跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1361 号

云南城投置业股份有限公司：

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：

云南城投置业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

云南城投置业股份有限公司发行的“18 滇城 01”和“19 滇城 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

云南城投置业股份有限公司
公司债券 2020 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	债券期限（年）	债券余额（亿元）	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 滇城 01	3（1+1+1）	21.80	AAA	AAA	2019/6/18
19 滇城 01	3（1+1+1）	3.20	AAA	AAA	2019/5/27

担保方：云南省城市建设投资集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	788.03	848.68	888.81	857.53
所有者权益（亿元）	88.14	90.20	55.56	52.86
长期债务（亿元）	294.91	315.56	223.64	188.93
全部债务（亿元）	503.53	565.81	602.02	606.35
营业收入（亿元）	143.91	95.43	62.48	15.35
净利润（亿元）	4.22	4.55	-34.82	-2.31
EBITDA（亿元）	25.82	26.42	-7.66	--
经营性净现金流（亿元）	36.68	-22.43	-27.37	1.87
营业利润率（%）	21.85	22.95	23.58	21.51
净资产收益率（%）	5.37	5.10	-47.78	--
资产负债率（%）	88.82	89.37	93.75	93.84
全部债务资本化比率（%）	85.10	86.25	91.55	91.98
流动比率（倍）	1.44	1.32	0.99	0.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05	-0.01	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.70	-0.17	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	1.06	-0.31	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,623.83	2,956.50	2,838.45
所有者权益（亿元）	593.52	692.26	571.43
营业收入（亿元）	365.73	402.05	380.38
净利润（亿元）	20.15	26.10	3.22
资产负债率（%）	77.38	76.59	79.87

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他应付款、其他流动负债中付息项调整入短期债务，将长期应付款付息项调整入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投”）作为国有上市房地产开发企业，在云南地区具有一定的市场竞争力和品牌影响力，控股股东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”）继续在融资及项目获取上为公司提供大力支持。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产项目区域集中度仍较高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大资金支出压力、债务负担仍很重且集中兑付压力大、盈利大幅亏损等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司控股股东云南城投集团目前正处于战略转型期，将以文化旅游及健康服务产业为主业。受此影响，公司将继续推进向文旅及康养产业地产的转型发展，目前公司正通过重大资产重组、转让部分房地产开发项目等措施调整公司业务布局，提质增效。如以上调整完成，将对公司规模及盈利产生较大影响。

公司发行的“18 滇城 01”和“19 滇城 01”债券担保方云南城投集团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，在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势，其所提供的担保对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的信用状况有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级“AA”，评级展望为“稳定”。同时联合评级维持“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的信用等级“AAA”。

优势

1. **股东实力强，担保作用显著。**公司控股股东云南城投集团综合实力较强，2020 年以来

以文化旅游及健康服务为新的战略定位实施转型，为加快转型，2020 年 5 月，云南城投集团控股股东发生变更；公司为其房地产板块重要子公司，能够在融资及项目获取上获得其大力支持，其担保对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的信用状况有显著的提升作用。

2. **房地产开发业务在云南地区具有一定竞争力。**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，在云南地区具有一定的市场竞争力和品牌影响力。

关注

1. **销售大幅下滑，项目去化较慢。**公司主要项目集中在云南省，存在一定的区域集中风险；部分土地储备项目存在规划调整等问题，开发进度较慢，周转效率低；公司 2019 年新开工面积大幅提升，但房地产销售仍大幅下滑，在售项目中商业和竣工项目占比较大，去化速度较慢，现金流回笼明显趋缓。

2. **在建及拟建项目存在较大投资压力。**截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目尚需较大规模的投资，公司面临较大的资金支出压力。

3. **如出售资产事项完成将对公司产生较大影响。**公司通过重大资产重组、公开挂牌转让等方式出售下属公司股权较为频繁，有助于公司降低债务并回笼一定流动性，但进程存在一定不确定性，且如出售完成，公司土地储备、在建项目及商业租金将明显下滑，对公司经营、盈利及债务规模将会产生较大影响。

4. **债务负担重，集中兑付压力大。**公司债务规模增长较快，债务负担重，短期债务规模及占比大幅增长，集中兑付压力大；2019 年底现金类资产持续减少，流动性风险加大，对股东支持和外部融资依赖性强。

5. **资产受限比例高，对外担保规模大；收入大幅减少，盈利能力弱。**公司资产受限比例高，资产流动性弱；公司对外担保比重较大，若未来被担保企业经营不善，公司将面临或有负债风险；2019 年，公司收入大幅减少，利润大幅亏损，且扣除非经常性损益后利润多年持续亏损；期间费用对利润侵蚀严重，公司盈利能力弱。

分析师

冯　磊　登记编号（R0040214100006）
宋莹莹　登记编号（R0040219010002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

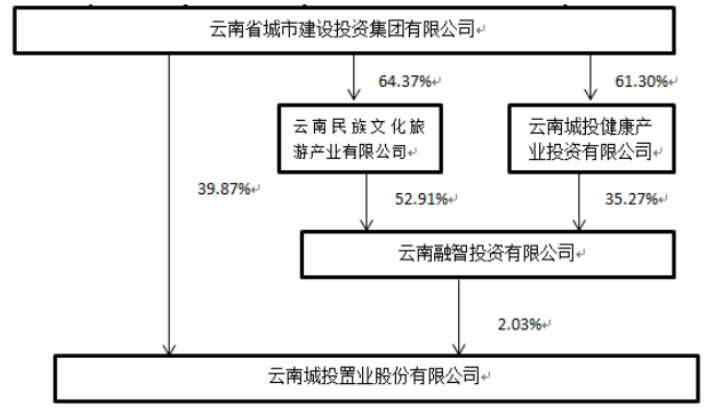
联合信用评级有限公司

一、主体概况

云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投”）前身为云南光明股份有限公司，于 1992 年 12 月以定向募集方式成立。1997 年 4 月 21 日，公司在云南省工商行政管理局办理了重新注册登记，登记名称为云南光明（啤酒）股份有限公司。1998 年 10 月 23 日，公司变更名称为云南红河光明股份有限公司。2007 年 10 月 24 日，公司变更名称为云南城投置业股份有限公司；公司在上海证券交易所上市，股票简称为“云南城投”，股票代码为 600239.SH。

经历多次增资、转增股本等变更后，截至 2020 年 3 月底，公司总股本为 160,568.69 万股，其中云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“集团”或“云南城投集团”）持股比例为 39.87%，云南城投集团下属子公司云南融智资本管理有限公司持股比例为 2.03%，二者合计持股比例为 41.90%，云南城投集团为公司控股股东。云南省国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）为公司实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2020 年 5 月 14 日，公司发布了《关于控股股东股权结构变动的提示性公告》，公司收到控股股东云南城投集团的《云南省城市建设投资集团有限公司关于股权结构变动的通知》，云南省国资委将对云南城投集团股权进行调整，云南省国资委将持有云南城投集团 50.59%股权划转注入云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云南投控集团”，云南省国资委持有 90%股权）；云南省国资委下属公司持有云南城投集团的 40%股权回划至云南省国资委。公司控股股东云南城投集团调整后的股权结构为：云南省国资委持股 40%，云南投控集团持股 50.59%，云南省财政厅持股 5.62%，云南省建设投资控股集团有限公司持股 3.79%。本次股权划转后，公司直接控股股东和实际控制人未发生变化，云南投控集团成为公司的间接控股股东。

公司经营范围未发生变化，公司下设 16 个职能部门（见附件 1）。截至 2020 年 3 月底，纳入合并财务报表范围的子公司 93 家；公司在职员工共计 4,361 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 888.81 亿元，负债合计 833.25 亿元，所有者权益 55.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 27.20 亿元。2019 年，公司实现营业收入 62.48 亿元，净利润-34.82 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-27.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 857.53 亿元，负债合计 804.68 亿元，所有者权益 52.86

亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.93 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.35 亿元，净利润-2.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.87 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.30 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市民航路 869 号融城金阶 A 座；法定代表人：杨涛。

二、债券概况

1．18 滇城 01

公司于 2018 年 10 月 24 日发行公司债券“云南城投置业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（品种一)”，证券简称“18 滇城 01”，证券代码“143880.SH”，发行总额为人民币 21.80 亿元，债券期限 3 年，发行票面利率为 8.10%，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。若公司未行使票面利率调整选择权，则债券后续期票面利率仍维持原有票面利率不变。“18 滇城 01”由云南城投集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2019 年 10 月 24 日，为公司调整票面利率选择权的行权日和回售日，公司未上调“18 滇城 01”后 2 年的票面利率，投资者要求回售金额为 15.90 亿元，公司支付了回售金额并兑付了“18 滇城 01”2018 年 10 月 24 日至 2019 年 10 月 23 日期限内的利息。2019 年 11 月，公司对“18 滇城 01”回售债券进行转售，共计完成转售债券金额 15.90 亿元，转售完成后，“18 滇城 01”债券余额仍为 21.80 亿元。截至 2020 年 4 月底，“18 滇城 01”募集资金用途与募集说明书的相关承诺保持一致，募集资金已经使用完毕。

2．19 滇城 01

公司于 2019 年 8 月 28 日发行公司债券“云南城投置业股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一)”，证券简称“19 滇城 01”，证券代码“155648.SH”，发行总额为人民币 3.20 亿元，债券期限 3 年，发行票面利率为 7.80%，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。若公司未行使票面利率调整选择权，则债券后续期票面利率仍维持原有票面利率不变。“19 滇城 01”由云南城投集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2020 年 4 月底，“19 滇城 01”募集资金用途与募集说明书的相关承诺保持一致，募集资金已经使用完毕，“19 滇城 01”尚未到第一个付息日。

因公司 2019 年度经审计合并口径归属于母公司所有者的净利润为负，按照《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法（2017 年修订）》（上证发〔2017〕36 号）的规定，上海证券交易所将对“18 滇城 01”“19 滇城 01”实施投资者适当性管理，公司债券被实施投资者适当性管理后，仅限合格投资者中的机构投资者可以买入该债券，原持有债券的非合格机构投资者可以选择持有至到期或者卖出债券。

表1　截至本报告出具日本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	发行金额	债券余额	期限	发行利率
18 滇城 01	143880.SH	21.80	21.80	3（1+1+1）	8.10
19 滇城 01	155648.SH	3.20	3.20	3（1+1+1）	7.80
合计	--	**25.00**	**25.00**	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

四、管理分析

2019 年以来，公司管理人员发生了一定变化，整体看，公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作较好。

2019 年 5 月 25 日，公司发布了《关于公司董事长事项的公告》和《关于更换公司董事及董事长事项的公告》称，2019 年 5 月 24 日，根据中共云南省纪律检查委员会、云南省监察委员会网站消息，公司董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。公司控股股东云南城投集团提议公司更换董事及董事长人选，公司根据控股股东的提议，严格按照相关监管规则，立即启动更换公司董事及董事长的决策流程。根据《公司章程》的规定，经公司过半董事推举，由公司董事兼总经理杜胜暂时代为履行董事长职责，至新任董事长产生为止。

2019 年 6 月 12 日，公司召开第八届董事会第五十一次会议，选举杨涛为公司董事长。

2020 年 6 月 8 日，公司发布《第九届董事会第九次会议决议公告》，公司董事长杨涛因工作原因，申请辞去公司第九届董事会董事长、董事及董事会下设各专门委员会委员的职务，在公司新任董事长产生之前，杨涛将继续履职。经公司控股股东云南省城市建设投资集团有限公司提名，并经公司董事会提名委员会审查通过，推荐李家龙担任公司第九届董事会非独立董事候选人，新任董事将在公司 2020 年第五次临时股东大会决议通过之时就任，任期与第九届董事会任期保持一致。

杜胜，1968 年出生，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。杜胜先生 2016 年 4 月起任公司总经理。

杨涛，1975 年出生，高级工程师，北京大学光华学院工商管理学硕士。曾任云南建工集团副总经理，中共西双版纳州委常委、州委秘书长、州委统战部部长，云南城投集团党委书记、副董事长；

云南城投集团党委副书记、副董事长、总裁，云南水务投资股份有限公司非执行董事、董事会主席；公司董事长。

李家龙，1969 年 9 月出生，毕业于昆明理工大学地质系。现任云南城投集团党委副书记、总裁、副董事长；历任昆明理工大学团委副书记、团委书记，共青团云南省委办公室副主任、主任，共青团云南省委宣传部部长，楚雄州双柏县县长、县委书记，楚雄州人民政府副州长，西南交通建设集团股份有限公司党委副书记、副董事长，云南省建设投资控股集团有限公司党委副书记、总经理、副董事长等职务。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受可结转面积大幅减少影响，公司收入规模大幅减少，房地产业务仍为公司的主要收入来源，但在收入中占比持续下降，综合毛利率小幅增长，仍处于较高水平；2020 年一季度，公司收入同比大幅增加，但综合毛利率同比下降幅度较大。

公司仍主要从事住宅、办公楼、商铺的开发和销售，以及租赁及物业服务等，属于房地产开发企业。2019 年，公司营业收入同比大幅下降 34.52%至 62.48 亿元，主要系当期可结转面积大幅减少所致；公司净利润-34.82 亿元，较上年 4.55 亿元出现大额亏损，主要系公司收入大幅减少、当期大额计提存货减值准备以及投资收益同比大幅减少所致。

