

信用等级公告

联合[2015] 1707 号

联合资信评估有限公司通过对云南省城乡建设投资有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

云南省城乡建设投资有限公司
主体长期信用等级为

AA

云南省城乡建设投资有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月六日



云南省城乡建设投资有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 3.50 亿元, 两品种
间双向回拨

本期中期票据期限: 品种一: 5 年
品种二: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

发行目的: 用于昭阳区部分项目建设

评级时间: 2015 年 8 月 6 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	62.33	167.50	484.21	494.25
所有者权益(亿元)	57.11	83.68	260.30	264.06
长期债务(亿元)	0.50	46.01	157.69	184.60
全部债务(亿元)	0.50	46.01	162.75	192.60
营业收入(亿元)	0.66	1.33	2.06	0.26
利润总额(亿元)	0.08	0.25	0.33	0.04
EBITDA(亿元)	0.16	0.33	0.38	--
经营性净现金流(亿元)	-1.99	-0.85	13.38	-9.64
营业利润率(%)	94.40	94.40	93.51	90.68
净资产收益率(%)	0.10	0.22	0.09	--
资产负债率(%)	8.37	50.04	46.24	46.57
全部债务资本化比率(%)	0.87	35.47	38.47	42.18
流动比率(%)	1637.32	453.23	742.51	1113.42
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	140.75	424.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.05	0.10	0.12	--

注: 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

焦 洁 刘珺轩

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

云南省城乡建设投资有限公司(以下简称“公司”)主要从事云南省内城镇保障性住房及棚户区改造工程建设工作。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司, 在资本金注入、财政补贴、偿债资金等方面得到了云南省政府的有力支持。同时, 联合资信也关注到公司未来投资规模较大、存货占比高及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随国家对保障房建设的政策推动及云南省政府对保障性住房及棚户区改造工程财力支持的加大, 公司将进一步加大对保障房及棚户区项目投资建设的投资规模, 为未来业务的发展提供有效的支撑。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用和本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 国家“十二五”规划对保障性住房政策支持力度加大, 云南省政府对保障性住房及棚户区改造工程给予大力支持, 为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司是云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司, 在资本金注入、财政补贴、偿债资金等方面得到了云南省政府的有力支持。
3. 对于公司建设的保障性住房及棚户区改造项目贷款本息偿付资金来源不能涵盖的部分, 由云南省财政安排财政性资金偿还。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据

覆盖程度较高，经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力逐年增强。

5. 云南省财政对公司本期中期票据募投项目所属的 2013 年云南省公共租赁住房建设省级统贷项目在债务纳入财政预算及差额补偿方面给予大力支持，有效的提升了本期中期票据的安全性。

关注

1. 公司营业收入主要来自投资回报，规模小；同时，受公司从事的业务性质所限，公司整体盈利能力弱且短期内盈利能力提升的可能性较小。
2. 公司投资规模较大，依赖外部筹资以满足公司经营活动和投资活动的需要，对外筹资压力较大。
3. 公司债务近年持续扩张，整体债务负担加重。随着在投项目的推进，公司资本支出压力较大，预计未来债务水平可能进一步升高。

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）与云南省城乡建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与云南省城乡建设投资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，未因云南省城乡建设投资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云南省城乡建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、云南省城乡建设投资有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

云南省城乡建设投资有限公司（以下简称“公司”）系经云南省人民政府批复设立（云政复[2008]19号），由云南建工集团有限公司（以下简称“云南建工”）及云南建工城建投资开发有限公司（以下简称“城建公司”）出资组建的有限责任公司，公司于2008年6月取得云南省工商管理机构注册登记。2014年，云南建工以货币形式对公司增资27.92亿元，所增实收资本已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所审验（大华验字[2014]200009号），已完成工商变更登记手续；同期，根据云南省国资委《关于云南建工集团有限公司保障性住房建设及棚户区改造项目财政补贴收入转增国家资本金有关事宜的批复》（云国资产权[2014]355号），将收到的中央和省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金作为云南建工集团有限公司对公司专项投入的资本金转增实收资本6.08亿元，工商登记变更手续正在办理。截至2015年3月底，公司注册资本101.41亿元¹，云南建工持有公司99.97%股权，城建公司持有公司0.03%股权。公司实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：主要经营全省中小城市基础设施建设及相关产业经营；参与旧城区改造、新城区建设；房地产开发；给排水及管网投资建设、管理和运营；城市污水处理设施及管网投资建设、管理和运营；燃气及管网投资建设及管理；城乡道路及基础设施的投资建设及相关产业经营；城乡服务性项目的投资和建设；城乡交通项目的投资建设；城乡基础设施、综合开发及其他相关项目的投资建设；环境治理；园林绿化工程的设计及施工；国家专项控制以外的其他项目投资、建设及运营。

截至2015年3月底，公司设有研发部、

融资管理部、财务管理部、风险控制部等15个职能部门。

截至2014年底，公司（合并）资产总额484.21亿元，所有者权益260.30亿元；2014年公司实现营业收入2.06亿元，利润总额0.33亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额494.25亿元，所有者权益264.06亿元；2015年1~3月公司实现营业收入0.26亿元，利润总额0.04亿元。

公司注册地址：云南昆明经开区云大西路39号创业大厦2楼209-7号；法定代表人：俞志明。

二、本期中期票据概况

公司计划申请注册17.50亿元中期票据，分期发行，其中本期计划发行3.50亿元（以下简称“本期中期票据”），分为两个品种。其中，品种一发行期限为5年，品种二发行期限为7年，两个品种不预设发行规模。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨额度不超过1亿元。本期中期票据每年付息一次，到期兑付本金，本期中期票据无担保。

本期中期票据拟募集资金全部用于2013年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目中“昭阳区部分项目”建设。

（1）项目概况

根据《昭通市发展和改革委员会关于昭阳区2013年保障性住房项目立项的批复》（昭市发改投资[2013]869号）和《昭通市发展和改革委员会关于昭通市昭阳区2013年保障性住房项目可行性研究报告的批复》（昭市发改投资[2013]875号）等文件内容，公司与昭通市人民政府达成协议，建设昭通市昭阳区2013年保障性住房项目，项目投资总额27.49亿元，

¹截至2015年3月底，公司实收资本107.50亿元，其中6.09亿元未完成验资。

本期中期票据投资规模占总投资额的 12.73%。

表 1 本期中期票据募集资金投资项目及完工进度 （单位：亿元、%）

项目	投资总额	建设期	资金来源		项目批文	截至 2015 年 3 月底已投资额	本期中期票据投资金额	本期中期票据投资规模占比
			资本金	贷款				
昭阳区 2013 年保障性住房项目	27.49	2013 年~2017 年	6.48	21.01	昭市发改投资[2013]869 号	0.82	3.50	12.73
					昭市发改投资[2013]875 号			
					昭住建连发[2014]4 号			
					昭环准平[2014]7 号			
					昭市水保许[2014]5 号			
合计	27.49	--	6.48	21.01	--	0.82	3.50	12.73

资料来源：公司提供

昭通市昭阳区 2013 年保障性住房项目总建筑面积 85.90 万平方米，其中：保障房 1.15 万套，建筑面积 64.40 万平方米，商业建筑面积 9.66 万平方米，公共配套面积 3.22 万平方米，地下室面积 8.62 万平方米。该项目设计使用年限为 50 年。

（2）项目审批

2013 年 12 月 31 日，昭通市发展和改革委员会已下发了《昭通市发展和改革委员会关于昭通市昭阳区 2013 年保障性住房项目可行性研究报告的批复》（昭市发改投资[2013]875 号）。

