

信用等级公告

联合[2017] 2133 号

联合资信评估有限公司通过对云南城投置业股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定

云南城投置业股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

云南城投置业股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年八月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

云南城投置业股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

偿债主体长期信用等级: AA
评级展望: 稳定
担保方主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 5 亿元
本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续
偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
发行目的: 偿还有息债务
评级时间: 2017 年 8 月 25 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.43	34.61	57.63	55.25
资产总额(亿元)	334.78	451.92	641.43	641.47
所有者权益(亿元)	51.11	52.15	69.15	68.02
短期债务(亿元)	61.80	87.76	134.27	164.74
长期债务(亿元)	147.10	189.24	278.59	263.55
全部债务(亿元)	208.91	277.00	412.85	428.29
营业收入(亿元)	39.47	40.13	97.70	11.64
利润总额(亿元)	7.20	3.50	4.25	-1.48
EBITDA(亿元)	11.98	7.77	13.96	--
经营性净现金流(亿元)	-25.67	-12.06	-19.35	-3.72
营业利润率(%)	32.77	20.89	13.49	23.99
净资产收益率(%)	9.71	4.05	3.91	--
资产负债率(%)	85.22	87.64	89.22	89.40
全部债务资本化比率(%)	80.34	84.16	85.65	86.29
流动比率(%)	210.07	189.06	184.97	174.47
全部债务/EBITDA(倍)	17.44	35.66	29.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.73	2.06	1.53	--
经营现金流流动负债比(%)	-18.72	-5.98	-6.89	--

注: 公司 2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

王兴萍 尹金泽
邮箱: lianhe@lheratings.com
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)
网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对云南城投置业股份有限公司(以下简称“公司”或“云南城投置业”)的评级反映了公司作为国有上市房地产开发企业, 具有较为丰富的房地产开发经验, 土地储备较为充足, 在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。同时, 联合资信也关注到公司存货规模较大且区域集中度高, 存在较大的去化压力; 经营利润亏损, 利润总额对营业外收入依赖大; 债务规模快速增长、债务负担很重; 经营性现金流持续大规模净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续以房地产开发为主业, 大力推动城市住宅综合体、旅游地产项目和养老地产的开发及销售; 公司通过对银泰系列项目的收购, 房地产区域布局进一步延伸至部分发达地区, 同时也丰富了公司城市综合体的业态。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据由云南省城市建设投资集团有限公司(以下简称“云南城投集团”)提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。作为云南省城市运营开发(包括土地一级开发、房地产开发和城市服务性项目的投资和建设)的重要实体以及公用事业的主要载体, 云南城投集团在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势, 其提供的担保对本期中期票据的信用状况有显著的积极影响。

综上, 基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据担保能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司是云南省国资委下属的国有控股房地

产开发上市公司，在云南地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。

2. 公司土地储备规模较大，可满足未来一段时间房产项目开发需要。
3. 云南城投集团为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据的安全性。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在不确定性。
2. 公司房地产开发项目建设规模较大，存货规模大且区域集中度高，存在较大的去化压力。
3. 公司资产受限比例高，资产流动性弱。
4. 近年来公司债务规模增长较快，债务负担很重，短期支付压力大；在建项目及投资收购尚需大量资金，对外部融资依赖性强。
5. 受土地储备增加及房地产开发规模大等因素影响，公司经营性现金流持续大规模净流出。
6. 公司经营利润亏损，利润总额对营业外收入依赖度很高；现金收入比下降较快，收入实现质量有待提高。
7. 公司对外担保规模大，存在一定或有债务风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由云南城投置业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南城投置业股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

云南城投置业股份有限公司前身为云南光明啤酒股份有限公司，于 1992 年 12 月以定向募集方式成立，1998 年 10 月更名为“云南红河光明股份有限公司”，2007 年 10 月更为现名。公司于 2007 年在上海证券交易所上市，股票简称“云南城投”，股票代码为 600239.SH。2007 年 5 月 17 日，云南省城市建设投资集团有限公司与云南红河光明股份有限公司第一大股东北京新光创业投资有限公司签署了《关于云南红河光明股份有限公司股份转让协议书》，股权转让后，云南城投集团成为公司的第一大股东。2007 年 6 月 13 日，公司股东会决议通过股权分置改革方案，以资本公积向包括云南城投集团在内的全体股东转增股本，每 10 股转增 1.32 股。云南城投集团和公司的其它非流通股股东将本次获得转增的全部股份转送给流通股股东，相当于每 10 股获送 2 股，转增的注册资本总计 3388.22 万元。2007 年 11 月 21 日，经中国证券监督管理委员会证监公司字[2007]177 号文《关于核准云南红河光明股份有限公司向云南省城市建设投资集团有限公司重大资产收购暨定向发行新股的通知》核准，公司以除 40646.90 平方米土地使用权（土地证号分别为开国用（98）字 0051 号和 0278 号）外合法拥有的全部资产和负债与云南城投集团经营性房地产业务相关资产进行置换，置入资产公允价值高于置出资产公允价值的差额，由公司发行 7930.10 万股普通股向云南城投集团购买。公司与云南城投集团置换资产及股权分置改革完成后，股本总额为 29052.14 万股。经历次增资、转增股本等变更后，截至 2017 年 3 月底，公司总股本 107045.79 万股，其中云南城投集团持股 37324.42 万股，

持股比例为 34.87%，为公司控股股东。云南省国有资产监督管理委员会直接和间接持有云南城投集团 100% 的股份，公司最终控制人为云南省国有资产监督管理委员会。

公司系房地产开发企业，经营范围为：房地产开发与经营；商品房销售；房屋租赁；基础设施建设投资；土地开发；项目投资与管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2016 年底，公司设有证券事务部、内控管理部、产品研发中心、投资管理部、人力资源部、开发保障部、营销中心、工程管理中心、融资管理部、财务管理中心等 14 个部室；纳入合并范围子公司 53 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 641.43 亿元，所有者权益 69.15 亿元（含少数股东权益 22.86 亿元）；2016 年公司实现营业收入 97.70 亿元，利润总额 4.25 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 641.47 亿元，所有者权益 68.02 亿元（含少数股东权益 22.88 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.64 亿元，利润总额 -1.48 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市民航路 869 号金融金阶 A 座；法定代表人：许雷。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年申请注册中期票据额度 20 亿元，本期拟发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元。本期中期票据所募资金用于偿还有息债务。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。本期中期票据由公司控股股东云南城投集团提供全额（包括全部

本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应有担保人支付的费用)无条件不可撤销的连带责任保证担保。

在赎回权方面,本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第3个以及其后每个付息日均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时,需于赎回日前30个工作日,由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《赎回公告》,同时通知上海清算所。

在利率方面,在本期中期票据第3个和其后每个付息日,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息,前3个计息年度利率保持不变,自第4个计息年度起,每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹,如公司不行使赎回权,从第4~6个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加300个基点,此后每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在清偿顺序方面,本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所以其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面,本期中期票据每个付息日,除发生强制付息事件,公司可自行选择将全部或部分当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受递延时间和递延支付利息次数的限制;在极端情况下,公司可以无限推迟利

息支付,无需在任何利息支付日支付利息(包括任何递延利息及孳息)。若公司选择递延支付利息,则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上300个基点累计计息。在下一个利息支付日,若发行人继续选择延后支付,则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。强制付息事件是指公司违反本期中期票据发行文件中递延支付的限制,或破产清算方案通过或者法院判决公司进行破产清偿。强制付息事件包括:(1)向普通股股东分红,(2)减少注册资本,(3)向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付,(4)或公司在本期中期票据付息日前十二个月内向普通股股东分红、减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息,或公司违反利息递延的限制事项,本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1)本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析,本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2)本期中期票据如不赎回,从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点(大于2017年8月AAA债券与AA⁻债券的发行利差)。从票面利率角度分析,本期中期票据公司在赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性大。

(3)本期中期票据在除公司(含合并范围子公司)发生强制付息事件时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司在上海证券交易所上市(600239.SH),自1999年上市至2017年6月底,公司总计现金分红12次。从历史分红角度分析,上市公司分红意愿较为明显,未来持续分红可能性较大。递延利息支付可能性较小,与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算数平均值;初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

表1 2007~2017年公司分红情况

年度	每股分红 (税前)	每股转增	每股红股	登记日
2007	--	0.13	--	2007-11-28
2008	--	0.50	--	--
2009	--	--	--	2009-06-10
2010	0.10	--	--	2010-06-22
2011	0.03	--	0.30	2011-06-10
2012	0.05	--	--	2012-06-04
2013	0.08	--	--	2013-06-07
2014	0.12	--	--	2014-07-10
2015	0.06	--	0.30	2015-06-16
2016	--	--	--	--
2017	0.114	0.50	--	2017-05-31

