

信用等级公告

联合[2014]260号

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2014 年公司债券进行了主动评级，确定：

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_{pi}

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年 九月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司

2014 年度 12 亿元公司债券信用评级分析报告

本期债券信用等级：AA_{pt}
公司主体信用等级：AA_{pt}
评级展望：稳定
本期发行规模：12 亿元
债券期限：7 年
还本付息方式：按年付息；存续期第 3~7 年分期等额偿还本金

评级时间：2014 年 9 月 9 日

财务数据：

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	103.76	128.22	139.85
所有者权益(亿元)	77.41	97.07	98.87
长期债务(亿元)	6.61	6.62	10.46
全部债务(亿元)	7.81	10.13	19.22
营业收入(亿元)	6.65	2.97	3.44
净利润(亿元)	3.45	1.94	1.30
EBITDA(亿元)	4.50	2.42	1.80
经营性净现金流(亿元)	5.80	-22.43	-6.06
营业利润率(%)	26.73	29.82	34.01
净资产收益率(%)	4.46	2.00	1.31
资产负债率(%)	25.40	24.30	29.30
全部债务资本化比率(%)	9.17	9.45	16.28
流动比率	210.01	297.92	244.16
EBITDA 利息倍数(倍)	6.30	5.01	1.61
EBITDA/全部债务(倍)	0.58	0.24	0.09
EBITDA/本期发债额(倍)	0.38	0.20	0.15

注：其他应收款中有息借款计入有息债务核算。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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“经开投资”）的评级反映了公司作为国家级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，拥有区域外部环境良好、政府支持力度大等综合优势。联合评级同时也关注到公司未来土地出让收益受土地开发进度等因素影响较大，筹资压力大，地产行业宏观调控等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来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，以及资本运作类业务逐步推进，公司的资产及收入规模有望持续增长并形成稳定的经营性收益，盈利水平有望提升，联合评级对公司的评级展望为稳定。

本期债券采用分期等额偿还方式，有助于缓解公司未来集中偿付压力；经开区管委会与公司签订了募投项目合作协议，为本期债券的本息偿付提供了良好保障。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 昆明市及昆明经济技术开发区经济快速增长，财政实力不断增长，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为国家级昆明经济技术开发区的基础设施建设主体，在政策支持、资源获取等方面具备较强的区域垄断优势。
3. 公司拥有一定的一级土地开发资源，未来有望获得较大规模的土地开发收入。
4. 昆明经济技术开发区管委会配备 4,259 亩可分期出让土地的土地收益专项用于本

期债券募投项目的资金平衡，为本期债券的本息偿付提供了良好保障。

关注

1. 未来公司一级土地开发收入的实现受土地开发进度、后续土地出让情况和昆明市整体土地市场状况的影响较大。
2. 公司基础设施项目投融资及经营市场化程度低，资产质量较差。
3. 公司收入及利润规模受自营房地产业务影响较大，经营活动现金流稳定性偏弱。
4. 公司在建项目和未来投资规模大，融资压力大。

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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“经开投资”）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（以下称“经开区”）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2013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（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。经营范围包括：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、房地产投资开发、土地开发、项目包装、高新技术投资、资产管理；汽车租赁等。

截至2013年底，公司设有行政办公室、人力资源部、党群工作部、战略发展部、财务部、资产运营部、融资部、招商服务部、项目服务部、面山治理部、地产开发部、合同计划部、工程管理部、总工办等14个职能管理部门，合并报表子公司合计10家。

截至2013年底，公司合并资产总额139.85亿元，所有者权益合计98.87亿元（含少数股东权益8.10亿元）；2013年公司合并口径实现营业收入3.44亿元，利润总额1.52亿元；实现经营活动净现金流-6.06亿元，现金及现金等价物净增加额1.99亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区经开路1号；法定代表人：王路生。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行12亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限7年，采用固定利率，附本金提前偿还条款，在债券存续期第3、4、5、6、7年末分别按照20%、20%、20%、20%、20%的比例等额偿还债券本金。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

2. 本期债券募投项目情况

本期债券募集资金将全部用于鸿运大道工程和呈黄路（北段）工程项目建设。根据公司与经开区管委会签订的《昆明市鸿运大道工程及呈黄路（北段）工程项目合作建设协议书》，本期债券募投项目均采用合作建设模式，建设资金由政府和公司共同承担，项目总投资合计26.69亿元，其中，公司自筹15.00亿元。经开区管委会承担本期债券募投项目的投资成本返还款及管理服务费，并配备6,000亩土地的出让收益专项用于支付上述款项。

表1 本期债券募集资金使用安排（亿元）

项目	公司自筹 (本期债券募集金额)	项目投资 合计
鸿运大道工程	3.00	9.22
呈黄路（北段）工程	9.00	17.47
合计	12.00	26.69

资料来源：公司提供、联合评级整理

(1) 鸿运大道工程

鸿运大道项目位于昆明市经济技术开发区。东南起于东外环北路与新潭二号路交叉口，西北止于经开区 103 号路。项目建设为城市 I 级主干道，线路全长 4.572 千米，其中地面系统线路长 3.314 千米，高架系统线路长 1.208 千米，另有两条地面匝道长 1.409 千米；工程包含路基、路面、排水、桥、涵、边坡、防护、电力通道、电信通道、煤气管道、园林绿化等配套设施。

项目于 2011 年 10 月开工建设。截至 2013 年末，已完成施工图设计、路基挖方、路基填方、雨污水管、检查井等具体工作，已完成 18.64% 的工程量。

(2) 呈黄路（北段）工程

呈黄路（北段）工程项目位于昆明市经济技术开发区。南起于昆石高速公路王家营立交，北止于清水下村经开区辖区北边界的东风路延长线。项目建设为城市 I 级主干道，线路全长 6.609 千米，主路系统设计车速 80 公里/小时，辅道系统设计车速 50 公里/小时，全线共设主线桥梁 6 座，3 处互通式立交；工程包含路基、路面、排水、桥、涵、交通、照明、园林绿化等配套设施。

项目于 2011 年 12 月开工建设，已完成施工图设计、路基挖方、路基填方等具体工作，已完成 9.31% 的工程量。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386,762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2,000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 40,453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168,817 亿

元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309,208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30,604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1,694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98,389 亿元，累计支出为 91,532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1,000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[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。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能

严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，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、加强区域交流与合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，全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

2. 行业政策

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。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出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。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2013 年 3 月，银监会内部下发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（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。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、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，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%

以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

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。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。

3. 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），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。

目前，经开区已形成了较强的产业配套能力，园区内已形成了以光电子技术、信息技术、生物医药技术等为主的高新技术产业集群和以机械制造、烟草加工、绿色食品为主的传统产业群。

经开区正在开展昆明信息产业基地、昆明光电子产业基地、云南（昆明）出口加工区和（昆明）深圳产业基地等园区建设，成为云南产业集聚度最高的地区。

4. 区域经济

2013 年，经开区实现生产总值 256.63 亿元，可比增长 21%。其中，第二产业实现增加值 168.94 亿元，增长 19.2%；第三产业实现增加值 86.4 亿元，同比增长 24%。三次产业增加值结构为 0.5:65.83:33.67。全区按常住人口计算，人均 GDP 为 18.95 万元。园区综合实力位居西部 27 家国家级开发区第 5 位。

5. 区域财政实力

表2 经开区2011~2013年财政决算情况（万元、%）

预算科目	2011	2012	2013	变动率
一、一般预算收入合计	125,260	165,511	236,228	37.33
(1)税收收入	119,108	156,784	220,949	36.20
(2)非税收入	6,152	8,727	15,279	57.59
二、基金预算收入合计	410,103	145,747	129,201	-43.87
(1)政府性基金收入	410,103	145,747	117,047	-46.58
三、上级补助收入	148	150	0	-100.00
地方可控财力合计	535,511	311,408	365,429	-17.39

