

信用等级公告

联合[2019]625 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云南城投置业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

云南城投置业股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一九年五月二十七日

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>

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）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 3.20 亿元（含 3.20 亿元）

债券期限：品种一 3 年，附第 1 年末和第 2 年末

调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

品种二 3 年，附第 2 年末调整票面利率选择

权和投资者回售选择权；品种三 3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：云南省城市建设投资集团有限公司

担保方式：全额无条件且不可撤销的连带责任

保证担保

评级时间：2019 年 5 月 27 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益（亿元）	69.15	88.14	90.20	85.83
长期债务（亿元）	278.59	294.91	315.56	290.36
全部债务（亿元）	418.99	503.53	565.81	576.92
营业收入（亿元）	97.70	143.91	95.43	8.70
净利润（亿元）	2.70	4.22	4.55	-4.18
EBITDA（亿元）	13.96	25.82	26.42	--
经营性净现金流（亿元）	-19.35	36.68	-22.43	-7.62
营业利润率（%）	13.49	21.85	22.95	35.38
净资产收益率（%）	4.32	5.37	5.10	--
资产负债率（%）	89.22	88.82	89.37	89.94
全部债务资本化比率（%）	85.83	85.10	86.25	87.05
流动比率（倍）	1.85	1.44	1.32	1.23
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.05	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.35	0.60	0.53	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	4.36	8.07	8.26	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,038.90	2,623.83	2,956.50
所有者权益（亿元）	436.72	593.52	692.26
营业收入（亿元）	202.55	365.73	402.05
净利润（亿元）	10.15	20.15	26.10
资产负债率（%）	78.58	77.38	76.59

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、2016~2019 年 3 月公司短期债务中包含其他应付款中的有息借款；4、本报告将担保方 2016~2018 年其他应付款中的非金融机构借款计入短期债务核算；5、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投”）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，收购银泰等项目丰富了业态和区域分布，公司为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”）房地产板块重要经营子公司，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。同时，联合评级也关注到公司房地产项目区域集中度高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大的资金支出压力、债务负担重且存在集中兑付压力、盈利能力较为一般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，发展前景尚可。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由云南城投集团提供全额无条件且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，其所提供的担保对本期债券的信用状况有显著的提升作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 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，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求。

3. 公司通过收购银泰和天利系列项目，扩展了公司项目分布区域，丰富了旅游地产板块以及城市综合体类物业的业态。

4. 公司控股股东云南城投集团资金实力较强，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为公司提供大力支持，其所提供的担保对本期债券的信用状况有显著的提升作用。

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；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，且在售项目中商业占比和竣工项目占比较大，去化速度较慢，2019年一季度销售面积大幅下降。

2. 公司房地产开发项目建设规模较大，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；且公司债务规模增长较快，债务负担重，存在较大集中兑付压力，2018年公司现金类资产大幅减少，流动性风险加大，对外部融资依赖性强。

3. 公司资产受限比例高，资产流动性弱；公司及担保方对外担保比重较大，若未来被担保企业经营不善，公司及担保方将面临较大的或有负债风险。

4. 公司费用收入比逐年上升，对盈利侵蚀严重，2018年公司盈利对非经常损益依赖程度较大，公司盈利能力较为一般。

5. 近年来，公司收购项目及转让项目股权较为频繁，且收购银泰项目资产规模较大，在企业文化、团队管理、销售模式、经营模式等方面存在整合风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

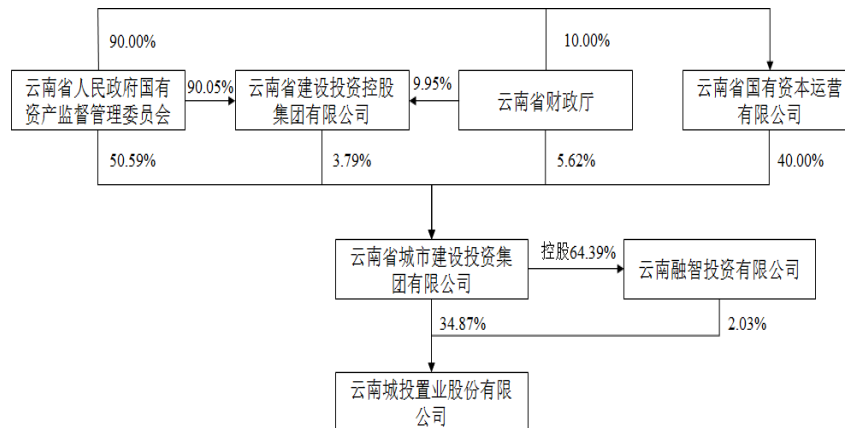
云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投”）前身为云南光明股份有限公司，于 1992 年 12 月以定向募集方式成立。1997 年 4 月 21 日，公司在云南省工商行政管理局办理了重新注册登记，登记名称为云南光明（啤酒）股份有限公司。1998 年 10 月 23 日，公司变更名称为云南红河光明股份有限公司。2007 年 10 月 24 日，公司变更名称为云南城投置业股份有限公司；公司在上海证券交易所上市，股票简称为“云南城投”，股票代码为 600239.SH。

2007 年 5 月 17 日，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”）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 10 月 22 日，经中国证券监督管理委员会核准，公司以除 40,646.90 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 7,930.10 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 29,052.14 万股。

经历多次增资、转增股本等变更后，截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 160,568.69 万股，其中云南城投集团持股比例为 34.87%，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 36.90%，云南城投集团为公司第一大控股股东。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 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年 10 月，云南城投集团决定以部分要约收购的方式，以 5.20 元/股的要约收购价格，增持公司 5% 的股份，即 80,284,346 股。在 2019 年 2 月 19 日至 2019 年 4 月 19 日要约收购期间，最终有 1,845 个账户、共计 217,172,074 股股份接受收购人发出的要约，预受要约股份的数量超过 80,284,346 股，云南城投集团将按照同等比例收购预受要约的股份。根据公司 2019 年 5 月 6 日发布的《云南城投置业股份有限公司 关于公司控股股东要约收购公司股份完成交割的公告》，要约收购结果已确认，云南城投集团要约收购公司股份已完成交割，云南城投集团及其控股子公司融智资本合计对公司的持股比例将从 36.90% 增加至 41.90%。

公司经营范围：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。截至 2019 年 3 月底，公司本部下设 16 个职能部门（见附件 1）。截至 2019 年 3 月底，纳入合并财务报表范围的子公司 90 家；公司在职员工共计 4,087 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 848.68 亿元，负债合计 758.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 90.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 95.43 亿元，净利润（含少数股东损益）4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.91 亿元；经营活动现金流量净额为-22.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 852.99 亿元，负债总额 767.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 85.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.72 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -3.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.30 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：许雷。

二、本次（期）债券概况及募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

2018 年 9 月 28 日，经中国证监会“证监许可[2018]1556 号”文核准，公司可公开发行不超过 25 亿元（含 25 亿元）公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券分期发行，第一期已于 2018 年 10 月 22 日发行，募集资金 21.80 亿元，本期债券为第二期（2019 年第一期）。本期债券发行总额不超过 3.20 亿元（含 3.20 亿元），分为三个品种，品种一债券期限为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二债券期限为 3 年期，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种三债券期限为 3 年期。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行；本期债券的利率采取询价方式确定，公司与主承销商将根据网下询价结果按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率，在本期债券存续期限内保持不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券由云南城投集团提供全额无条件且不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次（期）债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司存续的公司债券。

三、行业分析

目前，公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

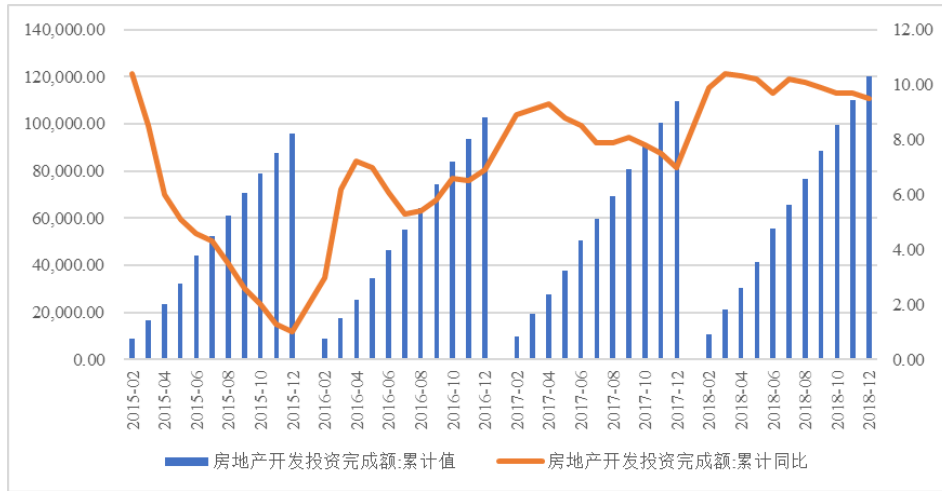
1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维

持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,2016 年以来房地产投资增速有所回升,2018 年虽保持较高增速,但增速下滑趋势显现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2016 年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市二、三季度成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降 16%外,二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地,二线城市土地成交面积涨幅较大,地王频出。

2017 年,全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米,同比增加 8%;土地出让金总额为 40,623 亿元,同比增加 38%。其中,住宅用地成交面积 35,433 万平方米,同比增加 24%;商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米,同比减少 10%。分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率有所下滑;二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳;三、四线城市内部热度分化。

2018 年,土地供应量继续上扬,全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米,同比增长 20%;

土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表 1 2016~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	103,212	111,907	128,440
同比	-9	8	20
成交面积	85,885	95,036	105,492
同比	-3	8	14
出让金	29,047	40,623	41,773
同比	31	38	2
楼面均价	1,904	2,374	2,159
同比	40	26	-11
土地平均溢价率	43	29	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产发债企业进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 6.98 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

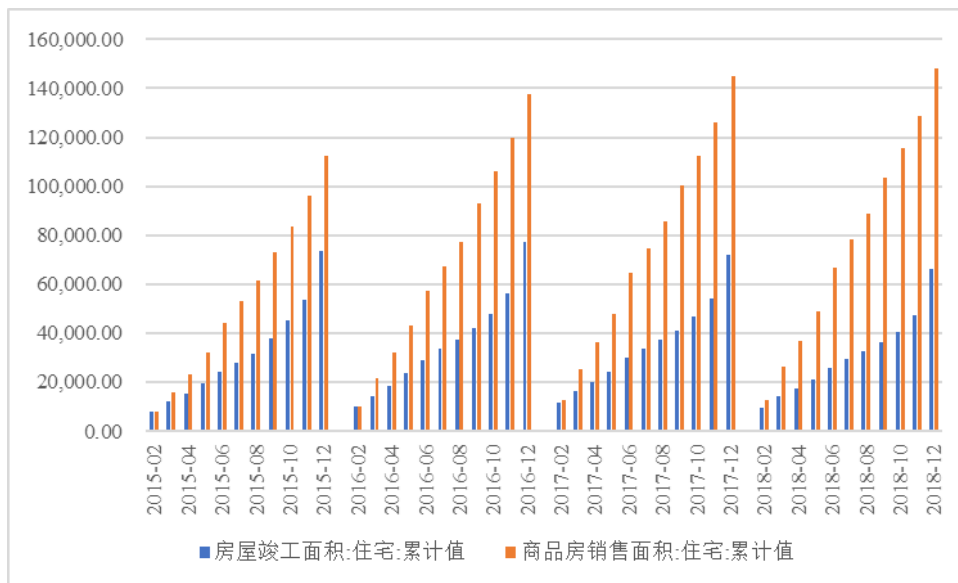
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

（3）市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

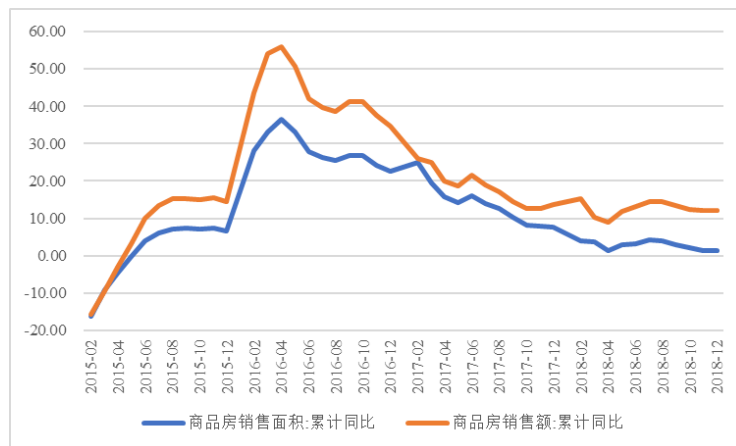
图 3 2015~2018 年全国住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

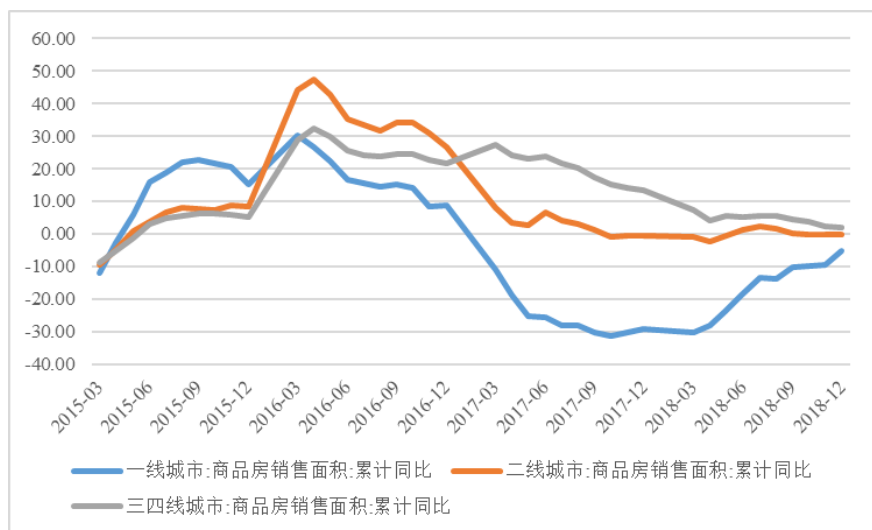
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为 -0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2% 左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016

年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

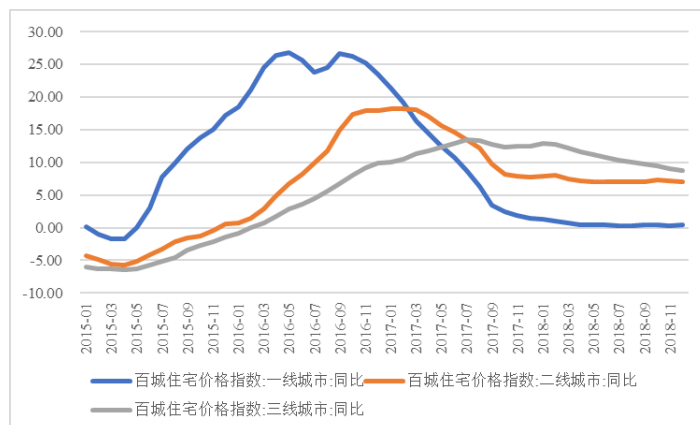
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行后稳中小幅波动态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和

