

跟踪评级公告

联合〔2019〕1162号

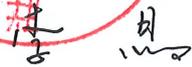
云南城投置业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

云南城投置业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

云南城投置业股份有限公司发行的“18 滇城 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：  

二〇一九年六月十八日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

云南城投置业股份有限公司

公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券期限(年)	债券余额(亿元)	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 滇城 01	3 (1+1+1)	21.80	AAA	AAA	2018/8/1

担保方：云南省城市建设投资集团有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益 (亿元)	69.15	88.14	90.20	85.83
长期债务 (亿元)	278.59	294.91	315.56	290.36
全部债务 (亿元)	418.99	503.53	565.81	576.92
营业收入 (亿元)	97.70	143.91	95.43	8.70
净利润 (亿元)	2.70	4.22	4.55	-4.18
EBITDA (亿元)	13.96	25.82	26.42	--
经营性净现金流 (亿元)	-19.35	36.68	-22.43	-7.62
营业利润率 (%)	13.49	21.85	22.95	35.38
净资产收益率 (%)	4.32	5.37	5.10	--
资产负债率 (%)	89.22	88.82	89.37	89.94
全部债务资本化比率 (%)	85.83	85.10	86.25	87.05
流动比率 (倍)	1.85	1.44	1.32	1.23
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.05	0.05	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.35	0.60	0.53	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.64	1.18	1.21	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	2,038.90	2,623.83	2,956.50
所有者权益 (亿元)	436.72	593.52	692.26
营业收入 (亿元)	202.55	365.73	402.05
净利润 (亿元)	10.15	20.15	26.10
资产负债率 (%)	78.58	77.38	76.59

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2016-2019 年 3 月公司短期债务中包含其他应付款中的有息借款；4、本报告将担保方 2016-2018 年其他应付款中的非金融机构借款计入短期债务核算。5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

云南城投置业股份有限公司(以下简称“公司”或“云南城投”)作为国有上市房地产开发企业,具有较为丰富的房地产开发经验,土地储备、项目品质和股东实力等方面仍具有一定优势。同时,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到公司房地产项目区域集中度仍较高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大的资金支出压力、债务负担仍较重且存在一定的集中兑付压力、盈利能力较为一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司发行的“18 滇城 01”债券担保方云南省城市建设投资集团有限公司(以下简称“集团”或“云南城投集团”)作为云南省城市运营开发(包括土地一级开发、房地产开发和城市服务性项目的投资和建设)的重要实体以及公用事业的主要载体,在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势,其所提供的担保对“18 滇城 01”的信用状况有显著的积极影响。

综上,联合评级维持公司主体信用等级“AA”,评级展望维持“稳定”。同时联合评级维持“18 滇城 01”的信用等级“AAA”。

优势

1. 公司为云南省国资委下属的国有控股房地产开发上市公司,经营规模较大,具有较为丰富的房地产开发经验,在云南地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。

2. 公司土地储备规模仍较大,可满足未来一段时间房产项目开发需求。

3. 公司控股股东云南城投集团资金实力较强,公司为其房地产板块重要子公司,能够在融资及项目获取上为公司提供大力支持,其所提供的担保对“18 滇城 01”的信用状况有显著的提升作用。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在不确定性；公司主要项目集中在云南省，存在一定的区域集中风险，且在售项目中商业占比和竣工项目占比较大，去化速度较慢，2019 年一季度销售面积大幅下降。

2. 截至 2019 年 3 月底，公司房地产开项目建规模较大，在建及拟建项目尚需较大规模的投资，公司面临较大的资金支出压力。

3. 公司债务规模增长较快，债务负担重，存在一定集中兑付压力；2018 年末现金类资产大幅减少，流动性风险加大，对外部融资依赖性

强。

4. 公司资产受限比例高，资产流动性弱；公司对外担保比重较大，若未来被担保企业经营不善，公司将面临或有负债风险。

5. 2018 年，公司费用收入比有所增长，对盈利侵蚀严重；盈利对非经常损益依赖程度较大，公司盈利能力较为一般。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



