

信用等级公告

联合〔2019〕2012号

联合资信评估有限公司通过对云南城投置业股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南城投置业股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“17云城置业MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月十七日



云南城投置业股份有限公司跟踪评级报告

偿债主体长期信用

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

担保方主体长期信用

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

偿债主体评级展望

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

担保主体评级展望

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	评级展望	上次评级结果	评级展望
*17 云城置业 MTN001 ¹	5 亿元	2020/9/7	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2019 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.63	53.33	26.71	21.75
资产总额(亿元)	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益合计(亿元)	69.15	88.14	90.20	85.83
短期债务(亿元)	140.40	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	503.54	565.81	576.92
营业收入(亿元)	97.70	143.91	95.43	8.70
利润总额(亿元)	4.25	7.07	6.57	-5.11
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(%)	3.91	4.79	5.04	--
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(%)	184.97	143.79	132.28	122.81
经营现金流流动负债比(%)	-6.89	9.49	-5.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.01	19.50	21.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.35	0.60	0.53	--

注：1. 公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的关联方资金和非金融机构借款调整至短期债务；3. 所有者权益包含公司 2017 年发行的本金为 5.00 亿元的永续中票

评级观点

云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投置业”）是国有控股上市房地产开发企业。跟踪期内，公司土地储备较为充足，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存货规模较大且区域集中度高，存在一定的去化压力；盈利能力一般、利润总额受非经常性损益影响大、债务规模快速增长、债务负担重和对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力一般。

“17 云城置业 MTN001”由云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投集团”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。作为云南省城市运营开发（包括土地一级开发、房地产开发和城市服务性项目的投资和建设）的重要实体以及公用事业的主要载体，云南城投集团提供的担保对“17 云城置业 MTN001”的信用状况有显著的积极影响。

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、旅游地产项目和康养地产的开发及销售；公司通过对银泰系列项目的收购，房地产区域布局进一步延伸至部分发达地区，同时也丰富了公司城市综合体的业态。

综合评估，联合资信确定维持云南城投置业股份有限公司主体信用等级为 AA；维持“17 云城置业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

¹注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

分析师：张文选 刘莉婕 尹金泽 蔡伊静

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 公司是云南省国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，在云南地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。
2. 公司土地储备规模较大，可满足未来一段时间房产项目开发需要。
3. 云南城投集团为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据的安全性。

关注

1. 公司房地产开发项目建设规模较大，存货规模大且区域集中度高，存在一定的去化压力；公司整体资产受限比例较高。
2. 公司收入和利润规模受市场行情波动和在建项目进度影响较大，且期间费用对公司利润总额侵蚀大，2018年公司利润总额主要来源于非经常性损益，2019年一季度出现亏损，整体盈利能力一般。
3. 公司债务规模大，债务负担重，短期支付压力大。
4. 公司在建项目及投资收购资金需求高，对外部融资依赖性强。
5. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。
6. 保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革，公司实控人可能发生变更。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南城投置业股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于云南城投置业股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投置业”）前身为云南光明啤酒股份有限公司，于1992年12月以定向募集方式成立，1998年10月更名为“云南红河光明股份有限公司”，2007年10月更为现名。公司于2007年在上海证券交易所上市，股票简称“云南城投”，股票代码为600239.SH。2007年5月17日，云南省城市建设投资集团有限公司（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。经历次增资、转增股本等变更后，截至2019年3月底，公司总股本160568.69万股，其中云南城投集团直接持股比例为34.87%，间接持股比例为2.03%，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”）、云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“云南建投集团”）、云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南国资”）及云南省财政厅分别持有云南城投集团50.59%、3.79%、40.00%和5.62%股权，公司实际控制人为云南省国资委。

2018年10月12日，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80284346股。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云南融智投资有限公司合计对公司的持股比例将从36.90%增加至41.90%。

公司系房地产开发企业，主要从事房地产开发、经营与销售业务。截至2019年3月底，公司设有战略投资部、内控管理部、产品研发中心、融资管理部、法律审计部、董事会办公室、人力资源部、营销及资产经营中心、工程管理中心、财务管理中心等16个部门。

截至2018年底，公司合并资产总额为848.68亿元，所有者权益合计90.20亿元（含少数股东权益33.69亿元）；2018年公司实现营业收入95.43亿元，利润总额6.57亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额为852.99亿元，所有者权益合计85.83亿元（含少数股东权益33.10亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入8.70亿元，利润总额-5.11亿元。

公司注册地址：云南省昆明市民航路869号金融金阶A座；法定代表人：杨涛。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2017年9月发行了“17云城置业MTN001”，发行额度5亿元。所募资金用于偿还有息债务。“17云城置业MTN001”在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。云南城投集团为“17云城置业MTN001”提供全额（包括全部本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应有担保人支付的费用）无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“17云城置业MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“17云城置业MTN001”条款,可得出以下结论:

(1)“17云城置业MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析,“17云城置业MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2)“17云城置业MTN001”如不赎回,从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析,公司在“17云城置业MTN001”赎回日具有赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性大。

(3)“17云城置业MTN001”在除公司(含合并范围子公司)发生强制付息事件时,可递延利息支付且递延利息次数不受限制。强制付息事件包括向普通股股东分红、减少注册资本、向偿付顺序劣于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付、或公司在本期中期票据付息日前十二个月内向普通股股东分红、减少注册资本。2018年公司预计向股东分红1.48亿元,但截至目前尚未派发。从历史分红角度分析,公司分红意愿较为明显,未来持续分红可能性较大。递延利息支付可能性较小,与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

截至目前,“17云城置业MTN001”资金全部按募集资金规划使用完毕。跟踪期内,“17云城置业MTN001”已正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济

结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,中国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,中国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新

动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占

比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同

比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造

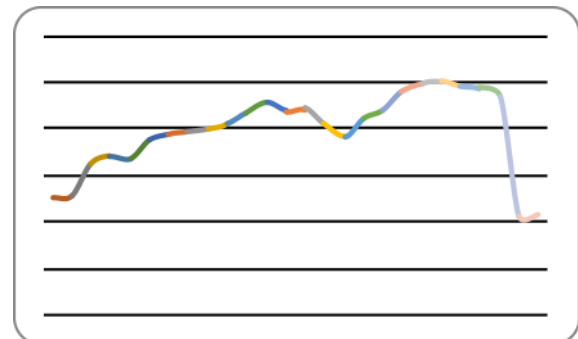
业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域环境分析

1. 房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1 2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。

全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2. 土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2%，较 2017 年增长 2%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1—9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，

同比增长 7.8%，较 2017 年同期下降 0.2 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31% 和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.4 和 16.3 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04% 和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建

棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

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，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

4. 云南省区域经济

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

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

云南作为西部地区的重要省市，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。根据云南省统计局官网显示，初步核算，2016—2018年，云南省分别实现生产总值14869.95亿元、16531.34亿元和17881.12亿元。其中2018年同比增长8.9%，增速比全国（6.6%）高2.3个百分点，排全国第3位。分产业看：第一产业完成增加值2498.86亿元，同比增长6.3%，比全国（3.5%）高2.8个百分点；第二产业完成增加值6957.44亿元，同比增长11.3%，比全国（5.8%）高5.5个百分点；第三产业完成增加值8424.82亿元，同比增长7.6%，增速与全国持平。

2018年，云南省地方一般公共预算收入中税收收入完成1423.2亿元，增长15.3%。2016—2018年，云南省政府性基金收入分别为431.9亿元、731.9亿元和1287.3亿元（其中国有土地使用权出让收入1172.9亿元）；2018年同比大幅增长，主要系省内争取中央新增专项债券大幅增加和土地成交量有所上升所致。

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，云南城投集团直接持有公司34.87%的股权，间接持有公司2.03%的股权，为公司控股股东。云南省国资委、云南建投集团、云南国资及云南省财政厅分别持有云南城投集团50.59%、3.79%、40.00%和5.62%股权，公司实际控制人为云南省国资委。要约收购完成后，云南城投集团及其控股子公司云南融智投资有限公司合计对公司的持股比例将从36.90%增加至41.90%。

2. 企业规模

公司以房地产开发为主业，拥有房地产开发一级资质。公司坚持“立足云南、面向全国”的发展策略，在做好云南省内房地产项目开发

和土地储备的同时，积极向省外市场拓展，目前经营区域已拓展至四川、重庆、甘肃、陕西、辽宁和北京等地。截至2019年3月底，公司持有待开发土地的面积6696.23亩，规划计容建筑面积670.52万平方米，持有一级土地整理面积148.60万平方米。