从营业收入结构看，房地产业务仍是公司的核心业务，但在收入中的占比较上年下降 17.18 个百分点至 61.57%。2019 年，公司房地产开发业务收入（包括住宅、其他房地产业态）大幅下降至 38.47 亿元，其中住宅收入为 11.82 亿元，同比减少 58.50%，其他房地产业态收入同比减少 42.90%，主要系当期公司可用于结转的项目大幅减少所致；公司商品房租赁业务主要为商场出租业务，收入为 10.45 亿元，同比增长 28.25%，主要系商场逐步成熟所致；酒店收入小幅增长 16.05%至 3.89 亿元，主要系海口万豪酒店自 2018 年 9 月纳入合并范围，2019 年体现全年收入所致；物业服务收入保持增长，主要系公司物业管理面积增加所致，但收入占比较小。

从毛利率情况看，2019 年，公司综合毛利率 36.11%，较上年小幅增加 1.34 个百分点，主要系毛利率相对较高的商品房租赁、酒店业务的收入占比增加所致；公司住宅销售的毛利率为 27.89%，较上年增长 3.95 个百分点，主要系结转的收入中包含了较多并购的毛利率较高的二线城市物业所致；其他房地产业态毛利率为 26.98%，较上年减少 7.93 个百分点，主要系当期其他房地产业态板块中新增 18.91 亿元的在建工程转让收入[1]，该业务毛利率拉低了其他房地产业态毛利率所致；商品房租赁业务毛利率较上年减少 2.62 个百分点至 64.17%，仍处于较高水平；酒店业务毛利率为 79.47%，较上年减少 3.75 个百分点，主要系海口万豪酒店毛利率偏低所致，公司酒店业务毛利率处于很高水平，主要系公司将酒店资产折旧计入费用而未计入成本所致；物业服务毛利率为 9.83%，较上年减少 9.08 个百分点，主要系哈尔滨银泰城 2019 年 10 月开业，当期开业等支出较多所致。

[1] 2019 年公司转让的中坝 1 号地块在建工程属于房地产企业对尚未开发完工的产品进行转让，其开发建造活动属于公司的主营业务，故确认为主营业务收入。

表 2　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	75.24	52.28	23.24	28.49	29.85	23.94	11.82	18.92	27.89	7.91	51.60	26.96
其他房地产业态	49.37	34.30	36.78	46.66	48.90	34.91	26.65	42.65	26.98	2.81	18.33	17.44
商品房租赁	3.97	2.76	56.79	8.15	8.54	66.79	10.45	16.72	64.17	1.76	11.48	79.20
酒店收入	1.68	1.17	82.64	3.35	3.51	83.22	3.89	6.22	79.47	0.36	2.35	64.99
物业服务	2.42	1.68	11.48	2.49	2.61	18.91	3.21	5.14	9.83	0.74	4.83	5.71
一级土地开发	8.21	5.70	39.51	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	3.03	2.11	82.12	6.30	6.60	21.74	6.47	10.35	30.40	1.75	11.42	10.13
合计	**143.91**	**100.00**	**31.47**	**95.43**	**100.00**	**34.77**	**62.48**	**100.00**	**36.11**	**15.35**	**100.00**	**31.00**

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
资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 15.35 亿元，同比增长 76.46%，主要系结转面积增加致使房地产开发收入增加所致；实现净利润-2.31 亿元，上年同期为-4.18 亿元，亏损额度同比减少 44.90%，主要系收入及投资收益所致；公司综合毛利率为 31.00%，较上年同期减少 9.71 个百分点，主要系房地产收入大幅增加，而毛利率较高的酒店、商品房租赁业务收入占比下降所致。

2. 房地产开发

（1）土地储备情况

2019 年，公司土地获取规模较大，价格较为合理；公司土地储备主要集中在云南地区，有一定区域集中风险；土地储备规模较大，可满足公司未来一段时间项目开发需要，但部分项目获取时间较早，受政策等因素影响，开发时间尚不确定。

2019 年，公司所获取的土地主要为商业和商住用地，通过招拍挂方式共获取土地 152.27 万平方米，规划建筑面积 296.39 万平方米，较上年大幅增长 255.00%，主要系公司获取的古滇未来城项目规模较大；新增项目的拿地均价为 1,846.72 元/平方米，较上年大幅下降，主要系公司新获取的古滇未来城项目处于昆明市普宁区，且非全部为住宅用地，拉低了拿地均价所致；公司当期新增项目分布在昆明和西双版纳。2020 年 1—3 月，公司未通过招拍挂方式获取土地，通过收购获得淄川服装新城项目，为商业用地，占地 11.15 万平方米，拿地均价 3,013.45 元/平方米，拿地规模较小。

表 3　2017－2020 年 3 月公司通过招拍挂方式获取土地情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

取得时间	拿地项目	占地面积	拿地总价	规划建筑面积	拿地均价	所处区域	土地使用性质
2017.11	海东方	15.30	1.53	26.84	1,000.00	大理白族自治州	商服用地、住宅
2017.11	融城昆明湖（二期）	3.14	4.49	22.31	14,299.36	昆明	批发零售、住宿餐饮、商务金融
2017.12	满江项目	15.21	13.69	57.86	9,000.66	大理白族自治州	住宅用地、商业
小计	**--**	**33.65**	**19.71**	**107.01**	**5,857.36**	**--**	**--**
2018.05	冕宁康旅项目	6.17	1.99	42.93	3,225.28	凉山彝族自治州	商业住宅
2018.06	冕宁康旅项目	6.10	1.79		2,934.43	凉山彝族自治州	商业住宅
2018.07	萧山城南银泰城	5.54	6.48	14.41	11,696.75	杭州	商住用地
2018.08	华阳花园	8.58	8.93	12.87	10,407.93	东莞	住宅、商服

2018.11	江心岛	8.85	0.86	13.28	971.75	西双版纳	住宅
小计	--	**35.24**	**20.05**	**83.49**	**5,689.56**	--	--
2019.01	江心岛	47.88	5.13	46.74	1,071.43	西双版纳	商业
2019.02	古滇未来城	88.75	4.00	203.42	450.70	昆明市普宁区	城镇住宅用地、商务金融用地、批发零售用地，住宿餐饮用地、医卫慈善用地、科教
2019.05	融城天阶花园	10.01	17.92	40.30	17,898.10	昆明市	城镇住宅用地，批发零售用地，住宿餐饮用地，商务金融用地
2019.09	江心岛	2.79	0.39	1.67	1,393.01	西双版纳	商业
2019.11	版纳航投项目	2.84	0.68	4.25	2,385.56	西双版纳	商住用地
小计	--	**152.27**	**28.12**	**296.39**	**1,846.72**	--	--

注：不包括并购和一二级联动项目，拿地均价=拿地总价/占地面积
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司土地储备占地面积为 371.08 万平方米，已规划项目的规划建筑面积合计为 508.34 万平方米，区域主要集中在云南省，部分分布在成都、安康及淄博等城市，但公司土地储备中天堂岛、江心岛住宅和商业、雨林澜山（三期 B）以及版纳航投项目均已拟转让，占地面积为 133.23 万平方米，规划建筑面积共计 181.68 万平方米，如这部分项目转让，公司土地储备占地面积为 237.85 万平方米，已规划项目的规划建筑面积合计为 326.66 万平方米。公司土地储备中 2018 年以前获取的项目占地面积 236.43 万平方米，占比为 63.71%，已规划项目的规划建筑面积合计为 270.29 万平方米，占比为 53.17%，部分项目拿地时间较早但尚未全部开发，东方首座（西楼）主要系需调整规划影响，秦岭皇冠健康小镇主要系受当期环境及文物保护政策影响，其余项目主要为分期开发。公司整体土地储备面积较大，按照公司现在的开发节奏看，土地储备能够满足公司未来较长一段时间的开发需要，但部分项目拿地时间较早，受政策等因素影响，开发时间存在不确定性，项目周转效率偏低。同时，公司在三四线城市土储规模较大。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%）

地块名称	城市	取得时间	拿地成本	占地面积	规划建筑面积	土地使用性质	权益占比
小哨地块	昆明	2007.11	0.57	10.97	--	住宅	100.00
白鱼口	昆明	2007.09	0.39	5.65	--	商业	52.63
楠璟新城（二期、三期）	景洪	2014	1.74	36.18	64.62	城镇住宅、商服	65.00
东方首座（西楼）	昆明	2015	6.15	0.36	--	商业住宅	51.00
茶马花街	昆明	2015.6	0.48	2.71	-	街巷用地	70.00
秦岭皇冠健康小镇	安康	2016.03	0.96	52.67	53.08	城镇住宅、商服	51.00
成都梦享青城（除临河商业、售楼部、公寓）	成都	2016.08	5.37	24.17	19.27	住宅、商业	100.00
海东方（除一期、二期三期、悦榕庄酒店）	大理	2016~2017	4.48	60.73	76.99	其他普通商品住房、商品	95.24
昆明湖（二期上 10-2 地块）	昆明	2017	2.85	2.43	13.81	商务金融、城镇住宅、公共设施	100.00
冕宁康旅（2018-2 号宗地、2017-3 号宗地）	凉山彝族自治州	2018.05	3.63	12.27	42.93	商业住宅	100.00
萧山城南银泰城（二期）	萧山	2018.07	3.86	3.30	8.58	商住	67.00
天利别墅	海口	2018	0.61	4.00	1.40	商业	70.00

海港中心	西安	2018.11	0.17	1.25	5.68	商业用地	51.00
融城天阶花园	昆明	2019.05	17.92	10.01	40.30	住宅、商业	100
淄川服装新城项目	淄博	2020.02	3.36	11.15	-	商业用地	51.00
小计			**52.54**	**237.85**	**326.66**	**--**	**--**
天堂岛	昆明	2015	18.25	40.56	42.52	商务金融、住宅餐饮、批发零售	100.00
江心岛（住宅）	西双版纳	2018.11	4.06	23.02	33.35	住宅	51.00
江心岛（商业）	西双版纳	2019.01	5.42	36.50	28.34	商业	100.00
雨林澜山（三期 B）	景洪	2019.03	0.83	30.31	73.22	城镇住宅、其它商服	95.24
版纳航投项目	西双版纳	2019.11	0.68	2.84	4.25	商住混合用地	67.00
拟出让项目小计			**29.24**	**133.23**	**181.68**	**--**	**--**
合计	--	**--**	**81.78**	**371.08**	**508.34**	**--**	**--**

注：东方首座（西楼）、楠璟新城（二、三期）、秦岭皇冠健康小镇、天利别墅和淄川服装新城、海港中心为收并购获取外，融城天阶项目为一二级联动项目，为关坡城中村改造（二期）进入二级开发；其他项目主要为招拍挂获得
资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2019 年，公司新开工面积大幅增加，竣工面积大幅减少；在建项目主要集中于云南省内及成都、海口、西安等二三线城市，在建和拟建项目未来尚需投资金额较大，公司资金支出压力较大。

公司目前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/春城”“梦云南/梦享”系列产品分别是城市住宅综合体和旅游地产的代表产品。

2019 年，公司新开工面积为 108.92 万平方米，较上年大幅增长，主要系为销售加大推货力度提供可售支撑所致；竣工面积为 26.16 万平方米，较上年大幅减少，主要系受投资放缓致使工程施工进度放缓所致。2020 年 1－3 月，公司无新开工和竣工项目，主要系公司放缓工程进度及受疫情影响所致，期末在建面积为 328.97 万平方米。具体情况如下表所示。

表5　2017－2020年3月公司房地产经营情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
当期新开工面积	17.35	25.99	108.92	-
当期竣工面积	157.99	105.48	26.16	-
期末在建面积	232.24	232.44	328.97	328.97

注：由于公司新收购了银泰系列及其他房地产项目，故表中所列示的“竣工面积、期末在建面积”两项数据系直接汇总银泰项目及其他房地产项目数据后的结果，公司未对以前年度相关数据进行调整，故上表中不满足“上期期末在建项目面积+本期新开工项目面积-本期竣工项目面积=本年期末在建项目面积”的等式关系
资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，如下表所示，截至 2020 年 3 月底，公司在建项目合计 18 个，主要分布于昆明、景洪、大理、成都、海口、西安以及杭州等二三线城市，经营业态包括住宅、商业等；公司在建项目预计总投资金额 541.53 亿元，尚需资金投入 223.16 亿元，公司拟转让项目尚需投资金额共计 53.01 亿元，考虑该部分因素后，公司尚需投资规模仍较大。随着新项目的陆续开发，公司需投入资金规模较大，面临一定的资金支出压力。

表6 截至2020年3月底公司在建项目投资情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	城市	项目类别	预计总投资额	已投资额	尚需投资	权益占比
1	融城昆明湖一期	昆明	住宅/办公/科教/商业	118.06	105.32	12.74	100.00
2	融城昆明湖二期	昆明	住宅/办公/科教/商业	50.79	34.50	16.29	100.00
3	山海荟（二期）	昆明	住宅	36.22	16.41	19.81	100.00
4	楠景新城（一期）	景洪	住宅	12.07	6.60	5.47	65.00
5	海东方（悦榕庄）	大理	商业	8.60	3.33	5.27	100.00
6	海东方（3 期）	大理	住宅	3.20	0.86	2.34	95.24
7	成都梦享青城（临河商业、售楼部、公寓）	成都	住宅、商业	58.45	17.89	40.56	100.00
8	黄河春城（上徐）	兰州	商业、住宅	29.47	18.20	11.27	60.00
9	春城十八里（二期）	西安	住宅	11.01	4.71	6.30	100.00
10	海口龙腾湾（二期）	海口	住宅、商业	30.88	9.90	20.98	70.00
11	海璟城	西安	商业、办公	14.77	1.55	13.22	51.00
12	海港中心	西安	商业、办公	4.11	0.70	3.41	51.00
13	长安国金中心	西安	商业、办公	7.87	1.27	6.60	51.00
14	萧山银泰城（一期）	萧山	住宅、商业	14.41	8.52	5.89	67.00
小计				**399.91**	**229.76**	**170.15**	**--**
15	雨林澜山（三期）	景洪	住宅	38.16	6.62	31.54	95.24
16	杭州临平理想银泰城（三期）	杭州	办公、商业	9.20	1.90	7.30	70.00
17	哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	住宅、商业	31.58	28.63	2.95	70.00
18	北京房山时光汇	北京	商业	62.68	51.46	11.22	90.00
拟转让项目小计				**141.62**	**88.61**	**53.01**	**--**
合计				**541.53**	**318.37**	**223.16**	--

