



2016年大理海东开发投资有限公司公司债券 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等级的变化情况。

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：

2016年大理海东开发投资有限公司公司债券 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
16大理海东债/PR大理债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持大理海东开发投资集团有限公司¹（以下简称“海东开投”或“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“16大理海东债/PR大理债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：大理市地处云南省滇西交通要道，为国内外著名的旅游城市，经济和财政实力均居大理白族自治州（以下简称“大理州”）首位，公司是大理市海东新区内重要的城市基础设施建设主体，继续获得一定的外部支持，同时大理经济开发投资集团有限公司（以下简称“大理经开投”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到了海东新区停建和规划缩减可能对公司房地产销售和代建业务可持续性产生影响，且房地产项目去库存压力较大，公司资产流动性仍较弱，仍面临一定的项目资金压力和较大的短期偿债压力，存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司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06月17日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：汪永乐
wangyl@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	148.90	148.15	149.33
所有者权益	76.80	76.97	76.47
总债务	40.46	40.04	41.01
资产负债率	48.42%	48.05%	48.79%
现金短期债务比	0.01	0.04	0.26
营业收入	1.18	1.15	1.83
其他收益	0.38	0.38	2.12
利润总额	0.07	0.72	0.69
销售毛利率	39.69%	62.70%	7.98%
EBITDA	1.49	1.66	1.84
EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.95	0.98
经营活动现金流净额	0.74	-0.30	6.00
收现比	1.27	1.03	0.73

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2016年5月，公司名称由“大理海东开发投资有限公司”变更为“大理海东开发投资集团有限公司”。

优势

- **大理市地处云南省滇西交通要道，为国内外著名的旅游城市，经济和财政实力均居大理州首位。**大理市是大理州首府，为全州政治、经济、文化中心，曾是我国“南方丝绸之路”和“茶马古道”的重要中转站。旅游业是大理市的优势特色产业，全市荣膺国家全域旅游示范区。
- **公司继续获得一定的外部支持。**公司是大理市海东新区内重要的城市基础设施建设主体，2021 年公司获得大理海东开发管理委员会（以下简称“大理海开委”）等政府单位拨付的基础设施建设补助、陡坡治理种苗和造林补助资金等合计 3,758.39 万元。
- **大理经开投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，大理经开投主体信用等级为 AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **大理市海东新区停建和规划缩减可能对公司房地产销售和代建业务可持续性产生影响，且房地产项目去库存压力较大。**为进一步加强洱海流域生态保护，2018 年 11 月海东新区停止开发建设，海东开发范围锁定为已建成的 9.6 平方公里，受此影响，公司房地产销售和代建业务可持续性均存在不确定性，叠加 2021 年房地产政策持续收紧，房地产项目销售速度较慢。
- **公司资产整体流动性仍较弱。**公司资产以代建项目、房地产项目投资成本及其他应收款为主，代建项目投资成本和其他应收款回收时间存在不确定性，房地产项目销售较慢，且 2021 年末部分资产使用权受限。
- **公司仍面临一定的项目资金压力。**2021 年公司经营活动现金净流入较少，年末主要在建房地产项目和自营项目尚需投资金额较大。
- **公司仍面临较大的短期偿债压力。**2021 年末公司短期债务占总债务比重继续上升，现金短期债务比进一步下滑，且处于很低水平。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保对象全部为民营企业，且均未采取反担保措施，存在一定的代偿风险。此外，2022 年 3 月，公司因金融借款合同纠纷和商品房预售合同纠纷两次被云南省大理白族自治州大理市人民法院（以下简称“大理州法院”）列入被执行人，被执行金额分别为 51.62 万元和 5.40 万元。

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	5
	GDP 规模	3		资产负债率	5
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	5
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	1
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	1			
	业务多样性	4			
业务状况等级	中等	财务风险状况等级	较小		
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					0
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	2021-06-29	邹火雄、汪永乐	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	2015-10-14	陈远新、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
16大理海东债/PR 大理债	5.00	1.00	2021-06-29	2023-01-25

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年1月公开发行7年期5亿元公司债券，募集资金原计划用于大理海东山地城市保障房及配套工程建设项目。截至2022年5月10日，本期债券募集资金专项账户余额为4.02万元。

三、发行主体概况

2021年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为5.60亿元，控股股东及实际控制人仍为大理海开委，持股100%，股权结构如附录二所示。

2021年公司合并报表范围新增1家子公司（具体如表1所示），无减少子公司。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。

表1 2021年新纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
大理关巍冷链物流有限公司	100%	5,000	供应链服务、仓储物流	新设

资料来源：公司提供、公开信息，中证鹏元整理

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，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，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在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

大理市地处云南省滇西交通要道，为国内外著名的旅游城市，经济和财政实力均居全州首位，产业结构不断优化，社会消费品零售总额对经济影响较大，财政实力偏弱且收入质量一般，整体债务负担较重

