

跟踪评级公告

联合〔2019〕1009号

昆明产业开发投资有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

昆明产业开发投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

昆明产业开发投资有限责任公司公开发行的“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”、“17 昆投 03” 债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

昆明产业开发投资有限责任公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 昆投 01	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 6 月 13 日
17 昆投 01	18 亿元	6 年(3+3)	AA+	AA+	2018 年 6 月 13 日
17 昆投 02	8 亿元	6 年(3+3)	AA+	AA+	2018 年 6 月 13 日
17 昆投 03	2.5 亿元	6 年(3+3)	AA+	AA+	2018 年 6 月 13 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	639.77	668.24
所有者权益（亿元）	267.04	288.98
长期债务（亿元）	215.18	218.76
全部债务（亿元）	301.54	301.95
营业收入（亿元）	20.03	39.58
净利润（亿元）	2.50	2.16
EBITDA（亿元）	5.05	5.28
经营性净现金流（亿元）	1.78	9.08
营业利润率（%）	16.14	11.33
净资产收益率（%）	0.95	0.78
资产负债率（%）	58.26	56.76
全部债务资本化比率（%）	52.95	51.10
流动比率（倍）	2.94	2.93
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.42
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.13	0.14

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；
2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；
3. 其他应付款中部分债务已调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债已调入公司长期债务

评级观点

跟踪期内，昆明产业开发投资有限责任公司（以下简称“公司”）继续保持其在昆明市旧厂改造、五华区、盘龙区等区域土地整理和民爆产品销售等业务上的垄断优势，公司股权投资业务继续获得稳定投资收益。公司收到资本金以及资产的注入有助于提升自身资本实力，同时土地业务回款质量明显改善。此外，联合评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地业务回款效率仍具不确定性、资本支出压力较大、资金占用严重、短期债务规模仍较大及对外担保已出现代偿等因素可能对公司经营产生不利影响。

未来随着公司土地业务逐步回款，股权投资项目逐步成熟，公司的收入规模和盈利能力均有望继续提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”、“17 昆投 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司是昆明市国资委独资企业，核心业务主要分布在昆明市内，2018 年昆明市经济保持增长为公司业务发展良好的经济市场环境。

2. 昆明市财政局注入 3.50 亿元资本金有助于提升公司资本实力。

3. 跟踪期内，公司继续保持昆明市旧厂改造、五华区、盘龙区等区域的土地整理和民爆销售业务的垄断经营优势。

4. 跟踪期内，公司股权投资具备一定规模且能持续获得稳定投资收益。此外，公司土地业务回款质量明显改善。

关注

1. 公司土地开发整理业务受经营模式影

响，回款效率仍具有不确定性。此外，在建项目资本支出压力仍较大。

2. 公司往来款规模仍较大，以园区建设为主形成的开发成本、自建项目投入为主的在建工程以及且多数不能为企业带来直接经济利益的其他非流动资产仍保持较大规模，上述资产对公司资金占用严重。

3. 公司短期债务规模仍较大，具有一定的集中偿债压力。

4. 公司对外担保数额较大且部分担保对象为民企，已出现代偿情况。

分析师

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



徐江丰

联合信用评级有限公司

一、主体概况

昆明产业开发投资有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2005 年 11 月，初始注册资本为 1.00 亿元。此后历经增资以及资本公积、未分配利润转增资本后，截至 2018 年末，公司注册资本为 15.00 亿元，公司唯一股东与实际控制人为昆明市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昆明市国资委”）。

截至 2018 年公司经营范围未发生变化。截至 2018 年末，公司组织结构图未发生变化（见附件），合并范围在职员工 1,710 人

截至 2018 年末，公司合并资产总额 668.24 亿元，负债合计 379.26 亿元，所有者权益 288.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 246.05 亿元。2018 年，公司实现营业收入 39.58 亿元，净利润 2.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.98 亿元。

公司注册地址：昆明市青年路 448 号华尔顿大厦 5-6；法人代表：李剑峰。

二、债券发行及募集资金使用情况

2016 年 4 月，公司成功发行“昆明产业开发投资有限责任公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”。2017 年 4 月，公司成功发行“昆明产业开发投资有限责任公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”。2017 年 10 月，公司成功发行“昆明产业开发投资有限责任公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)”。2017 年 11 月，公司成功发行“昆明产业开发投资有限责任公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)”。

表 1 截至 2018 年末公司债券发行相关情况（亿元、年）

债项简称	证券代码	发行规模	期限	起息日	到期日
17 昆投 03	112621.SZ	2.5	3+3	2017-11-28	2023-11-28
17 昆投 02	112599.SZ	8	3+3	2017-10-18	2023-10-18
17 昆投 01	112515.SZ	18	3+3	2017-04-10	2023-04-10
16 昆投 01	112375.SZ	10	5	2016-04-11	2021-04-11

资料来源：Wind，联合评级整理

注：仅列示本次跟踪评级报告涉及债项，未涵盖公司全部存续期内债项

“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”募集资金均已按照募集资金说明书披露用途使用完毕。“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”付息日分别为债券存续期每年的 4 月 11 日、4 月 10 日、10 月 18 日和 11 月 28 日，如遇法定节假日或者休息日则顺延至其后的第一个交易日。截至本报告出具日，公司已正常如期支付每年应付债券利息。

三、行业及外部环境分析

公司为昆明市属国有独资企业，其土地整理、园区开发等业务受昆明市经济发展影响较大，因此下文将围绕基础设施建设以及昆明市经济发展分析。

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 2 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用