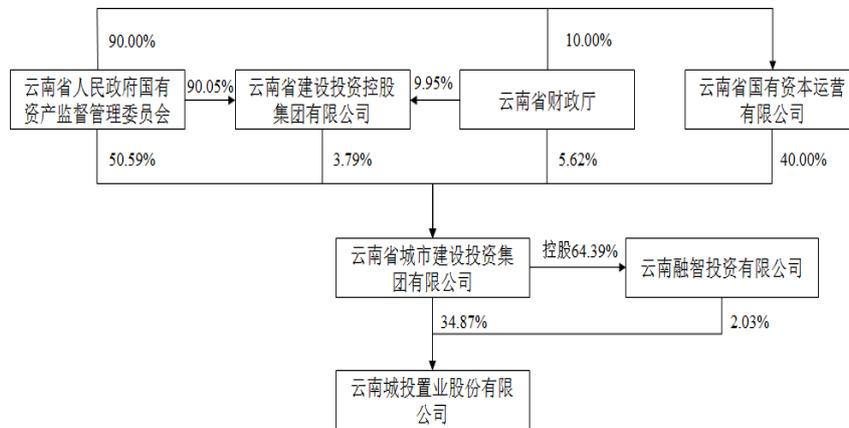
宋 洪 洪
联合信用评级有限公司

一、主体概况

云南城投置业股份有限公司（以下简称“公司”或“云南城投”）前身为云南光明股份有限公司，于 1992 年 12 月以定向募集方式成立。1997 年 4 月 21 日，公司在云南省工商行政管理局办理了重新注册登记，登记名称为云南光明（啤酒）股份有限公司。1998 年 10 月 23 日，公司变更名称为云南红河光明股份有限公司。2007 年 10 月 24 日，公司变更名称为云南城投置业股份有限公司；公司在上海证券交易所上市，股票简称为“云南城投”，股票代码为 600239.SH。

经历多次增资、转增股本等变更后，截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 160,568.69 万股，其中云南城投集团持股比例为 34.87%，云南城投集团下属子公司云南融智资本管理有限公司持股比例为 2.03%，二者合计持股比例为 36.90%，云南城投集团为公司第一大控股股东。云南省国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）为公司实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年 10 月，云南城投集团决定以部分要约收购的方式，以 5.20 元/股的要约收购价格，增持公司 5% 的股份，即 80,284,346 股。在 2019 年 2 月 19 日至 2019 年 4 月 19 日要约收购期间，最终有 1,845 个账户、共计 217,172,074 股股份接受收购人发出的要约，预受要约股份的数量超过 80,284,346 股，云南城投集团将按照同等比例收购预受要约的股份。根据公司 2019 年 5 月 6 日发布的《云南城投置业股份有限公司 关于公司控股股东要约收购公司股份完成交割的公告》，要约收购结果已确认，云南城投集团要约收购公司股份已完成交割，云南城投集团及其控股子公司融智资本合计对公司的持股比例将从 36.90% 增加至 41.90%。

公司经营范围：房地产开发与经营；商品房销售；房屋租赁；基础设施建设投资；土地开发；项目投资与管理。截至 2019 年 3 月底，公司本部下设 16 个职能部门（见附件 1）。截至 2019 年 3 月底，纳入合并财务报表范围的子公司 90 家；公司在职员工共计 4,087 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 848.68 亿元，负债合计 758.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 90.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 95.43 亿元，净利润（含少数股东损益）4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.91 亿元；经营活动现金流量净额为-22.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 852.99 亿元，负债总额 767.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 85.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.72 亿元。2019 年 1~3 月，公司

实现营业收入 8.70 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -3.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.30 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市民航路 869 号融城金阶 A 座；法定代表人：杨涛。

二、债券概况

公司于 2018 年 10 月 24 日发行公司债券“云南城投置业股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，证券简称“18 滇城 01”，证券代码“143880.SH”，发行总额为人民币 21.80 亿元，债券期限 3 年，发行票面利率为 8.10%，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，公司将于债券存续期内第 1 个及第 2 个计息年度付息日前的第 15 个交易日发布关于是否调整债券票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告。若公司未行使票面利率调整选择权，则债券后续期票面利率仍维持原有票面利率不变。“18 滇城 01”由云南城投集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2019 年 4 月底，“18 滇城 01”募集资金用途与募集说明书的相关承诺保持一致，募集资金已经使用完毕，“18 滇城 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产

销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从 2016 年 10 月开始密集出台调控政策，并在 2017 年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017 年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017 年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018 年 3 月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2019 年 3 月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地