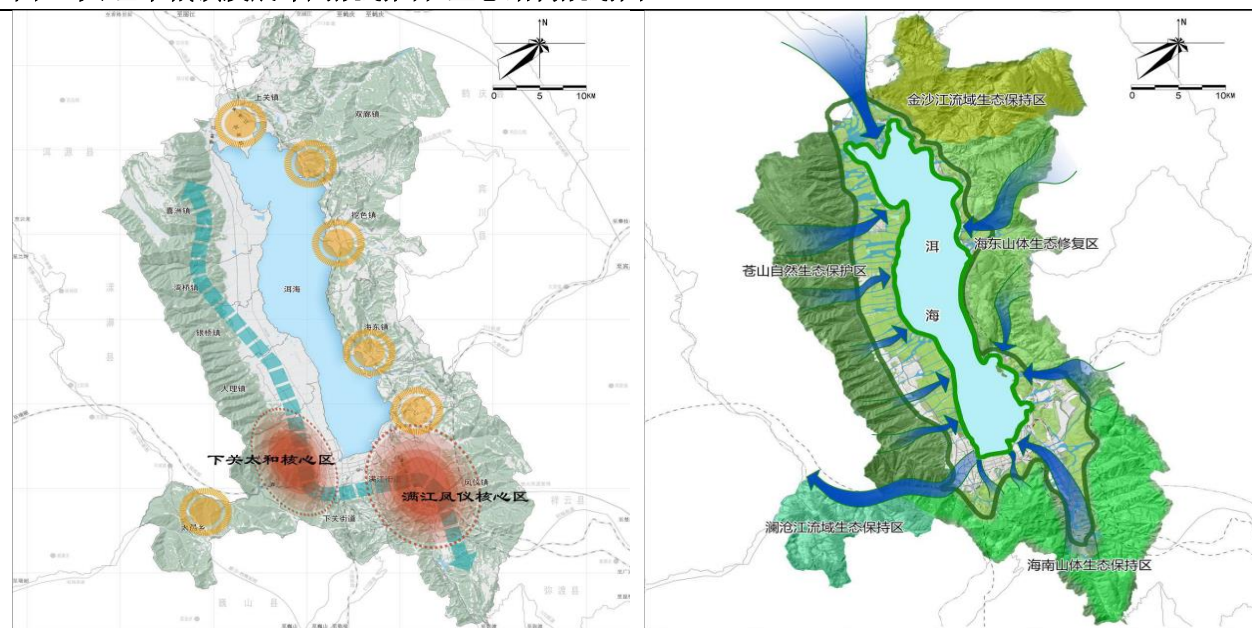
区位特征：大理市地处云南省滇西交通要道，为国内外著名的旅游城市。大理市是大理州首府，为全州政治、经济、文化中心，地处云南省西部，大理州中部，曾是我国“南方丝绸之路”和“茶马古道”的重要中转站，辐射南亚、东南亚。2020年末大理市总面积1,815平方千米，其中山地、坝区和洱海水域面积占总面积的比重分别为70.5%、15.8%和13.7%，全市下辖九镇、一乡、三个街道²，以及大理经济技术开发区（以下简称“大理经开区”）、大理省级旅游度假区、大理海东新区。大理市境内主要由高山分水岭、冰蚀地形、高山山麓洪积扇地形组成，东有玉案山，南有哀牢山，西有点苍山，中间是洱海断陷盆地及西高东低的狭长缓坡区，洱海走向与苍山平行，苍山、洱海是国家级风景名胜区和自然保护区，苍山同时是国家地质公园，有著名的国家历史文化名城——大理古城，有国家5A级景区崇圣寺三塔等，2021年末全市共有文物保护单位87个。大理市名列“2021中国县域旅游综合竞争力百强县市”第七位，大理古城创建为国家级旅游度假区。

交通方面，大理市地处云南省滇西交通要道，境内高速公路、铁路、航空枢纽齐备。214国道和320国道交汇于大理市，楚大、大永、大丽、上鹤等高速公路建成通车；广大、大丽铁路在此交汇，昆楚大城际高铁及昆大丽高铁的开通使大理接入全国高铁网；2021年5月末大理机场航线总数已达29条，大理机场临时口岸即将开放，且被列入国家“十四五”口岸发展规划。根据大理市第七次全国人口普查结果，

² 九镇包括：大理镇、凤仪镇、上关镇、双廊镇、喜洲镇、海东镇、挖色镇、湾桥镇、银桥镇；一乡为太邑彝族自治县；3个街道为下关、太和、满江。

截至2020年11月1日零时，全市常住人口为77.11万人，较2010年第六次全国人口普查结果增加11.9万人，人口呈现净流入；少数民族人口占总人口的63.8%，城镇人口占总人口的71.22%。大理市地处云贵高原和横断山脉交接地，非金属矿产较为丰富，已探明的矿种有大理石、石灰岩、砷等，2021年末大理石储量1.32亿立方米，石灰岩储量11.6亿立方米。大理市水资源丰富，地处金沙江、澜沧江、红河分水岭地带，属澜沧江水系，境内洱海湖面面积252.19平方千米，蓄水量30亿立方米，有大小溪河超过100条。

图 1 大理市城镇发展布局规划图和生态结构规划图



资料来源：《大理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：大理市地区生产总值和一般公共预算收入在大理州均居首位，社会消费品零售总额对经济影响较大。大理市经济总量在大理州十二个区县（市）中排第一位，且显著高于第二名的祥云县。受疫情影响，2020年大理市旅游、消费等收入大幅下降，2021年以来消费、工业增速有所回暖，规模以上工业总产值和增加值同比分别增长9.77%和5.6%。但旅游业恢复仍较缓慢，2021年大理市接待国内外旅游者1,389.52万人次，同比下降2.94%；实现旅游业总收入184.37亿元，同比下降23.85%。近年大理市固定资产投资大幅波动，受生态保护、交通运输、旅游等基础设施投资大幅下降影响，2021年全市固定资产投资同比大幅下降，对经济发展具有一定负面作用。近年大理市人均GDP均居全州第一，占全国人均GDP的比重在90%左右，人均经济实力一般。

表2 2021年大理州下属主要区县（市）经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
大理市	517.44	6.0%	67,101	36.85	18.43
祥云县	206.30	4.1%	50,732	11.04	0.86
宾川县	161.19	9.6%	47,227	6.02	1.38
鹤庆县	127.03	9.2%	52,269	7.70	1.99

巍山彝族回族自治县	101.78	9.4%	38,052	4.45	0.04
弥渡县	93.09	5.9%	35,641	5.05	0.74
剑川县	65.96	8.6%	41,106	3.56	0.75
漾濞彝族自治县	38.80	8.2%	39,755	2.44	0.96

注：2021 年人均 GDP 系根据各区县（市）第七次全国人口普查结果计算而得。

资料来源：大理州统计局 1-12 月综合统计月报、各区县（市）人民政府网站，中证鹏元整理

表3 大理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）	517.44	6.0%	472.85	-1.8%	467.94	3.6%
固定资产投资	--	-14.55%	--	8.45%	248.09	5.41%
社会消费品零售总额	295.32	7.3%	275.36	-3.6%	285.50	7.6%
进出口总额	0.45	-37.5%	0.71	39%	0.07（亿美元）	-93.8%
人均 GDP（元）	67,101		61,319		68,392	
人均 GDP/全国人均 GDP	82.87%		84.64%		96.47%	

