育 3 乡。瑞丽是中国西南最大的内陆口岸，是西南沿边开放的重要城市。瑞丽市自然及文化旅游资源丰富，2020 年，瑞丽市被列为中国旅游百强县市。

近年来，瑞丽试验区发展较快，瑞丽市经济发展向好，综合实力稳步提升。2018~2020 年，瑞丽市分别实现地区生产总值 107.4 亿元、118.3 亿元和 167.02 亿元，同比分别增长 6.1%、10.2%和 8.1%。2020 年，口岸贸易进出口总额（口岸数）完成 764.86 亿元，下降 10.45%；实现固定资产投资增长 2.1%。

2018~2020 年，瑞丽市一般公共预算收入分别为 10.04 亿元、10.95 亿元和 9.08 亿元，其中税收占比分别为 70.12%、59.82%和 59.14%；2020 年，瑞丽市一般公共预算收入同比下降 17%，其中税收收入实现 5.37 亿元，同比下降 19%，受疫情影响，税收增收形势较为严峻，财源基础不稳固；同期，瑞丽市一般公共预算支出为 37.85 亿元，财政平衡率为 23.99%，自身财政平衡能力较弱。同期，瑞丽市政府性基金收入为 18.29 亿元，同比增长 210%，对土地的依存度较高。截至 2020 年末，瑞丽市政府债务余额为 44.91 亿元，债务规模较大。

瑞丽试验区依托国家政策及区位优势，积极打造边境贸易区核心口岸，未来发展向好

2010 年 6 月，中共中央、国务院出台《关于深入实施西部大开发战略的若干意见》，明确提出“积

极建设广西东兴、云南瑞丽、内蒙古满洲里等重点开发开放试验区”，瑞丽被确定为国家重点开发开放试验区。2012年7月，国务院正式批准《瑞丽重点开发开放试验区实施方案》，2015年12月，《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》（国发〔2015〕72号）确定瑞丽试验区为五个国家级重点开发开放试验区之一。瑞丽试验区是云南省、德宏州十二五的重要战略部署，也是德宏州“十三五”经济增长最重要的动力引擎。瑞丽试验区日常管理机构为瑞丽试验区管委会，为正厅级单位，试验区党工委书记、管委主任由德宏州委书记担任。

瑞丽试验区以瑞丽市全境为核心，两翼包含芒市和陇川县，内有瑞丽、畹町2个国家一类口岸和陇川章凤国家二类口岸，瑞丽、畹町2个国家级边境经济合作区，以及实行“境内关外”海关特殊监管模式的姐告边境贸易区。瑞丽试验区建设按照“一核两翼、联动发展，一区多园、政策叠加”的工作思路，实施瑞丽畹町姐告同城化、芒市瑞丽陇川一体化发展，政策项目覆盖德宏州所有县市。此外，瑞丽试验区享受国家新一轮西部大开发、沿边、少数民族等多重政策，特别是国家赋予试验区的财政税收、投融资、产业与贸易、土地资源、对外开放等特殊优惠政策。

特色的民族文化、优越的自然条件、突出的区位优势 and 强大的政策红利有力地推动了德宏州和瑞丽市的经济和产业发展。同时，瑞丽试验区的开发和建设在德宏州的整体规划建设中地位突出，发展形势较好。根据瑞丽市“十四五”规划，未来五年将把瑞丽市建设成为全国民族团结进步示范区、创新创业生态宜居现代化口岸城市、面向南亚东南亚辐射中心先行区，全州经济高质量发展引擎。

业务运营

公司是德宏州重要的基础设施建设主体和投融资主体之一，也是瑞丽试验区最重要的基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体。

近年来，公司主要负责瑞丽试验区基础设施建设、土地开发整理、公租房建设与运营等多种业务。公司营业收入呈逐年增长趋势。具体来看，2020年公司基础设施建设业务收入大幅下降，主要系代建项目逐渐完工，确认收入减少所致。同期，土地开发整理收入大幅增长主要系2020年与政府结算了瑞丽边境经济合作区（弄岛镇）农畜产品加工产业园暨瑞丽市工业园区弄岛片区土地开发整理项目，确认了土地整理收入所致。2021年1~3月，受疫情影响，公司未确认基础设施建设收入和土地整理收入。近年来，公司保障房租金收入保持稳定。此外，2020年公司新增贸易收入2.27亿元，主要系子公司浩觉资源新增再生资源贸易所致；2021年1~3月，公司实现贸易收入0.92亿元。公司其他业务中管网项目收入和广告收入同比均有一定增长，对公司收入形成一定补充。