	《防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方

政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境

根据《2018 年昆明市经济发展综述》显示，2018 年，昆明市实现地区生产总值（GDP）5,206.90 亿元，按可比价计算，较上年增长 8.4%。其中，第一产业增加值 222.16 亿元，增长 6.3%；第二产业增加值 2038.02 亿元，增长 10.0%；第三产业增加值 2946.72 亿元，增长 7.3%。

固定资产投资方面，全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 5.5%。分产业投资看，第一产业投资增长 91.0%；第二产业投资增长 3.9%；第三产业投资增长 5.2%。从支柱板块看，工业投资增长 3.9%，基础设施投资下降 0.4%，房地产投资增长 9.3%。2018 年，全年一般公共预算收入 595.63 亿元，较上年增长 6.2%。其中，税收收入 477.07 亿元，增长 16.1%，占一般公共预算收入的比重 80.1%，比上年同期提高 6.8 个百分点。全市政府性基金预算收入 705.3 亿元，增长 83.2%，完成预算的 96.0%，增长 85.3%。

总体看，昆明市作为西部重要的中心城市，2018 年昆明市经济和财力保持增长为公司业务发展提供良好的经济市场环境。

3. 外部支持

2018 年，昆明市财政局拨付给公司的资本金 3.5 亿元，公司据以增加资本公积。昆明阳宗海风景名胜区管理委员会将 2012 年汤池片区保障性住房项目资产注入至公司下属子昆明阳宗海开发有限公司，公司按持股比例确认资本公积 2.57 亿元。

四、管理分析

2018 年，公司董事会、监事及高级管理人员无重大变化，管理制度整体延续。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主营业务收入较上年大幅增长 100.61% 至 38.55 亿元。其中，2018 年，公司土地开发整理业务收入较上年大幅增长 127.82% 至 12.74 亿元，主要受土地出让进度加快以及投资

进度加快等因素影响所致；公司投资收益较上年变化不大。受昆明市房地产、建筑业和煤矿等行业景气度较低以及爆破技术的成熟等多重因素影响，公司民爆产品销售收入较上年下降 5.57%；受公司加大贸易业务发展力度影响，公司贸易收入较上年增加 13.15 亿元。公司其他主营他业务收入包括代建业务、房产销售和物流运输等 20 多项业务，对公司整体收入规模形成一定补充。

表 3 2017—2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

时间 业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	5.59	27.91	13.92	12.74	32.18	8.33
投资收益	2.46	12.30	70.64	2.42	6.12	72.94
商品贸易	2.00	9.96	2.28	15.15	38.26	0.78
其他主营业务中：民爆产品销售	2.05	10.24	4.65	1.94	4.90	4.44
房产销售	1.25	6.26	-20.97	0.34	0.85	18.41
主营业务小计	19.22	95.93	16.33	38.55	97.39	11.04
其他业务小计	0.82	4.07	48.41	1.03	2.61	48.05
合计	20.03	100.00	17.64	39.58	100.00	12.00

资料来源：公司审计报告

注：1. 公司其他主营业务主要包含电子制造、医疗服务收入、教育服务收入、传媒服务收入、医疗设备租赁收入、鲜切花销售、供水等业务；2. 其他收入主要包括融资服务收入、危货物运输收入和供水管道安装等

公司各主要业务毛利率差异较大。分板块来看，土地开发整理业务毛利率下滑 5.59 个百分点，主要系本年确认杨林经开区加成比例较低所致；民爆产品销售业务和投资收益毛利率较为稳定；受 2018 年结转亏损楼盘较少影响使得房产销售业务扭亏为盈；商品贸易业务毛利率较低。综上，公司毛利率较上年下滑 5.64 个百分点至 12.00%。

总体看，跟踪期内，受贸易业务量大幅增长影响，公司收入结构有所变化。低毛利率的贸易收入增加以及土地开发整理收益大幅下降，使得公司综合毛利率有所下降。

2. 土地开发整理业务

公司土地开发业务主要由公司本部及下属子公司承接，公司本部与下属子公司业务区域未发生变化，本部业务区域为旧厂改造（根据《昆明市人民政府关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》（昆政发〔2010〕68 号），公司负责市内共计 2,195.94 亩的旧厂改造项目（“工业企业异地搬迁技改”项目）涉及的土地一级开发整理工作。）、五华区、盘龙区；下属子公司业务区域主要是杨林工业园区、东川区、富民县、呈贡区。2018 年以来，公司土地开发整理业务模式未发生变化，见下表：

表 4 公司主要土地开发整理业务模式

公司名称	业务模式
公司本部	公司与昆明市土地矿产储备中心（以下简称“土储中心”）及土地所在地政府签订开发整理委托合同，公司作为投融资主体负责土地整理开发工作，开发周期视具体项目而定，一般市内控制在 2 年以内，公司完成相关土地一级开发之后，由政府审计部门核定成本，土储中心收储土地招拍挂后，卖得价款用于补偿公司一级开发成本后，再给予公司总投资额的 16% 的投资回报和 3% 的开发管理费。公司收到回款后即确认收入并结转成本。
公司云南泰佳鑫投资有限公司（以下简称“泰佳鑫”）	1、杨林工业园区管委会委托泰佳鑫对区域内的土地开发整理项目进行代建及管理，按投资总额的 2.5% 向泰佳鑫支付代建及管理费用。2、根据杨林工业园区管委会规划要求及入驻园区企业的土地使用要求，对公司自有账面土地进行整理开发，达到相应条件后出让给入驻园区企业。根据具体项目采取以收到现金确认收入或按工程进度确认收入的方式。
昆明海口工业园区投资有限公司	同公司本部。
昆明市智慧城市建设投资有限公司	同公司本部。