资料来源：根据公开信息整理

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增

长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人

发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回

升，就业情况基本稳定。

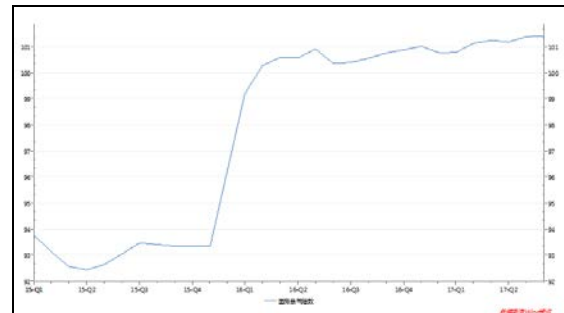
四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业

行业概况

2015年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。2017年1~6月，全国房地产开发投资5.06万亿元，同比增长8.50%；其中住宅投资3.43万亿元，同比增长10.20%。全国房屋施工面积69.23亿平方米，同比增长2.90%；新开工面积8.57万平方米，同比增长10.60%，其中住宅6.14万平方米，同比增长14.90%；竣工面积4.15亿平方米，同比增长5.00%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先

升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。2017年1~6月，全国商品房销售面积为7.47亿平方米，同比增长16.10%，其中住宅销售面积6.48亿平方米，同比增长13.50%；商品房销售额5.92万亿元，同比增长21.50%，其中住宅销售额4.93万亿元，同比增长17.90%。价格方面，2017年1~6月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为9.60%。整体看，2017年上半年，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅27.10%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市16年12月新建住宅同比涨幅18.00%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅6.00%，价格变化相对一二线城市较为稳定。进入2017年，一线城市新房销量较2016年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较2016年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建

住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右；三四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右。

土地供给与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面价均较2016年同期增长79%。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长

21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017年1~6月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升，分别占房地产开发资金来源的17.62%、30.65%和26.70%，个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降，分别占15.84%和30.72%，个人按揭贷款规模与2016年同期基本持平，自筹资金较2016年同期下降1.90%。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新增住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合

理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。

另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 云南省区域经济

云南省地处中国西南边陲，总面积约39万平方千米，占全国面积4.11%，在全国各省级行政区中面积排名第8；总人口4596.6万，占全国人口3.35%，人口排名为第12名。

改革开放以来，云南省的国民经济和各项社会事业进入了快速发展的时期。云南全省面貌发生了深刻变化，经济实力明显增强。农业的基础地位不断增强，农业经济持续发展，粮食及各种经济作物生产连续获得丰收。随着澜沧江—湄公河区域经济合作的加强，云南正成为中国通往东南亚、南亚的通道和前沿。

云南作为西部地区的重要省市，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。根据云南省统计局2017年1月23日发布的《2016年云南经济发展报告》，初步核算，2016年全省生产总值完成14869.95亿元，比上年增长8.7%，增速同上年持平；其中：第一产业增加值完成2195.04亿元，增长5.6%；第二产业增加值完成5799.34亿元，增长8.9%；第三产业增加值完成

6875.57亿元，增长9.5%。2016年云南三次产业结构比重为14.8：39.0：46.2，较2015年的三次产业结构15.1：39.8：45.1有所优化。从主要行业看，实现规模以上工业增加值3668.28亿元，增长6.5%；完成固定资产投资（不含农户）15662.49亿元，同比增长19.8%，较2015年提高1.8个百分点。

2016年，云南省地方一般公共预算收入完成1812.26亿元，同比增长5.1%。从收入结构看，税收收入完成1173.49亿元，同比增长1.5%；非税收入完成638.77亿元，同比增长12.5%。在主要税收中，增值税完成369.93亿元，同比增长172.0%；营业税完成167.23亿元，下降54.5%；企业所得税完成148.73亿元，增长0.9%；个人所得税完成52.54亿元，增长19.00%。

2017年1~7月，云南省规模以上工业增加值同比增长9.5%，增速比上年同期提高8.1个百分点，比1~6月回落0.4个百分点，比全国高2.7个百分点，增速居全国第三位；固定资产投资（不含农户）完成9021.46亿元，同比增长16.2%，比全国高7.9个百分点，居全国第四位，增速较1~6月上升0.2个百分点；1~7月，地方一般公共预算收入完成1078.58亿元，同比增长11.9%，同比提高8.3个百分点。1~7月，一般公共预算支出完成3431.27亿元，同比增长19.4%，增幅与上年同期持平。

总体看，公司所处的云南省经济发展速度超过全国平均水平，区域经济实力稳步提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，云南城投集团持有公司34.87%的股权，为公司控股股东。云南省国有资产监督管理委员会直接和间接持有云南城投集团100%的股份，公司实际控制人为云南省国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司以房地产开发为主业，拥有房地产开发一级资质。公司坚持“立足云南、面向全国”的发展策略，在做好云南省内房地产项目开发和土地储备的同时，积极向省外市场拓展，目前经营区域已拓展至四川、重庆、甘肃、陕西、辽宁和北京等地。截至 2016 年底，公司持有待开发土地面积 977.87 万平方米、规划计容建筑面积 1130.94 万平方米，一级土地整理面积 129.63 万平方米。

总体看，公司为云南省国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，经营规模较大，具有较强的竞争力。

3. 人员素质

截至 2016 年底，公司拥有董事 7 人，其中董事长 1 人、独立董事 3 人；监事 3 人；总经理 1 人，副总经理 7，总经理助理 1 名，财务总监 1 人。

公司董事长许雷先生，50 岁，博士学位，高级工程师，中共党员，曾任云南建工集团副总经理、云南省开发投资控股集团有限公司副总裁、云南省城市建设投资有限公司董事长等职，现任云南城投集团董事长、诚泰财产保险股份有限公司董事长、云南水务投资股份有限公司董事长。

公司总经理杜胜先生，47 岁，EMBA 在读，工程师。曾任景洪市给排水公司经理，景洪市城市投资开发有限公司总经理，云南省水务产业投资有限公司常务副总经理，云南民族文化旅游产业有限公司总经理；现任云南城投置业股份有限公司总经理，景洪市城市投资开发有限公司董事长、党委书记，广东云景旅游文化产业有限公司董事长。2016 年 4 月起任公司总经理。

截至 2016 年底，公司母公司及主要子公司在职员工共计 655 人。按文化素质划分，高中、中专及以下学历员工占比 3.97%、大专学历员工占比 25.04%、本科学历员工占比

61.98%，硕士研究生占比 9.01%；按岗位构成划分，销售人员占比 12.06%、技术人员占比 52.52%、行政人员占比 12.06%、财务人员占比 10.99%，其他人员占比 12.37%。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验和较强的管理能力，综合素质较高；员工平均学历水平较高，专业结构合理，能够满足公司经营发展需要。

4. 股东支持

公司控股股东云南城投集团成立于 2005 年 4 月，注册资本 41.42 亿元，由云南省国有资产监督管理委员会直接及间接持有 100% 股权。

云南城投集团是云南省人民政府出资成立的城市基础设施建设投融资主体，目前已形成以“城市开发”、“公用事业”、“物流贸易”、“旅游文化”、“建筑安装”五大板块为主业，以金融、循环经济为配套业务的战略发展格局。云南城投集团规模较大、资本实力较强，截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 2050.42 亿元，所有者权益合计 428.34 亿元（含少数股东权益 277.44 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.43 亿元，利润总额-11.95 亿元。

公司是云南城投集团重要的子公司之一，能够获得云南城投集团的大力支持。在土地一级开发上，云南城投集团可协助公司获取项目资源，便于公司储备土地；在资金支持上，公司可从云南城投集团借用资金，截至 2016 年底云南省城投集团对公司的借款余额为 83.60 亿元。云南城投集团还通过提供担保对公司融资提供支持。截至 2016 年底，公司长期借款中由云南城投集团为公司提供担保的借款余额为 109.50 亿元。

总体看，公司控股股东实力较强，能够在融资及项目获取上为公司提供大力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，董事会、监事会和高管层均能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等法律、法规的要求，公司建立起规范的公司治理结构和议事规则。公司股东享有依照其所持有股份份额获得股利和其他形式利益分配的权利；享有依法请求、召集、主持、参加或委托股东代理人参加股东大会，行使相应的表决权；享有在公司终止或者清算时，按其持有股份份额参与公司剩余资产的分配等权利。

股东大会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会报告；审议批准公司的年度预决算方案、利润分配和弥补亏损方案等职权。公司设有董事会，对股东大会负责，行使召集股东大会、决定公司的经营方针和投资计划、制定年度预决算方案以及利润分配和弥补亏损方案、决定内部管理机构设置、制定基本管理制度等职权。公司设有独立董事，除履行董事一般职责外，主要对提名、任免董事，聘任或解聘高级管理人员，对外担保，以及执行有关规定的情况发表独立意见。