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

3. 股东支持

公司控股股东云南城投集团成立于2005年4月，注册资本41.42亿元，云南省国资委、云南建投集团、云南国资及云南省财政厅分别持有云南城投集团50.59%、3.79%、40.00%和5.62%股权。

云南城投集团是云南省人民政府出资成立的城市基础设施建设投融资主体，目前已形成以“城市开发”“公用事业”“物流贸易”“旅游文化”“建筑安装”五大板块为主业，以金融、循环经济为配套业务的战略发展格局。云南城投集团规模较大、资本实力较强，截至2018年底，云南城投集团合并资产总额2956.50亿元，所有者权益合计692.26亿元（含少数股东权益400.33亿元）；2018年，云南城投集团实现营业收入402.05亿元，利润总额42.67亿元。

公司是云南城投集团重要的子公司之一，能够获得云南城投集团的大力支持。在土地一级开发上，云南城投集团可协助公司获取项目资源，便于公司储备土地；在资金支持上，公司可从云南城投集团借用资金，截至2019年3月底，云南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，公司控股股东实力极强，能够在资金来源及项目获取上为公司提供大力支持。

七、管理分析

根据公司 2019 年 2 月 21 日公告，公司副总经理袁浩先生及李向何先生因工作变动原因，申请辞去公司副总经理职务。

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。根据《公司章程》规定，董事长为公司法定代表人，公司法定代表人变更为杨涛，2019 年 6 月 17 日，公司完成工商变更。

杨涛，1975 年 9 月出生，汉族，中共党员，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、州委统战部副部长，云南城投集团党委书记、副董事长；现任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，云南城投置业董事。

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无其他重大变化。

八、重大事项

1. 收购成都会展

2017 年 8 月 26 日公司发布公告，公司拟以发行股份加支付现金的方式购买收购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。2019 年 6 月 20 日，公司发布《关于终止重大资产重组的公告》，终止本次重大资产重组事项。

2. 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城市建设投资有限公司（以下简称“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 76127 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 8008 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 61017.22 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。

3. 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以及项目规划的不确定性，后续可能会对项目开发销售与运营带来一定的影响，且目前收购项目中经营的海口万豪酒店净利润尚处于亏损中。

4. 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67138万元，公司将标的股权以53715.57万元转让给昆明万洱。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。

5. 董事长涉嫌严重违纪违法，公司更换董事长

见“七、管理分析”。

6. 公司收到上海证券交易所对公司2018年度报告的事后审核问询函

公司于2019年5月29日收到上海证券交易所发来的《关于对云南城投置业股份有限公司2018年年度报告的事后审核问询函》（上证公函〔2019〕0801号）（以下简称“《问询函》”）。问询函内容主要涉及公司经营业绩、长期股权投资、项目开发、资金往来等相关问题。要求公司于2019年6月5日之前进行回复并予以披露。公司已于2019年6月5日披露《问询函》的回复公告。

联合资信将密切关注上述重点事项对公司业务运营、公司治理等方面的影响。

7. 实控人变更不确定性

公司于2019年7月3日发布公告，公司收到股东云南城投集团通知，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。

九、经营分析

1. 经营概况

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

近三年，公司业务收入波动下降。2017

年，随着公司融城西安湖、艺术家园区、上东大道及新并购项目竣工交房结转，公司实现营业收入大幅增加；2018年公司实现营业收入95.43亿元，同比下降33.69%，主要系公司房地产开发、土地一级开发以及战略转型的周期性、阶段性影响，当期竣工项目有所减少所致，其中房地产业务实现收入75.15亿元，占营业收入的78.75%，占比有所下降但仍为公司收入主要来源。

表1 近年公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务种类	2016年			2017年			2018年			2019年1-3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	
房地产业务	住宅	79.10	76.11	16.13	75.24	52.28	23.24	28.49	29.85	23.94	1.56	17.90	20.26
	办公楼	7.83	8.02	42.70	16.47	11.44	31.64	17.24	18.07	41.28	0.65	7.51	41.20
	商铺	5.53	5.66	58.79	20.72	14.40	41.89	8.22	8.61	47.71	0.32	3.64	32.12
	车位	1.15	1.18	2.35	5.80	4.03	26.74	4.84	5.08	34.93	0.23	2.69	27.12
	公寓	--	4.86	51.30	6.37	4.43	42.57	16.36	17.14	21.76	0.05	0.56	41.77
	土地一级开发	--	--	--	8.21	5.70	39.51	--	--	--	--	--	--
小计	93.61	95.82	22.49	132.81	92.29	29.28	75.15	78.75	30.75	2.81	32.30	27.41	
酒店收入	0.10	0.10	-13.84	1.68	1.17	82.64	3.35	3.51	83.22	0.91	10.51	74.95	
商业管理	0.39	0.40	78.05	3.97	2.76	56.79	8.15	8.54	66.79	2.95	33.91	46.42	
物业服务	0.87	0.89	3.09	2.42	1.68	11.48	2.49	2.61	18.91	0.68	7.79	14.10	
其他业务	2.73	2.79	57.73	3.03	2.11	82.12	6.30	6.60	21.74	1.35	15.48	46.15	
合计	97.70	100.00	23.49	143.91	100.00	31.47	95.43	100.00	34.77	8.70	100.00	40.71	

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

从收入结构看，住宅、办公楼、商铺和车位等是公司房地产业务的核心产品，2018年，公司房地产业务收入75.15亿元，较上年下降43.42%。从细分情况看，2018年公司住宅收入较2017年大幅下降，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；办公楼收入较2017年略有增长，为17.24亿元；商铺收入同比大幅下降，为8.22亿元，主要系商铺销售结转高峰期已过，新增商业物业如融城云谷等商铺销售较少所致；车位收入同比有所下降，为4.84亿元；公寓收入同比大幅增长，为

16.36亿元，主要系杭州临平项目公寓2018年竣工结转收入13.7亿元所致。2018年，公司酒店收入为3.35亿元，收入大幅增加，主要系2017年开业的成都华尔道夫酒店本年实现收入1.36亿元所致；商业管理收入为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；物业服务收入为2.49亿元，较上年略有增长；公司其他业务主要为出售土地使用权收益及联营企业资金占用费收入等，2018年其他收入6.30亿元，较2017年增长107.92%，主要系2018年处置投资性房地产结转收入所

致。

从毛利率情况看，2018 年公司综合毛利率 34.77%，较上年有所提升。具体看，2018 年住宅销售的毛利率略有提高，为 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一二线城市物业所致；办公楼销售毛利率为 41.28%，较 2017 年增长 9.64 个百分点，主要系昆明湖写字楼销售毛利较高所致；商铺的毛利率为 47.71%，较 2017 年增长 5.82 个百分点，主要系临平理想银泰城、西溪银泰城及哈尔滨银泰城商铺销售毛利较高且销售占比增加所致；2018 年车位毛利率为 34.93%，较上年增长 8.19 个百分点，主要系临平理想银泰城、海威国际及艺术家园车位销售毛利较高且销售占比增加所致；公寓毛利率为 21.76%，较上年下降 20.81 个百分点，主要系销售毛利较高的成都银泰城销售占比减少，销售毛利较低的杭州临平公寓销售占比较高所致。2018 年酒店收入毛利率 83.22%，较上年变化不大；同期，商业管理毛利率 66.79%，较 2017 年增长 10.00 个百分点，主要系商业成熟度不断加强，租金收入增加摊薄成本所致；物业服务毛利率 18.91%，较 2017 年增长 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所致；其他业务毛利率 21.74%，较 2017 年大幅减少，主要系 2018 年资金占用费收入对应成本由财务费用调整至其他业务成本所致。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，同比减少 62.69%，主要系结转面积大幅下降致使房地产开发收入减少所致；利润总额 -5.11 亿元，上年同期为 -0.42 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、商业管理业务收入占比提高所致

跟踪期内，房地产业务仍为公司的主要收入来源；公司公寓业务毛利率明显下降；综

合毛利率有所增长。

2. 房地产业务

项目开发情况

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

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 9.40 万平方米，竣工面积为 6.03 万平方米，规模均较小，期末在建面积为 235.82 万平方米。

表 2 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
新开工面积	192.59	17.35	25.99	9.40
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

注：表中新开工面积统计口径为新项目开工面积，部分项目续建面积未计入新开工面积，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=本期末期末在建项目面积”的等式关系

资料来源：公司提供

总体看，公司开发项目主要集中于云南、西安、杭州、哈尔滨地区，包括了住宅、办

公、商业等多种业态。

项目销售情况

公司利用云南丰富的旅游资源，大力推动旅游地产销售。云南具有得天独厚的气候优势。公司通过“梦云南”连锁分时度假平台的运行，提高其品牌及业界影响力，推动“梦云南”及“融城”系列地产项目的销售。

