跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 970 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”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十二日

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
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

债券名称	债券余额	起息日	期限	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	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	13.61	11.01	13.14
资产总额(亿元)	174.94	191.00	220.64
所有者权益(亿元)	95.50	96.26	91.45
短期债务(亿元)	15.54	2.00	0.01
长期债务(亿元)	26.82	36.33	47.35
全部债务(亿元)	42.36	38.33	47.36
调整后全部债务(亿元)	48.69	41.98	52.60
营业收入(亿元)	3.94	3.35	5.39
利润总额(亿元)	2.10	0.46	0.38
EBITDA(亿元)	2.62	1.05	1.30
经营性净现金流(亿元)	-18.03	-2.71	-0.03
营业利润率(%)	56.35	32.32	19.90
净资产收益率(%)	1.66	0.22	0.39
资产负债率(%)	45.41	49.60	58.55
全部债务资本化比率(%)	30.72	28.48	34.12
调整后全部债务资本化比率(%)	33.77	30.37	36.52
流动比率(%)	196.45	374.67	498.57
经营现金流动负债比(%)	-44.70	-11.82	-0.18
全部债务/EBITDA(倍)	16.19	39.90	36.54
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.61	43.70	40.58

注：其他应付款中有息借款计入调整后有息债务核算。

分析师

闫 蓉 张龙景

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

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，公司应收款项对资金形成占用、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，公司营业收入稳定增长；政府在财政补贴及代建资金等方面对公司的支持稳定持续。随着经开区财政实力的不断增强，公司土地陆续出让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” 分期还本金额的保障能力尚可。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，联合资信确定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. 昆明市及经开区经济保持增长，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，公司在财政补贴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” 分期还本金额的保障能力尚可。

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，公司应收款项对资金形成占用。
3. 公司未来投资规模大，面临持续的资金压力。
4. 跟踪期内，经开区地方政府债务负担重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由昆明经济技术开发区投资开发（集团）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。

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司
跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于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”或“昆明经开投”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，昆明经开投股东及实际控制人均未发生变化。公司股东及实际控制人仍为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”）。2016 年，经开区国资委向公司注入 500.00 万元资本金。截至 2017 年 3 月底，公司注册资金 269114.59 万元。

跟踪期内，公司职能定位及营业范围未发生重大变化。截至 2017 年 3 月底，公司设有审计部、总工办、法务合同部、工程管理部、综合管理部、安委办、财务部、人力资源部和资产运营部等 9 个职能管理部门，合并报表子公司合计 12 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 220.64 亿元，所有者权益合计 91.45 亿元；2016 年公司合并口径实现营业收入 5.39 亿元，利润总额 0.38 亿元。

公司注册地址：云南省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：陈志斌。

三、债券概况与募集资金使用情况

公司于2014年9月25日发行了12亿元7年期“14昆明经开债/14昆经开”，债券设置分期归还本金条款，自发行起第3年开始分期等额归还本金。“14昆明经开债/14昆经开”债券余额12.00亿元。截至跟踪日，公司按时支付利息，既往付息情况良好。募集资金中，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；截至目前，募投资金已使用完毕，项目进展顺利。

表1　截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
14 昆明经开债/14 昆经开	12.00	2014/9/25	7 年	12.00	按年付息，存续期第 3~7 年分期等额偿还本金

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，

全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能

力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及地方财力状况

公司是负责昆明经济技术开发区（以下简称“经开区”或“昆明经开区”）开发建设的重要主体，承担经开区城市基础设施建设和国有资产运营的职能，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受经开区经济增长、财政收支状况的影响，并与经开区发展规划密切相关。

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），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。经开区地处昆明主城、呈贡区、长水国际机场三角区域中心，国批面积 11.8 平方公里（含出口加工区 2 平方公里）。2008 年 5 月，实体化管理后，昆明经开区托管了阿拉、洛羊两个街道，实际管辖面积扩大到 156.6 平方公里，辖区总人口约 17.7 万人，常住人口约 13.5 万人。

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。2016 年，昆明经开区营业总收入 1481 亿元，同比增长 12.2%；规模以上工业增加值 111 亿元，同比增长 11.7%；规模以上固定资产投资 162.88 亿元，同比增长 18.9%。限额以上社会消费品零售总额 62.08 亿元，同比增长 12.2%。

2016 年，昆明经开区各类入区规模以上工业企业 108 户，占全市总数的九分之一；2016 年实际利用外资 8021.55 万美元，实际到位市外内资 112.61 亿元。

产业结构方面，2016 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 55:45，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。

基础设施建设方面，2016年，昆明经开区完成工业固定资产投资64.01亿元，全年累计新开工基建项目28个，基础设施建设投资14.21亿元。

区域财政实力

2016年，昆明经开区一般预算收入同比增长10.03%至32.80亿元。同期，经开区基金预算收入及上级补助同比降幅分别为24.80%与34.74%。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及上级补助有所下滑，对经开区财政收入稳定性形成负面影响。