公司董事会下设战略及风险管理委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会四个专业委员会。

公司设有监事会，行使审核董事会编制的公司定期报告并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事和高级管理人员的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，副总经理 7 名，总经理助理 1 名，财务总监 1 名，由董事会聘任或解聘，主要负责主持公司生产经营管理，以及公司内部管理工作。独立董事之外的董事可受聘兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人

员，但兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人员职务的董事不得超过公司董事总数的二分之一。

2. 管理水平

截至 2016 年底，公司设有证券事务部、内控管理部、产品研发中心、投资管理部、人力资源部、开发保障部、营销中心、工程管理中心、融资管理部、财务管理中心等 14 个部室。公司对每个部室的职责作出了明确划分，各部室以及下属子公司均能按照公司制订部门职责及各项业务管理制度开展经营活动。

内部管理上，公司实行分线、扁平化管理，总经理负责统管全局，副总经理、财务总监、董事会秘书等高管人员各自牵头分管数个部室，各部室对直属项目部或下属子、孙公司从土地储备、前期手续办理至投融资、项目与销售等整个业务流程进行全面、垂直的管理。公司现行的管理模式管理链条短，管理效率较高，并且能够对各项经营活动进行总体把控。内部控制上，公司内控管理部负责公司内部控制。公司已建立起符合《企业内部控制基本规范》要求，并符合公司经营管理特征的内部控制体系和监督评价体系，确保公司各类风险得到有效控制。此外，公司内控管理部还负责内部控制评价及内部审计工作，设专人独立组织实施内部审计，对公司内部控制体系的可靠性、有效性和完整性进行审查和评估。

财务管理上，公司制定了完善的财务管理制度，涵盖财务人员任用条件、会计政策、会计核算的内容和程序、资金计划管理、资金支出审批、子公司资金支出管理等。公司设有财务管理中心，负责公司预算管理、组织实施会计核算、定期编制及报送各项财务分析报告等工作。公司财务管理规范，可为公司高效、科学地经营决策提供可靠的依据。

投融资管理上，公司所有的外部融资活动均由融资管理部主导，母公司、子公司的对外融资计划、融资安排均需融资管理部统一组织

或审核。在资金使用上，公司每年制定年度资金计划，统筹和调度公司资金，并将年度资金计划细化至季度、月度资金计划和专项资金计划。公司各部室、子公司及项目核算单位必须严格按照资金计划进行资金支出及资金调度，追加或调整资金计划必须由经办部门进行专项请示，经审批同意后方可执行。

工程管理上，公司工程管理中心对各子公司进行垂直管理，以确保工期、质量、安全、成本目标的实现。公司工程管理中心主要通过编制工程进度一级控制计划，审查各项目工程部编制的二级施工计划，对工程形象进度进行节点控制；通过下达质量控制目标，编制工程质量控制计划，审核主要材料、设备等手段，整体控制工程质量；通过制定安全生产检查计划，定期对施工现场的安全生产情况及安全管理制度进行检查，防止出现重大安全事故。公司工程质量管理水平较高，2015年工程质量优良率达到100%。

总体看，公司管理机制和管理制度完善，内控机制健全、有效。

七、重大事项

1. 增持昆明七彩云南城市建设投资有限公司（以下简称“七彩云南”）

2016年11月，经公司与七彩云南现唯一股东昆明七彩云南古滇王国投资发展有限公司（以下简称“古滇投资”）协商，古滇投资同意公司依据七彩云南经审计认定的注册资本3600万元为基础，由公司以现金方式认购七彩云南新增注册资本8400万元，古滇投资放弃对新增注册资本认缴出资的优先权；公司增资持有七彩云南70%的股权后，对其开发建设的“古滇南部文化旅游城市服务区”项目已取得土地后续开发权与管理权，上述事项已于2016年12月正式完成工商变更。公司因合并成本小于合并取得的七彩云南可辨认净资产公允价值份额，确认营业外收入44822.52万元。

总体看，公司增资持有七彩云南股权后，旅游地产板块有所丰富，但此次增资导致公司确认了大额营业外收入。

2. 收购银泰系列项目

2016年11月，公司以现金186342.22万元收购了北京银泰置地商业有限公司（以下简称“北京银泰”）持有的奉化银泰置业有限公司19%股权、成都银泰置业有限公司19%股权、苍南银泰置业有限公司70%股权、杭州理想银泰购物中心有限公司50%股权，宁波银泰置地商业有限公司持有的苍南银泰置业有限公司70%股权、宁波经济技术开发区泰悦置业有限公司19%股权以及中国银泰投资有限公司持有杭州海威房地产开发有限公司70%股权，本次收购丰富了城市商业综合体的产品线，并完成了北京、杭州、宁波、西安、兰州、成都等城市的战略布局。公司因取得子公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值共确认营业外收入32363.21万元（以下简称“第一次收购事项”）。

第一次收购事项完成后，公司新增8个房地产开发项目，但同时也确认了较大规模的营业外收入。

2017年4月，公司发布公告，公司拟以不超过27亿元现金收购中国银泰投资有限公司、北京银泰、精英国际有限公司等3家交易对方旗下的8家公司股权资产组成的资产包，分别包括宁波银泰置业有限公司70%股权、黑龙江银泰置地有限公司70%股权、哈尔滨银旗旗房地产开发有限公司70%股权、名尚银泰城（淄博）商业发展有限公司70%股权、台州银泰商业有限公司70%股权、台州银泰置业有限公司70%股权、杭州西溪银盛置地有限公司70%股权、杭州理想银泰购物中心有限公司20%股权。本次交易的股权转让价款分四期支付，其中第一期支付股权转让价款的30%，第二期支付股权转让价款的30%，第三期支付股权转让价款的35%，第四期支付股权转让价款的5%（以下

简称“第二次收购”）。

2017年6月，公司收到云南省国资委出具的《云南省国资委关于云南城投置业股份有限公司拟购买重大资产有关事宜的批复》（云国资资运[2017]161号），同意公司第二次收购方案。2017年7月，公司取得商务部出具的《不实施进一步审查通知》（商反垄初审函[2017]第165号）。截至2017年8月15日，公司已依据股权转让协议及其补充协议约定的支付条件，完成第一期股权转让款支付。

总体看，公司通过收购银泰系列项目实现了部分发达地区的战略布局，丰富了城市综合体类物业的业态。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事住宅、办公楼、商铺的开发和销售，以及土地一级开发和物业服务等，属于房地产开发企业。

近三年，公司业务发展情况良好，主营业务收入保持快速增长。2016年，随着公司融城昆明湖、艺术家园、上东大道及新并购项目竣工交房结转，公司实现营业收入94.97亿元，同比增长272.08%，其中房地产业务实现收入93.61亿元，占营业收入的98.57%，公司主业较为突出。

表2 2014~2016年公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2014年			2015年			2016年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
房地产业务	住宅	12.24	31.01	12.04	15.02	37.44	20.74	79.10	83.29	18.24
	办公楼	5.42	13.73	47.38	0.22	0.55	22.89	7.83	8.25	42.70
	商铺	8.10	20.51	41.57	9.10	22.68	45.56	5.53	5.82	58.79
	车位	2.76	6.98	12.47	0.81	2.02	12.51	1.15	1.21	2.35
土地一级开发	4.10	10.38	--	--	--	--	--	--	--	--
物业服务	0.25	0.63	1.97	0.37	0.92	7.55	0.87	0.91	3.09	
其他业务	6.61	16.75	58.77	14.60	36.39	23.65	0.49	0.52	59.3	
合计	39.47	100.00	39.87	40.13	100.00	27.15	94.97	100.00	22.50	

资料来源：公司年报

注：部分数据合计数与各项相加结果不一致，系四舍五入所致。

从收入结构看，住宅、办公楼、商铺和车位等是公司房地产业务的核心产品，2014~2016年，公司房地产开发业务收入波动增长，三年分别为28.52亿元、25.15亿元和93.61亿元，分别占营业收入的72.24%、62.69%和98.57%。从细分情况看，近三年公司住宅收入占比持续上升、办公楼收入占比和商铺收入占比波动下降、车位收入占比波动下降。2014年公司土地一级开发收入为4.10亿元，2015年和2016年公司无土地一级开发收入。2014~2016年，公司物业服务收入稳定增长，占比趋于稳定，主要系公司交房数量增加所

致；公司其他业务主要为公司对下属或参股企业的借款利息收入、酒店业务及商品房租赁业务，规模波动较大。

从毛利率情况看，近三年公司综合毛利率持续下降，分别为39.87%、27.15%和22.50%。具体看，近三年公司住宅销售的毛利率波动提升，2014年仅为12.04%，处于行业较低水平，主要是2014年结转公司的住宅销售中，定向认购客户所占比重较大，其销售价格也相对较低，影响了公司住宅销售的毛利率水平；2015年毛利率回升至20.74%，2016年毛利率有所下降，为18.24%，主要原