资料来源：昆明市财政局经开区财政分局，联合评级整理

2011~2013 年，经开区一般预算收入保持快速增长，年均复合增长 37.33%，2013 年实现一般预算收入 23.62 亿元。同期，经开区基金预算收入波动较大，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。

从债务余额看，截至 2013 年底，经开区政府债务余额为 4.52 亿元，全部为政府直接债务，综合债务率 11.91%，经开区政府债务负担较轻。

表3 经开区政府债务余额及还款计划统计表（单位：万元）

地方债务（截止 2013 年 12 月）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	45,238.33	（一）地方一般预算本级收入	236,228
1、外国政府贷款	17,026.28	1、税收收入	220,949
2、国际金融组织贷款	-	2、非税收入	15,279
（1）世界银行贷款	-	（二）转移支付和税收返还收入	32,735
（2）亚洲开发银行贷款	-	1、一般性转移支付收入	10,519
（3）国际农业发展基金会贷款	-	2、专项转移支付收入	22,077
（4）其他 国际金融组织贷款	-	3、税收返还收入	139
3、国债转贷资金	-	（三）国有土地使用权出让收入	110,789
4、农业综合开发借款	-	1、国有土地使用权出让金	110,225
5、解决地方金融风险专项借款	-	2、国有土地收益基金	182
6、国内金融机构借款	28,212.05	3、农业土地开发基金	382
（1）政府负有偿还责任的债务	8,957.63	4、新增建设使用地有偿使用费	-
（2）政府可能承担一定救助责任的债务	19,254.42	（四）预算外财政专户收入	-

(3) 政府负担担保责任的债务			
7、债券融资	-		
(1) 中央代发地方政府债务	-		
(2) 由财政承担偿还责任的独资平台债券融资	-		
8、粮食企业亏损挂账	-		
9、向单位、个人借款	-		
10、拖欠工资和工程款	-		
11、其他	-		
(二) 担保债务余额	-		
1、政府担保的外国政府贷款	-		
2、政府担保的国际金融组织贷款	-		
(1) 世界银行贷款	-		
(2) 亚洲开发银行贷款	-		
(3) 国际农业发展基金会贷款	-		
(4) 其他国际金融组织贷款	-		
3、政府担保的国内金融机构借款	-		
4、政府担保的融资平台债券融资	-		
5、政府担保向单位、个人借款	-		
6、其他	-		
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	45,238.33	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	379,752
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	11.91%		

资料来源：昆明市财政局经开区财政分局

总体看，随着园区建设的逐步推进，近年经开区一般预算收入稳步增长，但地方综合财力稳定性受基金预算收入持续下降影响较大；同时，经开区政府综合债务负担较轻。

6. 行业及区域发展

行业发展

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.37%，较上年提高0.8个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

区域发展

国家“十二五”规划纲要中涉及昆明的7大项目，包括桥头堡、滇中调水、城市轨道交通、滇中经济圈、中缅油气管道境内段、滇池治理、太阳能电站7大项目，昆明市“十二五”期间将面临重大的发展机遇。

昆明市“十二五”规划指出，到2015年，基本建成绿色经济强省的龙头、民族文化强省的枢纽、中国面向西南开放的国际化门户和重要桥头堡城市。昆明市将通过加大综合交通体系工程、市政设施工程、绿化工程和城市改造等多项工程，提升城市品质。

总体看，昆明市及经开区政府未来在城市建设方面加大投资力度，对公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司经昆明市人民政府昆政复[2005]49号文批准设立，于2006年7月6日正式成立，注册资金人民币1亿元，后经多次增资，注册资本合计26.91亿元。公司自2008年起获得土地一级开发资质，成为经开区内唯一的土地一级开发单位。

截至2013年底，公司合并报表范围子公司合计10家，业务涉及管网建设、园林绿化、工业用地开发、融资中介、机械生产、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。

总体看，公司在区域内具有一定的垄断地位，其经营较有保障。

2. 人员素质

历经昆明市投融资体制改革，公司在人员构成方面都有了较大变动及调整。截至2012年底，公司本部高管成员共15人。

公司董事长王路生，1955年生，硕士研究生，历任共青团五华区副书记、书记、五华区文化局局长；五华区委常委、宣传部部长；官渡区副书记；官渡区委常委、副区长；宜良县委书记；经开区副主任、党工委委员；2010年6月起任经开区调研员、公司董事长。

公司总经理施杰，1963年生，硕士学历，历任昆明经济技术开发区建设局副局长、安全生产监督管理局局长，昆明经济技术开发区经济发展部部长助理，现任公司董事、总经理。

公司财务总监李汉光，1963年生，本科学历，自2008年10月至今任经开区财政分局副局长、国资办副主任、金融办副主任，2011年4月起兼任公司财务总监。

截至2013年底，公司本部共有员工68人，全部为管理人员，其中本科及以上学历人员49人，占72.06%，大专学历人员15人，占22.06%，高中及中专学历人员4人，占5.88%；人员专业结构集中在会计、管理、金融、建筑等方面，持有国家级注册类资格证及中级职称人员合计23人。

总体看，公司主要领导均具备一定的行业从业经历和较高的专业水平。公司员工的整体文化素质较高，人员专业结构设置合理，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营需要。

3. 外部环境

根据《昆明经济技术开发区实体化管理办法》，经开区按照“特区模式、封闭运行、管理统一、实体运作”的要求，采取以实体化管理为主、“管委会+经济实体+社会中介组织”的三位一体的园区开发建设模式。昆明市委、市政府把市级管理权限赋予经开区，经开区管委会行使市级管理权限并承担相应责任，直接对市委、市政府负责。

经开区管委会行使市级管理权限，重点落实发改、规划、土地、建设、环保、财政、干部人事、社会事务管理等方面的市级权限。项目的市级审批权限全部下放经开区。具体而言，建设性项目规划、市级土地管理权限、市级环保管理权限、市级林地管理审批权限、市级基本建设项目招标投标权限及文化、教育、卫生、民生等社会事务的管理及相关行政许可事项的审批权限均有经开区管委会负责。

总体看，经开区的运行具有高度的自主性和灵活性，有助于园区内项目建设的快速决策和高效推进。公司作为经开区的土地一级开发主体、国有资产运营主体、投融资主体和盈利中心，在发改、规划、土地、建设、环保、财政等方面获得经开区管委会的支持力度大，良好的外部环境为公司发展提供了持续稳定有效的支撑。

4. 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。

土地一级开发收益

根据《昆明市人民政府关于进一步加强国有土地使用权出让收支管理的通知》（昆政发[2010]19号），由公司进行开发整理的土地挂牌出让后，土地出让金的45%用于支付在土地收储过程中产生的土地补偿费、安置补助费、拆迁补偿费等直接成本，2%用于支付土地储备管理费，40%用于支付市政配套设施和城市基础设施建设项目。上述政策有效保障了公司土地开发支出、管理费及投资收益的足额返还。

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2013年底合计8.32亿元。

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性质向公司注资，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”）。

资本金注入

2012 年 8 月，根据公司修改后的章程，经开区国资委以货币出资的方式分两次向公司增资 10.20 亿元，昆明中天诚会计师事务所对上述增资事宜出具了中天诚变验字[2012]第 022、025 号验资报告。

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，2011~2013 年，公司分别收到政府补助 0.61 亿元、1.19 亿元和 1.23 亿元。

总体看，近年来经开区管委会及国资委为公司发展提供了政策、资金和资源等多方面的支持。联合评级认为，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

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，设有健全的股东会、董事会和监事会等内部治理结构。公司的最高权力机构是股东会。

公司设董事会，董事成员 5 人，由经开区国资委委派，董事任期三年，可连选连任。公司设董事长 1 人，任期三年，可连任，由经开区国资委从董事会成员中指定。董事会负责向出资人报告工作，拟定公司经营计划和投资方案等。