2016—2018年，公司达预售项目数量波动增加，截至2019年3月底，公司达到预售项目为26个；2016—2018年，公司协议销售面积波动下降，其中，2017年下降主要系商业、车位等销售速度放缓所致，2018年增长主要系写字楼、住宅及商业销售情况较好所致，2018年为52.81万平方米；销售均价逐年增长，2018年为12539元/平方米，同比增长2.03%。综合影响下，2018年公司实现协议销售金额66.22亿元，同比增长13.20%。销售回款方面，销售回款率有所下降，主要系房地产调控政策及2018年销售项目中商业占比较大，部分总价较高且商业贷款难度较大，回款速度较慢所致。2016—2018年，公司结转面积波动下降，2018年为55.67万平方米，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年银泰项目和公司

其他项目剩余竣工交房项目减少致使结算面积大幅下降；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。

表3 公司房地产销售情况

(单位：个、万平方米、亿元、元/平方米、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
达预售项目	20	27	25	26
协议销售面积	61.96	47.60	52.81	3.17
协议销售金额	46.54	58.50	66.22	5.66
协议销售均价	7506	12290	12539	17868
销售回款率	94.93	--	80.00	83.00
结转面积	101.60	105.81	55.67	2.17
结转收入	93.61	132.81	75.15	2.81
结转均价	9214	12552	13499	12949

注：2017年销售回款率数据公司未提供

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司房地产协议销售面积为3.17万平方米，协议销售金额5.66亿元，协议销售均价17868元/平方米，较2018年增长42.50%，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12949元/平方米。

表4 截至2019年3月底公司主要在售项目基本情况

(单位：%、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	地址	权益比例	可售面积	已累计销售面积	已累计实现收入	销售均价	工程进度
融城昆明湖	昆明	100	120.27	88.84	70.73	7955.17	在建
融城金阶		100	20.88	16.95	18.72	11034.66	竣工
融城优郡		74	28.24	19.24	18.74	9741.80	竣工
艺术家园		51	53.21	42.06	23.12	5501.40	竣工
融城春晓(一期)		100	16.74	4.79	4.79	9846.73	竣工
山海荟(一期)		100	6.23	3.49	3.49	20918.13	竣工
临平银泰城(一二三期)	杭州	70	33.05	30.26	39.88	13154.72	三期在建
海威国际(一、二期)		70	19.03	18.94	10.64	17280.32	竣工
成都银泰中心	成都	70	50.11	47.12	82.52	17530.82	竣工
奉化银泰	宁波	70	18.61	17.99	7.57	11000.13	竣工
宁波银泰城(东部新城)		70	26.66	20.58	40.1	19477.21	竣工
春城十八里(一、二期)	咸阳	100	7.26	5.39	9.04	16146.81	二期在建
雨林澜山(一、二、三期)	西双版纳	一、二期为100，三期为95.24	9.00	8.39	10.90	12914.46	三期在建

融城云谷	西安	51	13.38	7.30	8.09	11048.12	竣工
融城东海		100	7.31	5.63	6.19	11011.57	竣工
平阳银泰城	温州	70	20.77	20.06	19.83	15185.94	竣工
苍南银泰城		70	12.13	11.91	18.09	9888.71	竣工
台州置业 (F0205-B)	台州	70	27.61	19.03	14.23	7479.61	竣工
海口龙腾湾	海口	70	8.65	7.07	8.63	-	在建
哈尔滨银泰城 (E13)	哈尔滨	70	7.96	5.53	5.24	9482.00	在建
哈尔滨银泰城 (E9)		70	19.04	15.31	16.29	10628.86	竣工
海东方 (一、二、三期)	大理	100	9.71	9.47	11.99	12657.97	三期在建
洱海天域 (除酒店)		70	17.51	17.17	20.15	11722.62	竣工
青云林海 (秦岭皇冠小镇)	安康	51	2.84	1.76	0.82	4678.67	竣工
合计			556.20	444.28	473.67	--	--

资料来源：公司提供

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%，但昆明地区部分项目受车位去化较慢影响，去化率较低，其他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，存在一定的去化压力。

土地储备情况

公司获得土地的方式为参与土地“招拍挂”和通过对标的公司的股权收购获取土地。公司是国有资本控股的上市公司，在土地一级开发上可以获得当地政府较强的支持。另外，目前房地产市场上资金较为紧张，公司利用自身的资本实力以及融资渠道多样化的优势，通过股权收购、并购进行土地储备。

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

公司按照“以云南为中心向西南和全国扩展”的区域发展战略，顺应市场发展趋势、把握市场机遇，在全国重点城市和区域吸纳优质的土地储备。公司在昆明、兰州、大理和成都等多地拥有大量土地储备。2016—2018 年，公司通过竞拍分别新增土地储备 34.52 万平方米、33.65 万平方米和 35.24 万平方米，拿地均价波动上升。2019 年 1—3 月，公司新增 2 宗土地，主要为商业及住宅用地；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區，且非全部为住宅用地，拿地成本较低。

表 5 2016—2019 年 3 月底公司通过招拍挂获取土地情况 (单位: 万平方米、万元)

取得时间	所处区域	拿地项目	占地面积	拿地总价	拿地均价	土地使用性质
2016.04	昆明市官渡区关坡村片区	关坡项目 (二期)	5.28	3.42	6477.27	住宅
2016.07	昆明市金碧街道	融城优郡二期	2.44	3.71	15204.92	城镇住宅兼容批发零售、住宅餐饮
2016.12	昆明市盘龙区	昆明湖 (二期)	8.25	7.13	8642.42	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	大理海东新城中心片	海东方	18.55	1.85	997.30	商服
小计			34.52	16.11	4666.86	--

2017.11	大理白族自治州	海东方	15.30	1.53	1000.00	商服用地、住宅
2017.11	昆明	融城昆明湖（二期）	3.14	4.49	14299.36	批发零售、住宿餐饮、商务金融
2017.12	大理白族自治州	满江项目	15.21	13.69	9000.66	住宅用地、商业
小计			33.65	19.71	5857.36	--
2018.05	凉山彝族自治州	冕宁康旅项目	6.17	1.99	3225.28	商业住宅
2018.06	凉山彝族自治州	冕宁康旅项目	6.10	1.79	2934.43	商业住宅
2018.07	杭州	萧山城南银泰城	5.54	6.48	11696.75	商住用地
2018.08	东莞	华阳花园	8.58	8.93	10407.93	住宅、商服
2018.11	西双版纳	江心岛	8.85	0.86	971.75	住宅
小计			35.24	20.05	5689.56	--
2019.01	西双版纳	江心岛	47.88	5.13	1071.43	商业
2019.02	昆明市普宁里	古滇未来城	88.75	4.00	450.70	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	668.23	--
合计			240.04	65.00	2707.88	--

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

表 6 截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内土地储备情况

项目名称	城市	土地面积(亩)	是否已取得土地证	土地证载用途
小哨地块	昆明	164.49	是	住宅用地
白鱼口	昆明	84.68	是	商业用地
雨林澜山秘境（三期 B）	西双版纳	454.59	是	城镇住宅用地、其它商服用地
楠璟新城（二、三期）	西双版纳	542.69	是	城镇住宅用地、商服用地
萧山银泰城（二期）	杭州	83.13	是	商住用地
成都梦享青城（除临河商业、售楼部、公寓）	成都	362.48	是	住宅、商业用地
海东方（除一期、二期三期、悦榕庄酒店）	大理	910.88	是	其他普通商品住房用地、商品用地
秦岭皇冠健康小镇	安康	790.00	是	城镇住宅用地、商服用地
冕宁康旅（2018-2 号宗地、2017-3 号宗地）	凉山彝族自治州	183.97	否	商业住宅
天堂岛	昆明	608.34	是	商务金融、住宅餐饮、批发零售用地
山海荟（二期，A8/A10 地块）	昆明	67.40	是	商务金融、住宅餐饮、批发零售用地、科教用地
古滇未来城	昆明	1331.28	否	城镇住宅用地，批发零售用地，住宿餐饮用地，商务金融用地
东方首座（西楼）	昆明	5.33	是	商业住宅
昆明湖（二期中 11、上 10-2 地块）	昆明	67.40	是	商务金融用地、城镇住宅用地、公共设施用地
华阳花园	东莞	128.65	是	城镇住宅用地、商服用地
天利别墅	海口	59.93	是	商业
江心岛	西双版纳	850.99	否	住宅、商业用地
合计		6696.23	--	--