因是结转的收入中含部分并购项目的预售物业，该部分物业成本按并购时公允价值计量，成本相对较高。公司办公楼毛利率有所波动，三年分别为 47.38%、22.89% 和 42.70%，其中 2015 年下降明显，主要是当年销售大量单价较低（因位置较差）的办公楼所致；商铺的毛利率较高，近三年基本保持在 40% 以上；物业服务毛利率 2016 年出现下降，主要系公司新增并购物业导致物业管理成本上升所致。

总体看，近年来，在住宅业务快速发展的带动下，公司业务规模不断扩大，房地产业务为公司的主要收入来源；公司综合毛利率持续下降，整体盈利能力较弱。

2. 房地产业务

项目开发情况

公司主要从事城市住宅综合体以及旅游地产的项目开发，目标客户人群为刚需及有养老、旅游需求的客户群体。公司“融城”、“梦云南”系列产品分别是城市住宅综合体和旅游地产的代表产品。

2015~2016 年，公司新开工面积变化不大，2016 年为 208.96 万平方米；2016 年竣工面积大幅增加至 240.04 万平方米，主要系公

司收购了银泰系列项目以及融城昆明湖一期、艺术家园、融城优郡二期、融城金阶、云南大理梦云南·海东方、云南大理洱海天域、云南西双版纳雨林澜山、重庆滨江春城一期等项目竣工所致；2016 年期末在建面积大幅增至 225.11 万平方米，主要系企业合并范围扩大导致并表项目增加所致。

表 3 2015~2016 年底公司房地产经营情况

(单位: 万平方米)

项目	2015 年	2016 年
新开工面积	202.97	208.96
竣工面积	142.27	240.04
期末在建面积	100.97	225.11

资料来源: 公司提供

截至 2016 年底，公司在建项目合计 20 个，主要分布于云南、西安、杭州、成都、北京地区，经营业态包括住宅、商业等，计划总投资 634.92 亿元，公司在建项目数量较多，资金需求量较大，截至 2016 年底在建项目已完成投资 441.03 亿元，尚需投入资金 193.89 亿元，2017~2019 年公司分别计划投资 66.73 亿元、53.04 亿元、36.51 亿元，虽然公司依靠楼盘销售的现金回笼可以满足部分资金需求，但仍有较大的外部融资需求。

表 4 截至 2016 年底公司主要房地产在建项目投资情况 (单位: 亿元)

项目	地址	总投资	资金筹措方案		资金落实情况 及债务资金来源	项目 进展	截至 2016 年底已投 资	计划投资额		
			贷款	自筹				2017 年	2018 年	2019 年
融城昆明湖	云南昆明	127.79	20.65	107.14	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建+ 在售	79.65	11.89	12.33	7.91
融城云谷	陕西西安	9.50	3.00	6.50	资金已落实	在建	5.53	2.33	0	0
融城东海	陕西西安	6.00	1.70	4.30	资金已落实	在建	4.45	0	0	0
滨江春城一期	重庆市	8.90	1.09	7.81	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建	8.83	0	0	0
茶马花街	云南昆明	3.14	0.34	2.80	资金已落实	在建	1.30	0.48	0	0
星海半岛	云南昆明	46.95	0	46.95	资金已落实	在建	23.59	4.97	2.26	1.46
雨林澜山	云南景洪	24.57	0	24.57	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建	11.70	3.00	4.00	2.44
海东方	云南大理	16.98	4.00	12.98	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建+ 在售	16.29	0	0	0

洱海天域	云南大理	16.41	2.00	14.41	资金已落实	在建	15.91	0.30	0	0
春城十八里一期	陕西咸阳	19.83	2.83	17.00	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建	6.63	1.22	2.00	3.00
中坝城中村改造项目(绕城以南)	云南昆明	45.96	17.08	28.88	资金已落实	在建	36.32	6.30	10.28	7.39
上坝城中村改造项目(绕城以南)	云南昆明	24.95	16.44	8.51	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建	13.75	4.30	0	0
关坡二期项目(一级)	云南昆明	28.98	3.00	25.98	销售收入滚动投入, 分期融资推进	在建	30.52	0	0	0
兰州徐家湾	甘肃兰州	24.58	11.47	13.11	资金已落实	在建	15.02	2.30	3.70	3.10
时光汇	北京房山	48.20	27.20	21.00	资金已落实	在建	34.00	7.30	5.20	2.70
杭州海威	浙江杭州	16.50	4.06	12.44	计划用经营性物业贷款和写字楼抵押贷款替换开发贷款	竣工+在售	11.33	2.75	1.10	0.80
杭州临平	浙江杭州	50.52	10.60	39.92	销售收入、租赁收入	在建	27.15	10.01	8.91	4.45
温州苍南	浙江温州	25.00	5.00	20.00	销售收入滚动投入, 分期融资推进, 经营性物业贷未落地	已完成竣备	25.00	0	0	0
温州平阳	浙江温州	26.00	4.00	22.00	资金已落实	已完成竣备	26.00	0	0	0
成都银泰中心	四川成都	64.16	27.98	16.32	资金已落实	已竣工	48.06	9.58	3.26	3.26
合计		634.92	162.44	452.62	--	--	441.03	66.73	53.04	36.51

资料来源: 公司提供

总体看, 公司开发项目主要集中于云南、西安地区, 包括了住宅、办公、商业等多种业态; 近年来公司房地产业务扩张迅速, 房地产开发业务规模大, 资金需求较大。

项目销售情况

公司利用云南丰富的旅游资源, 大力推动旅游地产销售。云南具有得天独厚的气候优势。公司通过“梦云南”连锁分时度假平台的运行, 提高其品牌及业界影响力, 推动“梦云南”系列下大理“海东方”、玉溪“太阳山”、安宁“温泉山谷”、西双版纳“雨林澜山”四大旅游地产项目的销售。公司房产项目销售收入主要来源于“融城金阶”、“东川置地”、“融城优郡”、“雨林澜山”、“融城昆明湖”以及“艺术家园”等项目。

2015年, 公司将去库存作为年度工作的首要任务。在区域房地产市场不景气的情况下, 公司对产品及环境配套等品质进行提升、

优化, 采取各种有效措施促进项目销售、消化库存、回笼资金。公司实现协议销售金额39.91亿元, 协议销售面积57.51万平方米, 销售项目以“融城昆明湖”和“艺术家园”为主。2016年, 公司协议销售面积61.96万平方米, 同比增长7.74%, 销售项目以“融城昆明湖”和“艺术家园”为主, 销售均价同比增长8.17%至7506元/平方米, 主要原因是后期开盘项目多为城市住宅, 销售价格较高, 另外已售商业地产也拉高了销售均价。综合影响下, 2016年公司实现协议销售金额46.61亿元, 同比增长16.79%。

表5 公司房地产销售情况

项目	2015年	2016年
达预售项目(个)	12	20
协议销售面积(万平方米)	57.51	61.96
协议销售金额(亿元)	39.91	46.61

协议销售均价（元/平方米）	6939	7506
---------------	------	------

资料来源：公司提供

注：2016 年销售均价含车位。

截至 2016 年底，公司房地产板块可供出售面积合计 198.63 万平方米，已预售面积合计 61.96 万平方米，待出售面积 136.67 万平方米，且在建规模大，未来库存量将继续上升；公司待出售面积中，住宅占比 31.04%、车位占比 33.85%、办公楼占比 11.23%、商铺占比 23.87%。公司房地产待售面积较大，且主要以住宅为主，区域集中度高（主要在云南省内），未来面临较大的去化压力。

土地储备情况

公司获得土地的方式为参与土地“招拍挂”和通过对标的公司的股权收购获取土地。公司是国有资本控股的上市公司，在土地一级开发上可以获得当地政府较强的支持。另外，目前房地产市场上资金较为紧张，公司

利用自身的资本实力以及融资渠道多样化的优势，通过股权收购、并购进行土地储备。

拿地时，公司综合考虑地块位置、地面现状、地质情况、周边配套设施、容积率、土地价格、土地升值潜力等因素，并分析周边地块住宅市场的购买人群、销售均价、供需状况等，对土地二级开发成本和投资收益进行了详细预测。

2014 年公司获取土地 27.82 万平方米，共支付 12.08 亿元，拿地均价为 4343.78 元/平方米；2015 年，公司加强了拿地力度，当年获取土地 47.07 万平方米，共支付 22.98 亿元，拿地均价为 4882.88 元/平方米，拿地均价较 2014 年上升 12.41%；2016 年，公司共获取土地 409.73 万平方米，同比增幅较大，主要通过土地一二级联动开发拿地，所拿地块多为综合性地块，涵盖商业、住宅和公用事业用地，拿地均价为 392.95 元/平方米。