公司设监事会，监事成员 3 人，均由经开区国资委委派，任期三年，可连选连任。监事会对全体股东负责，行使监督权。

公司设总经理 1 名，由董事会决定任免，总经理对董事会负责人，负责主持公司的日常生产经营管理工作等。

公司总部设行政人力资源部（党群工作部）、工程管理部、合同计划部、项目服务部、面山治理项目部、招商服务部、融资部、财务部、战略研发部、总工办、资产运营管理部、地产开发部，同时代管经开区开发建设中心，实行两块牌子、一套人马的管理模式。

目前公司总部已实现对重大决策权、合理监控权和高层人事权有效控制，并加强对下属公司的管理力度。

公司建立了以资产为纽带的母子公司管理体制，对下属子公司行使国有资产出资人职能，行使重大决策权、投资收益权和经营管理者选择权，承担国有资产的保值增值责任。

2. 管理水平

公司作为国有资产授权经营者，拥有较强的项目管理能力，主要从事重大基础设施项目资金筹措、使用、经营、管理的专业化投资集团，因此公司的资产管理、资金管理、投资管理和项目管理是公司内部控制和管理的核心。

公司制定了《重大经济业务事项的决策和执行制度》，规定对重大对外投资、资产处置、资金调度、抵押担保及其他对公司有重大影响的重要经济业务事项实行内部控制与监督。同时，公司制定了《资金管理制度》、《财务管理制度》

财务管理方面，公司对下属独立核算的公司，设置独立的财务机构和部门；非独立核算的公

司配备专职财务人员。公司财务人员管理实行下管一级制度，财务总监对总经理负责。公司对资产、成本、收入、利润和分配均设置有详细的管理细则，能够满足公司经营需要。

投融资决策方面，重大对外投资由董事会授权，由经理办公会指定相关部门执行该项业务，由财务部进行会计记录和监督，并由指定部门或人员对对外投资资产进行保管。

项目拨款方面，公司及各所属投资、控股、控制公司的大型投资项目款，必须按年、季、月上报用款计划，由公司报请董事会后于年初下达资金计划，并在实际执行过程中根据实际情况进行适当调整。

资产处置方面，对于公司重大资产出售、租赁、报废和投资转出等行为，须报董事会授权批准，对于非公司主要生产设备，价值较低的资产，其处理经经理办公会讨论批准。

资金管理方面，公司实行预算管理，各资料提供部门，除应于年度经营计划书编订时，提送年度资金预算外，应于每月二十四日前逐月预计次三个月份资金收支资料送财务部，财务部按月配合修订预算计划。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度，符合经开区国资委及相关文件的要求。联合评级同时关注到，公司目前仅从投融资决策、人员任免等层面对子公司进行管控，公司本部尚未设立独立的职能部门对下属子公司进行管控，具体的子公司管控制度仍在制定中。

七、经营分析

1. 经营现状

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中介、厂房租赁等综合服务，收入来源较为多元化。2011~2013年，公司营业收入波动下行，2013年全年完成营业收入3.44亿元，同比增长15.76%，同期，公司整体毛利率42.68%，较2012年上升11.17个百分点。

收入构成方面，产品销售收入（农机产品）是公司最稳定的经营性收入，房地产开发（自营）及土地出让收入（二级市场）受地产宏观环境影响波动较大，小额贷款业务近年快速发展，利息收入成为公司新的收入来源。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并形成收入。整体上，公司收入结构稳定性较差。

盈利能力方面，农机产品销售毛利率波动上升，是公司较为稳定的利润来源；受房地产调控政策影响，房地产开发及土地出让收入毛利率大幅波动；小额贷款业务形成的利息收入毛利率保持较高水平，是公司新的利润增长点。

表4 2011~2013年公司营业收入分类情况

（单位：万元，%）

项目	2011年度			2012年度			2013年度		
	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	10,604.73	15.94	6.69	10,754.30	36.19	13.73	10,826.33	31.48	12.50
房地产开发	33,262.98	49.99	41.70	246.08	0.83	77.66	341.46	0.99	-997.20
工程收入	1,855.10	2.79	12.21	3,399.11	11.44	16.49	3,175.17	9.23	17.42
土地出让收入	15,348.81	23.07	15.89	4,686.27	15.77	1.02			
物业管理费收入	688.09	1.03	35.10	957.09	3.22	34.92	1,005.25	2.92	33.82
利息收入	2,590.42	3.89	68.90	4,928.43	16.59	61.22	9,019.53	26.22	69.02
租赁收入	1,263.18	1.90	57.25	2,862.06	9.63	76.25	3,226.89	9.38	93.11

手续费及佣金收入							1,681.75	4.89	100.00
其他	925.55	1.39	96.06	1880.60	6.33	82.64	5119.24	14.88	96.23
合计	66,538.87	100.00	31.39	29,713.95	100.00	31.51	34,395.63	100.00	42.68

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。

根据《昆明市人民政府关于进一步加强国有土地使用权出让收支管理的通知》（昆政发[2010]19 号），由公司进行开发整理的土地挂牌出让后，土地出让金的 45%用于支付在土地收储过程中产生的土地补偿费、安置补助费、拆迁补偿费等直接成本，2%用于支付土地储备管理费，40%用于支付市政配套设施和城市基础设施建设项目。

截至 2013 年底，公司尚未出让土地，土地储备及投入计入在建工程。截至 2013 年底，公司已达到出让标准的土地合计 11,472.25 亩，另有 18,957.74 亩土地正在进行土地一级开发。公司将土地前期开发投入计入“在建工程-土地开发成本”科目，截至 2013 年底合计 38.42 亿元。上述土地有望为公司带来稳定的出让收入，并为后续土地开发提供资金支持。

公司土地一级开发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，但也可能导致公司丧失未来土地增值收益。联合评级同时关注到，未来公司一级土地开发投入规模将持续上升，资金压力较大；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。从经开区历年土地出让情况看，经开区土地市场总体向好，为公司土地一级开发收益的顺利实现提供了一定保障。

表 5 截至 2013 年底公司土地一级开发业务（单位：万元）

开发区域	委托单位	土地面积 (亩)	截至 2013 年 底开发进展	后续开发计划
洛羊片区 26 个地块、 4 个批次土地	昆明市土地储备中心经开区 分中心	6,551.25	已经完成土地收储	项目土地一级开发已经完成，部分 已经实现供地
阿拉街道办事处 2010 年第一批城镇建设用 地	昆明市土地储备中心经开区 分中心	1,039.00	已经完成土地收储	已经完成一级开发，部分已经实现 供地
2008 年洛羊第一、二 批次用地	昆明市土地储备中心经开区 分中心	1,882.00	已经完成土地收储	已经完成一级开发，部分已经实现 供地
阿拉街道办事处清水 社区居委会和洛羊街 道办事处黄土坡居委 会土地	昆明市土地储备中心经开区 分中心	2,000.00	已经完成土地收储	已经完成一级开发，部分已经实现 供地
洛羊街道办事处黄土 坡社区居委会土地	昆明市土地储备中心经开区 分中心	1,778.73	已经完成土地收储	正进行土地一级开发整理
经开区关停矿区土地 一级开发项目	昆明市土地储备中心经开区 分中心	12,800.00	正在进行相关设计、规划，部 分征地中	正在开展一级开发
经开区 2013 年土地	昆明市土地储备中心经开区	4,379.01	正进行勘界定界、规划等工	正在开展一级开发

收储项目	分中心		作，并准备按计划征地	
合计		30,429.99		

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。2011~2013年，公司获得土地出让收入分别为 1.53 亿元、0.47 亿元和 0 亿元。公司开展该类业务主要为园区招商引资服务，是园区综合服务的基础载体，并配套提供供水、供电、工程施工等辅助业务，因此该类业务毛利率波动较大。

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”）。

为配套园区基础设施建设，公司本部在园区内开展了部分自建项目，该类业务由公司资产营运管理部和地产开发部负责，目前主要为房地产开发项目（含住宅、工业及商业地产及配套设施）。2011~2013 年，公司房地产开发业务收入分别为 3.33 亿元、0.02 亿元和 0.03 亿元。