前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2016~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群众基本居住需求；继续加大减税降费，稳步推进房地产税立法；继续强化防风险，不让资金空转或脱实向虚；热点区域联动发展，经济资源将进一步向优势区域聚集；推广农村土地制度改革试点成果，推动农村土地要素释放；将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要
2019 年 4 月	始终坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，夯实主体责任，保持政策的连续性和稳定性，防止出现大起大落，确保房地产市场平稳健康发展

资料来源：联合评级搜集整理

2017 年 10 月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017 年 12 月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018 年 3 月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项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。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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。

7. 区域经济环境及财政实力

（1）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 4,800.50 万（2017 年），占全国人口 3.45%，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。云南作为西部地区的重要省市，是中国面向东南亚、南亚的桥头堡，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。2011 年 6 月国务院通过《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》（以下简称《意见》），在国家层面明确了云南在中国区域发展和对外开放大格局中的特色和应发挥的作用。该《意见》对云南提出了 5 个方面的发展战略定位，一是中国向西南开放的重要门户；二是中国沿边开放的试验区和西部地区实施“走出去”战略的先行区；三是西部地区重要的外向型特色优势产

业基地；四是中国重要的生物多样性宝库和西南生态安全屏障；五是中国民族团结进步、边疆繁荣稳定的示范区。

2012年10月，《云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡总体规划（2012~2020年）》已获国务院批准。该规划的总体要求：支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡，是国家统筹国内发展和全方位对外开放，深入实施西部大开发战略，促进区域协调发展和边疆长治久安的重大部署，也是云南省进一步加快发展、实现科学发展面临的重大历史机遇。

2016年1月，云南省政府相继出台了《关于加快推进城市地下综合管廊建设的实施意见》《关于加快推进海绵城市建设工作的实施意见》《关于加强全省城乡公共厕所规划建设管理的意见》，明确了2016~2020年全省规划建设地下综合管廊900公里、新建海绵城市320平方公里。

2018年2月，云南省政府出台了《云南省人民政府关于促进经济持续健康较快发展22条措施的意见》，针对2017年云南省民间投资、工业投资二者在全部投资中的占比降到近年新低、严重影响经济发展后劲的问题，首次明确提出“优化投资结构”、“提振工业投资”、“完善投资管理”等举措，规定2018年全省每个特色小镇须完成总投资的60%以上，凡投资主体不落实、投资完成比例达不到要求的一律淘汰。

2019年1月，云南省政府出台了《云南省人民政府关于保持经济平稳健康发展22条措施的意见》，2019年将实施好松紧适度的货币政策，切实缓解实体经济特别是中小微企业融资难融资贵问题，建立健全政府性融资担保体系，按照政银担合作模式，推动省级再担保机构、政府性融资担保机构、合作银行、省级财政补偿资金按照合理比例分担风险，鼓励符合条件的大型企业集团公司设立财务公司，强化资金集中管理，提供专业化金融管理服务。同时加强推动新型城镇化高质量发展，启动“美丽县城”建设，用3年时间分类、分批、分期对全省县城进行改造提升，加快对老城区、老社区、老厂区、老街区改造升级再利用。

区域经济方面，2018年云南全省完成生产总值17,881.12亿元，较上年增长8.9%，增速高于全国水平2.3个百分点。分产业看，第一产业增加值2,498.86亿元，较上年增长6.3%；第二产业增加值6,957.44亿元，较上年增长11.3%；第三产业增加值8,424.82亿元，较上年增长7.6%。2018年，云南三次产业结构比重为14.0：38.9：47.1，较2016年的14：38.6：47.4有所优化。

（2）财政实力

2018年，全省地方一般公共预算收入完成1,994.3亿元，同比增长5.7%。从收入结构看，税收收入完成1,423.2亿元，同比增长15.3%；非税收入完成571.1亿元，同比下降12.5%。在主要税收中，增值税完成611.6亿元，同比增长15.9%；企业所得税完成180.7亿元，同比增长12.1%；个人所得税完成87.4亿元，同比增长26.5%。2018年，全省地方一般公共预算支出完成6,074.9亿元，同比增长6.3%。其中，一般公共预算服务支出662.16亿元，同比增长6.27%；住房保障支出182.68亿元，同比下降5.43%。云南省财政自给率为32.83%，财政压力较大。

总体看，云南省作为中国面向西南开放的重要桥头堡，近年来经济迅速发展、财政实力不断提升，未来经济发展前景良好，为公司发展提供了良好的外部环境；但当地财政自给率处于较低水平，存在较大的资金压力。

8. 云南省房地产概况

公司经营区域主要在云南省，云南省房地产市场发展对公司经营影响较大。2018年，云南省房地产开发投资及新开工面积双双增长，其中房地产开发投资同比增长16.50%，新开工面积达到4,738.3万平方米，同比增长17.9%。2018年，云南省商品房销售面积同比增长4.7%，受销售均价持

续上涨，商品房销售额同比增长 33.0%，销售额的增长大于销售量的增长。

2018 年，云南房地产开发投资 3,247.23 亿元，同比增长 16.50%；购置土地面积同比减少 30.5%，房屋施工面积同比增长 3.4%，商品房新开工面积同比增长 17.9%，商品房销售面积同比增长 4.70%，销售额同比增长 33.0%。

区域政策方面，2018 年 3 月，昆明市政府发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，加强昆明市五华区、盘龙区、官渡区、西山区、呈贡区、高新技术产业开发区、经济技术开发区、滇池旅游度假区房地产市场调控力度，对部分区域客户购买的新建商品住宅需取得不动产权属证书满三年方可上市交易。该政策是针对昆明房地产市场的限售扩围，其目的是打击投机性购房，对于抑制过热、维持价格和市场稳定，也有促进作用。2018 年 7 月，昆明市人民政府办公厅印发《关于进一步稳定商品住房市场有关问题的通知》，该文件主要包括暂停向在昆明有房的外省人销售、对商品住房销售价格（含装修价格）进行管理。2017 年以来，昆明市出台一系列限售、限价、信贷和公积金等方面政策，有助于防备各类短期炒房的现象，保障昆明楼市的平稳发展。

总体看，2018 年，云南省房地产市场平稳发展，最新的限售政策对抑制市场投机性需求有一定促进作用。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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、陕西和北京等地。截至 2019 年 3 月底，公司持有待开发及在建项目中未动工的 land 面积 446.42 万平方米，一级土地整理占地面积合计 148.60 万平方米。

公司协同集团大健康、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，积极推动品牌建设，“融城”和“梦云南”两大系列品牌的知名度和社会关注度较高。2017 年，公司获得搜狐焦点“2017 年最具品牌影响力企业”，公司旗下子公司云南城投龙江房地产开发有限公司获云南省优质工程二等奖等。2018 年，公司获得“2018 中国价值地产总评榜年度价值地产上市公司”奖，联合设计方案“Cloud Boats 云舟”荣获全球创新大奖之“智慧树——垂直社区未来生活”国际设计竞赛二等奖，物业公司被评为“2018 年中国物业服务百强企业”；公司在克尔瑞发布的《2018 年 1~12 月中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》中流量销售金额排名 165 位。

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，具有较强的区域竞争力。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司拥有董事 6 人¹，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 4 人，董事会秘书 1 人，财务总监 1 人。

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

¹ 按照公司的《公司章程》董事会由 7 名董事组成，截至 2019 年 3 月底，公司董事会尚缺席 1 名董事。

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。

公司总经理杜胜先生，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。杜胜先生 2016 年 4 月起任公司总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司员工总数 4,087 人。按文化素质划分，高中、中专及以下学历员工占比 27.60%，大专学历员工占比 31.39%，本科学历员工占比 37.41%，硕士研究生及以上学历占比 3.60%；按岗位构成划分，销售人员占比 16.12%，技术人员占比 29.85%，财务人员占比 8.66%，行政人员占比 12.53%，其他人员占比 32.84%。

总体看，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。

3. 股东支持

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 2019 年 3 月底，云南省城投集团及其关联方对公司的借款余额为 110.20 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 2019 年 3 月底，公司长期借款中由云南城投集团为公司提供担保的借款本金余额为 328.33 亿元。

总体看，公司控股股东资金实力较强，能够在融资及项目获取上为公司提供大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司控股股东云南城投集团及其下属子公司合计持有公司 36.90%的股权，公司最终控制人为云南省国资委。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，以及执行有关规定的情况发表独立意见。公司董事会现有 6 名成员，其中 3 人为独立董事。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，届满可连选连任。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。公司监事会成员 3 人，其中监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为 3 年，任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，董事会秘书 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。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

总体看，公司股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2019 年 3 月底，公司设有战略投资部、产品研发中心、人力资源部、营销及资产经营中心、工程管理中心、内控管理部、融资管理部、财务管理中心等 16 个部室。公司对每个部室的职责做出了明确划分，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，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。

人力资源管理上，公司员工招聘由人力资源部统一管理，用人部门提出需求后，人力资源部根据年度编制要求和人员供给状况拟定招聘计划、发布招聘信息，并协助用人部门甄选录用。为调动员工工作积极性，公司制定了薪酬福利管理制度、绩效管理制度、员工奖惩制度等管理制度，分季度、年度对公司中、基层员工进行考核，考核结果与员工的季度、年度绩效工资挂钩。公司建立了完善的培训体系，通过内外部培训和员工自我培训等方式提高员工的工作能力，并将员工的培训完成情况作为员工任免、岗位调动、晋级、调薪和奖惩的重要参考依据。

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。

总体看，公司管理机制和管理制度完善，内控机制健全、有效。

六、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。

2016~2018 年，公司营业收入规模波动下降，三年分别为 97.70 亿元、143.91 亿元和 95.43 亿元，年均复合减少 1.17%，2017 年收入大幅增加，主要系房地产板块结转收入大幅增加所致；公司净利润分别为 2.70 亿元、4.22 亿元和 4.55 亿元，受毛利率提高和非经常损益增加影响逐年增长，年均复合增长 29.69%。

从营业收入结构看，房地产业务是公司的核心业务。2016~2018 年，公司房地产开发业务收入（包括住宅、其他房地产业态）波动下降，三年分别为 93.61 亿元、124.61 亿元和 75.15 亿元，2017 年大幅增加，主要系公司融城昆明湖、艺术家园区及新并购项目结转收入增加所致；2018 年有所减少，主要系公司放缓项目施工进度，当期竣工项目有所减少。2016~2018 年，房地产开发业务收入分别占营业收入的 95.82%、86.59%和 78.75%。从细分情况看，2016~2018 年，公司住宅收入逐年下降，占房地产业务收入比重持续下降，2018 年住宅收入为 28.49 亿元，同比减少 62.14%，主要系前期住宅销售规模下降，未结转项目中住宅占比下降所致；其他房地产业态收入波动增长，2017 年大幅增加主要系当期办公楼和商铺结转收入规模较大所致。公司商品房租赁业务主要为商场出租业务，随着银泰项目收并购，公司经营的物业规模持续增加，2016~2018 年，公司商品房租赁收入逐年增长，收入占比逐年上升，2018 年为 8.15 亿元，同比增长 105.39%，主要系当期临平银泰城开业以及台州、淄博和宁波银泰城纳入合并范围所致；酒店收入逐年大幅增长，主要系 2016 年 12 月杭州喜来登酒店纳入合并范围，2017 年华尔道夫酒店开业，2018 年海口万豪酒店纳入合并范围所致；物业服务收入稳定增长，主要系公司物业管理面积增加所致，但收入占比较小。一级土地开发为 2017 年公司将昆明湖项目部分土地的一级开发的权益转让给昆明万科房地产开发公司产生的收入。

表 5 2016~2018 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	79.10	80.96	18.24	75.24	52.28	23.24	28.49	29.85	23.94
其他房地产业态	14.51	14.86	--	49.37	34.30	36.78	46.66	48.90	34.91
商品房租赁	0.39	0.40	78.05	3.97	2.76	56.79	8.15	8.54	66.79
酒店收入	0.10	0.10	-13.84	1.68	1.17	82.64	3.35	3.51	83.22
物业服务	0.87	0.89	3.09	2.42	1.68	11.48	2.49	2.61	18.91
一级土地开发	--	--	--	8.21	5.70	39.51	--	--	--
其他业务	2.73	2.79	59.30	3.03	2.11	82.12	6.30	6.60	21.74
合计	97.70	100.00	22.50	143.91	100.00	31.47	95.43	100.00	34.77

资料来源：公司提供

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。

从毛利率情况看，近三年，公司住宅销售的毛利率逐年增长，2016 年为 18.24%，处于行业较低水平；2017 年和 2018 年毛利率分别为 23.24%和 23.94%，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。2016~2018 年，商品房租赁业务毛利率波动下降，主要系部分新开业

商业前期出租率不高，单位运营成本相对较高拉低毛利率所致；酒店业务毛利率逐年增长，2017 年毛利率由负转正，并上升到较高水平，主要系 2016 年酒店收入仅包括大理海航酒店，正处于品牌更换的调整期，开业时间短，收入较低，故毛利率出现负数；2017 年起，随着杭州喜来登、成都华尔道夫等知名品牌酒店陆续开业，毛利率大幅提高；物业服务毛利率逐年增长，其中 2017 年为 11.48%，同比提高 8.39 个百分点，主要系自 2017 年起将毛利率相对较高的商场综合服务费统计入该业务所致，2018 年为 18.91%，同比提高 7.43 个百分点，主要系临平和西溪银泰城，商场综合服务费占比增加。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，同比减少 62.69%，主要系结转面积大幅下降致使房地产开发收入减少所致；实现净利润-4.18 亿元，上年同期为-0.55 亿元，亏损额度大幅增加，主要系收入减少但期间费用仍较高所致。公司综合毛利率为 40.71%，较上年同期减少 2.78 个百分点，但仍处于较高水平，主要系房地产收入大幅下降，而毛利率较高的酒店、商品房租赁业务收入占比提高所致。

总体看，房地产业务为公司的主要收入来源，但业态占比变化较大，住宅收入占比逐年大幅下降，公寓、商业等其他业态收入占比持续增加；近三年，受公司开发的房地产项目竣工面积持续降低、以及并购项目结转收入的影响，公司收入规模波动减少；综合毛利率逐年增长。

2. 房地产开发

(1) 土地储备情况

公司获得土地的方式为三种：一是参与土地“招拍挂”；二是土地一二级联动开发；三是通过对标的公司的股权收购获取土地，后两种方式是公司获取土地的主要方式。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。随着土地资源的日益稀缺，通过土地“招拍挂”的拿地竞争愈加激烈，成本不断上涨，而一二级联动开发一定程度上可以为拿地提供便利，降低拿地成本。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、并购进行购置土地。

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。

2016 年，公司共获取土地 34.52 万平方米，规划建筑面积 105.71 万平方米，拿地均价为 4,666.86 元/平方米。2017 年，公司所获取的土地主要为住宅及商业用地，共获取土地 33.65 万平方米，规划建筑面积 107.01 万平方米，拿地均价为 5,857.36 元/平方米，较上年有所上升。2018 年，公司所获取的土地主要为住宅及商业用地，共获取土地 35.24 万平方米，规划建筑面积 83.49 万平方米，拿地均价为 5,689.56 元/平方米，较上年有所小幅下降。2019 年 1~3 月，公司共获取土地 136.63 万平方米，规划建筑面积 250.16 万平方米，拿地均价为 668.23 元/平方米，拿地均价较低，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，拿地成本较低拉低了 2019 年一季度拿地均价。