昆明阳宗海开发有限公司	按项目投资总额的3%收取代建及管理费用。
昆明西翥投资有限责任公司	同公司本部。
昆明市东川区城乡发展有限责任公司	按照审计所确定的投资总额的16%给予投资回报。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司本部负责的土地整理地块情况如下表所示，从公司现有土地投资情况看，公司预计总投资28.00亿元，尚需投资18.85亿元，从公司计划出让时间来看，资金需求量较大。

表5 截至2018年末公司本部土地整理开发项目情况（单位：亩、亿元、年）

项目名称	位置	占地面积	预计总投资	截至2018年末已投资	计划出让年份
东风云南汽车有限公司土地一级开发整理项目	五华区	473.67	12.23	4.80	2020年
云南生物谷股份有限公司异地搬迁技改项目	盘龙区	299.15	5.20	0.00	2020年
昆明电缆集团股份有限公司异地搬迁技改项目	西山区	235.00	8.52	3.78	2019年
昆明电工有限责任公司异地搬迁技改项目	盘龙区	52.00	1.85	0.49	2019年
昆明金泽实业异地搬迁技改项目	西山区	16.67	0.20	0.07	2019年
合计	--	1,076.49	28.00	9.15	--

资料来源：公司提供

2018年公司土地整理收入12.74亿元，较上年增长127.82%，主要来自杨林经开区土地一级开发业务项目2.67亿元、昆明呈贡信息产业园区万溪核心区项目1.18亿元和昆明人造板机厂异地搬迁技改项目8.89亿元。从投资情况看，2017-2018年，公司土地整理业务投入分别为10.56亿元和11.65亿元，投入相对稳定。从土地回款情况看，2017-2018年土地开发业务回款分别为2.44亿元和12.62亿元，回款质量大幅改善。

总体看，跟踪期内，受土地出让进度以及投资进度加快影响，公司土地整理业务收入大幅增长，回款质量大幅改善，土地业务在旧厂改造、五华区、盘龙区等地区仍具有区域垄断优势。但受经营模式影响，回款效率仍具有不确定性；同时公司仍面临一定的资金压力。

3. 投资业务

公司通过投资云南及昆明本地富有较高回报的企业股权实现保值增值，并为云南省具有良好发展潜力的中小型特色企业提供融资担保服务和其他金融服务，获取金融服务收益。目前公司主要投资领域为金融服务、高原特色农业、物流产业园等。

截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值19.78亿元，其中可供出售权益工具且以成本法计量占87.56%；长期股权投资账面价值43.31亿元，以权益法计量。公司收到的被投资企业分红计入公司收入的投资收益项目下。2018年公司投资收益¹为2.42亿元，较上年变化不大。

截至2018年末，公司投资企业中投资成本前十位的被投资对象如下表所示，公司主要投资方向集中于云南省内的金融企业和工商企业等。

表6 截至2018年末公司主要投资企业概况（单位：亿元、%）

公司名称	投资成本	主要业务	持股比例	总资产	净资产	当年营业收入	当年净利润
云南红塔银行股份有限公司	14.34	金融	14.52	1,050.92	105.88	19.90	5.64
华夏金融租赁有限公司	10.80	金融租赁	18.00	756.02	82.99	16.34	7.05
诚泰财产保险股份有限公司	10.40	保险	13.40	99.60	77.92	13.80	0.24

¹ 投资收益指公司股权分红，公司将其计入收入

富滇银行股份有限公司	5.60	金融	5.94	2,474.18	152.93	51.14	1.06
红塔证券股份有限公司	5.52	证券	6.96	273.84	115.38	12.01	3.92
上海信厚融资租赁有限公司 ²	1.05	金融租赁	60.00	--	--	--	--
昆明电缆集团股份有限公司	0.83	电缆	24.25	--	--	--	--
香港锦苑花卉有限公司 ³	0.76	花卉	100.00	--	--	--	--
昆明市中小企业融资担保公司	0.50	融资担保	28.27	--	--	--	--
云南航樾投资发展有限公司	0.49	房地产	49.00	--	--	--	--

数据来源：公司提供

注：空白处为公司未提供审计报告

总体看，跟踪期内，公司投资收益规模相对稳定，仍为公司重要的收入利润来源之一。但考虑到未来被投资企业经营情况具有一定的不确定性，公司投资业务收入规模存在波动风险。

4. 贸易业务

2018 年公司贸易模式未发生变化，销售模式主要为“以销定购”；利润来源主要为“赚取买卖差价”。对上游客户均采取货到付款的结算方式，对于优质下游客户给予 2~3 个月的账期。2018 年公司加大贸易业务发展力度，积极拓展贸易品种，产品类别较多样化，包括豆粕/豆油、铜线、有色金属、黑色金属、橡胶、纸张等。2018 年贸易业务收入较上年增加 13.15 亿元至 15.15 亿元，前五大客户分别为云南双愉商贸有限公司、昆明珍味香工贸有限公司、云南桂德农业发展有限公司、蒙自矿冶有限责任公司和港利南天（上海）经贸有限公司，合计占销售额的 48.99%。受业务模式影响，公司贸易业务毛利率维持低水平。