注：1）2020-2021 年人均 GDP 系根据大理市第七次人口普查结果（77.11 万人）计算而得；2）2021 年固定资产投资系不含农户的投资；3）“--”表示该数据未公开披露。

资料来源：大理市 2019-2021 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：大理市以旅游产业为主，坚持绿色发展理念，不断促进工业、农业转型升级等，产业结构得以优化。从产业构成来看，大理市三次产业结构由 2019 年的 4.9:33.3:61.8 调整为 2021 年的 5.5:31.4:63.1，第三产业占比较大且有所提升。旅游业是大理市的优势特色产业，全市荣膺国家全域旅游示范区。大理市规划形成“一核、两带、八片区”的空间布局结构，一核即以洱海保护为核心发展大理市的旅游；两带即洱海以东休闲度假带及洱海以西文化景观旅游带；八片区包括喜洲白族民俗文化旅游区、古城历史文化旅游区、海西生态农业旅游区、海东高原休闲度假旅游区、太邑大红河源额骨阿宝旅游区、苍山旅游区、上关花旅游形象门户区、旅游综合服务区。

工业方面，大理市工业经济不断转型升级。大理市坚持绿色发展理念，不断淘汰落后产能，推动传统产业转型升级，滇西水泥、大理水泥、红山岩水泥厂关停搬迁，实施欧亚年产 20 万吨蛋白饮料、顺丰特大型生物天然气等 47 个工业项目，完成非电工业投资 90.42 亿元。大理市新型工业化持续推进，抢抓数字经济发展机遇，中国长城（云南）制造基地建成投产，科大讯飞等 16 户企业签约入驻云南信创（大理）产业园。

发展规划及机遇：国家层面，伴随“一带一路”倡议的不断深入，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的签署、中缅国际大通道的建设，使得云南成为“互联互通”的焦点、“沿边开放”的前端，为作为区域中心城市的大理市高水平扩大开放带来更大机遇。此外，中央新时代推进西部大开发形成新格局 36 条指导意见，将对大理市着力提升城市品质，实现更高质量、更有效率、更可持续发展，推动产业体系转型带来重大利好。

省级层面，云南省委省政府提出全力打造“绿色能源”“绿色食品”“健康生活目的地”三张牌，大理市因其得天独厚的资源禀赋优势，使其与全省“三张牌”打造方向高度契合，为全市发展带来更多机遇。大理市作为大滇西旅游环线西北环线（大理-丽江-迪庆-怒江-保山-德宏）、西南环线（昆明-玉溪-红河-普洱-西双版纳-临沧-大理）“8字形”双环交汇点，有助于其提振旅游文化产业。

州级层面，大理州提出“双核驱动、协同发展”发展布局，争创大理国家级洱海保护绿色发展示范区，为大理市实现高水平保护高质量发展，培育数字经济、总部经济、会展经济等新业态，打造滇西文旅康养中心、教育医疗中心、金融商贸中心、数字创新中心，进一步加强洱海保护、推进城市更新、提升城市品质，增强区位优势和辐射带动作用带来更多机会。

财政及债务水平：近年大理市财政实力偏弱，收入质量一般，2021年财政自给率大幅提升，整体债务负担较重。受疫情及减税降费等因素的影响，近年大理市一般公共预算收入有所减少，税收收入占一般公共预算收入的比重持续降低，主要系地方政府减税降费力度较大等所致；全市税收收入主要来源于增值税、土地增值税、契税等，税源相对稳定。大理市对上级补助依赖性较大，2019-2021年上级补助收入（税收返还收入+一般性转移支付补助+专项转移支付补助）合计为同期一般公共预算收入的114.43%、91.34%和89.41%。根据《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），大理市2021年起统一采用收付实现制核算财政支出，导致一般公共预算支出较上年下降36.19%，因此2021年全市财政自给率大幅提升。2020年大理市土地供应增加，使得当年政府性基金预算收入大幅增长；受疫情反复及房地产市场景气度下行等因素的影响，2021年大理市土地出让减少，政府性基金预算收入大幅下降。债务方面，大理市债务余额持续增长，为同期综合财力（一般公共预算收入+政府性基金预算收入+上级补助收入）的2倍左右，债务负担较重。

表4 大理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	36.85	37.53	37.52
税收收入占比	70.57%	74.48%	85.40%
财政自给率	81.88%	53.20%	46.69%
政府性基金预算收入	18.43	30.41	10.34
地方政府债务余额	199.44	184.55	178.33

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：大理市地方财政预算执行情况的报告，中证鹏元整理

投融资平台：根据《中共大理市委大理市人民政府关于深化国有企业改革的实施意见》（大市发〔2020〕16号），大理市按照“1+5”框架组建大理市国有资本投资开发集团有限公司（以下简称“大理国投”），在大理国投下重点打造由国有资本投资运营、城乡建设、生态环保、文旅康养及社会事业等组成的五大专业板块。大理国投已于2021年5月13日成立，注册资本为20亿元，唯一股东及实际控制人均为大理市财政局。截至本报告出具日，大理市发债平台主要有2家，分别为大理经开投、海东开投。

其中，大理经开投是大理经开区重要的基础设施建设和土地开发整理主体，主营业务包括基础设施建设、大宗商品和房地产销售、押运服务、资金拆借等。

表5 大理市投融资平台主要情况（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
大理经开投	大理经济技术开发区管理委员会	63.39	61.24%	16.70	--	大理经开区重要的基础设施建设和土地开发整理主体
海东开投	大理海开委	76.80	48.42%	1.18	40.46	大理海东新区重要的综合性投融资平台和国有资产运营主体