注：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
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司持有待开发土地的面积 6696.23 亩，规划计容建筑面积

670.52 万平方米，持有一级土地整理面积 148.60 万平方米，区域主要集中在云南地区。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目 15 个，主要分布于云南、西安、北京、杭州哈尔滨和兰州地区，经营业态包括住宅、商业和办公等，计划总投资 632.99 亿元，公司

在建项目数量较多，资金需求量较大，截至 2019 年 3 月底主要在建项目已完成投资 342.48 亿元，尚需投入资金 290.51 元，虽然公司依靠楼盘销售的现金回笼可以满足部分资金需求，但仍有较大的外部融资需求。

表7 截至2019年3月底公司主要房地产在建项目投资情况（单位：亿元、%）

序号	项目	区域	权益比例	业态	预计总投资	资金来源	截至 2019 年 3 月底已投资
1	融城昆明湖一期	昆明	100.00	住宅/办公/科教/商业	137.70	自筹、贷款	96.08
2	融城昆明湖二期	昆明	100.00	住宅/办公/科教/商业	77.04	自筹、贷款	29.36
3	山海荟（二期）	昆明	100.00	住宅	36.22	自筹、贷款	12.37
4	雨林澜山（三期）	景洪	95.24	住宅	38.16	自筹、贷款	4.53
5	楠景新城（一期）	景洪	65.00	住宅	12.07	自筹、贷款	6.14
6	海东方（悦榕庄）	大理	100.00	商业	8.60	自筹、贷款	3.25
7	海东方（3 期）	大理	95.24	住宅	3.20	自筹、贷款	0.66
8	北京房山时光汇	北京	90.00	商业	62.68	自筹、贷款	47.65
9	成都梦享青城（临河商业、售楼部、公寓）	成都	100.00	住宅、商业	58.45	自筹、贷款	14.17
10	杭州临平银泰城	杭州	70.00	商业	57.49	自筹、贷款	41.00
11	哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	70.00	住宅、商业	31.58	自筹、贷款	23.89
12	黄河春城（上徐）	兰州	60.00	商业、住宅	25.19	自筹、贷款	12.17
13	萧山银泰城（一期）	萧山	67.00	住宅、商业	14.00	自筹、贷款	7.73
14	春城十八里（二期）	西安	100.00	住宅	11.01	自筹、贷款	4.12
15	海口龙腾湾	海口	70.00	住宅、商业	59.60	自筹、贷款	39.36
合计					632.99	--	342.48

资料来源：公司提供

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；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，截至 2019 年 3 月底，

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8 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	区域	权益占比	业态	占地面积	规划建筑面积	预计总投资额
1	东方首座（西楼）	昆明	51	写字楼/酒店公寓	0.36	--	11.89
2	古滇未来城	昆明	70	住宅/商业	88.75	203.42	237.93
3	楠景新城项目（二期）	景洪	100	住宅/商业	42.85	27.01	27.13
4	海东方（除一、二期、三期、悦榕庄）	大理	100	住宅/商业	60.73	76.99	83.54
5	秦岭皇冠健康小镇（除青林云海）	安康	51	住宅/商业	52.67	45.44	46.15
6	华阳花园	东莞	100	住宅/商业	8.58	12.87	26.55
7	天利总部别墅项目	海口	70	商务金融	4.00	1.40	8.09
合计					257.94	367.13	441.28

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模大，可满足公司未来几年开发需求；土地储备区域集中在云南地区，且以住宅为主，部分项目体量大，规划尚在调整中，后续开发周期或较长，未来开发情况有待观察；在建和拟建项目尚需投入资金大，公司融资压力较大。

3. 商业地产经营

2016年，公司收购银泰系列项目，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。受此影响，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90%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%，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。

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9 2019年3月底公司主要商业地产出租情况（单位：平方米、%、万元）

分部	项目名称	整盘可出租面积	截至一季度末已出租面积	出租率	2018年租金收入	2019年1—3月出租收入
宁波	北仑银泰城	139821.60	121749.68	87.08	10222.31	2894.10
宁波	东部新城银泰城	82564.00	77469.00	93.83	7197.85	1951.98
宁波	奉化银泰城	43976.29	40807.74	92.79	3680.73	830.97
杭州	西溪银泰城	58977.00	57770.00	97.95	7984.30	2364.97
杭州	临平银泰城	63890.10	61903.10	96.89	4938.93	2482.96
成都	成都银泰城	78981.00	67910.50	85.98	8106.91	2349.36
成都	鼎云国际（融城云熙）	29817.37	29817.37	100.00	819.52	290.98
温州	平阳银泰城	50149.45	45003.84	89.74	2109.95	609.35
温州	苍南银泰城	61549.20	60348.00	98.05	4926.36	1415.99
昆明	东方首座	28301.44	23266.26	82.21	2441.66	647.94
昆明	融城金阶	25284.00	21297.70	84.23	928.97	188.12
昆明	茶马花街	10913.44	7293.27	66.83	279.19	140.43
昆明	昆明湖	5390.16	5390.16	100.00	67.71	--
淄博	淄博银泰城	111629.41	79811.71	71.50	3257.68	1056.80
台州	台州银泰城	81162.00	55564.00	68.46	1221.89	159.39
西安	融城东海	20994.03	16742.00	79.75	335.66	195.19
合计		893400.49	772144.33	86.43	58519.61	17578.53

注：出租收入包含租金收入、停车场收入、多经营点位收入、仓库出租收入、中庭场租金收入、户外场地出租收入
资料来源：公司提供

总体看，随着公司收购银泰系列项目，商业地产经营规模进一步扩大，区域布局和业态类型进一步丰富；同时收购项目进一步加大了公司对外融资需求，部分物业的出租率和租金水平不高，有待进一步培育。

4. 土地一级开发

公司从事土地一级开发，一方面可从土地一级开发获得收益，更主要目的是为二级市场拿地提供便利。公司与政府签订土地一级开发委托合同后，对土地进行开发。对于出让的土地，公司开发的土地挂牌出让获得收益后，在扣除全部土地一级开发总成本及按国家有关政策提取各项基金后的土地出让纯收益公司按 50%的比例提取，但若按以上方式所提取的收益不足全部土地的一级开发

总成本的 5%时，政府将向公司另行支付差价款。

目前，公司土地一级开发项目主要有上中坝城中村改造项目（绕城以北）和兰州徐家湾旧城改造项目等，规划土地面积合计 2228.98 亩。截止 2018 年底，除昆明湖上坝 9 号地块转让外，其余项目均由项目公司进行一二级联动开发，上坝 9 号地块的出让收益已全部收回。截至 2019 年 3 月底，公司已累计投入金额合计 105.32 亿元，尚需投资 242.48 亿元，投资资金规模大，计划通过外部融资与合作开发解决。

总体看，公司一级开发项目规模大，将为公司拿地带来一定便利，但较大投资额对资金形成了占用。

表 10 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：亩、万元）

序号	土地整理项目及区域	区域	净用地面积	投资概算	累计投资额	计划完成时间	一级开发主体
1	关坡城中村改造（二期）	昆明	309	1037787.68	466132.63	2019	昆明市官渡区城中村改造置业有限公司
2	上坝、中坝绕城以北城中村改造	昆明	932.7	958295.11	226861.45	2020	云南城投龙瑞房地产开发有限责任公司、云南城投龙江房地产开发有限公司
3	昆明湖中小学地块城中村改造	昆明	515.95	391918.46	100155.43	2020	云南城投龙瑞房地产开发有限责任公司
4	兰州徐家湾旧城改造	兰州	471.33	1090000.00	260014.17	2019	兰州云城小天鹅房地产开发有限公司
合计			2228.98	3478001.25	1053163.68	--	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数逐年提升，三年加权平均值为 11.91 次，2018 年为 13.90 次。2016—2018 年，公司存货周转次数波动下降，三年加权平均值为 0.18 次，2018 年为 0.14 次。2016—2018 年，公司总资产周转次数波动下降，三年加权平均值为 0.15 次，2018 年为 0.12 次。总体看，公司资产经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来将立足新常态，融入新经济，拥抱互联网，协同集团公司大健康、大休闲资源

优势，大力发展旅游地产和养老地产，构建城市住宅综合体、旅游地产、养老地产产业联动创新商业模式；搭建互联网运营服务平台和社区 O2O 平台，实现向“开发商+运营商”的转型。