方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

(1) 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

(2) 房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

(3) 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5. 云南省房地产概况

公司经营区域主要在云南省，云南省房地产市场发展对公司经营影响较大。2018年，云南省房地产开发投资及新开工面积双双增长，其中房地产开发投资同比增长16.50%，新开工面积达到4,738.3万平方米，同比增长17.9%。2018年，云南省商品房销售面积同比增长4.7%，受销售均价持续上涨，商品房销售额同比增长33.0%，销售额的增长大于销售量的增长。

2018年，云南房地产开发投资3,247.23亿元，同比增长16.50%；购置土地面积同比减少30.5%，房屋施工面积同比增长3.4%，商品房新开工面积同比增长17.9%，商品房销售面积同比增长4.70%，销售额同比增长33.0%。

区域政策方面，2018年3月，昆明市政府发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，加强昆明市五华区、盘龙区、官渡区、西山区、呈贡区、高新技术产业开发区、经济技术开发区、滇池旅游度假区房地产市场调控力度，对部分区域客户购买的新建商品住宅需取得不动产权属证书满三年方可上市交易。该政策是针对昆明房地产市场的限售扩围，其目的是打击投机性购房，

对于抑制过热、维持价格和市场稳定，也有促进作用。2018年7月，昆明市人民政府办公厅印发《关于进一步稳定商品住房市场有关问题的通知》，该文件主要包括暂停向在昆明有房的外省人销售、对商品住房销售价格（含装修价格）进行管理。2017年以来，昆明市出台一系列限售、限价、信贷和公积金等方面政策，有助于防备各类短期炒房的现象，保障昆明楼市的平稳发展。

总体看，2018年，云南省房地产市场平稳发展，最新的限售政策对抑制市场投机性需求有一定促进作用。

四、管理分析

2018年，公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

2019年5月25日，公司发布了《关于公司董事长事项的公告》和《关于更换公司董事及董事长事项的公告》称，2019年5月24日，根据中共云南省纪律检查委员会、云南省监察委员会网站消息，公司董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。公司控股股东云南城投集团提议公司更换董事及董事长人选，公司根据控股股东的提议，严格按照相关监管规则，立即启动更换公司董事及董事长的决策流程。根据《公司章程》的规定，经公司过半数董事推荐，由公司董事兼总经理杜胜暂时代为履行董事长职责，至新任董事长产生为止。2019年6月12日，公司召开董事会，通过了《关于选举公司董事长的议案》，选举杨涛担任公司第八届董事会董事长。根据《公司章程》规定，董事长为公司法定代表人，公司法定代表人变更为杨涛，2019年6月17日，公司完成工商变更。

杨涛，1975年9月出生，汉族，中共党员，高级工程师，北京大学光华学院工商管理学硕士。曾任云南建工集团副总经理，中共西双版纳州委常委、州委秘书长、州委统战部部长，云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“集团”或“云南城投集团”）党委书记、副董事长；现任云南城投集团党委副书记、副董事长、总裁，云南水务投资股份有限公司非执行董事、董事会主席，云南城投置业股份有限公司董事。

总体看，公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作较好。

五、经营分析

1. 经营概况

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

2018年，公司营业收入大幅下降33.69%至95.43亿元，净利润为4.55亿元，受毛利率提高和非经常损益增加影响小幅增长。从营业收入结构看，房地产业务是公司的核心业务。2018年，公司房地产开发业务收入（包括住宅、其他房地产业态）大幅下降至75.15亿元，主要系公司放缓项目施工进度，当期竣工项目有所减少；房地产开发业务收入占主营业务收入的84.31%，从细分情况看，2018年住宅收入为28.49亿元，同比减少62.14%，主要系前期住宅销售规模下降，未结转项目中住宅占比下降所致，其他房地产业态收入小幅下降；公司商品房租赁业务主要为商场出租业务，2018年为8.15亿元，同比增长105.39%，主要系当期临平银泰城开业以及台州、淄博和宁波银泰城纳入合并范围所致；酒店收入大幅增长至3.35亿元，主要系海口万豪酒店纳入合并范围所致；物业服务收入保持增长，主要系公司物业管理面积增加所致，但收入占比较小。