表3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
基础设施建设	6.88	6.98	3.45	--
土地开发整理	0.05	0.006	1.96	--
保障房租金收入	0.36	0.36	0.36	0.02
贸易收入	--	--	2.27	0.92
其他	0.68	0.71	0.90	0.21
合计	7.97	8.06	8.94	1.15
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
基础设施建设	86.31%	86.63%	38.64%	--
土地开发整理	0.62%	0.08%	21.91%	--
保障房租金收入	4.50%	4.45%	3.99%	1.61%
贸易收入	--	--	25.42%	80.13%
其他	8.56%	8.84%	10.03%	18.26%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务板块为管网收入、利息及融资服务收入和租赁租金收入等。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是德宏州及瑞丽试验区重要的基础设施建设主体，业务模式明确，公司在建及拟建项目较多，业务稳定性及可持续性较好，但未来亦面临较大的资本支出压力

公司或公司下属子公司与瑞丽市人民政府签订项目协议。公司根据协议约定并依照瑞丽市人民政府有关规定，按照市场化原则操作，负责项目融资、项目建设、项目管理及项目竣工验收等事宜；

在项目竣工后配合完成项目验收及相关文件的移交。在项目建设过程中，公司按工程进度与委托方结算，每年年末，委托方对工程进度进行确认，并按项目支出成本加成 10%~15% 的项目收益支付公司结算款；公司据此结转基础设施工程建设成本，并确认营业收入。

已完工项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司已完工项目主要为瑞丽市易地扶贫搬迁建设项目、瑞丽市勐卯镇勐力易地扶贫搬迁建设项目、环山工业园区市政道路建设项目、第三污水处理厂及配套管网工程项目、瑞丽市弄岛镇水厂及配套管网工程项目和瑞丽市弄莫湖公园建设工程项目，上述项目已投资 21.38 亿元，已回款 22.10 亿元。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要已完工基础设施项目建设情况（万元）

序号	项目名称	计划投资	已投资	建设周期	是否签订代建协议	已回款金额
1	瑞丽市弄岛镇水厂及配套管网工程项目	13,322.35	11,265.71	2014~2017	是	10,201.88
2	瑞丽市弄莫湖公园建设工程项目	45,689.04	39,194.28	2010~2017	是	43,532.96
3	瑞丽市易地扶贫搬迁建设项目	78,350.25	66,273.36	2015.10~2018.09	是	68,318.67
4	环山工业园区市政道路建设项目	76,948.25	48,473.43	2015.07~2017.06	是	53,834.40
5	第三污水处理厂及配套管网工程项目	13,523.40	13,758.48	2016.07~2018.07	是	15,607.31
6	2018 年易地扶贫搬迁项目（第一批）工程项目	7,607.71	4,790.94	2018.03~2019.03	是	5,509.58
7	瑞丽市勐卯镇勐力易地扶贫搬迁建设项目	25,993.79	19,960.65	2014.02~2016.10	是	12,759.00
8	瑞丽市城区河道综合治理工程项目	25,600.00	10,100.00	2015.06~2017.12	是	11,200.00
	合计	287,034.79	213,816.85	--	--	220,963.80

注：项目计划总投资与实际投资有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建的基础设施项目有 16 个，总投资 60.49 亿元，已投资 17.97 亿元，已回款 2.02 亿元，回款情况一般。其中瑞丽试验区产业孵化园（玺越广场）项目、云南瑞丽工业园区标准厂房聚集区建设项目、瑞丽市“十三五”

加油站项目、瑞丽市人才培训中心和中国云南自由贸易试验区德宏片区瑞丽市科教文化产业园建设项目为公司自营项目，待项目完工后，公司通过出租等方式获取收益。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施及自营项目建设情况（亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	建设周期	是否签订代建协议	已回款金额
1	瑞丽边境经济合作区（弄岛镇）农副产品加工产业园暨瑞丽市工业园区弄岛片区土地开发整理项目	2.72	1.98	2017~2019	是	0.83
2	瑞丽市 2016 年城镇棚户区改造建设项目	2.11	0.99	2017~2021	是	0.82
3	弄莫湖东广场商业街建设项目	0.24	0.34	2018~2019	是	--
4	弄岛污水处理厂	1.20	0.07	2018~2019	是	--
5	瑞丽市农场飞海办事处、勐卯村、勐力搬迁新村供水管网工程新建项目	0.16	0.03	2018~2019	是	--
6	瑞丽天然气区域储气调峰项目工程新建项目	2.48	0.009	2018~2020	是	--
7	瑞丽市畹町特色小镇道路基础设施项目	4.50	0.003	2018~2020	是	--
8	云南瑞丽工业园区标准厂房聚集区建设项目	13.02	9.90	2017~2019	自建	--
9	瑞丽市“十三五”加油站项目	0.26	0.008	2019~2020	自建	--
10	瑞丽试验区产业孵化园（玺越广场）项目	5.00	2.78	2019~2021	自建	--
11	瑞丽市第二水厂及配套管网工程三标段工程项目	1.88	0.63	2015.12~2017.12	是	0.37
12	瑞丽江黄金旅游岸线综合开发项目工程（允井至	14.08	0.001	2021~2024	是	--

