跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1115 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14昆明经开债/14昆经开”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http：//www.lhratings.com

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司
企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 昆明经开债/14 昆经开	12 亿元	2014/09/25-2021/09/25	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	6.67	13.61	11.01
资产总额(亿元)	139.85	174.94	191.00
所有者权益(亿元)	98.87	95.50	96.26
短期债务(亿元)	7.93	19.07	2.85
全部债务(亿元)	19.22	48.69	41.98
营业收入(亿元)	3.44	3.94	3.35
利润总额(亿元)	1.52	2.10	0.46
EBITDA(亿元)	1.80	2.62	1.05
经营性净现金流(亿元)	-6.06	-18.03	-2.71
营业利润率(%)	34.01	56.35	32.32
净资产收益率(%)	1.31	1.66	0.22
资产负债率(%)	29.30	45.41	49.60
全部债务资本化比率(%)	16.28	33.77	30.37
流动比率(%)	244.16	196.45	374.67
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	18.61	40.01
经营现金流动负债比(%)	-25.78	-44.70	-11.82

注：其他应付款中有息借款计入有息债务核算。

分析师

闫 蓉　张 宁
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司（以下简称“公司”）是国家级经开区昆明经济技术开发区（以下简称“经开区”）重要的基础设施建设经营主体，在外部环境、政府支持等方面优势明显。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司其他应收款对资金形成占用、未来土地出让收益受土地市场景气度等因素影响较大以及经营性净现金流持续为负等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

跟踪期内，公司资产规模稳定增长；政府在财政补助及代建资金等方面对公司的支持稳定持续。随着昆明经济技术开发区财政实力的不断增强，公司土地出让规模加大以及基础设施项目逐步推进，公司的资产及收入规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14昆明经开债/14昆经开”分期偿还本金，有效降低了公司集中还款压力。跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“14昆明经开债/14昆经开”的保障能力良好。联合资信认为，“14昆明经开债/14昆经开”到期不能偿还的风险很低。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14昆明经开债/14昆经开”的信用等级为AA。

优势

1. 昆明市及昆明经济技术开发区经济保持增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在财政补助和代建资金等方面继续获得政府支持。
3. 公司经营活动现金流入量对“14 昆明经开债/14 昆经开”的保障能力良好。

关注

1. 公司一级土地开发收入的实现受昆明市整体土地市场状况、政府土地出让进度的影响较大。
2. 跟踪期内，公司其他应收款对资金形成占用。
3. 公司未来投资规模大，面临持续的资金压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司主体长期信用及“14 昆明经开债/14 昆经开”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司原名昆明经济技术开发区投资有限责任公司，是昆明经济技术开发区国资委设立的国有独资有限责任公司，经昆明市人民政府昆政复[2005]49 号文批准，于 2006 年 7 月 6 日正式成立，初始注册资金为人民币 1 亿元。2009 年 12 月公司更名为现名。截至 2016 年 3 月底，公司注册资金合计 269114.59 万元，由昆明经济技术开发区国有资产监督管理委员会（以下简称“经开区国资委”）全资持有。公司实际控制人为经开区国资委。

公司是国家级昆明经济技术开发区城市基础设施的重要建设主体之一，主要承担昆明经开区城市基础设施建设和国有资产运营的职能。公司主要经营包括：市政基础设施建设、农村基础设施建设、绿化及环境整治建设；项目投资及对所投资项目进行管理、房地产投资开发、土地开发、企业形象设计与营销策划、高新技术投资、资产收购及管理信息咨询；经济信息咨询；商务信息咨询；工程建设监理、建设工程项目管理、建设工程项目招标代理、工程造价咨询；国内贸易、物资供销；设计、制作、发布、代理国内各类广告；汽车租赁、设备融资租赁。

截至 2016 年 3 月底，公司设有总工办、法务合同部、工程管理部、综合管理部、招商服务部、安委办、财务部、人力资源部、投融资管理部和资产运营部等 10 个职能管理部门，合并报表子公司合计 12 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 191.00 亿元，所有者权益合计 96.26 亿元（含少数股东权益 2.95 亿元）；2015 年公司合并口径实现营业收入 3.35 亿元，利润总额 0.46 亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区信息产业基地春漫大道 12 号；法定代表人：孟光寿。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发

挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融

资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

公司是昆明经开区管委会下属主要开发建设主体，承担经开区城市基础设施建设和国有资产运营的职能，业务范围集中在昆明经开区内，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受园区经济增长、财政收支状况的影响，并与昆明市发展规划密切相关。

昆明市概况

昆明市为云南省省会，是首批国家级历史文化名城。昆明市作为云南省唯一的特大城市和西部地区第四大城市（仅次于成都、重庆、西安），它是云南省政治、经济、文化、科技、交通中心，是中国重要的旅游、商贸城市、西部地区重要的中心城市，国家一级口岸城市，亦是滇中城市群的核心圈。昆明市下辖 6 区 1

市1县，全市拥有常住人口648.64万人，城镇人口比重66.00%，同时是少数民族为彝族、回族、白族的聚集区。

昆明市是中国面向东南亚、南亚开放的门户枢纽，是中国唯一面向东盟的大都市，具有东连黔桂通沿海，北经川渝进中原，南下越老达泰柬，西接缅甸连印巴的独特区位优势。昆明地处“9+2”泛珠三角区域经济合作圈、“10+1”中国-东盟自由贸易区经济圈和大湄公河次区域经济合作圈的交汇点，区位优势明显。昆明市内现有成昆铁路、沪昆铁路、南昆铁路、内昆铁路等12 条铁路干支线，京昆、沪昆、汕昆、广昆、渝昆、杭瑞等高速过境，2012年投入使用的昆明长水国际机场是中国第四个国家级门户机场，交通便利。随着泛亚铁路和昆曼、昆仰公路等一大批重大基础设施建成，昆明市发展空间广阔。

经开区概况

昆明经济技术开发区始建于1992年5月，2000年2月经国务院批准为国家级经济技术开发区。经开区位于昆明市主城区东部，总体规划面积11.3平方公里（含出口加工区）。2008年5月，昆明市政府在经开区实行实体化改革，将阿拉乡和洛羊街道办事处划归经开区托管，经开区规划控制面积达156.5平方公里，常住人口8万余人。