表 6 2016~2019 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
2016.04	关坡项目（二期）	5.28	3.42	30.29	6,477.27	昆明市官渡区关坡村片区	住宅

2016.07	融城优郡二期	2.44	3.71	11.73	15,204.92	昆明市金碧街道	城镇住宅兼容批发零售、住宅餐饮
2016.12	昆明湖（二期）	8.25	7.13	30.30	8,642.42	昆明市盘龙区	城镇住宅，公共管理与公共服务用地，批发零售、住宿餐饮、商务金融
2016.12	海东方	18.55	1.85	33.39	997.30	大理海东新城中心片	商服
小计	--	34.52	16.11	105.71	4,666.86	--	--
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	昆明市普宁里	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
小计	--	136.63	9.13	250.16	668.23	--	--
合计		240.04	65.00	546.37	2,707.88	--	--

资料来源：公司提供

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

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备占地面积为 446.42 万平方米，已规划项目的规划建筑面积合计为 670.52 万平方米，区域主要集中在云南地区，部分分布在甘肃和陕西等地区。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。

表 7 截至 2019 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
山海荟（二期，A8/A10 地块）	昆明	2013~2014	1.67	4.49	25.51	商务金融、住宅餐饮、批发零售、科教	100.00
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
东方首座（西楼）	昆明	2015	6.15	0.36	--	商业住宅	51.00
昆明湖（二期中 11、上 10-2 地块）	昆明	2017	5.26	4.49	25.51	商务金融、城镇住宅、公共设施	100.00
古滇未来城	昆明	未取得土地证	4.01	88.75	203.42	城镇住宅，批发零售，住宿餐饮，商务金融	70.00
楠璟新城（二期）	景洪	2014	1.74	36.18	27.01	城镇住宅、商服	65.00
江心岛（住宅）	西双版纳	2018.11	0.86	56.73	60.02	住宅	51.00

江心岛（商业）		2019.01	5.13			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
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
秦岭皇冠健康小镇	安康市	2016.03	0.96	52.67	45.44	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
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	萧山	2018.07	6.48	5.54	14.41	商住	67.00
华阳花园	东莞	2018.09	8.93	8.58	12.87	城镇住宅、商服	100.00
天利别墅	海口	2018	0.61	4.00	1.40	商业	70.00
合计	--	--	75.32	446.42	670.52	--	--

资料来源：公司提供

注：1、除东方首座（西楼）、楠璟新城（二、三期）、秦岭皇冠健康小镇和天利别墅为收并购获取外，其他项目主要为招拍挂获得。

总体看，公司土地获取价格较为合理；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，可满足公司未来项目开发需要。

（2）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。

公司项目开发体量较大，近几年，公司开发了关坡二期、融城金阶、融城优郡、融城昆明湖、融城东海、雨林澜山、艺术家园等多个项目。2016~2018年，公司新开工面积波动幅度较大，主要系2016年公司新开工面积统计口径中当期新开工面积和往期开工续建土地面积的合计数，2017年和2018年不包含往期开工续建土地面积所致，2017年和2018年新开工面积分别为17.35万平方米和25.99万平方米，2018年同比小幅增长，但规模仍较小；竣工面积逐年下降，2016年规模较大主要系公司当期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，2017年以来，受新开工面积下降影响，竣工面积持续减少；期末在建面积分别为288.92万平方米、232.24万平方米和232.44万平方米。2019年1~3月，公司新开工面积为9.40万平方米，竣工面积为6.03万平方米，新开工面积和竣工面积规模均较小，按照公司规划，2019年下半年竣工面积或将大幅增加；期末在建面积为235.82万平方米。2016~2019年1~3月，公司房地产经营中新开工面积、竣工面积、期末在建面积如下表所示。

表8 2016~2019年3月公司房地产经营情况（单位：万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
当期新开工面积	192.59	17.35	25.99	9.40
当期竣工面积	281.67	157.99	105.48	6.03
期末在建面积	288.92	232.24	232.44	235.82

资料来源：公司提供

注：由于公司新收购了银泰系列项目，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=本期期末在建项目面积”的等式关系。

从项目开发资金情况来看，如下表所示，截至2019年3月底，公司在建项目合计15个，主要分布于云南、杭州等地区，经营业态包括住宅、商业等；公司在建项目预计总投资金额632.99亿元，

尚需资金投入 290.51 亿元。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9 截至2019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	截至 2019 年 3 月底已投资额	未来尚需投资额	权益占比
1	融城昆明湖一期	昆明	住宅/办公/科教/商业	137.70	96.08	41.62	100.00
2	融城昆明湖二期	昆明	住宅/办公/科教/商业	77.04	29.36	47.68	100.00
3	山海荟（二期）	昆明	住宅	36.22	12.37	23.85	100.00
4	雨林澜山（三期）	景洪	住宅	38.16	4.53	33.63	95.24
5	楠景新城（一期）	景洪	住宅	12.07	6.14	5.93	65.00
6	海东方（悦榕庄）	大理	商业	8.60	3.25	5.35	100.00
7	海东方（3期）	大理	住宅	3.20	0.66	2.54	95.24
8	北京房山时光汇	北京	商业	62.68	47.65	15.03	90.00
9	成都梦享青城（临河商业、售楼部、公寓）	成都	住宅、商业	58.45	14.17	44.28	100.00
10	杭州临平银泰城	杭州	商业	57.49	41.00	16.49	70.00
11	哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	住宅、商业	31.58	23.89	7.69	70.00
12	黄河春城（上徐）	兰州	商业、住宅	25.19	12.17	13.02	60.00
13	萧山银泰城（一期）	萧山	住宅、商业	14.00	7.73	6.27	67.00
14	春城十八里（二期）	西安	住宅	11.01	4.12	6.89	100.00
15	海口龙腾湾	海口	住宅、商业	59.60	39.36	20.24	70.00
合计				632.99	342.48	290.51	--

资料来源：公司提供

注：公司拟将转让雨林澜山（三期）项目，若转让完成该项目将不再投资。

截至 2019 年 3 月底，公司拟建项目合计 7 个，主要分布于云南地区，经营业态包括住宅、办公、商业等；除东方首座和天利总部别墅项目总投资金额无法确定外，其他已确定预计投资总额的拟建项目预计总投资金额 441.28 亿元，未来尚需投资规模较大。其中，古滇未来城为公司 2019 年一季度通过二级市场招拍挂新获取项目，由于土地款尚未完全支付，公司尚未获取土地证；项目占地面积和总投资规模较大，业态为住宅和商业相结合，具体规划尚未确定；由于该项目位于昆明市晋宁区晋城镇，距离昆明核心城区较远，且体量较大，非纯住宅项目，若后期去化缓慢将对公司经营业绩影响较大。

表10 截至2019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	--	11.89	51.00
2	古滇未来城	昆明	住宅/商业	88.75	203.42	237.93	70.00
3	楠景新城项目（二期）	景洪	住宅/商业	42.85	27.01	27.13	100.00
4	海东方（除一、二期、三期、悦榕庄）	大理	住宅/商业	60.73	76.99	83.54	100.00
5	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
6	华阳花园	东莞	住宅/商业	8.58	12.87	26.55	100.00

7	天利总部别墅项目	海口	商务金融	4.00	1.40	8.09	70.00
合计				257.94	367.13	441.28	--

资料来源：公司提供

总体看，公司开发项目主要集中于云南、杭州等地区，包括了住宅、办公、商业等多种业态；公司房地产开发业务规模波动较大，在建和拟建项目未来尚需投资金额较大，公司资金投融资压力较大。

（3）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，且以美丽、丰饶、神奇而著称，被外界视为“秘境”。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。2016~2018年，公司房产项目销售收入主要来源于“融城金阶”、“融城优郡”、“雨林澜山”、“融城昆明湖”以及“艺术家园”等项目。

2016年以来，公司达预售状态项目波动增长，截至2019年3月底，共有24个项目达预售状态。2016~2018年，公司协议销售面积波动下降，主要系销售的产品中商业、车位等占比不断提高，销售速度放缓所致；销售均价逐年增长，2017年为12,309元/平方米，同比提高4,803元/平方米，主要系随着银泰项目的收购，公司住宅销售区域更多分布于杭州、成都和宁波等二线城市，销售溢价明显提升，以及昆明房地产市场销售回暖所致；受销售均价大幅增加影响，公司销售回款逐年上涨，分别为46.54亿元、58.59亿元和66.22亿元。从公司销售回款率看，2016年和2018年销售回款率为94.93%和80.00%，销售回款率有所下降，一方面系房地产调控政策趋严，限签等政策影响，另一方面公司2018年销售项目中商业占比较大，部分总价较高商业贷款难度较大，回款速度较慢所致。2016~2018年，公司结转面积波动下降，分别为101.60万平方米、105.81万平方米和55.67万平方米，2018年同比大幅减少47.39%，主要系2016年、2017年公司收购的银泰项目逐步进入集中竣工交房阶段，致使公司结算面积大幅增加，2018年银泰项目和其他项目剩余竣工交房项目减少致使结算面积大幅下降，2016~2018年，银泰项目结算面积分别为25.10万平方米、46.76万平方米和22.96万平方米；公司结转均价逐年增长，主要系结转的银泰项目销售均价较高所致；受结转面积和结转均价影响，公司结转收入波动减少。

2019年1~3月，公司协议销售面积和协议销售金额分别为3.17万平方米和5.66亿元，同比分别减少82%和73%，主要系可售项目中住宅业态大幅减少所致；协议销售均价17,868元/平方米，销售均价大幅增长主要系销售的项目中住宅以高端住宅为主，且商业集中在一二线城市所致；结转面积和结转收入分别为2.17万平方米和2.81亿元，结转均价为12,949元/平方米。

表11 2016~2019年3月公司房地产销售情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
达预售项目（个）	20	26	25	26
协议销售面积（万平方米）	61.96	47.60	52.81	3.17
协议销售金额（亿元）	46.54	58.59	66.22	5.66
协议销售均价（元/平方米）	7,506	12,309	12,539	17,868
销售回款率（%）	94.93	--	80.00	83.00
结转面积（万平方米）	101.60	105.81	55.67	2.17
结转收入（亿元）	93.61	132.81	75.15	2.81
结转均价（元/平方米）	9,214	12,552	13,499	12,949

资料来源：公司提供

注：2017年销售回款率数据公司无法提供，故未填写。

截至2019年3月底，公司在售项目24个，其中在建项目7个，竣工项目17个，取得预售证的可售面积为556.20万平方米，已完成销售面积444.28万平方米；尚余可销售面积111.92万平方米，其中在建项目剩余可售面积为40.95万平方米，占比为36.59%，竣工项目剩余可售面积为70.97万平方米，占比为63.41%；公司整体去化率为79.88%，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28.63%，剩余可售面积为11.95万平方米，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56%，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68.12%，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（住宅）去化率为68.91%，剩余主要为商业和车位，后期准备转为自持物业；哈尔滨银泰城（E13去化率分别为69.43%，主要系哈尔滨当地房地产市场行情较为低迷所致。

表 12 截至 2019 年 3 月底公司在售项目基本情况（单位：亿元、万平方米、%）

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
融城昆明湖	昆明	在建	214.74	120.27	88.84	73.87	100
哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	在建	31.58	7.96	5.53	69.43	70
雨林澜山（一、二、三期）	西双版纳	三期在建	51.58	9.00	8.39	93.30	一、二期为100，三期为95.24
春城十八里（一、二期）	咸阳	二期在建	18.43	7.26	5.39	74.32	100
海东方（一、二、三期）	大理	三期在建	10.52	9.71	9.47	97.50	100
海口龙腾湾	海口	在建	59.60	8.65	7.07	81.74	70
临平银泰城（一二三期）	杭州	三期在建	57.49	33.05	30.26	91.56	70
融城云谷	西安	竣工	9.52	13.38	7.30	54.55	51
融城金阶	昆明	竣工	21.86	20.88	16.95	81.18	100
融城优郡	昆明	竣工	24.04	28.24	19.24	68.12	74
艺术家园区	昆明	竣工	37.07	53.21	42.06	79.05	51
融城春晓（一期）	昆明	竣工	14.98	16.74	4.79	28.63	100
山海荟（一期）	昆明	竣工	19.83	6.23	3.49	56.04	100
海威国际（一、二期）	杭州	竣工	34.00	19.03	18.94	99.53	70
成都银泰中心	成都	竣工	66.69	50.11	47.12	94.04	70
奉化银泰	宁波	竣工	24.18	18.61	17.99	96.64	70
宁波银泰城（东部新城）	宁波	竣工	57.61	26.66	20.58	77.20	70
台州置业（F0205-B）	台州	竣工	17.28	27.61	19.03	68.91	70
平阳银泰城	温州	竣工	23.51	20.77	20.06	96.59	70
苍南银泰城	温州	竣工	20.19	12.13	11.91	98.20	70
融城东海	西安	竣工	6.05	7.31	5.63	76.96	100
哈尔滨银泰城（E9）	哈尔滨	竣工	25.33	19.04	15.31	80.42	70
青云林海（秦岭皇冠小镇）	安康	竣工	1.91	2.84	1.76	61.98	51
洱海天域（除酒店）	大理	竣工	12.45	17.51	17.17	98.08	70
合计	--	--	860.44	556.20	444.28	79.88	--

资料来源：公司提供

注：该表中项目为公司合并范围内取得预售证的项目销售情况，不包含取得预售证全部销售完毕项目。

总体看，由于2016年并入银泰项目，公司销售及结转有所转好，但随着银泰项目可售面积和可结转面积的下降，以及公司在售产品结构的变化，2019年一季度公司销售和结转大幅下滑。目前，公司在建未获取预售证项目依然以商业或商业+住宅的业态为主，纯住宅项目占比不大，商业多以现房销售为主，且部分在建项目中商业部分公司规划自持，后期去化压力仍较大，且商业销售回款速度不及住宅，公司销售及销售回款率或将延续下滑趋势。

3. 土地一级开发

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。

截至2019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。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。经审计确认后，公司先期垫付的土地开发直接成本、间接成本和项目应分摊融资利息等计入土地一级开发成本。整理完成后，昆明市土地矿产储备中心负责出让，公司或子公司参与土地招拍挂交易的竞价，如公司或子公司不是竞得者，则相关政府部门向公司或子公司支付土地收储成本及经审计后政府部门确认的合理利润，公司据此确认一级土地开发收入；如公司或子公司是竞得者，相关政府部门协助完成以土地一级开发成本抵付土地出让地价款的工作或后续通过签订协议明确进一步合作意向，并由公司或子公司进行房地产项目开发。

公司一级土地开发收入一般在受让方确认取得二级开发权益并交纳50%以上的转让款后确认，2016年，公司无一级土地开发收入。2017年，公司土地开发收益8.21亿元，主要是昆明湖项目与昆明万科房地产开发有限公司结算产生的土地一级开发收益。2018年，公司无土地开发收益。

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148.60万平方米，截至2019年3月底，公司已累计投入金额合计105.32亿元，后续资金计划通过外部融资与合作开发解决。