目前公司本部建成的房地产项目主要包括果林金谷、果林溪谷二期以及蓝苑静园。总建筑面积 21.80 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。上述三个项目销售基本完成。受房地产宏观调控影响，公司本部近两年无新增房地产项目，已有项目大部分于 2012 年之前确认收入，导致 2012~2013 年该业务收入明显下滑。

公司本部目前重点建设项目为果林溪谷三期，该项目用地位于昆明经济技术开发区信息产业基地 8-2-1-1#地块，占地面积 37,410.87 m²，用地性质为二类居住用地。项目拟建高层 8 栋，多层 5 栋，物管用房 1 栋（2 层），地下室 2 层，项目总建筑面积 134,486.94 m²，地上 77,802.55 m²，地下 54,744.65 m²。全地下车位布置，建筑最大高度 18 层，建筑结构为框剪。项目总投资约 4.8 亿元。该项目于 2013 年 12 月取得建设项目用地规划许可证（地字第 530101201300444），建筑密度 20%，绿地率 40.3%，容积率 2.16，基本满足规划条件指标，目前正在报批建设工程规划许可证。

腾邦置业主要从事园区内工业用地项目的建设开发，目前在建项目主要为信息产业基地信息产业创业中心，截至 2013 年底，入账存货合计 0.83 亿元。

经百实业主要从事园区内统规统建保障房项目的建设开发，包括普照和倪家营两个项目，总计建筑面积 621,248.41 平方米，项目总投资约 23.51 亿元，计划竣工时间均为 2015 年，目前正在建设中。项目销售拟采用市场销售与政府回购相结合模式，截至 2013 年底已完成投资 10.69 亿元，入账存货合计约 8 亿元。

截至 2013 年底，公司存货中房地产开发成本合计 12.12 亿元，除腾邦置业及经百实业相关项目外，公司本部项目因果林金谷项目未结转留存约 3.3 亿元。

基础设施代建

公司工程代建收入主要为代经开区管委会建设城市基础设施获得收入。公司将土地一级开发地块的配套基础设施设计计入土地开发成本，代建工程主要为一级开发地块以外的基础设施工程。

资金筹措方面，代建项目中 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，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、银行融资等渠道筹措建设资金，部分项目采用政府 BT 模式。

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。公司将代建工程相关资金往来计入其他与经营活动有关的现金流。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。截至2013年底，公司共确认该项业务收入0.21亿元（计入“主营业务收入-其他”）。

公司将基础设施代建项目前期投入均计入“在建工程”科目。截至2013年底，公司在建代建项目合计36个，项目总投资40.76亿元，已完成投资1.46亿元，除本期债券募投项目外，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。

表6 截至2013年底公司主要代建项目情况

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	信息产业基地14号道路施工	1,158.26	1,052.00	财政拨款
2	广福路东延线道路工程（二标）	10,066.11	5,776.00	财政拨款
3	信息产业基地32号道路	1,190.73	808.00	财政拨款
4	洛羊物流片区呈运大道（西段）	3,936.50	4,274.00	财政拨款
5	洛羊物流片区联运大道	11,427.28	10,939.00	财政拨款
6	洛羊物流片区商贸大街工程	3,055.37	932.00	财政拨款
7	洛羊物流片区呈东路（第一标段）	2,077.96	637.00	财政拨款
8	黄土坡及清水片区B-1号道路（东效垃圾场专线）	3,151.56	4,573.00	财政拨款
9	新储物流地块原有道路改线工程	141.41	127.38	财政拨款
10	信息产业基地西南片区支次路网20#路	11,831.47	回购款：3,000 利息：98.14	财政拨款
11	信息产业基地西南片区支次路网21#路			财政拨款
12	信息产业基地西南片区支次路网22#路			财政拨款
13	信息产业基地西南片区支次路网23#路			财政拨款
14	信息产业基地西南片区支次路网25#路			财政拨款
15	信息产业基地西南片区支次路网27#路			财政拨款
16	信息产业基地西南片区支次路网28#路			财政拨款
17	信息产业基地32#、工业10#路、新潭2号路照明工程	277.72	83.32	财政拨款
18	鸿运大道、呈荣大道、呈运大道照明工程	712.35	214.00	财政拨款
19	呈黄公路改扩建工程二标	6,478.48	971.77	财政拨款
20	周山公园项目	5,476.41	2,614.00	财政拨款
21	哈电项目场平工程	7,263.29	5,649.00	财政拨款
22	鸿运大道工程	92,235.11	1,491.90	财政拨款\BT
23	呈黄路（北段）工程	174,695.00	1,220.53	财政拨款\BT
24	石夹子隧道—黑龙潭排洪沟渠治理（二期）工程施工	1,565.29	900.00	财政拨款
25	迎南博会及亚洲艺术节拓翔路道路综合整治项目道路工程(施工)一标段	546.36	431.00	财政拨款
26	迎南博会及亚洲艺术节拓翔路道路综合整治项目道路工程(施工)二标段	952.25	648.00	财政拨款

27	迎南博会及亚洲艺术节拓翔路道路综合整治项目交通工程	336.56	234.00	财政拨款
28	迎南博会及亚洲艺术节拓翔路道路综合整治工程绿化景观工程施工合同	91.47	27.00	财政拨款
29	迎南博会及亚洲艺术节北入口道路综合整治项目绿化工程施工合同	384.94	164.00	财政拨款
30	迎南博会及亚洲艺术节北入口道路综合整治项目道路照明工程施工合同	110.69	0.00	财政拨款
31	昆明经济技术开发区黄土坡片区 A-11#道路工程施工合同	2,354.55	0.00	财政拨款
32	老 320 国道（经开段）升级改造施工一标段 I-A 段施工合同	7,216.21	0.00	财政拨款
33	洛羊物流片区 2#道路工程施工	790.72	0.00	财政拨款
34	昆明经济技术开发区 320 国道改扩建工程（二标段）	17,930.84	0.00	财政拨款
35	呈黄路改扩建与王家营准轨场铁路立交工程（第一标段）	26,698.96	0.00	财政拨款
36	呈黄路改扩建与王家营准轨场铁路立交工程（第一标段）	13,401.59	0.00	财政拨款
	总计	407,555.44	14,648.52	

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、拖拉机变形运输机机器配套农机具的制造销售。神犁公司下设 2 个分厂，拥有职工 350 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，具有三十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 5 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。

2011~2013 年，公司农机产品销售收入分别达 1.06 亿元、1.08 亿元和 1.08 亿元。

利息收入

公司利息收入主要来源于下属全资子公司昆明经济技术开发区兴融小额贷款有限公司开展的小额贷款业务。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，小额贷款业务规模逐年上升，2011~2013 年获取的利息收入分别为 0.26 亿元、0.49 亿元和 0.90 亿元，该类业务毛利率水平较高，逐渐成为公司新的利润增长点。

其他业务

除房地产开发、农机产品销售、土地出让收入及代建管理费用外，公司其他业务包括物业管理、园林绿化、地产租赁等，各板块收入规模较小。

3. 经营效率

近三年公司经营效率指标均呈下降趋势，应收账款周转次数、存货周转次数及总资产周转次数加权均值分别为 4.96 次、0.46 次和 0.03 次，2013 年分别为 3.07 次、0.20 次和 0.03 次。

总体看，公司各项经营效率指标偏低，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

“十二五”期间是昆明市投融资体制改革和投融资工作的攻坚时期，2015年前昆明市重点基础设施项目计划完成投资3,626亿元，为公司提供了较大的发展机遇。但根据国发[2010]19号文，公司以往主要以财政收入覆盖债务、政府担保进行融资的传统融资和运营模式已经无法延续，未来以经营性收入偿还债务的市场运作并实现可持续发展的模式较为迫切。