表 6 2014~2016 年公司获取土地情况（单位：万平方米，万元，元/平方米）

取得时间	拿地项目	土地面积	拿地总价	拿地均价	所处区域	土地使用性质
2014 年 4 月	滨江春城	1.42	2050.00	1443.66	重庆滨江新城	其他普通商品住房
2014 年 5 月	星海半岛	26.40	118794.00	4499.77	昆明市六甲街道	商业、科教、城镇住宅
小计	--	27.82	120844.00	4343.78	--	--
2015 年 2 月	星海半岛	0.31	1383.00	4461.29	昆明市六甲街道	城镇住宅
2015 年 3 月	斗南项目	40.56	182505.00	4499.63	昆明市斗南街道办事处西	住宿餐饮、批发零售、商务金融
2015 年 10 月	黄河春城	6.20	45949.00	7411.13	兰州市城关区上徐家湾	居住、商业、办公、酒店用地
小计	--	47.07	229837.00	4882.88	--	--
2016 年 4 月	关坡项目	5.30	34155.76	6444.48	昆明市官渡区关坡村片区	居住
2016 年 7 月	融城优郡二期	2.44	37086.24	15199.28	昆明市金碧街道办事处	城镇住宅兼容批发零售、住宅餐饮用地
2016 年 12 月	昆明湖	123.75	71260.54	575.84	昆明市盘龙区龙泉街道办事处	城镇住宅用地，公共管理与公共服务用地，批发零售、住宿餐饮、商务金融用地
2016 年 12 月	海东方	278.24	18502.87	66.50	大理海东新城中心片区	商服用地
小计	--	409.73	161005.41	392.95	--	--
合计	--	484.62	511686.41	1055.85	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司持有待开发土地的面积 977.87 万平方米、规划计容建筑面积

1130.94 万平方米，持有一级土地整理面积 129.63 万平方米，持有的权益土地面积（含一级土地整理中权益）1032.78 万平方米。

总体看，公司土地储备规模大，可满足公司未来开发需求；土地储备区域集中在昆明地区，且以商业为主，部分项目体量大，未来开发情况有待观察。

3. 商业地产租赁

2016 年以来，公司投资收购了银泰系列项目，新增商业综合体面积 94.91 万平方米，包括销售型物业 29.24 万平方米，持有型物业 65.67 万平方米；受此影响，截至 2016 年底公司可出租面积合计为 46.33 万平方米，已出

租面积为 28.61 万平方米，分别较上年底大幅增长 1278.87%和 1769.93%。截至 2016 年底，公司商业地产出租率为 61.76%，较上年底有所提高，但仍处较低水平，主要系部分商业地产进行装修改造及部分面积处于待出售状态所致。2016 年，公司共取得租金收入 0.39 亿元，较上年增长 291.40%，主要系公司收购银泰系列项目后商业地产经营规模扩大所致。

公司投资性房地产全部采用公允价值计量，2016 年公司投资性房地产公允价值亏损 0.92 亿元，较上年（收益 85.36 万元）大幅下降，主要系受 2016 年昆明市整体商业地产市场低迷影响所致。

表 7 截至 2016 年底公司商业地产出租情况（单位：平方米、%、万元）

城市	项目	可租建筑面积	已出租建筑面积	出租率	租金收入
昆明	东方首座	35494.66	10800.00	30.43	1500.00
昆明	融城金阶	37303.76	20885.00	55.99	761.00
成都	融城云熙	24818.61	10056.00	40.52	627.00
温州	苍南银泰城	85628.60	58388.00	68.19	142.00
温州	平阳银泰城	73651.84	57242.05	77.72	171.00
宁波	奉化银泰城	85895.57	55424.52	64.53	191.00
宁波	北仑银泰城	120473.95	73320.60	60.86	475.00
合计		463266.99	286117.17	61.76	3867.00

资料来源：公司提供

注：苍南银泰城、平阳银泰城、奉化银泰城、北仑银泰城于 2016 年 12 月纳入公司合并范围。

总体看，2016 年公司收购了银泰系列项目，商业地产经营规模进一步扩大，区域布局和业态类型进一步丰富，但公司商业地产出租率不高，公允价值变动较大，同时收购项目进一步加大了公司对外融资需求。

4. 土地一级开发

公司从事土地一级开发，一方面可从土地一级开发获得收益，更主要目的是为二级市场拿地提供便利。公司与政府签订土地一级开发委托合同后，对土地进行开发。对于出让的土地，公司开发的土地挂牌出让获得收益后，在扣除全部土地一级开发总成本及按国家有关政策提取各项基金后的土地出让

纯收益公司按 50%的比例提取，但若按以上方式所提取的收益不足全部土地的一级开发总成本的 5%时，政府将向公司另行支付差价款。

2014 年公司土地开发收益 4.10 亿元，主要是环湖东路项目与政府结算产生的土地一级开发收益。2015 年和 2016 年公司无一级土地开发收入，主要是对原有项目进行投入开发。

目前，公司土地一级开发项目主要有上中坝绕城以北、上中坝（中小学地块）和兰州徐家湾旧城改造项目（黄河春城）等，规划土地面积合计 2706.92 亩，计划总投资 163.23 亿元。截至 2016 年底，公司已累计投

入金额合计 39.04 亿元，资金缺口 124.19 亿元，计划通过外部融资与合作开发解决。

总体看，公司一级开发项目规模大，将

为公司带来一定的土地储备，但较大投资额对资金形成了占用。

表 8 截至 2016 年底公司自主开发的土地一级开发项目情况（单位：亩、万元）

土地整理的位置及区域		面积	投资概算	累计投资额
上中坝绕城以北		1353.88	803602.00	119766.00
上中坝（中小学地块）		805.00	272040.00	53570.00
上坝以南（二期）	(2-1 地块)1-1 号地块(零星整合用地)	0.65	210819.00	129269.00
	(2-1 地块)2-1 号地块(零星整合用地)	2.75		
	(2-1 地块)4-1 号地块(零星整合用地)	0.27		
	(2-1 地块)6-1 号地块(零星整合用地)	0.20		
	(2-1 地块)8 号地块	12.31		
	(2-1 地块)9 号地块	83.25		
上坝以南（三期）	(2-1 地块)10 号地块	47.17	75668.00	491.00
	(2-2 地块)3 号地块	16.24		
	(2-2 地块)11 号地块	6.82		
兰州徐家湾旧城改造项目（黄河春城）	下徐区	378.383.00	270185.00	87323.00
合计		2706.92	1632314.00	390419.00

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数分别为 2.62 次、1.94 次和 6.88 次；存货周转次数分别为 0.14 次、0.11 次和 0.20 次；总资产周转次数分别为 0.14 次、0.10 次和 0.18 次。总体看，公司各项周转指标数值均偏低，整体经营效率低。

6. 未来发展

根据公司编制的“十三五”战略规划报告，公司将立足新常态，融入新经济，拥抱互联网，协同集团公司大健康、大休闲资源优势，大力发展旅游地产和养老地产，构建城市住宅综合体、旅游地产、养老地产产业联动创新商业模式；搭建互联网运营服务平台和社区 O2O 平台，实现向“开发商+运营商”的转型；抓住“一带一路”，深耕云南，拓展全国，开发东南亚，试水其它国际地区，实现十三五期末进入全国地产 50 强战略目标，成长为中国健康休闲地产引领者。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报

告，大华会计师事务所对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年第一季度合并财务报表未经审计。

合并范围方面，公司 2015 年合并范围新增 5 家子公司，因注销减少 1 家子公司；2016 年，公司合并范围新增子公司 13 家，因股权转让减少 6 家子公司。总体看，由于近年合并范围变化导致各财务科目均较前一年度有较大变化，对财务数据可比性影响大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 641.43 亿元，所有者权益 69.15 亿元（含少数股东权益 22.86 亿元）；2016 年公司实现营业收入 97.70 亿元，利润总额 4.25 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 641.47 亿元，所有者权益 68.02 亿元（含少数股东权益 22.88 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.64 亿元，利润总额-1.48 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，复合增长率为 38.42%。截至 2016 年底资产总额 641.43 亿元，同比增长 41.93%。从构成上

看，流动资产占 81.03%，非流动资产占 18.97%。公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 34.34%，主要系存货增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 519.73 亿元，同比增长 36.42%，主要来自存货的增长。流动资产构成上，存货占 81.03%，应收账款占 2.96%，其他应收款占 3.42%，货币资金占 11.09%。

2014~2016 年，公司货币资金呈波动上升态势，年均复合增长率为 22.46%。截至 2016 年底货币资金为 57.63 亿元，同比增长 66.49%。主要为银行存款和其他货币资金。公司受限货币资金 14.34 亿元，占比 24.88%，主要是用于担保的定期存款或活期存款，受限规模较大。