公司将向康养、文旅、会展产业转型，结合公司现有产品线，形成传统地产开发板块、康养文旅产业板块、未来城板块三大产品模式。

总体看，公司结合自身特点制定了未来发展规划。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年审计报告收到上交所事后问询函。2019 年 1 季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围新增子公司 15 家，因股权处置减少 2 家，因其他子公司吸收合并减少 1 家。2017 年公司通过重大资产重组新增银泰 8 个项目公司，资产相应增加 221.37 亿元，占资产总额的 28.09%；负债相应增加 173.93 亿元，占负债总额的 24.85%；净资产增加 47.44 亿元，占净资产总额的 53.82%。2018 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 27 家，减少了 5 家；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 家，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。总体看，近年来公司合并范围变化对财务数据可比性影响较大。会计政策方面，2018 年公司对固定资产的折旧会计估计进行变更。其中，房屋及建筑物的折旧年限由 30 年变更为 20-40 年，运输设备的折旧年限由 6 年变更为 4-6 年，办公及电子设备折旧年限由 5 年变更为 3-5 年，酒店设备的折旧年限由 5 年变更为 3-5 年，其他设备的折旧年限为 3-5 年。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 848.68 亿元，所有者权益 90.20 亿元（含少数股东权益 33.69 亿元）；2018 年公司实现营业收入 95.43 亿元，利润总额 6.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 852.99 亿元，所有者权益 85.83 亿元（含少数股东权益 33.10 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，利润总额-5.11 亿元。

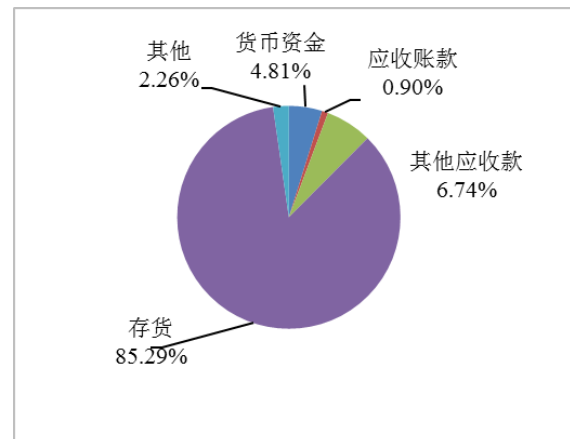
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.03%，主要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，较上年底增长 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。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动中有所增长，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%，主要由货币资金（占 4.81%）、其他应收款（占 6.74%）和存货（占 85.29%）构成。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年减少，年均复合减少 31.92%。截至 2018 年底，公司货币资金 26.71 亿元，较上年底减少 49.91%，主要系当期土地出让金支出有所增长所致；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%，受限程度较低。

2016—2018 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 43.03%，主要系收回售房款所致。截至 2018 年底，公司应收账款净额 5.00 亿元，较上年底下降 42.72%。坏账准备方面，

公司应收账款余额中，无风险组合占 36.57%，未计提坏账准备；账龄组合占 54.98%（账龄 1 年以内占 57.03%），计提坏账准备 0.38 亿元，计提比例 11.70%；剩余应收账款（占比 8.45%）公司 100% 计提坏账准备。截至 2018 年底，公司应收账款前 5 名合计占 39.07%，分别是昆明市土地矿产储备中心（占 21.42%）、成都平安蓉城置业有限公司（占 8.08%）、陈姓自然人（占 3.97%）、杜姓自然人（占 3.13%）和孟姓自然人（占 2.47%），集中度高。

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，年均复合增长 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，公司其他应收款以 1 年以内及 1—2 年的为主。

表 11 截至 2018 年底公司其他应收款情况

账龄	金额（亿元）	占比（%）
1 年以内	18.40	49.14
1-2 年	16.36	43.66
2-3 年	0.77	2.05
3-4 年	1.02	2.72
4-5 年	0.24	0.64
5 年以上	0.67	1.79
合计	37.47	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司其他应收款共计计提坏账准备 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。

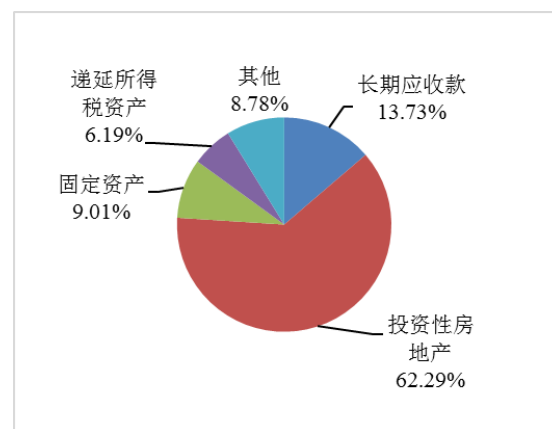
2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 6.06%，主要系公司并购项目转入及项目开工建设投资增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 473.78 亿元，较上年增

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，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 55.21%，主要系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，较上年底增长 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由长期应收款（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%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 40.18%。截至 2018 年底，公司长期应收款 40.24 亿元，较上年底增长 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，到期日不明确，存在一定回收风险。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 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，较上年底增长 12.37%，主要系存货等转入所致。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因素影响所致。目前公司部分自持项目出租率较低，未来或将存在一定价值波动风险。

2016—2018 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 81.12%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 26.40 亿元，较上年底增长 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快速增长，年均复合增长 58.42%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 18.16 亿元，较上年底增长 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，较上年底增长 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。其中，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%。

跟踪期内，公司资产结构以流动资产为主，存货占比大，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和去化压力；其他应收款和长期应收款存在一定回收风险；部分自持项目出租率较低，投资性房地产未来或将面临一定价值波动风险；资产受限比例较高，总体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 14.21%，主要系实收资本、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，较上年底增长 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%；少数股东权益为 33.69 亿元，较上

年底下降 4.62%。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。

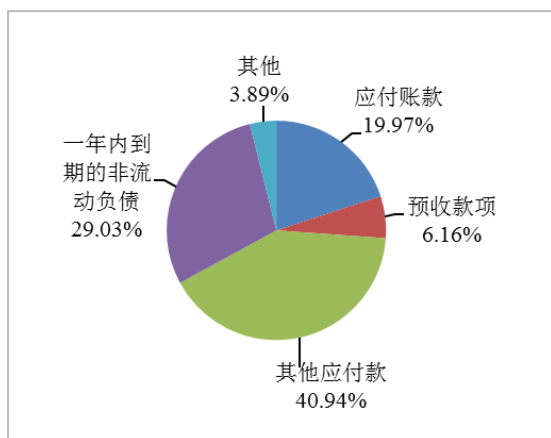
整体来看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

负债

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 15.12%。截至 2018 年底，公司负债合计 758.48 亿元，较上年底增长 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，公司流动负债快速增长，年均复合增长 22.26%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 419.97 亿元，较上年底增长 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4 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 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，较上年底增长 3.74%，主要系应付工程款增加所致。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，公司预收款项不断下降，年均复合下降 11.98%。截至 2018 年底，公司预收款项 25.87 亿元，较上年底下降 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，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 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由与控股股东的资金往来（占比 59.65%）、非金融机构借款（占比 13.34%）、预提费用（占比 14.06%）和认购金（占比 3.17%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合减少 3.80%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 121.94 亿元，较上年底减少 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，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 7.80%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 338.51 亿元，较上年底增长 8.06%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 83.88%）、应付债券（占 9.33%）和递延所得税负债（占 6.74%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 13.98%。截至 2018 年底，公司长期借款 283.96 亿元，较上年底增长 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%。

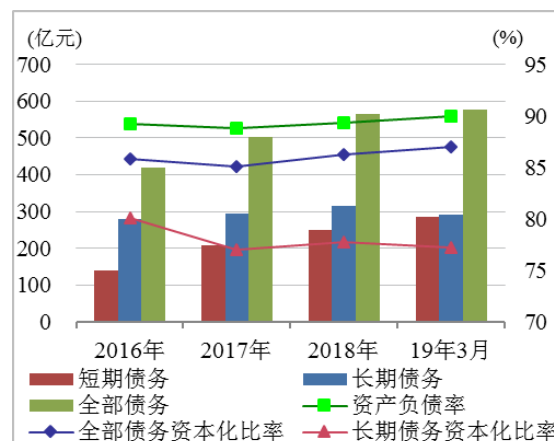
2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合减少 27.43%。截至 2018 年底，公司应付债券 31.60 亿元，较上年底减少 21.00%，主要系公司部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 37.65%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 22.83 亿元，较上年底增长 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。

