

2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券2022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.

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员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：普洱市具有“一市连三国、一江通五邻”的独特区位，是云南省建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设实施主体，项目代建业务持续性仍较好，且继续获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性仍较弱，部分应收民营企业款项存在一定的坏账风险，仍面临较大的资金压力和一定的偿债压力，以及对外担保仍存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司项目代建业务持续性较好，在思茅区具有专营性，且将持续获得一定的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@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	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	79.68	78.55	70.75
所有者权益	36.34	35.62	34.71
总债务	12.87	12.41	12.73
资产负债率	54.40%	54.65%	50.94%
现金短期债务比	0.59	1.00	0.72
营业收入	4.60	4.17	4.46
其他收益	0.50	0.46	0.57
利润总额	0.90	1.07	1.14
销售毛利率	22.29%	26.69%	26.35%
EBITDA	1.05	1.20	1.28
EBITDA 利息保障倍数	3.07	5.34	9.50
经营活动现金流净额	1.71	6.75	0.46
收现比	0.48	0.39	0.47

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 普洱市是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，区域内全力发展高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养三大支柱产业。**普洱市具有“一市连三国、一江通五邻”的区位优势，拥有 2 个国家一类口岸、1 个国家二类口岸、18 条通道，区位优势明显；此外，普洱市是中国最大的产茶区之一，是云南省重点林区、重要的商品用材林基地和林产工业基地，是全国唯一的国家绿色经济试验示范区，背靠丰富的自然资源着力发展特色产业。
- 公司是普洱市思茅区重要的基础设施建设实施主体，项目代建业务持续性仍较好。**公司营业收入主要来自基础设施代建业务，截至 2021 年末，公司主要在建基础设施项目投资规模较大，未来基础设施代建收入有较好保障。
- 公司持续获得一定的外部支持。**2021 年公司获得普洱市思茅区财政局（以下简称“区财政局”）拨付的项目建设资金、林地征收补偿款、地方储备粮油补贴等合计 5,069.11 万元，提高了公司的利润水平。同年，公司收到垃圾焚烧发电厂 PPP 项目资本金、接收债权资产、将工作经费转增资本公积等，提升了公司的资本实力。

关注

- 公司资产整体流动性仍较弱，需关注应收款项坏账风险。**公司资产以应收款项、土地、项目投资成本为主，其中应收款项回收时间不确定，部分应收民营企业款项未计提坏账准备，存货中土地大多数未缴纳出让金，项目投资成本即时变现能力较差，且 2021 年末部分资产受限。
- 公司仍面临较大的项目资金压力。**2021 年公司盈利能力下滑，业务回款情况表现较差，年末主要在建项目尚需投资规模较大，且前期建设资金主要依赖公司自有资金和外部筹资。
- 公司仍面临一定的债务偿付压力。**2021 年末公司资产负债率较高，总债务规模小幅扩张，短期债务占比升高，现金短期债务比同比大幅下降。
- 公司对外担保仍存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，其中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”）担保对象抗风险能力较弱，其企业信用报告中存在关注类担保余额 150.00 万元和不良类担保余额 1,558.25 万元，已发生代偿且代偿款项收回情况欠佳。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-26	汪永乐、李世伶	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2019-02-18	王哲、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)、城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	上次评级日期	债券到期日期
19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01	2.00	1.60	2021-06-26	2026-03-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年3月公开发行7年期2亿元公司债券，募集资金原计划用于建设思茅区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2022年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为80.94万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变更，截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为2.00亿元。根据普洱市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“普洱市国资委”）于2021年6月出具的《关于授权普洱市思茅区人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责的通知》，公司控股股东由普洱市国有资本投资运营（集团）有限公司（以下简称“普洱国投”）变更为普洱市国资委，持股比例为100%，公司已于2021年12月完成股东工商变更手续，股权结构图见附录二。

2021年12月，经公司董事会研究决定，公司总经理由李碧翠变更为朱楠，刀丽娟不再担任公司副总经理，并于2022年1月完成高级管理人员备案手续。2021年公司合并报表范围未发生变化，截至2021年末，纳入公司合并报表范围的子公司共9家，明细见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场的需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动

性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

普洱市是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，区域内全力发展高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养三大支柱产业，但经济财政实力在全省排名中下游，属于欠发达边疆民族地区，且财政自给能力很弱，债务负担较重

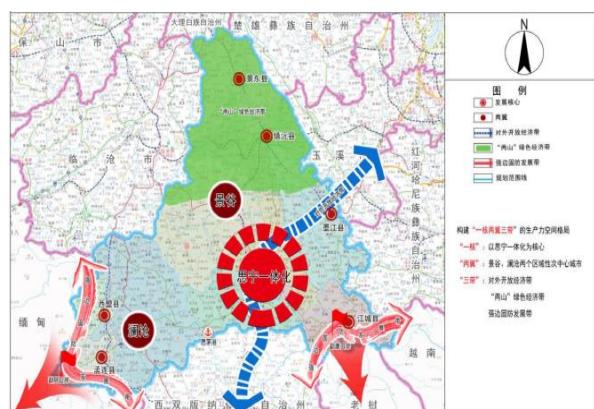
区位特征：普洱市是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，区域内自然资源丰富。普洱市为云南省地级市，位于云南省西南部，东南与越南、老挝接壤，西南与缅甸毗邻，澜沧江—湄公河纵贯全境，具有“一市连三国、一江通五邻”的区位优势，拥有2个国家一类口岸、1个国家二类口岸、18条通道，是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿。普洱市国土面积4.5万平方公里，山地面积占比98.3%，国土、林地和热区面积均居全省之首，全市下辖9县1区¹，103个乡（镇），居住着26个少数民族。根据普洱市第七次全国人口普查结果，截至2020年11月1日零时，普洱市常住人口为240.50万人，常住人口城镇化率为40.53%。普洱市自然资源丰富，是著名的普洱茶的重要产地之一，也是中国最大的产茶区之一，全市森林覆盖率达74.59%，林业用地面积4,656万亩，是云南省重点林区、重要的商品用材林基地和林产工业基地；矿产资源方面，已探明黄金储量103.7吨，铁储量仅惠民铁矿就达21亿吨，铜储量253万吨，江城钾盐矿是全国唯一的可溶固体钾盐矿，储量达2,000多万吨；水资源方面，水能蕴藏量1,500万千瓦，是“西电东送”、“云电外送”的重要基地。