注：上表采用 2021 年/2021 年末数据。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

为贯彻落实习近平总书记在大理市调研时的指示精神，进一步加强洱海流域生态保护，2016年大理州政府将海东开发区开发规划范围调减至53.89平方公里，2018年11月全面停止海东开发建设后，将海东开发范围锁定为已建成的9.6平方公里。2020年3月，大理市人民政府批复同意《大理市上和片区控制性详细规划批后公告》，将原海东开发区开发范围重新规划为上和片区，上和片区是大理海东的主要建设区域，规划范围西至洱海环海路以东，南至机场路，北至稻香路、天秀路，东与上登工业园相邻，人口规模8.0万人，区域总用地面积9.6平方公里，城市建设用地面积9.17平方公里，旨在建设成为与周边协同发展高度融合的以行政办公、教育科研、生态旅游、文创康养为主的综合功能片区。

五、经营与竞争

公司作为大理市海东新区内重要的城市基础设施建设主体，主要负责辖区内的基础设施代建、保障房和配套商品房开发等业务。2021年公司房地产销售收入大幅增长，主要得益于大理州交通投资开发（集团）有限公司（以下简称“大理交投”）收购公司思睿天地思园项目，但劳务派遣、资金占用、处置投资性房地产等其他业务收入大规模缩减，使得公司全年营业收入同比略有增长。因收入比重提高的农产品销售业务和直饮水销售业务发生亏损，以及盈利水平较高的其他业务收入显著下滑，2021年公司销售毛利率同比大幅降低。

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
房地产销售	6,029.67	47.55%	45.54	41.44%
农产品销售	919.53	-63.41%	613.96	30.28%
代建业务	791.46	100.00%	522.20	100.00%
直饮水销售	444.39	-229.11%	65.86	-1,012.49%
车辆租赁	288.74	59.52%	168.28	66.86%
房屋租赁	248.39	92.54%	687.51	96.57%
劳务派遣	170.30	-51.50%	239.49	-25.72%

其他	2,938.54	79.09%	9,110.79	70.32%
合计	11,831.01	39.69%	11,453.65	62.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司代建业务收入同比大幅增长，但规模仍较小，且受海东新区停建和政府规划变动等因素影响，代建业务回款时间存在不确定性

公司承担了大理市海东新区的基础设施建设任务，项目建设主要由子公司大理海东开发市政建设有限公司（以下简称“海开市政”）和大理海东开发园林绿化有限公司（以下简称“海开园林”）负责。其中，海开市政负责海东新区基础设施建设工程，海开园林负责海东新区园林绿化设施建设工程。2021年公司代建业务模式未发生变化，仍按项目投资进度确认项目管理费（即代建收入），项目管理费为当年新增投资额的3%，投资成本则需项目完工并经相关政府部门验收后结算，款项回收时间存在不确定性。

2021年公司在海东新区范围内新增市政基础设施和园林绿化工程投资额5.77亿元，确认代建收入791.46万元，同比增长51.56%，未收到业务现金；由于公司只将管理费确认为收入，该业务毛利率保持在100.00%。截至2021年末，公司受托代建项目（其他非流动资产）账面成本合计77.82亿元，主要包括海东市政道路建设项目、物流园区建设项目、其他零星市政建设项目等，原计划总投资为160亿元。因政府对海东新区的开发规划已发生较大变化，相关项目的后续建设将受到影响，项目投资成本回收时间以及未来代建业务的可持续性均存在一定不确定性。

除以上采用代建模式投资建设的基础设施项目外，公司在建的自营项目主要有海东新城客运站、直饮水中心处理厂二期工程等，2021年末预计总投资6.64亿元，累计投资3.65亿元，待项目建成后由公司自主运营并实现收益，需关注项目的盈利情况。2018年直饮水中心处理厂一期工程已完工并转入固定资产，2021年末二期工程累计投资0.66亿元，其中桶装水车间已于2020年5月完工并投入使用，产能为600桶/时，因此2021年公司直饮水销售收入同比大幅增长，但收入规模仍较小，因瓶装水及桶装水生产成本较高，该业务持续大额亏损。

表7 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计投资	预计收入来源
海东新城客运站	18,800.00	17,500.88	客运收入
直饮水中心处理厂二期工程	32,470.00	6,578.49	场地租金、桶装水生产销售
蔚文街停车楼及商业建设项目	7,000.00	5,273.01	停车费、租金
游乐场及商业建设项目	4,994.59	4,756.54	门票、租金
起凤公园停车楼	3,161.70	2,408.26	停车费
合计	66,426.29	36,517.18	--

资料来源：公司提供

公司作为大理市海东新区重要的土地一级开发主体，承担了区域内大部分土地开发项目，包括征地、

拆迁、安置、土地平整等，开发过程中所需费用均由公司承担，公司按照土地出让金的50%确认为土地一级开发收入。2016年以来，公司土地一级开发业务受土地市场景气度、大理市海东新区规划以及大理海开委土地出让计划等因素影响，一直未实现土地一级开发收入，未来收入的实现仍存在不确定性。

2021年公司农产品销售收入大幅增长，但该业务处于亏损状态

公司农产品销售业务由子公司大理海川农业科技有限公司（以下简称“海川农科”）负责，主要生产并销售大米、橄榄油、大蒜、玉米等农产品。主要业务模式为：海川农科在大理市部分村镇开展水稻种植，利用洱海流域内已征未供的2.58万亩土地进行生态改造种植油橄榄，通过自有生产线加工生产大米和橄榄油等农产品对外销售获取收益。

2021年公司加大种植和生产力度，实现农产品销售收入919.53万元，同比增长49.77%，但由于市场售价低于成本价，该业务呈亏损状态。公司未来将坚持转型发展生态农业，进一步扩大种植规模，同时将积极开拓销售渠道，农产品销售收入有望实现进一步增长，但需关注该业务后续的盈利情况。

2021年大理交投收购思睿天地思园项目使得房地产销售收入大幅增长，但公司其他房地产项目大部分建设进度缓慢，且去库存速度较慢，叠加海东新区停建影响，库存去化压力进一步加大