表13 截至2019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	31.42	109.00	26.00	2019年	已获取上徐项目，下徐拟挂牌出让
关坡城中村改造（二期）	20.60	103.78	46.61	2019年	基本完工
上坝、中坝绕城以北城中村改造	62.18	95.83	22.69	2020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	39.19	10.02	2020年	正在推进土地一级开发
合计	148.60	347.80	105.32	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司一级开发项目规模大，如果能够在通过招牌过获取土地二级开发，将为公司带来一定的土地储备，但存在不确定性；目前一级开发项目投资额较大，开发周期长，资金占用明显。

4. 商业地产经营

公司有部分商业地产出租，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（主要为商铺），持有型物业65.67万平方米。

截至2019年3月底，公司持有型物业可出租面积合计为89.34万平方米，已出租面积为77.21万平方米，整体出租率为86.43%，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，茶马花街银泰城出租率为 66.83%，主要系部分商业竣工时间较晚，目前正处于招商阶段；台州银泰城出租率为 68.46%，出租率略低，主要系该项目处于开发新区，周边市政交通配套不完善，人流量一般，物业培育期较长所致；淄博银泰城出租率为 71.50%，主要系该项目处于高新区，周边商业配套尚不成熟，物业培育期较长，增长较缓慢所致。

2017 年，公司共取得租金收入 2.46 亿元，较上年增长 530.77%，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。2018 年，公司共取得租金收入 5.85 亿元，较上年增加 3.39 亿元，主要系公司逐步收购银泰系列项目，且 2018 年部分银泰系列项目出租率提升所致其中临平银泰城已出租面积较高但租金收入较低主要系该商业综合体为 2018 年 6 月开业，租金收入仅包括 6~12 月租金收入所致；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。2019 年 1~3 月，公司共取得租金收入 1.76 亿元。

表 14 截至 2019 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	2018 年租金收入	2019 年 1~3 月租金收入
宁波	北仑银泰城	139,821.60	121,749.68	87.08	10,222.31	2,894.10
宁波	东部新城银泰城	82,564.00	77,469.00	93.83	7,197.85	1,951.98
宁波	奉化银泰城	43,976.29	40,807.74	92.79	3,680.73	830.97
杭州	西溪银泰城	58,977.00	57,770.00	97.95	7,984.30	2,364.97
杭州	临平银泰城	63,890.10	61,903.10	96.89	4,938.93	2,482.96
成都	成都银泰城	78,981.00	67,910.50	85.98	8,106.91	2,349.36
成都	鼎云国际（融城云熙）	29,817.37	29,817.37	100.00	819.52	290.98
温州	平阳银泰城	50,149.45	45,003.84	89.74	2,109.95	609.35
温州	苍南银泰城	61,549.20	60,348.00	98.05	4,926.36	1,415.99
昆明	东方首座	28,301.44	23,266.26	82.21	2,441.66	647.94
昆明	融城金阶	25,284.00	21,297.70	84.23	928.97	188.12
昆明	茶马花街	10,913.44	7,293.27	66.83	279.19	140.43
昆明	昆明湖	5,390.16	5,390.16	100.00	67.71	--
淄博	淄博银泰城	111,629.41	79,811.71	71.50	3,257.68	1,056.80
台州	台州银泰城	81,162.00	55,564.00	68.46	1,221.89	159.39
西安	融城东海	20,994.03	16,742.00	79.75	335.66	195.19
合计		893,400.49	772,144.33	86.43	58,519.61	17,578.53

资料来源：公司提供

总体看，受公司收购银泰系列项目影响，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，个别商业地产项目出租率较低，商业地产整体出租率尚可，同时收购项目进一步加大了公司对外融资需求。

5. 重大事项

增资持有七彩云南股权

2016 年 11 月，经公司与昆明七彩云南城市建设投资有限公司（下称“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 3,600 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

8,400 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 44,822.52 万元。

转让七彩云南控股权

根据 2018 年 12 月 19 日公告，经公司董事会和临时股东大会审议，同意公司公开挂牌转让持有的七彩云南 59.5%的股权（以下简称“标的股权”），四川省清风现代房地产开发有限责任公司（以下简称“清风现代”）指定其全资子公司云南凤宇置业有限公司（以下简称“凤宇置业”）通过公开摘牌方式受让标的股权，并与公司及七彩云南签订了《产权交易合同》。根据《产权交易合同》，公司将标的股权以 14.58 亿元转让给凤宇置业，凤宇置业应在签订本合同之日起 5 个工作日内支付第一笔转让款 76,127 万元，在 2018 年 12 月 20 日前支付第二笔转让款 657.25 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，在 2019 年 3 月 31 日前支付第三笔转让款 8,008 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，在合同签订之日起一年内支付第四笔转让款 61,017.22 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，支付至公司账户。清风现代将其持有的凤宇置业 100%股权质押给公司，为凤宇置业支付第二笔、第三笔、第四笔转让款向公司提供质押担保。截至 2018 年 12 月底，公司和凤宇置业已经办理财产交接手续，凤宇置业已控制七彩云南的财务和经营政策，享有相应的收益并承担相应的风险，股权转让后公司持有七彩云南 10.50%股权，2018 年公司不再将七彩云南纳入合并范围，并于 2018 年确认投资收益 11.88 亿元。截至 2019 年 3 月底，凤宇置业已按时支付前三笔转让款。

收购银泰系列项目

2016 年 11 月，公司以现金 186,342.22 万元收购了北京银泰置地商业有限公司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。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 32,363.21 万元。

2017 年 9 月，公司以 258,811.48 万元收购了中国银泰投资有限公司等 3 家交易对方旗下的 8 家公司股权资产组成的资产包，包括宁波银泰置业有限公司 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、台州银泰置业有限公司 70%股权、台州银泰商业有限公司 70%股权、哈尔滨银旗房地产开发有限公司 70%股权、黑龙江银泰置地有限公司 70%股权、名尚银泰城（淄博）商业发展有限公司（以下简称“名尚银泰”）70%股权。截至 2017 年 9 月 15 日，公司已完成 8 家标的公司工商变更。

2016~2017 年，公司收购银泰系列项目支付的 44.51 亿元现金中 15 亿元为并购贷款，其他来自公司自筹资金，收购完成后，公司资产和负债规模大幅增长，丰富了公司城市商业综合体的产品线，并完成了杭州、宁波、成都等城市的战略布局，考虑到公司业务规模进一步增大，需要在企业文化、团队管理、销售模式、经营模式等方面与收购公司进行整合，公司存在业务整合风险。

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%。若此次收购成功，成都会展承诺未来三年累计实现的净利润合计约为 63.00 亿元，盈利承诺期间届满后，若成都会展在盈利承诺期间的实际净利润数总额未达到承诺的净利润数总额，则交易对方按照约定的方式向公司进行补偿。成都会展主要业务为会展业务、酒店业务及房地产开发业务，主要业务集中在成都及周边地区，是区域内龙头企业，具有较强的盈利能力。

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。

收购天利系列项目

2018 年 8 月底，公司以 0.99 亿元现金和承接债务的方式收购了海南天利投资发展有限公司（以下简称“天利投资”）75% 股权、海南天联华房地产投资有限公司 75% 股权、海南天利酒店有限公司（以下简称“天利酒店”）75% 股权、海南天利度假酒店有限公司（以下简称“度假酒店”）75% 股权，并于 2018 年 8 月底完成工商登记变更。天利投资开发项目为“龙腾湾”，该项目位于海口市秀英区，项目用地面积 6.71 万平方米，容积率 3.28，土地性质为城镇住宅用地（70 年住宅用地占 79%，50 年产权酒店用地占 12%，40 年商业用地占 9%），龙腾湾规划建设 7 幢高层楼盘，分两期开发，其中一期 1~4 幢均已竣工，二期 5~7 幢正在建设。天利酒店开发的项目为海口千禧酒店项目，项目位于海口市秀英区，取得了在宗海进行填海造地面积 11.73 公顷、在宗海建设透水构筑物面积 1.14 公顷，酒店修建于人工岛上，目前人工岛尚未进行填海工程竣工验收，尚未取得人工岛地块的国有土地使用权证书，未取得项目的规划、计容建筑面积等相关工程建设指标。度假酒店的项目为海口万豪酒店位于海口市秀英区，为海南国际会展中心配套项目之一，占地面积 5.39 万平方米，总建筑面积 7.83 万平方米（其中地上 9 层、地下 3 层），海口万豪酒店于 2014 年 10 月开始营业，为万豪国际集团在海南的首家商务类型旗舰酒店，共拥有 10 万多间客房。2018 年，上述项目产生 0.30 亿元收入，-0.22 亿元净利润。

对天利项目的收购可优化公司项目布局，但海南省房地产市场调控政策的实施，后续可能会对项目开发销售带来一定的影响，且目前收购项目中经营的海口万海酒店净利润尚处于亏损中。

转让满江康旅控股权

2018 年 9 月 13 日公司公告，根据董事会临时股东大会审议，同意公司公开挂牌转让持有的大理满江康旅投资有限公司（以下简称“满江康旅”）80% 的股权（以下简称“标的股权”），2018 年 9 月 11 日，昆明万洱房地产开发有限公司（以下简称“昆明万洱”）作为唯一意向受让方，与公司及满江康旅签订了《产权交易合同》。根据《产权交易合同》，转让标的为满江康旅 80% 股权，满江康旅经评估的净资产为 67,138 万元，公司将标的股权以 53,715.57 万元转让给昆明万洱。上述事项已于 2018 年 9 月底正式完成工商变更，股权转让后公司持有满江康旅 20% 股权，2018 年公司不再将满江康旅纳入合并范围，并于 2018 年确认投资收益 6.19 亿元。

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，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。由于公司董事长许雷已无法履行董事及董事长的职责，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，经公司过半数董事推举，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。

近年来，公司通过收并购获取项目及通过转让股权出售项目均较为频繁，对公司经营、债务规模及经营产生较大影响，同时公司通过收购银泰系列项目和天利系列项目，完成部分发达地区的战略布局，丰富了旅游地产板块以及城市综合体类物业的业态，但收购的天利系列项目净利润目前尚处于亏损阶段。

6. 经营效率

2016~2018年，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数均呈波动下降的态势，其中，存货周转率分别为0.20次、0.23次和0.14次，2018年大幅下降主要系公司持续进行房地产投资，存货规模持续增加，但业务开发进度放缓，当期竣工结转的面积较小所致；流动资产周转次数分别为0.22次、0.27次和0.17次，总资产周转率分别为0.18次、0.20次和0.12次，2018年下降幅度均较大，主要系随着公司业务规模扩大，流动资产和总资产规模增加，但结转收入同比减少所致。

总体看，公司整体经营效率一般。

7. 经营关注

（1）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。

（2）公司在建项目资金需求量较大

截至2018年底，公司房地产在建项目预计总投资金额632.99亿元，尚需资金投入290.51亿元，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。

（3）公司在售项目去化速度一般，目前在建项目中仍以商业或商业+住宅业务为主，后期去化压力仍较大

截至2019年3月末，公司可售项目中尚余可销售面积111.92万平方米，其中竣工项目剩余可售面积70.97万平方米，占比为63.41%，公司整体去化率为79.88%，但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。2019年一季度受在售项目主要以商业为主去化难度较大影响，公司销售大幅下滑，若在建项目无法及时获取预售证，公司2019年销售或将延续下滑趋势。

（4）近年来，公司收并购及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，同时收购项目存在整合风险

2016年以来，公司收并购项目及股权转让事项均较多，对公司营业外收入及投资收益影响均较大，致使公司利润对非经常损益依赖程度有所增加；同时公司收并购主要以并购贷款和承接债务形式完成，致使公司债务规模进一步增加。同时公司收购银泰项目后，子公司数量增加，业务规模进一步增扩大。公司将对其组织架构和人员安排进行重大调整，主要在企业文化、团队管理、销售模式、经营模式等方面对收购的公司进行整合。未来，公司在对收购公司的控制力以及保持收购公司原有竞争优势方面具有不确定性。

8. 未来发展

公司未来将协同云南城投集团的大健康、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。

结合以上战略整体定位，公司以提升“高周转”能力为核心，强化全程开发与运营能力和产业链整合能力，打造一个商业模式，即住宅综合体与旅游地产、养老地产的产业联动商业模式，搭建两个平台一开发平台和运营服务平台，形成三条业务线一住宅综合体、旅游地产、养老地产，综合运用四大战略手段一大金融、大并购、大整合、大市场，通过五大保障体系一专业体系保障、人力资源保障、资源整合保障、风险管控保障、资金运营保障，支撑公司实现加快周转，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，提升传统住宅及商业开发项目的市场占有率，加快文化旅游及健康休闲产业转型项目的布局。

总体看，公司结合自身特点制定了未来发展规划，并制定了具体措施；公司战略定位清晰，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016~2018 年度财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。从合并范围上看，2016 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 13 户，减少了 6 户；2017 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 15 户，减少了 3 户；2018 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 27 户，减少了 5 户；2019 年 1~3 月，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 1 户，截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司 90 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 2018 年底，公司合并资产总额 848.68 亿元，负债合计 758.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 90.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 95.43 亿元，净利润（含少数股东损益）4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.91 亿元；经营活动现金流量净额为-22.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.95 亿元。

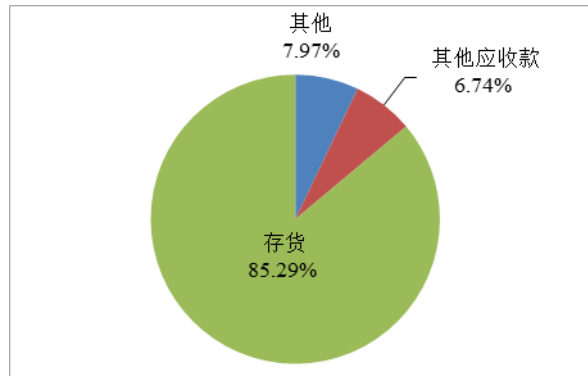
截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 852.99 亿元，负债总额 767.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 85.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.72 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -3.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.30 亿元。

2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 15.03%，系非流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产合计 848.68 亿元，较年初增长 7.70%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致；其中，流动资产占比 65.46%，非流动资产占比 34.54%，公司资产以流动资产为主。

2016~2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.38%，主要系其他应收款和存货增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产 555.51 亿元，较年初减少 0.07%，其中货币资金占 4.81%，其他应收款占 6.74%，存货占 85.29%。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金逐年减少，三年复合减少 31.92%。截至 2017 年底，公司货币资金 53.33 亿元，较年初下降 7.46%，主要系公司投资支付收购银泰股权款项所致；截至 2018 年底，公司货币资金 26.71 亿元，较年初减少 49.91%，主要系当期土地出让金支出有所增长；公司货币资金主要为银行存款（占 91.46%）和其他货币资金（占 8.49%）；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 2.22 亿元，占货币资金总额的 8.32%，受限程度低。