表2　昆明经开区2014~2016年可控财力情况

（单位：万元、%）

预算科目	2014 年	2015 年	2016 年
一、一般预算收入合计	272118	298093	328000
(1)税收收入	260842	250763	260900
(2)非税收入	11276	47330	67100
二、基金预算收入合计	78468	91903	69108
(1)政府性基金收入	72659	59323	69108
三、上级补助收入	51543	72566	47355
地方可控财力合计	**402129**	**462562**	**444720**

资料来源：昆明市财政局经开区财政分局

截至2016年底，经开区地方政府性债务余额541712万元，债务率（（地方政府债务余额÷地方可控财力）×100%）同比上升12.15个百分点至121.81%，政府债务负担重。

发展规划

“十三五”期间，经开区明确 10 项重点改革任务：建设一流园区、深化管理体制改革、以提质增效为核心、加大基础设施持续投入力度、加速资源要素聚集、实施创新驱动、统筹城乡发展、创建国家生态工业示范园区、推动维护社会稳定和社会管理创新、切实依法治区，主动服务和融入国家、省市发展战略，为实现“十三五”规划提供坚强保证。

经开区提出，到 2020 年，将力争实现营业总收入新增 1000 亿、服务业营业总收入达到 1000 亿的“双千亿”目标。

经开区将在招商引资方面创新招商引资模式，大力推行产业链招商，进一步放宽投资领域限制，鼓励社会资本以 PPP 等方式参与园区建设。坚持产业发展与城市建设并重，坚持新

兴产业与传统产业并重，探索匹配产业布局规划的招商模式。经开区将实施“服务业兴区”行动计划，加快服务平台建设，构建软硬环境兼顾的综合服务体系；全面调整招商政策，引导财政扶持资金向优质项目、产业链项目倾斜。

产业结构调整方面，经开区重点促进战略性新兴产业发展，加快建设清水生物医药产业园，打造清水有色金属新材料基地，构建具有竞争力优势、配套企业完整的电子信息产业集群。同时，重点发展创意设计、旅游会展、动漫游戏等文化创意产业；依托王家营国际陆港建设，不断延伸物流产业链条；完善中小企业金融服务体系。提升改造传统产业，培育和扶持规模大、实力强、具有辐射带动作用的食品饮料加工企业，进一步提升烟草加工及配套产业创新能力、研发能力和市场开拓能力。

资源配置方面，优化土地资源配置，集约利用土地资源，合理安排各类土地利用关系，在严格保护耕地基础上，保障各类重点建设项目用地、生态环境用地和发展建设的用地需求。促进人才资源汇集，实施区域人才资源整体性开发战略，打造创新创业人才高地。

基础设施方面，围绕以“经开204、经开207、安石公路”为横贯线，以“经开103、呈黄路、呈黄路东辅线”为纵贯线的“三横三纵”重点项目，全面开展路网建设，形成路网循环系统。加大信息化基础设施建设，以国家大数据战略为引领，持续保障信息化基础投入，逐步建成“智慧园区”。加大配套基础设施建设，继续优化供水、污水处理、垃圾处理等设施的区位设置。加大公共服务设施及园林绿化建设，到“十三五”期末，园区绿化覆盖率达40%。

总体上，经开区未来发展方向明确，随着产业结构的优化、基础设施配套的完善与招商引资的不断推进，园区经济产值有望进一步提升。

六、基础素质分析

1. 股东背景

截至2017年3月底，公司注册资本269114.59万元，实收资本269614.59万元，由经开区国资委全资持有。公司实际控制人为经开区国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，公司主要高管人员发生如下变化：董事长由孟光寿变更为陈志斌，总经理由陈志斌变更为金明。

截至2017年3月底，公司高级管理人员6人；其中，董事长1人，总经理1人，副总经理4人。

陈志斌先生，1984年出生，硕士学历，中共党员。历任昆明经开区住建局副局长，昆明经开区管委会机关团委书记，昆明呈贡区洛羊街道办事处副主任，昆明经开区管委会党政综合办副主任，公司副总经理、总经理。现任公司董事长。

金明先生，1972年出生，硕士学历，中共党员。历任云南四建技术科长、云南省房地产开发经营(集团)公司/昆明通泰置业有限公司总工，云南建投房地产有限公司/昆明商锐房地产经纪有限公司总经理、总策划师、董事长，公司副总经理。现任公司董事、总经理。

刘铸民先生，1966年出生，本科学历。历任公司总经理助理，经开区拆迁安置办副主任，国土局副局长，土储中心副主任。现任公司董事、副总经理。

截至2017年3月底，公司本部拥有在岗员工56人。其中研究生及以上3人，本科49人，大专4人；从年龄上看，30岁以下12人，30至50岁39人，50岁以上5人。

总体来看，跟踪期内，新任高级管理人员管理经验较为丰富，员工素质较高，可以满足公司日常经营及管理需求。

3. 政府支持

政府委托代建资金

经开区管委会委托公司代建的项目均有签订代建协议，协议规定公司负责代建项目的建设，管理和移交；经开区管委会按照项目类型拨入项目资本金，并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 2017 年 3 月底，公司账面专项拨款合计 51.18 亿元。