市政工程代建业务方面，公司代建项目全部为财政拨款建设，在财政资金不能及时到位的情况下，工程进度将受到一定影响，同时，公司作为代建主体，也可能会垫付部分项目前期建设款，面临一定的外部融资压力。本期债券募投项目鸿运大道项目和呈黄路（北段）项目均为代建项目，目前均已进入建设期，该两项工程为公司目前主要在建项目。公司目前在建项目和未来拟建项目以代建项目为主，项目总投资30.88亿元，后续投资规模约29.78亿元。

自建项目方面，公司拟在未来2~3年新建3~4个涵盖工业、商业、住宅在内的综合地产项目，各项目均在前期可研论证过程中，尚未有明确的投资计划。公司以往地产项目均为在招拍挂获得土地后进行二级开发。2008年起，公司获得土地一级开发资质，根据公司发展规划，公司计划适时开展土地一二级市场联动战略，在一级土地开发成熟后，优先进入国家政策支持、风险较小的二级市场业务。根据昆政发[2010]68号《关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》精神，昆明市政府赋予公司在洛羊片区实施“旧城改造”、“旧村改造”职能，公司借助“旧城改造”的契机，积极寻求与房地产公司合作，以土地一级开发为前端，以深度二级开发为后端，获取土地和地产开发两个层面的收益最大化。涉足土地二级开发是公司拓展业务范围、培育新的盈利增长点发展方向。

土地整治方面，未来5~10年，公司将重点参与关停矿山土地恢复治理开发项目（即“滇池面山治理项目”）。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6,727.4亩。

根据土地利用总体规划和城乡规划的要求，该项目分别进行植被恢复和整理为建设用地。项目治理开发涉及用地总面积约12,800亩，总共投入治理开发费用约31.16亿元，截至2013年底已完成前期投资3.40亿元，预计通过整理新增可利用建设用地约7,000-9,000亩，项目治理过程中产生的沙石料等资源采用“以工抵料”的方式冲抵部分恢复治理投入费用。项目依托经开区内“有色金属产业园区”整体开发建设，整治土地大部分将作为该园区工业用地，剩余部分用作配套商业、住宅用地。

该项目由公司主办，负责项目的开发、建设及其它有关事宜，支配开发收益，承担开发风险，预计整个项目开发周期为5-10年。公司已成立了专职的面山治理部负责跟进该项目。具体业务模式上，公司以土地一级开发为基础，部分地块尝试一二级联动开发，建设工业及商住地产项目。

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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年三年连审合并财务报表经北京永拓会计师事务所有限责任公司审计并出具了标准无保留意见审计意见。2012年合并范围因新设增加1家（昆明经济技术开发区兴融小

额贷款有限公司），2013年合并报表范围无变动。总体上，合并报表范围变动对财务数据可比性影响小。

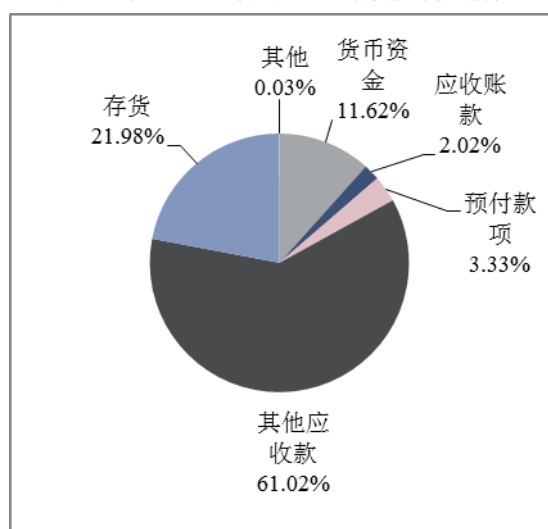
截至2013年底，公司合并资产总额139.85亿元，所有者权益合计98.87亿元（含少数股东权益8.10亿元）；2013年公司合并口径实现营业收入3.44亿元，利润总额1.52亿元；实现经营活动净现金流-6.06亿元，现金及现金等价物净增加额1.99亿元。

2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额逐年增长，复合增长率16.10%。截至2013年底，公司资产总额为139.85亿元，其中，流动资产和非流动资产分别占41.05%和58.95%。

流动资产

图2 截至2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司流动资产年均复合增长31.80%，截至2013年底合计57.41亿元，预付款项、其他应收款及存货增长较快，流动资产构成以货币资金（占11.62%）、存货（占21.98%）和其他应收款（占61.02%）为主。

截至2013年底，公司货币资金6.67亿元，同比增长42.46%，主要为银行存款，无用于担保、质押、冻结等受限情况。

2011~2013年，公司应收账款持续增长，年均增幅30.16%，截至2013年底，公司应收账款净额1.16亿元，主要由地方政府部门的农机补贴款、工程管理费及应收工程款构成。从账龄分析看，1年以内款项占比52.36%，1~2年的占16.92%，1~3年的占27.47%。由于公司应收账款集中于政府部门，账款回收有保障，公司未计提坏账准备，但相关款项回收时间一定程度受政府资金拨付效率影响。

2011~2013年，公司其他应收款波动增长，年均增长42.54%，占流动资产比例分别为52.17%、71.20%和61.02%，截至2013年底合计35.03亿元，主要为与建设中心的往来款（占比33.58%）、经开区土储分中心应付土地开发款（占比26.07%）、经开区财政分局信托产品（占比17.65%）及经开区国资委资产转让保证金（占比5.14%）。从账龄分析看，1年以内的占22.11%，1~2年的占68.14%。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；2012年新增款项主要为土储分中心对公司的应付土地开发款合计10.13亿元，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。公司的各项其他应收款均有相关政策保障，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2013年底，公司存货净额12.62亿元，同比增长71.33%，主要由土地开发成本（占96.04%）构成，土地开发成本构成及增长主要来源于子公司拆迁安置项目（土地一级开发）和自营房地产项目，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

2011~2013年，公司非流动资产逐年增长，年均增幅7.98%，截至2013年底合计82.44亿元，主要由在建工程（占67.39%）、其他非流动资产（占18.84%）和投资性房地产（占6.75%）构成。

截至2013年底，公司投资性房地产合计5.56亿元，主要为公司于园区内建设的房地产商铺，公司按照公允价值法核算该部分资产。

截至2013年底，公司发放贷款及垫款合计1.67亿元，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。

截至2013年底，公司在建工程合计55.56亿元，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及部分公益性资产。

截至2013年底，公司其他非流动资产合计15.53亿元，全部为市政道路资产，根据昆经开资[2011]8号及昆经开资[2012]6号文，经开区国资委将经开区建设中心合计6.39亿元道路资产、公司代建道路工程及相关资产合计9.14亿元下划给公司，由于部分资产已经完工并由公司负责经营，公司将其计入其他非流动资产并不计提折旧。

总体来看，经开区国资委对公司资产注入推升公司资产规模逐年增长；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，整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益逐年增长，复合增长9.67%，截至2013年底合计98.87亿元。公司近年权益增长主要来自实收资本。2012年，根据昆明经济技术开发区管理委员会第2期《会议纪要》及公司股东会决议，经开区国资委受让中诚信托有限责任公司持有的公司股权并对公司进行货币增资，截至2013年底，公司实收资本合计26.91亿元，由经开区国资委全额出资，昆明中天诚会计师事务所为上述增资事项出具了中天诚变验字[2012]第022、025号验资报告。

截至2013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29.65%、59.49%和9.92%，权益稳定性较好。

负债

2011~2013年，公司负债总额持续增长，年均复合增长24.71%。截至2013年底，公司负债总额40.98亿元，其中流动负债占57.38%，非流动负债占42.62%。