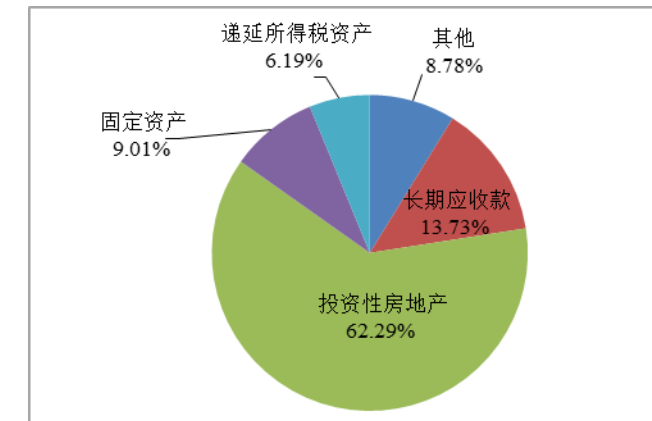
公司其他应收款主要是往来款。2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，三年复合增长 45.15%，主要系往来款波动所致，其他应收款中往来款分别为 14.06 亿元、35.07 亿元和 22.31 亿元，占比为 77.37%、81.97%和 58.68%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 37.47 亿元，较年初减少 11.81%，主要系往来款减少所致。从账龄分布看，2018 年其他应收款中 1 年以内的其他应收款 18.40 亿元，占比为 49.14%；1~2 年的其他应收款 16.36 亿元，占比 43.66%；2~3 年的其他应收款 0.77 亿元，占比 2.05%；3~4 年的其他应收款 1.02 亿元，占比 2.72%；4~5 年的其他应收款 0.24 亿元，占比 0.64%；5 年以上的的其他应收款 0.67 亿元，占比 1.79%；以 1 年以内及 1~2 年的为主，账龄整体较长，1 年以内占比较低。截至 2018 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.56 亿元，计提比例为 1.48%，其中 35.55 亿元为无风险组合，未计提坏账准备，占比为 93.47%，该无风险组合部分账龄超过 3 年以上，整体看公司坏账准备计提比例较低，往来款占比较高，账龄较长，存在一定收回风险。

2016~2018 年，公司存货逐年增长，三年复合增长 6.06%，主要系公司并购项目转入及项目开工建设投资增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 473.78 亿元，较年初增长 7.15%；公司存货主要为开发成本（占 79.78%）和开发产品（19.94%）；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、天堂岛、黄河春城一级开发和山海荟等项目，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。截至 2018 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.62 亿元，占期末存货账面价值比例为 0.13%，考虑云南省房地产行业回暖，存货计提减值准备比例合理，但公司项目去化率较为一般，开发产品中未售项目较多，后期或将存在一定减值风险；公司存货中有 156.89 亿元（占 33.11%）为受限资产，用于为金融机构借款提供担保，受限规模较大。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，三年复合增长 55.21%，主要是投资性房地产增长所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 293.17 亿元，较年初增长 26.31%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致。公司非流动资产主要为长期应收款（占 13.73%）、投资性房地产（占 62.29%）、固定资产（占 9.01%）和递延所得税资产（占 6.19%）。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司长期应收款波动增长，三年复合增长 40.18%。截至 2018 年底，公司长期应收款 40.24 亿元，较年初增长 104.59%，主要系 2018 年转让大理满江及七彩云南项目公司股权后，不再将其纳入合并范围，公司对其提供的长期借款期限转入所致；公司累计计提坏账准备 1.30 亿元，为华商之家投资开发有限公司和云南万城百年投资开发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。

2016~2018 年，公司投资性房地产呈逐年大幅增长态势，三年复合增长 77.11%，主要系公司将并购的银泰项目转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产 182.61 亿元，较年初增长 12.37%，主要系存货等转入所致，增值率为 6.32%，增值率处于合理水平。公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值中 146.16 亿元已用于为金融机构借款提供担保，占比 80.04%，受限比例较高。2018 年，公司投资性房地产公允价值变动为-0.61 亿元，上年为 0.46 亿元，主要系受昆明当地整体市场环境的影响所致。目前公司部分自持项目出租率较低，未来或将存在一定减值风险。

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年增长态势，三年复合增长 81.12%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 26.40 亿元，较年初增长 32.30%，主要系收购海南天利项目股权，新增海口万豪酒店资产所致；公司固定资产原值主要由房屋及建筑物构成（占 97.07%），固定资产成新率为 86.66%，成新率较高；公司固定资产中，为金融机构借款提供担保的受限固定资产为 17.81 亿元，占固定资产的 67.45%，受限程度高。

2016~2018 年，公司递延所得税资产呈逐年增长态势，三年复合增长 58.42%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 18.16 亿元，较年初增长 40.67%，主要系可抵扣亏损和预提土地增值税产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 323.43 亿元，占公司全部资产的 38.11%，受限比例较高。其中，货币资金 2.22 亿元，存货 156.89 亿元，固定资产 17.81 亿元，投资性房地产 146.16 亿元，受限原因主要是为金融机构借款提供担保。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 852.99 亿元，较年初增长 0.51%；公司流动资产占 65.83%，非流动资产占 34.17%，流动资产和非流动资产占比较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，货币资金为 21.75 亿元，较年初减少 18.58%，主要系一季度销售规模下降且土地支出规模增加所致；存货为 490.31 亿元，较年初增长 3.49%。

总体看，公司资产规模稳定增长，以流动资产为主，其中以房地产开发成本为主的存货占比较大，但开发产品中存在一定规模未售项目，未来或将存在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；公司部分自持物业出租率不高，投资性房地产未来或将存在一定减值风险；公司受限资产规模较大，且货币资金逐年减少，整体资产流动性一般，资产质量一般。

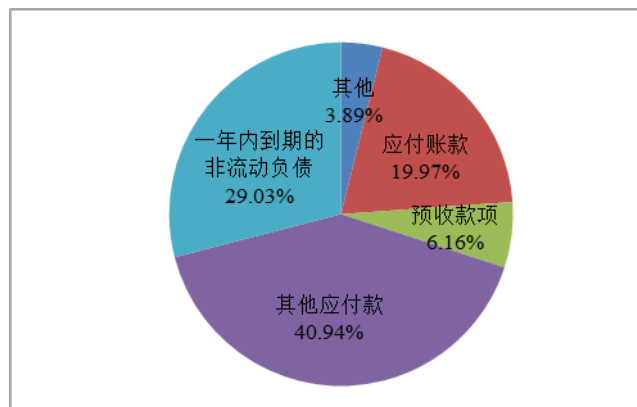
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，公司负债总额逐年增长，三年复合增长 15.12%，系流动负债和非流动负债均增加所致。截至 2018 年底，公司负债合计 758.48 亿元，较年初增长 8.37%，公司负债中流动负债占 55.37%，非流动负债占 44.63%。

2016~2018 年，公司流动负债逐年增长，三年复合增长 22.26%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 419.97 亿元，较年初增长 8.62%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债以应付账款（占 19.97%）、预收款项（占 6.16%）、其他应付款（占 40.94%）和一年内到期的非流动负债（占 29.03%）为主。

图9 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，三年复合增长 30.67%，主要系公司并购项目转入所致。截至 2018 年底，公司应付账款 83.87 亿元，较年初增长 3.74%，主要系应付土地款增加所致。公司应付账款以应付的工程款为主，占 92.46%；公司因工程未结算而账龄超过一年的重要应付账款合计 8.13 亿元，占 9.69%。

2016~2018 年，公司预收款项波动下降，三年复合下降 11.98%。截至 2018 年底，公司预收款项 25.87 亿元，较年初下降 18.65%，主要系当期销售回款降低所致；公司预收款项主要是商品房预售款，占 71.49%。

2016~2018 年，公司其他应付款逐年大幅增长，三年复合增长 86.58%，主要系应付关联方资金、预提费用和股权收购款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 171.94 亿元，较年初增长 57.93%，主要系当期应付关联方资金增加所致；公司其他应付款主要是与控股股东的资金往来（已调整计入

短期债务）（占比 59.65%）、非金融机构借款（已调整计入短期债务）（占比 13.34%）、预提费用（占比 14.06%）和认购金（占比 3.17%）等。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，三年复合减少 3.80%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 121.94 亿元，较年初减少 9.04%；公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 60.14%）和一年内到期的应付债券（占 39.86%）构成；公司一年内到期的长期借款中，质押借款占 1.02%，抵押借款占 52.21%，保证借款占 45.84%，信用借款占 0.93%。

2016~2018 年，公司非流动负债逐年增长，三年复合增长 7.80%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 338.51 亿元，较年初增长 8.06%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债以长期借款（占 83.88%）、应付债券（占 9.33%）和递延所得税负债（占 6.74%）为主。

2016~2018 年，公司长期借款逐年增长，三年复合增长 13.98%。截至 2018 年底，公司长期借款 283.96 亿元，较年初增长 11.40%，主要系公司项目开发资金需求增长而增加借款所致，其中质押借款占 4.74%、抵押借款占 51.61%、保证借款占 41.90%，信用借款占 1.76%。

2016~2018 年，公司应付债券逐年减少，三年复合减少 27.43%。截至 2018 年底，公司应付债券 31.60 亿元，较年初减少 21.00%，主要系公司部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2016~2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，三年复合增长 37.65%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 22.83 亿元，较年初增长 25.81%，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。

全部债务方面，由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，2016~2018 年，公司全部债务分别为 418.99 亿元、503.53 亿元和 565.81 亿元，年均复合增长率为 16.21%，呈逐年增长态势；加权融资成本为 7.24%、6.77%和 7.23%；从债务期限结构看，以长期债务为主，但短期债务占比持续上升。截至 2018 年底，公司全部债务较年初增长 12.37%，主要系短期借款、关联方借款和长期借款增加所致；短期债务和长期债务占比分别 44.23%和 55.77%。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 89.22%、88.82%和 89.37%；全部债务资本化比率分别为 85.83%、85.10%和 86.25%；长期债务资本化比率分别为 80.11%、76.99%和 77.77%，其中，资产负债率和全部债务比率呈现波动增长态势，2017 年均小幅下降主要系当期盈利增加和发行 5 亿元永续债券致使所有者权益增加所致；长期债务资本化比率波动下降，主要系公司增加短期债务融资，长期债务增加幅度小于所有者权益增加幅度所致，公司债务负担很重。

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，2017~2018 年，公司资产负债率将分别为 89.45%和 89.96%，全部债务资本化比率将分别为 85.23%和 86.35%，长期债务资本化比率将分别为 77.29%和 78.04%。

表15 2016年底~2019年3月底公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		2019 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	140.41	33.51	208.63	41.43	250.25	44.23	286.56	49.67
长期债务	278.59	66.49	294.91	58.57	315.56	55.77	290.36	50.33
全部债务	418.99	100.00	503.53	100.00	565.81	100.00	576.92	100.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 767.16 亿元，较年初增长 1.15%；其中流动负债 457.25 亿

元（占 59.60%），非流动负债 309.91 亿元（占 40.40%），流动负债和非流动负债占比较上年末变化不大，一年内到期非流动负债为 142.15 亿元，较年初增长 16.58%，短期借款为 11.00 亿元，较年初增长 8.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 576.92 亿元，较年初增长 1.96%；其中，短期债务 286.56 亿元，较年初增长 14.51%，占比为 49.67%，较年初上升 5.44 个百分点；长期债务 290.36 亿元，较年初减少 7.99%，主要系公司长期借款转入一年内到期非流动负债所致，其中长期借款为 258.76 亿元，应付债券为 31.60 亿元，从长期债务的期限结构看，未来 1~2 年和 2~3 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 3 年内到期，且一年内到期债务规模较大，短期集中偿付压力较大。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 89.94% 和 87.05%，分别较年初增长 0.57 个百分点和 0.80 个百分点，长期债务资本化比率为 77.18%，较年初减少 0.58 个百分点，债务负担较年初略有加重。

表16 截至2019年3月底公司短期债务明细情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
短期借款	11.00	3.84
一年内到期应付债券	48.60	16.96
一年内到期长期借款	93.55	32.65
其他应付款（付息项）	133.41	46.56
合计	286.56	100.00

资料来源：公司提供

表17 截至2019年3月底公司长期债务期限结构分布明细情况（单位：亿元、%）

项目	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
长期借款	83.12	71.49	29.92	15.80	58.43	258.76
应付债券	11.60	20.00	--	--	--	31.60
合计	94.72	91.49	29.92	15.80	58.43	290.36
占比	32.62	31.51	10.30	5.44	20.12	100.00

资料来源：公司提供

截至 2019 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，公司全部债务为 581.92 亿元，其中短期债务占比 49.24%、长期债务占比 50.76%；截至 2019 年 3 月底，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 90.52%、87.15%和 77.48%，分别较不考虑永续债券增长 0.59 个百分点、0.10 个百分点和 0.30 个百分点。整体看，公司整体债务负担很重，全部债务规模较大，债务期限结构趋于短期化，存在较大的集中偿付压力。

2019 年 4 月 25 日，公司通过发行商业房地产资产支持证券，共募集资金 33 亿元，发行期限为 23.54 年，若将该永续债和该资产支持证券调整至长期债务，公司全部债务为 614.92 亿元，其中短期债务占比 46.60%、长期债务占比 53.40%；截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 90.88%、87.75%和 79.28%，分别较不考虑永续债券和资产支持证券情况下增长 0.94 个百分点、0.70 个百分点和 2.09 个百分点。

总体看，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。公司近年来债务规模快速增长，债务负担很重，且债务结构趋于短期化，公司存在较大的集中偿付压力。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 14.21%，主要来自于股本、未分配利润和少数股东权益的增长。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 90.20 亿元，较年初增长 2.35%，主要系未分配利润增加所致。截至 2018 年底，公司股本为 16.06 亿元，资本公积为 13.84 亿元，较年初变化不大；其他权益工具为 5.00 亿元，主要系公司 2017 年发行 5 亿元永续债所致；未分配利润为 18.16 亿元，较年初增长 19.84%；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 56.51 亿元（占比 62.65%），其中股本占 28.41%、资本公积占 24.49%、其他权益工具占 8.85%、盈余公积占 4.72%、其他综合收益占 1.39%、未分配利润占 32.14%。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 85.83 亿元，较年初下降 4.85%。其中归属于母公司的所有者权益 52.72 亿元，较年初下降 6.70%，主要系公司亏损导致未分配利润有所下降所致；归属于母公司的所有者权益占所有者权益总额比重为 61.43%，占比小幅下降 1.22 个百分点。

总体看，近三年，公司所有者权益规模波动增长，其中少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房地产销售。2016~2018 年，公司营业收入规模波动下降，三年分别为 97.70 亿元、143.91 亿元和 95.43 亿元，年均复合减少 1.17%；公司营业利润分别为-3.30 亿元、5.90 亿元和 6.77 亿元，2016 年营业利润亏损规模扩大主要系营业税金及附加和财务费用增加所致，2017 年营业利润由负转正，主要系公司营业收入大幅增加及毛利率提高所致，2018 年公司营业利润 6.77 亿元，受投资收益大幅增加影响保持小幅增长；公司净利润分别为 2.70 亿元、4.22 亿元和 4.55 亿元，逐年增长，年均复合增长 29.69%，与营业收入变动趋势一致；归属于母公司所有者的净利润分别为 2.44 亿元、2.64 亿元和 4.91 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额持续增长，三年复合增长 55.36%，主要系销售费用、管理费用和财务费用均增加所致；公司期间费用中财务费用占比较大，2016 年以来占比均处于 55%以上；期间费用占收入比逐年上升，2018 年为 32.95%，同比上升 15.33 个百分点，主要系公司收入大幅减少，但期间费用大幅增长所致。2016~2018 年，财务费用持续快速增长，年均复合增长 41.24%，主要系公司债务规模扩大及融资成本上涨，利息支出增加所致；管理费用年均复合增长 95.37%，增幅较大，主要系公司职工薪酬和业务经费等增加所致；销售费用年均复合增长 57.00%，主要系公司销售规模扩大，销售人员薪酬、销售代理、佣金策划费用增加所致。