总体看，跟踪期内，公司贸易业务迅速扩大但毛利率水平维持较低，盈利能力弱。

5. 其他主营业务

(1) 民爆业务

公司民爆业务主要由子公司特立亚民爆器材专营有限公司（以下简称“特立亚”）经营。特立亚是昆明市唯一具有民用爆炸物品销售、运输资格的企业，具有对昆明市范围内民爆物品销售的完全垄断优势。公司经营模式未发生变化：公司通过采购民爆产品再销售给下游客户群体，自身不参与民爆产品生产。公司采用以销定采的模式降低自身经营风险和资金压力。公司的结算方式一般是收款后发货或现款现货。从销售量来看，受昆明市房地产、建筑业、煤矿等行业景气度较低以及爆破技术的成熟等多重因素影响，工业炸药、工业索类销售量均大幅下降，工业雷管销量有所上升，但销量规模对公司民爆业务影响较小。

² 公司子公司昆明市产业开发建设有限责任公司直接持有上海信厚融资租赁有限公司 35% 股份，通过香港锦苑花卉有限公司（以下简称“锦苑花卉”）间接持有 25% 股份。因未对锦苑花卉进行实际经营管理控制，锦苑花卉未纳入合并范围，上海信厚融资租赁有限公司亦未纳入合并范围。

³ 香港锦苑花卉有限公司系公司子公司昆明市产业开发建设有限责任公司投资的企业，持股比例 100%，因未对其进行实际经营管理控制，调整至可供出售金融资产核算。

表 7 2017—2018 年公司民爆产品销售情况

产品名称	项目	2017 年	2018 年
工业炸药	销量 (吨)	28,617.45	26,512.89
	平均售价 (元/吨)	6,171.60	6,171.60
工业雷管	销量 (万发)	734.05	874.37
	平均售价 (元/万发)	37,340.06	37,340.06
工业索类	销量 (万米)	52.40	11.85
	平均售价 (元/万米)	22,792.73	22,792.73

数据来源：公司提供

总体看，公司民爆业务仍保持昆明市垄断经营优势，受行业景气度降低以及爆破技术成熟影响，公司收入规模略有下降。

(2) 房产销售

2017~2018 年实现收入分别为 1.25 亿元和 0.34 亿元，2018 年较上年大幅下降主要系禄劝县城南区胜果树庄园项目当年可售规模少使得结转规模下降所致。截至 2018 年末，公司计划总投资 17.20 元，尚需投资 10.57 亿元。截至 2018 年末，公司拟建项目为永腾·江山阅，位于寻甸县，总投资 9 亿元，预计 2019 年动工，可销售面积 24 万平方米。

表 8 截至 2018 年末公司房地产项目基本情况 (单位：万平方米、亿元)

项目名称	总可售面积	剩余可售面积	计划总投资	累计已投资	2018 年当期结转收入
高原水乡旅游小镇别墅区项目	3.69	2.50	10.00	2.11	0.21
圣果树庄园 (南区)	2.24	0.14	1.30	1.30	0.06
圣果树庄园 (北区)	5.82	4.34	3.50	2.00	--
东川区铜都商业街商业开发项目 (一期)	1.99	1.00	2.40	1.22	0.06
合计	13.74	7.98	17.20	6.63	0.33

数据来源：公司提供

整体看，公司房产销售业务受可售面积下降影响使得收入规模大幅下滑，未来随着公司逐渐投入或将加大公司资本支出压力。

6. 重大事项

2019 年 4 月 23 日，公司发布了《昆明产业开发投资有限责任公司关于履行担保责任的公告》(以下简称“公告”)，公告称“2013 年 4 月 22 日，云南维和药业股份有限公司(以下简称“维和药业公司”或“被担保人”)、云南天浩稀贵金属股份有限公司(以下简称“天浩金属公司”或“被担保人”)联合其他四家公司发行中小企业集合债，债券简称“13 云中小债”，发行规模为 4 亿元，债券期限为 6 年，于 2019 年 4 月 22 日到期，由公司提供全额连带责任保证担保。根据公司于 2013 年 4 月 17 日分别与维和药业公司、天浩金属公司签署《担保服务协议》约定，公司保证范围为被担保人应偿付的“13 云中小债”本金及相应票面利息，保证期间为“13 云中小债”存续期及到期之日起二年。2019 年 4 月 22 日，维和药业公司、天浩金属公司无法按时支付“13 云中小债”本金及利息。公司履行担保责任，为两家公司代偿债券本息合计 11,549.00 万元。”公告称：“公司本次承担的担保责任(代偿本金、利息及相关费用)将会列为公司针对维和药业公司、天浩金属公司的债权。本次代偿本息占公司净资产(截至 2018 年 9 月末未经审计数据)的 0.43%，

目前公司各项经营业务均正常运营，综合来看不会对公司正常经营与已发行债券的偿债能力造成实质性不良影响，同时鉴于公司已与维和药业公司、天浩金属公司签订《反担保合同》，并约定由被担保人法定代表人及其配偶对公司所履行的担保责任承担无限连带责任”，2019年5月27日，公司已向昆明市中级人民法院提起诉讼，要求维和药业及其相关担保方偿还公司代维和药业支付的本金、利息、违约金等，目前该案处于受理阶段。

联合评级将持续关注上述事件的进展情况，动态分析上述事件对公司信用水平可能带来的影响。

7. 未来发展

公司将紧紧围绕昆明市建设区域性国际中心城市战略方向，重发发挥国有投资主体的作用，优化业务板块和层级，加大对高原特色农业、大健康产业、智慧城市建设、现代物流产业等战略性新兴产业的投入力度；以金融服务为支撑，促进产业投资与金融服务有效结合，使产业布局更加合理。通过产业投资、金融服务、并购重组、园区建设等协同联动，推动产业集群化发展，重点打造一批新兴产业生态链，构造富有竞争力的现代化产业体系。