公司从事的房地产开发业务主要涉及大理市海东新区保障房及商品房的建设工作，由公司本部以及子公司大理俊发伟业房地产有限责任公司（以下简称“俊发伟业”）、大理海东揽月房地产开发有限公司（以下简称“揽月房开”）负责。近年公司本部主要开发了大理海东山地城市保障房及配套工程建设项目，子公司俊发伟业主要开发了大理海东山地新城11号地块项目（以下简称“山地新城11号地块”）、大理海东山地新城3号地块项目（以下简称“山地新城3号地块”）、金凤邑项目和水磨石庄项目，子公司揽月房开主要开发了欧洲小镇项目。

2021年公司实现房地产销售收入6,029.67万元，主要来自思睿天地思园项目、欧洲小镇等。大理海东山地城市保障房及配套工程建设项目系本期债券募投项目，建设内容含保障房及配套商业用房，包括保障房、城市森林和思睿天地三个子项目，计划总投资10.00亿元。截至2021年末，保障房和城市森林项目已停工，剩余扫尾工作未完成，累计投资5.61亿元；思睿天地思园项目已完成建设并交付一栋商品房大楼，睿园项目已停工，思睿天地项目累计投资4.89亿元，均计入“存货”科目；城市森林和思睿天地项目均已取得预售许可证。2021年大理交投收购公司思睿天地思园项目，公司实现房地产销售收入4,363.43万元，但去化速度仍较慢。根据募投项目的可行性研究报告，在本期债券存续期内，公司预计可通过出售、出租房产实现收入10.47亿元，中证鹏元关注到，本期债券部分募投项目已停工，存在较大的收益不及预期的风险。

山地新城11号地块和山地新城3号地块均为公司限价商品房项目，2021年共计实现房地产销售收入257.80万元，至年末已全部销售完毕。欧洲小镇项目建设内容含配套商业及会所，已于2017年3月取得预售许可证，2021年实现房地产销售收入1,408.44万元。金凤邑项目和水磨庄项目均位于大理海东山地

新城金尚街区，为商业住宅综合体项目，2021年末未实现对外出售。

受海东新区规划调整影响，公司大部分在建项目和配套设施建设进度缓慢，房地产销售及交付结算均受到较大影响，去库存压力进一步加大。截至2021年末，公司主要在建和在售房地产项目预计总投资35.58亿元，尚需投资2.99亿元，给公司带来一定资金压力。

表8 截至 2021 年末公司主要在建及在售房地产项目情况（单位：平方米、万元）

项目	性质	计划总投资	累计投资	可预售面积	预售证取得时间	剩余可售面积
大理海东山地城市保障房及配套工程建设项目	保障房及配套商品房、商铺	100,032.71	104,997.74	135,629.79	--	92,758.00
其中：保障房项目	保障房	--	13,184.07	--	--	--
城市森林项目	配套商品房	--	42,953.91	36,521.89	2017	27,330.00
思睿天地项目	配套商品房	--	48,859.76	99,107.90	2020-2021	65,428.00
大理海东山地新城配套商品房（3号地块项目、11号地块项目）	商品房	73,300.00	74,463.35	172,290.21	2015-2017	0.00
欧洲小镇	居住及办公	38,500.00	47,474.60	64,967.35	2017	31,510.00
金凤邑项目	商品房	32,000.00	22,052.73	33,701.77	2018	13,240.00
水磨庄项目	商品房	12,000.00	13,050.31	13,868.25	2018	17,000.00
九溪国际项目	商品房	100,000.00	63,890.99	--	--	--
合计	--	355,832.71	325,929.72	420,457.37	--	154,508.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得一定的外部支持

公司作为大理市海东新区内重要的城市基础设施建设主体，持续获得地方政府的大力支持。2021年公司获得大理海开委等政府单位拨付的基础设施建设补助、陡坡治理种苗和造林补助资金等合计3,758.39万元，是同期利润总额的5.65倍，是公司利润的主要来源。

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审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年和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新增1家子公司，详见表1，截至2021年末，纳入公司合并报表范围的子公司共9家，如附录四所示。

资产结构与质量

公司资产仍以代建项目、房地产项目投资成本及其他应收款为主，整体流动性仍较弱

2021年末公司其他应收款同比小幅下降，仍主要为应收当地政府单位及国有企业的往来款和拆借款，

部分款项账龄较长，且回收时间不确定，对资金形成较大占用。公司存货仍主要为保障房及商品房项目开发成本，2021年末保障房的账面价值为1.34亿元，商品房项目中九溪国际、思睿天地、城市森林的账面价值分别为6.79亿元、4.29亿元、3.09亿元。

公司资产以非流动资产为主。投资性房地产包括欧洲小镇、万商之门等已出租房产，均采用公允价值模式进行后续计量，2021年发生公允价值变动损失589.41万元。在建工程主要为海东新城客运站、蔚文街停车楼及商业建设项目等自建自营项目。其他非流动资产系公司采取代建模式建设的基础设施项目，该等项目需由公司垫付大量前期建设资金，待项目竣工验收后由政府结算工程款，因海东新区规划发生较大变动，未来资金回收存在不确定性。

总体来看，2021年末公司资产规模同比略有增长，仍以代建及房地产项目投资成本及其他应收款为主，年末受限资产占总资产的比重为2.83%，且其他应收款占用公司较多营运资金，资产整体流动性仍较弱。

表9 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
其他应收款	19.75	13.27%	22.38	15.11%
存货	19.71	13.23%	18.38	12.40%
流动资产合计	43.64	29.31%	48.86	32.98%
投资性房地产	20.01	13.44%	19.98	13.49%
在建工程	3.65	2.45%	3.58	2.41%
其他非流动资产	77.82	52.27%	72.05	48.63%
非流动资产合计	105.27	70.69%	99.29	67.02%
资产总计	148.90	100.00%	148.15	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