¹9县：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、澜沧拉祜族自治县、孟连傣族拉祜族佤族自治县和西盟佤族自治县；1区：思茅区。

图 1 普洱市区位分析图



图 2 普洱市空间布局图



资料来源：《普洱市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：近年普洱市地区生产总值持续增长，2020年受疫情影响增速有所放缓，经济总量在全省排名中下游，属于欠发达边疆民族地区。近年普洱市地区生产总值（GDP）持续增长，2020年受疫情影响，GDP增速有所放缓。2021年普洱市地区生产总值在云南省16个地级市和自治州中排名第10位，GDP增速低于全国和云南省平均水平。产业结构方面，普洱市三次产业结构由2019年的22.74:26.42:50.84调整为2021年的25.07:24.70:50.23，第三产业占比较大。近年普洱市人均GDP持续提升，占全国人均GDP的比重在50%左右，整体经济实力仍较弱。固定资产投资对全市经济增长贡献较大，2019-2021年普洱市固定资产投资（不含农户）持续增长，但增速大幅回落，其中2021年增速下降主要系多条公路、城际列车建成通车等所致。分产业来看，2021年普洱市公共服务领域投资实现较快增长，卫生投资较上年增长150.1%，农业投资增长31.8%，水利投资增长43.9%。普洱市消费、出口较为疲软，尤其是2020年受疫情等因素影响社会消费品零售总额出现下降，2021年全市消费品市场平稳恢复，消费升级类商品销售保持较快增长，拉动社会消费品零售总额增长。因矿产品、橡胶等进口减少，叠加疫情等因素的影响，2019-2020年普洱市进出口总额持续下降；2021年普洱市加大口岸通道基础设施建设、不断改善提升贸易服务和营商环境，促进对外贸易大幅增长。

表1 2021年云南省下属部分地级市、自治州经济财政指标情况（单位：亿元）

项目	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
昆明市	7,222.50	3.7%	8.54	689.12	451.09
曲靖市	3,393.91	12.0%	5.92*	167.02	57.66
红河哈尼族彝族自治州	2,742.12	9.1%	6.12	160.62	83.7
玉溪市	2,352.30	9.1%	10.46	143.80	88.93
大理白族自治州	1,632.99	7.0%	4.88*	111.78	30.62
昭通市	1,462.06	10.1%	2.89*	90.66	44.86
普洱市	1,029.15	6.7%	4.30*	55.38	28.89
临沧市	908.48	7.4%	4.05*	49.79	26.39

西双版纳州	676.15	7.8%	5.18*	40.26	28.6
丽江市	570.49	8.2%	4.55	45.54	16.77

注：曲靖市、大理白族自治州、昭通市、普洱市、临沧市、西双版纳州人均GDP分别源自相应自治州/地级市2021年国民经济和社会发展统计公报，其余地级市及自治州人均GDP采用地方第七次全国人口普查结果计算而得。

资料来源：各地级市、自治州人民政府官网及《2021年12月云南统计月报》，中证鹏元整理

表2 普洱市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,029.15	6.7%	945.42	2.5%	875.28	8.1%
固定资产投资（不含农户）	--	7.8%	--	19.7%	--	26.6%
社会消费品零售总额	314.16	7.5%	292.29	-7.5%	220.10	10.4%
进出口总额	79.31	16.2%	68.27	-8.1%	10.78（亿美元）	-4.7%
人均GDP（元）		43,007		39,172		33,097
人均GDP/全国人均GDP		53.11%		54.07%		46.69%

注：“--”表示数据未公开披露。

资料来源：普洱市2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：普洱市主打高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养三大支柱产业。普洱市支柱产业为高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养业。高原特色现代农业主要包括茶产业、咖啡产业、肉牛产业以及烤烟、蔗糖、生猪等。2021年普洱市实现农林牧渔业总产值423.3亿元，同比增长10.9%（按可比价格计算）；特色农产品实现较快增长，其中蔬菜产量增长16.9%，茶叶增长14.7%，中药材增长3.1倍；畜牧业亦实现较快增长，生猪出栏量增长22.3%，牛出栏量10.1%。茶产业方面，“十三五”期间普洱市已成立普洱茶投资（集团）有限公司，建成普洱茶品质区块链追溯平台，普洱茶交易市场线上平台试运营，完成166.8万亩现代茶园生态化提升改造，有机茶认证面积、企业、证书数均居全国地级市第一。

近年现代林产业和生物医药产业发展势头强劲，已拥有西南地区规模最大的纸浆生产企业——云南云景林纸股份有限公司²，景谷林产工业园区列为全省唯一的国家绿色产业示范基地；《林下中药材三七生产技术规程》成为云南省地方标准，传统中药饮片、现代中药粉末饮片、破壁饮片项目建设取得成效，生物制造产业园规划有序开展，已与中国中药控股有限公司签订战略合作框架协议。