3. 区域经济

在经济下行压力增大的背景下，昆明经开区经济保持平稳增长。2015年，昆明经开区营业总收入1320亿元，同比增长12.34%；工业总产值404亿元，同比增长5.76%；工业增加值117亿元，同比增长9.47%；规模以上固定资产投资137.01亿元，同比增长17.41%；进出口总额52.1亿美元，占昆明市全市完成总额的50.40%。

2015年，昆明经开区各类入区企业超过1.9万余户，实际利用外资3.6亿美元，实际到位市外内资108.98亿元。

产业结构方面，2015年，昆明经开区三产结构从“二、三、一”结构向“三、二、一”转变。全区二、三产业增加值结构为53.26:45.65，现已形成装备制造、食品饮料、生物医药、烟草及配套、光电子信息等主要工业和现代物流、信息软件、金融服务、技术服务等现代服务业共生互促发展的结构。

重大项目推进方面，2015年，昆明经开区完成固定资产投资22.1亿元，开展基础设施建设项目107项，加大了园区道路、管线、绿化等基础设施投入力度。纳入市级重点项目16个，完成投资17.3亿元。其中重点基础设施投资项目完成投资4.83亿元，占全年投资计划的120.7%。

4. 区域财政实力

表1 经开区2013~2015年财政决算情况（万元、%）

预算科目	2013	2014	2015	变动率
一、一般预算收入合计	236228	272118	298093	12.33
(1)税收收入	220949	260842	250763	6.53
(2)非税收入	15279	11276	47330	76.00
二、基金预算收入合计	129201	78468	91903	-15.66
(1)政府性基金收入	117047	72659	59323	-28.81
三、上级补助收入	33103	51543	72566	48.06
地方可控财力合计	**398532**	**402129**	**462562**	**7.73**

资料来源：昆明市财政局经开区财政分局，联合资信整理

2013~2015年，经开区一般预算收入保持增长，年均复合增幅12.33%，2015年实现一般预算收入29.81亿元,。同期，经开区基金预算收入逐年减少，总体上，经开区内经济产业的快速发展是经开区财政收入增长的有力支撑，同时，以土地出让收益为主要来源的政府性基金收入近年快速下滑，对经开区财政收入稳定性形成负面影响。

截至2015年底，经开区地方政府性债务余额507264万元，债务率债务率（（地方政府债务余额÷地方可控财力）×100%）为109.66%。2015年政府债务负担重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司注册资金合计26.91亿元，由昆明经济技术开发区国有资产管理委员会全资持有。公司实际控制人为经开区国资委。

2. 企业规模

作为昆明经开区基础设施建设和国有资产经营主体公司在经开区市政基础设施建设、管网建设、环境治理等方面具有区域垄断优势。

截至 2016 年 3 月底，公司合并报表范围子公司合计 12 家，业务涉及机械制造、管网建设、园林绿化、房地产开发、融资中介、面山治理、环境整治等业务。

目前经开区内政府投融资主体主要包括公司和经开区开发建设中心（下称“建设中心”）。经开区建设中心为事业单位，是 2006 年之前经开区的主要开发建设主体，公司成立之后，建设中心的开发建设职能由公司接替，目前建设中心主要负责维护 2006 年之前的存续项目建设，经开区新增基础设施建设项目全部由公司建设。目前建设中心与公司实行“一套班子，两块牌子”的一体化管理模式。

3. 政府支持

公司主要组织实施经开区基础设施投资建设，大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，因此政府支持和融资渠道的畅通是公司未来发展的重要保障。

政府委托代建资金

经开区管委会委托公司代建的项目均签订有代建协议，协议规定公司负责代建项目的建设，管理和移交；经开区管委会全额出资，分期支付建设资金，经开区管委会指定经开区财政分局支付公司的委托代建资金。根据经开区管委会相关会议纪要，公司根据代建项目投资额收取 3%的代建管理费。

同时，经开区管委会根据相关代建项目进度，逐步将市政工程专项款拨入公司，计入公司专项应付款科目，截至 2015 年底合计 33.16 亿元。

资产划拨

作为经开区内重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，经开区国资委近年来多次通过资产划拨的方式向公司注资，充实公司的权益规模。根据昆经开资[2009]5 号、昆经开资[2010]8 号、昆经开资[2011]7 号及昆经开资[2011]8 号文，经开区国资委将经开区开发建设中心建设的在建工程（包含征地、拆迁、开垦等园区开发费用及相关道路资产等）无偿划拨至公司（计入“资本公积”）。

资产置换

根据昆经开资[2014]4 号文件，经开区国资委同意用其持有的部分管网及附属资产与公司持有的部分在建工程进行置换（计入“其他非流动资产”）。划入的管网类资产可用于融资租赁，该资产置换有效地改善了公司的资产质量并增强了公司对外融资的能力。

财政补贴

为支持公司发展，经开区财政分局每年均安排专项资金对公司进行补贴，用于公司基础设施建设及偿还银行贷款费用支出。2013~2015 年，公司收到政府补助 1.23 亿元 226.72 万元和 343.37 万元。

总体看，经开区管委会及国资委为公司发展持续提供政策、资金和资源等多方面的支持。联合资信认为，经开区管委会对公司的支持是持续、稳定和长期的，同时也是公司未来发展的重要保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度方面未发生重大变化。

公司管理部门整理缩减为10个，分别为总工办、法务合同部、工程管理部、综合管理部、招商服务部、安委办、财务部、人力资源部、

投融资管理部和资产运营部，各部门职责明确。

财务部主要负责财务管理体系建设、预算管理、资金管理、会计核算、税务筹划、成本分析与控制等工作。资产运营部主要负责资产运营体系建设、经营经理、资产保值增值、产权管理等。投融资管理部负责融资规划制定与实施以及融资渠道建立与维护等。招商服务部负责制定招商规划以及招商管理。法务合同部主要进项目前期管理、项目招投标管理以及项目合同谈判等。工程管理部主要职责为合同执行、工程现场管理、验收管理和质量、安全管理。人力资源部主要负责人力资源规划与开发、招聘管理、培训管理等。综合管理部主要负责行政事务管理等。

七、经营分析

1. 公司经营

作为经开区园区的建设主体，公司承担了大量园区基础设施建设项目及土地一级开发业务，同时，为园区内企业提供融资服务、厂房租赁等综合服务，收入来源较为多元化。2013~2015 年，公司营业收入波动下行，2015 年全年完成营业收入 3.35 亿元，同比减少 14.95%，同期，公司整体毛利率 39.56%，较 2014 年下滑 23.69 个百分点。