注：公司拟将转让项目，若转让完成该项目将不再投资
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目合计 4 个，经营业态包括住宅、办公、商业等；拟建项目预计总投资金额 93.26 亿元，未来尚需投资规模较大。

表7 截至2020年3月底公司拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	城市	项目类别	占地面积	规划建筑面积	预计总投资额	权益占比
1	东方首座（西楼）	昆明	写字楼/酒店公寓	0.36	1.07	11.89	51.00
2	楠景新城项目（二期、三期）	景洪	住宅/商业	36.18	27.01	27.13	100.00
3	秦岭皇冠健康小镇（除青林云海）	安康	住宅/商业	52.67	45.44	46.15	51.00
4	天利总部别墅项目	海口	商务金融	4.00	1.40	8.09	70.00
合计				**93.21**	**74.92**	**93.26**	--

资料来源：公司提供

（3）项目销售情况

2019年，受环保政策、项目出让、部分项目去化较慢等因素影响，公司销售额大幅下降；在售项目中竣工项目及商业业态占比较多，且有较为大量的车位，去化较慢，已取得预售证的剩余可售面积规模一般，公司后期去化压力仍较大。

2019 年，公司协议销售面积较上年大幅减少，一方面受环保政策、土地出让等因素影响，公司当期新获取预售证项目大幅减少，另一方面，公司前期在售项目去化较慢所致；销售均价较上年小幅增长，主要系当期销售中山海荟别墅项目、昆明湖项目和西安及成都单价较高商业销售占比提升所致；受销售均价和销售面积增加影响，公司销售回款大幅减少至 35.88 亿元。2019 年，公司结转面积为 16.56 万平方米，较上年大幅减少，主要系当期竣工大幅减少所致；公司结转均价较上年有所下降，主要系结转的银泰项目销售均价较高所致；受结转面积大幅下降影响，结算收入大幅减少。

截至 2020 年 3 月底，公司共有 26 个项目达在售状态。2020 年 1－3 月，公司协议销售面积为 3.56 万平方米，同比小幅增加，协议销售均价 13,359 元/平方米，销售均价有所减少主要系受疫情影响，单价较高的商业销售面积大幅减少所致；受协议销售价格下降影响，公司协议销售金额同比小幅下降至 4.76 亿元；结转面积和结转收入分别为 9.53 万平方米和 10.72 亿元，结转均价为 11,249 元/平方米，公司 2020 年 1－3 月当期无竣工项目，结转项目均为已竣工项目结转。

表8　2017－2020年3月公司房地产销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
在售项目（个）	26	25	28	26
协议销售面积（万平方米）	47.60	52.81	25.04	3.56
协议销售金额（亿元）	58.59	66.22	35.88	4.76
协议销售均价（元/平方米）	12,309	12,539	14,331	13,359
结转面积（万平方米）	105.81	55.67	16.56	9.53
结转收入（亿元）	132.81	75.15	19.55	10.72
结转均价（元/平方米）	12,552	13,499	11,806	11,249

注：结转收入中未包含当期销售建筑工程产生的收入
资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司在售项目26个，其中在建项目10个，竣工项目16个，取得预售证的可售面积为559.22万平方米，已完成销售面积447.51万平方米；可得预售证部分的尚余可销售面积111.71万平方米，规模适中，其中在建项目剩余可售面积为46.28万平方米，占比为41.43%，竣工项目剩余可售面积为65.43万平方米，占比为58.57%；公司在售的26个项目中11个项目拟对外出售，拟出售项目剩余可售面积为27.90万平方米，以竣工项目为主，扣除拟转让项目后，公司在售项目剩余可售面积为83.81万平方米。

截至2020年3月底，公司整体去化率为80.02%，但剩余可售面积中竣工项目占比较大，整体看公司去化速度较为一般。从单个项目去化率看，融城春晓（一期）项目去化率为37%，剩余可售面积为10.93万平方米，主要系剩余未售面积中车位占比较大，去化较慢所致；山海荟（一期）去化率为66%，主要系该产品为独栋别墅，单套产品售价较高；融城优郡为去化率68%，主要系住宅部分已经全部销售，但写字楼土地尚处于抵押状态，公司未能解押销售所致；台州银泰城去化率为70%，剩余主要为商业和车位，后期准备转为自持物业。公司竣工未售项目去化较为困难。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司在售项目基本情况（单位：亿元、万平方米、%）

序号	项目名称	城市	项目状态	总投资	取得预售证面积	累计已销售面积	销售比例	权益占比
1	融城昆明湖	昆明	在建	168.85	124.62	96.25	77	100
2	春城十八里（一、二期）	咸阳	二期在建	18.43	7.83	6.99	89	100

3	海东方（一、二、三期）	大理	三期在建	10.52	9.71	9.47	98	100
4	海口龙腾湾	海口	在建	30.88	13.08	7.48	57	70
5	成都梦享青城（春山可望）	成都	在建	58.45	2.58	2.15	83	100
6	楠景新城（一期）	西双版纳	在建	12.07	6.91	1.06	15	65
7	萧山银泰城（一期）	杭州	在建	14.41	0.70	--	--	67
8	融城金阶	昆明	竣工	21.86	23.07	17.02	74	100
9	融城优郡	昆明	竣工	24.04	28.24	19.33	68	100
10	艺术家园区	昆明	竣工	37.07	53.21	42.65	80	51
11	融城春晓（一期）	昆明	竣工	14.98	17.40	6.47	37	100
12	山海荟（一期）	昆明	竣工	19.83	6.23	4.12	66	100
13	融城东海	西安	竣工	6.05	8.13	6.26	77	100
14	青云林海（秦岭皇冠小镇）	安康	竣工	1.91	2.84	1.76	62	51
15	洱海天域（除酒店）	大理	竣工	12.45	17.51	17.24	98	70
小计				**451.80**	**322.06**	**238.25**	**73.98**	**--**
16	哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	在建	31.58	7.94	6.40	81	70
17	雨林澜山（一、二、三期）	西双版纳	三期在建	51.58	9.01	8.78	97	一、二期为100，三期为95.24
18	临平银泰城（一、二、三期）	杭州	三期在建	57.49	37.64	35.16	93	70
19	杭州银泰国际（海威国际）	杭州	竣工	13.44	6.25	6.18	99	70
20	成都银泰中心	成都	竣工	66.69	50.01	48.85	98	70
21	奉化银泰	宁波	竣工	23.17	18.61	18.00	97	70
22	宁波银泰城（东部新城）	宁波	竣工	57.61	26.66	22.56	85	70
23	台州银泰城（F0205-B）	台州	竣工	17.28	27.62	19.24	70	70
24	平阳银泰城	温州	竣工	23.51	20.99	20.68	99	70
25	哈尔滨银泰城（E9）	哈尔滨	竣工	25.33	19.05	15.81	83	70
26	融城云谷	西安	竣工	9.52	13.38	7.60	57	51
拟转让项目小计				**377.20**	**237.16**	**209.26**	**88.24**	**--**
合计				**829.00**	**559.22**	**447.51**	**80.02**	**--**

注：该表中项目为公司合并范围内取得预售证的在售项目销售情况，不包含取得预售证且全部销售完毕项目
资料来源：公司提供

3. 土地一级开发

公司一级开发项目规模仍较大，如果能够通过招牌挂获取项目土地二级开发，将为公司带来一定的土地储备，但存在不确定性；考虑到一级开发项目投资额较大，开发周期长，资金占用明显。

公司的一级土地开发业务主要包括两种类型：一是土地受托整理业务，二是城中村改造项目中涉及的土地整理业务。公司或子公司与相关政府部门签订协议，由公司或子公司作为城中村改造主体参与土地一级开发。2019年，公司关坡城中村改造（二期）完成一级开发，进入二级开发，已纳入公司土地储备，为融城天阶项目，该项目暂未取得施工证。

截至2020年3月底，公司的一级土地开发业务均为城中村改造项目中涉及的土地整理。目前，公司土地一级开发项目主要有昆明上（中）坝绕城以北城中村改造、昆明湖中小学地块城中村改造和兰州徐家湾旧城改造项目等，规划土地面积合计124.39万平方米，已累计投入金额合计63.74亿元，尚需投资53.13亿元，后续资金计划通过外部融资与合作开发解决。

表10　截至2020年3月底公司自主开发的土地一级开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

土地整理项目及区域	面积	投资概算	累计投资额	预计二级招拍挂时间	目前进度
兰州徐家湾旧城改造（下徐）	25.22	29.24	18.20	2020 年	已获取上徐项目，下徐拟挂牌出让
上坝、中坝绕城以北城中村改造	64.77	69.23	31.29	2021 年	正在推进土地一级开发
昆明湖中小学地块城中村改造	34.40	18.40	14.25	2021 年	正在推进土地一级开发
合计	**124.39**	**116.87**	**63.74**	--	--

注：上表中公司根据可研报告调整了昆明湖中小学地块城中村改造和上坝、中坝绕城以北城中村改造项目的投资预算，故与2019 年 3 月底的投资预算存在差异
资料来源：公司提供

4．商业地产经营

公司商业地产整体出租率尚可，个别商业地产项目出租率较低；公司筹划将下属主要银泰城商业物业出售给控股股东，如转让成功，公司商业地产租金收入将大幅下滑。

截至 2020 年 3 月底，公司持有型物业可出租面积合计为 99.10 万平方米，已出租面积为 86.53 万平方米，整体出租率为 87.31%，公司出租物业中除部分项目出租率偏低外，其余项目皆达 80%以上；其中，茶马花街出租率为 56.78%，主要系该项目处于昆明西山区，周边人流量一般，物业培育期较长所致。截至 2020 年 3 月底，公司拟对外出售的商业物业可出租面积共计 86.05 万平方米，占总可出租面积的 86.83%，规模较大，2019 年和 2020 年 1－3 月租金收入分别为 6.63 亿元和 1.33 亿元，占商业物业租金收入比重分别为 90.58%和 90.73%，占比较高，如转让完成，公司商业地产租金收入将大幅下滑。

2019 年，公司共取得租金收入 7.32 亿元，较上年增长 25.13%，主要系公司部分项目出租率提升所致，其中昆明湖项目出租的为幼儿园，前期出租租金相对较低致使租金收入较低；融城东海由于所处区域周边配套尚不成熟，尚处于培育期，存在免租期或前两年租金较低等优惠政策，故租金收入较低。2020 年一季度，公司共取得租金收入 1.47 亿元，同比小幅下降。

表11　截至2020年3月底公司商业地产出租情况（单位：平方米、%、万元）

城市	项目名称	可出租面积	已出租面积	出租率	2019 年租金收入	2020 年 1－3 月租金收入
成都	鼎云国际（融城云熙）	18,703.01	18,703.01	100.00	1,430.67	329.08
昆明	东方首座	28,926.54	23,914.02	82.67	2,593.02	632.47
昆明	融城金阶	25,284.00	23,643.22	93.51	1,260.70	94.04
昆明	茶马花街	10,913.44	6,197.00	56.78	654.30	92.26
昆明	昆明湖	13,279.15	13,279.15	100.00	1.53	46.60
西安	融城东海	18,714.47	16,470.80	88.01	690.80	74.98
昆明	摩根道	9,976.10	8,353.89	83.74	79.00	93.82
西安	金帝酒楼	4,768.16	--	--	183.49	--
小计		**130,564.87**	**110,561.09**	**84.68**	**6,893.51**	**1,363.25**
温州	平阳银泰城	49,436.94	46,413.74	93.88	2,590.09	590.39
温州	苍南银泰城	60,086.00	57,823.30	96.23	5,425.50	1,241.26
淄博	淄博银泰城	103,767.93	83,138.69	80.12	4,379.21	936.10
台州	台州银泰城	80,782.00	65,541.00	81.13	497.77	183.99
哈尔滨	哈尔滨银泰城	95,217.95	87,242.00	91.62	325.98	541.86
宁波	北仑银泰城	139,612.80	127,052.70	91.00	11,589.61	2,203.63

城市	项目名称	可出租面积	已出租面积	出租率	2019 年租金收入	2020 年 1－3 月租金收入
宁波	东部新城银泰城	82,564.00	71,915.40	87.10	8,765.17	1,778.97
宁波	奉化银泰城	45,286.64	38,391.72	84.77	3,416.58	543.84
杭州	西溪银泰城	58,951.09	53,490.69	90.74	9,105.46	1,314.55
杭州	临平银泰城	63,890.10	60,046.50	93.98	10,666.47	2,043.53
成都	成都银泰城	80,866.10	63,690.30	78.76	9,519.78	1,966.83
拟转让项目小计		**860,461.55**	**754,746.04**	**87.71**	**66,281.62**	**13,344.95**
合计		**991,026.42**	**865,307.13**	**87.31**	**73,175.13**	**14,708.19**