（3）项目建设进度

截至 2015 年 3 月底，昭通市昭阳区 2013 年保障性住房项目已完成投资 0.82 亿元，已完成总工程量的 2.98%。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民

消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158

亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司主要从事云南省内的保障性住房建设工作。

行业概况

“十六大”以来，中国城镇化发展迅速，2002 年至 2013 年，中国城镇化率以平均每年增长 1.30% 的速度发展，城镇人口平均每年增长 2082 万人。2013 年，城镇人口比重达到 53.7%，比 2002 年上升了 14.6%，城镇人口为 73111 万人，比 2002 年增加了 22899 万人。但与此同时，中国城镇化进程中规模扩张的制约和品质提升的压力日渐凸显：一方面，城市外延的可用土地资源已接近极限，城市要转向内涵式发展，提高现有城市空间的利用品质和使用效率；另一方面，高速的城镇化进程带来大量住房需求，住房供需失衡严重，政府需要提供多种形式的保障性住房以满足人们日益增长的居住需要。因此针对城市、工矿区内人均面积小、居住条件差的危旧城区和棚户区开展改造，以及改善廉租住房和公共租赁房配租标准不平衡导致廉租住房过剩空置的现状，是保障性安居工程的重要组成部分。

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方

式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

2010 年国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求“加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70%，并优先保证供应；房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应”。

2011 年 3 月 14 日第十一届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中明确：“强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营”。

“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展公共租赁房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房 3600 万套，保障性住房的覆盖率将达到 20%。按照《住房和城乡建设部关于做好 2014 年城镇保障性安居工程工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上，基本建成 480 万套，完成 260 万户农村危房改

造。各地要抓紧完成 2013—2017 年棚户区改造规划编制，分解到年度、落实到项目，5 月底前报省级人民政府批准后再报住建部备案。开展“十二五”住房保障规划实施情况评估，提前谋划“十三五”住房保障规划。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场将面临较大发展空间。

行业政策

20 多年来，中国住房制度改革不断深化，城市住宅建设持续快速发展，城市居民住房条件总体上有了较大改善，但城市廉租住房制度建设相对滞后，经济适用住房制度不够完善，政策措施还不配套，部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来，党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题，力争改善群众居住条件，并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的。

2007 年国务院 24 号文通过《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确了住房问题是重要民生问题，要切实建立健全城市廉租住房制度，地方各地人民政府要切实落实廉租住房保障资金，土地出让净收益用于廉租住房保障资金比例不得低于 10%。同年，建设部 139 次常务会议通过《廉租住房保障办法》（以下简称“《办法》”），《办法》明确廉租住房保障方式、保障资金及房屋来源、申请与核准流程以及监督管理制度。其中，《办法》明确廉租住房建设用地，应当在土地供应计划中优先安排，采取划拨方式，保证供应；保障资金中资金主要来源为：财政预算，公积金增值收益，租金收入，土地出让净收益。

2011 年国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》再次明确了

保障房建设是党中央、国务院保障和改善民生采取的重大措施；要坚持政府主导，政策扶持，引导社会参与；确保用地供应，中央和地方政府加大财政资金投入力度，加大信贷支持，落实税费减免政策。同年，为保障保障房建设的信贷资金供应，央行、银监会联合发文（银发[2011]193号），要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作；保监会也对关于险资参与保障房建设方面给予明确的政策指导支持，目前保险资金已经参与了天津、上海的保障房建设，各金融监管部门对保障房建设持明确的支持态度。

2012年住建部，国家发改委，财政部，国土资源部，人民银行，国家税务总局，银监会联合发布《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》鼓励和引导民间资本通过直接投资、间接投资、参股等多种方式参与保障性安居工程建设。

2013年6月26日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户，其中2013年改造304万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“信贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

2014年，住房和城乡建设部公布了《住房城乡建设部关于做好2014年住房保障工作的通知》，通知中就编制住房保障规划，大力推进棚户区改造，探索共有产权住房，推进廉租房和公租房并轨运行等提出了一系列规划。“通知”中提到：2014年全国城镇保障性安居工程计划新开工700万套以上，其中各类棚户区470万套以上，计划基本建成480万套；探索发展共有产权住房；推进公共租赁住房和廉

租住房并轨运行，根据《住房城乡建设部、财政部、国家发展改革委关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》，在6月底前出台并轨运行实施办法，指导督促市县在8月底前出台实施方案，2014年底前，各地区要把廉租住房全部纳入公共租赁住房，实现统一规划建设、统一资金使用、统一申请受理、统一运营管理。

区域行业概况及未来发展

2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，其中在保障性住房建设规划方面，通过增加保障性住房的建设和供应增加房地产市场的有效供给，缓解房地产市场供需矛盾。“十二五”期间全国将新建各类保障性住房和棚户区改造3600万套，具体为2011年建设1000万套，2012年1000万套，2013~2015年建设1600万套，使保障性住房的覆盖率达到20%。

“十二五”期间，云南将规划建设250万套保障性住房，解决约800万城乡低收入群众住房困难问题，其中城镇保障性住房150万套。保障性住房建设的资金问题，云南省已积极争取到中央补助城镇保障性住房建设资金共计67.7亿多元，为确保“十二五”全省保障性住房的建设资金到位，省住房和城乡建设厅还与国家开发银行云南省分行、中国建设银行云南省分行等银行签订了支持保障性安居工程建设融资战略合作协议，协议金额约为500亿元，同时确保土地出让金的5%、房地产开发税收的10%和住房公积金增值净收益用于保障性住房建设，并积极搭建投融资平台。

综上所述，云南省的保障性住房建设行业未来仍存在较大的发展空间和较好的发展机遇。

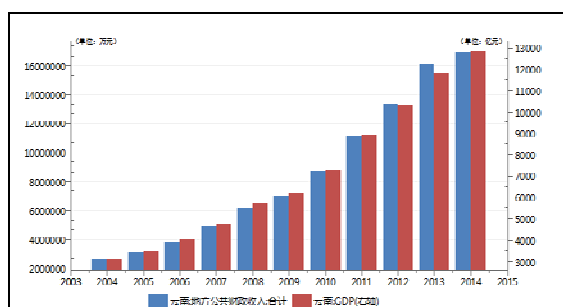
2. 区域经济分析

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。2000 年以来中国实施的西部大开发战略，使得中西部地区经济发展、民族团结、社会稳定是中国二十一世纪的一大工作重点。云南作为西部地区的重要省市，是中国面向东南亚、南亚的桥头堡，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。

图 1 云南省 GDP 和地方财政收入情况



资料来源：wind 资讯

2014 年云南省生产总值达 12814.59 亿元，比上年增长 8.1%，高于全国 0.7 个百分点。其中，第一产业完成增加值 1991.17 亿元，增长 6.2%；第二产业完成增加值 5281.82 亿元，增长 9.1%，第三产业完成增加值 5541.6 亿元，增长 7.4%。三次产业结构由上年的 16.2:42.0:41.8 调整为 15.5:41.2:43.3。

2014 年全省固定资产投资（不含农户）达 11073.86 亿元，增长 15.1%。分三次产业看，第一产业投资 308.84 亿元，增长 87.7%；第二产业投资 2788.85 亿元，下降 2.8%，其中工业投资 2787.74 亿元，下降 2.8%；第三产业投资 7976.17 亿元，增长 21.1%。民间固定资产投资 5176.11 亿元，增长 1.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 46.7%。基础设施投资完成 3547.73 亿元，比上年增长 20.0%，增速较上年