2014~2016 年，公司应收账款净额波动下降，复合下降率为 26.38%。截至 2016 年底，公司应收账款净额 15.40 亿元，较上年底增长 18.68%。坏账准备方面，公司应收账款余额中，无风险组合占 62.70%，未计提坏账准备；账龄组合占 33.89%（账龄 1 年以内占 89.69%），计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 6.63%；剩余应收账款（占比 3.41%）公司 100%计提坏账准备。截至 2016 年底，公司应收账款前 5 名合计占 48.10%，分别是云南省城市建设投资集团有限公司（占 16.85%）、成都平安蓉城置业有限公司（占 12.55%）、昆明市土地矿产储备中心（占 7.70%）、昆明招金房地产有限公司（占 6.50%）和杜性自然人（占 4.50%），集中度高。

2014~2016 年，随着房地产项目的增加，公司存货规模快速增加，三年复合增长率为 41.40%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 421.16 亿元，较上年底增加 34.14%。公司存货以开发成本（占 76.19%）和开发产品（占 23.78%）为主，公司累计计提存货跌价准备 2.41 亿元。公司存货规模较大，且区域集中爱云南省，其变现能力将受房地产市场变化的影

响而存在不确定性。公司存货中有 98.13 亿元用于借款担保，受限比例为 23.30%，受限比例一般。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年复合增长 75.14%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 17.78 亿元（主要为往来款和保证金），同比增长 61.05%，增长主要系当期新增合并项目并入往来款所致。截至 2016 年底，公司其他应收款前五名欠款单位（云南温泉山谷房地产开发（集团）有限公司 5.21 亿元、云南柏丰投资控股（集团）有限公司 3.05 亿元、北京银泰置地商业有限公司 2.29 亿元、昆明市西苑房地产开发经营有限公司 0.94 亿元、兰州市土地登记交易中心 0.81 亿元）合计欠款占比为 67.60%，集中度高。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年复合增长 95.34%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 3.76 亿元，主要为预售款申报待结转税金。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模呈快速增长趋势，复合增长率为 61.26%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 121.70 亿元，主要以长期应收款（占 16.83%）、长期股权投资（占 9.81%）、投资性房地产（占 47.83%）、固定资产（占 6.61%）和在建工程（占 9.87%）为主。

2014~2016 年，公司长期应收款净额波动下降，复合下降率为 17.30%。截至 2016 年底，公司长期应收款 20.48 亿元，较上年底下降 46.24%。公司长期应收款为对联营企业提供的债权投资。截至 2016 年底，公司长期应收款账面原值 20.97 亿元，计提减值准备 0.49 亿元，为确认联营企业的超额亏损。公司长期应收款随项目进度逐步收回，不存在明确的到期日，存在一定减值风险。

2014~2016 年，公司长期股权投资总额波动增长，三年复合增长率为 19.17%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 11.93 亿元，较上年

底增长 59.70%，主要系由对合营和联营企业追加投资和确认投资收益等因素所致。

2016 年，公司新增投资性房地产 43.71 亿元，主要是公司财务合并范围扩大后，商业地产项目有所增加。公司投资性房地产采用公允价值计量，其中 2016 年公允价值变动金额为 -0.92 亿元；公司投资性房地产账面价值中 17.59 亿元已用于借款担保，占比 40.24%，受限比例较高。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长率为 55.95%。截至 2016 年底，公司固定资产原值 8.95 亿元，其中房屋及建筑物占比 86.59%；累计折旧 0.90 亿元，固定资产账面价值 8.05 亿元，较上年底增长 133.03%，主要来自企业合并增加。

2014~2016 年，公司在建工程增长较快，年均复合增长 154.23%。截至 2016 年底，公司在建工程 12.01 亿元，较上年底增加 294.42%，主要系本期新增成都华尔道夫酒店所致。公司在建工程项目包括梦云南·深航酒店（4.01 亿元）和成都华尔道夫酒店（8.01 亿元）。截至 2016 年底，公司在建工程中有 4.01 亿元用于借款担保，受限规模大。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 641.47 亿元，其中流动资产占 80.88%，非流动资产占 19.12%，资产结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司资产结构以流动资产为主，存货和其他应收款占比大，集团内部往来资金对公司资金形成一定程度的占用；资产受限比例高，流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 51.11 亿元、52.15 亿元和 69.15 亿元，增加主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 69.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 46.29 亿元；

少数股东权益 22.86 亿元。归属于母公司所有者权益中实收资本占 23.12%、资本公积占 41.52%、未分配利润占 29.85%、盈余公积占 4.00%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 22.88 亿元）为 68.02 亿元，同比变化不大；所有者权益结构较 2016 年底变化不大。

整体来看，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债规模增长较快，年均复合增长率为 41.63%。截至 2016 年底，公司负债合计 572.27 亿元，其中流动负债占 51.86%，非流动负债占 48.14%。

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长率为 43.17%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 280.98 亿元，以应付账款（占 17.48%）、预收款项（占 11.88%）、其他应付款（占 17.58%）和一年内到期的非流动负债（占 46.89%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款波动中有所下降，年均复合下降率为 13.40%。截至 2016 年底，公司短期借款 2.40 亿元，全部为保证借款。

2014~2016 年，公司应付账款逐年增加，年均复合增长率为 49.96%。截至 2016 年底，公司应付账款 49.12 亿元，同比增长 66.62%，主要系 2016 年公司确认的应付工程款增加所致。公司应付账款以应付工程款（占 98.86%）为主。公司账龄超过一年的重要应付账款合计 5.69 亿元，未偿还或结转的原因是工程未结算。

2014~2016 年，公司预收款项大幅增加，年均复合增长率为 75.47%。截至 2016 年底，公司预收款项 33.39 亿元，较上年底增长 1.46%。公司预收款项主要是预收房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。

2014~2016年,公司其他应付款逐年上升,三年复合增长率为17.92%。截至2016年底,公司其他应付款49.39亿元(含计息部分5.81亿元),较上年底增长14.55%。公司其他应付款主要是与关联方的资金往来以及押金、保证金、项目合作款等。

2014~2016年,公司一年内到期的流动负债呈增长趋势,年均复合增长率为49.99%。截至2016年底,公司一年内到期的流动负债131.75亿元,较上年底增长72.42%。公司一年内到期的非流动负债全部为1年内到期的长期借款,其中质押借款占9.44%,抵押借款占24.94%,保证借款占38.61%,信用借款占27.02%。

2014~2016年,公司非流动负债增长较快,三年复合增长率为40.19%,主要是长期借款和应付债券的增加。截至2016年底,公司非流动负债合计291.29亿元,以长期借款(占75.04%)和应付债券(占20.60%)为主。

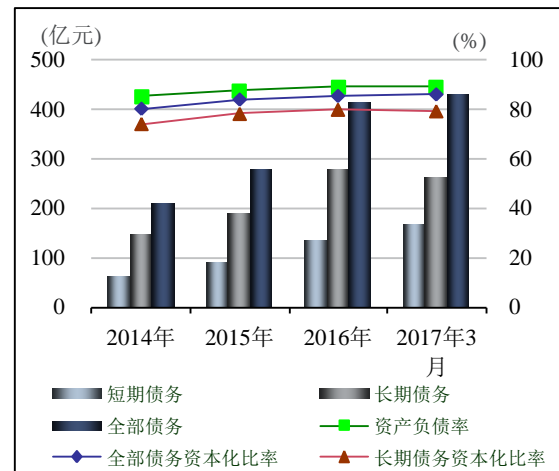
2014~2016年,随着公司对外融资需求的增加,公司长期借款增长较快,年均复合增长率为21.90%。截至2016年底,公司长期借款218.59亿元,较上年底增长37.27%。其中质押借款占9.29%、抵押借款占38.79%、保证借款占50.09%,信用借款占1.83%。

截至2016年底,公司应付债券60.00亿元,包含2015年发行的期限3年的公司债券30.00亿元和2016年公司发行的期限5年的两期公司债券合计30.00亿元。

有息债务方面,2014~2016年,公司有息债务总额分别为208.91亿元、277.00亿元和412.85亿元,年均复合增长40.58%。截至2016年底,公司有息债务中短期债务占32.52%,长期债务占67.48%。

债务指标方面,近三年公司各项债务指标均处于上升趋势,且数值偏高。截至2016年底,资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为89.22%、85.65%和80.11%,公司债务负担很重。

图2 近年来公司有息债务变化情况



资料来源: 公司财务报表

截至2017年3月底,公司负债合计573.45亿元,较2016年底变化不大。构成上,流动负债占51.86%,非流动负债占48.14%,流动负债占比较2016年底有所上升,负债结构较2016年底变化不大;有息债务方面,截至2017年3月底,公司有息债务合计428.29亿元,较2016年底有所增长,其中短期债务占38.46%,长期债务占61.54%,短期债务占比较2016年底有所上升;长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为79.49%和86.29%,较2016年底变化不大。