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长率为 16.21%。截至 2018 年底，全部债务为 565.81 亿元，较上年底增长 12.37%，其中短期债务 250.25 亿元，较上年底增长 19.95%，长期债务 315.56 亿元，较上年底增长 7.00%。债务指标方面，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%，公司债务负担重。

若将公司 2017 年发行的 5 亿元永续中票“17 云城置业 MTN001”从其他权益工具调整至长期债务，有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长率为 16.72%。截至 2018 年底，全部债务为 570.81 亿元，较上年底增长 12.25%，其中短期债务 250.25 亿元，较上年底增长 19.95%，长期债务（含永续中票）320.56 亿元，较上年底增长 6.89%。债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率分别为 89.22%、89.45% 和 89.96%；全部债务资本化比率分别为 85.83%、85.95% 和 87.01%；长期债务资本化比率分别为 80.11%、78.30% 和 79.00%，公司债务负担重且仍在持续加重趋势中。

图 5 近年来公司有息债务变化情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 767.16 亿元，较上年底增长 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底变化不大，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，较上年底减少 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。债务指标方面，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 89.94%、87.05% 和 77.18%。债务负担重。

若将公司 2017 年发行的 5 亿元永续中票“17 云城置业 MTN001”从其他权益工具调整至长期债务，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 581.92 亿元，较年初增长 1.95%；其中，短期债务 286.56 亿元，较年初增长 14.51%，

占比为 49.24%，较年初上升 5.40 个百分点；长期债务 295.36 亿元，较上年底减少 7.86%，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。债务指标方面，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%、87.80% 和 78.51%。债务负担进一步加重。

跟踪期内，公司债务规模保持很高水平，短期债务占比有所上升，债务负担重，存在很大的债务偿付压力。

4. 盈利能力

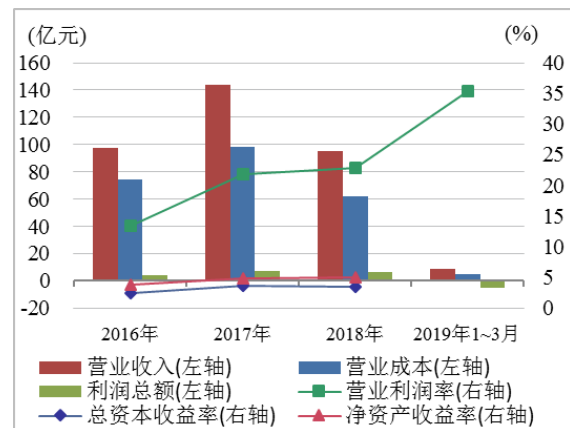
公司营业收入主要来自房地产销售。2016—2018 年，公司营业收入规模波动幅度较大，分别为 97.70 亿元、143.91 亿元和 95.43 亿元；同期，随着营业收入的波动，公司营业成本波动中有所下降，分别为 74.75 亿元、98.62 亿元和 62.25 亿元，年均复合下降 8.74%，公司近三年营业利润率逐年增长，分别为 13.49%、21.85% 和 22.95%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 55.36%，主要系销售费用、管理费用和财务费用均增加所致；费用构成方面，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增长，2018 年为 32.95%，同比增长 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。同期，公司财务费用为 17.50 亿元，同比增长 9.99%，主要系公司债务规模扩大及融资成本上涨，利息支出增加及利息收入减少共同影响所致；管理费用为 9.76 亿元，同比增长 76.81%，主要系公司职工薪酬增加所致；销售费用为 4.18 亿元，同比增长

6.36%，主要系销售人员薪酬、销售代理、佣金策划费用增加所致。整体看，公司期间费用对收入侵蚀严重。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司资产减值损失快速下降，分别为 2.68 亿元、0.49 亿元和 0.43 亿元，公司资产减值损失主要为存货跌价损失；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，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。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，可持续性较弱。

图 6 近年来公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率逐年，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；公司总资本收益率波动上升，分别为 2.42%、3.69% 和 3.45%，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；净资产收益率持续上升，分别为 3.91%、4.79%和 5.04%。

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；营业利润率为 35.38%，同比增长 4.87%；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；利润总额为-5.11 亿元，上年同期为-0.42 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。

跟踪期内，公司收入大幅减少，非经常性损益对公司利润总额影响较大，2019 年一季度出现亏损；公司期间费用及其占收入比重逐年增长，对盈利侵蚀严重，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 33.99%，2018 年为 106.62 亿元，同比下降 17.37%，主要系销售回款下降所致；2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增加，年均复合增长 28.03%，2018 年为 129.05 亿元，同比增加 34.60%，主要系拿地支出及开发成本支出规模增加所致。2018 年，公司经营活动现金流量净额为-22.43 亿元，由上年的净流入转为净流出状态。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入快速增加，年均复合增长 31.13%，2018 年为 29.29 亿元，同比增长 61.09%，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；2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 59.87%，2018 年为 32.85 亿元，同比下降 23.99%，2017 年规模较大主要系支付借款和收购银泰项目所致。2018 年，公司投资活动现金流净额为-3.55 亿元，仍呈净流出状态，但净流出规模同比大幅减少。

2016—2018 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-15.16 亿元、11.66 亿元和-25.98 亿元，对外融资需求较大。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动中有所增长，年均复合增长 5.52%，2018 年为 232.38 亿元，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；2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 16.03%，2018 年为 233.35 亿元，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。2018 年，公司筹资活动现金流净额为-0.97 亿元，仍呈净流出状态，但净流出规模同比有所减少。

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，主要系公司本期收对参股公司的借款本息减少所致；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。

跟踪期内，受销售回款下降影响，公司经营活动现金净额呈净流出状态，投资活动净流出规模大幅减少，筹资活动净流出规模有所减少，公司对外部融资依赖性较大。

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 184.97%、143.79%和 132.28%，速动比率分别为 35.08%、29.42%和 19.46%，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差。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别下降至 122.81%和 15.58%，现金短期债务比下降至 0.08 倍。整体看，公司短期偿债

能力弱。

从长期偿债能力来看, 2016—2018年, 公司EBITDA逐年增长, 分别为13.96亿元、25.82亿元和26.42亿元, 公司全部债务/EBITDA分别为30.01倍、19.50倍和21.41倍, 公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱; 受EBITDA规模增长影响, 公司EBITDA利息倍数呈现上升趋势, 近三年分别为0.35倍、0.60倍和0.53倍, 对利息的覆盖能力弱。总体看, 公司长期偿债能力弱。

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12 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	是否互保	是否关联方
云南省城市投资集团有限公司	16.00	否	是
云南澄江老鹰地旅游度假区有限公司	12.49	否	是
云南温泉山谷康养度假运营开发(集团)有限公司	4.70	是	是
云南城投华商之家投资开发有限公司	4.00	是	是
云南华侨城实业有限公司	3.00	否	是
云南省城市投资集团有限公司	3.00	否	是
云南华侨城实业有限公司	0.64	否	是
南充东方花园酒店有限公司	0.61	否	否
云南华侨城实业有限公司	0.52	否	是
华侨城(云南)投资有限公司	0.15	否	否
合计	45.11	--	--

资料来源: 公司提供

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, 具备直接融资渠道。

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。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告(公司机构信用代码: G10530111000028009), 截至2019年6月27日, 公司本部无未结清不良信贷信息记录。已结清贷款中含10笔关注类贷款, 系公司2012年项目开发处于投资期, 暂无销售回笼资金, 导致中国银行昆明市盘龙支行将其调整为关注类。后期随着项目推进情况改善, 投资回收正常, 中国银行昆明市盘龙支行于2013年7月底将其重新调整为正常类。

8. 母公司财务分析

近三年, 公司本部资产总额不断增长, 截至2018年底为431.32亿元, 其中流动资产占70.84%, 非流动资产占29.16%。同期, 公司本部流动资产305.55亿元, 主要由其他应收款(占92.85%)构成。截至2018年底, 公司本部非流动资产125.77亿元, 主要由长期应收款(占10.60%)和长期股权投资(占81.04%)构成。截至2018年底, 公司本部流动比率为120.39%。

截至2018年底，公司本部所有者权益合计46.63亿元，其中实收资本16.06亿元、其他权益工具5.00亿元、资本公积13.26亿元、盈余公积2.66亿元和未分配利润9.65亿元。

截至2018年底，公司本部负债合计384.69亿元，其中流动负债占65.98%，非流动负债占34.02%。同期，公司本部流动负债253.80亿元，主要由其他应付款（占62.84%）和一年内到期的非流动负债（占32.69%）构成。截至2018年底，公司本部非流动负债130.88亿元，主要由长期借款（占73.14%）和应付债券（占24.14%）构成。截至2018年底，公司本部资产负债率为90.35%，全部债务资本化比率为83.60%