提高 3.8 个百分点，占全省固定资产投资的比重达到 32.0%。

2014 年全省财政总收入达 3160 亿元，比上年增长 6.2%。全省地方公共财政预算收入 1697.79 亿元，比上年增长 5.4%；其中增值税完成 186.03 亿元，增长 17.6%；营业税 396.31 亿元，下降 5.4%；企业所得税完成 159.45 亿元，增长 8.7%。全省地方公共财政预算支出完成 4438.32 亿元，比上年增长 8.3%，其中，社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出、农林水支出、交通运输支出和教育支出分别增长 15.5%、11.7%、10.1%、17.0%和下降 2.2%。

2011 年 6 月国务院通过《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》（以下简称《意见》），在国家层面明确了云南在中国区域发展和对外开放大格局中的特色和应发挥的作用。该《意见》对云南提出了 5 个方面的发展战略定位，一是中国向西南开放的重要门户；二是中国沿边开放的试验区和西部地区实施“走出去”战略的先行区；三是西部地区重要的外向型特色优势产业基地；四是中国重要的生物多样性宝库和西南生态安全屏障；五是中国民族团结进步、边疆繁荣稳定的示范区。

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

整体看，云南省作为中国面向西南开放的重要桥头堡，近年来经济迅速发展、财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大，未来经济发展前景良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系经云南省人民政府批复设立批准，由云南建工及城建公司出资组建的有限责任公司，上述两家公司分别持有公司 99.97% 和 0.03% 的股权。公司实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司主要负责云南省中小城市基础设施建设及相关产业经营，参与旧城区改造及新城区建设工作，并拥有房地产开发二级资质。2012 年，公司被云南省政府正式指定为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司；2014 年，公司被云南省政府指定为棚户区改造工程投融资公司。

3. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司董事、监事及高管共计 14 人。

公司董事长俞志明先生，1966 年生，研究生学历，高级工程师职称；曾就职于云南建工第四建设有限公司、云南建工第三建设有限公司、云南建工集团有限公司；现任公司董事长。

公司副总经理罗开明先生，1971 年生，本科学历，高级工程师职称；曾就职于云南建工第四建设有限公司；现任公司副总经理，主持公司工作。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有在岗员工 504 人。从学历上看，本科及以上 293 人，大专及以下 211 人；从年龄上看，30 岁以下 283 人，30 至 50 岁 198 人，50 岁以上 23 人。

总体看，公司高层管理人员和员工能满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

公司作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司，云南省政府对于公司承建的保障性

住房和棚户区改造项目通过资本金注入、财政补贴、偿债资金等方式给予支持。

资本金注入

2012 年，公司新增加云南省全省保障性住房建设项目，为保障项目的顺利进行，云南建工向公司新增注册资本 10.00 亿元。

2013 年，根据云南省国资委的批复文件（云国资产权[2013]141 号和云国资产权[2014]8 号），将收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金转增为国有资本，因此将公司资本公积中的 61.85 亿元转增实收资本；新增实收资本已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所验资，报告为大华验字[2014]200004 号。

2014 年，云南建工以货币形式对公司增资 27.92 亿元，所增实收资本已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所审验（大华验字[2014]200009 号）。同时，根据云南省国资委《关于云南建工集团有限公司保障性住房建设及棚户区改造项目财政补贴收入转增国家资本金有关事宜的批复》（云国资产权[2014]355 号），将收到的中央和省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金转增国家资本金 6.08 亿元。

财政补助

2012~2013 年及 2015 年 1~3 月，公司获得云南省政府的财政补助分别为 2.4 万元、9.40 万元和 16.16 万元，计入“营业外收入”科目，上述补贴收入的现金流入体现在公司收到其他与经营活动有关的现金中。

同时，2012 年公司其他资本公积增加 45.42 亿元系各级财政拨入云南省保障性住房建设资金，公司根据云南省国资委的批复文件（云国资备案[2012]130 号），把收到保障房建设的政府补助资金计入“资本公积”科目。

2013 年，根据云南省国资委的批复文件（云国资备案[2012]130 号），公司将收到的 26.38 亿元各级财政部门拨入云南省保障性住房建设资金计入“资本公积”科目。

2014 年, 根据云南省国资委的批复文件(云国资备案[2012]130 号), 公司将收到的保障房建设的政府补助资金 21.50 亿元计入资本公积核算; 根据云南省国资委《关于请求省政府支持云南建工集团有限公司参与我省 2013~2017 年棚户区改造工作有关事宜的请示》(云国资规划[2014]300 号)及云南省财政厅的反馈意见, 经省政府同意, 公司将开发建设的保障房项目所涉及房屋、土地及配建的商业资产及所实施的棚户区改造中以协议价出让取得的土地评估增值 126.95 亿元增加资本公积, 由政府独享; 本次评估已经北京亚超资产评估有限公司云南分公司评估并出具评估报告, 评估报告编号为北京亚超评报字[2014]第 02087 号, 并已在国资委完成备案, 备案编号为 2014-142 号。

整体看, 公司作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司, 在资本金注入、财政补贴方面得到云南省政府的有力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和《公司章程》设立了股东会、董事会、监事会和管理层。股东会是公司的最高权力机构, 由公司全体在册股东组成; 董事会对股东会负责, 是公司的决策机构; 董事由股东提名并经股东会选举产生, 成员 5 人, 每届任期三年, 设董事长 1 人, 由控股股东提名, 报云南省国有资产监督管理委员会备案后, 经董事会选举产生。

公司设监事会, 成员 3 人, 由股东代表 2 名和公司职工代表 1 名组成, 任期 3 年, 负责对公司董事、公司高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。监事会设监事主席 1 名, 由第二大股东提名, 由全体监事过半数选举产生。公司实行董事会领导下的总经理负责制, 总经理对董事会负责。公司经理人选由第一大股东

提名; 副经理若干名根据业务开展需要由股东方推荐, 经公司经理提名; 财务负责人由控股股东方推荐, 经公司经理提名, 高级职员均由董事会聘任和解聘。经理负责主持公司的生产经营工作, 组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案。

2. 管理水平

为了规范公司日常管理和运作, 公司制定了一系列管理制度, 如《项目质量、安全管理办法》、《造价全过程管理办法》、《工程进度支付管理办法》、《财务制度汇编》和《资金及内部支付管理办法》等, 并不断修改和完善, 为加强公司内部控制管理提供了保证。

工程管理方面, 公司制定了《项目质量、安全管理办法》、《监理工作管理办法》、《项目进度管理办法》、《设计变更管理办法》、《建设质量管理奖惩办法》和《安全生产管理制度》等一系列工程管理制度。质量安全控制方面, 公司要求在事前阶段做好技术论证, 选择有实力的设计单位、施工单位及监理单位, 同时通过现场踏勘保证现场作业、土水试验等勘察工作内容要符合国家法律、法规、工程建设标准和工程设计与施工的要求; 在事中阶段, 公司监督和配合设计、施工和监理单位的工作, 要求相关单位建立健全质量管理保证体系、落实质量责任制、选择具有相应资质及经验的管理和监理人员, 并把好验收关; 事后阶段, 会同监理工程师全面检查质量保证和评定资料, 落实回访保修。进度控制方面, 公司按总工期要求, 采取倒排工期的方法, 结合各地、州目前工作情况, 制定切实可行的进度计划, 确保可实施性、可操作性; 执行消项制度, 以周或月为控制周期, 成立各部门联合检查小组对项目实施情况进行跟踪, 发现偏差及时采取措施调整; 疏通、优化与施工进度有关的单位、部门和工作队组之间的进度关系。