资本注入

2016 年，经开区国资委增加公司注册资本 500.00 万元。根据经开区国资委《关于文化体育中心移交工作相关事宜的通知》，将文体中心权属管理服务中心的地上建筑物部分价值 1.11 亿元注入公司统一经营（计入“固定资产”及“递延收益”）。

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。2016 年，公司收到政府补贴 413.47 万元。

总体看，经开区管委会及国资委等部门为公司发展持续提供项目资金、财政补贴等方面的支持。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1053011100727110T），截至 2017 年 5 月 24 日，公司未结清信贷产品中无不良贷款记录，已结清贷款中存在三笔关注类，根据银行提供的说明，银行仅从风险管理和制度要求出发进行调整，贷款类别不代表公司出现信用风险或还款存在问题。总体上，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司先后出台《风险管理制度》、《子公司人力资源管理制度》、《委托贷款定价管理办法》、《对外投资管理制度》、《内部审计制度实施细则》、《安全生产责任制度》、《财务管理制度》、《工程变更管理办法》等相关制度、办法；公司管理体系得到进一步完善。

截至2017年3月底，公司设有审计部、总工办、法务合同部、工程管理部、综合管理部、安委办、财务部、人力资源部和资产运营部等9个职能管理部门。

八、经营分析

1. 经营概况

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。2016 年，公司实现营业收入 5.39 亿元，同比增长 60.84%，同期，公司整体毛利率 26.43%，同比下滑 13.13 个百分点。

收入构成方面，近三年公司各板块收入占比变动较大，其中，房地产开发收入、物业管理费收入、租赁收入、手续费及佣金收入整体呈现增长态势，产品销售收入、工程收入、利息收入有所下滑。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，公司营业收入有所增长，但结构稳定性较差。

盈利能力方面，公司整体毛利逐年下滑，但仍处于较高水平；收入大幅增长的房地产开发板块及物业管理成为公司 2016 年毛利润主要来源。

表 3　2014~2016 年公司营业收入构成（单位：万元、%）

科目	2014 年			2015 年			2016 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	7075.45	17.95	19.55	3449.60	10.29	11.38	4397.36	8.16	23.15
房地产开发	3096.01	7.86	100.00	--	--	--	29709.62	55.10	16.54
工程收入	4101.65	10.41	11.35	5022.32	14.98	34.28	2818.20	5.23	42.05
保安及物业管理费	1038.99	2.64	15.29	1526.45	4.55	27.21	7182.21	13.32	52.89
利息收入	16866.49	42.79	83.40	16494.78	49.21	44.80	3105.28	5.76	-31.10
租赁收入	3485.73	8.84	80.34	3526.36	10.52	40.44	3665.54	6.80	41.78
手续费及佣金收入	1983.04	5.03	100.00	3075.63	9.17	60.79	2445.15	4.54	100.00
其他	1766.81	4.48	55.17	426.76	1.27	10.49	593.86	1.10	53.91
合计	**39414.16**	**100.00**	**63.25**	**33521.91**	**100.00**	**39.56**	**53917.22**	**100.00**	**26.43**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

房地产板块

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。资金主要依靠自筹，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%利息补贴）。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。针对政府回购部分，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、利润以及利息补贴确认为收入；公司组织销售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。公司本部负责开发的果林金谷项目预收房款 3.00 亿元将于 2017 年确认收入。

公司目前正在建设果林溪谷三期项目，该项目总投资约 4.8 亿元，截至目前，已投资 1.28 亿元，取得预收房款 0.44 亿元。除果林溪谷三期项目之外，公司目前未持有待开发地块。

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，现已建成 3574 套。

2014~2016 年，公司房地产开发业务收入分别为 3096.01 万元、1139.65 万元（误列入工程收入板块）、2.97 亿元。同期，该板块实际毛利率分别为 100%、100%、16.54%。2014~2015 年，公司房地产收入全部来自安置房项目确认的管理费、利润和利息补贴收入，故毛利率为 100%。2016 年，公司收入主要来自倪家营、普照区项目市场化销售部分。

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。

管委会委托公司代建项目分两类：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。

除上述类型项目外，公司子公司昆明景天市政园林工程有限公司（以下简称“景天公司”）承接市场化园林绿化工程项目，该板块投资规模较小，但对公司工程收入形成补充。

2014~2016 年，公司工程收入由于项目结算规模的下滑逐年减少，分别为 4101.65 万元、3882.67 万元（实际收入）和 2818.20 万元。整体毛利率水平因景天公司绿化工程项目收入占比及毛利率差异而有所变化。

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，为公司重要的经营实体。

受宏观经济情况影响，近年来公司农机产品销售收入有所波动，跟踪期内，实现收入0.44亿元，同比有所增长；毛利率由2015年的11.38%升至23.15%，2015年毛利率偏低主要系滞销产品的低价出让拉低了毛利率水平。

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。

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 5.83 亿元。

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。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 2017 年 3 月底，项目已完成投资约 13.13 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。