注：表中租金收入与并表2中商品房租赁收入存在差异主要系表2中商品房租赁收入除包含租金收入还包含商业物业管理收入
资料来源：公司提供

5. 重大事项

2019 年来，公司通过重大资产重组、公开挂牌转让等方式出售下属公司股权较为频繁，如出售完成，对公司经营、盈利及债务规模将会产生较大影响。

终止收购成都会展

2017 年 11 月，公司拟向云南城投集团、邓鸿、赵凯、刘杨、尹红、邹全、柳林发行股份及支付现金购买其持有的成都环球世纪会展旅游集团有限公司（以下简称“成都会展”）100%的股权。其中，云南城投集团持有的成都会展的股权的现金支付比例为 15%，股份支付比例为 85%，其他交易对手持有的成都会展的股权的股份支付比例为 100%。交易总成交金额为 235.73 亿元，交易的评估基准日为 2017 年 11 月 30 日，截至评估基准日，成都会展净资产账面价值 153.80 亿元，评估值为 235.73 亿元，评估增值 81.93 亿元，评估增值率约为 53.27%。2018 年 11 月 22 日公司公告，因市场环境的变化，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买成都环球世纪会展旅游集团有限公司 100%股权并募集配套资金的有关问题需进一步落实和完善，部分事项尚需与交易对方进一步协商，公司于 2018 年 11 月 16 日向中国证监会提交了《关于中止审查上市公司发行股份购买资产核准》，申请中止本次重组事项的审查，2018 年 11 月 21 日，中国证监会决定同意公司中止审查申请。2019 年 6 月 19 日，公司终止本次重大资产重组事项。

董事长涉嫌严重违纪违法，公司更换董事长

2019 年 5 月 25 日公司公告，公司董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。由于公司董事长许雷已无法履行董事及董事长的职责，根据《公司章程》的规定，经公司过半董事推举，由公司董事兼总经理杜胜暂时代为履行董事长职责，至新任董事长产生为止。2019 年 6 月 12 日，公司召开董事会，通过了《关于选举公司董事长的议案》，选举杨涛担任公司第八届董事会董事长。

公司控股股东拟进行混改

2019 年 7 月，公司收到控股股东通知，云南省人民政府与中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）签署了战略合作协议，保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革；战略合作协议中对本次混合所有制改革的合作方式、持股比例等事项尚未明确（后续由云南省人民政府与保利集团另行协商确定），云南城投集团控股股东可能因本次混合所有制改革发生变更，该事项可能导致公司实际控制人发生变更。2019 年 10 月，为加快推进混合所有制改革合作事宜，任命保利集团卫飚同志担任云南城投集团党委书记、董事长。2020 年 4 月底，云南城投集团董事长发生变更，杨敏被任命为云南城投集团党委书记、董事长，卫飚不再担任党委书记、董事长；2020 年 5 月底，公司控股股东与保利集团的混合所有制改革的合作方式、持股比例、时间安排等事项尚未明确，该事

项尚存在一定的不确定性。

公司与保利发展控股全资子公司广州金地签署《合作框架协议》，拟出售公司部分项目公司股权

2019 年 10 月，公司与广州金地房地产开发有限公司（以下简称“广州金地”，保利发展控股集团股份有限公司全资子公司）、公司控股股东云南城投集团签署《合作框架协议》，拟依法将持有的昆明欣江合达城市建设有限公司（以下简称“欣江合达”）60%股权及对应债权、东莞云投置业有限公司（以下简称“东莞云投”）90%股权及对应债权、西双版纳云城置业有限公司（以下简称“版纳云城”）90%股权及对应债权、昆明市官渡区城中村改造置业有限公司 90%股权及对应债权（以下简称“合作标的”）以协议转让或公开转让的方式转让给广州金地，广州金地于《合作框架协议》签署当日向公司支付 22 亿元作为本次交易的诚意金，如双方最终就某一项目未能达成正式合作或者《合作框架协议》相关约定终止，公司向广州金地退还相应交易诚意金及支付相应的资金占用费，如未按约定退还交易诚意金及支付资金占用费，需支付违约金。2020 年 1 月和 2020 年 3 月，东莞云投和欣江合达已经完成转让，不再纳入公司合并范围。

2020 年 4 月，公司拟以协议转让的方式，向云南保利实业有限公司（以下简称“云南保利”，广州金地关联公司）转让所持有的版纳云城 90%的股权，转让价款为 3.16 亿元，版纳云城为《合作框架协议》中包含的转让标的之一。截至基准日（2019 年 12 月 31 日），版纳云城经审计的资产总额为 20.13 亿元，净资产值为-0.64 亿元，本次交易完成后，公司将持有版纳云城 10%的股权，版纳云城将不再纳入公司合并报表范围，公司土地储备和业务规模将发生相应下降。

拟与控股股东进行重大资产重组，出售 18 家子公司股权

2020 年 1 月，公司与控股股东云南城投集团签署了《合作意向协议》，云南城投集团拟通过支付现金对价的方式收购公司持有的 17 家子公司（以下简称“标的公司”）股权。

2020 年 4 月，公司与控股股东云南城投集团及 18 家标的公司签署了附生效条件的《股权转让协议》，公司拟向云南城投集团以市场公允价值出售公司所持有的天津银润投资有限公司等 18 家子公司股权（以下简称“标的资产”），18 家标的公司 2019 年度未经审计模拟的资产、净资产及收入合并值分别为 313.26 亿元、68.07 亿元和 21.31 亿元，占公司 2019 年度经审计资产、净资产（归母所有者权益）和收入的比重分别为 35.25%、250.27%和 34.10%。以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日，标的资产预估值合计约为 50.90 亿元，本次交易的支付方式为现金支付，自《股权转让协议》生效之日起 10 个工作日内（含 10 个工作日），云南城投集团完成支付。截至 2019 年 12 月 31 日，各标的公司应付公司及其下属公司的债务共计 95.92 亿元（未经审计），云南城投集团将向标的公司提供借款用于偿还债务，具体金额以计算至云南城投集团实际提供借款之日的最终金额为准。本次交易后，公司拟将收回的价款用于偿还债务和补充流动资金，公司债务规模将有所下降，流动性将有所好转，但同时公司资产、净资产及收入等将出现不同程度下降。

收购云尚发展

2020 年 2 月，公司拟以 0 元的价格（最终收购价格不高于经有备案权限的上级主管部门或单位备案的评估结果）收购北京名尚都市投资有限公司（以下简称“名尚投资”）持有的云尚发展（淄博）有限公司（以下简称“云尚发展”）51%的股权，因名尚投资未实际缴纳出资，股权转让后，云尚发展 51%股权的出资（5,100 万元）义务由公司承担。公司与淄博市淄川区财金控股有限公司（以下简称“淄川控股”，持有云尚发展 20%股权）以及名尚国际（香港）有限公司（以下简称“名尚

国际”，持有云尚发展 29%股权）对“中国淄川服装新城项目”（167.24 亩商业用地，云尚发展下属全资子公司云尚商业地产（淄博）有限公司于 2019 年 10 月以 33,582 万元竞拍取得，土地出让金已支付 6,717 万元，尚有 26,865 万元未支付）进行合作开发。通过收购标的股权，公司土地及项目储备将增加，但将增加公司资金支出。

出售下属公司航投置业和云城置业股权

2020 年 2 月，公司下属控股子公司拟公开挂牌转让所持有的西双版纳航投置业有限公司（以下简称“航投置业”）80%的股权和西安云城置业有限公司（以下简称“云城置业”）51%的股权。航投置业已取得位于西双版纳州景洪市处于待开发状态的 42.55 亩商住混合用地，西安云城目前开发的项目为处于尾盘在售的“融城云谷”写字楼。2020 年 5 月，航投置业和云城置业已完成出售，不再纳入公司合并范围。

出售下属公司沧江文旅和云辰置业股权

2020 年 4 月，公司拟公开挂牌转让所持有的西双版纳沧江文旅开发有限公司（以下简称“沧江文旅”）100%股权和西双版纳云辰置业有限公司（以下简称“云辰置业”，公司持股 51%，辰兴房地产发展有限公司（以下简称“辰兴地产”）持股 49%）51%股权。沧江文旅持有位于西双版纳州橄榄坝傣族水乡特色旅游小镇区域内 547.42 亩商业用地，该项目现处于前期规划设计阶段，尚未开工建设。云辰置业持有位于西双版纳州橄榄坝傣族水乡特色旅游小镇区域内 345.34 亩土地，该项目现处于前期规划设计阶段，尚未开工建设。公司持有的沧江文旅 100%股权已质押给西部信托有限公司，沧江文旅持有的约 464.65 亩土地已抵押给西部信托有限公司。公司持有云辰置业 51%的股权已质押给辰兴地产，为云辰置业应付辰兴地产的借款本金 1.03 亿元、对应利息以及辰兴地产为实现债权发生的所有费用（均以公司持股比例 51%为上限）提供担保。

6. 经营关注

房地产项目区域集中度高，受区域房地产政策影响较大

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；公司主要项目集中在云南省，受当地房地产市场的影响较大，存在一定的区域集中风险。

公司目前正在进行战略转型，股权转让事项均较多，对公司经营、盈利及债务规模均产生较大影响，存在较大不确定性。

公司控股股东目前正处于战略转型期，将以文旅及健康产业为主业，受此影响，公司将继续推进向文旅及康养产业地产的转型发展，2019 年以来，公司股权转让事项较多，涉及资产、负债及项目规模较大，如转让完成，公司资产规模及土地储备或将出现一定程度减少；同时公司后续如何开展周转较慢、培育时间较长的文旅、康养地产尚未明确，在转型过程中，资产的出售及后续文旅及康养地产项目的获取都将给公司经营、盈利和管理带来较大不确定性。

公司在建项目资金需求量较大

截至 2020 年 3 月底，公司房地产在建项目预计总投资金额 541.53 亿元，尚需资金投入 223.16 亿元，拟建项目预计总投资金额 93.26 亿元，需要通过外部融资来解决资金缺口。较高的外部融资需求一方面提高了公司的项目开发成本，另一方面，持续增加的有息债务也加大了公司的财务风险。

公司在售项目去化速度一般，且竣工项目及商业占比较大，后期去化压力仍较大

截至 2020 年 3 月末，公司可售项目中已取得预售证的尚余可销售面积 111.71 万平方米，其中在建项目剩余可售面积为 46.28 万平方米，占比为 41.43%，竣工项目剩余可售面积为 65.43 万平方

米，占比为 58.57%，剩余可售面积中竣工项目占比较大，公司去化速度较为一般，后期去化压力仍较大。

7. 未来发展

公司目前正处于战略转型阶段，将以文旅地产和康养产业地产为主业，后续发展存在一定不确定性。

2020 年，公司控股股东云南城投集团进行了新的战略定位，将向文化旅游、健康服务两个产业发展，公司将围绕控股股东新的战略定位，充分发挥公司资源获取等自身的核心竞争力，构建“文化+土地+开发”“旅游+土地+开发”及“康养+土地+开发”的三大业务板块，继续推进向产业地产商全面转型的战略目标。结合战略整体定位，公司将以“瘦身健体”、提质增效和持续健康发展为核心，强化全程开发与运营能力和产业链整合能力，通过专业体系保障、人力资源保障、资源整合保障、风险管控保障、资金运营保障，支撑公司实现内在价值提升、品牌提升、市值提升。公司将实行大健康、大休闲的战略转型，加快文化旅游及健康休闲产业转型项目的布局。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。从合并范围上看，2019 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 7 家，减少了 1 家；2020 年 1－3 月，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初减少 1 家，截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司 93 家。整体看，公司合并范围变化未涉及主业变化，财务数据可比性尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 888.81 亿元，负债合计 833.25 亿元，所有者权益 55.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 27.20 亿元。2019 年，公司实现营业收入 62.48 亿元，净利润-34.82 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-27.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 857.53 亿元，负债合计 804.68 亿元，所有者权益 52.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.93 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.35 亿元，净利润-2.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.87 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.30 亿元。

2．资产质量

2019 年，公司资产规模稳定增长，仍以流动资产为主；存货中开发产品规模较大，部分竣工未售项目规模较大且去化较慢，仍面临一定的存货跌价风险；其他应收款和长期应收款存在一定回收风险；部分自持物业出租率较低，投资性房地产未来或将存在一定减值风险；受限资产规模较大比例高，且货币资金持续减少，公司资产流动性弱及质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 888.81 亿元，较年初增长 4.73%；其中，流动资产占 65.10%，非流动资产占 34.90%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 578.57 亿元，较年初增长 4.15%，公司流动资产主要由存货（占 89.76%）构成。截至 2019 年末，公司货币资金 20.10 亿元，较年初下降 24.75%，主要系当期销售回

款减少致使经营性净支出规模增加所致，公司货币资金主要为银行存款（占 95.11%）和其他货币资金（占 4.86%），货币资金中使用受限的资金（主要为按揭、保函和履约保证金）为 0.96 亿元，占货币资金总额的 4.79%，受限程度低。截至 2019 年末，其他应收款为 28.50 亿元，较年初下降 29.69%，主要系股权转让款收回所致，累计计提坏账准备 1.09 亿元，占比 3.69%，计提比例较低；从账龄分布看，1 年以内占比为 39.42%，1~2 年占比 18.63%，2~3 年占比 20.46%，3~4 年占比 2.60%，4~5 年占比 11.77%，5 年以上占比 7.11%；公司其他应收款账龄有所延长，3 年及以上占比较大，整体看公司坏账准备计提比例较低，账龄较长，存在一定收回风险。截至 2019 年末，公司存货 519.35 亿元，较年初增长 9.62%；公司存货主要为开发成本（占 81.80%）和开发产品（17.94%）；其中，开发成本中占比较大的项目有融城昆明湖项目、时光汇、融城春晓、黄河春城一级开发、天堂岛和山海荟等项目，开发产品中占比较大的项目山海荟一期、融城昆明湖、艺术家园、北仑银泰城、哈尔滨银泰城一期和二期、融城优郡二期、天利龙腾湾一期和融城春晓等；累计计提存货跌价准备 9.69 亿元，占期末存货账面价值比例为 1.87%，其中当期计提 9.14 亿元，主要为艺术家园、海东方、昆明湖项目分别计提 4.59 亿元、2.53 亿元和 1.05 亿元所致，考虑公司项目去化率较为一般，开发产品中未售项目较多，且产品业态以商业为主，产品去化较慢，后期或仍面临一定减值风险。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 310.23 亿元，较年初增长 5.82%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 12.98%）、投资性房地产（占 66.26%）和固定资产（占 8.15%）等构成。截至 2019 年末，公司长期应收款 40.27 亿元，较年初增长 0.06%，较年初变化不大，公司累计计提坏账准备 2.33 亿元，为华商之家投资开发有限公司、云南万城百年投资开发有限公司和云南温泉山谷康养度假运营开发（集团）有限公司的超额亏损，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，存在一定回收风险；投资性房地产 205.57 亿元，较年初增长 12.57%，主要系存货转入所致，当期投资性房地产公允价值变动为 1.75 亿元，目前公司部分自持项目出租率较低，或存在一定减值风险；固定资产账面价值 25.30 亿元，较年初下降 4.18%，固定资产成新率为 84.87%，成新率较高。