	甌町桥头示范段栈道					
13	瑞丽市农村饮水工程项目	1.02	0.03	2018~2019	是	--
14	瑞丽市南哈解河工程项目	2.12	0.03	2021~2024	是	--
15	瑞丽市人才培训中心	0.60	0.10	2020~2021	自建	--
16	中国云南自由贸易试验区德宏片区瑞丽市科教文化产业园建设项目	9.10	1.04	2021~2022	自建	--
	合计	60.49	17.97	--	--	2.02

注：1、表内部分建设周期截至时间与项目实际完工时间存在差异；2、瑞丽边境经济合作区（弄岛镇）农畜产品加工产业园暨瑞丽市工业园区弄岛片区土地开发整理项目为原农畜产品加工产业区（土地开发整理）项目；3、合计数因四舍五入有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目主要为瑞丽市国际陆港交通枢纽、瑞丽市南哈解河水库工程和瑞丽市城市绿化、景观及提升改造项目、瑞丽市人民医院建设项目和瑞丽市甌町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目，项目总投资 43.22 亿元，其中，瑞丽市甌町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目为本期债券募投项目，计划总投资 10.09 亿元，项目建成后收入来源于厂房、仓库的出售收入和出租收入及食堂和员工宿舍的出租收入。公司拟投资规模较大，未来或面临较大的资本支出压力。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司拟建项目情况（万元）

序号	项目名称	总投资
1	瑞丽国际陆港交通枢纽项目	201,500.00
2	瑞丽市南哈解河水库工程	21,208.14
3	瑞丽市城市绿化、景观及提升改造项目	69,500.00
4	瑞丽市甌町生物制药大健康产业园区标准厂房建设项目	100,945.82
5	瑞丽市人民医院建设项目	39,000.00
	合计	432,153.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地整理业务在瑞丽试验区具有专营优势，业务模式明确且回款较好，2020 年营业收入有所增长

公司土地开发整理业务由子公司瑞源丰投公司及经纬投资公司负责。下属子公司与瑞丽市人民政府或瑞丽市土地储备中心等签订项目协议。公司根据协议约定并依照政府有关规定，负责土地开发整理项目的融资、整治、开发与管理，土地整治开发完成后移交给委托人。委托人按公司实际支付的土地开发整理成本加成 9%~10% 项目收益支付公司结算款。在土地开发整治过程中，公司按工程进度与委托方结算；每年年末，委托方根据公司当年土

地开发情况确认项目进度，公司据此结转土地开发整理成本，并确认相应营业收入。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司在建土地整理项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	已回款
工业园区进出口加工制造基地（二期）项目	15.18	2.70	3.31
合计	15.18	2.70	3.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司已完工土地开发整理项目主要系瑞丽市银翔摩托产业园综合开发项目平场土方工程项目和 2015 年第一批城镇建设用地“五通一平”土地整治项目，截至 2021 年 3 月末，上述项目已投资 5.04 亿元，已收到回款 5.60 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司在整理土地项目为工业园区进出口加工制造基地（二期）项目，总投资 15.18 亿元，尚需投资 12.48 亿元。2020 年，土地整理相关业务收入 1.96 亿元，较上年大幅增长。

公司在建保障房建设业务的持续性不佳，2020 年收到部分回款，但进度仍较滞后；保障房租赁收入较为稳定但规模偏小，另需关注维修维护资金拨付的及时性

公司保障房业务主要由子公司经纬投资公司负责实施，保障房建设项目以公租房、廉租房建设为主。经瑞丽市人民政府授权，经纬投资公司与瑞丽市人民政府签订项目协议，经纬投资公司通过自建、收购、改造、共建、配建等途径完成项目建设。住房建设完毕后，瑞丽市人民政府按公司实际支付的成本加成 10% 项目收益支付公司结算款，相应保障房项目移交给政府；保障房后续由经纬投资公司管理运营，按照规定的租金标准定期向租户收缴公