收入构成方面，物业管理费收入、利息收入（融资服务业务）、手续费及佣金收入（融资咨询服务）、租赁收入整体呈现上升趋势，产品销售收入受地产宏观环境影响逐年减少。由于公司 2008 年起介入土地一级开发业务，现有土地储备尚未完成出让，故未形成收入。整体上，公司收入结构稳定性一般。

盈利能力方面，公司整体毛利率波动下滑，但仍处于较高水平；小额贷款业务形成的利息收入毛利率保持较高水平且逐年上升，是公司新的利润增长点。

表 2　2013~2015 年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

科目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产品销售收入	10826.33	31.48	12.50	7075.45	17.95	19.55	3449.60	10.29	11.38
房地产开发	341.46	0.99	997.20	3096.01	7.86	100.00	--	--	--
工程收入	3175.17	9.23	17.42	4101.65	10.41	11.35	5022.32	14.98	34.28
土地出让收入	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业管理费收入	1005.25	2.92	33.82	1038.99	2.64	15.29	1526.45	4.55	27.21
利息收入	9019.53	26.22	69.02	16866.49	42.79	83.40	16494.78	49.21	44.80
租赁收入	3226.89	9.38	93.11	3485.73	8.84	80.34	3526.36	10.52	40.44
手续费及佣金收入	1681.75	4.89	100.00	1983.04	5.03	100.00	3075.63	9.17	60.79
其他	5119.24	14.88	96.23	1766.81	4.48	55.17	426.76	1.27	10.49
合计	**34395.63**	**100.00**	**40.68**	**39414.16**	**100.00**	**63.25**	**33521.90**	**100.00**	**39.56**

资料来源：公司提供

2. 业务经营

土地一级开发

2008 年以来，公司受经开区土地储备分中心、经开区管委会的委托，对指定地段进行土地一级开发。一般情况下由公司垫付一级土地开发费用。

根据《昆明市土地储备管理办法》及《昆明市人民政府关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》（昆政发[2010]68 号）规定，公司作为土地一级开发投资人，按照完成土地开发直接支出（与征地相关的支出）总额的 3%提取土地储备管理费，按照审计所确定的土地开发总投资额（含土地储备支出、城市建设支出及其他间接费用）的 16%计提投资收益，并计入土地开发成本。公司将土地开发投入计入“在建工程”及“支付的其他与经营活动有关的现金”科目，待土地出让后，结转成本，确认收入。

收益是以土地开发总投资额作为基数测算，与土地招拍挂出让收入无关，该模式锁定了公司的利润空间，降低了公司未来经营业绩的波动。

截至 2016 年 3 月底，公司尚未出让土地，计划在未来 3~5 年逐步出让整理地块，预计返还总额超过 40 亿元（见表 3，未全部入账）。

公司目前主要在建的土地一级开发项目包括大观山项目和面山治理项目（昆明市滇池东岸关停矿区矿山地质环境治理示范工程）。其中，大观山项目占地面积 3302.05 亩，总投资预计不超过 10 亿元，截至目前已投入 6.04 亿元（尚未入账）。

面山治理项目计划总投资约 19 亿元，其中工程措施费 15.98 亿元，城市绿地恢复工程费 1.30 亿元，林地植被恢复工程费 0.45 亿元，独立费用 0.37 亿元，基本预备费 0.90 亿元。项目资金来源：中央补助资金 3 亿（中央财政资金已到位），地方及企业自筹 16 亿。（地方及企业资金中，资本金 5 亿元已到位，其他不足部分与金融机构合作解决）。目前中央财政资金已到位，自有资金 5 亿元已到位，计划项目总投尚有 11 亿元资金将通过地方政府以及通过金融机构筹集。项目土石方开挖 695.27 万立方米，回填 63.09 万立方米，一期项目林地恢复已完工验收，该项目分三期实施，目前一期项目已完工将进行验收，二期、三期项目正在建设中，截至 2016 年 3 月底，项目已完成投资 9.75 亿元，计划在 2019 年完工。后期资金平衡除了依靠土地出让金返还外有部分矿石销售回款。

联合资信关注到，公司土地一级开发前期投入规模大，投入期限长；同时，土地出让收入的实现也取决于相关地块的招拍挂进度及当地土地市场景气度，联合资信将持续关注。

表3　公司完工土地一级开发业务未来土地出让金返还计划（单位：万元）

开发区域	土地面积（亩）	截至 2016 年 3 月底开发进展	预计土地返还总额	预计土地返还时间
经开区关停矿区土地一级开发项目	5116.56	已经完成土地收储	335984.22	2016-2019 年
经开区 2013 年土地收储项目	3302.05	已经完成土地预收储	117820.80	2016-2019 年
合计	**8418.61**	--	**453805.02**	--

资料来源：公司提供

土地出让收入

公司土地出让收入为二级市场出让收入，公司作为园区开发建设主体，在招拍挂获取土地方面具有一定优势，公司获得土地使用权后，转让给园区内的工业企业并获取价差收益。

2013~2015 年，公司无土地二级转让收入，且暂无土地储备计划，公司土地业务的重心将转向土地一级开发，但土地一级开发业务尚处于储备期，未得到管委会出具明确的合同，故该部分业务作为储备业务存在。

房地产开发

公司房地产开发项目主体包括公司本部、下属子公司昆明腾邦置业有限公司（下称“腾邦置业”）及昆明经百实业有限公司（下称“经百实业”）。

公司的房地产板块业务分为两部分：1、自

营商业板块包括商业住宅及其配套底商，主要由本部及腾邦置业投资建设；2、安置房板块由经百实业负责建设，承建模式为代建。前期投入资金的 30%（资本金）来自区财政拨付，其余自筹。待后期完工后，部分由公司组织销售、剩余部分由经开区管委会回购（成本加成 2.5%的管理费、3.5%的利润以及 9%利息补助）。公司将前期投入计入“存货-开发成本”，收到的房屋销售款及财政拨付的工程款项在“预收账款”与“销售商品、提供劳务收到的现金”中体现。公司从 2014 年开始每年年底根据审计确认的投资额将相应管理费、利润以及利息补助确认为收入，其余部分待交房后进行确认。