表12　截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占比	受限原因
货币资金	0.96	0.11	为金融机构借款以及客户按揭提供担保、履约保证、诉讼冻结
存货	158.78	17.86	为金融机构借款提供担保
投资性房地产	173.39	2.59	为金融机构借款提供担保
固定资产	22.98	0.34	为金融机构借款提供担保、法院查封
无形资产	3.04	19.51	为金融机构借款提供担保
应收账款	0.003	0.00	为金融机构借款提供担保
合计	**359.15**	**40.41**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司受限资产合计 359.15 亿元，占公司全部资产的 40.41%，受限比例较高，同时公司有部分子公司股权被用于质押，资产受限及子公司股权被质押的原因主要是为金融机构借款提供担保。

表13　截至2019年底公司子公司股权质押情况（单位：%、万元）

被质押股权公司名称	质押比例	贷款余额	质押截止期限
台州银泰商业有限公司	70.00	13.45	2025.02
台州银泰置业有限公司	70.00		
宁波银泰置业有点公司	70.00		
名尚银泰城（淄博）商业发展有限公司	70.00		
杭州西溪银盛置地有限公司	70.00		
黑龙江银泰置地有限公司	70.00		
哈尔滨银旗房地产开发有限公司	70.00		
云南城投海东投资开发有限公司	100.00	8.85	2020.09
陕西普润达投资发展有限公司	100.00	4.00	2020.10
成都民生喜神投资有限公司	100.00	7.28	2020.09
东莞云投置业有限公司	100.00	6.70	2020.02
杭州萧山银城置业有限公司	67.00	4.50	2020.10
昆明市官渡区城中村改造置业有限公司	100.00	15.63	2020.11
海南天利投资发展有限公司	75.00	1.64	2021.12
海南天利度假酒店有限公司	75.00	7.44	2021.12
西双版纳云城置业有限公司	95.24	35.00	2026.08
昆明七彩云南城市建设投资有限公司	5.50		
云南城投洱海置业有限公司	95.24		
大理满江康旅投资有限公司	15.24		
合计	--	**104.49**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 857.53 亿元，较年初下降 3.52%，主要系存货减少所致。其中，流动资产占 63.86%，非流动资产占 36.14%，公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 11.61 亿元，较年初下降 42.25%，主要系公司偿还债务规模增加及销售回款减少所致；存货 475.92 亿元，较年初下降 8.36%，主要系当期公司转让了东莞云投 90%及昆明欣江合达 60%的股权致使存货相应减少 36 亿元及山海荟项目 A6、A8 及 A10 土地被政府收回致使存货减少 7 亿元所致。

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司负债规模持续增长，负债中其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款占比较高；全部债务规模快速增长，债务负担重，短期债务占比大幅上升，短期集中偿付压力很大。

截至 2019 年末，公司负债总额 833.25 亿元，较年初增长 9.86%，主要系短期借款和其他应付款增长所致。其中，流动负债占 70.35%，非流动负债占 29.65%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 586.23 亿元，较年初增长 39.59%，主要系一年内到期的非流动负债、其他应付款及短期借款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 14.53%）、预收款项（占 6.16%）、其他应付款（占 43.45%）和一年内到期的非流动负债（占 29.16%）等构成。截至 2019 年末，公司应付账款 85.17 亿元，较年初增长 1.54%，较年初变化不大，以应付的工程款为主，占 82.47%；公司因工程未结算而账龄超过一年的重要应付账款合计 7.46 亿元，占 8.76%；预收款项 36.12 亿元，

较年初增长 39.64%，主要系当期新推盘项目销售尚未结转所致；其他应付款 254.74 亿元，较年初增长 48.16%，主要系当期控股股东提供借款及和广州金地产生的项目合作款增加所致；一年内到期的非流动负债 170.92 亿元，较年初增长 40.17%，主要系一年内到期长期借款大幅增加所致，其中一年内到期的长期借款 124.82 亿元，一年内到期的应付债券 44.70 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动负债 247.02 亿元，较年初下降 27.03%，主要系长期借款转入一年内到期所致，非流动负债主要由长期借款（占 80.29%）、应付债券（占 11.61%）和递延所得税负债（占 7.33%）等构成。截至 2019 年末，公司长期借款 198.34 亿元，较年初下降 30.15%，其中质押借款占 6.40%、抵押借款占 55.75%、保证借款占 25.43%，信用借款占 1.41%；应付债券 28.68 亿元，较年初下降 9.24%，主要系公司部分债券转入一年内到期的非流动负债所致；递延所得税负债 18.11 亿元，较年初下降 20.65%，主要系新增合并项目确认存货增值及投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年底，公司全部债务较年初增长 6.40%，主要系短期借款、关联方借款等所致；短期债务和长期债务占比分别为 62.85%和 37.15%，短期债务占比大幅增加 18.62 个百分点，公司债务期限结构由长期债务为主转变为以短期债务为主。截至 2019 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 93.75%、91.55%和 80.10%，较年初分别上升 4.38 个百分点、5.30 个百分点和 2.33 个百分点，公司资产负债率和全部债务资本化比率非常高，公司债务负担很重且短期债务占比很高，短期集中偿付压力很大。2017 年 9 月，公司在银行间市场发行“2017 年度第一期长期限含权中期票据”，发行规模为 5 亿元，期限为 3+N 年，若将上述永续债计入长期债务，截至 2019 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 94.31%、92.31%和 81.89%，处于非常高水平。

表14　2017年底－2020年3月底公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	208.63	41.43	250.25	44.23	378.37	62.85	417.43	68.84
长期债务	294.91	58.57	315.56	55.77	223.64	37.15	188.93	31.16
全部债务	**503.53**	**100.00**	**565.81**	**100.00**	**602.02**	**100.00**	**606.35**	**100.00**

注：2019 年底及 2020 年 3 月底的全部债务中不包含应付利息
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 804.68 亿元，较年初下降 3.43%，其中，流动负债 592.39 亿元，占 73.62%，非流动负债 212.29 亿元，占 26.38%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 606.35 亿元，较年初小幅增长，其中，短期债务 427.43 亿元（占 68.84%），较年初增长 9.23%，主要系短期债务及控股股东借款增加所致；长期债务 188.93 亿元（占 31.16%），较年初下降 15.43%，主要系长期借款减少所致，从长期债务的期限结构看，未来 1~2 年到期债务占比较高，到期时间较为集中。整体看，公司全部债务主要集中在未来 2 年内到期，且一年内到期债务规模很大，短期集中偿付压力很大。截至 2020 年 3 月末，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 93.84%和 91.98%，较年初分别上升 0.09 个百分点和 0.43 个百分点，长期债务资本化比率为 78.14%，较年初下降 1.96 个百分点，公司债务水平处于非常高水平。

表15 截至2020年3月底公司全部债务到期结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	应付票据	其他应付款（付息项）	长期借款	应付债券	合计
2020 年	34.55	0.93	123.74	132.08	44.70	**349.95**
2021 年	--	--	39.70	70.96	28.10	**139.76**
2022 年	--	--	--	12.71	--	**13.79**
2023 年	--	--	--	9.87	--	**10.51**
2024 年	--	--	--	19.71	--	**19.88**
2024 年及以后	--	--	41.72	47.56	--	**72.47**
合计	**34.55**	**0.93**	**205.17**	**292.90**	**72.80**	**606.35**

注：上表中全部债务不包含应付利息；应付债券均考虑为在最近一个选择权全额回售
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司其他权益工具中包含 5.00 亿元的永续债，若将该永续债调整至长期债务，公司全部债务增至 611.35 亿元；其中，短期债务 417.43 亿元（占 68.28%），长期债务 193.93 亿元（占 31.72%）。截至 2020 年 3 月末，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 94.42%、92.74%和 80.21%，较调整前分别上升 0.58 个百分点、0.76 个百分点和 2.07 个百分点。整体看，公司整体债务负担很重，全部债务规模大，短期债务占比有所上升，短期集中偿付压力很大。

（2）所有者权益

受净利润亏损影响，2019 年以来，公司所有者权益规模持续减少，未分配利润由正转负，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 55.56 亿元，较年初下降 38.41%，主要系当期亏损规模较大致使未分配利润大幅降至-11.47 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.95%，少数股东权益占比为 51.05%。归属于母公司所有者权益 27.20 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 59.04%、51.03%、3.93%和-42.18%。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 52.86 亿元，较年初下降 4.86%，主要系当期亏损致使未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 49.06%，少数股东权益占比为 50.94%。归属于母公司所有者权益 25.93 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 61.92%、53.52%、4.12%和-49.11%。所有者权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

2019 年，公司收入大幅减少，利润大幅亏损，期间费用及其占收入比重持续较高，对盈利侵蚀严重，公司整体盈利能力弱。

公司营业收入主要来自房地产销售，2019 年，公司营业收入为 62.48 亿元，较上年减少 34.52%；净利润-34.82 亿元，较上年 4.55 亿元出现大额亏损，主要系公司收入大幅减少、当期大额计提存货减值准备以及投资收益同比大幅减少所致；归属于母公司所有者的净利润为-27.78 亿元。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 34.51 亿元，较上年增长 9.74%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 12.98%、22.09%和 64.93%，以财务费用为主。其中，销售费用为 4.48 亿元，较上年增长 7.07%，主要系宣传费用增加所致；管理费用为 7.62 亿元，较上年下降 21.90%，主要系销售未达预期，职工薪酬下降所致；财务费用为 22.41 亿元，较上年增长 28.01%，主要系债务规模增加所致。2019 年，公司费用收入比为 55.23%，较上年上升 22.28 个百分点，期间费用对利润侵蚀严重。

表16　2017年－2020年3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	3.93	15.50	4.18	13.31	4.48	12.98	0.80	8.83
管理费用	5.52	21.77	9.76	31.03	7.62	22.09	1.49	16.43
财务费用	15.91	62.73	17.50	55.66	22.41	64.93	6.77	74.74
期间费用	**25.36**	**100.00**	**31.45**	**100.00**	**34.51**	**100.00**	**9.06**	**100.00**
期间费用占收入比		17.62		32.95		55.23		59.04
综合毛利率		31.47		34.77		36.11		31.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

利润构成方面，2019 年，投资收益-0.17 亿元，较上年下降 100.97%，主要系当期处置长期股权投资产生的投资收益大幅减少 15.26 亿元所致；2019 年，资产减值损失-9.14 亿元，主要系公司当期对艺术家园、海东方、昆明湖项目分别计提 4.59 亿元、2.53 亿元和 1.05 亿元存货减值准备所致；受投资收益大幅减少和大额计提存货减值准备影响，公司当期营业利润为-30.55 亿元，较上年 6.77 亿元出现大幅亏损。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 23.58%，较上年变化不大；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-1.90%、-1.15%和-47.78%，较上年分别下降 5.52 个百分点、4.16 个百分点和 52.88 个百分点，主要系公司利润大幅亏损所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.35 亿元，较上年同期增长 76.46%，主要系当期住宅结转面积增加所致；期间费用为 9.06 亿元，期间费用率为 59.04%，占比处于很高水平，对盈利侵蚀严重；净利润-2.31 亿元，上年同期为-4.19 亿元，亏损额度有所减少，主要系公司收入及投资收益增加所致。

5．现金流

2019 年，受房地产销售回款减少影响，公司经营活动现金流净额呈现净流出；受协议转让项目影响，公司当期投资活动现金流净额由净流出转为净流入；筹资活动现金流净额为净流入。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 86.69 亿元，较上年下降 18.69%，主要系当期销售金额大幅减少所致；经营活动现金流出 114.06 亿元，较上年下降 11.61%，主要系当期支付的各项税费减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流出 27.37 亿元，净流出规模较上年增长 22.04%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 36.20 亿元，较上年增长 23.56%，主要系当期收到广州金地的 22.00 亿元项目合作诚意金所致；投资活动现金流出 15.18 亿元，较上年下降 53.78%，主要系当期支付债权投资款大幅减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流入 21.01 亿元，较上年净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 175.42 亿元，较上年下降 24.51%，主要系当期取得借款减少所致；筹资活动现金流出 174.41 亿元，较上年下降 25.26%，主要系当期偿还债务减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入 1.01 亿元，较上年净流出转为净流入，但净流入规模较小。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.87 亿元，同比由净流出转为净流入，主要系公司支付土地出让金及工程款大幅减少所致；投资活动产生的现金流量净额为 0.74 亿元，同