成本管理方面, 公司制定了《造价全过程管理办法》、《工程进度支付管理办法》等成本

造价相关的管控制度和流程。公司会先进行成本预测、分析，明确工程的预算成本、成本目标，设立分阶段的成本考核目标。公司十分重视加强与设计的沟通，通过严格的图纸会审、专业之间交叉审核来对图纸作预先的完善、修正工作，以达到减少设计变更、工作返工的目的。为实现对建设成本进行全过程的管理和控制，公司聘请专业的造价咨询公司对建设成本进行全过程的管理与控制，合约成本部对专业的造价咨询公司进行管理，定期召开造价管控专题会议。总公司合同成本部负责指导服务各分公司对当地材料价格进行调研；对分公司各项的认质认价工作进行协调配合及监督管理；每月对项目的投资额和建安施工产值进行收集、整理、审核、汇总及分析；根据项目进展，实时办理已完工程的结算工作，对量价进行严格审核及把控，并完善结算相关台账，相关资料整理入档。

财务管理和融资管理方面，公司设财务管理部，根据公司制定的《财务制度汇编》和《资金及内部支付管理办法》，对公司的财务进行管理。同时，公司设融资管理部，对外融资根据公司的有关计划和安排进行，包括银行借款、应付债券、融资租赁资产等。公司融资工作的基本程序：（1）市场发展部门根据公司战略发展和生产经营活动按项目资金需求提出融资申请，报融资管理部进行初评；（2）融资管理部向投融资工作领导小组提交融资项目申请表、融资项目审批意见表及融资方案草案进行审议；（3）投融资工作领导小组向董事会提交正式融资方案；由董事会做出融资决策上报集团审批；（4）经公司融资管理部与合作方接洽，双方达成共识后，由公司董事长或其授权人与合作方签署融资合同；（5）已完成融资

的项目，向投融资工作领导小组提交总结报告。

招标管理方面，公司招标活动包括公开招标和竞争性谈判。达到国家限额标准按照法律法规规定必须公开招标的项目公司必须履行公开招标手续，其他项目和限额标准以下的项目采用竞争性谈判方式。公司招标领导小组办公室负责实施各项招标日常事务；分公司合约成本部是分公司招标活动的责任部门。分公司负责项目的竞争性谈判工作，分公司合约成本部为责任部门，分公司经理为第一责任人，分公司合约成本部经理为直接责任人。公司负责勘察、设计、施工、监理、造价、电梯等项目的公开招标工作，招标领导小组办公室为责任部门，公司总经济师为第一责任人。

综合看，公司法人治理结构完善，内部组织结构合理，管理制度健全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事保障性住房及棚户区改造项目建设工作。

近三年，公司收入主要来自保障房建设投资回报板块，该板块收入系公司按照与区县政府签订的合作建设协议，计提保障房项目当年完成投资额的 5.00% 作为投资回报所得。2011~2014 年，随保障房项目建设体量的增长，公司投资回报板块实现收入稳步增长，分别实现收入 6606.24 万元、13347.25 万元和 20544.06 万元，但整体规模较小。

从毛利率来看，由于公司各板块收入主要为计提的投资回报和管理费收入，因此毛利率均为 100.00%。

表2 近三年及一期公司营业收入构成和毛利情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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
投资回报	6606.24	100.00	100.00	13347.25	100.00	100.00	20544.06	99.73	100.00	2630.61	100.00	100.00
其他	0.06	0.00	100.00	0.47	0.00	100.00	55.00	0.27	100.00	--	--	-

合计	6606.30	100.00	100.00	13347.72	100.00	100.00	20599.06	100.00	100.00	2630.61	100.00	100.00
----	---------	--------	--------	----------	--------	--------	----------	--------	--------	---------	--------	--------

资料来源：公司审计报告

2. 保障房建设

2012 年，公司被云南省政府正式指定为省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司，全面参与全省保障性住房的投融资建设任务。按照云南省保障性住房“投、融、建、管、营”的一体化实施方案，积极与各州市开展广泛的合作，全面参与到全省保障性住房的投融资建设任务中。

保障房项目建设资金来源由银团贷款及项目资本金组成；其中，项目资本金包括三级政府补助资金（中央补助资金、省级补助资金和地方配套资金）及公司出资资金；银团贷款利率为基准利率，贷款本息偿付资金来源由项目所在地“三金”收入、15%配建商业设施的销售收入、不超过建设套数 40%“先租后售”收入共同构成，对上述收入仍不能涵盖贷款本息的，根据公司与云南省财政厅于 2012 年和 2013 年分别签署的《云南省财政厅与城乡投公司签订的差额补偿协议》，由省财政安排财政性资金偿还。

根据 2012 年及 2013 年分别签署的《云南省财政厅与城乡投公司签订的差额补偿协议》内容，鉴于公司建设和运营 2012 年及 2013 年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目而向银行融资，根据银行业监督管理部门的有关要求，若公司还本付息存在缺口，项目资本金不能足额到位和项目实际总投资超过评审总投资，云南省财政厅自愿为公司提供给资金支持，补足相应差额资金。项目涉及 2012 年的 125892 套及 2013 年的 60039 套公共租赁住房。

保障房项目建设收入确认模式为：①BT 类项目由项目所在地政府根据建设进度成本加成 2.00%~2.50%将回购资金支付给公司，计入营业收入科目（为 2011 年项目）；②非 BT 类项目由公司根据项目建设进度，按投资额的 3.00%收取管理费并按投资额的 2.00%确认建设业务回报（两项合计 5%），计入“营业收

入”科目。

2011 年，公司与楚雄、昭通 2 个区县签订了 BT 类保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房 2625 套，总建筑面积 15.75 万平方米，项目总投资 3.43 亿元，按照成本加成模式计算。截至 2015 年 3 月底，公司共确认 BT 回款 1.45 亿元。

2012 年，公司与昆明、楚雄等 8 个州（市），34 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房近 13 万套，总建筑面积 700 多万平方米，项目总投资 186.69 亿元（包括项目三级政府补助资本金 56.69 亿元、公司出资资金 10.00 亿元及银团贷款 120.00 亿元）。截至 2015 年 3 月底，三级政府补助资本金已全部到位并计入“资本公积”科目，其中中央及省级补助资金转增公司实收资本；银团贷款到位 96.424 亿元；项目已投资 177.89 亿元（含资本金），计入“存货”科目。

2013 年，公司与楚雄、玉溪等 8 个州（市），28 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房近 6 万套，总建筑面积 363.86 多万平方米，项目总投资 114.95 亿元（包括项目三级政府补助资本金 30.46 亿元及银团贷款 84.49 亿元）。截至 2015 年 3 月底，中央及省级政府补助资金已到位 25.07 亿元，计入“资本公积”科目。

2014 年，公司公司与玉溪、楚雄、保山 3 个州（市），4 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房约 2700 套，总建筑面积 25.5 万平方米，项目总投资约 8.7 亿元。