截至2013年底，公司流动负债合计23.51亿元，以其他应付款（占56.12%）、短期借款（占25.34%）和预收款项（占13.41%）为主。

2011~2013年，公司其他应付款波动下降，截至2013年底合计13.19亿元，主要是果林金谷购房诚意金3.00亿元及对云南国际信托有限公司、云南广基瑞特科技投资有限公司、昆明市土地储备中心经开分中心及经开区建设中心等单位的拆借款，其中，对云南国际信托有限公司、云南广基瑞特科技投资有限公司均为有息拆借款，本报告相应计入有息债务核算。

截至2013年底，公司非流动负债合计17.46亿元，较2012年底增长29.11%，主要为新增市政工程专项应付款及长期借款。非流动负债主要由长期借款8.49亿元和专项应付款（市政工程专项款）8.32亿元构成。

有息债务方面，2011~2013年，公司全部债务余额持续上升，截至2013年底合计19.22亿元，其中，短期债务占比45.57%，长期债务占比54.43%，受近年短期借款大幅上升影响，公司短期债务占全部债务比例持续提升。

2011~2013年，公司负债水平波动上升，2013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29.30%、16.28%和9.57%，公司债务负担较轻。

整体看，公司所有者权益稳定性较好，债务结构有待进一步优化，整体债务负担较轻，具备较好的财务弹性。

4. 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较差。受房地产业务收入大幅波动影响，2011~2013年公司营业收入波动下降，分别为6.65亿元、2.97亿元和3.44亿元。

期间费用方面，随着公司投资规模和业务范围的增长，管理费用持续上升，受收入波动影响，2012年公司费用收入比上升至23.15%，2013年进一步上升至25.98%。

非经常性损益方面，公司于2011年及2012年分别确认投资性房地产公允价值变动收益2.23亿元和0.42亿元；2011~2013年收到以政府补助为主的营业外收入分别为0.61亿元、1.21亿元和1.33亿元。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，2011~2013年分别确认投资收益0.23亿元、0.30亿元和0.01亿元。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，2011~2013年，公司营业利润率持续上升，三年分别为26.73%、29.82%和34.01%，小额贷款利息收入的快速增长是主营业务盈利能力持续增强的重要原因。近三年公司总资产收益率和净资产收益率加权平均值分别为2.90%和2.36%，2013年分别为2.15%和1.33%，受行业性质影响，公司盈利能力较弱。

总体看，公司营业利润率较高，但收入及利润规模稳定性较差；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。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为4.40亿元、3.30亿元和4.95亿元，同期，公司现金收入比大幅波动，三年分别为66.18%、111.13%和143.86%；公司2010年收到大量房地产诚意金，并计入销售商品、提供劳务收到的现金，该部分收入于2011年确认，导致2011年公司现金收入比较低，2013年公司房地产诚意金大幅增长，导致该期现金收入比显著高于2012年。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，该类款项体现为代收代付贷款、土地竞买保证金及工程保证金等，均计入收到及支付其他与经营活动有关的现金。2013年公司经营活动产生的现金流入量及净流量分别为26.69亿元和-6.06亿元，受代收代付等款项影响，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较为稳定。同时，2011~2013年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.58亿元、-1.25亿元和2.63亿元。

作为经开区的开发建设主体，财政拨款资金（股东增资）和大规模的银行借款是公司重要的外部资金来源。2011年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。2011~2013年公司筹资活动现金流入合计45.67亿元，筹资活动现金流出合计23.22亿元。

总体看，受房地产销售周期影响，公司经营活动现金流与收入匹配程度较差，现金收入比呈现大幅波动。公司收入结构稳定性较差，且代（转）收付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，使得与政府相关部门的往来款、资本金注入、银行借款成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

6. 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，近三年均值分别为2.53和2.09，2013年底分别为2.44和1.90；2012~2013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-127.27%和-25.78%。截至2013年底，公司现金类资产合计6.67亿元，是同期短期债务的1.12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，受有息债务规模快速上升影响，2011~2013年公司EBITDA全部债务比持续下降，2013年为0.09倍。公司利息支出主要体现在资本化利息支出，2013年EBITDA利息倍数为1.61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可观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2013年底，公司对外贷款担保为8.98亿元，担保比率9.08%，担保对象包括经开区建设中心4.80亿元及经开区土地储备分中心3.00亿元，目前上述单位经营正常，或有负债风险较低。

截至2013年底，公司共获得各类银行授信额度合计21.85亿元，已使用14.56亿元，尚未使用额度合计7.29亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 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：B201405090031894），截至2014年5月9日，公司无不良贷款记录，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，以及经开区区域及财力状况、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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为12亿元，占2013年底公司长期债务的137.00%，全部债务的62.43%，

本期债券的发行对公司现有债务的影响很大。

截至2013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29.30%、16.28%和9.57%，以该期数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至34.89%、24.00%和18.51%，公司债务负担将有一定程度加重，债务期限结构能够有一定程度改善。

2. 本期债券偿债能力分析

2011~2013年，公司EBITDA值分别为4.50亿元、2.42亿元和1.80亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.38倍、0.20倍和0.15倍，对本期债券的覆盖程度弱。

2011~2013年，公司经营活动的现金流入量均值为25.94亿元，2013年为26.69亿元，分别为本期债券本金的2.16倍和2.22倍，对本期债券本金的覆盖程度尚可；2013年公司经营活动现金流量净额为-6.06亿元，对本期债券本息不具备保护能力。

本期债券附本金提前偿还条款，在债券存续期第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2011~2013年EBITDA值分别为分期还款额度2.40亿元的1.88倍、1.01倍和0.75倍；公司2011~2013年经营活动的现金流入量均值及2013年值分别为分期还款额度的10.81倍和11.12倍，对各期还款本金的覆盖程度较高。

总体看，分期还款安排有效缓解了公司未来集中偿付压力，同时，未来随公司整体的盈利模式的不断完善，以及财政资金的划拨，EBITDA及经营活动现金流量有望增长，并相应提升本期债券的偿付安全性。

3. 本期债券偿债资金来源

除公司日常经营性收入及自有资金外，经开区管委会配备专项土地出让收益用于本期债券募投项目的资金平衡。

根据《昆明经济技术开发区管理委员会关于呈黄路（北段）道路工程暨鸿运大道道路工程项目资金平衡方案的通知》（昆经开[2013]212号），昆明经开区将关停矿山土地恢复治理开发项目（即“滇池面山治理项目”）整理收储土地中4,259亩可供出让的开发建设用地的出让收入扣除征地和拆迁补偿支出等前期支付费用剩余部分专项用于呈黄路（北段）道路工程和鸿运大道道路工程项目的资金平衡。纳入出让计划的土地将分年度列入土地储备和供应计划，自2014年至2018年分批落实土地指标，并根据开发整理进度进行招拍挂，于年底前完成出让；每年落实招拍挂开发建设用地亩数不低于1,000亩，直至全部出让完毕。

经开区管委会将在2014年至2018年相应年度内，每年通知经开区国土局出让划定范围内土地，通知区财政局将划定范围内土地出让收入纳入同期财政预算管理，专款专用于呈黄路（北段）道路工程和鸿运大道道路工程项目的资金平衡。

据测算，参照经开区洛羊街道办事处和阿拉街道办事处2009-2012年各类土地成交基准价格，经过系数修正，上述4,259亩土地扣除征地和拆迁补偿支出等前期支付费用后，剩余土地出让收入合计31.19亿元，将全额拨付给公司。该项资金可完全覆盖本期债券的本息偿付，是本期债券的重要偿债资金来源。

联合评级同时关注到，考虑到土地出让受土地市场供需影响较大，上述4,259亩土地的未来实际出让收益及出让时点仍然存在一定不确定性，其出让形成的实际现金回流与本期债券分期还款时点的匹配程度有待持续观察。

十、结论

昆明市及经开区经济总量持续增长，财政实力较强，地方一般预算收入快速增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。公司作为经开区投融资主体、建设主体、国有资产管理主体及企业盈利中心，受经开区管委会的支持力度大。公司未来投资规模大，面临持续的资金压力。