比变化不大；筹资活动产生的现金流量净额为-10.91 亿元，同比由净流入转为净流出，主要系公司偿还债务规模大幅增加所致。

6．偿债能力

随着公司债务规模的扩大及债务结构短期化，公司短期偿债能力和长期偿债能力大幅下滑并处于很弱水平；考虑到公司作为国有上市房地产开发企业，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持；整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，受公司流动负债持续增长和货币资金持续减少影响，流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，分别为 0.99 倍、0.10 倍和 0.05 倍，2020 年 3 月，公司现金短期债务比为 0.03 倍，现金对短期债务的保障程度很差。整体看，公司短期偿债能力很弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为-7.66 亿元，较上年 26.42 亿元大幅减少，主要系利润大幅亏损所致。2019 年，公司 EBITDA 由折旧 1.31 亿元、摊销 1.01 亿元、计入财务费用的利息支出 22.36 亿元和利润总额-32.34 亿元构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.70 倍下降至-0.17 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.05 倍下降至-0.01 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度很弱。整体看，公司长期债务偿债能力很弱。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径获得授信 577.54 亿元，已使用授信额度 404.91 亿元，未使用的授信额度为 172.63 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司总计对外担保余额为 71.89 亿元，其中对购房者提供的按揭担保余额为 37.85 亿元；对企业的担保为 34.04 亿元，占净资产比例为 61.26%，担保的借款主体主要为公司的关联企业，若未来关联企业经营情况出现问题，公司将面临较大的或有负债风险。

表17　截至2020年3月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否互保	是否关联方
云南省城市建设投资集团有限公司	16.00	2018.03.21	2024.12.21	否	是
云南省城市建设投资集团有限公司	1.25	2020.03.30	2020.09.30	否	是
云南华侨城实业有限公司	0.60	2015.09.16	2025.09.16	否	是
云南华侨城实业有限公司	2.25	2016.10.25	2021.10.25	否	是
华侨城（云南）投资有限公司	0.90	2019.10.29	2022.10.22	否	否
华侨城（云南）投资有限公司	0.60	2020.01.22	2023.01.16	否	否
云南温泉山谷康养度假运营开发(集团)有限公司	3.70	2017.11.30	2020.11.30	是	是
云南澄江老鹰地旅游度假村有限公司	8.74	2017.12.29	2022.12.29	否	是
合计	**34.04**	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司过往信贷信息记录较好。根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91530000217923535l），截至 2020 年 5 月 21 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。

截至 2020 年 3 月底，公司重大未决诉讼情况如下：①2019 年 4 月 8 日，公司下属控股子公司云南东方柏丰投资有限责任公司（以下简称“东方柏丰”）因借款合同纠纷事宜，以云南柏丰投资（集团）有限公司（以下简称“柏丰集团”）、金新国际有限公司为被告，向云南省高级人民法院（以下简称“云南省高院”）提起诉讼，起诉金额暂为人民币 4.27 亿元并申请了财产保全；2020 年 5 月，云南省高院对本案作出的（2019）云民初 91 号《民事判决书》，判决被告柏丰集团于本判决生效之日起 15 日内向东方柏丰偿还借款本金 2.97 亿元，并支付利息 1.30 亿元以及 2019 年 4 月 14 日至实际还款之日的利息（以借款本金为基数，按年利率 23%的标准计算）；如柏丰集团未履行上述义务，东方柏丰有权对质押财产呼伦贝尔金新化工有限公司 30.79%的股权在 4.00 亿元数额内行使质押权并有权优先受偿。截至本报告出具日，本案一审判决尚未生效。②2019 年，云南文化产业投资控股集团有限责任公司（以下简称“文投集团”）因多个借款合同纠纷，分别向昆明市中级人民法院及昆明市官渡区人民法院起诉公司下属子公司云南艺术家园房地产开发经营有限公司（以下简称“艺术家园”），涉案金额暂合计为 4.25 亿元。截至本报告出具日，二审已出判决结果，判决艺术家园需偿还文投集团借款本金及相应利息。③2019 年 8 月 12 日，公司因与下属子公司艺术家园借款合同纠纷，以艺术家园为被告，向昆明市中级人民法院提起诉讼，涉案金额暂为 5.97 亿元。经昆明市中级人民法院主持，双方已达成调解并取得昆明市中级人民法院作出的（2019）云 01 民初 2380 号民事调解书，确认了公司债权。目前艺术家园已经处于破产清算阶段，公司 2019 年对艺术家园存货共计提减值准备 4.59 亿元。

7．母公司财务分析

母公司资产逐年增长，其他应收款规模较大；负债持续增长，整体债务负担较适中；收入规模较小，盈利主要来自于对子公司投资取得收益；经营性和投资性净现金流变动较大，筹资性净现金流持续为净流入。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额为 489.97 亿元，较上年底增长 13.60%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占 70.84%，非流动资产占 29.16%，以流动资产为主。其中其他应收款、长期应付款和长期权益投资占比较大，2019 年底分别为 346.97 亿元、103.92 亿元和 20.23 亿元，公司其他应收款主要为关联方往来款。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债规模 454.72 亿元，较 2018 年底增长 18.21%。母公司负债中流动负债占 86.98%，非流动负债占 13.02%，以流动负债为主。流动负债以其他应付款 258.03 亿元和一年内到期的非流动负债 110.97 亿元为主；非流动负债以长期借款 30.54 亿元和应付债券 28.68 亿元为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 92.81%。整体看，母公司负债规模持续增长，资产负债率处于非常高水平。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 35.25 亿元，较 2018 年底减少 24.42%；母公司所有者权益主要由实收资本（占 45.56%）、资本公积（占 37.62%）、其他权益工具（占 14.19%）、盈余公积（占 7.56%）和未分配利润（占-4.92%）构成。

损益方面，2019年，母公司营业收入2.64亿元，较上年小幅增长；信用减值损失3.40亿元；净利润为-9.54亿元，同比出现亏损。同期，母公司期间费用为9.10亿元，主要为财务费用。整体看，2019年，母公司盈利能力大幅下滑。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为-17.05 亿元，由净流入转为净流出；投资活动现金流净额为 4.21 亿元，由净流出转为净流入，主要系当期收到的其他与投资活动有关的现金大幅增加增长；筹资活动现金流净额为 7.70 亿元，由净流出转为净流入，主要系当期收到其他与筹

资活动的现金增幅较大所致。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产 20.10 亿元，约为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金（25.00 亿元）的 0.80 倍，公司现金类资产对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的覆盖程度一般；净资产 55.56 亿元，约为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金（25.00 亿元）的 2.22 倍，公司净资产对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为-7.66 亿元，约为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金（25.00 亿元）的-0.31 倍，公司 EBITDA 对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金（25.00 亿元）的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 86.69 亿元，约为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金（25.00 亿元）的 3.47 倍，公司经营活动现金流入对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的覆盖程较好。

综合以上分析，公司作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，在云南地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。联合评级认为，公司对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的偿还能力很强。

八、债权保障条款

1. 担保条款

根据公司与云南城投集团签订的协议和云南城投集团出具的《担保函》，云南城投集团为公司发行的“18滇城01”和“19滇城01”的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

云南城投集团承担保证责任的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。

2. 担保人信用分析

（1）云南城投集团概况

云南城投集团成立于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。股权经过多次变更，截至2020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、云南投控、云南国资运营和云南省财政厅分别持50.59%、3.79%、40.00%和5.62%。2020年5月14日，云南省国资委将对云南城投集团股权进行调整，云南省国资委将持有云南城投集团50.59%股权划转注入云南投控集团；云南省国资委下属公司持有云南城投集团的40%股权回划至云南省国资委，云南城投集团调整后的股权结构为：云南省国资委持股40%，云南投控集团持股50.59%，云南省财政厅持股5.62%，云南省建设投资控股集团有限公司持股3.79%，云南城投集团实际控制人仍为云南省国资委。

云南城投集团经营范围未发生变化。

2019 年 5 月 24 日，云南省纪委监委网站发布《云南省城市建设投资集团有限公司党委书记、董事长许雷接受纪律审查和监察调查》，云南城投集团党委书记、董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。云南省委组织部、省国资委已明确由云南城投集团总裁、党委副书记、副董事长杨涛负责云南城投集团党委日常工作并代行董事长职权。2019 年 10 月 12 日，卫飚被任命为云南城投集团党委书记、董事长；2020 年 4 月 30 日，云南城投集团董事长发生变更，杨敏被任命为云南城投集团党委书记、董事长，尚未完成工商变更登记。

云南城投集团注册地址：云南省昆明市高新区海源北路六号高新招商大厦；法定代表人：卫飚。

（2）经营情况

2019 年，云南城投集团营业收入小幅下降，综合毛利率变化不大；城市开发、公共事业仍为云南城投集团的主要收入来源，受结转面积减少影响，城市开发收入大幅减少；其他业务收入主要来自于股权转让收入，不具有持续性。

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。云南城投集团主营业务包括城市开发（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。2019 年，营业收入 380.38 亿元，较上年下降 5.39%。

从收入的构成来看，2019 年，云南城投集团主营业务收入占营业收入的比重为 94.17%，主营业务突出。城市开发业务收入较上年减少 42.55%，主要系房地产项目结转面积减少所致，城市开发业务由土地一级开发、房地产及高校迁建等业务构成，是云南城投集团主要收入来源之一。云南城投集团旗下公用事业板块涉及水务、医疗、教育行业，2019 年公用事业板块营业收入较上年增长 25.75%，占主营业务收入的比重为 15.84%。2019 年，云南城投集团物流贸易板块营业收入为 109.05 亿元，收入同比大幅增加，主要系云南城投集团积极拓展集团外部项目，与多家省属国有企业开展了以建筑金属材料供应为主的采供业务。云南城投集团其他业务板块收入主要为设备销售、管理服务、投资等业务，该业务板块增长迅速，2019 年，其他业务板块收入较上年减少 26.67%，主要系 2019 年起公司不再将商场及餐饮收入计入其他业务所致。

表 18　2017－2019 年云南城投集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

行业名称		2017 年			2018 年			2019 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市开发		136.31	38.57	29.79	116.92	30.50	28.46	67.17	18.75	35.85
建筑安装		22.32	6.32	1.28	27.52	7.18	9.29	27.59	7.70	12.17
公用事业	教育	5.26	1.49	34.47	6.01	1.57	22.03	5.76	1.61	3.13
	医疗	36.49	10.33	16.50	26.16	6.82	9.59	32.58	9.09	7.46
	水务	10.14	2.87	41.12	12.95	3.38	40.62	18.40	5.14	49.17
旅游服务		19.73	5.58	57.66	20.54	5.36	65.97	20.49	5.72	50.05
物流贸易		23.48	6.65	0.25	67.96	17.73	0.41	109.05	30.44	0.43
其他业务		99.62	28.19	72.70	105.23	27.45	51.90	77.18	21.55	71.17
合计		**353.34**	**100.00**	**38.70**	**383.29**	**100.00**	**29.58**	**358.22**	**100.00**	**29.24**

注：2018年垃圾处理收入统一计入了其他业务板块，2017年各板块数据也进行了同口径调整
资料来源：云南城投集团提供

从毛利率的构成来看，2019 年，云南城投集团城市开发业务毛利率为 35.85%，较上年增加 7.39 个百分点。2019 年，公用事业板块，教育板块业务毛利率为 3.13%，较上年大幅下降，主要系驾校

板块当期毛利率为负所致；受药品加成逐渐取消影响，云南城投集团医疗板块业务毛利率下降至7.46%。2019 年，云南城投集团水务业务毛利率为 49.17%，保持较高水平。云南城投集团其他业务毛利率为 71.17%，较上年增加 19.28 个百分点，主要系当期其他业务主要为医院收取的补贴收入，毛利率较高所致。受此影响，2019 年云南城投集团综合毛利率为 29.24%，较上年变化不大。

土地一级开发、房地产板块

云南城投集团的土地一级开发、房地产建设及销售详见云南城投。

政府代建项目

政府代建项目主要是昆明市高校迁建代建项目。

根据昆明市市政规划，昆明 10 所高校将搬迁至呈贡新城“雨花片区”。云南省人民政府会议确定迁建工作采用“统一融资建设模式”完成，云南城投集团作为高校迁建项目的实施平台及国开行配套建设贷款的融资主体，负责云南师范大学呈贡校区、云南中医学院呈贡校区、昆明理工大学呈贡校区和昆明医学院呈贡校区等 4 个建设项目。云南城投集团下属公司云南城投教育投资管理有限公司分别与四所高校签订了统一融资建设合同；依照合同，在高校迁建项目中主要负责项目融资与项目建设管理。

云南城投集团代建项目的运作模式为各高校投入一定的前期启动资金，云南城投集团负责项目建设管理工作。云南城投集团按照高校提供的施工图和工期、质量等要求，以及政府部门批准的初设投资概算、工程造价等分步代建，在验收合格后移交高校使用，高校负责偿还项目建设所产生的费用。云南城投集团在高校代建项目中的收益来源于计提工程项目工程造价 2.5%的项目管理费。项目所对应债务的还本付息来源为昆明市财政安排的财政资金和各高校旧校产（主要是土地等资产）的处置收益。目前云南城投集团在高校迁建项目中的收益来源为工程管理费和融资费费率（贷款利息差额）收益。云南城投集团仅负责项目建设管理，不反映在资产负债表中。

公用事业

水务

为了承担云南省污水处理项目，云南城投集团 2009 年组建了水务板块，随着云南城投集团经营的发展，云南城投集团决定将城市水务发展为另一大主营业务板块，逐步实现市场化。

云南城投集团水务业务主要运作主体为其下属子公司云南省水务产业投资有限公司（以下简称“水务产投”），具体实施主体为水务产投子公司云南水务投资股份有限公司（股票代码：06839.HK），主营供水及污水处理业务、固废处理、设备建造及销售业务，合并报表中已将设备建造与销售与其他销售业务合并。近三年，云南城投集团供排水业务收入快速增长，2019 年，云南城投集团实现水务收入为 18.40 亿元，主要系城镇化不断推进供排水业务需求量增长所致，同期，毛利率为 49.17%，有所增长，总体保持较高水平。