普洱市作为全国唯一的国家绿色经济试验示范区，生态优势明显。普洱市已获评全国森林康养基地建设试点市、西盟佤部落成为首个省级旅游度假区，思茅、西盟上榜首批省级全域旅游示范区，建成倚象山茶旅汽车旅游营地；景迈山古茶林文化景观获国务院批准为2022年中国唯一推荐申遗项目，获评2022年全球最佳旅游目的地；启动景谷响水森林疗养基地、澜沧国家森林公园建设。2021年普洱市共接待游客2,518.84万人次，同比增长22.24%，实现旅游总收入254.14亿元，同比增长19.93%。同时中证鹏元关注到，普洱市与相邻州市和延边州市相比，发展基础和条件相似，但受交通、产业基础等条件的制

²控股股东为云南省投资控股集团有限公司，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

约，产业发展优势不明显，产业层次不高，农业产业化水平低，制造业发展及新兴产业培育不足，文旅康养发展不充分，在扩大对外开放、发展外向型经济等方面的竞争日趋严峻，且保持经济较快增长与生态环境保护的矛盾日益突出。

发展规划及机遇：国家加快构建“大循环、双循环”新发展格局有利于普洱市发挥对外开放优势，推动成为仿制药等领域和加工贸易梯度转移的重要基地。此外，随着“一带一路”建设、场景经济带发展、西部大开发、生态文明建设等重大战略的推进，普洱市将迎来主动服务和融入国家发展战略的重大机遇。普洱市作为国家绿色经济试验示范区，其持续推进国家绿色经济试验示范区建设将得到更多的政策支持。随着各项政策措施的不断落地，为普洱市现代林产业、旅游康养产业、高原特色现代农业等带来发展机遇。

财政及债务水平：普洱市财政收入质量不高，财政自给能力很弱，债务负担较重。近年普洱市一般公共预算收入保持增长，2021年全省排名第10位；受经济下行、减税降费等因素的影响，普洱市税收收入占比连年降低，财政收入质量不高。2021年普洱市累计新增减税降费2.65亿元，且受房地产市场景气度下行等因素的影响，近年国有用地使用权出让收入和政府性基金预算收入不断减少。近年普洱市财政自给率呈下降趋势，且处于较低水平，财政自给能力很弱。此外，普洱市重点项目支出需求只增不减，财政支出保障较为艰难，同时地方政府债务余额增长较快，全市债务负担较重。

表3 普洱市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	55.38	51.31	49.84
税收收入占比	61.18%	64.80%	69.01%
财政自给率	16.14%	15.86%	16.54%
政府性基金预算收入	28.89	31.05	35.34
地方政府债务余额	382.57	307.32	217.51

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：普洱市关于预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，普洱市主要投融资平台有3家，除公司外，还有普洱市交通建设集团有限责任公司（以下简称“普洱交建”）、普洱国投。其中，普洱交建主要从事交通基础设施及城市基础设施建设项目的投资、建设、经营管理和相关配套设施的建设经营管理等业务；普洱国投主要负责股权投资和项目投资，并对所投资项目进行运营管理。

表4 普洱市主要投融资平台对比（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
普洱交建	普洱市国资委	257.62	41.66%	41.82	--	普洱市重要的交通基础设施建设主体
普洱国投	普洱市国资委	84.26	66.56%	20.40	119.39	普洱市重要的国有资本运营和国有股权管理主体
思茅国拓	普洱市国资委	36.34	54.40%	4.60	12.87	普洱市思茅区重要的基础设施建设实施主体

注：上表中普洱交建和普洱国投采用 2020 年末/2020 年财务数据，思茅国拓采用 2021 年末/2021 年财务数据，“--”表示该数据未公开披露或中证鹏元未获取。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

思茅区经济保持增长，但增速较慢，工业表现不佳，固定资产投资仍较弱

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，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）”。根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，思茅区常住人口为41.62万人。

近年思茅区经济保持增长，2021年思茅区实现地区生产总值240.05亿元，按可比价格计算，同比增长4.6%，但增速较慢，人均生产总值占全国人均GDP的比重有所下滑。产业结构方面，思茅区三次产业结构由2020年的9.3: 30.0: 60.7调整为2021年的10.01: 30.3: 59.6，第三产业占比有所下降。工业方面，2021年思茅区规模以上工业增加值同比下降4.5%，从重点门类来看，采矿业增加值同比下降8.0%，制造业增加值同比下降16.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长3.0%，工业表现不佳。投资和消费方面，全年固定资产投资（不含农户）总体保持上年规模，疫情好转推动全年社会消费品零售总额同比大幅增长。

表5 思茅区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	240.05	4.6%	224.11	0.6%
第一产业增加值	24.28	9.1%	20.92	3.9%
第二产业增加值	72.65	0.5%	67.09	-5.9%
第三产业增加值	143.12	5.9%	136.11	4.1%
规模以上工业增加值	--	-4.5%	--	-2.0%
固定资产投资（不含农户）	97.74	0.1%	94.57	-26.6%
社会消费品零售总额	107.79	13.0%	95.39	-8.9%
人均 GDP（元）		57,678		53,849
人均 GDP/全国人均 GDP		71.23%		74.33%

注：2020-2021 年人均 GDP 按思茅区第七次人口普查常住人口（41.62 万人）概算，“--”表示该数据未公开披露。

资料来源：2020 年思茅区国民经济和社会发展统计公报、2021 年思茅区经济运行情况，中证鹏元整理

2021年，思茅区实现一般公共预算收入9.80亿元，同比增长6.5%，其中税收收入6.44亿元，占一般公共预算收入的65.70%；实现政府性基金预算收入3.63亿元，同比增长60%。同年思茅区一般公共预算支出为25.80亿元，同比下降5.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为38.00%，财政自给能力仍较弱。