租房及廉租房租金，对于租赁期限届满未续签协议以及解除租赁关系的承租家庭或单位实施住房清退。

截至 2021 年 3 月末，公司承接的保障房建设项目主要为瑞丽市公共租赁住房（目脑纵歌场片区）建设项目和瑞丽市公共租赁住房（弄莫湖片区 CC15 地块）建设项目，均已完工，项目总投资 4.63 亿元，已确认收入 4.85 亿元，因项目规模较大，竣工结算周期较长，回款期限较长，截至 2021 年 3 月末，保障房建设业务累计回款 1.25 亿元。公司完工的保障房项目交由经纬投资公司负责运营，截至 2021 年 3 月末，经纬投资公司运营公租房、廉租房共计 18,563 套，出租率为 100%，平均租金价格为 3.3 元/m²·月。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现保障房租金收入 3,590.65 万元、3,588.42 万元、3,568.75 万元和 184.27 万元，为公司收入形成补充。2019 年，根据瑞丽市人民政府办公室《瑞丽市人民政府专题会议纪要》（第 106 期）（2019 年 12 月 20 日），将 2019 年公司保障房收入 900.00 万元上缴瑞丽市财政局，该 900 万元资金系瑞丽市财政局前期所垫付的维修维护费用。2020 年，根据瑞丽市人民政府办公室《瑞丽市人民政府关于瑞丽市经纬投资开发有限公司上缴瑞丽市财政局公租房收入的专题会议纪要》（第 69 期）（2020 年 12 月 14 日），将 2020 年公司公租房收入 1,105.77 万元上缴瑞丽市财政局。2019 年 12 月 23 日，根据《瑞丽市财政局关于下达瑞丽市公共租赁住房维修维护资金的通知》（瑞财预[2019]0892 号），瑞丽市财政局根据预算安排下达公司 2,200.00 万元保障房维修维护资金，作为平衡保障房运营的资金补助。2020 年公司未收到保障房维修维护资金。截至 2020 年末，公司无在建及拟建保障房项目。中诚信国际将对保障房建设及运营业务的可持续保持关注。

战略规划及管理

未来公司将紧抓“一带一路”倡议，做大做强现有主营业务，并积极拓展新兴业务

德宏州及瑞丽试验区地处“一带一路”倡议的前沿，是面向南亚、东亚辐射中心的重要枢纽和战略节点，区域对外开放和经济发展水平不断提高，对城市基础设施的完备性及土地数量的需求不断增长，公司作为德宏州及瑞丽试验区重要的投融资主体，在城市建设中扮演着重要角色，得到了州政府、瑞丽试验区管委会及瑞丽市政府的大力支持，为公司进一步发展壮大提供了良好机遇。公司将在大力发展城市基础设施建设业务、土地开发整理业务及保障房建设的基础上，进一步完善公司治理结构，打造更加专业化管理团队；同时积极拓展公司多元化发展及融资渠道，提升企业的综合竞争力，努力将公司打造成为具有核心竞争力的投资集团。

公司董事、高级管理人员存在公职人员兼职现象

公司建立了由股东会、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构；设置了行政部、财务部、项目部、投融资部、子公司等多个业务及职能部门；制定了财务管理办法、资金支出管理办法和行政管理制度等一系列规章制度，对公司经营管理的各个过程及关键环节起到了较好的风险控制作用。此外，德宏州国资委作为实质控制人，对公司治理结构稳健性、业务推进、投融资产业布局、未来发展战略等形成较大影响。公司董事及高级管理人员中存在公职人员兼职现象，高级管理人员内部稳定性有待提高。

财务分析

以下分析中 2018 年数据基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年三年连审审计报告，2019~2020 年数据基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告。各期财务报表均按照新会计准则编制，以下分析均基于各期财务报表期末数。

盈利能力

公司主营业务收入呈增长趋势，毛利率较低且有所波动；期间费用受利息支出增长影响有所提升，费用控制能力有待提高，公司部分板块毛利为负，盈利仍主要依赖政府补助

受公司主要业务板块毛利率波动影响，近年来公司毛利率呈波动下降趋势。2019 年，公司基础设施建设业务和其他业务毛利率均下降，加之保障房租赁受上缴财政租金影响毛利率变为负，当年公司营业毛利率降幅显著；2020 年，公司毛利率小幅增长，主要系基础设施建设及土地开发整理毛利率增长所致。具体来看，公司基础设施建设和土地开发整理业务因 2020 年代建管理费结算比率提高致毛利率均小幅增长；受疫情影响，公司保障房租赁业务亏损加重，毛利率持续下降。公司贸易收入确认收入时同步确认增值税，公司贸易业务并无进项税可抵扣，故当期毛利为负。此外，2021 年 1~3 月公司营业毛利率为 5.70%，较 2020 年有所下降。