总体看，云南城投集团水务收入规模有所增长，毛利率水平有所下降，但总体保持较高水平。目前云南城投集团作为云南省地州水务资产经营主体，政府和股东支持力度较大，产业链条完备，区域垄断优势较为明显。

教育

云南城投集团教育板块收入以一乘驾校、昆明中营津桥科教有限公司（以下简称“津桥学院”）的业务收入为主。

津桥学院系云南城投集团下属子公司云南城投教育投资管理有限公司与昆明理工大学成立，是经教育部批准的一所本科独立学院。截至 2020 年 3 月底，学院招生规模学院招生规模增长 2,884 人，在校生人数 11,297 人，并根据社会需求设置了 40 个专业，在招专业 36 个，以中文、英语双语教学

为办学特色。2019 年及 2020 年 1－3 月，津桥学院分别实现收入 2.44 亿元和 0.52 亿元。

一乘驾校于 2011 年 8 月 2 日注册成立，驾校位于昆明市晋宁县晋城镇，占地面积 1,450 亩，于 2012 年 9 月正式投入运营。一乘驾校于 2013 年纳入云南城投集团合并范围，并于 2015 年 12 月 7 日一乘驾校在全国股转系统正式挂牌公开转让。截至 2019 年底，一乘驾校资产总计为 10.12 亿元，负债总额为 11.50 亿元，所有者权益总额为-1.38 亿元；资产负债率为 113.63%，资不抵债，主要系当期亏损加大，未分配利润负债增加所致；2019 年，一乘驾校收入 2.94 亿元，净利润-2.10 亿元，净利润亏损幅度加大，主要系当期考试设备升级、科目三考核项目的增多增加了考试评判精准度和考试难度，导致学员通过相应科目考试合格率下降，按培训阶段结转的收入减少、承担培训成本增加所致。

总体看，云南城投集团教育板块发展较快，收入规模较为平稳，对现金流形成较好的补充。

医疗

近年来，云南城投集团确定“大休闲”“大健康”两个转型业务，大力发展医药医疗业务。云南城投集团医疗业务主要有医院和医药两个子板块，云南城投集团近年大力发展医疗业务，2016 年，将昆明第一医院并表及甘美国际医院投入运营，收入规模增长较快，2019 年，医疗收入为 32.58 亿元，较上年增长 24.54%，主要系医院收入增加所致；受药品加成逐渐取消影响，毛利率持续下降为 7.46%。

云南城投集团医院运营业务主要由子公司云南城投健康产业投资有限公司、云南城投甘美医疗投资管理有限公司负责投资运营。拥有的 4 家医院分别为昆明市第一人民医院南院区、昆明市第一人民医院北院区（甘美国际医院）、东川区人民医院以及昆明市第一人民医院星耀社区医院，总建筑面积为 34.35 万平方米，拥有床位 3,300 张。2019 年，公司旗下 4 家医院收入为 20.38 亿元，有所增长，但由于前期投资较大、日常运维及折旧成本较高，上述 4 家亿元盈利能力整体欠佳，呈现亏损状态。

云南城投集团医药板块业务主要由其子公司三七公司运营。2019 年，三七公司实现营业收入 3.73 亿元，净利润为-4.77 亿元，亏损原因主要系三七公司主要产品三七饮片还处于市场初期开发推广阶段，为快速占领市场，前期市场推广费用、人员费用、广告费用投入较大，特别是广告费投入较大，受国家中医药政策和三七市场影响，三七公司皂苷销售和三七粉销售有一定下降，同时叠加财务费用过高所致；公司主要盈利产品“云三七”饮片销售模式转变，前期为快速开拓市场采用年末集中销售模式，并进行了大量的宣传及促销模式，随着公司“云三七”品牌宣传及销售渠道的成熟，目前“云三七”市场占有率逐年提升，销售模式转为按需供应，由于前期为取得市场份额，销售费用较大，短期来看销售收入较前期经营模式下的销售收入明显下滑，导致短期内出现亏损。

总体看，云南城投集团经营的 4 家医院整体经营实力较强，医疗板块收入有所上升，医药的三七产品市场前景较好，未来发展可期，未来有望成为云南城投集团收入的重要补充，但云南城投集团医疗板块整体盈利能力较弱。

（3）财务分析

云南城投集团提供的 2019 年度审计报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2020 年一季报未经审计。2019 年以来，云南城投集团主营业务未发生变化，会计政策延续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，云南城投集团合并资产总额 2,838.45 亿元，负债合计 2,267.01 亿元，所有者权益 571.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 277.24 亿元。2019 年，云南城投集团实现营业收入

380.38 亿元，净利润 3.22 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 22.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-63.14 亿元，现金及现金等价物净增加额-28.98 亿元。

截至 2020 年 3 月末，云南城投集团合并资产总额 2,816.59 亿元，负债合计 2,259.74 亿元，所有者权益 556.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 267.55 亿元。2020 年 1－3 月，云南城投集团实现营业收入 51.66 亿元，净利润-12.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-9.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.58 亿元。

资产质量

2019 年，受转让部分下属公司影响，云南城投集团资产规模小幅减少，流动资产中存货和其他应收款占比大，对云南城投集团资金形成一定占用；非流动资产以投资性房地产和固定资产为主，整体资产质量一般，流动性偏弱。

截至 2019 年末，云南城投集团合并资产总额 2,838.45 亿元，较年初下降 3.99%；其中，流动资产占 49.83%，非流动资产占 50.17%。云南城投集团资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，云南城投集团流动资产 1,414.51 亿元，较年初下降 5.61%；主要由货币资金（占 8.79%）、交易性金融资产（占 8.78%）、应收账款（占 6.75%）、其他应收款（占 18.55%）和存货（占 52.22%）等构成。截至 2019 年末，货币资金 124.29 亿元，较年初下降 16.96%，其中 9.16 亿元资金使用受限，受限资金主要为履约保证金、按揭保证金，受限资金占 7.37%，占比较低；截至 2019 年末，云南城投集团其他应收款 262.42 亿元，较年初下降 11.86%，主要系公司当期转让资产所致，其他应收款规模较大，对云南城投集团资金形成一定占用；截至 2019 年末，云南城投集团存货 738.70 亿元，较年初下降 11.20%，主要系当期转让资产所致，累计提跌价准备 12.30 亿元，主要是对库存商品产成品、房地产开发成本等项目进行的跌价准备。

截至 2019 年末，云南城投集团非流动资产 1,423.94 亿元，较年初下降 2.34%，云南城投集团非流动资产主要由可供出售金融资产（占 11.12%）、长期应收款（占 14.33%）、长期股权投资（占 9.27%）、投资性房地产（占 26.88%）、固定资产（占 14.28%）、在建工程（占 5.54%）和无形资产（占 10.13%）等构成。截至 2019 年末，可供出售金融资产 158.29 亿元，较年初增长 31.60%，主要系可供出售权益工具增加所致；长期应收款 204.00 亿元，较年初增长 55.56%，主要系分期收款提供劳务的长期应收款大幅增加所致；长期股权投资 132.01 亿元，较年初下降 15.40%，主要系对联营企业投资减少所致；投资性房地产 382.72 亿元，较年初下降 10.29%，主要系当期处置投资性房地产 80.21 亿元所致；固定资产 203.31 亿元，较年初下降 25.26%，主要系当期转让子公司致使固定资产减少 82.09 亿元所致；在建工程 78.83 亿元，较年初增长 24.17%，主要系工程投资增加所致；无形资产 144.31 亿元，较年初增长 4.12%。

截至 2019 年底，云南城投集团受限资产达 573.20 亿元，受限比例为 20.19%，受限比例一般，具体情况如下表所示。

表 19　截至 2019 年底云南城投集团受限资产明细情况（单位：亿元、%）

项目	金额	受限原因
货币资金	9.16	保证金、诉讼冻结等
应收账款	1.30	借款质押
存货	216.79	借款抵押、法院查封
固定资产	36.82	借款抵押
无形资产	9.12	借款抵押及质押
在建工程	0.30	借款抵押

股权	82.68	借款质押
投资性房地产	216.44	借款抵押
其他应收款	0.60	借款质押
合计	**573.20**	--

资料来源：审计报告

截至 2020 年 3 月末，云南城投集团合并资产总额 2,816.59 亿元，较年初下降 0.77%；其中，流动资产占 48.45%，非流动资产占 51.55%，资产规模及结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，云南城投集团流动资产 1,364.69 亿元，较年初下降 3.52%；非流动资产 1,451.90 亿元，较年初增长 1.96%，较年初均变化不大。

负债

2019 年，云南城投集团负债规模变动不大，但流动负债大幅增加；全部债务持续增长，短期债务占比增加，云南城投集团债务负担重，面临较大短期集中偿付压力。

截至 2019 年末，云南城投集团负债总额 2,267.01 亿元，较年初增长 0.12%，较年初变化不大。其中，流动负债占 56.95%，非流动负债占 43.05%，流动负债占比上升较快，负债结构相对均衡。

截至 2019 年末，云南城投集团流动负债 1,291.14 亿元，较年初增长 34.89%，主要系短期借款及其他流动负债增加所致。云南城投集团流动负债主要由短期借款（占 13.02%）、应付账款（占 13.62%）、预收款项（占 5.90%）、其他应付款（占 18.37%）、一年内到期的非流动负债（占 37.67%）、其他流动负债（占 7.14%）等构成。截至 2019 年末，云南城投集团短期借款 168.07 亿元，较年初增长 63.35%，主要系云南城投集团资金需求增加致使抵质押借款大幅增长所致；应付账款 175.90 亿元，较年初下降 5.86%；预收款项 76.17 亿元，较年初增长 44.79%，主要系预售房款及工程款增加所致；其他应付款 237.25 亿元，较年初增长 36.84%，主要系应付非金融机构借款及利息大幅增加所致；一年内到期的非流动负债 486.36 亿元，较年初增长 26.78%，主要系长期借款转入所致；其他流动负债 92.14 亿元，较年初增家 90.78 亿元，主要系当期将短期应付债券大幅增加 88.98 亿元所致。

截至 2019 年末，云南城投集团非流动负债 975.87 亿元，较年初下降 25.34%，主要系长期借款减少所致。云南城投集团非流动负债主要由长期借款（占 49.42%）、应付债券（占 35.90%）、长期应付款（占 5.53%）和递延所得税负债（占 7.51%）等构成。截至 2019 年末，云南城投集团长期借款 482.24 亿元，较年初下降 33.76%，主要系转入一年内到期所致；应付债券 350.31 亿元，较年初下降 10.79%，主要系转入一年内到期及当期新增债券中短期融资券较多所致；长期应付款 53.97 亿元，较年初下降 14.26%，主要系转入一年内到期所致。

债务方面，截至 2019 年底，云南城投集团全部债务 1,655.49 亿元，较年初变化不大，其中短期债务占 47.64%，长期债务占 52.36%，短期债务占比上升 16.99 个百分点。债务指标方面，云南城投集团资产负债率、全部债务资本化率分别为 79.87%和 74.79%，较上年上升 3.28 个百分点和 3.98 个百分点，长期债务资本化率为 60.83%，较上年下降 1.88 个百分比，公司债务压力进一步增加，且债务期限结构短期化。

截至 2020 年 3 月末，云南城投集团负债总额 2,259.74 亿元，较年初下降 0.32%，较年初变化不大。其中，流动负债占 57.39%，非流动负债占 42.61%；流动负债 1,296.76 亿元，较年初增长 0.44%；非流动负债 962.98 亿元，较年初下降 1.32%，较年初均变化不大。

所有者权益

2019 年，受永续债减少影响，云南城投集团所有者权益规模有所减少，少数股东权益占比仍较高，权益稳定性一般。

截至 2019 年末，云南城投集团所有者权益为 571.43 亿元，较年初下降 17.45%，主要系当期减少 30 亿元永续债致使其他权益工具减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.52%，少数股东权益占比为 51.48%。归属于母公司所有者权益 277.24 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 14.94%、19.48%、43.16%、8.62%和 11.50%。截至 2020 年 3 月末，云南城投集团所有者权益为 556.86 亿元，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.05%，少数股东权益占比为 51.95%。所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力

2019 年，云南城投集团营业收入小幅减少，受计提大额资产减值损失影响，净利润较上年减少较多；期间费用控制能力有待提高，且非经营性损益对利润总额的影响较大，云南城投集团盈利能力有待提高。

2019 年，云南城投集团实现营业收入 380.38 亿元，较上年下降 5.39%；2019 年，云南城投集团净利润 3.22 亿元，较上年下降 90.84%，主要系期间费用增加及计提大额资产减值损失所致。

从期间费用看，2019 年，云南城投集团期间费用总额为 117.00 亿元，较上年增长 8.55%；销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 15.00%、26.51%、0.40%和 58.09%，以财务费用为主；财务费用为 67.96 亿元，较上年增长 11.12%，主要系债务规模增加所致。2019 年，云南城投集团费用收入比为 30.76%，较上年上升 3.95 个百分点，云南城投集团费用控制能力有待加强。

2019 年，云南城投集团资产减值损失-27.48 亿元，较上年增长 509.95%，主要系当期计提较多存货跌价损失所致；投资收益 29.35 亿元，较上年下降 7.82%，投资收益占营业利润比重为 110.53%；公允价值变动收益 42.08 亿元，较上年增长 182.42%，公允价值变动收益占营业利润比重为 158.45%；云南城投集团投资收益及公允价值变动收益对营业利润影响较大，云南城投集团利润对非经常损益依赖度高。