五、经营与竞争

公司主要负责普洱市主城区的基础设施建设，同时也开展林木工程、安保、粮食贸易、公墓租赁、融资担保等其他业务。2021年公司营业收入同比增长10.42%，主要系基础设施建设项目收入增加所致。由于林木工程、安保、公墓租赁等业务盈利空间缩减，2021年公司销售毛利率同比下降4.4个百分点。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设	30,343.82	15.30%	24,918.99	14.89%
林木工程	6,148.66	38.55%	5,806.58	42.34%
保安收入	3,653.61	15.99%	3,126.89	24.24%
项目建设费	1,486.71	100.00%	2,994.27	100.00%
粮食贸易	1,529.89	-1.19%	1,653.39	-3.15%
公墓租赁	1,345.14	51.33%	1,613.50	57.58%
担保收入	63.60	100.00%	28.81	100.00%
其他业务	1,453.32	30.32%	1,537.54	19.53%
合计	46,024.76	22.29%	41,679.98	26.69%

资料来源：公司 2020-2021 审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施建设项目收入有所增长，业务持续性较好，但在建项目尚需投入大量资金，公司面临较大的资金压力，且部分募投项目收益实现情况不及预期

公司基础设施建设业务包括保障房建设、棚户区改造项目以及水利工程项目。目前公司的保障房项目主要为2013年保障房项目（包括本期债券募投项目），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），该项目已于2020年建设完毕。2021年公司确认2013年保障房项目收入2.22亿元，计入“营业收入-项目建设”收入。

2016年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”）与普洱市思茅区人民政府（以下简称“区政府”）签订《普洱市思茅区棚户区改造项目委托代建》合同，由民生置业负责建设云南省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7.00亿元，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。2021年公司未确认棚户区改造项目收入。

另外，公司子公司普洱市思茅森源水利开发有限公司（以下简称“森源水利”）与区财政局签订《水利工程建设项目委托代建及回购协议》，由森源水利负责思茅区水利工程项目的建设，约定项目建设完成后由政府回购并支付价款，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。2021年公司确认思茅区水利工程项目收入0.82亿元，计入“营业收入-项目建设”收入。

毛利率方面，2021年公司保障房建设收入毛利率为15.25%，思茅区水利工程项目毛利率为15.41%，

均较2020年小幅升高，使得公司基础设施建设业务毛利率同比上升0.41个百分点。

表7 公司2021年度基础设施项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	结转成本
2013年保障房项目	22,185.49	18,801.26
水利工程项目	8,158.33	6,901.33
合计	30,343.82	25,702.59

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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）建设项目为思茅区2013年保障房的子项目，预计总投资9.89亿元，原计划于2017年12月完工，实际上锰铁合金厂地块和普洱人家北侧地块建设于2019年建设完成，2021年锰铁合金厂地块未实现收益，普洱人家北侧地块确认收入590.00万元；三家村部分地块于2020年建设完成，2021年确认收入9,345.03万元，均计入“营业收入-项目建设”收入。中证鹏元关注到，根据可行性研究报告测算，募投项目在经营期内，公司原计划通过房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租等实现收益，预计锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村部分地块2021年分别可实现收益6,293.97万元、6,729.80万元、3,357.73万元，锰铁合金厂地块和普洱人家北侧地块收益实现情况不及预期。

截至2021年末，公司在建基础设施项目主要为水利工程项目，预计总投资合计27.67亿元，累计投资1.54亿元，未来基础设施代建业务收入有较好保障，但政府结算时间存在较大不确定性，同时公司尚需投资规模达26.13亿元，前期建设资金主要依赖公司自有资金和外部筹资，公司面临较大的资金压力。

表8 截至2021年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计投资	尚需投资
思茅区城乡供水一体化建设项目	141,786.45	13,648.76	128,137.69
思茅白鹇湖水利风景区项目	81,607.63	29.80	81,577.83
尖山水库（原柳树箐水库）	15,426.20	504.63	14,921.57
黄龙山水库	14,513.72	40.00	14,473.72
大中河	11,998.00	126.66	11,871.34
柳树箐水库（原尖山水库）	10,064.58	267.90	9,796.68
阳光和园二期非保障房	1,264.37	763.79	500.58
合计	276,660.95	15,381.54	261,279.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司项目建设费收入大幅减少，在建项目加大了公司资金压力

项目建设费收入方面，公司通过与区政府签订《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专营优势。公司项目建设费收入按照项目建设成本的10%或18%确认，会计处理时公司将支出的项目建设款计入“其他应收款”科目，政府拨付的项目专项资金计入“长期应付款”科目，项目完工后将两科目进行对冲，故

该项业务未确认成本，毛利率为100%。2021年公司确认项目建设费收入1,486.71万元，结算的项目包括南屏镇融创大健康项目和南屏镇普洱茶博物馆建设项目等，均按项目建设成本的10%确认项目建设费收入，当年收入规模同比大幅减少，主要系疫情影响项目建设进度较慢所致。

表9 公司2021年度项目建设费收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
南屏镇融创大健康项目	340.00
南屏镇普洱茶博物馆建设项目	300.00
国营思茅农场教育用地项目	172.10
南屏镇火车站与主城区管廊及配套工程建设项目	155.00
南屏镇玉磨铁路何家箐渣场扩征项目	100.00
南屏镇糯谷箐原帝泊洱美食一条街项目	91.00
南屏镇茶马驿站原奶牛厂片区项目	87.00
南屏镇奶牛场片区普洱市紧急救援中心项目	65.30
政策性移民项目	46.35
倚象镇农业大学热作学院迁建项目	45.51
磨思路思茅段五线迁改工程	35.12
倚象镇普洱茶学院新校区建设项目	25.00
南屏镇普洱茶小镇项目	20.00
思茅镇滑石板安置点景观绿化工程	3.46
倚象镇竜竜加油站项目	0.86
合计	1,486.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建工程项目包括思茅区白云山公墓建设项目、思茅区普洱大道建设项目等，预计总投资合计7.04亿元，累计投资4.49亿元，未来仍可实现一定规模的项目建设费收入，但公司工程建设项目建设需自行垫付部分资金，加大了公司的资金压力。