表 8：近年来公司主要业务板块毛利率(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
基础设施建设	9.88	9.33	13.02	--
土地开发整理	9.09	9.09	13.04	--
保障房租金收入	24.24	-4.69	-12.06	-65.22
贸易收入	--	--	-3.46	-3.54
其他	42.96	22.67	38.11	52.48
营业毛利率	13.36	9.88	10.35	5.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用呈逐年增长趋势，以管理费用和财务费用为主。财务费用受公司债务规模增长、利息支出增加影响逐年增长；管理费用主要为折旧费和职工薪酬。公司盈利有一定的侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

受经营性业务利润下降和期间费用增加影响，公司利润总额呈逐年下降态势。公司自身盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖较大。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司计入其他收益的政府补助分别为 2.16 亿元、2.20 亿元、1.82 亿元和 0.27 亿元。

近年来，公司收现比随着营业收入变化呈波动

趋势，2019 年，公司收现比同比显著下降至 0.78 倍，主要因当期结转保障房等项目收入未能及时实现回款所致。2020 年，公司收现比同比显著增长，为 1.20 倍，公司主要经营业务回款情况较上年有所改善。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	1.38	1.46	1.85	0.45
期间费用率	17.37	18.06	20.72	39.41
经营性业务利润	1.73	1.44	0.77	-0.17
投资收益	0.09	0.05	0.04	0.05
其他收益	2.16	2.20	1.82	0.27
利润总额	1.56	1.13	0.79	-0.07
收现比	1.16	0.78	1.20	1.22

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

随着业务的发展，公司总资产和总负债规模有所增长，但总资本化比率和债务结构尚处于合理水平，资产中存货和应收类款项占比较高使得资产流动性和收益性一般

近年来，随着项目建设的推进，公司总资产规模呈增长趋势。公司资产以流动资产为主，近年来流动资产在总资产中的占比均超过 75%。公司资产主要由货币资金、存货、其他应收款、投资性房地产和固定资产构成。2020 年公司融资大幅减少，偿还债务致使货币资金大幅下降，截至 2020 年末，公司无受限的货币资金。2020 年末，存货占总资产比重为 42.21%，较 2019 年末有所增长，主要为拟开发土地及开发成本，其中待开发土地主要为商业用地和住宅用地，截至 2021 年 3 月末，拟开发土地账面价值 43.86 亿元，其中通过划拨取得的土地账面价值 34.97 亿元，通过出让取得的地账面价值 8.69 亿元，通过招拍挂取得的土地账面价值 0.16 亿元。公司其他应收款主要为与瑞丽市瑞净美生态环保投资开发有限公司、瑞丽重点开发开放试验区投融资有限公司、瑞丽市汇玉实业有限公司、瑞丽重点开发开放试验区城市投资开发有限公司和瑞丽市交通运输局等政府单位或国有企业的往来款及资金拆借款，2020 年末其他应收款规模有所上升，对

公司资金形成较大占用。2020 年末公司投资性房地产因计提折旧同比小幅减少，且剩 2 处房产¹产权证书正在办理中，账面价值 0.15 亿元。2020 年末，公司其他非流动资产增至 4.09 亿元，主要为预付购置长期资产及相关费用。

近年来公司所有者权益呈波动增长趋势。所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。近年来，公司实收资本较为稳定，截至 2021 年 3 月末，实收资本为 1.38 亿元。2019 年，受益于公司未分配利润增加，所有者权益有所增长；2020 年末，公司所有者权益有所减少，主要系公司与政府进行土地置换所致，当期因土地置换导致资本公积净减少 1.86 亿元，公司收到无偿划转股权增加资本公积 0.18 亿元，子公司瑞丽市城市建设投资开发有限责任公司收到住建局拨付《瑞丽市二水厂及配套管网工程》的项目贷款配套资金，增加资本公积 0.17 亿元所致。公司未分配利润总体呈增长趋势，截至 2021 年 3 月末，未分配利润为 8.19 亿元。

近年来公司债务总额波动上升，总资本化比率同向变动，但整体仍处于合理水平，合理的总资本化比率有利于企业的再融资和稳定运营；2020 年末，短期债务/总债务有所上升，同时货币资金大幅减少，公司短期偿债压力有所增大