总体看，公司经营思路复合业务板块布局，发展战略清晰。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年年度合并财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行最新的企业财务会计准则。会计政策变更方面，2018年根据财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），公司对财务报表格式进行了修订，对于一般企业财务报表格式，公司对2017年的比较数据进行相应调整，该调整仅影响资产负债表、利润表和现金流量表部分科目的列报。从合并范围看，截至2018年末，公司减少合并子公司7家，新增10家子公司，公司合并范围内的子公司57家，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至2018年末，公司合并资产总额668.24亿元，较年初增长4.45%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占61.58%，非流动资产占38.42%。公司资产结构仍以流动资产为主。

截至2018年末，公司流动资产411.47亿元，较年初下降2.72%，较年初变化不大；公司流动资产主要由货币资金（占11.66%）、其他应收款（占8.42%）和存货（占76.47%）构成。公司货币资金47.96亿元，较年初增长9.74%。其他应收款合计34.65亿元，较年初下降36.03%，主要系往来款大幅下降所致，其中其他应收款34.50亿元，计提坏账准备1.45亿元，往来款仍对公司资金形成一定的占用。存货账面价值314.65亿元，较年初增长0.82%，较年初变化不大；公司存货仍主要以开发成本（占97.94%）为主，开发成本主要为中心商务区、信息产业园一期项目、厂口片区及园区配套开发支出等园区开发项目，流动性较弱。公司计提存货跌价准备0.23亿元。

截至2018年末，公司非流动资产256.76亿元，较年初增长18.45%，主要系长期股权投资、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占7.71%）、长期股权投资（占16.87%）、投资性房地产（占9.88%）、在建工程（占14.49%）和其他非流动资产（占40.79%）构成。公司可供出售金融资产19.78亿元，较年初变化不大。

可供出售金融资产主要为对云南境内企业投资。长期股权投资 43.31 亿元，较年初增长 10.22%，主要系权益法下对华夏金融租赁有限公司确认的投资收益增加 1.23 亿元以及诚泰财产保险股份有限公司其他权益变动增加 1.16 亿元所致。投资性房地产账面价值 25.37 亿元，较年初增加 24.09 亿元，主要系子公司云南腾普物流股份有限公司、昆明荣兴房地产开发有限公司自用房产或存货采用公允模式计量所致。在建工程 37.20 亿元，较年初增长 18.20%，主要系信息产业园区一期项目/孵化中心持续投入所致，在建工程主要为东盟多式联运仓储物流园区项目、宜九公路工程等自建项目投入，累计计提减值损失 0.03 亿元。其他非流动资产 104.73 亿元，较年初增长 6.13%，主要系注入汤池保障房项目资产所致。公司其他非流动资产主要包括轿子山公路暂估（占 43.15%）、嵩明县国资局划入资产（占 18.06%）、昆明市东川区人民政府划入资产（占 10.04%）、文体服务资产（占 9.35%）、医疗服务资产（占 5.12%）和教育服务资产（占 4.24%）。

截至 2018 年末，公司受限资产 73.69 亿元，其中受限货币资金 3.98 亿元房屋建筑物及其他资产 38.06 亿元、土地使用权 16.84 亿元和股权 14.82 亿元，受限资产占总资产比重为 11.03%。

总体看，2018 年，公司往来款规模有所下降但仍保持较大规模，存货中的以园区建设投入为主的开发成本、自建项目投入为主的在建工程以及其他非流动资产仍保持较大规模，且其他非流动资产多数不能为企业带来直接经济利益，上述资产仍对公司资金形成一定占用，公司资产质量仍一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年末，公司负债总额 379.26 亿元，较年初增长 1.75%，较年初变化不大；其中流动负债占 37.01%，非流动负债占 62.99%。公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2018 年末，公司流动负债 140.35 亿元，较年初下降 2.48%，较年初变化不大；公司流动负债主要由短期借款（占 16.43%）、应付票据及应付账款（占 6.02%）、其他应付款合计（占 36.81%）、预收款项（占 7.63%）和一年内到期的非流动负债（占 32.16%）构成。截至 2018 年末，公司短期借款 23.06 亿元，较年初增长 274.35%。应付票据及应付账款 8.45 亿元，较年初增长 22.11%，主要系项目未结算形成使得应付账款增加所致。预收款项 10.71 亿元，较年初增长 37.50%，主要系项目尚未结束或者合同还未履行完毕所致。其他应付款 51.67 亿元，较年初下降 17.84%，主要系往来款以及借款下降所致，公司其他应付款主要以往来款（占 38.75%）、借款（占 28.83%）和工程款（占 16.53%）为主。一年内到期的非流动负债 45.13 亿元，较年初下降 23.81%。

截至 2018 年末，公司非流动负债 238.90 亿元，较年初增长 4.41%，主要系长期借款、长期应付款和其他非流动负债增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 28.02%）、应付债券（占 19.16%）、长期应付款（占 38.51%）和其他非流动负债（占 10.66%）构成。公司长期借款 66.93 亿元，较年初增长 3.97%。应付债券 45.77 亿元，较年初下降 21.59%，主要系转出至流动负债所致。长期应付款 91.99 亿元，较年初增长 8.27%。其他非流动负债 25.46 亿元，较年初增长 52.46%，主要系增加富滇银行债权融资计划 10 亿元以及建设银行债权收益权 9 亿元所致。

截至 2018 年末，公司债务总额 301.95 亿元，较年初变化不大。其中，短期债务较年初下降 3.67% 至 83.19 亿元（占 27.55%），长期债务 218.76（占 72.45%）亿元，较年初变化不大，公司债务结构仍以长期债务为主。从期限分布来看，公司债务分布较均匀，集中偿付压力较小。截至 2018 年末，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 56.76%、51.10% 和 43.09%，较年初分别下降 1.51 个百分点、下降 1.94 个百分点和下降 1.54 个百分点，公司债务负担有所下降。