表10 截至2021年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

工程项目名称	预计总投资	累计投资	尚需投资	是否签订代建协议
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	24,513.54	20,486.46	是
思茅区普洱大道建设项目	12,000.00	9,609.33	2,390.67	是
龙潭乡抗旱应急水源饮水工程	7,117.47	6,402.34	715.13	是
普洱市南亚热带植物园项目	3,328.50	1,870.02	1,458.48	是
普洱市林木良种繁育基地项目	3,000.00	2,456.40	543.60	是
合计	70,445.97	44,851.63	25,594.34	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司林木工程收入有所增长，但受政策影响未来可能存在波动

公司林木工程实施主体为子公司云南三木木业有限公司和普洱市思茅区万掌山林场，收入主要来自

原木销售、造林工程和绿化工程。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政府绿化项目收入（多为城市道路绿化），此项业务会相应产生苗木销售收入；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。

2021年公司实现林木工程收入0.61亿元，同比增长5.89%。另外，根据国家政策，未来天然林砍伐受到严格限制，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；粮食贸易为政策性业务，对公司利润无明显贡献；担保业务在保余额同比上升，仍存在较大的代偿风险

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，主要业务范围包括保安、巡逻、运输押运等。2016年以来公司增加运输押运业务，促使保安业务收入持续增长。2021年公司实现保安收入0.37亿元，同比增长16.84%，毛利率水平一般。

公司粮食贸易实施主体为子公司普洱市思茅区粮食购销有限公司，主要承担普洱市和思茅区的粮食储备任务，以政府规定的低价收购粮食作物，目前收储的粮食品种主要有玉米、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，亏损部分由政府进行补贴，2021年公司获得地方储备粮油补贴252.54万元。总体来看，公司粮食贸易业务主要为公共事业，对公司利润无明显贡献。

公司担保业务实施主体为子公司民生担保，客户以普洱市民营企业和个人为主，民生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。2021年民生担保业务规模有所扩张，当期担保发生额和期末在保余额同比上升。根据公司提供的民生担保企业信用报告（查询日为2022年6月7日），民生担保存在关注类担保余额150.00万元、不良类担保余额1,558.25万元，2021年民生担保代偿发生额和期末担保代偿余额均有所增加，担保代偿收回额较少，仍存在较大的担保代偿风险。

表11 民生担保 2020-2021 年担保业务主要经营数据（单位：万元）

项目名称	2021年	2020年
当期担保发生额	11,854.00	5,324.00
当期解除担保额	9,329.00	15,133.00
期末在保余额	17,488.00	14,963.00
当期担保代偿发生额	195.00	159.64
当期担保代偿收回额	25.24	168.95
期末担保代偿余额	2,139.43	1,969.67

注：期末在保余额含对公司及子公司的担保。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，持续获得一定的外部支持

公司作为普洱市思茅区重要的基础设施建设主体，在财政补贴、资产注入等方面持续获得当地政府支持。2021年公司获得区财政局拨付的项目建设资金、林地征收补偿款、地方储备粮油补贴等合计

5,069.11万元（5,033.52万元计入“其他收益”，35.59万元“营业外收入”），占同期利润总额的比重为56.34%，提高了公司的利润水平。同年，公司收到垃圾焚烧发电厂PPP项目资本金100.00万元，接收普洱市思茅区县乡企业开发公司的债权资产45.00万元（债务人为云南普洱龙腾建筑工程有限公司，借款本金为45.00万元，年利率为9%），将工作经费转增资本公积6.24万元，合计增加资本公积151.24万元，提升了公司的资本实力。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，以应收款项、土地、项目投资成本为主，其中应收款项回收时间存在不确定性，且部分应收民营企业款项存在一定的坏账风险，大多数土地未缴纳土地出让金，项目投资成本难以及时变现，资产整体流动性仍较弱

随着政府专项拨款的增加及公司经营业绩的积累等，2021年末公司资产总额同比小幅增长，仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金同比下降，主要用于建设基础设施项目，其中935.74万元货币资金因质押担保及冻结而使用权受限。公司应收账款主要为应收区财政局的代垫工程结算款，2021年末余额为10.67亿元，占应收账款期末余额的99.43%。公司其他应收款主要为往来款，2021年末前五大对象分别为普洱裕源房地产开发有限公司（以下简称“裕源房产”）、普洱市思茅区住房和城乡建设局、思茅红塔木业有限公司清算小组、普洱市思茅区教育体育局和普洱市工业园区管理委员会，合计占其他应收款期末余额的53.77%，部分账龄较长，其中裕源房产为民营企业，未计提坏账准备，存在一定的坏账风险。2021末公司应收款项合计25.28亿元，规模较大，且回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成占用。

公司存货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。2021年末存货中土地账面价值合计24.22亿元，较2020年末无变化，主要为城镇住宅用地及商服用地，但多数为普洱市思茅区人民政府划拨所得，未缴纳土地出让金，2021年末划拨地账面价值合计23.54亿元，且存货中账面价值0.78亿元的土地因用于借款抵押而使用权受限。2021年末存货中保障房开发成本为16.91亿元，主要为子公司民生置业负责建设的保障房和公租房；基础设施成本为6.53亿元，包括水利工程和林木工程等。