2019 年，云南城投集团营业利润率为 25.71%，较上年变化不大；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.07%、3.19%和 0.51%，较上年分别下降 0.78 个百分点、0.48 个百分点和 3.55 个百分点；云南城投集团盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，云南城投集团实现营业收入 51.66 亿元，较上年同期下降 20.65%；实现净利润-12.90 亿元亏损额度较上年同期减少 9.08%，受投资收益和公允价值变动损益大幅增加影响，净利润下降幅度低于收入。

现金流

2019 年，云南城投集团经营活动现金流净额由净流出转为净流入，受转让子公司收回现金较多影响，投资活动现金流净流出规模大幅减少；云南城投集团对外部融资依然存在一定依赖。

从经营活动来看，2019 年，云南城投集团经营活动现金流入 516.67 亿元，较上年下降 6.45%；经营活动现金流出 579.80 亿元，较上年增长 8.88%；经营活动现金净流出 63.14 亿元，较上年净流入转为净流出。

从投资活动来看，2019 年，云南城投集团投资活动现金流入 161.56 亿元，较上年增长 95.47%，主要系当期转让子公司收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出 195.12 亿元，较上年下降 16.97%；投资活动现金净流出 33.56 亿元，净流出规模较上年下降 77.97%。

从筹资活动来看，2019 年，云南城投集团筹资活动现金流入 1,000.22 亿元，较上年增长 18.25%，主要系当期借款规模增加所致；筹资活动现金流出 932.78 亿元，较上年增长 15.96%，主要系当期还款规模增加所致；筹资活动现金净流入 67.45 亿元，较上年增长 62.67%。

2020 年 1－3 月，云南城投集团实现经营活动现金净流入 3.52 亿元，投资活动现金净流出 35.54

亿元，筹资活动现金净流入 10.52 亿元。

偿债能力

总体看，云南城投集团目前债务负担较重，偿债指标一般，考虑到云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，区位优势明显，实际控制人为云南省国资委，政府支持力度较大，业务发展稳定，整体偿债能力极强。

短期偿债能力指标方面，2019 年，云南城投集团流动比率、速动比率、现金短期债务比分别为 1.10 倍、0.52 倍和 0.31 倍，均小幅下降，云南城投集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，云南城投集团 EBITDA 为 118.35 亿元，较上年下降 4.91%。云南城投集团 2019 年 EBITDA 主要由利润总额占 20.75%，计入财务费用的利息支出占 57.38%，折旧占 13.00%，以及摊销占 8.87%构成。2019 年，云南城投集团 EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，EBITDA 对债务的保障能力偏弱；云南城投集团 EBITDA 利息倍数为 1.11 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；整体看，云南城投集团长期偿债能力一般。

截至 2019 年底，云南城投集团对外担保合计 263.57 亿元，云南城投集团担保比率为 46.12%，主要系对恒泰浩睿-彩云之南资产管理计划 [2]提供转向计划差额补足及连带担保责任和成都环球世纪会展旅游集团有限公司等提供担保，云南城投集团存在一定的或有负债风险。

截至 2020 年 3 月底，公司共获银行授信额度总额约 1,639.91 亿元，已使用 992.34 亿元，未使用授信总额约 647.57 亿元，云南城投集团间接融资渠道畅通。云南城投集团子公司云南城投、云南水务和一乘驾校均为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：915301007726970638），截至 2020 年 4 月 28 日，云南城投集团无未结清的不良类贷款记录，存在 4 笔已结清的关注类贷款。

3. 担保效果评价

截至 2020 年 3 月底，“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金为 25.00 亿元，占云南城投集团所有者权益总额的 4.37%，占云南城投集团净资产比重较小。2019 年，云南城投集团经营活动现金流入量为 516.67 亿元，为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金的 20.67 倍，云南城投集团经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

以 2019 年财务数据测试，2019 年，云南城投集团 EBITDA 为 118.35 亿元，为“18 滇城 01”和“19 滇城 01”本金的 4.73 倍，EBITDA 对“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的覆盖程度较好。

总体看，考虑到云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，区位优势明显，政府支持力度较大，业务发展稳定，其担保对于“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的到期还本付息具有明显的增信作用。

九、综合评价

公司作为国有上市房地产开发企业，在云南地区具有一定的市场竞争力和品牌影响力，控股股东云南城投集团继续在融资及项目获取上为公司提供大力支持。同时，联合评级也关注到公司房地产项目区域集中度仍较高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大资金支出压力、债务负担仍很重

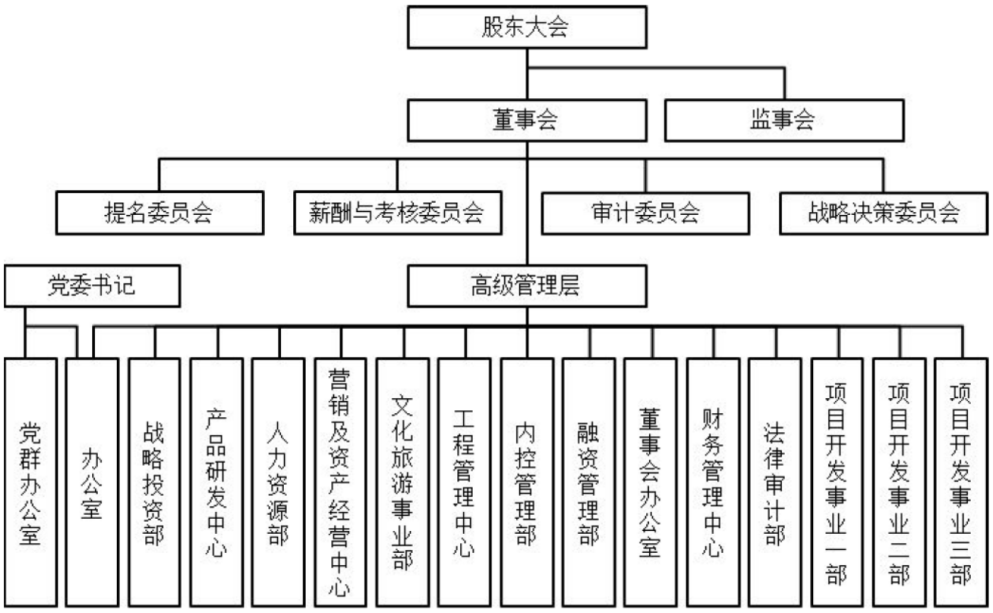
[2] 恒泰浩睿-彩云之南私募投资基金成立于 2015 年，由北京恒泰弘泽投资有限公司负责管理，通过委贷银行向北京云南大厦酒店有限公司发放委托贷款 19.06 亿元；通过委贷银行向云南城投版纳投资开发有限公司发放委托贷款 12.78 亿元；向云南省城市建设投资集团有限公司购买其持有的北京云南大厦酒店有限公司和云南城投版纳投资开发有限公司的 100%股权；合格投资。

且集中兑付压力大、盈利大幅亏损等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司发行的“18 滇城 01”和“19 滇城 01”债券担保方云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势，其所提供的担保对上述债券的信用状况有显著的增信作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级“AA”，评级展望为“稳定”。同时联合评级维持“18 滇城 01”和“19 滇城 01”的信用等级“AAA”。

附件 1　云南城投置业股份有限公司
组织架构图

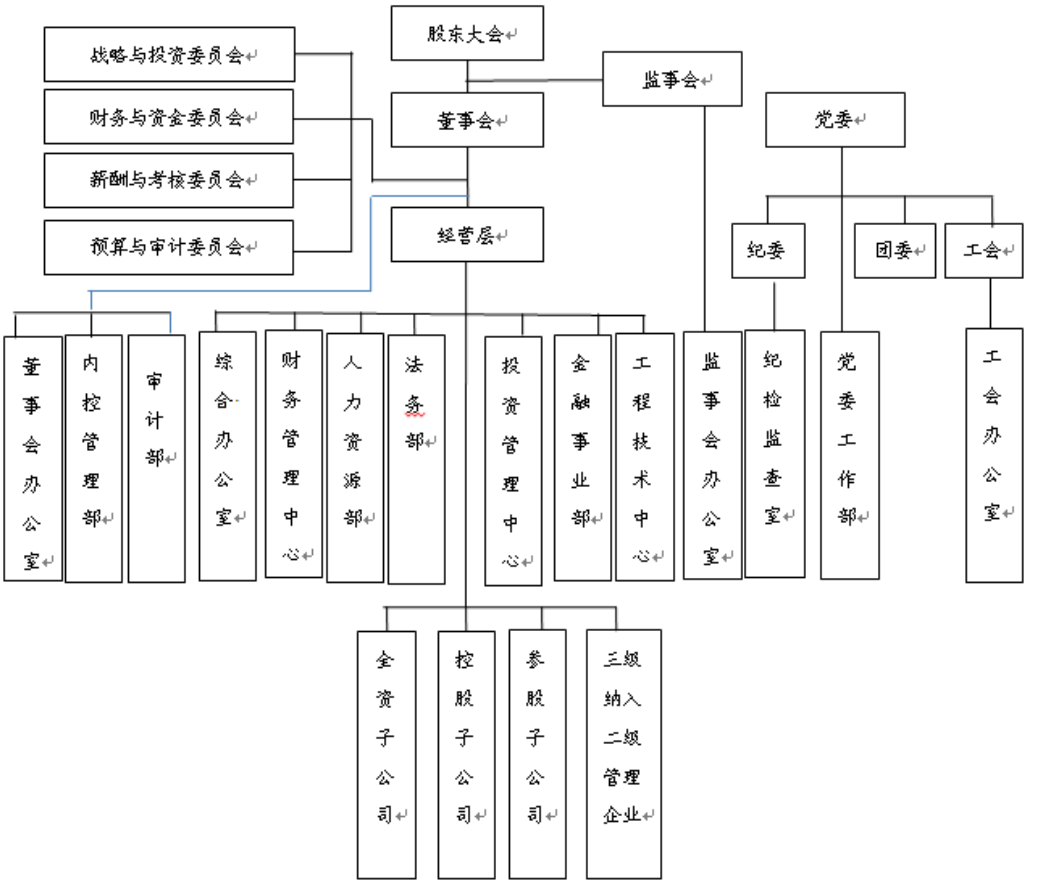


附件 2　云南城投置业股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	788.03	848.68	888.81	857.53
所有者权益（亿元）	88.14	90.20	55.56	52.86
短期债务（亿元）	208.63	250.25	378.37	417.43
长期债务（亿元）	294.91	315.56	223.64	188.93
全部债务（亿元）	503.53	565.81	602.02	606.35
营业收入（亿元）	143.91	95.43	62.48	15.35
净利润（亿元）	4.22	4.55	-34.82	-2.31
EBITDA（亿元）	25.82	26.42	-7.66	--
经营性净现金流（亿元）	36.68	-22.43	-27.37	1.87
流动资产周转次数（次）	0.27	0.17	0.11	--
存货周转次数（次）	0.23	0.14	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.12	0.07	--
现金收入比率（%）	75.24	93.75	116.90	55.21
总资本收益率（%）	4.04	3.62	-1.90	--
总资产报酬率（%）	3.45	3.01	-1.15	--
净资产收益率（%）	5.37	5.10	-47.78	--
营业利润率（%）	21.85	22.95	23.58	21.51
费用收入比（%）	17.62	32.95	55.23	59.04
资产负债率（%）	88.82	89.37	93.75	93.84
全部债务资本化比率（%）	85.10	86.25	91.55	91.98
长期债务资本化比率（%）	76.99	77.77	80.10	78.14
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.70	-0.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05	-0.01	--
流动比率（倍）	1.44	1.32	0.99	0.92
速动比率（倍）	0.29	0.19	0.10	0.12
现金短期债务比（倍）	0.26	0.11	0.05	0.03
经营现金流动负债比率（%）	9.49	-5.34	-4.67	0.31
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	1.06	-0.31	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他应付款、其他流动负债中付息项调整入短期债务，将长期应付款付息项调整入长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　云南省城市建设投资集团有限公司
组织结构图



附件 4　云南省城市建设投资集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	2,623.83	2,956.50	2,838.45
所有者权益（亿元）	593.52	692.26	571.43
短期债务（亿元）	477.44	514.61	807.46
长期债务（亿元）	1,020.60	1,164.11	887.36
全部债务（亿元）	1,498.04	1,678.72	1,694.82
营业收入（亿元）	365.73	402.05	380.38
净利润（亿元）	20.15	26.10	3.22
EBITDA（亿元）	110.37	124.75	118.35
经营性净现金流（亿元）	-13.09	19.75	-63.14
流动资产周转次数（次）	0.29	0.28	0.26
存货周转次数（次）	0.32	0.36	0.34
总资产周转次数（次）	0.16	0.14	0.13
现金收入比率（%）	75.31	84.29	94.63
总资本收益率（%）	4.12	3.85	3.07
总资产报酬率（%）	3.88	3.67	3.19
净资产收益率（%）	3.91	4.06	0.51
营业利润率（%）	34.14	25.89	25.71
费用收入比（%）	27.22	26.71	30.76
资产负债率（%）	77.38	76.59	79.87
全部债务资本化比率（%）	71.62	70.80	74.79
长期债务资本化比率（%）	63.23	62.71	60.83
EBITDA 利息倍数（倍）	1.33	1.24	1.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.07
流动比率（倍）	1.54	1.57	1.10
速动比率（倍）	0.69	0.70	0.52
现金短期债务比（倍）	0.52	0.34	0.31
经营现金流动负债比率（%）	-1.52	2.06	-4.89

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他应付款、其他流动负债中付息项调整入短期债务，将长期应付款付息项调整入长期债务

附件 5　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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+长期应付款

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+其他应付款（付息项）+其他流动负债（付息项）

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款（付息项）

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 6　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。