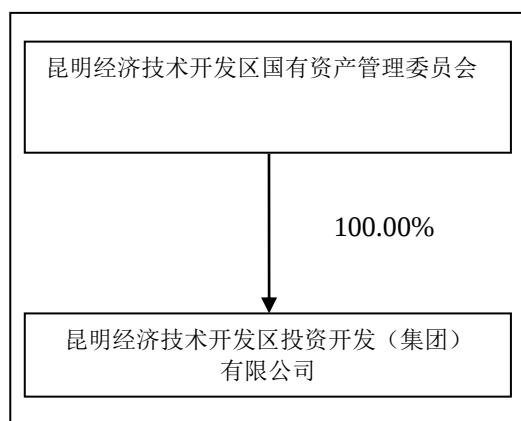
公司近年资产规模持续增长，但资产质量较差；债务负担较轻，财务弹性较好，盈利能力弱，整体偿债能力适宜。

本期债券采用分期等额偿还方式，有助于缓解公司未来集中偿付压力。经开区管委会与公司签订募投项目合作协议及其为资金来源安排的专项土地出让收益有助更好落实偿债资金来源。

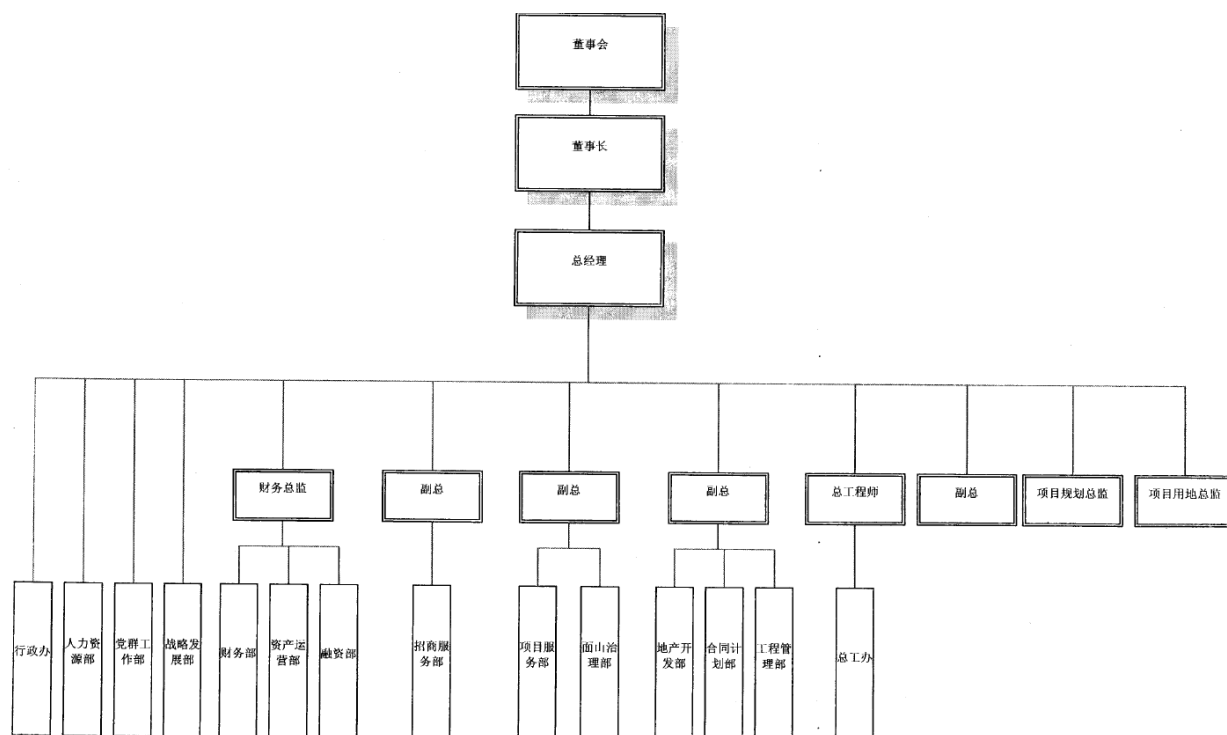
未来随着昆明经济技术开发区财政实力的不断增强，其对公司的支持力度有望持续增强；公司土地一级开发储备较为充足，未来资产及收入规模有望持续增长并形成稳定的经营性收益，盈利水平有望提升，进而增强本期债券本息的偿付安全性。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司股权结构图



附件 1-2 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司组织结构图



附件 1-3 截至 2013 年底昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司 合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	法定代表人	注册资本 (万元)	经营范围	合计持股比 例 (%)	合计享有的 表决权比例 (%)
昆明神犁设备制造 有限责任公司	云南省昆明市东郊 广卫村	田兵	5,998.00	拖拉机、机电生产	100	100
昆明创新园科技发 展有限公司	昆明经济技术开发 区经开路 3 号	施杰	8,000.00	置业、科技发展、招商 引资	100	100
昆明经济技术开发 区企业融资服务有 限公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	施杰	1,000.00	区内融资中介服务	100	100
昆明腾邦置业有限 公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	王路生	65,909.72	公司工业用地项目开发	6.21	100
云南景天环境绿化 工程有限公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	刘超	4,000.00	区内环境绿化工程	100	100
昆明同富房地产开 发有限公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	王路生	2,000.00	区内城中村改造主体	51	51
昆明经百实业有限 公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	王路生	18,000.00	经开区统规统建房建设	51	51
昆明经济技术开发 区嘉铭产业投资开 发有限公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号管委会 辅楼 211 号	王路生	50,000.00	经开区面山治理项目主 体	51	51
昆明大观山投资开 发有限责任公司	昆明经济技术开发 区经开路 1 号	王路生	1,000.00	负责大观山环境整治项 目	51	51
昆明经济技术开发 区兴融小额贷款有 限公司	信息产业基地春漫 大道	杨家荣	15,000.00	小额贷款	100	100

资料来源：公司审计报告

注：公司对昆明腾邦置业有限公司董事会成员的任免享有 100%表决权，具有主导昆明腾邦置业有限公司财务和经营决策的权力，故将其纳入合并范围。

附件 2-1 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司
2011 年~2013 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	99,333.80	46,826.39	66,709.83	-18.05
结算备付金				
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	6,857.49	10,782.29	11,618.31	30.16
预付款项	9,102.24	18,684.60	19,096.25	44.84
应收股利				
应收利息			177.87	--
其他应收款	172,409.28	373,878.49	350,282.16	42.54
存货	37,761.57	73,661.46	126,200.69	82.81
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	5,009.55	1,263.58	2.13	-97.94
流动资产合计	330,473.92	525,096.80	574,087.23	31.80
非流动资产：				
发放贷款及垫款		13,500.00	16,660.00	--
可供出售金融资产			760.00	--
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	29,506.15	25,335.05	26,196.14	-5.78
投资性房地产	52,548.27	56,752.57	55,620.87	2.88
固定资产	4,946.92	4,857.78	5,853.99	8.78
在建工程	460,772.47	494,508.46	555,579.56	9.81
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	6,035.31	8,660.21	7,978.64	14.98
开发支出				
商誉	-2,071.30	-2,071.30		-100.00
长期待摊费用	50.21	295.37	456.22	201.43
递延所得税资产				
其他非流动资产	155,297.05	155,297.05	155,297.05	--
非流动资产合计	707,085.08	757,135.18	824,402.47	7.98
资产总计	1,037,559.00	1,282,231.99	1,398,489.70	16.10