2021年公司子公司民生置业新增对南方资本普洱1号单一资产管理计划的1.03亿元投资，主要投向固定收益类资产，存续期为7年，不设业绩比较基准，列入“债权投资”科目核算。总体来看，公司资产规

模保持增长，以应收款项和存货为主，其中应收款项回收时间不确定，占用较多营业资金；存货中大多数土地未缴纳出让金，项目投资成本即时变现能力较差；此外，2021年末公司受限资产合计0.88亿元，占总资产的1.10%，资产整体流动性仍较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	3.23%	3.69	4.70%
应收账款	10.72	13.45%	7.35	9.36%
其他应收款	14.57	18.28%	16.54	21.05%
存货	49.67	62.33%	49.85	63.46%
流动资产合计	77.66	97.46%	77.56	98.74%
债权投资	1.03	1.30%	0.00	0.00%
非流动资产合计	2.02	2.54%	0.99	1.26%
资产总计	79.68	100.00%	78.55	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，但盈利能力下滑，业务回款情况仍较差；政府补助对利润贡献仍较大

2021年公司营业收入仍主要来自基础设施建设、林木工程、安保、项目建设管理费和粮食贸易等业务，由于占比较大的基础设施建设项目收入增加，公司营业收入同比增长10.42%，营业利润和利润总额受营业成本和期间费用上升影响同比下滑，销售毛利率因林木工程、安保、公墓租赁等业务盈利空间缩减同比降低，整体来看，公司的盈利能力有所减弱。2021年公司收现比有所提高，但业务回款情况仍较差。2021公司共计收到政府补助5,069.11万元（5,033.52万元计入“其他收益”，35.59万元计入“营业外收入”），占同期利润总额的56.34%，对公司利润贡献较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
营业收入	4.60	4.17
收现比	0.48	0.39
营业利润	0.89	1.08
其他收益	0.50	0.46
利润总额	0.90	1.07
销售毛利率	22.29%	26.69%

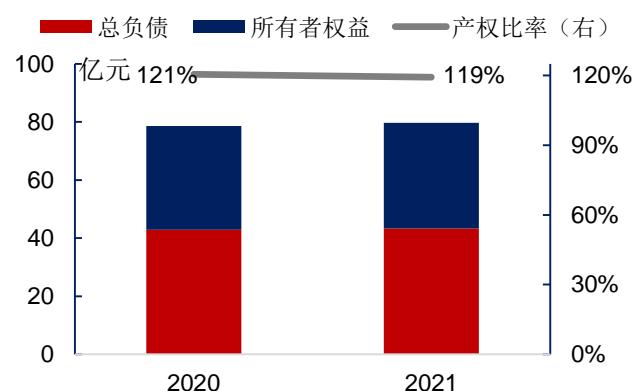
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模小幅扩张，仍面临一定的偿债压力

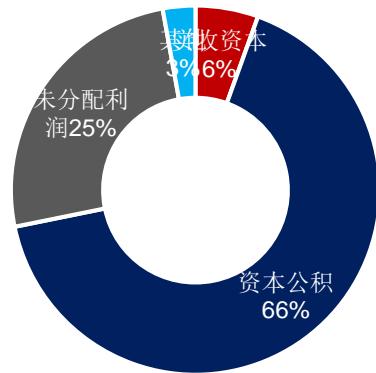
因长期银行借款和项目建设专项拨款增加，2021年末公司负债规模小幅增长，所有者权益随经营业绩的积累亦略有上升，产权比率同比降低2个百分点，但净资产对负债的保障能力仍较弱。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司偿还全部到期短期保证借款和抵押借款，年末短期借款全部为信用借款。公司其他应付款主要为与当地政府部门及国有企业之间的往来款和融资款，2021年公司偿还白云山公墓项目融资款和云南水投水务产业有限公司往来款，使得年末其他应付款余额有所减少。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和应付债券。

2021年公司新增较多长期保证借款，年末长期借款以保证借款和质押借款为主。公司应付债券系本期债券，2021年末一年内到期本金为0.40亿元。公司长期应付款全部为区财政局拨付的项目专项资金，2021年新增1.16亿元云南水投水务项目资金和0.85亿元保障房项目资金等。

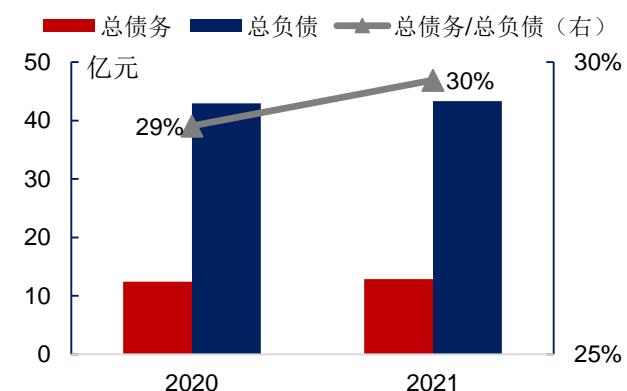
表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.17	0.39%	1.18	2.75%
其他应付款	11.89	27.44%	14.06	32.75%
一年内到期的非流动负债	1.06	2.45%	0.01	0.02%
流动负债合计	17.51	40.40%	19.14	44.59%
长期借款	6.98	16.09%	6.59	15.35%
应付债券	1.56	3.61%	1.95	4.54%
长期应付款	17.04	39.30%	14.99	34.92%
非流动负债合计	25.84	59.60%	23.79	55.41%
负债合计	43.35	100.00%	42.93	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