截至 2017 年 3 月底，公司尚未出让土地，计划在未来逐步出让整理地块，预计返还总额超过 40 亿元。

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4　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 2017 年 3 月底开发进展	预计土地返还总额	预计土地返还时间
面山治理项目	5116.56	已经完成土地收储	335984.22	2017-2020 年
大观山项目	3302.05	已经完成土地预收储	117820.80	2017-2020 年
合计	**8418.61**	--	**453805.02**	--

注：上述预计土地返还总额包含上缴财政部分。
资料来源：公司提供

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、昆明珏帝商贸有限公司、昆明薇珏商贸有限公司等，截至 2017 年 3 月底，该部分委托贷款规模 3.70 亿元，同比减少 3.33 亿元（计入“其他应收款”科目），该板块业务规模将被逐步收缩；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 2017 年 3 月底，贷款规模 4.34 亿元（体现在“发放贷款及垫款科目”，余额净值 1.71 亿元），较上年同期增长 2.66 亿元；其中次级贷款余额 3277 万元。2015~2016 年获取的利息收入分别为 1.65 亿元和 0.31 亿元。2016 年该类业务收入大幅减少主要系公司控制委托贷款业务所致，毛利率为负主要系转贷给子公司的资金部分收入与子公司项目的资本化成本进行抵消，而资金使用的成本仍正常支付所致。

租赁及物业管理业务

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。2014~2016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；2016年收入为3665.54万元，毛利率同比小幅增至41.78%。该业务板块的成本主要来源于物业养护。公司租赁业务均采取预收款方式进行结算。

保安及物业管理业务板块收入主要包括保安收入（昆明经济技术开发区安泰保安服务有限公司负责）、物业服务费收入（昆明创新园科技发展有限公司负责）、绿化服务收入（景天公司负责）、代收代付水费收入以及咨询费收入等等。近三年收入逐年增长，主要系保安业务扩张及代收代付水费收入增加所致，毛利率由于部分新增业务毛利率增长而大幅上升。

其他业务

公司其他业务包括主要包括集团本部的资金运作收入、石料收入、代扣代缴手续费收入、水电费收入、兼职人员工资收入等，各板块收入规模较小。2014~2016年，其他业务板块收入分别为1766.81万元、426.76万元和593.86万元。

3. 未来发展

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建代建项目总投资 72.50 亿元，已完成投资 48.35 亿元，除“14 昆明经开债/14 昆经开”募投项目外，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。公司外部融资压力一般。

表5　截至2017年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	截至 2017 年 3 月底累计投资	剩余未投资
面山治理项目	190000.00	131261.77	58738.23
大观山项目	100000.00	58282.36	41717.64
鸿运大道项目	92200.00	9036.93	83163.07
呈黄路北段项目	174700.00	159746.20	14953.80
320 国道（经开区段）	111821.06	87197.80	24623.26
昆明经开第四中学	38393.50	27564.20	10829.30
广福路东延线 1 标段市政道路工程	17863.40	10375.90	7487.50
合计	**724977.96**	**483465.16**	**241512.80**

资料来源：公司提供

公司未来将通过深化推进国有企业体制改革、完善法人治理结构和市场化激励约束机制，在实现市场化运作和责权利统一的同时，继续在经开区基础设施开发建设中发挥重要作用。

项目建设方面，2017 年，公司将全面完成 320 国道改扩建工程、经开四中等重点项目的建设，同时有序地推进呈黄路、广福路东延线、经开 204、经开 219、安石公路市政化改造、经开 103 号路南延线下穿昆河铁路立交桥以及学校、医院等重点工程项目的建设，同时按既定工程计划抓紧推进鸿运大道支次路网、经开四中周边路网等多条道路及其他基础设施的建设。

2017 年，公司将继续强化和提升内部管理，延续人力资源和财务管理体系在集团层面的管控制度建设，梳理各项管理流程，提高工作效率。在财务管理上进一步统一财务管控体系，强化公司本部对子公司的财务管理。在项目管理方面，从本部总工办、工程管理部及法务合同部的部门职能职责和工作流程入手，搭建科学合理的建设项目管理制度、工作流程等管控体系。同时，完善公司行政管理制度，优化公司的行政审批、综合事务协调流程，保障公司各项流程畅通。

融资及资金运作风险控制方面，公司将针对可产生稳定现金流的项目，积极推行“PPP”融资方式进行资金筹措。公司将加大对委托贷款的管理清收工作，在不发生新的委贷项目的基

础上，加大诉讼清收力度；另一方面加大公司资金集中管控的力度，增强现有风险管制体系能力；同时，通过有效的风险防控和资金运作应收账款的清收，进一步增加业务收入。

总体看，公司未来一定时期内仍将承担大量市政基础设施建设任务，考虑到公司代建业务需要前期自行筹资建设，公司将面临持续的外部融资需求。管理制度的不断完善以及融资方式的创新有助于公司经营效率的提升及业务的顺利开展。