公司资产规模逐年增长，但以存货、应收类款项为主，应收类款项的应收对象多为政府部门和国有企业，对营运资金形成一定占用；以待开发土地和开发成本为主的存货变现能力较差且待开发土地均未缴纳土地出让金，资产流动性较弱。公司拥有一定规模的投资性房地产，但租金收入较小，公司整体资产质量较差。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	113.83	126.77	133.32	136.98
货币资金	2.51	4.45	1.48	1.60
存货	50.87	51.94	56.27	58.13
其他应收款	26.79	32.62	33.14	34.43

¹ 未办理产权证书房产为瑞丽市姐告中缅伯乐商城商住楼（8 套）和职工服务中心。

应收账款	7.10	9.18	9.71	9.96
投资性房地产	19.14	18.96	18.68	18.65
固定资产	4.23	3.76	3.29	3.61
其他非流动资产	0.004	0.01	4.09	4.11
所有者权益合计	84.99	86.16	85.32	85.25
资本公积	75.93	75.97	74.45	74.45
未分配利润	6.44	7.56	8.27	8.19
总负债	28.84	40.61	48.00	51.73
总债务	20.60	33.50	33.01	33.53
短期债务/总债务	0.30	0.14	0.19	0.19
资产负债率	25.33	32.04	36.01	37.76
总资本化比率	19.51	28.00	27.90	28.23
应收类款项/总资产	29.78	32.98	32.14	32.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来，公司经营活动净现金流受项目建设投入及往来款收支的影响而出现波动，对债务本息保障能力较弱，公司筹资活动净现金流受融资情况的影响存在较大波动，需关注公司融资能力变化情况；同期，货币资金对短期债务的保障能力持续较弱，公司面临一定短期偿债压力

近年来，公司经营活动净现金流呈波动趋势，2019 年受公司业务规模的扩大，项目建设支出及往来款项大幅增加影响，公司经营活动现金流呈大幅净流出状态；2020 年，受益于政府相关业务回款情况改善及往来款支出减少，公司经营活动净现金流由负转正。公司投资活动现金流入及流出量较小，2020 年，公司对瑞丽市中冶基础设施投资建设有限公司追加投资致使投资活动净现金流转为流出状态，但规模较小。2019 年筹资活动现金流受融资规模扩大的影响，净流入规模有所扩大，为公司资金缺口提供有效保障，但 2020 年，受公司取得借款收到的现金大幅减少，融资规模显著下降，筹资活动现金流呈净流出状态，需关注公司融资渠道拓展情况。2021 年 1~3 月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流均实现小额净流入，投资活动现金流受投资支付的现金增加的影响继续存在一定的缺口，当期总体现金收支基本平衡。

受项目建设进度加快，债务规模及利息支出增加影响，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力呈弱化趋势，但 EBITDA 能够对利息支出形成覆盖。从经营活动净现金流对债务本息的保障能力来看，2018~2020 年，公司经营活动净现金流或为负，或净流入规模较小，均无法对债务本息形成有力支撑。

近年来，公司货币资金保有量和债务结构有所变化，各期覆盖倍数均不足一倍，2020 年末，受货币资金大幅减少影响，货币资金/短期债务仅为 0.23 倍，面临一定的短期偿债压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	0.83	-9.03	1.11	0.56
投资活动净现金流	-0.17	0.25	-0.38	-0.62
筹资活动净现金流	-3.64	10.73	-3.70	0.18
经营活动净现金流/总债务	0.04	-0.27	0.03	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.63	-6.39	0.52	--
EBITDA	3.29	2.90	2.75	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.53	2.05	1.29	--
货币资金/短期债务	0.40	0.92	0.23	0.25
总债务/EBITDA	6.27	11.57	12.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司存在债务集中到期压力，备用流动性较弱，存在一定规模的受限资产及对外担保

截至 2021 年 3 月末，公司总债务为 33.53 亿元，其中 2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年分别到期 4.62 亿元、7.86 亿元和 4.83 亿元，中诚信国际对其债务偿付情况保持关注。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 27.14 亿元，其中未使用授信额度为 4.90 亿元，备用流动性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 17.18 亿元，占总资产的比例为 12.54%，主要为待开发土地及城市综合管网。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 11.23 亿元，占公司净资产的比例为 13.17%，担保对象为