因公司承接的保障房项目均未竣工决算，在财务上计入“存货”，未来决算完成后是否移交政府尚未明确。

3. 棚户区改造项目建设

2014 年，云南省政府委托公司作为棚户区

改造融资、建设主体，负责云南省 2013~2017 年城市棚户区改造（一期及四期）项目（以下简称“一期项目”及“四期项目”）的建设工作。

一期项目改造区域为保山市、昭通市、曲靖市、玉溪市等 4 个州（市、县）共 10 个城市规划区域；该项目总拆迁套数 53907 户，拆迁面积 745.35 万平方米。项目估算总投资 4038315.03 万元。四期项目改造区域为云南省昆明市等 8 个州（市），该项目估算总投资 2685325.00 万元。

棚户区改造项目建设资金来源由银团贷款及项目资本金组成；其中，项目资本金包括三级政府补助资金（中央补助资金、省级补助资金和地方配套资金）、公司出资资金及国开行软贷款。项目资本金情况如下：一期项目资本金总额 80.94 亿元，其中中央补助 13.23 亿元、省级补助 3.68 亿元，地方补助 6.52 亿元，企业自筹 24.50 亿元，软贷款 33 亿元；四期项目资本金总额 55.11 亿元，其中中央补助 8.85 亿元、省级补助 2.46 亿元，地方政府筹集 13.65 亿元，企业自筹 3.55 亿元，软贷款 26.605 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司出资部分已全部到位；其余资金根据项目建设进度逐年放款，一期项目资本金到位情况：中央补助资金已到位 2.56 亿元，省级补助资金已到位 0.78 亿元，地方补助实际到位 4.13 亿元；四期项目资本金到位情况：地方补助资金到位 4.7 亿元。

银团贷款本息偿付资金来源由项目所在地土地出让金返还、15%配建商业设施的销售收入、不超过建设套数 40% “先租后售”收入共同构成，对上述收入仍不能涵盖贷款本息的，由省财政安排财政性资金偿还。根据《云南省 2013~2017 年城市棚户区改造项目（一期）差额补足协议》及《云南省 2013~2017 年城市棚户区改造项目（四期）差额补足协议》，如公司在项目资本金、还款资金有缺口，云南省财政厅将以实际还款差额为准，向公司提供还

款差额补足资金。

棚户区改造项目建设收入确认模式为按棚户区改造项目投资额的 5%计提管理费（管理费计入项目总投资），计入“营业收入—其他板块”科目。截至 2015 年 3 月底，棚户区改造项目累计完成投资 22.17 亿元。因公司承接的棚户区改造项目均未竣工决算，在财务上计入“存货”。

总体看，公司保障房及棚户区改造项目资金需求压力较大、未来回购及销售政策存在不确定性；但受保障房及棚户区改造项目建设的带动，预计公司未来一段时间内新签合同量及工程项目开工量充足，同时，考虑到公司承建的保障房及棚户区改造项目均有明确的还款来源且公司与云南省财政厅签订了差额补偿协议，公司实际债务负担尚可。

4. 经营效率

从经营效率看，公司销售债权周转次数及总资产周转次数分别呈波动增长和小幅下降趋势，2014 年分别为 0.92 次和 0.01 次，公司整体经营效率低。

5. 未来发展

公司作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司，未来公司将继续全面参与云南省保障性住房和棚户区改造项目的投融资建设工作。

公司目前主要在建项目为 2012 年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目、2013 年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目、2013—2017 年保山棚户区改造（一期）项目和 2013—2017 年云南省棚户区改造（四期）项目，项目总投资 974.00 亿元，截至 2015 年 3 月底，已完成投资 207.22 亿元，计入“存货”科目。2015~2017 年，公司将面临较大规模的投资需求，对外融资压力较大。截至 2015 年 3 月底，公司主要在建项目如下表所示：

表 3 公司主要在建保障房、棚户区改造项目及未来主要投资情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	计划总投资额	截至 2014 年底投资额	截至 2015 年 3 月底投资额	未来投资计划		
					2015 年	2016 年	2017 年
2012年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目	36 个月	186.69	170.24	177.89	20.07		--
2013年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目	24 个月	114.95	21.35	23.78	49.22	41.33	--
2013—2017年保山棚户区改造（一期）项目	36 个月	403.83	15.63	22.17	114.09	150.08	100.06
2013—2017年云南省棚户区改造（四期）项目	36 个月	268.53	未动工	未动工	59.31	116.02	94.93
合计	--	974.00	207.22	223.84	242.69	307.44	194.48

资料来源：公司提供

注：上表中，棚户区改造项目截至 2014 年底合计投资额高于审计报告中存货-棚户区改造开发成本的原因因为 2014 年底公司对棚户区、保障房项目在建工程、土地进行了评估增值，其中部分项目存在减值，调减了存货科目所致。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2013年财务报表已经由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2014年财务报表已经由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 484.21 亿元，所有者权益 260.30 亿元；2014 年公司实现营业收入 2.06 亿元，利润总额 0.33 亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额494.25亿元，所有者权益264.06亿元；2015年1~3月公司实现营业收入0.26亿元，利润总额0.04亿元。

2. 资产质量

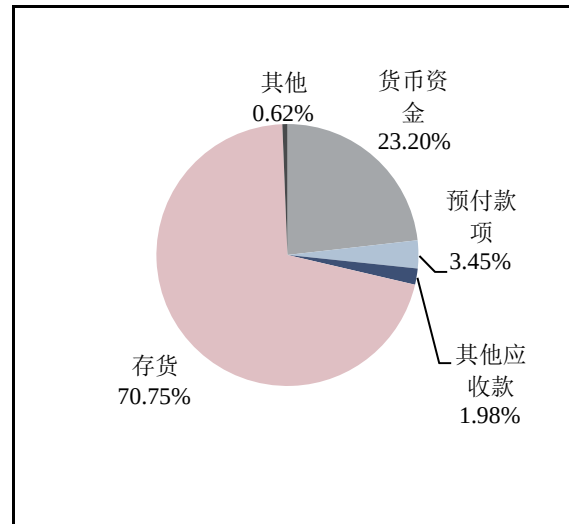
2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均增长178.72%，主要来自流动资产的增加；截至2014年底，公司资产总额484.21亿元，其中流动资产占99.44%，非流动资产占0.56%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均增长 180.29%，主要系存货和货币资金增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 481.53 亿元，构成以货币资金（占比 23.20%）

和存货（占比 70.75%）为主。

图 2 2014 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金快速增长，年均增长101.61%，截至2014年底，公司货币资金111.70亿元，其中银行存款111.70亿元。截至2014年底，公司受限货币资金108.24亿元，主要为保障房和棚户区改造项目专款。总体看，现金类资产中受限资金占比大，对货币资金的使用效率产生很大影响。

截至2014年底，公司应收账款账面余额 2.97亿元，主要系公司根据各级人民政府签订的保障性住房建设协议按保障房投资额进度确认的保障房建设投资收益。近三年公司应收账款快速增长，年均增长301.86%，主要系公司保障房建设规模不断扩大所致。从账龄来看，1年以内的占99.59%，1~2年的占0.41%，账龄较短；从欠款单位来看，公司应收账款欠

款前五名为芒市人民政府、保山市隆阳区人民政府、宣威市人民政府、玉溪市住房和城乡建设局以及昆明空港经济区管理委员会，合计1.35亿元，占应收账款总额的45.35%，集中度一般；考虑到欠款单位主要为各级政府部门，回收风险较低。截至2014年底，公司未对应收账款计提坏账准备。