公司建成的商业项目主要包括金色港湾、果林金谷、果林溪谷一、二期以及蓝苑静园。总建筑面积 20.50 万平方米，其中，住宅面积 13.34 万平方米、产权式酒店 3.74 万平方米，商业建筑 3.42 万平方米。上述三个项目收入在 2013 年前确认完毕。

公司目前正在筹备建设果林溪谷三期项目，该项目总投资约 4.8 亿元，已获得国有土地使用权证（【呈（经开）国有（2013）第 00249】号）和建设项目用地规划许可证（地字第 530101201300444）。除果林溪谷三期项目之外，公司目前未持有待开发地块，公司未来将逐步从商业地产行业退出。

安置房板块主要在建项目包括倪家营、普照区项目，两者合计建设住房 4002 套（包含公租房 766 套）及配套的公建设施、商业设施。总投资约 23.40 亿元，预计将于 2016 年完工。

2013~2015 年，公司房地产开发业务收入分别为 4890.00 万元（部分误列入其他收入板块）、3096.01 万元和 1139.65 万元（误列入工程收入板块）。同期，该板块实际毛利率分别为 23.39%、100%和 100%。2014~2015 年，房地产收入全部来自安置房项目确认的管理费、利润和利息补助收入，故毛利率为 100%。

基础设施代建

公司承建的基础设施项目包括两类：1、经开区管委会指定建设项目；2、为进驻经济技术开发区的工商企业代建的厂房、办公楼、绿化工程等设施。

管委会代建项目分两类：1、60%~70%为投资额低于 1 亿元的小型项目，采用经开区财政先拨款，公司后建设的模式；2、30%~40%的大型项目采用省市挂牌项目制，由经开区管委会通过申请省市重点项目配套资金及地方财政、银行、债券融资等渠道筹措建设资金，项目立项后，经开区管委会向公司拨付 40%的项目资本金，剩余部分自筹。

政府部门前期拨款列入“专项应付款”及“收到其他与经营活动有关的现金”。工程完工后，满足固定资产确认条件的，将“在建工程”转入“固定资产”，将“专项应付款”转入“资本公积”；不符合固定资产确认条件的，将“在建工程”与“专项应付款”对冲。

项目资金回款方式方面，投资额低于 1 亿元的项目，采取“4-3-3”的回款模式，即项目立项时拨付 40%的资本金，项目完工后审计验收合格，当年和第二年分别支付剩余 30%和 30%的资金，并于当年支付公司代建管理费；投资额高于 1 亿元的项目，采取“4-2-2-2”的回款模式，即项目立项时拨付 40%的资本金，项目完工后审计验收合格，当年、第二年和第三年分别支付剩余 20%、20%和 20%的资金，并于当年支付代建管理费。

上述项目均收取工程总投入的 3%作为管理费（根据项目进度分季度确认），最终在工程验收后回款时一并支付；除自身代建管理费外，建设中心的代建管理费（该部分也计入公司工程收入）由公司代收，拨付给建设中心的部分同时确认为成本。

对于公司为进驻经开区的大型工商企业代建的厂房、办公楼、绿化工程等设施（自营），项目流程一般是公司先与委托人签订代理建设/施工合同，委托人按照合同约定，在项目建设初期核算项目建设成本之后，向公司支付 30%的资本金，公司通过使用预付款、自有资金投

入以及银行融资等方式开展建设工作，项目竣工验收后根据合同约定由委托人一次性支付剩余工程款项。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建代建项目合计 17 个，项目总投资 40.74 亿元，已完成投资 17.69 亿元，除“14 昆明经开债/14 昆经开”募投项目及广福路东延线（二标）外，后续建设资金主要来源于财政拨款，采用先拨款后建设的运营模式。

表4　截至2016年3月底公司主要代建项目情况（单位：万元）

编号	项目名称	计划总投资（万元）	已完成投资（万元）	资金来源
1	广福路东延线（二标）	10066.11	5931	财政拨款
2	老 320 国道（经开区段）升级改造工程一标段 I-C 段工程	20056.66	9223	财政拨款
3	320 国道（经开区段）升级改造(二标）	18130.81	18547	财政拨款
4	洛羊物流片区呈东路（第一标段)	2077.96	670	财政拨款
5	信息产业基地西南片区支次路网工程	11831.47	6585	财政拨款
6	呈黄路改扩建与王家营准轨场铁路立交工程一标 呈黄路改扩建与王家营准轨场铁路立交工程二标	26698.97 13401.59	16380 7560	财政拨款
7	A-11 号道路	2354.55	1662	财政拨款
8	广福路东延线一标（1A）	6393.07	4284	财政拨款
9	广福路东延线一标（1B）	2909.85	1516	财政拨款
10	石夹子隧道—黑龙潭排洪沟渠治理（二期）工程施工	1565.30	200	财政拨款
11	石夹子隧道-黑龙潭排洪沟渠治理（一期）工程	1678.90	200	财政拨款
12	物流片区 169 号路南段道路	1312.04	530	财政拨款
13	呈黄路（北段）东辅线工程施工	11497.67	4214	财政拨款
14	呈黄公路改扩建工程一标	3298.57	547	财政拨款
15	老 320 国道（经开区段）升级改造施工一标 1B 段	7177.47	1575	财政拨款
16	呈黄路（北段）工程	174695.00	88849.89	财政拨款\BT
17	鸿运大道工程	92235.11	8410.43	财政拨款\BT
总计		**407381.10**	**176884.32**	--

资料来源：公司提供

农机产品销售

公司农机产品业务主要有下属全资子公司昆明神犁设备制造有限责任公司（下称“神犁公司”）负责运营。神犁公司主营云峰牌系列小型拖拉机、拖拉机变形运输机及配套农机具的制造销售。神犁公司目前下设 2 个分厂，拥有职工三百多人，各类专业技术人员 70 人，各种制造和检测设备 500 多台套，具有四十多年的拖拉机及各类农业机械的研发和生产经验。目前已形成四大系列、三十多个品种和型号的产品线，年生产能力达 3.8 万台套，产品销往云南省及东南亚周边国家和地区。作为下属重要生产型企业，神犁公司为公司提供了较为稳定的收入和现金流来源，为公司主要的经营实体。

受宏观经济情况下行影响，2013~2015 年，公司农机产品销售收入逐年减少，分别为 1.08 亿元、0.71 亿元和 0.34 亿元。同期，毛利率分别为 12.50%、19.55%和 11.38%，其中 2014 年