国有企业和事业单位，代偿风险相对可控。

表 12：截至 2021 年 3 月末公司对外担保概况（亿元）

担保对象	担保金额
瑞丽市第一民族中学	0.39
瑞丽市人民医院	0.13
瑞丽市经济开发区宏大投资开发有限公司	5.03
瑞丽市晚町经济开发区中学	0.14
瑞丽市职业中学	0.23
瑞丽市第三民族中学	0.05
瑞丽建设投资控股集团有限公司	5.25
合计	11.23

注：1、公司子公司瑞丽市万诚银瑞股权投资基金合伙企业（有限合伙）持有瑞丽建设投资控股集团有限公司 6.44% 的股权；2、因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 8 日，公司为其他借款人承担的相关还款责任中，富滇银行股份有限公司瑞丽分行将瑞丽建设投资控股集团有限公司（以下简称“瑞丽建投”）的贷款划入关注类贷款，贷款余额 1.40 亿元，该笔贷款由公司提供担保。根据公司提供的《关于瑞丽仁隆投资开发有限公司征信报告“关注类 1.40 亿”情况说明》和《富滇银行股份有限公司公司借款展期协议（2019 版）》（合同编号[富滇银行公司借款 20201130000001]），受疫情影响，2020 年 11 月 30 日瑞丽建投向富滇银行申请到期业务 1.40 亿流动资金贷款进行展期归还，展期归还时间为 2022 年 5 月 30 日。此外，公司无其他未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

外部支持

作为德宏州重要的基础设施建设主体，近年来公司在股权划转、资本金注入和财政补贴等方面获得了股东的有力支持

公司是德宏州重要的基础设施建设主体和投融资主体之一，也是瑞丽试验区最重要的基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，具有较强的区域竞争优势。

资产注入及股权划转方面，2018 年，公司收到

瑞丽市政府无偿划转子公司股权以及子公司瑞丽城投收到瑞丽市合宏股权投资基金合伙企业（有限合伙）资本性投入，共增加资本公积 0.51 亿元。2019 年子公司瑞丽市宝玉物业管理有限公司收到无偿划转股权增加资本公积 0.01 亿元；政府进行土地置换，增加资本公积 0.17 亿元。2020 年公司收到瑞丽市政府无偿划转的瑞丽市建设工程质量检测有限公司和瑞丽市欣恒文化传媒有限公司，合计增加资本公积 1,763.02 万元。2020 年子公司瑞丽市城市建设投资开发有限责任公司收到住建局拨付《瑞丽市二水厂及配套管网工程》的项目贷款配套资金，增加资本公积 1,700.00 万元。

政府补贴方面，随着公司各建设项目陆续开工，公司持续获得项目贷款补贴和项目建设补贴。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司计入其他收益的政府补助分别为 2.16 亿元、2.20 亿元、1.82 亿元和 0.27 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定瑞丽仁隆投资开发有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2021 年瑞丽仁隆投资开发有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于 2021 年瑞丽仁隆投资开发有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

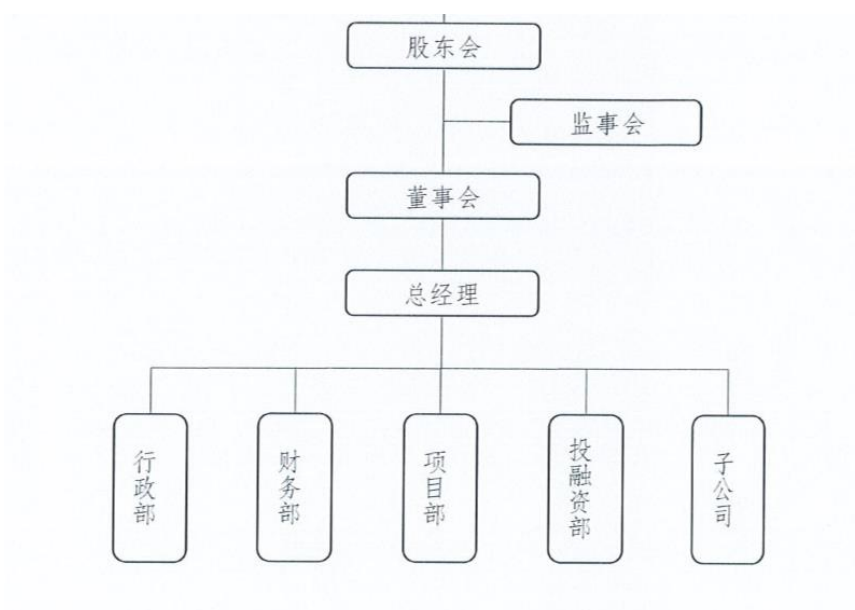
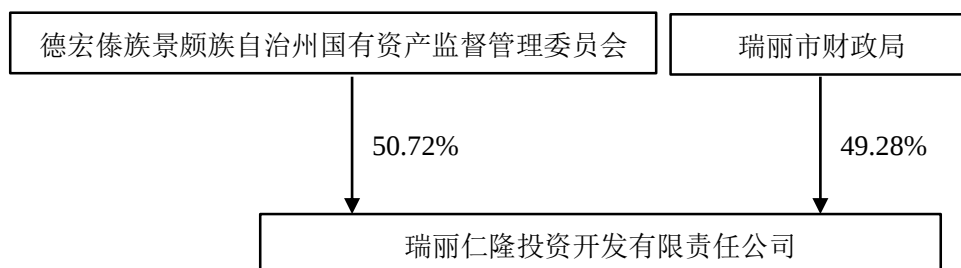
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 07 月 30 日