2012~2014年，公司预付款项波动增长，年均增长10.70%；2013年公司预付款项余额为1.75亿元，较上年底减少11.82亿元，主要系与应付账款冲减及根据公司与施工单位签订的工程合同，当工程款支付至60%以上时，可收回预付给施工单位工程款的15%。截至2014年底，公司预付款项余额为16.63亿元，较上年底增长850.56%，主要原因为支付保障房、棚户区改造工程款。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均增长51.43%；截至2014年底，公司其他应收款余额9.55亿元，主要系公司为保障房建设材料款、往来款和拆迁补偿款。从账龄来看，以1年以内的占72.67%，1~2年的占27.33%，账龄较短；从欠款单位来看，公司其他应收款欠款前五名为云南建工物流有限公司、保山市人民政府、昭阳区棚户区改造建设指挥部、曲靖市炫瑞房地产开发有限公司和玉溪市土地储备中心，合计6.29亿元，占其他应收款总额的65.92%，集中度一般；考虑到欠款单位主要为同一母公司下企业和各级政府及其职能部门且各地州政府承诺在借款规定期限内足额归还，公司其他应收款回收风险较低。截至2014年底，公司未对其他应收款计提坏账准备。

公司存货主要为（保障性住房）房屋开发成本、（保障性住房）土地开发成本和（BT项目）开发成本。截至2014年底，公司存货余额340.68亿元，近三年公司存货快速增长，年均增长362.96%，主要系公司开发建设的保障房项目、所实施的棚户区涉及相关土地、房屋、配建商业等资产的评估增值126.95亿元（根据云国资规划[2014]300号文件及云南省财政厅

的反馈意见函）以及公司保障房、棚户区改造建设规模不断扩大所致。截至2014年底，公司存货中土地储备面积达589.15万平方米，账面价值22.52亿元。存货中12.41亿元的土地使用权及157.61亿元的保障房在建项目用于抵押借款，变现能力较差。截至2014年底，公司未对存货计提跌价准备。

表4 截至2014年底公司存货明细（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
保障房开发成本	336.60	98.80
棚户区改造开发成本	0.45	0.13
BT项目开发成本	3.35	0.98
合计	340.40	99.92

资料来源：公司审计报告

注：上表中，棚户区改造开发成本低于表3中棚户区改造项目截至2014年底合计投资额的原因为2014年底公司对棚户区、保障房项目在建工程、土地进行了评估，其中部分项目存在减值，调减了存货科目所致。

非流动资产

2012~2014年，受在建工程的快速增长影响，公司非流动资产快速增长，年均增长60.99%。截至2014年底，公司非流动资产合计2.69亿元。非流动资产以在建工程和固定资产为主，分别占非流动资产的92.49%和6.74%。

2012~2014年，公司在建工程快速增长，年均增长69.73%。截至2014年底公司在建工程2.49亿元，均为广西防城港云南大厦项目。

截至2015年3月底，公司资产总额494.25亿元，较2014年底增长2.07%，增长主要来自存货。结构方面，流动资产占99.42%，非流动资产占0.58%，较2014年底变化不大。

总体看，受保障性住房和棚户区改造项目建设规模扩大和评估增值影响，公司资产规模大幅增长，公司资产构成以存货为主，存货变现能力受政策影响大，资产流动性及整体质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，年均增长113.48%，主要系实收资本和资本公积增加所致。截至2014年底，公司所有者权益合计260.30亿元，其中实收资本占41.30%，资本公积占58.52%和未分配利润占0.19%。

2012年底公司实收资本较2011年底增加10.00亿元系为保障云南省保障性住房项目顺利进行，云南建工对公司增资10.00亿元所致；2013年底公司实收资本较2012年底增加61.85亿元系根据云国资产权[2013]141号和云国资产权[2014]8号文件规定，公司将收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金61.85亿元由资本公积转增实收资本所致；截至2014年底，公司实收资本107.50亿元，较2013年底增加34.00亿元，主要系2014年9月云南建工集团对公司增资27.92亿元及公司根据云国资产权[2014]355号文件规定将收到的中央及省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金6.08亿元由资本公积转增实收资本所致。

2012年，公司资本公积增加45.42亿元系根据云南省国资委的批复文件（云国资备案[2012]130号），公司将各级财政拨入的云南省保障性住房建设资金计入资本公积所致。2013年公司资本公积较2012年底减少35.47亿元系根据云国资备案[2012]130号文件，公司将收到的26.38亿元各级财政部门拨入的云南省保障性住房建设资金计入资本公积及根据云国资产权[2013]141号和云国资产权[2014]8号文件规定，公司将收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金61.85亿元由资本公积转增实收资本所致。2014年，公司将收到的各级财政部门拨入保障房建设资金21.50亿元计入资本公积，根据云国资规划[2014]300号文件及云南省财政厅的反馈意见函将126.95亿元系开发建设的保障房、棚户区改造项目涉及房屋、土地、配建商业等资产的评估

增值计入资本公积，并将资本公积中6.08亿元中央及省级专项补助资金转增实收资本；截至2014年底，公司资本公积152.32亿元。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计264.06亿元，较2014年底增加3.76亿元，主要来自资本公积的增长。2015年1~3月，公司资本公积增加3.72亿元，全部为云南省保障性住房及棚户区改造收到的三级补助资金。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以实收资本和资本公积为主。

总体来看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比大，稳定性较好。

负债

随着公司建设规模的不断扩大，公司近三年负债规模快速增长，年均增长555.22%；截至2014年底，公司负债合计223.92亿元，其中流动负债占28.96%，非流动负债占71.04%，公司负债结构以非流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均增长316.22%，主要系应付账款和其他应付款增长所致。截至2014年底，公司流动负债64.85亿元，以应付账款和其他应付款为主，占比分别为43.36%和47.64%。

2012~2014年，公司应付账款快速增长，年均复合增长186.20%，主要系应付工程款增加所致。截至2014年底，公司应付账款28.12亿元。

2012~2014年，公司其他应付款快速增长，年均增长1058.38%，主要系往来款（含集团借款等）和棚户区改造项目资本金增加所致。截至2014年底，公司其他应付款30.90亿元，主要为借款和棚户区改造资本金，主要构成如下：

表5 截至2014年底公司其他应付款主要构成情况
(单位：亿元)

公司	金额	款项性质
云南建工集团有限公司	20.13	借款
棚户区改造项目	10.04	资本金
各地州土地储备中心	0.48	土地使用权出让价款

集团外部零星客商	0.07	往来款
昭通市住房和城乡建设规划局	0.05	借款
合计	30.78	

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均增长939.47%，主要系长期借款增长所致。2014年底，公司非流动负债159.07亿元，构成以长期借款（占99.14%）和长期应付款（占0.86%）为主。

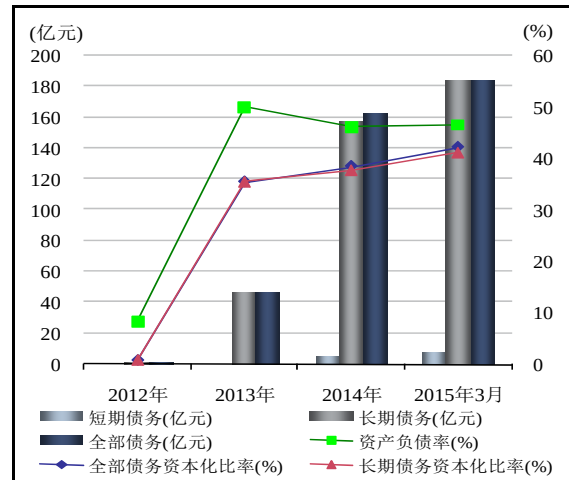
2012~2014年，公司长期借款快速增长，年均增长1675.89%，主要系项目建设资金需求增加所致，截至2014年底，公司长期借款157.69亿元，其中抵押借款89.19亿元，保证借款68.50亿元。