公司营业收入小幅增长，但盈利能力显著下滑，政府补助对利润贡献仍较大

2021年得益于大理交投收购公司思睿天地思园项目确认大额房地产销售收入，以及公司积极发展生态农业和直饮水处理厂陆续释放产能，公司全年营业收入同比小幅增长，收现比有所提升，业务回款情况尚可。公司农产品和直饮水销售业务增长较快，但房地产开发项目待售房源较多，去库存压力较大，且商品房销售价格及成交量受房地产市场景气度影响，具有较大不确定性，代建业务受海东新区停建等政策变化影响大，垫付工程款回收时间不确定，未来收入规模或发生较大波动。2021年公司营业利润和利润总额因存在公允价值变动损失而明显减少，且处于较低水平。毛利率方面，因收入比重提高的农产品销售业务和直饮水销售业务发生亏损，以及盈利水平较高的其他业务收入显著下滑，2021年公司销售毛利率同比大幅下降。此外，2021年公司获得政府补助3,758.39万元，是同期利润总额的5.65倍，仍是

公司利润的主要来源。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
营业收入	1.18	1.15
收现比	1.27	1.03
营业利润	0.08	0.72
其他收益	0.38	0.38
利润总额	0.07	0.72
销售毛利率	39.69%	62.70%

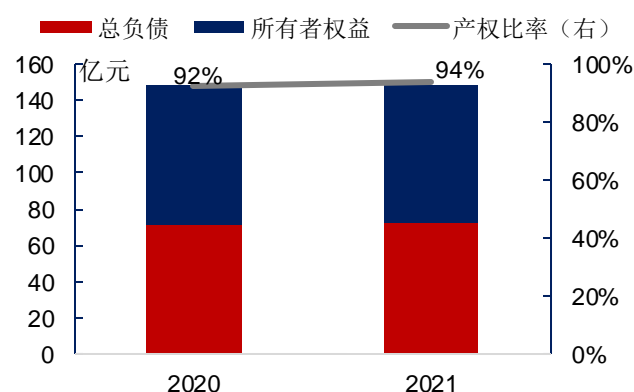
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模小幅增长，仍面临较大的短期偿债压力

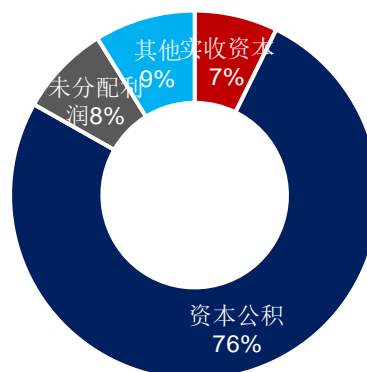
随着公司新增短期银行借款以补充营运资金，2021年末公司总负债同比略有上升，所有者权益变动不大，年末公司产权比率同比上升2个百分点，所有者权益对负债的覆盖程度减弱。

图 2 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 3 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

公司负债以流动负债为主。2021年公司新增较多短期借款，年末以保证借款为主，借款利率在4.35%-8.50%之间。公司应付账款为应付工程款，账龄集中在3年以上。2020年末预收款项主要系预收售房款，2021年末转入合同负债科目。其他应付款主要为借款及利息，2021年末借款及利息余额为13.52亿元，债权方主要为大理州城乡建设投资开发有限公司和大理海开委土储中心等政府部门及企事业单位，系有息债务。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

公司长期借款主要为保证借款，2021年末长期借款随部分保证借款到期偿还有所减少，利率在5.14%-11.97%之间。应付债券包括本期债券和应收账款资产收益权转让工具，余额随本期债券本金的兑付有所下降。长期应付款仍为中国农发重点建设基金有限公司借款，利率为1.2%，由大理市人民政府在

2018年至2025年间分期回购。

表11 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	3.15	4.37%	0.50	0.70%
应付账款	24.31	33.72%	24.66	34.64%
预收款项	0.00	0.00%	3.06	4.30%
合同负债	3.58	4.97%	0.00	0.00%
其他应付款	14.52	20.14%	14.15	19.88%
一年内到期的非流动负债	4.47	6.20%	5.97	8.38%
流动负债合计	51.12	70.90%	48.39	67.97%
长期借款	16.36	22.70%	17.30	24.31%
应付债券	1.42	1.97%	2.05	2.88%
长期应付款	0.69	0.95%	0.91	1.28%
非流动负债合计	20.98	29.10%	22.80	32.03%
负债合计	72.10	100.00%	71.18	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司总债务规模同比小幅上升，占总负债的比重相对稳定，短期债务占比有所升高。

图 4 公司债务占负债比重

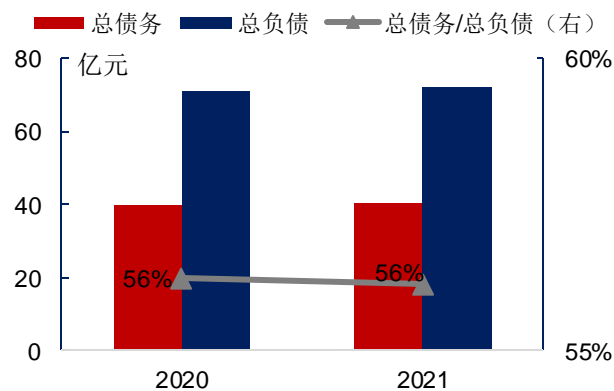


图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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同比略有上升，现金短期债务比进一步下降，且处于很低水平，短期偿债压力仍较大。2021年EBITDA利息保障倍数变动不大，公司利润仍不足以覆盖债务利息。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	48.42%	48.05%
现金短期债务比	0.01	0.04

EBITDA 利息保障倍数

0.96

0.95

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2019年1月1日至报告查询日³，公司本部为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额22,100.00万元，包括子公司海开市政18,800.00万元、海开园林1,400.00万元以及大理关巍冷链物流有限公司1,900.00万元银行借款，公司为该等借款提供担保，其中海开市政和海开园林借款被列入关注类余额系展期还款所致，大理关巍冷链物流有限公司借款被列入关注类余额系借新还旧所致；子公司海开市政未结清信贷被列入关注类余额18,800.00万元，系展期还款所致。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