附一：瑞丽仁隆投资开发有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：瑞丽仁隆投资开发有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	25,122.75	44,542.71	14,848.41	15,954.08
应收账款	71,020.26	91,810.91	97,105.52	99,553.30
其他应收款	267,922.86	326,245.92	331,446.69	344,345.56
存货	508,741.10	519,432.88	562,657.48	581,324.23
长期投资	26,213.72	26,214.08	30,040.95	30,240.95
在建工程	154.43	89.09	762.06	1,169.43
无形资产	25.56	892.83	9,796.10	9,737.89
总资产	1,138,321.84	1,267,710.62	1,333,233.21	1,369,837.66
其他应付款	65,627.53	55,843.19	115,881.45	146,583.72
短期债务	62,130.74	48,496.55	63,525.93	64,368.44
长期债务	143,866.88	286,542.12	266,597.99	270,918.35
总债务	205,997.63	335,038.67	330,123.92	335,286.79
总负债	288,373.97	406,128.65	480,042.81	517,307.63
费用化利息支出	9,364.26	9,593.37	11,019.98	--
资本化利息支出	3,630.19	4,542.68	10,290.36	--
实收资本	13,800.00	13,800.00	13,800.00	13,800.00
少数股东权益	10,369.53	10,293.78	9,948.16	10,063.43
所有者权益合计	849,947.87	861,581.97	853,190.40	852,530.02
营业总收入	79,708.52	80,629.59	89,366.05	11,450.17
经营性业务利润	17,344.48	14,366.25	7,730.59	-1,748.17
投资收益	858.61	487.30	357.60	451.30
净利润	16,053.93	11,772.76	7,562.47	-661.29
EBIT	24,970.73	20,894.80	18,951.97	--
EBITDA	32,873.84	28,955.16	27,454.04	--
销售商品、提供劳务收到的现金	92,227.31	63,145.67	107,172.69	13,991.10
收到其他与经营活动有关的现金	174,148.91	345,698.36	334,320.95	124,557.23
购买商品、接受劳务支付的现金	14,946.51	93,319.06	97,843.74	26,081.21
支付其他与经营活动有关的现金	232,201.23	401,942.25	327,277.84	103,949.83
吸收投资收到的现金	4,356.00	0.00	0.00	6,044.37
资本支出	1,137.51	1,168.85	1,036.58	407.26
经营活动产生现金净流量	8,250.42	-90,305.52	11,080.38	5,554.85
投资活动产生现金净流量	-1,668.14	2,452.03	-3,817.09	-6,200.33
筹资活动产生现金净流量	-36,421.84	107,273.45	-36,957.59	1,751.15
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	13.36	9.88	10.35	5.70
期间费用率(%)	17.37	18.06	20.72	39.41
应收类款项/总资产(%)	29.78	32.98	32.14	32.41
收现比(X)	1.16	0.78	1.20	1.22
总资产收益率(%)	2.19	1.74	1.46	--
资产负债率(%)	25.33	32.04	36.01	37.76
总资本化比率(%)	19.51	28.00	27.90	28.23
短期债务/总债务(X)	0.30	0.14	0.19	0.19
FFO/总债务(X)	0.16	0.10	0.09	--
FFO 利息倍数(X)	2.59	2.32	1.37	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.63	-6.39	0.52	--
总债务/EBITDA(X)	6.27	11.57	12.02	--
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.60	0.43	--
货币资金/短期债务(X)	0.40	0.92	0.23	0.25
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.53	2.05	1.29	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际将各期其他应付款中的带息部分调入短期债务核算，将各期长期应付款中带息部分调入长期债务核算；4、各期财务报表均使用期末数；5、公司未提供 2021 年 1~3 月现金流量补充表，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。