表 9 截至 2018 年末公司全部债务期限分布情况 (单位: 亿元)

年份	短期债务				合计
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其他应付款(付息项)	
2019 年	23.06	0.89	45.13	14.11	83.19
年份	长期债务				合计
	长期借款	应付债券	长期应付款(付息项)	其他非流动负债(付息项)	
2020 年	21.56	0.00	0.52	9.00	31.08
2021 年	28.12	9.96	4.94	7.96	50.98
2022 年	1.35	7.43	2.45	8.50	19.73
2023 年	6.45	28.38	7.39	0.00	42.22
2024 年及以后	9.45	0.00	61.23	0.00	70.68
合计	66.93	45.77	76.54	25.46	214.69

资料来源: 公司提供, 联合评级自行整理

注: 表 9 债务与报告所述债务总额差距系长期应付款公司将非付息项剔除, 但本报告将长期应付款全部计入

总体看, 跟踪期内, 公司负债规模与债务规模均变化不大, 债务负担可控, 债务结构仍以以长期债务为主, 但短期债务规模仍较大, 存在一定的集中偿付压力。

(2) 所有者权益

截至 2018 年末, 公司所有者权益为 288.98 亿元, 较年初增长 8.22%, 主要系资本公积以及其他综合收益增长所致。其中, 归属于母公司所有者权益 246.05 亿元, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.10%、80.29%和 9.72%, 权益结构稳定性一般。

截至 2018 年末, 公司资本公积较年初增加 3.83%至 197.55 亿元, 具体见外部支持部分。其他综合收益由上年的-1.29 亿元转为 6.98 亿元, 主要系投资性房地产转换日公允价值大于账面价值部分计入其他综合收益所致。

总体看, 公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年, 公司实现营业收入 39.58 亿元, 较上年增长 97.60%, 主要系贸易业务及土地整理业务增长所致。营业成本为 34.83 亿元, 较上年增长 111.12%。营业收入增幅慢于营业成本增幅。实现营业利润 2.46 亿元, 较上年下降 5.46%, 主要系其他收益下降所致。营业利润率为 11.33%, 较上年减少 4.81 个百分点。

从期间费用看, 2018 年, 公司期间费用总额为 4.28 亿元, 较上年增长 11.66%, 主要系工资及折旧费增长带动管理费用增长所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.03%、60.63%、2.34%和 25.00%。2018 年, 公司费用收入比为 10.57%, 较上年减少 8.59 个百分点。

从利润构成来看, 2018 年, 公司实现投资收益 0.30 亿元, 较上年增长 9.14%, 投资收益占营业利润比重为 12.32%, 对营业利润影响不大。公司实现其他收益 2.20 亿元, 较上年下降 50.07%, 主要系政府补助下降所致, 公司其他收益主要为与园区建设相关补助以及项目建设补助, 考虑到公司承担的业务性质, 其他收益持续性较好; 其他收益占营业利润比重为 89.19% (上年占 168.88%), 营业利润对其他收益依赖性有所下降但仍较重。公司实现利润总额 2.43 亿元, 较

上年增长 11.31%，主要系营业外支出下降所致。2018 年，公司实现净利润 2.16 亿元，较上年下降 13.65%。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.65%、0.62% 和 0.78%，较上年分别减少 0.12 个百分点、减少 0.02 个百分点和减少 0.18 个百分点。

总体看，2018 年，受益于贸易业务及土地业务的增长，公司收入保持增长，公司利润总额的实现对其他收益依赖性有所下降但仍较重。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，受贸易业务以及收到往来款大幅增长影响，公司经营活动现金流入较上年大幅增长 71.25% 至 60.53 亿元；经营活动现金流出 51.44 亿元，较上年增长 53.28%，主要系贸易业务增长、往来支付增加等因素综合作用所致。综上，2018 年，公司实现经营活动净流入 9.08 亿元，较上年增长 409.10%。2018 年，公司现金收入比为 78.79%，较上年提高 18.32 个百分点。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 16.98 亿元，较上年增长 301.90%，主要为土地业务回款（12.62 亿元）和收到工业引导资金（3.81 亿元）增加带动收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出 23.49 亿元，较上年下降 37.54%，主要系代建业务减少所致。综上，2018 年公司投资活动净现金流出规模有所下降，由上年的 33.39 亿元降至 6.51 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 115.78 亿元，较上年增长 14.78%，主要系向金融机构融资规模增加所致；筹资活动现金流出 117.37 亿元，较上年增长 56.72%，主要系偿还债务增加所致。综上，2018 年公司实现筹资活动净流出 1.59 亿元，较上年下降 106.14%。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增加，投资活动产生净现金流呈现持续流出状态，未来随着公司经营业务持续投入以及自建项目的不断开工，公司将面临一定的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 2.94 倍和 0.77 倍分别减少至 2.93 倍和 0.69 倍，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至 2018 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.57 倍提高至 0.62 倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.28 亿元，较上年增长 4.61%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 17.93%）、摊销（占 5.77%）、计入财务费用的利息支出（占 30.29%）、利润总额（占 46.02%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.36 倍提高至 0.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；公司 EBITDA 全部债务比均为 0.02 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。