公司存在较大的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保余额（不包括子公司大理海东开发融资担保有限公司对外担保余额）合计4,700.00万元，占期末净资产的比重较小，但担保对象全部为民营企业，且均未采取反担保措施。

表13 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	被担保方性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
大理商埠海洋世界管理有限公司	民营企业	4,000.00	2024/2/8	否
云南御林建筑工程有限公司	民营企业	700.00	2022/8/26	否
合计	--	4,700.00	--	--

注：截至 2021 年 12 月 31 日，公司子公司大理海东开发融资担保有限公司在公司合并范围外的担保余额合计 420 万元。

资料来源：公司提供、公开信息，中证鹏元整理

2022年1月25日，公司子公司海开市政因未能按照大理州法院作出的（2021）云29民初51号民事调解书向昆明联诚科技股份有限公司（以下简称“联诚科技”）履行还款义务，大理州法院作出（2022）云29执2号之二十一执行裁定书，查封海开市政名下位于金凤邑房地产项目的房产21套。2022年3月8日，因海开市政未按执行通知书履行生效法律文书确定义务，联诚科技申请大理州法院拍卖前述查封财产，大理州法院作出（2022）云29执2号之二十二执行裁定书，裁定结果为拍卖海开市政名下位于金凤邑房地产项目的21套房产。公开资料显示，该21套房产将由大理州法院于2022年6月13日10时至2022年6月14日10时进行拍卖，起拍价从110.87万元至184.92万元不等。

2022年2月18日，自然人李冬波向大理州法院提出强制执行申请，要求公司支付自2019年1月1日至

³ 公司本部企业信用报告的查询日期为 2022 年 4 月 25 日，子公司海开市政企业信用报告的查询日期为 2022 年 5 月 10 日。

2021年7月1日逾期交房违约金54,000元以及至实际交付房产之日止每月1,800元的逾期交付违约金，大理州法院于2022年3月1日向公司发送（2022）云2901执1047号缴款通知书。2022年2月25日，中国建设银行股份有限公司大理白族自治州分行向大理州法院提出强制执行申请，要求自然人王玲、张金奎偿还借款本金46.86万元，自2022年1月30日止的利息3.78万元和罚息2,806.04元，自2022年01月31日起至借款本金还清之日止按合同约定计算的利息、罚息，以及律师费7,000元，公司对上述款项承担连带清偿责任，大理州法院于2022年3月7日向张金奎发送（2022）云2901执1217号缴款通知书。

综上，公司存在较大的或有负债风险。

八、抗风险能力分析

大理市地处云南省滇西交通要道，为国内外著名的旅游城市，全市荣膺国家全域旅游示范区，2021年经济和财政实力均居大理州首位。公司是大理市海东新区内重要的城市基础设施建设主体，2021年公司获得大理海开委等政府单位拨付的基础设施建设补助、陡坡治理种苗和造林补助资金等合计3,758.39万元，公司继续获得一定的外部支持。

同时，中证鹏元关注到，受大理市海东新区停建和规划缩减影响，公司房地产销售和代建业务可持续性均存在不确定性。公司资产以代建项目、房地产项目投资成本及其他应收款为主，代建项目投资成本和其他应收款回收时间存在不确定性，房地产项目销售较慢，且2021年末部分资产使用权受限，资产整体流动性仍较弱。2021年公司经营活动现金净流入较少，盈利能力显著下滑，年末主要在建房地产项目和自营项目尚需投资金额较大，仍存在一定的资金压力；此外，2021年末公司短期债务占总债务比重继续提升，现金短期债务比进一步下滑，且处于很低水平，仍面临较大的短期偿债压力。截至2021年末，公司对外担保对象全部为民营企业，且均未采取反担保措施，2022年3月公司因金融借款合同纠纷和商品房预售合同纠纷两次被大理州法院列入被执行人，被执行金额分别为51.62万元和5.40万元，存在较大的或有负债风险。整体来看，公司的抗风险能力一般。

九、本期债券偿还保障分析

大理经开投为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由大理经开投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

大理经开投成立于2002年8月18日，原名大理州经济开发区国有资产经营有限责任公司，系由大理州经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）批准成立的有限责任公司，初始注册资本为

1.00亿元。经过历次增资和股东变更，2021年末大理经开投注册资本和实收资本均为12.31亿元，控股股东和实际控制人均为经开区管委会。

大理经开投是大理经开区基础设施建设和土地开发的重要建设主体，主营业务包括基础设施建设、房屋销售、押运服务、资金拆借等。截至2021年末，大理经开投总资产为163.55亿元，所有者权益合计63.39亿元，资产负债率为61.24%；2021年度大理经开投实现营业收入16.70亿元，利润总额1.55亿元，经营活动现金净流入2.70亿元。

表14 大理经开投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	163.55	139.02	103.23
所有者权益	63.39	49.95	45.41
总债务	--	55.50	31.76
资产负债率	61.24%	64.07%	56.01%
现金短期债务比	--	0.96	0.64
营业收入	16.70	15.89	6.80
其他收益	1.18	0.38	0.09
利润总额	1.55	1.53	0.95
销售毛利率	17.06%	14.93%	23.05%
EBITDA	--	3.05	2.05
EBITDA 利息保障倍数	--	1.72	1.04
经营活动现金流净额	2.70	1.98	0.17
收现比	0.77	1.17	1.15

资料来源：大理经开投 2017-2019 年三年连审审计报告和 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，大理经开投主体信用等级为AA，评级展望为稳定，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