整体看,公司近年来债务规模快速增长,债务负担很重,且短期债务规模相对较大,公司存在较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2014~2016年,公司合并口径营业收入逐年增长,复合增长率为57.32%。2016年公司实现营业收入97.70亿元,同比增加143.46%。随着营业收入的增长,公司营业成本也相应增加,且增幅高于营业收入的增长幅度,近三年复合增长率为77.47%。

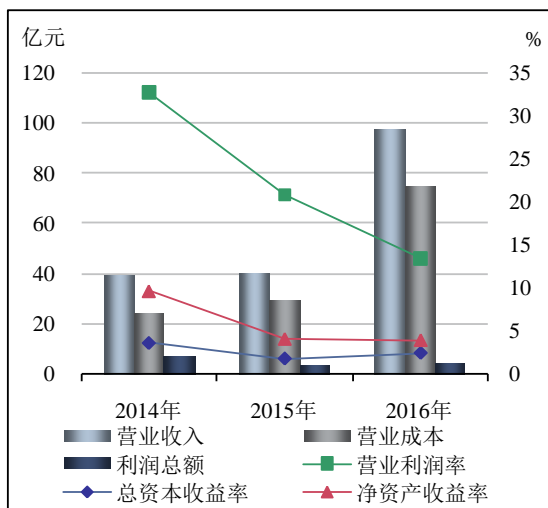
从期间费用看,2014~2016年公司期间费用呈波动上升趋势,年均复合增长35.11%。截至2016年底,公司期间费用为13.03亿元,同比增长99.70%,主要是财务费用同比大幅增加

所致。近三年公司期间费用率分别为 18.08%、16.26%和 13.34%，呈逐年下降趋势，公司费用控制能力有所提高。

非经常性损益方面，2014~2016 年，公司非经常性损益主要来自营业外收入，近三年公司营业外收入分别为-0.59 亿元、3.57 亿元和 7.88 亿元，其中 2015 年和 2016 年公司营业外收入均同比大幅增长，主要系企业合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额导致的非经常性损益增加所致。2015 年和 2016 年，公司营业外收入分别为公司利润总额的 1.02 倍和 1.85 倍，公司盈利对营业外收入依赖度很高。剔除非经常性损益后，2015 年和 2016 年公司盈利均为亏损。

近三年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 23.20%，2016 年公司利润总额为 4.25 亿元，同比增长 21.31%，主要是营业外收入同比增长所致；净利润波动下降，年均复合下降 26.21%，2016 年公司净利润为 2.70 亿元，同比增长 27.91%。

图 3 近年来公司盈利变化情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2014~2016 年，受营业成本增加影响，公司营业利润率呈波动下降趋势，分别为 32.77%、20.89%和 13.49%。2014~2016 年，公司净资产收益率呈下降趋势，三年分别为 9.71%、4.05%和 3.91%；总资产收

益率有所波动，三年分别为 3.60%、1.79%和 2.45%；整体看，公司盈利能力弱。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.64 亿元，利润总额-1.48 亿元。公司收入规模和盈利能力受房地产市场行情波动和在建项目进度影响较大。

总体看，近年来随着公司业务扩张，营业收入规模增长较快；公司利润总额对营业外收入依赖程度高，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入波动中有所下降，分别为 67.03 亿元、58.72 亿元和 59.39 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2014~2016 年，公司经营活动现金流出波动下降，分别为 92.70 亿元、70.77 亿元和 78.73 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，其余主要为支付其他与经营活动有关的现金（主要为往来款和各类暂收款）和各项税费。2014~2016 年，公司经营活动现金流净额分别为-25.67 亿元、-12.06 亿元和-19.35 亿元，近三年公司现金收入比分别为 150.80%、123.34%和 51.09%，2016 年现金收入比大幅下降，主要系受收入结转和收到现金时间错配所致，公司收入实现质量有待提高。

投资活动方面，2014~2016 年公司投资活动现金流入快速增长，三年分别为 4.88 亿元、6.33 亿元和 17.04 亿元，主要原因系股权转让使收回投资收到的现金逐年增长所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出快速下降，三年分别为 18.92 亿元、17.11 亿元和 12.85 亿元，其中投资支付的现金快速下降，三年分别为 9.09 亿元、5.54 亿元和 4.54 亿元；支付其他与投资活动有关现金波动下降，三年分别为 6.85 亿元、8.27 亿元和 3.58 亿元，主要是支付合营企业和联营企业的债权投资款；投资支付的现金持续下降，三年分别为 9.09 亿元、5.54 亿元和 4.54 亿元。近三年，公司投资活动

现金流净额分别为-14.03 亿元、-10.78 亿元和 4.19 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 23.54%，三年分别为 136.75 亿元、140.71 亿元和 208.70 亿元，主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 51.57%，三年分别为 75.45 亿元、128.18 亿元和 173.33 亿元，主要是偿还债务支付的现金。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 61.30 亿元、12.53 亿元和 35.37 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.72 亿元、-6.74 亿元和 8.08 亿元。

总体看，近年来公司保持较大的房地产开发规模，经营活动现金流持续表现为大规模净流出，经营周转、存量债务的偿还和投资活动支出均依赖对外筹资，公司资金周转压力大，对外部融资依赖性强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年底，公司流动比率分别为 210.07%、189.06% 和 184.97%，速动比率分别为 56.42%、33.25% 和 35.08%。截至 2017 年 3 月底公司流动比率和速动比率分别为 174.47% 和 31.33%。近三年公司经营活动现金流持续为负，对公司短期债务不具备保障能力。总体看，公司近三年流动比率和速动比率均呈下降趋势，速动比率偏低，短期偿债能力弱。

从长期偿债能力来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，三年分别为 2.73 倍、2.06 倍和 1.53 倍；全部债务/EBITDA 有所波动，三年分别为 17.44 倍、35.66 倍和 29.57 倍。总体看，公司 EBITDA 对债务及利息的保护能力弱，长期偿债能力弱。

截至 2016 年底，公司总计对外担保 124.17 亿元，担保比率为 179.57%，对外担保规模大。其中对云南城投集团提供担保 51 亿元。云南

城投集团是云南省人民政府出资成立的城市基础设施建设投融资主体，经营规模较大，资本实力较强，公司为其提供担保出现代偿的可能性很小；其余担保的借款主体均为公司的关联企业。公司存在一定或有负债风险。

银行授信方面，截至 2016 年底，公司获得银行授信约 404 亿元，已使用授信额度 244 亿元、未使用的授信额度为 160 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（公司机构信用代码：G10530111000028009），截至 2017 年 8 月 7 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录。已结清贷款中含 10 笔关注类贷款，系公司 2012 年项目开发处于投资期，暂无销售回笼资金，导致中国银行昆明市盘龙支行将其调整为关注类。后期随着项目推进情况改善，投资回收正常，中国银行昆明市盘龙支行于 2013 年 7 月底将其重新调整为正常类。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十、担保人担保能力分析

担保方云南省城市建设投资集团有限公司成立于 2005 年 4 月，为经云南省人民政府云政复[2005]26 号文批准，由云南省开发投资有限公司（现名称变更为云南省投资控股集团有限公司）和云南建工集团总公司（现名称变更为“云南建工集团有限公司”）出资设立的有限责任公司。2009 年，经云南省人民政府云政复[2009]7 号文件批准，将云南省投资控股集团有限公司对公司出资所形成的权益划

出，调整为云南省人民政府对公司的出资权益，由云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）代云南省人民政府履行出资人职责。2013年7月，公司以资本公积转增实收资本30.03亿元，转增后公司注册资本变更为41.42亿元，本次增资后，云南省国资委持股比例为96.21%，云南建工集团有限公司持股比例为3.79%。2015年12月29日，根据云南省人民政府出具的《关于划转部分国家出资企业股权充实云南圣乙投资有限公司国家资本金的批复》（云政复[2015]75号），云南省国资委将其持有的公司股权中的40%划转由云南圣乙投资有限公司持有，截至目前，相关工商变更手续正在办理当中。截至2017年3月底，云南城投集团注册资本为人民币41.42亿元，云南省国资委、云南建工集团有限公司和云南圣乙投资有限公司分别持股56.21%、3.79%和40.00%，云南城投集团实际控制人为云南省国资委。

截至2016年底，云南城投集团合并资产总额1995.76亿元，所有者权益合计438.23亿元（含少数股东权益278.35亿元）。2016年，云南城投集团实现营业收入202.64亿元，利润总额17.86亿元。

截至2017年3月底，云南城投集团合并资产总额2050.42亿元，所有者权益合计428.34亿元（含少数股东权益277.44亿元）。2017年1~3月，云南城投集团实现营业收入33.43亿元，利润总额-11.95亿元。

云南城投集团是云南省基础设施建设运营主体，并对省政府授权的城建投资项目行使出资人职能。主要业务分布在城市开发（土地一级开发、房地产开发）、建筑安装、公用事业（水务、教育、医疗和其他城市服务性项目）、物流贸易、旅游服务等行业，2016年，上述五大主要业务收入占主营业务收入的比为80.10%。2017年1~3月，云南城投实现主营业务收入32.18亿元，占2016年的16.50%。