截至 2018 年末，公司共获得各家商业银行授信总额为 212.89 亿元，尚未使用的额度为 64.25 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 53.52 亿元，担保比率为 18.52%，被担保对象是昆明市属企业以及昆明市内民企，其中对民企担保总额为 4.80 亿元（昆明川金诺化工股份有限公司 0.70 亿元、维和药业 0.90 亿元、昆明积大制药股份有限公司 1.00 亿元、天浩金属公司 0.40 亿元和昆明普尔顿环保科技股份有限公司 1.80 亿元），部分企业已出现代偿现象。

根据代码为 G10530101111030910 的人民银行征信报告，截至 2019 年 5 月 8 日，公司未结

清信贷中共 12 笔正常类贷款，无关注类或不良/违约类贷款；已结清信贷中共 46 笔正常类贷款，无关注类或不良/违约类贷款。

截至 2018 年末，公司仍有重大未决诉讼 2 起，涉案金额 0.15 亿元，上述未决诉讼不会对其经营造成重大不利影响。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末，母公司资产总额 336.02 亿元，所有者权益 126.94 亿元，负债 209.08 亿元，全部债务⁴197.34 亿元，其中应付债券 38.34 亿元，为“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”；母公司资产负债率 62.22%，全部债务资本化比率 60.85%。2018 年母公司实现营业收入 13.28 亿元，利润总额 0.85 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产为 51.69 亿元，为“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”待偿本金（38.50 亿元）的 1.34 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较强；截至 2018 年末，公司净资产为 288.98 亿元，为“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”待偿本金（余额 38.50 亿元）的 7.51 倍，公司净资产对上述债券按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.28 亿元，为“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”待偿本金（38.50 亿元）的 0.14 倍，公司 EBITDA 对上述的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 60.53 亿元，为“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”待偿本金（38.50 亿元）的 1.57 倍，公司经营活动产生的现金流入对上述债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司持有大量可供出售金融资产可变现能力较强，以及作为昆明市国有独资公司，公司持续获得政府的支持，公司对“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”和“17 昆投 03”的偿还能力很强。

八、综合评价

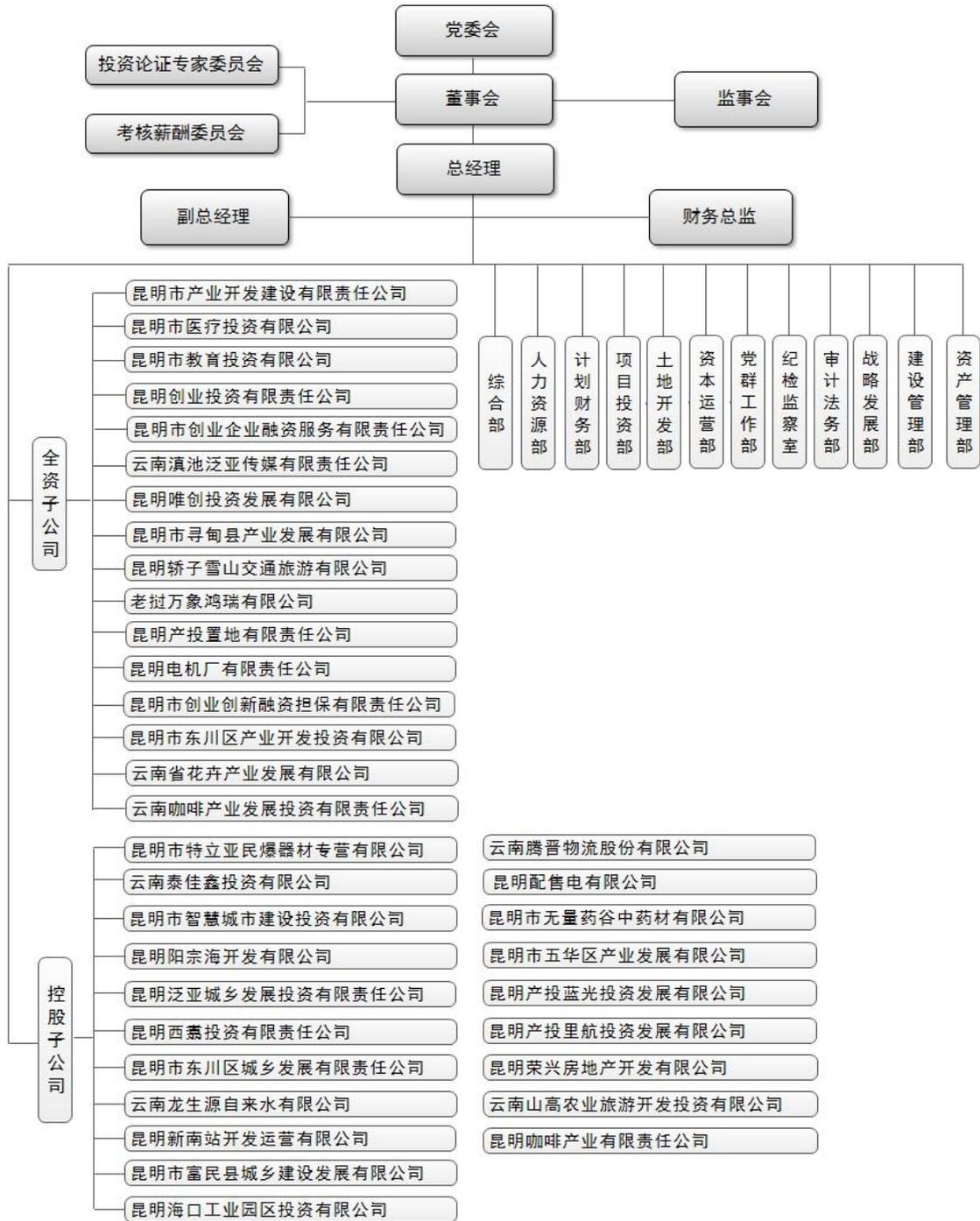
跟踪期内，公司继续保持其在昆明市旧厂改造、五华区、盘龙区等区域土地整理和民爆产品销售等业务上的垄断优势，公司股权投资业务继续获得稳定投资收益。公司收到资本金以及资产的注入有助于提升自身资本实力，同时土地业务回款质量明显改善。此外，联合评级也关注到公司土地业务回款效率仍具不确定性、资本支出压力较大、资金占用严重、短期债务规模仍较大及对外担保已出现代偿等因素可能对公司经营产生不利影响。