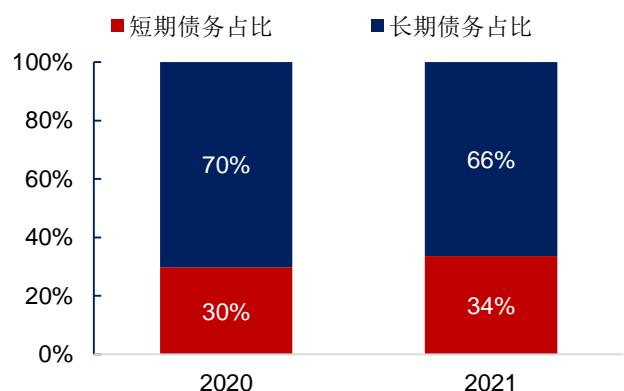
随着公司新增长期借款以匹配项目建设资金需求，2021年末公司总债务规模同比小幅扩张，占负债总额的比重随之升高，总债务中短期债务占比有所上升。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率小幅下降，一年内到期长期债务增加导致现金短期债务比同比大幅降低。2021年受公司盈利能力减弱影响，EBITDA利息保障倍数下降，但由于公司大部分银行借款利息由区财政局直接支付，公司实际支出的利息规模相对较小，EBITDA利息保障倍数仍保持在较高水平。总体来看，公司仍面临一定的偿债压力。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	54.40%	54.65%
现金短期债务比	0.59	1.00
EBITDA 利息保障倍数	3.07	5.34

资料来源：公司 2020-2021 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³，公司本部未结清信贷被列入关注类余额4,500.00万元，系银行借款借新还旧所致；为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额14,515.84万元，包括民生置业1,500.00万元、普洱市思茅绿色公墓开发有限公司6,755.00万元以及云南省思茅第一中学6,260.84万元银行借款，公司为该等单位提供担保，列入关注类余额系借新还旧所致。子公司绿色公墓未结清信贷被列入关注类余额6,755.00万元，系借新还旧所致。子公司民生置业未结清信贷被列入关注类余额1,500.00万元，为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额6,755.00万元，皆系

³ 公司本部及子公司普洱市思茅绿色公墓开发有限公司的企业信用报告的查询日为 2022 年 6 月 2 日，子公司民生置业的企业信用报告的查询日为 2022 年 6 月 7 日。

银行借款借新还旧所致。公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保仍存在较大的或有负债风险

截至2021年末，公司本部对外担保合计3.66亿元，担保对象为普洱市思茅区内国有企业和事业单位；公司子公司民生担保在保金额合计0.62亿元，担保对象主要为普洱市民营企业和个人。2021年末公司对外担保金额合计4.28亿元，占同期末净资产的11.77%，规模较大。考虑到民生担保对外担保对象抗风险能力较弱，其企业信用报告中存在关注类担保余额150.00万元和不良类担保余额1,558.25万元，已发生代偿且代偿款项收回情况欠佳，仍存在较大的或有负债风险。

表16 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
思茅国拓	普洱市思茅公路投资开发有限公司	12,000.00	2017/4/1	2027/4/1	否
	普洱市思茅公路投资开发有限公司	17,900.00	2017/6/12	2032/6/11	否
	普洱市思茅第一中学	6,700.00	2020/12/31	2025/12/9	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
	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
	普洱市思东商贸有限公司	627.00	2019/7/2	2020/1/2	否
	普洱市永钢建材有限公司	997.00	2020/3/31	2021/3/31	否
	杨林	84.00	2020/8/20	2021/8/20	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	88.00	2020/8/28	2021/8/28	否
民生担保	普洱市思茅区双赢酒店管理有限公司	170.00	2020/9/18	2021/9/19	否
	普洱惠康商贸有限公司	170.00	2021/1/20	2022/1/20	否
	钱亚坤	359.00	2021/2/9	2022/2/9	否
	吴明琴	188.00	2021/2/23	2022/2/23	否
	普洱林润经贸有限公司	159.00	2021/4/14	2022/4/14	否
	王毅	346.00	2021/4/15	2022/4/15	否
	普洱市思茅区康和木制品厂	100.00	2021/4/27	2022/4/27	否
	刘永华	140.00	2021/4/27	2022/4/27	否
	赵世浩	135.00	2021/6/8	2022/6/8	否
	普洱鑫圆商贸有限公司	225.00	2021/7/14	2022/7/14	否
李克		320.00	2021/12/17	2022/12/17	否
合计		42,778.00	--	--	--

注：公司子公司民生担保部分对外担保展期或被担保对象违约导致到期日尚未解除担保责任。

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

普洱市具有“一市连三国、一江通五邻”的区位优势，拥有2个国家一类口岸、1个国家二类口岸、18条通道，是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿。公司是普洱市思茅区重要的基础设施建设实施主体，营业收入主要来自基础设施代建业务，截至2021年末，公司主要在建基础设施项目投资规模较大，未来基础设施代建收入有较好保障。2021年公司获得区财政局拨付的项目建设资金、林地征收补偿款、地方储备粮油补贴等合计5,069.11万元，提高了公司的利润水平；同年，公司收到垃圾焚烧发电厂PPP项目资本金、接收债权资产、将工作经费转增资本公积等，提升了公司的资本实力，公司持续获得一定的外部支持。