毛利率大幅上涨主要原因为产品结构调整，非盈利性及低盈利产品逐渐退出市场以及销售价格根据市场变化有所调整等。

利息收入

公司的利息收入板块主要分为两个部分：一是由公司委托贷款业务所带来的收入，该部分由经开区管委会授权集团公司经营，委托贷款的主要客户包括昆明瑞志永兴科技有限公司、昆明经百实业有限公司、昆明大观山投资开发有限责任公司、昆明经济技术开发区企业融资服务有限公司等，截至 2016 年 3 月底，该部分委托贷款规模为 7.03 亿元（计入“其他应收款”科目）；二是由子公司昆明经济技术开发区企业融资服务有限公司及昆明经济技术开发区兴融小额贷款有限公司所带来的收入。随着园区内入驻企业增多，公司对园区内的金融支持业务量持续增长，贷款业务规模逐年上升，截至 2016 年 3 月底，贷款规模达 1.68 亿元。2013~2015 年获取的利息收入分别为 0.90 亿元、1.69 亿元和 1.65 亿元，该类业务毛利率水平较高，目前为公司利润的最主要来源。截至 2016 年 3 月底，公司贷款业务无不良贷款。

租赁业务

公司的租赁业务主要由公司本部和子公司昆明腾邦置业有限公司经营，主要有商铺出租、车位出租及其他车辆出租等业务。2013~2015 年，公司租赁收入呈持续上升趋势，主要原因为公司出租物业面积的增加。该业务板块的成本主要来源于物业养护。发行人租赁业务均采取预收款方式进行结算，其成本主要为物业、车辆养护等。

从租金收入构成来看，公司租赁业务以房屋租赁为主，其中工业厂房的租赁收入占比较大，超过 80%。2013~2015 年，该板块收入由于出租面积的上升不断增加，毛利率因市场因素有所下滑。

其他业务

除农机产品销售、工程代建、房地产开发、委托贷款和租赁业务等板块带来的收入外，公司其他业务包括罚款收入、管理输出收入等，各板块收入规模较小。2013~2015年，其他业务板块收入分别为229.24万元（扣除误列入该板块的房地产板块收入）、1766.81万元和426.76万元。

3. 经营效率

近三年公司销售债权周转次数逐年下降、存货周转次数波动下降，总资产周转次数逐年下降，加权平均值分别为3.66次、0.14次和0.03次，2015年分别为2.77次、0.10次和0.02次。

总体看，公司各项经营效率指标偏弱，但考虑到公司所处行业业务特点，公司经营效率正常。

4. 未来发展

公司未来将围绕市场趋势需求，提高创新驱动能力，建立可持续的资金保障机制。

根据昆明经开区管委会下发的《昆明经济技术开发区管理委员会办公室关于印发昆明经济技术开发区推广运用政府和社会资本合作模式暂行办法的通知》，以及国资办下发的《关于明确区属投融资公司融资审批相关工作意见》的文件精神，公司将积极研究国家颁布的金融、产业等相关政策，紧扣“疏堵结合、分清债务、规范管理、防范风险、稳步推进”的工作原则，建立健全“借、用、还”相统一的债务管理机制，妥善处理存量债务，并制定详尽的资金使用计划，跟进落实，确保在建项目有序推进的同时，积极创新融资方式、拓宽融资渠道，在当前形势下，进一步扩大直接融资比例，摆脱传统、单一的发展模式，控制短期借款带来的资金风险，积极推行包括融资租赁在内的相关融资模式，利用资本市场运作，改善资产负债结构，优化产业结构布局，强化债务追缴机制，加大资金本息追缴能力，确保资金按时回笼，保证资金安全，满足公司项目融资需求。

公司作为经开区重要的基础设施工程项目代建管理平台，目前承接的在建、代建项目，

以“呈黄路改扩建”、“320 国道改扩建”等重点工程为工作重心，项目计划于“十三五”期间完成建设施工并投入使用。公司承接的各项代建工程在 2016 年将进入密集实施的高峰期，呈黄路北段东辅线工程、呈黄路改扩建与王家营准轨场铁路立交工程 I、II 标、广福路东延长线 I-A 标段、呈黄路北段等重点项目均要保证按计划推进实施，320 国道改扩建工程更要在 2016 年实现全线通车。

土地整治方面，未来几年，公司将重点参与关停矿山土地恢复治理开发项目（即面山治理项目）。按照昆明市政府关于滇池面山和重点区域禁止挖沙采石的要求，经开区内的采石场、砖厂等矿山企业需全部关停，需恢复治理土地面积 6727.4 亩。

总体看，公司未来一定时期内仍将承担大量市政基础设施代建业务，滇池面山治理项目为公司提供了充足的土地一级开发资源，公司已有的地产开发项目也为未来园区土地一二级联动开发积累了必要的前期经验。考虑到公司代建业务需要前期自行筹资建设，滇池面山治理项目也将产生大额开发支出，公司将面临持续的大额外部融资需求。

八、募集资金使用情况

公司于2014年9月25日发行人民币债券12亿元（“14昆明经开债/14昆经开”），债券期限为7年。“14昆明经开债/14昆经开”利息采用固定利率，按年计息，不计复利。

“14昆明经开债/14昆经开”设置分期按比例归还本金，自发行起第3年开始分期等额归还本金，即每年支付2.4亿元。

“14昆明经开债/14昆经开”募集资金为12亿元人民币，其中，3亿元用于鸿运大道工程、9亿元用于呈黄路（北段）工程项目建设。截至2016年3月底，募集资金共使用97260.32万元，其中，呈黄路（北段）工程使用资金88849.89万元，预计2020年前竣工验收；宏运大道工程项目使用资金8410.43万元，预计2019年以前竣工验收。

公司募集资金均纳入区财政统筹安排，列入地方政府债务，还本付息纳入区财政预算安排，资金的使用按照区财政统筹安排计划进行拨付。整体来看，“14昆明经开债/14昆经开”募集资金合理使用，募投项目有序进展。

九、财务分析

公司提供的2014年~2015年财务报告由北京永拓会计师事务所审计并出具了标准无保留意见审计结论（京永审字【2016】第14520号）。

从合并范围来看，2015年公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为191.00亿元，所有者权益合计96.26亿元；2015年，公司合并口径实现营业收入3.35亿元，利润总额0.46亿元。