表18 2016年~2019年3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	1.70	13.03	3.93	15.50	4.18	13.31	0.75	9.43
管理费用	2.56	19.62	5.52	21.77	9.76	31.03	2.08	26.26
财务费用	8.77	67.35	15.91	62.73	17.50	55.66	5.09	64.31
期间费用	13.03	100.00	25.36	100.00	31.45	100.00	7.92	100.00
期间费用占收入比	13.34		17.62		32.95		91.05	
综合毛利率	23.49		31.47		34.77		40.71	

资料来源：公司提供，联合评级整理

利润构成方面，公司资产减值损失、公允价值变动收益对营业利润影响小。2016~2018 年，公司资产减值损失主要为存货跌价损失，三年分别为 2.68 亿元、0.49 亿元和 0.43 亿元，逐年减少；公允价值变动损益规模较小，2018 年为-1.01 亿元，主要系当期投资性房地产评估减值 0.61 亿元以及当期处理的的投资性房产结转公允价值-0.41 亿元所致；投资收益主要为处置长期股权投资产生的收益，三年分别为 0.14 亿元、0.03 和 17.74 亿元，2018 年大幅增加，主要系公司当期处置昆明七彩云南城市联社投资有限公司 59.50%股权产生的 10.10 亿元投资收益以及处置大理满江康旅投资有限公司 80.00%股权产生的 4.95 亿元投资收益等所致；同期营业利润分别为-3.30 亿元、5.90 亿元和 6.77 亿元，2018 年公司投资收益占营业利润的比为 262.16%，扣除投资收益等非经常性损益，公司营业利润将出现亏损。2016~2018 年，公司营业外收入分别为 7.88 亿元（2016 年主要为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）、1.23 亿元（2017 年主要为政府补助和违约赔偿收入）和 0.39 亿元，分别占公司利润总额的 185.41%、17.37%和 5.88%，对利润总额影响逐年下降，可持续性较差。

从盈利指标看，2016~2018 年，公司营业利润率波动上升，分别为 13.49%、21.85%和 22.95%，2016 年受结转项目毛利率较低的影响，营业利润率处于较低水平；公司总资本收益率分别为 2.82%、4.24%和 4.13%，总资产报酬率分别为 2.44%、3.45%和 3.01%，净资产收益率分别 4.32%、5.37%和 5.10%，均呈波动上升趋势，主要系公司净利润和计入财务费用的利息支出波动增加所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，同比减少 62.69%，主要系公司当期结转项目大幅减少所致；期间费用为 7.92 亿元，期间费用率为 91.05%，占比处于极高水平，对盈利侵蚀严重，净利润-4.18 亿元，上年同期为-0.55 亿元，亏损额度大幅增加，主要系公司收入大幅减少，但债务处于较高水平、资产规模较大，致使财务费用和管理费用较高所致。

总体看，公司收入波动减少，利润水平均逐年提升，2016~2017 年，利润总额对营业外收入依赖明显，2018 年投资收益对公司营业利润产生较大影响，2018 年扣非营业利润为大幅亏损；公司期间费用及其占收入比重逐年增长，对盈利侵蚀严重，公司整体盈利能力较为一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入逐年扩大，三年复合增长 33.99%，主要系公司房地产销售回款增加所致；同期，公司经营活动现金流出逐年增加，三年复合增长 28.03%，主要系公司支付与股东和其他公司的往来款增长所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流净额分别为-19.35 亿元、36.68 亿元和-22.43 亿元，2017 年由于公司销售回款大幅增加，经营活动现金流净额由净流出转为净流入，2018 年由于公司销售回款有所下降且拿地支出及开发成本支出规模增加，经营活动现金流净额由净流入转为净流出。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入逐年上升，三年复合增长 31.13%，主要系公司收回联营及合营企业的借款本金增加及处置子公司权益所致；同期，公司投资活动现金流出波动增长，三年复合增长 59.87%，2017 年公司投资活动现金流出同比增长 236.26%，主要系公司支付收购银泰股权款项所致；其中支付其他与投资活动有关的现金逐年增长，三年分别为 3.58 亿元、20.92 亿元和 25.58 亿元，2017 年大幅增加主要系支付给联营及合营企业的借款大幅增加至 15.74 亿元所致，2018 年仍处于较高水平主要系当期收购天利系列项目等收购事项产生的 16.32 亿元的债权投资款。受上述因素影响，2016~2018 年，公司投资活动现金流净额分别为 4.19 亿元、-25.03 亿元和-3.55 亿元。

从筹资活动来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，三年复合增长 5.52%，2017 年公司筹资活动现金流入同比增长 28.58%，主要系收到控股股东及其子公司借款所致；2018 年公司筹资活动现金流入同比减少 13.41%，主要系收到控股股东及其子公司借款规模减少所致；同期，公司筹资活动现金流出波动增长，三年复合增长 16.03%，主要系偿还债务支付的现金波动增加所致；2018 年公司筹资活动现金流出同比减少 14.17%，主要系偿还控股股东及其子公司借款规模减少所致。受上述影响，2016~2018 年，公司筹资活动现金流净额为 35.37 亿元、-3.51 亿元和-0.97 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.62 亿元，上年同期为-19.09 亿元，净流出规模有所减少，主要系公司支付土地出让金及往来款减少所致；投资活动产生的现金流量净额为 1.00 亿元，上年同期为 3.19 亿元，主要系公司本期债权、股权投资低于上年同期所致；筹资活动产生的现金流量净额为 2.32 亿元，上年同期为 5.30 亿元，主要系公司取得借款规模大幅减少所致。

总体看，近三年，公司保持较大的房地产开发规模，经营活动现金流出逐年增长，受房地产销售回款的波动影响，公司经营活动现金流净额波动幅度较大，缺乏稳定性；公司投资活动现金流波动较大，筹资活动现金流入波动增加且规模较大，对外部融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，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逐年下降，流动比率分别为 1.85 倍、1.44 倍和 1.32 倍，速动比率分别为 0.35 倍、0.29 倍和 0.19 倍，现金短期债务比分别为 0.41 倍、0.26 倍和 0.11 倍，现金对短期债务的保障程度较差。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 13.96 亿元、25.82 亿元和 26.42 亿元，三年复合增长 37.57%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致。2018 年，公司 EBITDA 由折旧 0.99 亿元（占 3.76%）、摊销 0.79 亿元（占 3.00%）、计入财务费用的利息支出 18.06 亿元（占 68.36%）和利润总额 6.57 亿元（占 24.88%）构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.35 倍、0.60 倍和 0.53 倍，EBITDA 对利息的保障程度较弱；公司 EBITDA 全部债务比为 0.03 倍、0.05 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度弱；若将永续债计入长期债务，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.05 倍和 0.05 倍。总体看，公司长期偿债能力较为一般。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信 631.70 亿元，已使用授信额度 453.26 亿元，未使用的授信额度为 178.44 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 2019 年 3 月底，公司总计对外担保余额为 81.61 亿元，其中对购房者提供的按揭担保余额为 36.50 亿元，占净资产比例为 42.53%；对企业的担保为 45.11 亿元，占净资产比例为 52.55%，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19 截至2019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
云南省城市投资集团有限公司	16.00	2018.3.21	2024.12.21	否	是
云南澄江老鹰地旅游度假村有限公司	12.49	2017.12.29	2020.12.29	否	是
云南温泉山谷康养度假运营开发(集团)有限公司	4.70	2017.12.19	2020.12.19	是	是
云南城投华商之家投资开发有限公司	4.00	2016.6.13	2019.6.13	是	是

云南华侨城实业有限公司	3.00	2016.10.25	2021.10.25	否	是
云南省城市投资集团有限公司	3.00	2018.12.19	2019.12.19	否	是
云南华侨城实业有限公司	0.64	2015.9.16	2025.9.16	否	是
南充东方花园酒店有限公司	0.61	2016.9.16	2019.9.16	否	否
云南华侨城实业有限公司	0.52	2018.3.23	2020.3.23	否	是
华侨城（云南）投资有限公司	0.15	2018.11.22	2019.9.30	否	否
合计	45.11	--	--	--	--

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（机构信用代码：G10530111000028009），截至 2019 年 4 月 1 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 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。2019 年 4 月 8 日，公司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（以下简称“金新国际”）为被告，向云南省高级人民法院提起诉讼，要求：（1）判令柏丰集团向东方柏丰偿还贷款本金人民币 2.97 亿元，并偿还 2015 年 12 月 14 日至 2019 年 4 月 13 日的利息人民币 1.30 亿元（以贷款本金为基数，按年利率 13% 的标准计算）以及 2019 年 4 月 14 日至实际还款之日的利息（以贷款本金为基数，按年利率 23% 的标准计算）；（2）判令东方柏丰对金新国际质押的呼伦贝尔金新化工有限公司 30.79% 的股权在第一项诉讼请求范围内享有优先受偿权；（3）判令柏丰集团、金新国际承担本案全部诉讼费用、保全费用，以上诉讼请求总标的暂为人民币 4.27 亿元，目前该案件尚在审理中。

总体看，随着公司债务规模的扩大，公司短期偿债能力较差，长期偿债能力一般。考虑到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。随着公司项目开发和销售，公司盈利水平有望得到提升，偿债能力有望增强，整体看，公司偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，若考虑永续债和 2019 年 4 月发行的 33 亿元资产支持证券，公司债务合计 614.92 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 3.20 亿元（含 3.20 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 3.20 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 89.98%、87.11% 和 77.38%，分别较年初增加 0.04 个百分点、0.06 个百分点和 0.19 个百分点；若考虑永续债和资产支持证券，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 90.91%、87.81% 和 79.44%，债务负担略有加重。由于本次募集资金将部分用于偿还公司存续的公司债券，发行后公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 26.42 亿元，为本期公司债券拟发行额度的 8.26 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。2018 年公司经营活动产生的现金流入为 106.62 亿元，为本期公司债券发行额度的 33.32 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司为云南地方国资背景的房地产开发上市公司，能够获得较强的政府支持，且在区域上具有规模、品牌知名度等竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

九、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本次发行的不超过 25.00 亿元公司债券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。云南城投集团提供保证的范围为本次债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如本次债券分期发行，则云南城投集团提供保证担保的范围为各期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。

云南城投集团承担保证责任的期间为本次债券存续期及本次债券到期日后两年。如本次债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。本次债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在保证债务诉讼时效届满之前向担保人追偿的，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 2019 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%，云南城投集团实际控制人为云南省国资委。

云南城投集团经营范围包括：城市道路以及基础设施的投资建设及相关产业经营；给排水及管网投资建设及管理；城市燃气及管网投资建设及管理；城市服务性项目（学校、医院等）的投资及建设；全省中小城市建设；城市旧城改造和房地产开发；城市交通（轻轨、地铁等）投资建设；城市开发建设和基础设施其他项目的投资建设；保险、银行业的投资；自有房屋租赁。目前，云南城投集团主要业务板块为城市开发、投资、房地产、城镇水务、医疗医药、旅游会展、酒店、教育、互联网和金融。

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。

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：许雷。

(2) 经营情况

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。随着经营规模的扩大，云南城投集团的主营业务收入不断增长，2016~2018 年，主营业务收入年均复合增长 40.20%。

从收入的构成来看，2016~2018 年，云南城投集团主营业务收入占营业收入的比重分别为 96.27%、96.61%和 95.34%，主营业务突出。城市开发业务收入不断上升，年均复合增长 11.80%，主要系房地产商品房销售收入及商用物业销售收入逐年增长所致，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，近三年公用事业板块营业收入年均复合增长 8.54%，占主营业务收入的比重分别为 19.64%、14.69%和 11.77%。2016~2018 年，云南城投集团物流贸易板块营业收入分别为 1.66 亿元、23.48 亿元和 67.96 亿元，该业务板块增长迅速，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，2016~2018 年，其他业务板块收入年均复合增长 62.77%，主要系云南城投集团处置股权收益及剩余股权公允价值变动收益较大，投资行业收入大幅增长所致。

表 20 2016~2018 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	2016 年			2017 年			2018 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	93.55	47.98	22.03	136.31	38.58	29.79	116.92	30.50	28.46
建筑安装	10.85	5.56	9.86	22.32	6.32	1.28	27.52	7.18	9.29
公用事业	教育	4.26	2.18	34.74	5.26	1.49	34.47	6.01	1.57
	医疗	24.94	12.79	36.21	36.49	10.33	16.50	26.16	6.82
	水务	9.10	4.67	45.15	10.14	2.87	41.12	12.95	3.38
旅游服务	11.81	6.06	57.58	19.73	5.58	57.66	20.54	5.36	65.98
物流贸易	1.66	0.85	13.86	23.48	6.64	0.25	67.96	17.73	0.40
其他业务	38.82	19.91	49.37	99.62	28.19	72.70	105.25	27.46	51.89
合计	194.99	100.00	32.05	353.34	100.00	38.70	383.29	100.00	29.58

资料来源：云南城投集团提供

注：2018 年垃圾处理收入统一计入了其他业务板块，2016~2017 年各板块数据也进行了同口径调整

从毛利率的构成来看，2016~2018 年，云南城投集团城市开发业务毛利率分别为 22.03%、29.79%和 28.46%，近两年毛利率增长较多，主要系房地产业务中的商用物业销售毛利上升所致。公用事业板块，近三年教育板块业务毛利率分别为 34.74%、34.47%和 22.03%，2018 年毛利率较上年大幅下降，主要系因薪酬架构调整导致人工及其他成本大幅增加所致。受药品加成逐渐取消影响，公司医疗板块业务毛利率逐年下降，近三年分别为 36.21%、16.50%和 9.59%。2016~2018 年，云南城投集团水务业务毛利率分别为 45.15%、41.12%和 46.62%，整体保持较高水平。云南城投集团其他业务毛利率波动较大，近三年毛利率分别为 49.37%、72.70%和 51.89%，2017 年毛利率大幅上升主要系毛利率较高的投资业务大幅增加所致。受此影响，近三年云南城投集团主营业务毛利率分别为 32.05%、38.70%和 29.58%，主营业务毛利率波动下降。

总体看，云南城投集团主营业务规模不断扩大，城市开发、公共事业为云南城投集团的主要收

入来源：近年来，其他业务收入主要来自于股权转让收入，不具有持续性。受业务板块毛利率变化的影响，云南城投集团主营业务综合毛利率呈波动下降趋势，变化较大。

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水务产投，具体实施主体为水务产投子公司云南水务（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，2016~2018 年，云南城投集团实现水务收入分别为 9.10 亿元、10.14 亿元和 12.95 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，毛利率分别为 45.15%、41.12% 和 46.62%，逐年下降，主要系公司项目增加、标准提高导致相应处理原材料的采购价格上升同时人工成本增加所致，但总体保持较高水平。

总体看，近年来，云南城投集团水务收入规模呈较快增长趋势，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，政府和母公司支持力度较大，产业链条完备，区域垄断优势较为明显。