未来随着公司土地业务逐步回款，股权投资项目逐步成熟，公司的收入规模和盈利能力均有望继续提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 昆投 01”、“17 昆投 01”、“17 昆投 02”、“17 昆投 03”的债项信用等级为“AA+”。

⁴ 全部债务=短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债

附件 1 昆明产业开发投资有限责任公司 组织结构图



附件2 昆明产业开发投资有限责任公司
主要财务指标

项目	2017年	2018年
资产总额(亿元)	639.77	668.24
所有者权益(亿元)	267.04	288.98
短期债务(亿元)	86.36	83.19
长期债务(亿元)	215.18	218.76
全部债务(亿元)	301.54	301.95
营业收入(亿元)	20.03	39.58
净利润(亿元)	2.50	2.16
EBITDA(亿元)	5.05	5.28
经营性净现金流(亿元)	1.78	9.08
应收账款周转次数(次)	2.77	5.49
存货周转次数(次)	0.06	0.11
总资产周转次数(次)	0.03	0.06
现金收入比率(%)	60.47	78.79
总资本收益率(%)	0.77	0.65
总资产报酬率(%)	0.64	0.62
净资产收益率(%)	0.95	0.78
营业利润率(%)	16.14	11.33
费用收入比(%)	19.16	10.57
资产负债率(%)	58.26	56.76
全部债务资本化比率(%)	53.03	51.10
长期债务资本化比率(%)	44.62	43.09
EBITDA利息倍数(倍)	0.36	0.42
EBITDA全部债务比(倍)	0.02	0.02
流动比率(倍)	2.94	2.93
速动比率(倍)	0.77	0.69
现金短期债务比(倍)	0.57	0.62
经营现金流动负债比率(%)	1.24	6.47
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.13	0.14

注: 1.本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 3.其他应付款中部分债务已调入短期债务, 长期应付款、其他非流动负债已调入公司长期债务

附件3 昆明产业开发投资有限责任公司 一级子公司情况

序号	企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	表决权比例 (%)
1	云南滇池泛亚传媒有限责任公司	云南昆明市	云南 昆明市	传媒	100
2	昆明轿子雪山交通旅游有限公司	昆明市禄劝县	昆明市禄劝县	服务	100
3	昆明创业投资有限责任公司	云南昆明市	云南昆明市	投资	100
4	昆明泛亚城乡发展投资有限责任公司	昆明市禄劝县	昆明市禄劝县	投资	53.72
5	昆明唯创投资发展有限公司	嵩明杨林开发区	嵩明杨林开发区	投资	100
6	昆明市东川区城乡发展有限责任公司	昆明市东川区	昆明市东川区	投资	51
7	昆明市智慧城市建设投资有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	98.94
8	昆明西翥投资有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	51
9	昆明市产业开发建设有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100
10	昆明市寻甸县产业发展有限公司	昆明市寻甸县	昆明市寻甸县	投资	100
11	昆明市特立亚民爆器材专营有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	贸易	94.5
12	云南龙生源自来水有限公司	昆明市寻甸县	昆明市寻甸县	生产	51
13	云南泰佳鑫投资有限公司	嵩明杨林开发区	嵩明杨林开发区	投资	80
14	昆明市医疗投资有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100
15	昆明市教育投资有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100
16	昆明市创业企业融资服务有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	服务	100
17	昆明阳宗海开发有限公司	昆明阳宗海	昆明阳宗海	投资	80
18	昆明新南站开发运营有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	40
19	昆明海口工业园区投资有限公司	昆明海口	昆明海口	投资	80
20	昆明市富民县城乡建设发展有限公司	昆明市富民县	昆明市富民县	投资	51
21	昆明产投置地有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100
22	昆明配售电有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	售电业务	50
23	云南腾普物流股份有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	物流	51
24	昆明市创业创新融资担保有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	担保	100
25	昆明市无量药谷中药材有限公司	昆明市禄劝县	昆明市禄劝县	药材销售采购	50
26	昆明电机厂有限责任公司	昆明市西山区	昆明市西山区	电机制造销售	100
27	昆明市东川区产业开发投资有限公司	昆明市东川区	昆明市东川区	投资	100
28	昆明市五华区产业发展有限公司	昆明市五华区	昆明市五华区	投资	81.82
29	昆明荣兴房地产开发有限公司	昆明市富民县	昆明市富民县	房地产	65
30	云南山高农业旅游开发投资有限公司	昆明市富民县	昆明市富民县	投资	65
31	昆明咖啡产业有限责任公司	昆明市富民县	昆明市富民县	商务服务	60
32	昆明市创新创业产业发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)	云南 昆明市	云南 昆明市	租赁和商务服务	99.01
33	昆明远望健康产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	云南 昆明市	云南 昆明市	租赁和商务服务	51
34	昆明产投里航投资发展有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	51
35	昆明产投蓝光投资发展有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	60
36	云南省花卉产业发展有限公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100
37	云南咖啡产业发展投资有限责任公司	云南 昆明市	云南 昆明市	投资	100

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。