九、财务分析

公司提供了2016年合并财务报表，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2016年，合并范围增加昆明经济技术开发区水务有限公司。新增子公司规模较小，合并报表范围变动对财务数据可比性影响小。2017年1季度，公司财务报表未经审计；合并范围未发生变化。

2016年底，公司合并资产总额220.64亿元，所有者权益合计 91.45 亿元；2016 年公司合并口径实现营业收入 5.39 亿元，利润总额 0.38 亿元。

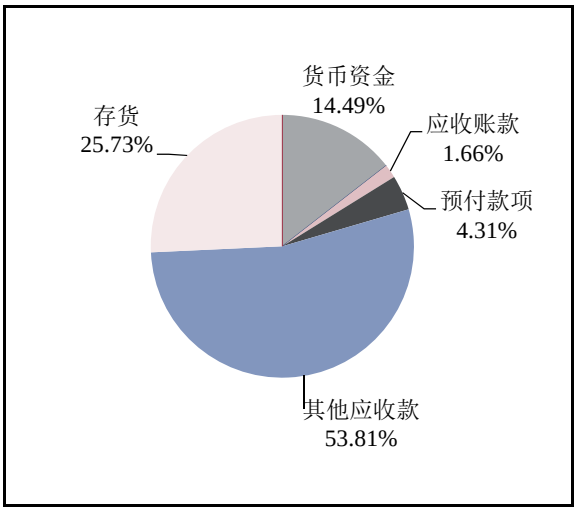
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 220.64 亿元，同比增长 0.58%。其中，流动资产和非流动资产分别占 41.08%和 58.92%。公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计90.63亿元，同比增长5.52%。增长来自货币资金、其他应收款等科目，流动资产构成以货币资金、存货和其他应收款为主。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016年底，公司货币资金13.14亿元，同比增长19.26%，主要为银行存款，无用于担保、质押、冻结等受限情况。

2016 年底，公司存货净额 23.32 亿元，同比减少 3.00%，主要由房地产开发成本（占比98.11%）构成，主要为经百实业房地产开发成本的投入，考虑到经开区近年土地价值总体稳定、跌价风险较小，公司未计提存货跌价准备。

2016年底，公司其他应收款合计48.77亿元，主要为经开区财政局的贷款（占比51.70%）、与经开区开发建设中心的往来款（占比21.95%）以及与非关联公司往来款。从账龄分析看，1年以内的占26.36%，1~2年的占30.12%，2年以上的占45.52%。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；其余应收款项主要来自经开区土储中心往来款、委托贷款以及融资租赁保证金，账款回收风险较大部分均有抵押物覆盖，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。

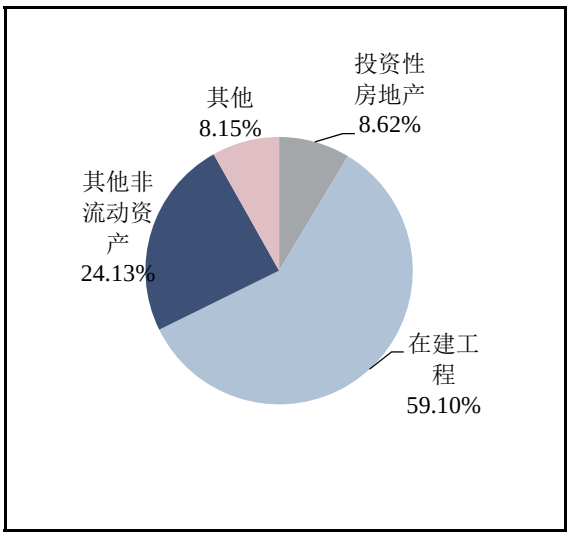
2016年底，公司应收账款净额1.50亿元，同比增长6.12%，主要由工程款、农机销售款等构成。从账龄分析看，1年以内款项占比20.86%，1～2年的占38.69%，2~3年的占16.75%。由于公司应收账款主要来自政府部门及国有企业，账款回收有保障，公司计提坏账准备规模很小，

但相关款项回收时间一定程度受政府资金拨付效率影响。其中，1.30亿元应收账款处于质押状态。

非流动资产

2016 年底，公司非流动资产合计 130.01 亿元，同比增长 23.69%；主要由在建工程（占 59.10%）、其他非流动资产（占 24.13%）和投资性房地产（占 8.62%）构成。

图 2　截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司投资性房地产合计 11.20 亿元，同比增长 0.09%，主要为公司在园区内自持的房地产商铺，增长来自公允价值变动；该部分资产已由北京中和谊资产评估有限公司出具中和谊评报字【2017】11019 号评估报告进行评估确认。其中价值 3.56 亿元房产处于抵押状态。

2016年底，公司在建工程合计76.83亿元，同比增长40.43%，增长来自信息产业基地、呈贡新区、320国道、土地一级开发等项目的投入；在建工程主要包括市政代建项目建设成本以及土地开发成本。

2015~2016年，公司其他非流动资产保持不变，均为31.37亿元，全部为市政道路、管网及附属资产。其中15.85亿元管网及附属资产系根据昆经开资[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取得，该部分资产未产生收益。