截至2014年底，公司长期应付款余额1.38亿元，系BT昭通市昭阳区北和BT楚雄市万家坝片区栗子园项目工程款。

截至2015年3月底，公司负债总额230.19亿元，较2014年底增加2.80%。其中应付账款减少8.39亿元，主要系春节期间工程款大量支付所致；其他应付款减少15.28亿元，主要系偿还母公司往来借款和退还各地州棚户区改造项目资本金所致，长期借款增加26.92亿元。

随着公司建设规模的扩大，公司有息债务规模近年来快速增长，三年年均复合增长率1704.16%；截至2014年底，公司债务总额162.75亿元，其中短期债务占3.11%，长期债务占96.89%。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三年均值分别为39.81%、30.05%和29.68%，2014年底分别为46.24%、38.47%和37.73%。

图3 2012~2015年3月公司债务负担变化情况



资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司有息债务总额192.60亿元，较2014年底增加18.34%，公司有息债务中短期债务占4.15%，长期债务占95.85%，短期债务占比有所增加；截至2015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46.57%、42.18%和41.15%，债务水平较2014年底有所上升，债务负担加重。

总体看，公司债务近年持续扩张，整体债务负担加重。随着在投项目的推进，公司资本支出压力较大，预计未来债务水平可能进一步升高。

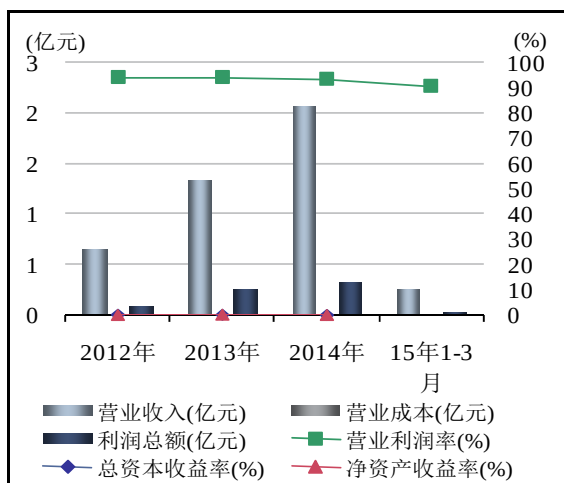
4. 盈利能力

2012~2014年，公司分别实现营业收入0.66亿元、1.33亿元和2.06亿元。公司营业收入主要来自按保障房及棚户区改造投资额确认的投资回报，无营业成本，因此营业利润率较高，近三年分别为94.40%、94.40%和93.51%。

从期间费用来看，公司期间费用以管理费用为主，公司期间费用率较高，分别为81.78%、75.72%和77.81%，公司期间费用对利润的侵蚀度较高。

公司营业外收入和支出规模均较小，近三年利润总额分别为0.08亿元、0.25亿元、0.33亿元。

图4 2012~2015年3月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告及财务报表

从盈利指标来看，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率加权均值分别为0.12%和0.13%，2014年为0.06%和0.09%，公司盈利能力较弱。

2015年1~3月，公司实现营业收入0.26亿元，同比减少17.09%，主要系一季度实际施工时间短且棚户区项目处于初期建设期未确认投资回报所致，营业利润率为90.68%，较上年有所下降。2015年1~3月，公司实现利润总额0.04亿元，同比增长3.54%。

总体来看，公司营业收入主要来自投资回报，规模较小；同时，受公司从事的业务性质所限，公司盈利能力弱且短期内盈利能力提升的可能性较小。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相比营业收入规模小，2014年无销售商品、提供劳务收到的现金，收现质量差。近三年，公司经营活动现金流入分别为8.30亿元、13.95亿元和24.00亿元，主要为收到其他与经营活动的现金，公司收到其他与经营活动的现金主要是收到的往来款、利息收入以及保证金等。2012~2014年，公司经营活动现金流出波动幅度较大，2014年公司现金活动流出10.61亿元，其中购买商品、

接受劳务支付的现金0.97亿元，支付其他与经营活动有关的现金8.33亿元，主要是支付往来款和期间费用等。2012~2014年，公司经营活动的现金流量净额分别为-1.99亿元、-0.85亿元和13.38亿元。

投资活动方面，2012~2013年公司无投资活动现金流入，2014年公司收到倘甸保障房和昭通BT项目回购款0.48亿元，计入“收到其他与投资活动有关现金”。2012~2014年，公司投资活动现金流出快速增长，分别为21.95亿元、71.46亿元和95.89亿元，主要由支付其他与投资活动有关的现金构成。公司支付其他与投资活动有关的现金主要为支付保障房和棚户区建设工程款。2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-21.95亿元、-71.46亿元和-95.40亿元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动现金流入量分别为50.99亿元、74.59亿元和171.94亿元，均为吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金，主要为股东注资、财政拨入保障性住房建设资金和银行借款。2012~2014年公司筹资活动现金流出量分别为0.50亿元、1.00亿元和6.99亿元，2014年主要是偿还债务和利息。2012~2014年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为50.49亿元、73.59亿元和164.95亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-9.64亿元。同期，公司投资活动现金净流量为-29.74亿元，主要为支付的保障性住房及棚户区改造建设资金；筹资活动现金净流量为29.74亿元，主要为公司获得的政府资金支持和取得的借款。

总体看，公司经营活动现金净流量波动较大；公司投资规模波动增长且金额较大；公司依赖外部筹资来满足公司经营活动和投资活动的需要，对外筹资压力较大。

6. 偿债能力

2012~2014年，公司流动比率和速动比率

呈波动下降趋势。近三年公司流动比率和速动比率加权均值分别为 834.69%和 380.63%；2014 年底分别为 742.51%和 217.18%，2015 年 3 月底为 1113.42%和 304.80%。近三年，公司经营现金流量净额波动较大，2012~2013 年经营性净现金流为负，对流动负债无保障，2014 年经营现金流动负债比为 20.64%。同时，考虑到公司有息债务以长期债务为主，短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 分别为 1583.56 万元、3268.64 万元和 3833.69 万元，呈快速增长趋势。2012~2014 年，全部债务/EBITDA 分别为 3.16 倍、140.75 倍和 424.52 倍，2014 年 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力大幅下降，公司长期偿债能力弱。考虑到公司获得政府补助资金（未全部在经营活动中反映）、云南省财政厅对公司保障房和棚户区改造项目的差额补偿支持及 2013 年云南省公共租赁住房建设省级统贷项目债务纳入财政预算，均有助于缓解公司的长期偿债压力。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行和信托授信额度 711.61 亿元，已使用金额 193.64 亿元，未使用 517.97 亿元。公司融资渠道通畅。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G10530103010581302），截至 2015 年 5 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及云南省区域及财力状况、云南省各级政府及公司母公司对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期计划发行中期票据 3.50 亿元，分别占 2015 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 1.73%和 1.66%，对公司现有债务影响较小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 0.16 亿元、0.33 亿元和 0.38 亿元，公司 EBITDA 数额较小对本期中期票据发行额度保障能力弱；经营活动现金流入量分别为 8.30 亿元、13.95 亿元和 24.00，分别为本期中期票据发行额度的 2.59 倍、4.36 倍和 7.50 倍；经营活动现金流量净额分别为 -1.99 亿元、-0.85 亿元和 13.38 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 -0.62 倍、-0.26 倍和 4.18 倍，经营性净现金流对本期中期票据的保障能力逐年增强。