2018年，公司本部营业收入为2.33亿元，期间费用9.17亿元，投资收益为18.88亿元，利润总额为9.84亿元。

公司本部营业收入规模较小，利润主要来自投资收益；公司本部债务负担重，偿债能力弱。

9. 抗风险能力

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

十一、存续期内债券偿还能力分析

若不考虑部分债券附有回售选择权或赎回权的情况，2019年7~12月，公司无尚需偿还债券。若考虑部分债券附有回售选择权或赎回权的情况，公司2019年需要偿还的债券余额为33.60亿元（假设“18滇投01”和“18滇城01”进行回售），2020年需要偿还的债券余额为50.20亿元（假设“17云城置业MTN001”进行赎回，“16滇投03”“18滇投01”和“18滇城01”进行回售），2021年需要偿还的债券余额为43.30亿元（假设“18滇投01”“16滇投03”和“18滇城01”未进行回售），2020年公司待偿还债券余额最高。

以2020年待偿还金额50.20亿元为基础进行测算。

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为59.39亿元、132.56亿元和106.62亿元，分别为公司待偿还金额的1.18倍、2.64倍和2.12倍；同期，公司经营活动现金净额分别为-19.35亿元、36.68亿元和-22.43亿元，分别为公司待偿还金额的-0.39倍、0.73倍和-0.45倍；同期，公司EBITDA分别为13.96亿元、25.82亿元和26.42亿元，分别为公司待偿还金额的0.28倍、0.51倍和0.53倍，整体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力弱，集中兑付压力大。

表13 截至2019年6月18日公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券简称	到期日	首个回售日	当前余额
17云城置业MTN001	2020-09-07	--	5.00
17云南置业PPN001	2020-11-22	--	10.00
16滇投01	2021-06-14	--	8.10
18滇投01	2021-08-31	2019-08-31	11.80
16滇投03	2021-09-05	2020-09-05	1.60
18滇城01	2021-10-24	2019-10-24	21.80
合计	--	--	58.30

资料来源：wind

十二、担保人担保能力分析

担保方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，由云南省投资控股集团有限公司（原云南省开发投资有限公司）和云南省建设投资控股集团有限公司（原云南建工集团有限公司）出资设立的有限责任公司。经过多次增资扩股后，2015年12月依据云南省人民政府出具的《关于划转部分国家出资企业股权充实云南圣乙投资有限公司国家资本金》（云政复〔2015〕75号）批复和云南城投集团披露的《关于股权结构变动完成工商变更登记的公告》，云南省国有资产管理委员会（以下简称“云南省国资委”）将其持有的云南城投集团股权中

的40%划转至云南省国有资本运营有限公司（原云南圣乙投资有限公司）持有。根据云南城投集团于2018年12月28日发布的《关于股东变更的公告》显示，根据《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》等相关文件，将云南省国资委持有云南城投集团国有股权（国家资本金）的10%（账面价值23283.29万元），无偿划转至云南省财政厅代省人民政府持有专门用于充实社保基金。此次变更后，云南省国资委、云南建投集团、云南国资及云南省财政厅分别持有云南城投集团50.59%、3.79%、40.00%和5.62%股权，上述事项已完成工商变更登记。

截至2019年3月底，云南城投集团注册资本41.42亿元，实收资本41.42亿元，云南省国资委、云南建投集团、云南国资及云南省财政厅分别持股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。

截至2018年底，云南城投集团合并资产总额2956.50亿元，所有者权益合计692.26亿元（含少数股东权益400.33亿元）；2018年，云南城投集团实现营业收入402.05亿元，利润总额42.67亿元。

截至2019年3月底，云南城投集团合并资产总额3038.75亿元，所有者权益合计678.15亿元（含少数股东权益397.21亿元）；2019年1—3月，云南城投集团实现营业收入65.11亿元，利润总额-13.06亿元。

云南城投集团是云南省基础设施建设运营主体，并对省政府授权的城建投资项目行使出资人职能。主要业务分布在城市开发（土地一级开发、房地产开发）、建筑安装、公用事业（水务、教育、医疗和其他城市服务性项目）、物流贸易、旅游服务等行业，2018年，上述五大主要业务收入占主营业务收入的比为72.55%。

云南城投集团城市开发板块收入系主营业务收入重要来源，其中房地产业务为该板块

重要构成，但板块整体去化速度一般。房地产业务资金回流对销售回款依赖程度高，易受宏观政策调控影响；云南城投集团房地产业务未来投资规模大，存在较大资金压力。云南城投集团旗下公用事业板块涉及水务、医疗、教育行业。其中水务和教育板块区域竞争力强。近年来，云南城投集团公用事业板块收入稳步增长，毛利率水平有所波动。

近年来，云南城投集团资产规模快速增长；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较大占用；非流动资产以投资性房地产、固定资产为主。云南城投集团整体资产质量一般，受限资产规模较大，流动性偏弱。云南城投集团权益快速增长，其中其他权益工具及少数股东权益占比较大，稳定性较弱。云南城投集团债务规模持续增长，债务负担重。随着物流贸易板块收入和设备销售收入等板块收入规模的增长，云南城投集团整体收入有所提升，但受财务费用增长较快影响，云南城投集团期间费用持续增长，盈利能力一般。现金流方面，由于云南城投集团房地产业务及相关投资业务资金投入，云南城投集团经营及投资活动现金流面临一定资金缺口，其中投资活动净现金流持续大规模流出，云南城投集团对外部融资依赖性强。云南城投集团短期债务支付压力大，且由于云南城投集团有息债务规模增长较快，长期偿债能力偏弱，考虑到云南城投集团各业务板块的快速发展，云南城投集团收入有望稳定增长；同时，云南城投集团作为云南省级投资主体，可持续获得政府大力支持，云南城投集团整体偿债能力极强。

经联合资信评定，云南城投集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

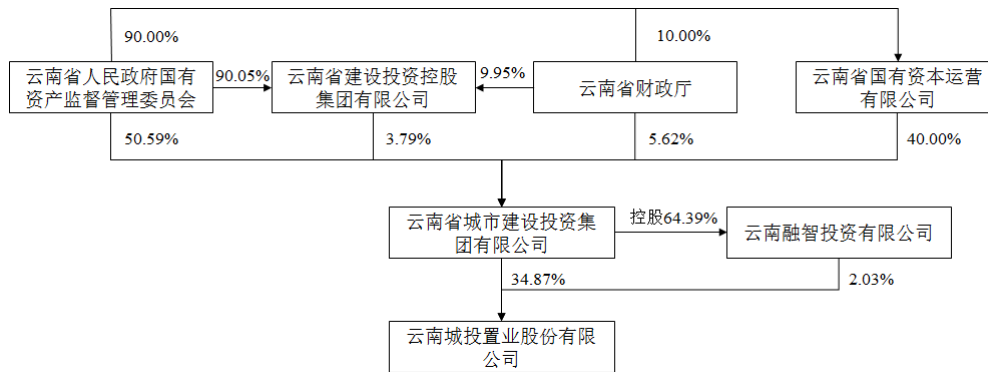
2016年—2018年，云南城投集团经营活动现金流入量分别为272.86亿元、467.82亿元和552.28亿元，分别为“17云城置业MTN001”的54.57倍、93.56倍和110.46倍；同期，云南城投集团经营活动现金净额分别为

-18.40 亿元、-13.09 亿元和 19.75 亿元，分别为“17 云城置业 MTN001”的-3.68 倍、-2.62 倍和 3.95 倍；同期，云南城投集团 EBITDA 分别 67.16 亿元、85.79 亿元和 95.18 亿元，分别为“17 云城置业 MTN001”的 13.43 倍、17.16 倍和 19.03 倍，整体看，云南城投集团对“17 云城置业 MTN001”的保障能力极强。