附件2-2 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司

2011 年~2013 年合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	12,090.00	35,090.00	59,590.00	122.01
吸收存款及同业存放				
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	7,081.73	8,422.93	5,854.69	-9.08
预收款项	987.27	11,620.32	31,528.53	465.11
应付职工薪酬	326.41	207.87	695.69	45.99
应交税费	4,582.57	5,801.02	5,474.98	9.30
应付利息	12.81	49.15	3.08	-50.94
应付股利	35.34	35.34	35.34	--
其他应付款	132,240.86	115,026.36	131,943.13	-0.11
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	2.65			-100.00
流动负债合计	157,359.63	176,252.97	235,125.45	22.24
非流动负债：				
长期借款	66,050.00	66,230.00	84,900.00	13.38
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	34,470.59	62,375.96	83,199.84	55.36
预计负债				
递延所得税负债	5,611.20	6,662.27	6,541.64	7.97
其他非流动负债				
非流动负债合计	106,131.78	135,268.23	174,641.48	28.28
负债合计	263,491.41	311,521.20	409,766.93	24.71
所有者权益：				
实收资本(或股本)	152,114.59	269,114.59	269,114.59	33.01
资本公积	539,414.67	538,903.69	539,969.41	0.05
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	5,209.04	6,840.74	7,781.07	22.22
一般风险准备			833.00	--
未分配利润	57,983.98	76,539.04	90,001.89	24.59
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	754,722.29	891,398.06	907,699.96	9.67
少数股东权益	19,345.30	79,312.72	81,022.80	104.65
所有者权益合计	774,067.59	970,710.79	988,722.76	13.02
负债和所有者权益总计	1,037,559.00	1,282,231.99	1,398,489.70	16.10

附件 3 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	66,538.87	29,713.95	34,395.63	-28.10
减：营业成本	45,654.63	20,349.78	20,403.00	-33.15
利息支出				
手续费及佣金支出				
营业税金及附加	3,097.90	504.74	2,294.80	-13.93
销售费用	262.39	306.40	357.64	16.75
管理费用	4,380.71	5,582.72	6,245.60	19.40
财务费用	-383.62	990.65	2,333.42	
资产减值损失		64.46	-21.58	
加：公允价值变动收益	22,293.31	4,204.30	-482.53	
投资收益	2,280.17	3,049.11	144.32	-74.84
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	38,100.34	9,168.62	2,444.55	-74.67
加：营业外收入	6,066.55	12,140.66	13,295.21	48.04
减：营业外支出	440.13	5.10	533.86	10.13
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	43,726.75	21,304.18	15,205.90	-41.03
减：所得税费用	9,224.38	1,858.72	2,221.33	-50.93
四、净利润	34,502.38	19,445.45	12,984.57	-38.65
其中：归属于母公司的净利润	34,549.87	19,541.11	11,274.50	-42.88
少数股东损益	-47.49	-95.65	1,710.07	

附件 4 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	44,038.73	33,020.72	49,481.01	6.00
客户存款和同业存放款项净增加额				
处置交易性金融资产净增加额				
收取利息、手续费及佣金收到的现金				
收到的税费返还	233.37	277.50	514.53	48.49
收到其他与经营活动有关的现金	270,169.91	177,021.93	216,863.05	-10.41
经营活动现金流入小计	314,442.00	210,320.15	266,858.59	-7.88
购买商品、接受劳务支付的现金	35,981.33	47,721.66	102,739.96	68.98
客户贷款及垫款净增加额			68,883.00	
存放中央银行和同业款项净增加额				
支付利息、手续费及佣金的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	3,258.32	3,606.37	3,952.41	10.14
支付的各项税费	4,011.75	2,989.85	8,182.66	42.82
支付其他与经营活动有关的现金	213,209.09	380,320.28	143,719.91	-17.90
经营活动现金流出小计	256,460.49	434,638.16	327,477.95	13.00
经营活动产生的现金流量净额	57,981.52	-224,318.02	-60,619.36	
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	960.00	69,314.00	53,680.10	647.78
取得投资收益收到的现金	2,247.43	2,882.11	48.20	-85.36
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	283.56	149.79	492.82	31.83
处置子公司及其他单位收到的现金净额				#DIV/0!
收到其他与投资活动有关的现金	58,932.17	65,145.80	55,586.43	-2.88
投资活动现金流入小计	62,423.17	137,491.70	109,807.55	32.63
购建固定资产、无形资产等支付的现金	11,605.16	4,909.77	6,417.15	-25.64
投资支付的现金	10,110.77	67,972.92	45,198.10	111.43
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	46,547.42	77,143.55	31,857.46	-17.27
投资活动现金流出小计	68,263.35	150,026.24	83,472.71	10.58
投资活动产生的现金流量净额	-5,840.19	-12,534.54	26,334.84	
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	28,720.00	163,814.00		-100.00
取得借款收到的现金	21,000.00	72,080.00	118,520.00	137.57
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	51,114.00		1,406.60	-83.41
筹资活动现金流入小计	100,834.00	235,894.00	119,926.60	9.06
偿还债务支付的现金	92,300.00	49,093.52	62,850.00	-17.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	76.43	2,360.03	1,977.91	408.70
支付其他与筹资活动有关的现金	22,332.72	364.79	865.11	-80.32
筹资活动现金流出小计	114,709.15	51,818.34	65,693.02	-24.32
筹资活动产生的现金流量净额	-13,875.15	184,075.66	54,233.58	
四、汇率变动对现金的影响	-0.52		-65.62	1,027.16
五、现金及现金等价物净增加额	38,265.66	-52,776.89	19,883.44	-27.92
加：期初现金及现金等价物余额	61,068.13	99,603.28	46,826.39	-12.43
六、期末现金及现金等价物余额	99,333.80	46,826.39	66,709.83	-18.05

附件 5 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	34,502.38	19,445.45	12,984.57	-38.65
加：资产减值准备		64.46	-21.58	
固定资产折旧及其他	1,156.72	892.15	442.51	-38.15
无形资产摊销	135.00	20.67	153.53	6.64
长期待摊费用摊销	17.78	79.60	263.17	284.75
待摊费用减少（减：增加）				
预提费用增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产等损失			4.28	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-22,293.31	-4,204.30	482.53	
财务费用	4.92	1,860.03	1,977.91	1,905.03
投资损失	-2,280.17	-3,049.11	-144.32	-74.84
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加	5,573.33	1,051.08	-120.63	
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少	-1,735.83	-35,899.89	-52,539.23	450.16
经营性应收项目的减少	-3,211.08	-171,984.56	22,170.79	
经营性应付项目的增加	46,111.79	-32,593.58	-46,272.89	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	57,981.52	-224,318.02	-60,619.36	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	99,333.80	46,826.39	66,709.83	-18.05
减：现金的期初余额	61,068.13	99,603.28	46,826.39	-12.43
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	38,265.66	-52,776.89	19,883.44	-27.92

附件 6 昆明经济技术开发区投资开发（集团）有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	12.05	3.37	3.07
存货周转次数（次）	1.24	0.37	0.20
总资产周转次数（次）	0.07	0.03	0.03
现金收入比率（%）	66.18	111.13	143.86
盈利能力			
总资本收益率（%）	5.35	2.52	2.15
总资产报酬率（%）	4.43	2.09	1.80
净资产收益率（%）	5.15	2.23	1.33
主营业务毛利率（%）	31.39	31.51	40.68
营业利润率（%）	26.73	29.82	34.01
费用收入比（%）	6.40	23.15	25.98
财务构成			
资产负债率（%）	25.40	24.30	29.30
全部债务资本化比率（%）	9.17	9.45	16.28
长期债务资本化比率（%）	7.86	6.39	9.57
偿债能力			
EBITDA 利息倍数（倍）	6.30	5.01	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.58	0.24	0.09
经营现金债务保护倍数（倍）	0.74	-2.21	-0.32
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.67	-2.34	-0.18
流动比率（倍）	2.10	2.98	2.44
速动比率（倍）	1.86	2.56	1.90
现金短期债务比（倍）	8.22	1.33	0.76
经营现金流动负债比率（%）	36.85	-127.27	-25.78
经营现金利息偿还能力（倍）	8.11	-46.52	-5.42
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	10597.83	-127.34	-17.33
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.38	0.20	0.15

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。