1. 盈利能力

公司房地产业务收入及利润波动较大，整体收入来源及结构稳定性一般。同时，受宏观环境影响，公司农产品销售收入逐年下降，2013~2015年公司营业收入波动下降，分别为3.44亿元、3.94亿元和3.35亿元。

期间费用方面，2013~2015年，公司期间费用波动增加，分别为8936.66万元、10718.62万元和9252.27万元，占营业收入的比例分别为25.98%、27.19%和27.60%，2015年期间费用总金额略有下降，但期间费用率受营业收入小幅下滑影响有小幅上升。

非经常性损益方面，公司营业外收入主要包括政府补助以及经百实业经营收入，2013~2015年，公司收到政府补助分别为1.23亿元、226.72万元和343.37万元。投资收益方面，公司对园区内部分企业进行股权投资并获取投资收益，2013~2015年，分别确认投资收益144.32万元、1867.31万元和1340.21万元。总体上，公司非经常性损益是公司利润总额的重要

来源。

盈利指标方面，2013~2015年，公司营业利润率波动下滑，三年分别为34.01%、56.35%和32.32%，产品销售、房地产及其他业务板块收入的下滑是主营业务盈利能力下降的重要原因。加之公允价值变动损益及投资收益有所减少，进一步压缩了营业利润，继而反映为总资本收益率和净资产收益率下降，由2014年的分别为1.35%和1.66%降至0.45%和0.22%，受行业性质影响，公司盈利能力弱。

总体看，跟踪期内，公司营业利润率有所下滑，收入及利润规模稳定性一般；公允价值变动损益、政府补贴等非经常性损益对公司利润有相当程度的贡献。未来随着土地整治出让及自营业务的逐步推进，公司有望形成新的收入增长点，收入及利润规模和稳定性有望增强。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为4.95 亿元、6.72 亿元和 2.80 亿元，受房地产板块预售房款减少影响，2015 年销售商品、提供劳务收到的现金下降幅度较大；同期，公司现金收入比大幅波动，三年分别为 143.86%、170.54%和 83.42%。经营活动现金流出方面，公司作为经开区重要的基础设施建设主体及唯一的土地一级开发主体，与经开区建设中心、土地收储中心及园区内其他企业资金往来规模较大，该类款项体现为委托贷款、土地竞买保证金及代建工程款等，均计入收到及支付其他与经营活动有关的现金。2015 年公司经营活动现金流入量及净流量分别为 32.98 亿元和-2.71 亿元，受委托贷款、往来资金等款项影响，公司经营活动现金流入量及净流量大幅波动，经营活动现金流稳定性较差。

投资活动方面，公司自营项目相关投资计入购建固定资产、无形资产等支付的现金；股权投资相关现金计入投资支付的现金和收回投资及取得投资收益收到的现金；代建基础设施项目（自营）的现金流均计入投资活动，体现为收到及支付其他与投资活动有关的现金，该类现金流规模较大且波动较大。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 2.63 亿元、-5.78 亿元和 0.42 亿元。

近年来，金融机构借款与债券融资成为公司重要的外部资金来源。2013~2015 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均增幅 31.89%，三年分别为 11.99 亿元、35.98 亿元和 20.86 亿元，主要来自取得借款及发行债券收到的现金。公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为往来款及代收财政拨款（对应计入“其他应付款”科目）。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均变动率 79.51%，主要包括偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，同期，筹资活动现金净额波动较大，三年分别为 5.42 亿元、30.75 亿元和-0.31 亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产市场景气度及销售周期影响，公司经营活动现金流与收入匹配程度较差，现金收入同比大幅下滑。公司收入结构稳定性一般，且往来款等各类资金规模较大导致公司经营活动现金流入量及净流量稳定性较差。土地整理以及基础设施代建项目需要大规模的资金投入，与政府相关部门的往来款、银行借款及债券融资成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 191.00 亿元，同比增长 9.18%。2015 年，公司流动资产占比小幅下降至 44.97%，非流动资产占 55.03%

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 85.89 亿元，同比小幅增长 8.40%，主要系存货及预付款项增长所致。流动资产主要由货币资金（占 12.82%）、存货（占 27.99%）和其他应收款（占 52.05%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金受融资规模缩减同比减少 19.10%至 11.01 亿元，主要以银行存款为主（占 99.97%），无使用受限的资金。

截至 2015 年底，公司其他应收款 44.71 亿元，同比增长 1.20%，主要为经开区财政局的贷款（占比 46.27%）、与经开区开发建设中心的往来款（占比 23.95%）和经开区土储分中心应付土地开发款（占比 15.73%）。从账龄分析看，1 年以内的占 26.42%，1~2 年的占 44.26%，3 年以上的占 25.31%。建设中心与公司实行一体化管理，且相关往来款主要由转收转付财政拨款形成；经开区土储分中心对公司的应付土地开发款合计 7.03 亿元，该部分款项由滇池面山治理项目前期投入形成，由于该项目暂未获得国家发改委正式批复，相关资产暂计入该科目。针对公司其他应收款事项，昆明经开区财政相关部门已在出具的专项文件《昆明市经济技术开发区管委会与昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司关于代建市政项目及其他款项的回款协议》中约定，管委会各政府部门拖欠公司的款项期限不得超过 3 年，确保公司正常经营和运行。上述其他应收款多为 2012~2013 年的发生款项，按照约定将于 2014~2015 年全额回款，账款回收风险较小，公司未计提坏账准备；但相关款项的回收受政府及相关方资金拨付效率影响较大。

截至 2015 年底，公司存货 24.04 亿元，同比上涨 30.86%，主要由土地开发成本（占 87.81%）和 （占比 10.67%）构成。考虑到经开区近年土地价值总体上升、跌价风险较小，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 105.11 亿元，同比增加 9.83%。公司非流动资产中在建工程、其他非流动资产、投资性房地产分别占 52.05%、29.85%、10.65%。

截至 2015 年底，公司在建工程 54.71 亿元，较 2014 年增加 27.94%，主要包括市政代建项目、园区土地一级开发形成的基建项目投入及土地开发成本。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 31.37 亿元，与 2014 年底持平，主要包括昆明经济技术开发区国有资产管理委员会划入公司的管网及附属资产以及市政道路资产。