2016 年底，公司发放贷款及垫款合计 1.71 亿元，同比增长 7.78%，主要由 2012 年新成立的兴融小额贷款有限公司相关业务形成。其中，关注类及次级贷款共计 0.76 亿元（该部分贷款有抵质押物担保）。

总体来看，公司资产构成中，存货、其他应收款及在建工程占比大，大额应收款项对公司形成一定资金占用，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2016年底，公司所有者权益合计91.45亿元，同比减少4.99%，主要系未分配利润及少数股东权益减少所致。2016年，经开区管委会对公司进行货币增资500万元，2016年底，公司实收资本合计26.96亿元。跟踪期内，公司资本公积保持相对稳定，主要为政府划入公司的征地费、道路资产以及其代建的道路工程等，2016年底，公司资本公积为53.97亿元，同比减少1.36%。未分配利润减少主要系上缴昆明市财政局经开区财政分局营业利润以及调整以前年度损益所致。

2016年底，公司实收资本、资本公积和未分配利润在归属母公司所有者权益中分别占29.68%、59.43%和9.16%。考虑到资本公积中资产的可变现性，公司权益稳定性一般。

负债

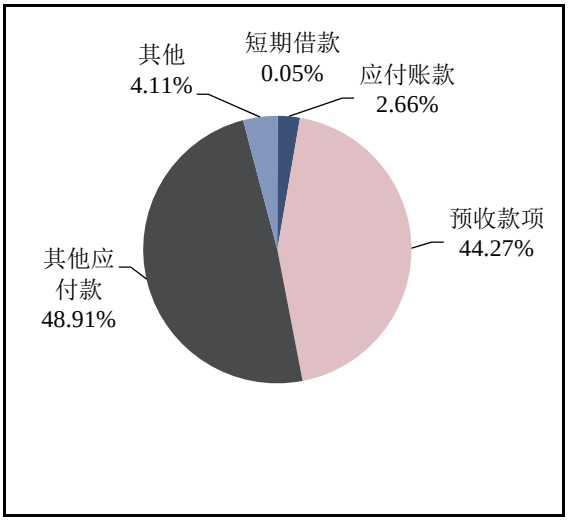
2016年底，公司负债总额129.19亿元，同比增长0.76%；其中流动负债占14.07%，非流动负债占85.93%。

2016年底，公司流动负债合计18.18亿元，同比减少20.70%。以其他应付款（占48.91%）和预收款项（占44.27%）为主。

2016年底，公司其他应付款合计8.89亿元，同比减少18.59%，主要为果林金谷项目预收房款、与经开区财政局往来款以及金融机构借款等。其中，对昆明中荣智融资担保有限公司的

借款为有息借款，本报告相应计入有息债务核算。

图3　截至2016年底公司流动负债构成情况

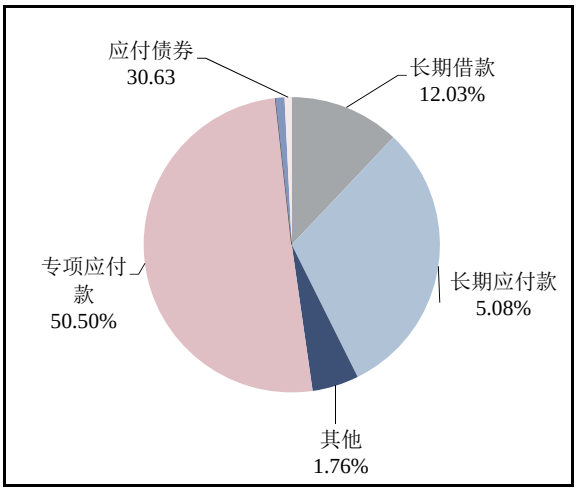


资料来源：公司审计报告

2016年底，公司预收账款8.05亿元，同比增长1.83%，增幅主要来自公司对倪家营项目和普照项目的预收房款。

2016年底，公司非流动负债合计111.01亿元，同比增长54.58%，主要系新增市政工程专项应付款、长期借款及应付债券所致。非流动负债主要由应付债券（占30.63%）、专项应付款（占50.50%）构成和长期借款（占12.03%）构成。

图4 截至2016年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2016年底，公司专项应付款56.06亿元，同比增长69.05%，主要系公司收到的市政工程等专项建设资金增加导致。

2016年底，长期借款为13.35亿元，同比增加82.08%。其中，抵押借款2.74亿元，质押借款1.30亿元。

2016年底，公司应付债券34.00亿元，同比增加5.00亿元，包括22.00亿元PPN与12.00亿元企业债。

有息债务方面，2016年底，公司调整后有息债务合计52.60亿元，同比增长25.31%，其中，调整后短期债务占比3.14%，调整后长期债务占比96.86%，公司调整后短期债务占调整后全部债务比例持续下降，债务结构符合行业特征。

2016年底，公司负债指标同比有所上涨，仍处于合理水平。资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为58.55%、36.52%和35.78%，公司债务水平一般。