教育

云南城投集团成立时，昆明中营津桥科教有限公司（以下简称“津桥学院”）价值 1.27 亿元的权益被股东作为资本金划入云南城投集团，成为云南城投集团教育板块发展的基础。津桥学院系云南城投集团与昆明理工大学共同开办，经教育部批准的一所本科独立学院。2005 年云南城投集团成为津桥学院控股股东后，通过 1~3 期扩建改造（累计投资 2.7 亿元），根据社会需求设置了 21 个专业，以中文、英语双语教学为办学特色，2016 年学院获得了“云南省优势特色民办本科院校建设项目”，目前办学水平在省内 7 所独立学院中名列前茅。近几年，津桥学院招生人数逐年递增，营业

收入不断增加，2016~2018 年，津桥学院实现营业收入 1.43 亿元、1.80 亿元和 2.02 亿元。

另外，2013 年云南城投集团纳入合并二级子公司一乘驾校（注册资本 2 亿元，云南城投集团持股 51%），2016~2018 年，一乘驾校实现收入分别为 2.79 亿元、3.26 亿元和 3.41 亿元。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 3 月底，一乘驾校资产总计为 10.81 亿元，负债总额为 10.59 亿元，所有者权益总额为 0.22 亿元；资产负债率为 97.96%。

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，2016~2018 年，受药品加成逐渐取消影响，医药板块收入和毛利率均大幅下降。医疗收入分别为 24.94 亿元、36.49 亿元和 26.16 亿元，毛利率分别为 36.21%、16.50%和 9.59%。

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 34.59 万平方米，拥有床位 3,346 张。

云南城投集团医疗项目的建设开发模式主要有四种形式：一是转贷国开行资金，云南城投集团向云南省第一人民医院转贷国开行资金 1 亿元；二是为医院代建，代建项目主要为昆医附二院新医技楼；三是与医院、医疗公司合作开发，云南城投集团与云药专家持股会、北京北师大科技园科技发展有限公司合作成立了三七公司，进行中成药研发、生产，云南城投集团还与云南省中医医院合作成立云南城投医疗产业开发有限公司，进行滇池医院项目建设；四是收购医院股权，然后进行医院的扩建，云南城投集团成立了云南城投甘美医疗管理有限公司，收购了昆明第一人民医院的全部股权。2016~2018 年，公司旗下 4 家医院收入分别为 16.02 亿元、18.45 亿元和 19.42 亿元，整体收入逐年增长，但由于前期投资较大、日常运维及折旧成本较高，上述 4 家医院盈利能力整体欠佳，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。2014 年开始，三七公司从生产三七总皂苷为核心的单一产品模式开始向三七全产业链运作转型，目前是国内唯一一家以三七中药材产业为核心，专业从事三七全产业链运营的公司。2018 年，三七公司实现营业收入 4.41 亿元，净利润为-3.61 亿元，亏损原因主要为公司主要盈利产品“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，医疗板块收入逐年上升，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 2016~2018 年度审计报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。合并范围方面，2016 年云南城投集团合并范围子公司增加 7 家，减少 1 家，其中发生同一控制下企业合并 1 家，非同一控制下企业合并 4 家。2017 年，云南城投集团合

并范围子公司增加 9 家，减少 1 家，其中发生非同一控制下企业合并 3 家。2018 年，云南城投集团合并范围子公司增加 5 家，减少 0 家，其中发生非同一控制下企业合并 1 家。近三年，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 2018 年底，云南城投集团合并资产总额 2,956.50 亿元，负债合计 2,264.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 692.26 亿元，归属母公司的所有者权益 291.93 亿元。2018 年，云南城投集团实现营业收入 402.05 亿元，净利润（含少数股东损益）26.10 亿元，归属于母公司的所有者的净利润 1.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-91.14 亿元。

资产质量

2016~2018 年，云南城投集团资产规模逐年增长，年均复合增长 20.42%，主要系非流动资产增长所致。截至 2018 年底，云南城投集团资产合计 2,956.50 亿元，较年初大幅增长 12.68%，主要系非流动资产中投资性房地产大幅增加所致；其中流动资产 1,498.50 亿元（占 50.68%），非流动资产 1,458.00 亿元（占 49.32%），资产结构较为均衡。

2016~2018 年，云南城投集团流动资产逐年增长，年均复合增长 13.30%，主要为存货和其他应收款的增长。截至 2018 年底，云南城投集团流动资产合计 1,498.50 亿元，较年初大幅增长 12.72%；流动资产主要由货币资金（占 9.99%）、其他应收款（占 20.19%）和存货（占 55.51%）构成。

2016~2018 年，云南城投集团货币资金波动减少，年均复合减少 13.99%。截至 2017 年底，云南城投集团货币资金 239.01 亿元，较年初大幅增长 18.15%，主要系工程承包收入款项增加所致。截至 2018 年底，云南城投集团货币资金 149.67 亿元，较年初大幅减少 37.38%，主要系受经济环境影响，新增金融机构借款减少，刚性兑付及利息支出增加导致。从构成来看，云南城投集团货币资金以银行存款（占 95.29%）为主；其中 5.56 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 3.7%，占比较低。

2016~2018 年，云南城投集团其他应收款逐年增长，年均复合增长 66.00%。截至 2018 年底，云南城投集团其他应收款 302.54 亿元，较年初大幅增长 51.26%，主要系关联方往来款和政府欠款增加所致。账龄方面，其他应收款账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年），占比为 78.57%。云南城投集团其他应收款规模较大，对云南城投集团资金形成一定占用；考虑到欠款方主要为政府部门，回款率保障程度较高。

2016~2018 年，随着云南城投集团房地产二级开发项目以及一级开发项目的持续投入，云南城投集团存货快速增长，云南城投集团存货逐年增长，年均复合增长 11.81%。截至 2018 年底，云南城投集团存货 831.83 亿元，较年初大幅增长 12.78%，主要系房地产开发项目成本增加所致。云南城投集团共计提跌价准备 11.96 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。

2016~2018 年，云南城投集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 29.33%。截至 2018 年底，云南城投集团非流动资产合计 1,458.00 亿元，较年初大幅增长 12.63%，主要系投资性房地产大幅增长所致。云南城投集团非流动资产主要由长期股权投资（占 10.70%）、投资性房地产（占 29.26%）和固定资产（占 18.66%）构成。

2016~2018 年，云南城投集团可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 32.07%。截至 2017 年底，云南城投集团可供出售金融资产 131.30 亿元，较年初大幅增长 90.40%，主要系下属子公司云南融智资本管理有限公司、云南瑞滇投资有限公司对外股权投资增加所致。截至 2018 年底，云南城投集团可供出售金融资产为 120.28 亿元，较年初减少 8.39%，主要系可供出售债务工具减少所致。

2016~2018 年，云南城投集团长期股权投资分别为 64.66 亿元、121.47 亿元和 156.04 亿元，年

均复合增长 55.34%。截至 2018 年底，云南城投集团长期股权投资较年初大幅增长 28.46%，主要系对大理华茂房地产开发有限公司、昆明融煜投资合伙企业（有限合伙）、昆明远望健康产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）等合营、联营公司投资增加所致。

表 21 长期股权投资主要增长构成（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
投资收益	20.39	11.21	0.96
追加投资	-0.91	47.97	11.98
合计	19.48	59.18	12.94

资料来源：审计报告

2016~2018 年，云南城投集团投资性房地产逐年增长，年均复合增长 45.92%。截至 2018 年底，云南城投集团投资性房地产为 426.63 亿元，较年初大幅增长 13.44%，主要系以公允价值计量的自用房地产或存货转入所致。云南城投集团投资性房地产中按成本法计量的账面余额 1.44 亿元，按公允价值计量的账面余额 425.19 亿元。

2016~2018 年，云南城投集团固定资产波动增长，年均复合增长 6.02%。截至 2018 年底，云南城投集团固定资产账面价值为 272.03 亿元，较年初减少 0.23%；主要以房屋及建筑物（占 86.67%）为主。固定资产成新率 81.60%，成新率较高。

截至 2018 年底，云南城投集团受限资产达 781.74 亿元，受限比例为 26.44%，受限比例一般，具体情况如下表所示。

表 22 截至 2018 年底云南城投集团受限资产明细情况（单位：亿元，%）

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	5.56	0.19
应收账款	101.96	3.45
存货	207.00	7.00
固定资产	115.22	3.90
无形资产	71.45	2.42
在建工程	5.50	0.19
股权	130.20	4.40
投资性房地产	144.84	4.90
合计	781.74	26.44

资料来源：审计报告

总体看，随着云南城投集团发展，业务规模的扩大，云南城投集团资产规模增长较快。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。

负债

2016~2018 年，云南城投集团负债规模逐年增长，年均复合增长 18.88%，主要系非流动负债减少所致。截至 2018 年底，云南城投集团负债规模合计 2,264.24 亿元，较年初大幅增长 11.52%，主要系应付债券和长期借款大幅增长所致；其中流动负债 957.19 亿元（占 42.27%），非流动负债 1,307.05 亿元（占 57.73%），以非流动负债为主。

2016~2018 年，云南城投集团流动负债逐年增长，年均复合增长 18.61%。截至 2018 年底，云南城投集团流动负债合计 957.19 亿元，较年初大幅增长 10.93%，主要系一年内到期的非流动负债和其

他应付款增加所致。流动负债主要由短期借款（占 10.75%）、其他应付款（占 20.37%）和一年内到期的非流动负债（占 40.08%）构成。

2016~2018 年，云南城投集团短期借款波动增长，年均复合增长 10.88%。截至 2018 年底，云南城投集团短期借款为 102.89 亿元，较年初大幅减少 45.11%，主要系信用借款大幅减少所致。短期借款中以保证借款（占 47.56%）和信用借款（占 45.68%）为主。

2016~2018 年，云南城投集团其他应付款逐年增长，年均复合增长 35.81%。截至 2018 年底，云南城投集团其他应付款 195.01 亿元，较年初大幅增长 42.55%，主要系关联方资金、应付股权收购款、非金融机构借款和其他往来资金等增加所致。云南城投集团其他应付款中一年以内金额为 148.12 亿元。

2016~2018 年，云南城投集团一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 26.10%。截至 2018 年底，云南城投集团一年内到期的非流动负债 383.62 亿元，较年初大幅增长 42.44%，主要系长期借款一年内到期转入所致。

2016~2018 年，云南城投集团非流动负债逐年增长，年均复合增长 19.08%。截至 2018 年底，云南城投集团非流动负债合计 1,307.05 亿元，较年初大幅增长 11.96%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 55.70%）和应付债券（占 30.04%）构成。

2016~2018 年，受融资规模增长影响，云南城投集团长期借款逐年增长，年均复合增长 13.63%，截至 2018 年底，云南城投集团长期借款 728.00 亿元，较年初增长 5.19%，主要系质押借款、抵押借款、其他借款（国开基金）增加所致；长期借款主要包括抵押借款（占比 35.63%）和保证借款（占比 26.16%）。

2016~2018 年，云南城投集团应付债券逐年增长，年均复合增长 28.87%。截至 2018 年底，云南城投集团应付债券 392.67 亿元，较年初大幅增长 30.13%，主要系云南城投集团 2018 年发行了多笔中票、超短融和公司债所致。

债务方面，2016~2018 年，随着云南城投集团融资规模的扩大，云南城投集团全部债务逐年增长，年均复合增长率为 18.62%。截至 2018 年底，云南城投集团全部债务 1,643.85 亿元，较年初增长 9.10%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增加所致。全部债务中短期债务占 31.17%，长期债务占 68.33%。债务指标方面，云南城投集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均有所下降，截至 2018 年底，上述比率分别为 76.59%、70.37%和 62.04%，分别较上年下降 0.79、1.37 和 1.40 个百分点。截至 2018 年底，云南城投集团其他权益工具中包含 84.00 亿元的永续债，若将该永续债调整至长期债务，云南城投集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.44%、71.41%和 63.73%。总体看，云南城投集团债务负担较重。

总体看，受建设项目持续投入以及业务板块扩张影响，云南城投集团债务规模持续增长，债务负担较重。

所有者权益

2016~2018 年，云南城投集团所有者权益逐年增长，年均复合增长 25.90%，主要系发行 44.00 亿元永续债致其他权益工具增加和资本公积金²增加所致。截至 2018 年底，云南城投集团所有者权益合计 692.26 亿元，较年初大幅增长 16.64%，其中归属于母云南城投集团的所有者权益占 42.17%。归属于母云南城投集团的所有者权益主要以实收资本（占 14.19%）、其他权益工具（占 28.77%）和

² 根据《云南省国资委关于将昆明滇池国际会展中心展馆作价注入云南省城市建设投资集团有限公司事宜的批复》云国资产权〔2018〕444 号：批复同意将昆明滇池国际会展中心展馆评估作价后注入云南省城市建设投资集团有限公司，增加云南省城市建设投资集团有限公司国家资本金。故云南城投集团本期将省国资委注入的经评估作价的昆明滇池国际会展中心展馆同时增加固定资产及资本公积 64.84 亿元。

资本公积（占 41.99%）为主。

总体看，近三年，云南城投集团所有者权益规模稳定增长，其中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

盈利能力

2016~2018 年，受益于云南城投集团发展、业务规模的扩大，云南城投集团营业收入逐年增长，年均复合增长 40.89%。2017 年，云南城投集团实现营业收入 365.73 亿元，较上年大幅增长 80.56%，主要系房地产业务结转收入和投资行业收入大幅增长所致；2018 年，云南城投集团实现营业收入 402.05 亿元，较上年增长 9.93%，主要系物流贸易板块收入增长所致。2016~2018 年，云南城投集团净利润逐年增长，年均复合增长 60.36%。2018 年，云南城投集团实现净利润 26.10 亿元，较上年大幅增长 29.53%，主要系投资收益和营业外收入增加所致。

从期间费用来看，2016~2018 年，云南城投集团期间费用逐年增长，年均复合增长 39.00%，主要系财务费用和管理费用增长所致。具体看，2016~2018 年，云南城投集团销售费用逐年增长，年均复合增长 42.57%，2018 年，云南城投集团销售费用为 16.41 亿元，较上年增长 4.13%，主要系广告宣传费增加所致。2016~2018 年，云南城投集团管理费用逐年增长，年均复合增长 30.74%。2018 年，云南城投集团管理费用为 29.84 亿元，较上年大幅增长 16.77%，主要系工资、奖金、津贴和补贴、社保及住房公积金等增加所致。2016~2018 年，随着公司融资额不断上升，云南城投集团财务费用逐年增长，年均复合增长 42.63%；2018 年，云南城投集团财务费用为 61.16 亿元，较上年增长 4.99%。近三年，云南城投集团费用收入比分别为 27.44%、27.22%和 26.71%，费用总额对利润侵蚀作用较大，云南城投集团费用控制能力有待提高。

2016~2018 年，云南城投集团非经常性损益（包括公允价值变动损益、投资收益、其他收益和营业外收入）分别为 28.50 亿元、24.07 亿元和 54.58 亿元，占利润总额的 164.45%、70.14%和 122.28%。具体来看，2016~2018 年，云南城投集团所取得的公允价值变动净收益分别为 12.03 亿元、15.20 亿元和 14.90 亿元。2017 年较上年大幅增加主要系投资性房地产公允价值变动大幅增长所致；2018 年，云南城投集团所取得的公允价值变动净收益较上年减少 1.99%，主要系按公允价值计量的投资性房地产增值减少所致。2016~2018 年，云南城投集团所取得的投资净收益分别为 6.25 亿元、4.64 亿元和 31.84 亿元，2018 年，云南城投集团所取得的投资净收益较上年大幅增长 585.82%，主要系处置满江康旅和拉萨圣地天堂会展旅游实业有限公司长期股权投资产生的投资收益增加所致。云南城投集团营业外收入主要是政府补助、违约金赔偿收入以及合并收益，近三年分别为 10.22 亿元、2.24 亿元和 3.44 亿元，波动较大，2018 年，营业外收入较上年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。整体看，云南城投集团盈利能力有待提高。