同时，中证鹏元也关注到，公司资产以应收款项、土地、项目投资成本为主，其中应收款项回收时间不确定，部分应收民营企业款项未计提坏账准备，存货中土地大多数未缴纳出让金，项目投资成本即时变现能力较差，且2021年末部分资产受限，资产整体流动性仍较弱。2021年公司盈利能力下滑，业务回款情况表现较差，年末主要在建项目尚需投资规模较大，且前期建设资金主要依赖公司自有资金和外部筹资，公司仍面临较大的项目资金压力。2021年末公司资产负债率较高，总债务规模小幅扩张，短期债务占比升高，现金短期债务比同比大幅下降，公司仍面临一定的债务偿付压力。截至2021年末，公司对外担保规模较大，其中子公司民生担保对外担保对象抗风险能力较弱，其企业信用报告中存在关注类担保余额150.00万元和不良类担保余额1,558.25万元，已发生代偿且代偿款项收回情况欠佳，公司仍存在较大的或有负债风险。整体来看，公司的抗风险能力较强。

九、结论

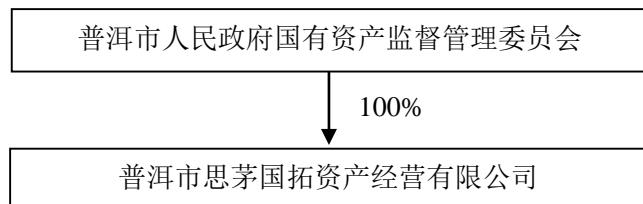
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.58	3.69	4.37
应收账款	10.72	7.35	4.64
其他应收款	14.57	16.54	15.09
存货	49.67	49.85	45.35
流动资产合计	77.66	77.56	69.72
债权投资	1.03	0.00	0.00
非流动资产合计	2.02	0.99	1.02
资产总计	79.68	78.55	70.75
短期借款	0.17	1.18	1.72
其他应付款	11.89	14.06	14.10
一年内到期的非流动负债	1.06	0.01	1.81
流动负债合计	17.51	19.14	21.03
长期借款	6.98	6.59	4.36
应付债券	1.56	1.95	1.93
长期应付款	17.04	14.99	8.46
非流动负债合计	25.84	23.79	15.01
负债合计	43.35	42.93	36.04
总债务	12.87	12.41	12.73
营业收入	4.60	4.17	4.46
所有者权益	36.34	35.62	34.71
营业利润	0.89	1.08	1.12
其他收益	0.50	0.46	0.57
利润总额	0.90	1.07	1.14
经营活动产生的现金流量净额	1.71	6.75	0.46
投资活动产生的现金流量净额	-2.32	-6.69	-1.11
筹资活动产生的现金流量净额	-0.49	-0.71	-0.65
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	22.29%	26.69%	26.35%
收现比	0.48	0.39	0.47
资产负债率	54.40%	54.65%	50.94%
现金短期债务比	0.59	1.00	0.72
EBITDA（亿元）	1.05	1.20	1.28
EBITDA 利息保障倍数	3.07	5.34	9.50

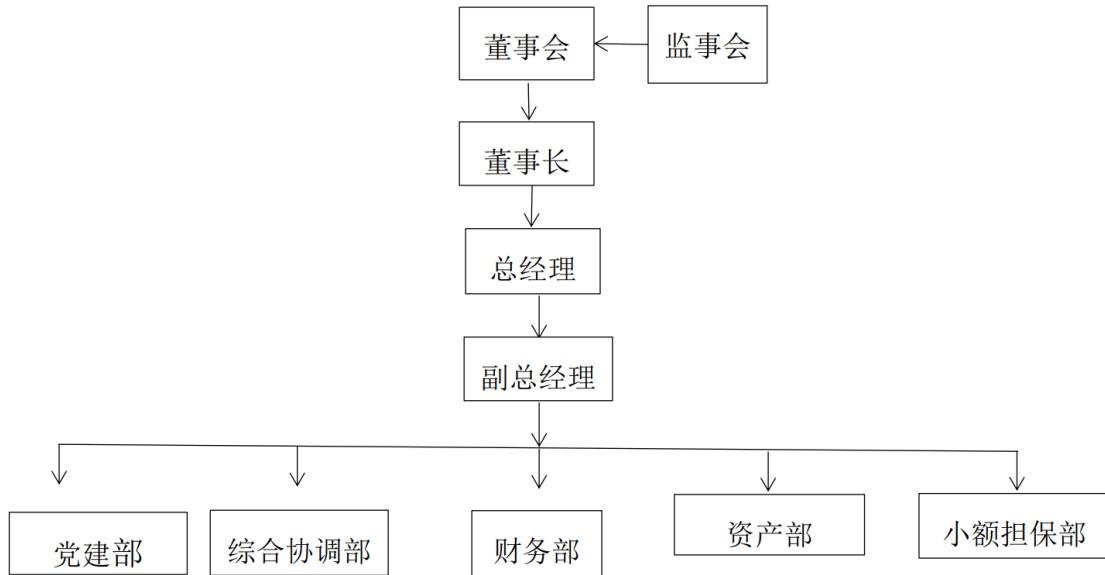
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供、公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
普洱市思茅民生置业有限公司	0.50	100.00%	房地产业
普洱市思茅民生融资担保有限公司	0.50	100.00%	金融业
云南三木木业有限公司	1.00	100.00%	农、林、牧、渔业
云南三木房地产开发有限公司	0.04	100.00%	房地产业
普洱市思茅区粮食购销有限公司	0.10	100.00%	批发和零售业
普洱市思茅区万掌山林场	0.03	100.00%	农、林、牧、渔业
普洱市思茅森源水利开发有限公司	0.70	71.43%	科学研究和技术服务业
普洱众鑫保安服务有限公司	0.10	51.00%	租赁和商务服务业
普洱市思茅绿色公墓开发有限公司	0.20	100.00%	居民服务、修理和其他服务业

资料来源：公司 2021 审计报告、公开信息，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	(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
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
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/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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。