整体看，公司债务结构合理，整体债务负担有所加重但仍处于合理区间。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司主要板块业务收入受宏观经济、投资进度以及公司发展规划变动等因素影响波动较大，整体收入来源及结构稳定性较差。公司营业收入有所增长，为5.39亿元。

期间费用方面，2016年，公司期间费用1.30亿元，同比增长40.50%，主要系债务规模扩大导致财务费用增幅较大所致。但期间费用率受营业收入大幅增加影响有所下降，为24.11%。

非经常性损益方面，公司营业外收入主要包括政府补贴以及违约金收入等非经常性收入，2016年，公司收到政府补贴413.47万元，同比增长20.42%。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，2016年，公司确认投资收益6265.52万元，同比增长5035.31万元。非经常性损益是公司利润总额的重要来源。

盈利指标方面，2016年，公司营业利润率

有所下滑，为19.90%，委托贷款业务的收缩以及其余各板块收入占比的较大变动是主营业务盈利能力下降的重要原因。但投资收益的大幅增加有效补充公司营业利润，继而反映为调整后总资本收益率和净资产收益率上升，由2015年的0.38%和0.22%升至0.66%和0.39%，受行业性质影响，公司盈利能力弱。

总体看，跟踪期内，公司营业利润率受业务板块变动及委贷业务收缩而下滑，收入及利润规模稳定性一般；投资收益、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。

4．现金流

经营活动现金流入方面，受房地产板块房款增加影响，2016年销售商品、提供劳务收到的现金同比增长79.17%至5.01亿元；同期，公司现金收入比由2015年的83.42%增至92.92%。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、代建代垫工程资金等，均计入收到及支付其他与经营活动有关的现金。2016年，公司经营活动现金流入量及净流量分别为23.50亿元和-0.03亿元，受往来资金等款项影响，公司经营活动现金流入量及流出量大幅减少，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增幅较大。2015~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.42 亿元和-3.60 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。跟踪期内，公司筹资活动现金流入由2015年的20.86亿元降至17.78亿元。公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为外部往来款。2016年，公司筹资活动现金流出同比减少86.62%至12.02亿元，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，筹资活动现金净额由负转正，为5.76亿元。

总体看，跟踪期内，公司回款情况有所好转，现金收入比小幅上升。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。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。

5．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，2016年底分别为498.57%和370.28%，同比均有提升；2016年，公司经营活动现金流量净额仍呈现净流出，经营现金流动负债比-0.18%。截至2016年底，公司现金类资产合计13.14亿元，是同期调整后短期债务的7.96倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司调整后全部债务/EBITDA倍数随债务规模及收益变动有所下降，2016年为40.58倍。总体看公司长期偿债指标较弱，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，公司整体偿债能力一般。

截至2017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10.16亿元，尚未使用额度合计4.50亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至2017年3月底，公司对外担保余额2.18亿元，担保比率为2.38%（以2017年3月底净资产为基数计算），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，且被担保单位与公司为国有事业单位，或有负债风险相对较小。

十、存续期内债券偿还能力分析

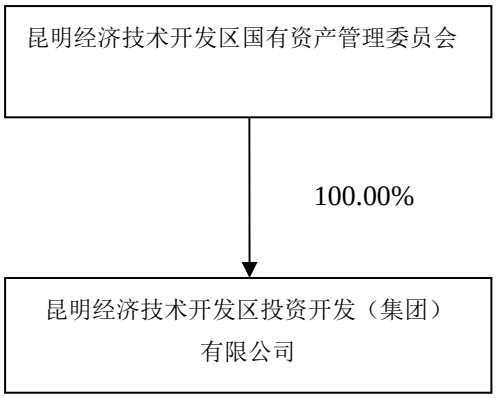
“14 昆明经开债/14 昆经开”发行金额 12 亿元，目前债券余额 12 亿元。2016 年公司 EBITDA 为 1.30 亿元，为该债券本金的 0.11 倍；经营活动产生的现金流入量 23.50 亿元，为债券本金的 1.96 倍；现金流量净额为负，对债券本金无覆盖能力。“14 昆明经开债/14 昆经开”附本金提前偿还条款，在存续期第 3~7 年末分别等额偿还发行额度的 20%，以分期还款额度测算，公司 2016 年 EBITDA 为分期还款额度 2.40 亿元的 0.54 倍；经营活动产生的现金流入量为分期还款额度的 9.79 倍。