十、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。

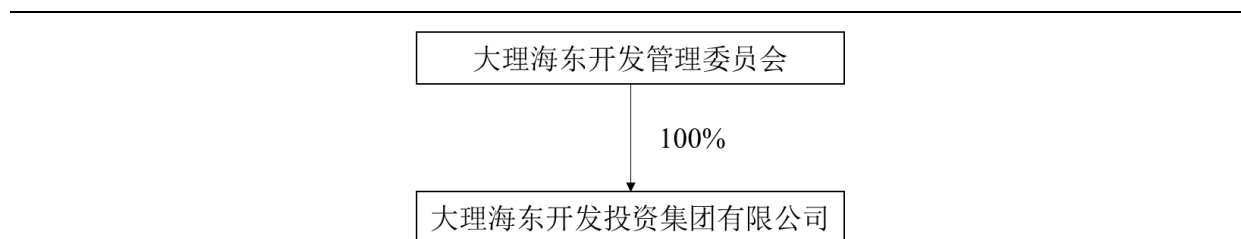
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.27	0.87	4.88
其他应收款	19.75	22.38	24.02
存货	19.71	18.38	17.70
流动资产合计	43.64	48.86	53.05
投资性房地产	20.01	19.98	19.31
在建工程	3.65	3.58	3.26
其他非流动资产	77.82	72.05	70.20
非流动资产合计	105.27	99.29	96.28
资产总计	148.90	148.15	149.33
短期借款	3.15	0.50	0.80
应付账款	24.31	24.66	26.12
预收款项	0.00	3.06	2.52
合同负债	3.58	0.00	0.00
其他应付款	14.52	14.15	13.54
一年内到期的非流动负债	4.47	5.97	5.48
流动负债合计	51.12	48.39	48.60
长期借款	16.36	17.30	17.78
应付债券	1.42	2.05	3.04
长期应付款（合计）	0.69	0.91	1.20
非流动负债合计	20.98	22.80	24.26
负债合计	72.10	71.18	72.85
总债务	40.46	40.04	41.01
营业收入	1.18	1.15	1.83
所有者权益	76.80	76.97	76.47
营业利润	0.08	0.72	0.70
其他收益	0.38	0.38	2.12
利润总额	0.07	0.72	0.69
经营活动产生的现金流量净额	0.74	-0.30	6.00
投资活动产生的现金流量净额	0.48	-3.37	-6.80
筹资活动产生的现金流量净额	-1.55	-0.15	1.22
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	39.69%	62.70%	7.98%
收现比	1.27	1.03	0.73
资产负债率	48.42%	48.05%	48.79%
现金短期债务比	0.01	0.04	0.26
EBITDA（亿元）	1.49	1.66	1.84

EBITDA 利息保障倍数	0.96	0.95	0.98
---------------	------	------	------

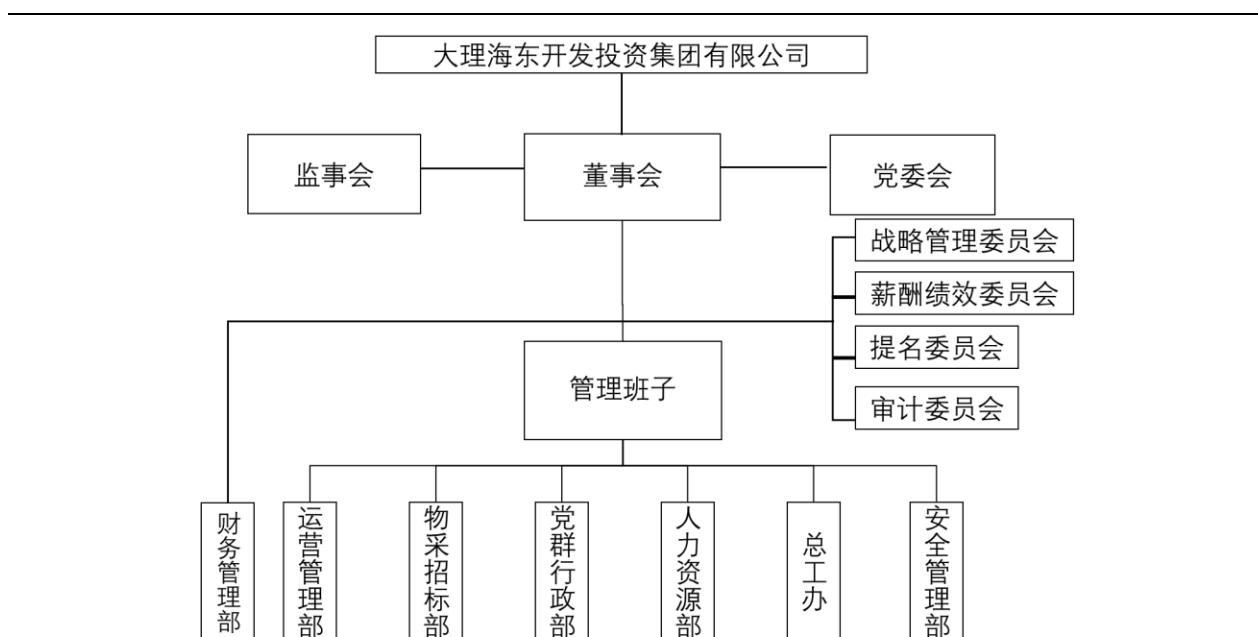
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
大理海东开发融资担保有限公司	10,000.00	100.00%	贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保等
大理海东揽月房地产开发有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发、经营；物业管理；建材经营；房屋中介服务
大理海东开发园林绿化有限公司	3,000.00	100.00%	市政绿化，园林景观项目建设等
大理海东开发市政建设有限公司	56,000.00	100.00%	城市建设项目的投资开发、经营；房地产开发；建筑材料销售等
大理俊发伟业房地产有限责任公司	9,000.00	99.00%	房地产开发经营
大理海东开发海勤服务有限公司	5,000.00	100.00%	单位后勤管理服务；人力资源服务；轿车出租客运服务；物业管理
大理海东方直饮水水业有限责任公司	32,000.00	100.00%	自来水、瓶（桶）装饮用水及供水管网和设备、设施的施工、安装；水暖器材销售
大理海川农业科技有限公司	20,000.00	100.00%	农产品供应链管理服务；粮食加工生产、销售
大理关巍冷链物流有限公司	5,000.00	100.00%	供应链服务、仓储物流

资料来源：公司 2021 年审计报告、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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
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。