盈利指标方面，2016年云南城投集团营业

利润率由上年36.35%降至26.26%；云南城投集团总资产收益率和净资产收益率分别下降至1.93%和2.45%，云南城投集团盈利能力偏弱。

短期偿债能力方面，2016年云南城投集团流动比率和速动比率较2015年分别小幅下降至159.54%和74.17%；2017年3月底流动比率增至170.13%，速动比率降至73.27%，考虑到短期债务规模大幅增长，云南城投集团短期支付压力较大。

长期偿债能力方面，2016年，云南城投集团EBITDA规模快速增加至75.91亿元。同期，由于云南城投集团全部债务增幅小于EBITDA增幅，导致云南城投集团全部债务/EBITDA下降至14.84倍。从指标看，云南城投集团长期偿债能力偏弱，但考虑到云南城投集团长期债务多为长期项目借款，其本息偿付基本匹配项目收益，且随着云南城投集团各业务板块的快速发展，云南城投集团收入有望稳定增长，云南城投集团整体偿债能力尚可。

近年来，昆明市经济增长迅速，地方财政收入保持了快速增长，地方可支配财力稳步增强，为云南城投集团经营发展提供良好外部环境。云南城投集团在土地出让金返还、财政资金划拨等方面获得政府支持力度较大，但经营决策受政府影响亦较大。

2016年，云南城投集团经营活动现金流量、EBITDA、现金类资产分别为本期中期票据拟发行额度的54.57倍、15.18倍和42.32倍，对中期票据保障能力较强。

经联合资信评定，云南城投集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

十一、 本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为5亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行

分析。发行后将在现有全部债务的基础上增加 5 亿元有息债务，占 2017 年 3 月底全部债务和长期债务的 1.17% 和 1.90%，对公司现有债务影响较小。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.40%、86.29% 和 79.49%；暂不考虑将本期中期票据计入权益及其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 89.48%、86.43% 和 79.79%，债务负担进一步加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 67.03 亿元、58.72 亿元和 59.39 亿元，分别为本期中期票据额度的 13.41 倍、11.74 倍和 11.88 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 11.98 亿元、7.77 亿元和 13.96 亿元，分别为本期中期票据额度的 2.40 倍、1.55 倍和 2.79 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度一般。

总体而言，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度一般，经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。若同时考虑担保方云南城投集团对本期中期票据的增信，其担保可有效提升本期中期票据本息偿付的安全性。

十二、 结论

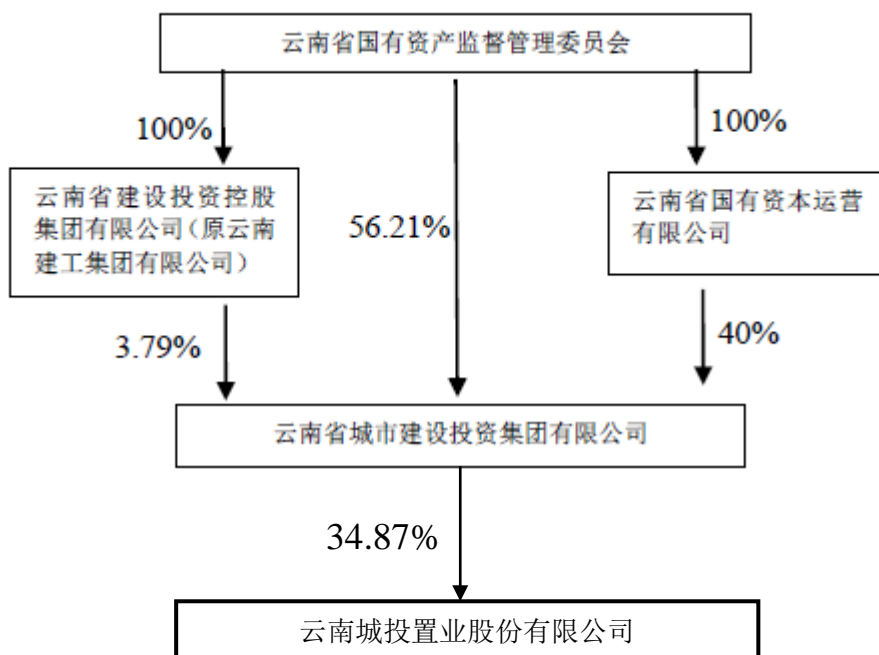
公司作为云南省国有上市房地产开发企业，具有较为丰富的房地产开发经验，土地储备较为充足，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。

近年来随着公司扩大经营规模和对外股权收购的进行，公司债务规模快速增长，债务负担很重，且在建项目资金缺口大，公司未来融资压力大；同时公司存货规模较大，未来存在较大的去化压力；公司目前盈利能力弱，营业利润为负，利润总额对营业外收入依赖大。

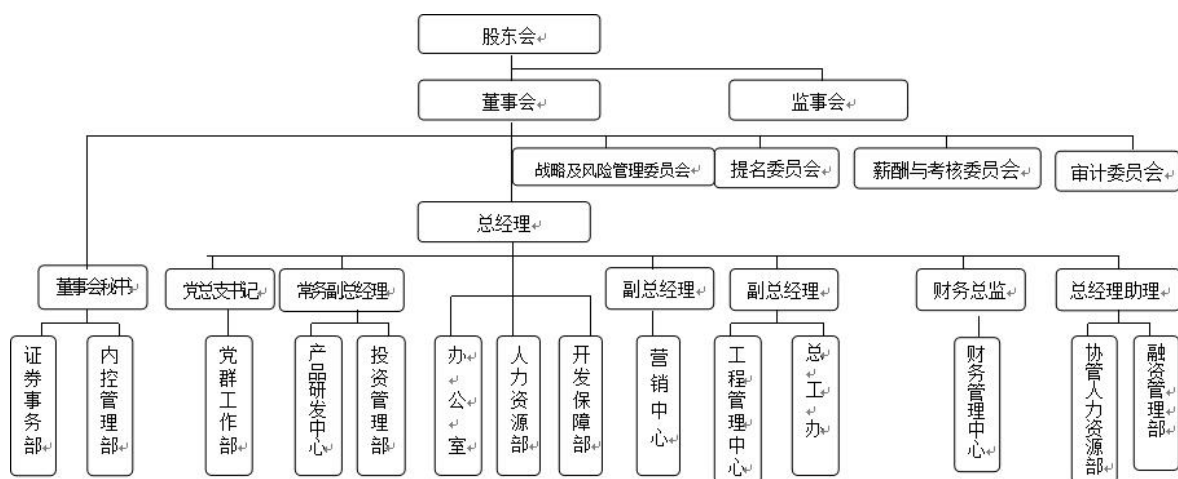
本期中期票据由云南城投集团提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。作为云南省城市运营开发（包括土地一级开发、房地产开发和城市服务性项目的投资和建设）的重要实体以及公用事业的主要载体，云南城投集团在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势，其提供的担保对本期中期票据的信用状况有显著的积极影响。

总体看，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿付的风险极小，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.43	34.61	57.63	55.25
资产总额(亿元)	334.78	451.92	641.43	641.47
所有者权益(亿元)	51.11	52.15	69.15	68.02
短期债务(亿元)	61.80	87.76	134.27	164.74
长期债务(亿元)	147.10	189.24	278.59	263.55
全部债务(亿元)	208.91	277.00	412.85	428.29
营业收入(亿元)	39.47	40.13	97.70	11.64
利润总额(亿元)	7.20	3.50	4.25	-1.48
EBITDA(亿元)	11.98	7.77	13.96	--
经营性净现金流(亿元)	-25.67	-12.06	-19.35	-3.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.62	1.94	6.88	--
存货周转次数(次)	0.14	0.11	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.10	0.18	--
现金收入比(%)	150.80	123.34	51.09	147.18
营业利润率(%)	32.77	20.89	13.49	23.99
总资本收益率(%)	3.60	1.79	2.45	--
净资产收益率(%)	9.71	4.05	3.91	--
长期债务资本化比率(%)	74.21	78.39	80.11	79.49
全部债务资本化比率(%)	80.34	84.16	85.65	86.29
资产负债率(%)	85.22	87.64	89.22	89.40
流动比率(%)	210.07	189.06	184.97	174.47
速动比率(%)	56.42	33.25	35.08	31.33
经营现金流动负债比(%)	-18.72	-5.98	-6.89	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.73	2.06	1.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.44	35.66	29.57	

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

级别设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 云南城投置业股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

云南城投置业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

云南城投置业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对云南城投置业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，云南城投置业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注云南城投置业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现云南城投置业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对云南城投置业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如云南城投置业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对云南城投置业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与云南城投置业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。