截至 2015 年底，公司投资性房地产同比增加 96.29%至 11.19 亿元，主要为固定资产中自用房地产或存货转入所致。资性房地产的价值已经由北京中和谊资产评估有限公司出具的中和谊评报字【2016】11052 号评估报告进行评估确认。

公司固定资产主要以土地房屋建筑物为主（占固定资产账面价值的 84.00%）。截至 2015 年底，公司固定资产 1.14 亿元，较 2014 年大幅减少 66.61%。2015 年，固定资产增加 28445871.88 元，其中：①本年支付苏化生物科技有限公司房屋转让房产登记费、房款、契税、交易手续费等 26467734.88 元，于 2015 年 12 月结转至固定资产；②购买途观越野车购车款、契税等 240757.00 元；③购买车厢可拆卸式垃圾车 640000.00 元；④购买办公电器一批 117380.00 元。固定资产减少部分包括：①本期减少 6000.00 元为核销项目规划部被盗电脑一台；②减少数 256933,520.45 元为根据房屋使用性质，调整至投资性房地产科目进行核算。

受限资产方面，截至 2016 年 3 月底，公司共有 7.31 亿元资产（体现在“投资性房地产”与“固定资产”科目）用于抵质押，占同期资产总额 196.49 亿元的 3.72%。

整体看，跟踪期内，公司资产规模小幅扩大；资产构成中，存货、其他应收款及在建工程占比大，大额应收款项对公司资金形成一定占用；整体资产质量较差。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 96.26 亿元，与上一年基本持平；其中，实收资本占 27.96%，资本公积占 56.84%，盈余公积占 0.92%，未分配利润占 10.59%，少数股东权益占 3.07%。截至 2015 年底，公司实收资本无变

化。资本公积较上年变化不大。总体上，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债合计94.74亿元，较上年增长19.27%。负债结构方面，流动负债占24.20%，占比同比减少26.57个百分点，非流动负债占75.80%。

截至2015年底，公司流动负债合计22.92亿元，同比减少43.16%。以其他应付款（占47.64%）、短期借款（占8.71%）和预收款项（占34.47%）为主。

截至2015年底，公司短期借款2.00亿元，较上年底减少73.62%，主要由质押借款（占71.34%）和抵押借款（占28.54%）构成。

截至2015年底，公司预付账款7.90亿元，同比增长21.79%，增幅主要来自公司对倪家营项目和普照一期项目的预收房款。

截至2015年底，公司其他应付款合计10.92亿元，同比减少34.07%，主要为与其他企业的往来款项、信托借款、资产管理计划借款等。其中，对云南国际信托有限公司、瑞元资本管理有限公司等机构的借款均为有息拆借款，本报告相应计入有息债务核算。

截至2015年底，公司非流动负债合计71.82亿元，同比增长83.67%，主要系新增市政工程专项应付款及应付债券所致。非流动负债主要由应付债券（占40.38%）、专项应付款（占46.18%）构成和长期借款（占10.21%）构成。

截至2015年底，公司专项应付款33.16亿元，同比增长185.95%，主要系公司收到的市政工程专项建设资金增加导致。

截至2015年底，公司长期借款为7.33亿元，同比增加52.29%。其中，抵押借款3.78亿元，质押借款3.55亿元。

截至2015年底，公司应付债券29.00亿元，同比增加7.00亿元，包括17.00亿元PPN（一期10.00亿元，二期7.00亿元）与12.00亿元企业债。

有息债务方面，截至2015年底，公司有息负债合计41.98亿元，同比减少13.78%，其中，短期债务占比6.78%，长期债务占比54.43%，受短期借款及应付票据大幅减少的影响，公司短期债务占全部债务比例持续下降，债务结构符合行业特征。2015年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.60%、30.37%和28.90%，公司债务负担尚可。

整体看，公司所有者权益稳定性一般，跟踪期内，债务负担有所加重但仍处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于公司其他应收款规模大，账面反映的公司流动比率和速动比率较高，2015年底分别为374.67%和269.78%；2013~2015年，公司经营活动现金流量净额均呈现净流出，经营现金流动负债比分别为-25.78%、-44.70%和-11.82%。截至2015年底，公司现金类资产合计11.01亿元，是同期短期债务的3.86倍。考虑到公司经营活动现金流入量规模较大，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2015年公司全部债务/EBITDA倍数随债务规模快速上升至40.01倍。总体看公司长期偿债指标近年呈弱化趋势，考虑到经开区管委会对公司的持续稳定支持及公司未来可获取的土地整治收入返还，公司整体偿债能力适宜。

对外担保方面，截至2016年3月底，公司对外担保余额2.18亿元，担保比率为2.24%，被担保人为事业单位昆明经济技术开发区开发建设中心。总体看，公司担保比率低，或有负债风险小。

截至2016年3月底，公司共获得各类银行授信额度合计14.66亿元，公司已使用额度10.48亿元，尚未使用额度合计4.18亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2015年底，公司有两笔租金无法追回：（1）2015年8月21日，昆明仲裁委员会要求云南多江商贸有限责任公司向公司支付所欠租金131308.63元及违约金47271.10元，并

及时返还租赁房屋。但由于云南多江商贸有限责任公司目前处于失联状态，无法确认款项可回收性。（2）昆明仲裁委员会于 2015 年 3 月 12 日下达了昆仲调〔2015〕7 号调解书，调解协议为云南金阳光医药有限责任公司于 2015 年 4 月 11 日前一次性支付所欠租金 540,190 元及追偿发生费用 35,776.48 元、违约金 83462.83 元和仲裁费 20732.30 元。截至审计结束日，昆明腾邦置业有限公司已向法院申请强制执行，但仍未能收回相关欠款，目前无法确认款项可回收性。

5. 存续期内债券偿还能力

公司 2014 年发行“14 昆明经开债/14 昆经开”12 亿元，2021 年到期。2015 年公司 EBITDA 为 1.05 亿元，为该债券发行额度的 0.09 倍；经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 32.98 亿元和-2.71 亿元，分别为该债券发行额度的 2.75 倍和-0.23 倍。“14 昆明经开债/14 昆经开”附本金提前偿还条款，在存续期第 3、4、5、6、7 年末分别等额偿还发行额度的 20%，以分期还款额度测算，公司 2015 年 EBITDA 为分期还款额度 2.40 亿元的 0.44 倍；经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为分期还款额度 2.40 亿元的 13.74 倍和-1.13 倍。