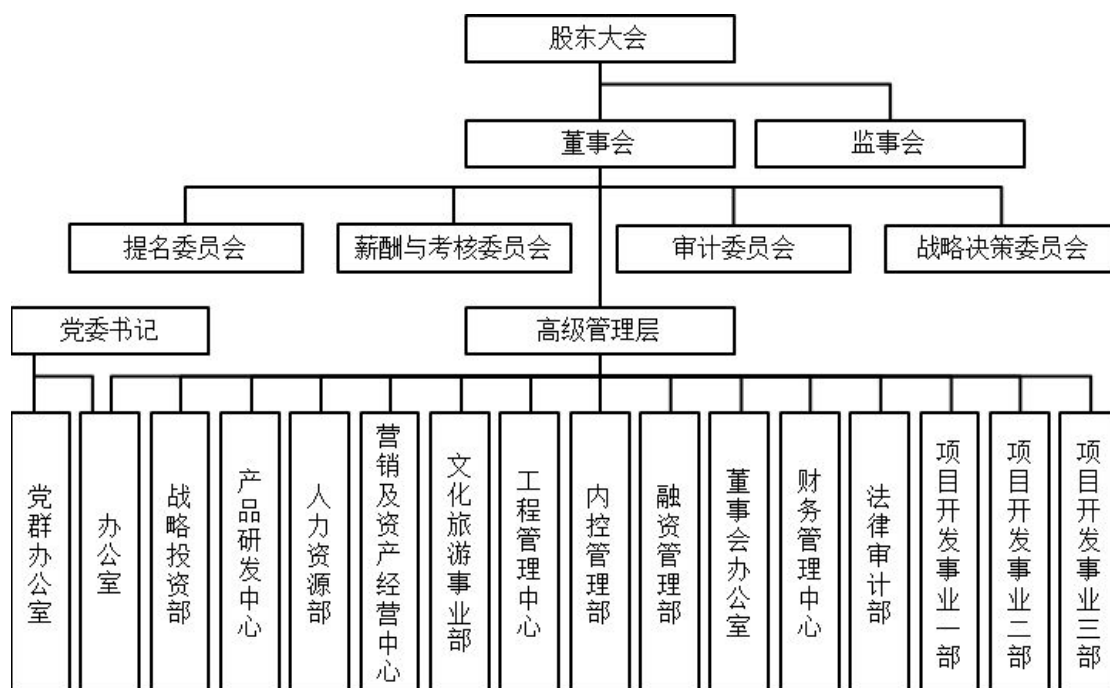
十三、结论

综合评估，联合资信确定维持云南城投置业股份有限公司主体信用等级为 AA，维持“17 云城置业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底一级子公司情况

序号	公司名称	主营业务	注册资本	持股比例	表决权比例
1	云南城投海东投资开发有限公司	房地产	25000.00	100.00%	100.00%
2	云南城投置地有限公司	房地产	20000.00	100.00%	100.00%
3	云南城投物业服务服务有限公司	物业服务	1000.00	100.00%	100.00%
4	云南红河房地产开发有限公司	房地产	12600.00	100.00%	100.00%
5	昆明城海房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
6	云南城投园林园艺有限公司	园林园艺	5000.00	100.00%	100.00%
7	中建穗丰置业有限公司	房地产	5000.00	70.00%	70.00%
8	西双版纳云城置业有限公司	房地产	2100.00	100.00%	100.00%
9	昆明云城西山旅游投资开发有限公司	房地产	5000.00	70.00%	70.00%
10	云南融城股权投资基金管理有限公司	投资	2000.00	60.00%	60.00%
11	云南融城投资合伙企业（有限合伙）	投资	70708.00	1.00%	43.00%
12	昆明市官渡区城中村改造置业有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
13	云南城投龙瑞房地产开发有限责任公司	房地产	15000.00	100.00%	100.00%
14	昆明云城尊龙房地产开发有限公司	房地产	5000.00	74.00%	74.00%
15	云南城投龙江房地产开发有限公司	房地产	36000.00	100.00%	100.00%
16	云南安盛创享投资管理有限公司	投资	2000.00	50.00%	100.00%
17	云南安盛创享旅游产业投资合伙企业（有限合伙）	投资	2000.00	100.00%	100.00%
18	西安东智房地产有限公司	房地产	10205.00	100.00%	100.00%
19	陕西普润达投资发展有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
20	成都鼎云房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
21	云南城投天堂岛置业有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
22	云南艺术家园房地产开发经营有限公司	房地产	6896.55	51.00%	51.00%
23	云南东方柏丰投资有限责任公司	房地产	20408.16	51.00%	51.00%
24	北京房开创意港投资有限公司	房地产	1000.00	90.00%	90.00%
25	宁陕县云海房地产开发有限公司	房地产	56877.80	51.00%	51.00%
26	天津银润投资有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
27	平阳银泰置业有限公司	房地产	10000.00	70.00%	70.00%
28	苍南银泰置业有限公司	房地产	10000.00	70.00%	70.00%
29	杭州海威房地产开发有限公司	房地产	5000.00	70.00%	70.00%
30	杭州云泰购物中心有限公司	房地产	20000.00	70.00%	70.00%
31	杭州西溪银盛置地有限公司	房地产	40000.00	70.00%	70.00%
32	台州银泰商业有限公司	房地产	10000.00	70.00%	70.00%
33	台州银泰置业有限公司	房地产	10000.00	70.00%	70.00%
34	宁波银泰置业有限公司	房地产	30000.00	70.00%	70.00%
35	哈尔滨银旗房地产开发有限公司	房地产	20000.00	70.00%	70.00%
36	黑龙江银泰置地有限公司	房地产	10000.00	70.00%	70.00%
37	名尚银泰城(淄博)商业发展有限公司	商业运营管理	15666.00	70.00%	70.00%
38	杭州银云商业管理有限公司	商业运营管理	10000.00	70.00%	70.00%
39	深圳市云佳投资有限公司	房地产	30000.00	51.00%	51.00%

40	深圳云城创建开发有限公司	房地产	20000.00	70.00%	70.00%
41	北京云城企业管理有限公司	企业管理	10000.00	70.00%	70.00%
42	九江市云城旅游综合开发有限公司	房地产	30000.00	67.00%	67.00%
43	上海云城置业有限公司	房地产	20000.00	100.00%	100.00%
44	深圳前海云彩投资有限公司	房地产	20000.00	100.00%	100.00%
45	西双版纳云宇置业有限公司	房地产	30000.00	65.00%	65.00%
46	国寿云城（嘉兴）健康养老产业投资合伙企业（有限合伙）	投资管理	366000.00	29.94%	100.00%
47	冕宁康旅投资开发有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
48	云泰商业管理（天津）有限公司	企业管理服务	10000.00	43.00%	43.00%
49	杭州萧山银城置业有限公司	房地产	10000.00	67.00%	67.00%
50	海南天利投资发展有限公司	房地产	4000.00	75.00%	75.00%
51	海南天联华房地产投资有限公司	房地产	1000.00	75.00%	75.00%
52	海南天利度假酒店有限公司	酒店管理	5000.00	75.00%	75.00%
53	海南天利酒店有限公司	会展中心基础设施配套及酒店开发建设	1000.00	75.00%	75.00%
54	成都民生喜神投资有限公司	投资	1000.00	80.00%	80.00%
55	东莞云投置业有限公司	房地产	10000.00	100.00%	100.00%
56	西双版纳云辰置业有限公司	房地产	10000.00	51.00%	51.00%
57	昆明欣江合达城市建设有限公司	房地产	12000.00	70.00%	70.00%
58	西双版纳沧江文旅开发有限公司	文旅开发	10000.00	100.00%	100.00%
59	西双版纳航空投资有限公司	投资	10000.00	67.00%	67.00%
60	七彩（天津）贸易有限公司	批发贸易	20000.00	100.00%	100.00%
61	西双版纳旅游投资开发有限公司	旅游开发	20000.00	60.00%	60.00%
62	陕西云城康旅投资开发有限公司	房地产	50000.00	51.00%	51.00%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.63	53.33	26.71	21.75
资产总额(亿元)	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益合计(亿元)	69.15	88.14	90.20	85.83
短期债务(亿元)	140.40	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	503.54	565.81	576.92
营业收入(亿元)	97.70	143.91	95.43	8.70
利润总额(亿元)	4.25	7.07	6.57	-5.11
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.88	11.93	13.90	--
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(%)	51.09	75.24	93.75	176.80
营业利润率(%)	13.49	21.85	22.95	35.38
总资本收益率(%)	2.42	3.72	3.47	--
净资产收益率(%)	3.91	4.79	5.04	--
长期债务资本化比率(%)	80.11	76.99	77.77	77.18
全部债务资本化比率(%)	85.83	85.10	86.25	87.05
资产负债率(%)	89.22	88.82	89.37	89.94
流动比率(%)	184.97	143.79	132.28	122.81
速动比率(%)	35.08	29.42	19.46	15.58
经营现金流动负债比(%)	-6.89	9.49	-5.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.35	0.60	0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.01	19.50	21.41	--

注：1. 公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的关联方资金和非金融机构借款调整至短期债务；3. 所有者权益包含公司 2017 年发行的本金为 5.00 亿元的永续中票

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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