盈利指标方面，2016~2018 年，云南城投集团总资本收益率和总资产报酬率均呈波动上升态势，近三年总资本收益率分别为 3.09%、4.11%和 3.87%，总资产报酬率分别为 2.91%和 3.88%和 3.67%；同期，云南城投集团净资产收益率呈波动上升态势，分别为 2.88%和 3.91%和 4.06%。云南城投集团盈利能力一般。

总体看，随着云南城投集团发展、业务规模的扩大，云南城投集团营业收入不断增加，但期间费用控制能力有待提高，且云南城投集团非经营性损益及政府补助对利润总额的影响较大，云南城投集团盈利能力有待提高。

现金流

从经营活动产生的现金流量来看，2016~2018 年，云南城投集团经营活动现金流入分别为 272.86 亿元、467.82 亿元和 552.28 亿元，年均复合增长 42.27%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增

加所致；2016~2018 年，云南城投集团经营活动现金流出分别为 291.26 亿元、480.91 亿元和 532.53 亿元，年均复合增长 35.22%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；同期云南城投集团经营活动现金净额分别为-18.40 亿元、-13.09 亿元和 19.75 亿元。2016~2018 年，云南城投集团现金收入比率分别为 65.82%、75.31%和 84.29%，逐年上升，但整体收入实现质量一般。

从投资活动产生的现金流量看，2016~2018 年，云南城投集团投资活动现金流入分别为 37.61 亿元、116.61 亿元和 82.65 亿元；其中 2017 年投资活动现金流入大幅增加，主要系收回投资和投资收益的现金规模增长所致。2016~2018 年，云南城投集团投资活动现金流出分别为 223.87 亿元、353.77 亿元和 234.99 亿元，波动上升，主要受投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金影响，2017 年投资活动现金流出大幅增加主要原因为公司下属子公司水务股份公司收购 GalaxyNewspringpte.Ltd 公司及公司收购成都会展的投资款和公司购买的基金、股票投资款导致投资支付的现金大幅增加以及公司赎回对外投资产品及借款导致支付其他与投资活动有关的现金增加。受上述因素影响，2016~2018 年，云南城投集团投资活动现金流量净额分别为-186.27 亿元、-237.16 亿元和-152.34 亿元。

从筹资活动产生的现金流量看，2016~2018 年，云南城投集团筹资活动现金流入分别为 717.18 亿元、965.59 亿元和 845.87 亿元，年均复合增长率为 8.60%；同期，云南城投集团筹资活动现金流出分别为 469.88 亿元、666.16 亿元和 804.41 亿元，年均复合增长 30.84%。2016~2018 年，云南城投集团筹资活动现金流量净额分别为 247.30 亿元、299.43 亿元和 41.46 亿元，云南城投集团对外融资需求较大。

偿债能力

短期偿债能力指标方面，2016~2018 年，云南城投集团流动比率、速动比率、现金短期债务比均呈波动下降态势，流动比率分别为 1.72 倍、1.54 倍和 1.57 倍，速动比率分别为 0.74 倍、0.69 倍和 0.70 倍，流动资产中存货占比较高导致速动比率较低；现金短期债务比分别为 0.62 倍、0.52 倍和 0.50 倍，现金类资产对短期债务的保障能力一般。整体看，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，2016~2018 年，云南城投集团 EBITDA 分别为 76.21 亿元、110.37 亿元和 124.75 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长主 27.94%。云南城投集团 2018 年 EBITDA 主要由利润总额占 34.21%，计入财务费用的利息支出占 47.95%，折旧占 11.75%，以及摊销占 6.09%构成。2016~2018 年，云南城投集团 EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.07 倍和 0.08 倍，EBITDA 对债务的保障能力偏弱；2016~2018 年，云南城投集团 EBITDA 利息倍数分别为 1.03 倍、1.33 倍和 1.24 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 2018 年底，云南城投集团对外担保合计 135.29 亿元，云南城投集团担保比率为 19.54%，主要系对恒泰浩睿-彩云之南资产管理计划³提供转向计划差额补足及连带担保责任和为商品房承购人提供购房担保，云南城投集团存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，云南城投集团共获银行授信额度总额为人民币 1,871.98 亿元和美元 3,000 万，已使用 1,208.15 亿元，未使用授信总额人民币 663.83 亿元和美元 3,000 万，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。

截至 2018 年底，云南城投集团有 5 笔重大未决诉讼（超过 1000 万元），其中 4 笔为云南城投

³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，1、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；2、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；3、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；4、合格投资。

集团三级子公司云南融智资本管理有限公司（以下简称“融智资本”）作为原告，委托借款本息无法收回，涉及金额 9.4 亿元，融智资本申请财产保全金额 11.72 亿元，目前仍处于强制执行阶段；另外 1 笔为云南城投作为被告的建设工程合同涉及金额为 1.08 亿元，云南城投已计提了相应的或有负债。

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1053011200410310N），截至 2019 年 3 月 31 日，云南城投集团无未结清的不良类贷款记录，存在四笔已结清的关注类贷款和四笔欠息，相关银行已出具证明。根据国开行云南分行及中国农业银行昆明西山区支行提供的证明，上述关注或不良贷款信息均已经正常履约，无不良信用记录。

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。

3. 担保效果评价

截至 2018 年底，本期债券 3.2 亿元的发行规模占云南城投集团所有者权益总额的 0.46%，占云南城投集团净资产比重较低。

以 2018 年的相关财务数据为基础，2018 年云南城投集团经营活动现金流入量为 552.28 亿元，为本期债券规模（3.2 亿元）的 172.59 倍，经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高；2018 年，云南城投集团 EBITDA 为 124.75 亿元，为本期债券规模（3.2 亿元）的 38.98 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。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的突出优势，其所提供的担保对本期债券的信用状况有积极的作用。

总体看，本期债券发行规模占云南城投集团净资产比重较低，考虑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，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有明显的积极作用。

十、综合评价

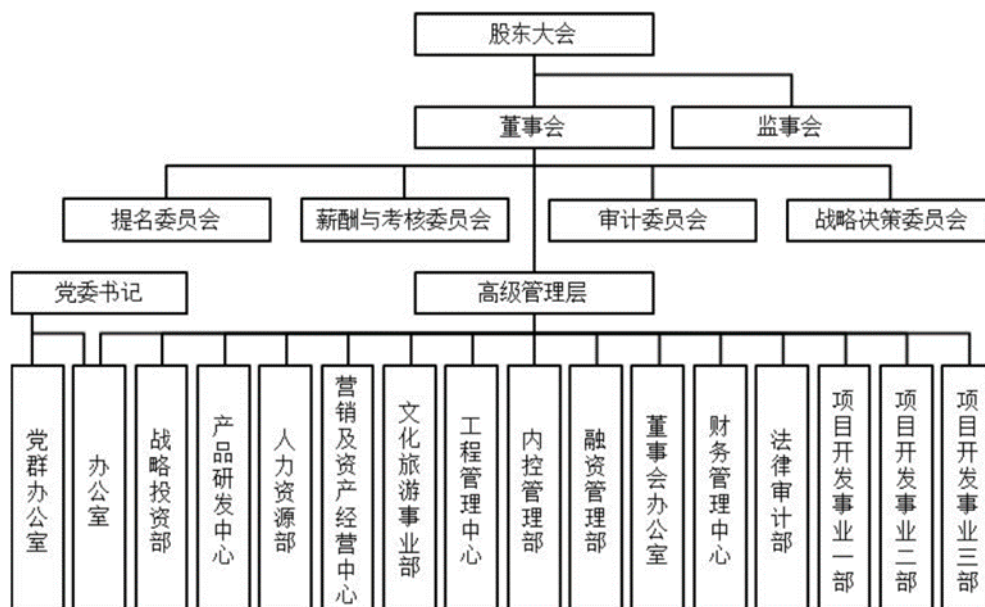
公司作为国有上市房地产开发企业，具有较为丰富的房地产开发经验，土地储备较为充足，收购银泰等项目丰富了业态区域分布，公司为云南城投集团房地产板块重要经营子公司，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。同时，联合评级也关注到公司房地产项目区域集中度高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大的资金支出压力、债务存在集中兑付压力、盈利能力较为一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，拥有一定发展前景。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由云南城投集团提供全额无条件且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，其所提供的担保对本期债券的信用状况有显著的提升作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 云南城投置业股份有限公司 组织架构图



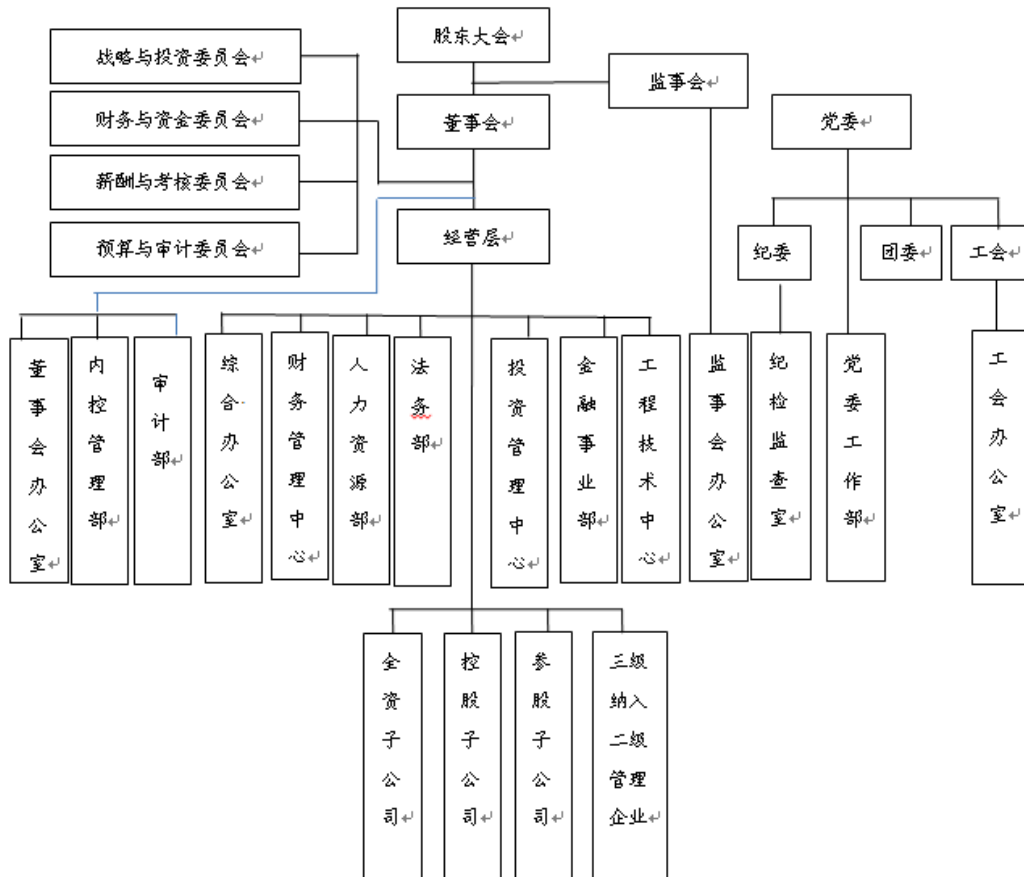
附件 2 云南城投置业股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益 (亿元)	69.15	88.14	90.20	85.83
短期债务 (亿元)	140.41	208.63	250.25	286.56
长期债务 (亿元)	278.59	294.91	315.56	290.36
全部债务 (亿元)	418.99	503.53	565.81	576.92
营业收入 (亿元)	97.70	143.91	95.43	8.70
净利润 (亿元)	2.70	4.22	4.55	-4.18
EBITDA (亿元)	13.96	25.82	26.42	--
经营性净现金流 (亿元)	-19.35	36.68	-22.43	-7.62
流动资产周转次数 (次)	0.22	0.27	0.17	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.23	0.14	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.20	0.12	--
现金收入比率 (%)	51.09	75.24	93.75	176.80
总资本收益率 (%)	2.82	4.04	3.62	--
总资产报酬率 (%)	2.44	3.45	3.01	--
净资产收益率 (%)	4.32	5.37	5.10	--
营业利润率 (%)	13.49	21.85	22.95	35.38
费用收入比 (%)	13.34	17.62	32.95	91.05
资产负债率 (%)	89.22	88.82	89.37	89.94
全部债务资本化比率 (%)	85.83	85.10	86.25	87.05
长期债务资本化比率 (%)	80.11	76.99	77.77	77.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.35	0.60	0.53	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.05	0.05	--
流动比率 (倍)	1.85	1.44	1.32	1.23
速动比率 (倍)	0.35	0.29	0.19	0.16
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.26	0.11	0.08
经营现金流动负债比率 (%)	-6.89	9.49	-5.34	-1.67
EBITDA/本次发债额度 (倍)	4.36	8.07	8.26	--

注：2016~2019 年 3 月公司短期债务中包含其他应付款中的有息借款；2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,038.90	2,623.83	2,956.50
所有者权益（亿元）	436.72	593.52	692.26
短期债务（亿元）	341.79	476.58	512.38
长期债务（亿元）	826.39	1,030.15	1,131.47
全部债务（亿元）	1,168.18	1,506.73	1,643.85
营业收入（亿元）	202.55	365.73	402.05
净利润（亿元）	10.15	20.15	26.10
EBITDA（亿元）	76.21	110.37	124.75
经营性净现金流（亿元）	-18.40	-13.09	19.75
流动资产周转次数（次）	4.28	4.98	4.01
存货周转次数（次）	0.27	0.31	0.35
总资产周转次数（次）	0.12	0.16	0.14
现金收入比率（%）	65.82	75.31	84.29
总资本收益率（%）	3.09	4.11	3.87
总资产报酬率（%）	2.91	3.88	3.67
净资产收益率（%）	2.88	3.91	4.06
营业利润率（%）	25.87	34.14	25.89
费用收入比（%）	27.44	27.22	26.71
资产负债率（%）	78.58	77.38	76.59
全部债务资本化比率（%）	72.79	71.74	70.37
长期债务资本化比率（%）	65.43	63.45	62.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.03	1.33	1.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.08
流动比率（倍）	1.72	1.54	1.57
速动比率（倍）	0.74	0.69	0.70
现金短期债务比（倍）	0.62	0.52	0.50
经营现金流动负债比率（%）	-2.70	-1.52	2.06
EBITDA/本次发债额度（倍）	23.82	34.49	38.98

注：本报告将担保方 2016~2018 年其他应付款中的非金融机构借款计入短期债务，长期应付款中的有息债务计入长期债务核算。

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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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

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 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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年云南城投置业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

云南城投置业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。云南城投置业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注云南城投置业股份有限公司的相关状况，如发现云南城投置业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如云南城投置业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至云南城投置业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送云南城投置业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一九年五月二十七日