总体看，分期还款安排有效缓解了公司未来集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对待偿还的“14 昆明经开债/14 昆经开”保障能力良好。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（编号：B201606170141382555），截至 2016 年 6 月 17 日，公司无不良贷款记录，过往债务履约情况良好。

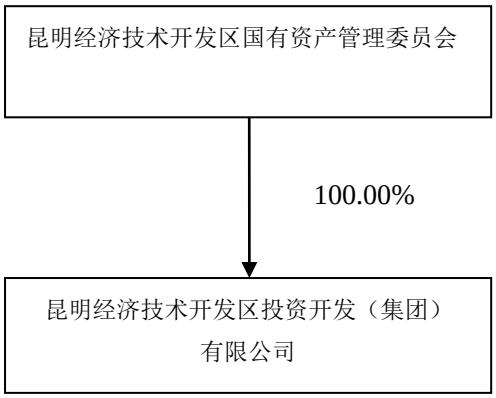
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及经开区区域经济及财力状况、经开区管委会及国资委对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

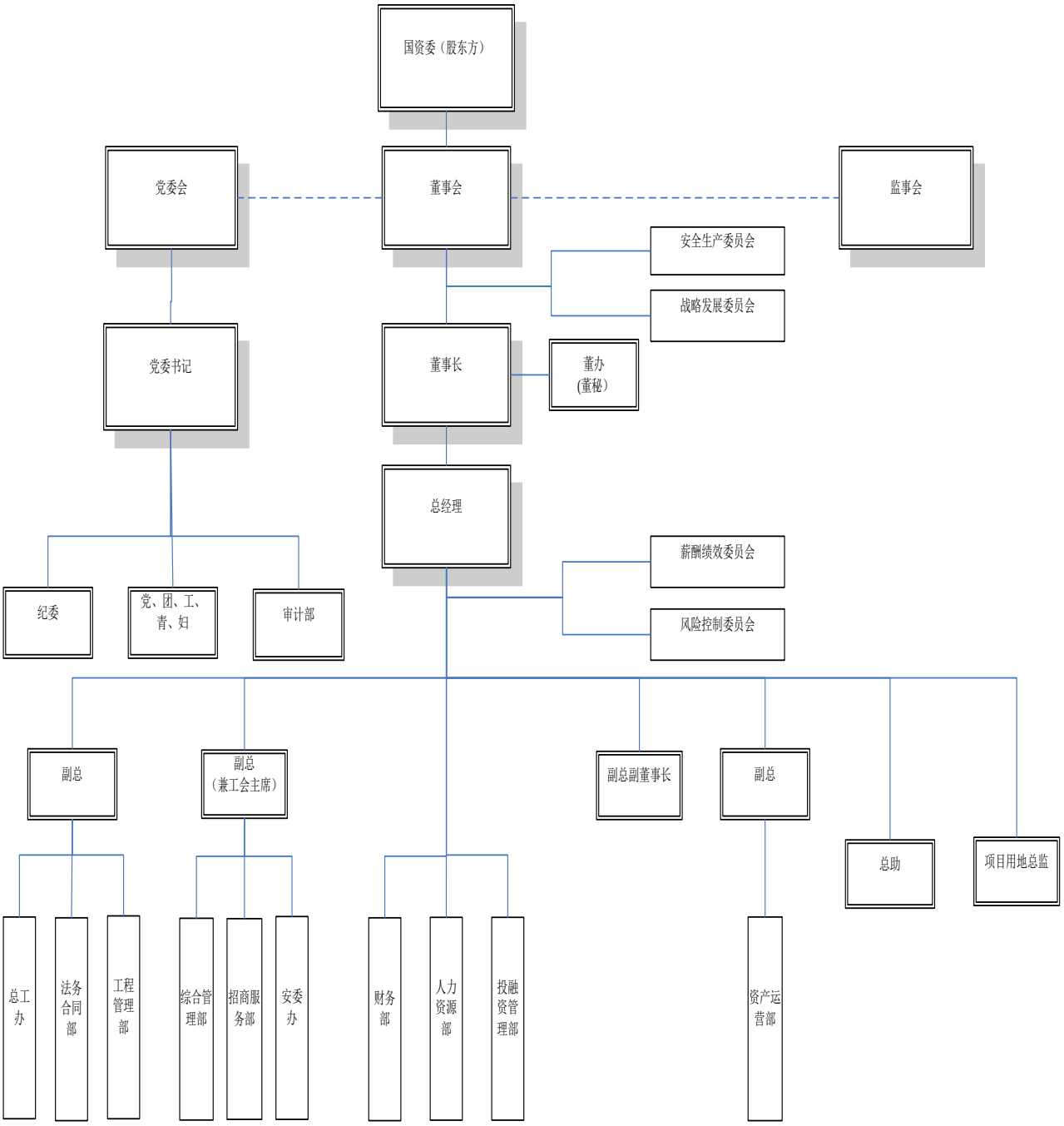
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14 昆明经开债/14昆经开”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.67	13.61	11.01
资产总额(亿元)	139.85	174.94	191.00
所有者权益(亿元)	98.87	95.50	96.26
短期债务(亿元)	7.93	19.07	2.85
长期债务(亿元)	11.29	29.62	39.13
全部债务(亿元)	19.22	48.69	41.98
营业收入(亿元)	3.44	3.94	3.35
利润总额(亿元)	1.52	2.10	0.46
EBITDA(亿元)	1.80	2.62	1.05
经营性净现金流(亿元)	-6.06	-18.03	-2.71
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.92	3.63	2.77
存货周转次数(次)	0.32	0.09	0.10
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.02
现金收入比(%)	143.86	170.54	83.42
营业利润率(%)	34.01	56.35	32.32
总资本收益率(%)	1.27	1.35	0.45
净资产收益率(%)	1.31	1.66	0.22
长期债务资本化比率(%)	10.25	23.67	28.90
全部债务资本化比率(%)	16.28	33.77	30.37
资产负债率(%)	29.30	45.41	49.60
流动比率(%)	244.16	196.45	374.67
速动比率(%)	190.49	150.90	269.78
经营现金流动负债比(%)	-25.78	-44.70	-11.82
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	18.61	40.01

注：其他应付款中有息借款计入有息债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。