整体看，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较差，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高，从经营性净现金流来看，政府支持力度大，经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力逐年增强。

总体来看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高，同时考虑到云南省财政对公司本期中期票据募投项目所属的 2013 年云南省公共租赁住房建设省级统贷项目在债务纳入财政预算及差额补偿方面给予大力支持，有效的提升了本期中期票据的安全性。

十、结论

国家“十二五”规划对保障性住房政策支持力度加大，云南省政府对保障性住房及棚户区改造工程给予大力支持，为公司营造了良好的外部发展环境。

公司是云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司，在资本金注入、财政补贴等方面得到

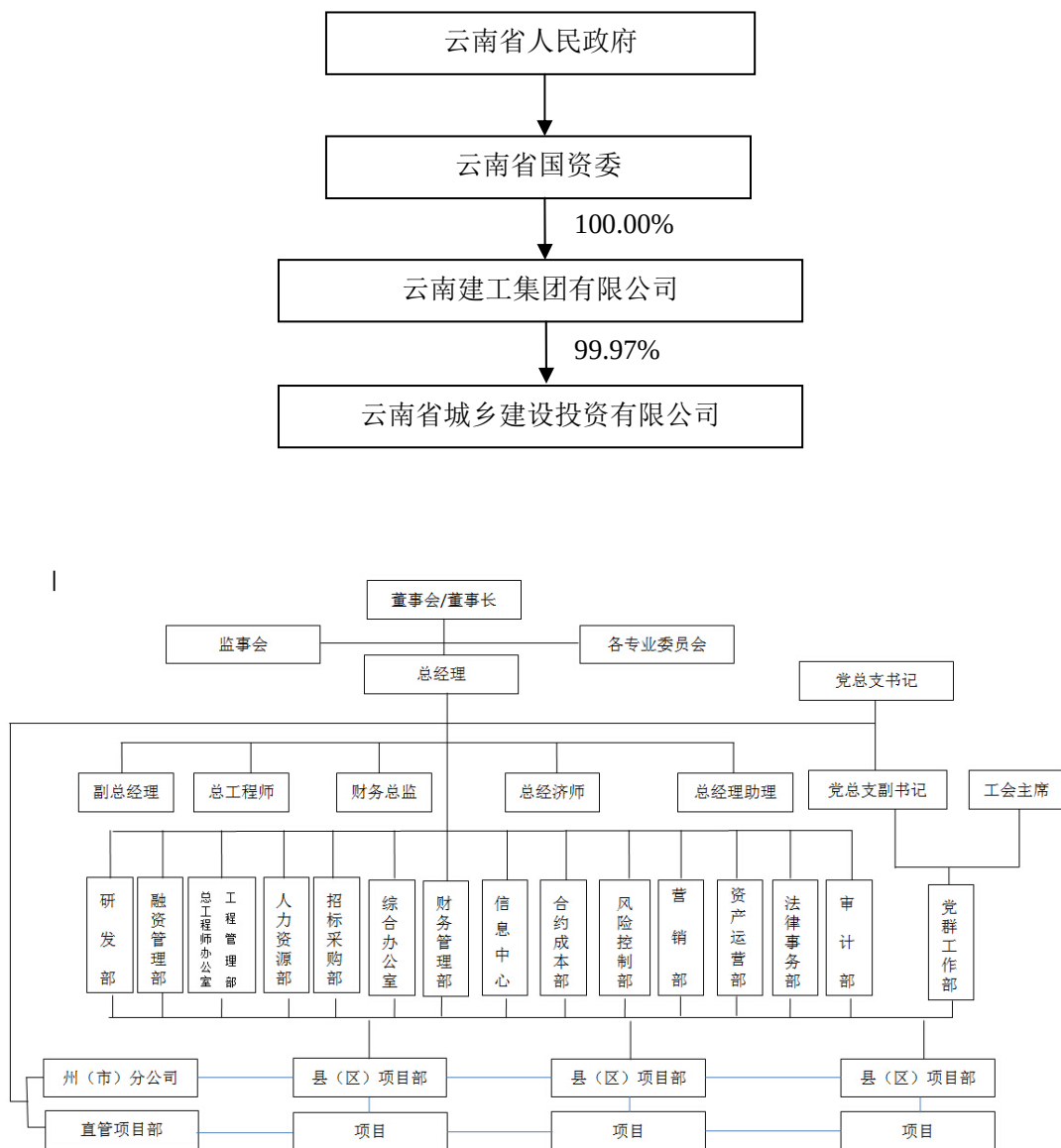
了云南省政府的有力支持。

近年来，受保障性住房和棚户区改造项目建设规模扩大影响，公司资产规模大幅增长，资产构成以存货为主，资产流动性一般；公司债务规模持续扩张，整体债务负担加重，随着在投项目的推进，公司资本支出压力较大，预计未来债务水平可能进一步升高；受益于政府支持，公司实收资本及资本公积大幅增加带动所有者权益快速增长，企业所有者权益稳定性较好；公司营业收入主要来自投资回报，规模较小，同时，受公司从事的业务性质所限，公司盈利能力弱且短期内盈利能力提升的可能性较小。但考虑到公司建设规模将进一步扩大，未来收入有望进一步提高；同时，云南省政府对公司支持力度大，对公司建设的保障性住房及棚户区改造项目贷款本息偿付资金来源不能涵盖的部分，由省财政安排财政性资金偿还。

公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较差，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高，从经营性净现金流来看，政府支持力度大，经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力逐年增强。同时，云南省财政对公司本期中期票据募投项目所属的 2013 年云南省公共租赁住房建设省级统贷项目在债务纳入财政预算及差额补偿方面给予大力支持，有效的提升了本期中期票据的安全性。

联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.48	28.77	111.70	102.06
资产总额(亿元)	62.33	167.50	484.21	494.25
所有者权益(亿元)	57.11	83.68	260.30	264.06
短期债务(亿元)	0.00	0.00	5.06	8.00
长期债务(亿元)	0.50	46.01	157.69	184.60
全部债务(亿元)	0.50	46.01	162.75	192.60
营业收入(亿元)	0.66	1.33	2.06	0.26
利润总额(亿元)	0.08	0.25	0.33	0.04
EBITDA(亿元)	0.16	0.33	0.38	--
经营性净现金流(亿元)	-1.99	-0.85	13.38	-9.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.59	1.59	0.92	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	0.18	0.05	0.00	0.00
营业利润率(%)	94.40	94.40	93.51	90.68
总资本收益率(%)	0.19	0.18	0.06	--
净资产收益率(%)	0.10	0.22	0.09	--
长期债务资本化比率(%)	0.87	35.47	37.73	41.15
全部债务资本化比率(%)	0.87	35.47	38.47	42.18
资产负债率(%)	8.37	50.04	46.24	46.57
流动比率(%)	1637.32	453.23	742.51	1113.42
速动比率(%)	1212.72	98.32	217.18	304.80
经营现金流动负债比(%)	-53.07	-2.31	20.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	0.31	0.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.16	140.75	464.33	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.59	4.36	7.50	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.62	-0.26	4.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.05	0.10	0.12	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 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。

联合资信评估有限公司关于 云南省城乡建设投资有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

云南省城乡建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。云南省城乡建设投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，云南省城乡建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注云南省城乡建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现云南省城乡建设投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如云南省城乡建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送云南省城乡建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