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”分期还本金额的保障能力尚可。

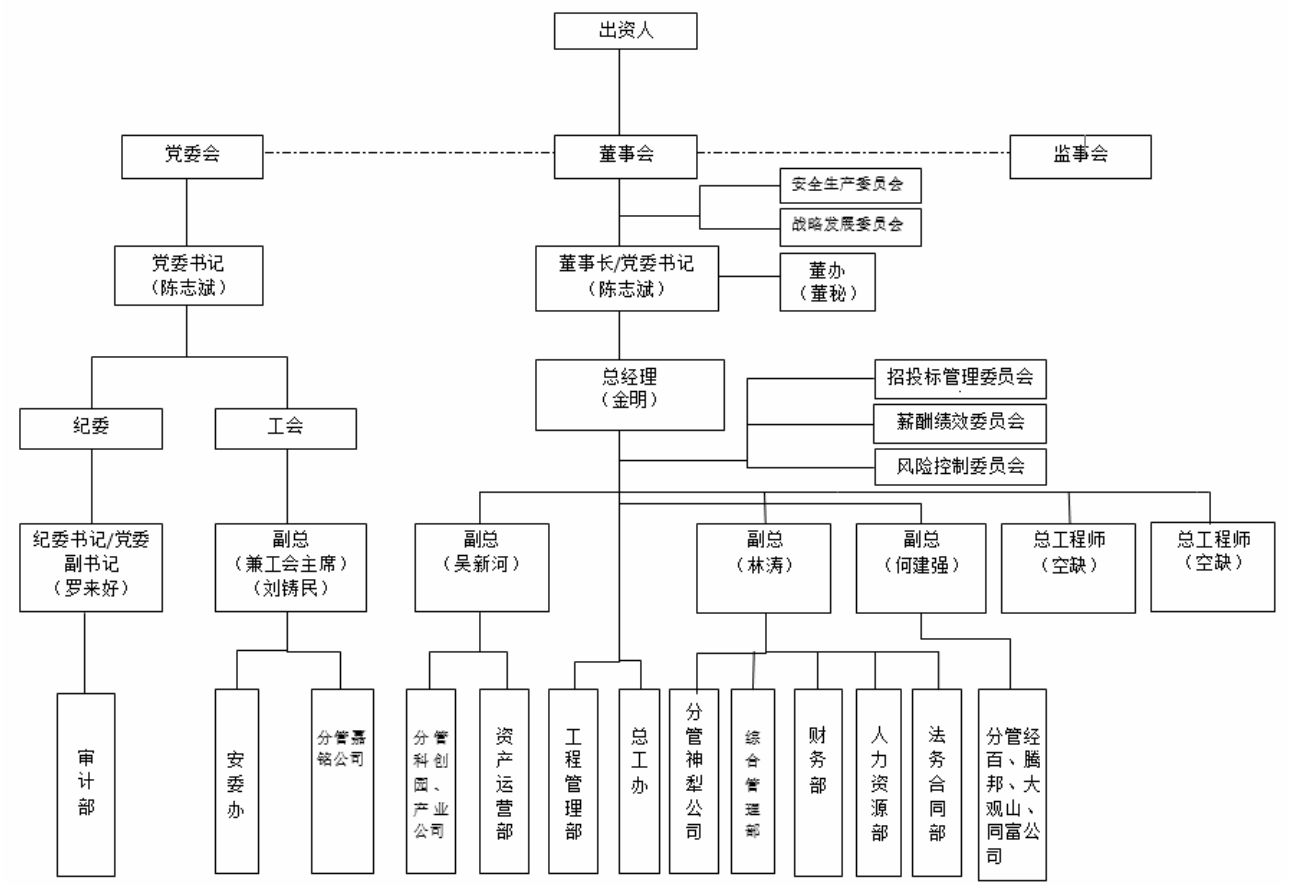
十一、结论

综合考虑，联合资信确定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　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.61	11.01	13.14
资产总额(亿元)	174.94	191.00	220.64
所有者权益(亿元)	95.50	96.26	91.45
短期债务(亿元)	15.54	2.00	0.01
调整后短期债务(亿元)	19.07	2.85	1.65
长期债务(亿元)	26.82	36.33	47.35
调整后长期债务(亿元)	29.62	39.13	50.95
全部债务(亿元)	42.36	38.33	47.36
调整后全部债务(亿元)	48.69	41.98	52.60
营业收入(亿元)	3.94	3.35	5.39
利润总额(亿元)	2.10	0.46	0.38
EBITDA(亿元)	2.62	1.05	1.30
经营性净现金流(亿元)	-18.03	-2.71	-0.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.63	2.77	3.69
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.17
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.03
现金收入比(%)	170.54	83.42	92.92
营业利润率(%)	56.35	32.32	19.90
总资本收益率(%)	1.41	0.39	0.69
调整后总资本收益率(%)	1.35	0.38	0.66
净资产收益率(%)	1.66	0.22	0.39
长期债务资本化比率(%)	21.92	27.40	34.11
调整后长期债务资本化比率(%)	23.67	28.90	35.78
全部债务资本化比率(%)	30.72	28.48	34.12
调整后全部债务资本化比率(%)	33.77	30.37	36.52
资产负债率(%)	45.41	49.60	58.55
流动比率(%)	196.45	374.67	498.57
速动比率(%)	150.90	269.78	370.28
经营现金流动负债比(%)	-44.70	-11.82	-0.18
全部债务/EBITDA(倍)	16.19	39.90	36.54
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.61	43.70	40.58

注：其他应付款中有息借款计入调整后有息债务核算。

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	
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

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：

信用等级设置	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　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

附件 4-3　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。