表 1 2016~2018 年公司营业收入构成 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	79.10	80.96	18.24	75.24	52.28	23.24	28.49	29.85	23.94
其他房地产业态	14.51	14.86	--	49.37	34.30	36.78	46.66	48.90	34.91
商品房租赁	0.39	0.40	78.05	3.97	2.76	56.79	8.15	8.54	66.79
酒店收入	0.10	0.10	-13.84	1.68	1.17	82.64	3.35	3.51	83.22
物业服务	0.87	0.89	3.09	2.42	1.68	11.48	2.49	2.61	18.91
一级土地开发	--	--	--	8.21	5.70	39.51	--	--	--
其他业务	2.73	2.79	59.30	3.03	2.11	82.12	6.30	6.60	21.74
合计	97.70	100.00	22.50	143.91	100.00	31.47	95.43	100.00	34.77

资料来源: 公司提供

注: 部分数据合计数与各项相加结果不一致, 系四舍五入所致。

从毛利率情况看, 2018 年, 公司住宅销售的毛利率为 23.94%, 较上年增长逐年增长 0.70 个百分点, 主要系结转的收入中包含了较多并购的毛利率较高的二线城市物业所致; 商品房租赁业务毛利率增长 10 个百分点, 主要系商业成熟度不断加强, 租金收入增加摊薄成本所致; 酒店业务毛利率为 83.22%, 小幅提高, 主要系随着杭州喜来登、成都华尔道夫等知名品牌酒店运营持续稳定所致; 物业服务毛利率为 18.91%, 同比提高 7.43 个百分点, 主要系临平和西溪银泰城, 商场综合服务费占比增加。

2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 8.70 亿元, 同比减少 62.69%, 主要系结转面积大幅下降致使房地产开发收入减少所致; 实现净利润-4.18 亿元, 上年同期为-0.55 亿元, 亏损额度大幅增加, 主要系收入减少但期间费用仍较高所致。公司综合毛利率为 40.71%, 较上年同期减少 2.78 个百分点, 但仍处于较高水平, 主要系房地产收入大幅下降, 而毛利率较高的酒店、商品房租赁业务收入占比提高所致。

总体看, 2018 年以来, 受公司开发的房地产项目竣工面积降低, 公司收入规模大幅减少, 房地产业务仍为公司的主要收入来源, 但业态占比变化较大, 住宅收入占比大幅下降, 公寓、商业等其他业态收入占比大幅增加; 2018 年, 受住宅业务收入占比下降影响, 综合毛利率小幅增长, 2019 年一季度综合毛利率同比小幅下降。

2. 房地产开发

(1) 土地储备情况

2018 年, 公司所获取的土地主要为住宅及商业用地, 共获取土地 35.24 万平方米, 规划建筑面积 83.49 万平方米, 拿地均价为 5,689.56 元/平方米, 较上年有所小幅下降。2019 年 1~3 月, 公司共获取土地 136.63 万平方米, 规划建筑面积 250.16 万平方米, 拿地均价为 668.23 元/平方米, 拿地均价较低, 主要系公司新获取的古滇未来城项目处于昆明市普宁路, 且非全部为住宅用地, 拿地成本较低拉低了 2019 年一季度拿地均价。

表 2 2016~2019 年 3 月公司通过招拍挂方式获取土地情况 (单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

取得时间	拿地项目	占地面积	拿地总价	规划建筑面积	拿地均价	所处区域	土地使用性质
2016.04	关坡项目 (二期)	5.28	3.42	30.29	6,477.27	昆明市官渡区关坡村片区	住宅

2016.07	融城优郡二期	2.44	3.71	11.73	15,204.92	昆明市金碧街道	城镇住宅兼容批发零售、住宅餐饮
2016.12	昆明湖（二期）	8.25	7.13	30.30	8,642.42	昆明市盘龙区	城镇住宅，公共管理与公共服务用地，批发零售、住宿餐饮、商务金融
2016.12	海东方	18.55	1.85	33.39	997.30	大理海东新城中心片	商服
小计	--	34.52	16.11	105.71	4,666.86	--	--
2017.11	海东方	15.30	1.53	26.84	1,000.00	大理白族自治州	商服用地、住宅
2017.11	融城昆明湖（二期）	3.14	4.49	22.31	14,299.36	昆明	批发零售、住宿餐饮、商务金融
2017.12	满江项目	15.21	13.69	57.86	9,000.66	大理白族自治州	住宅用地、商业
小计	--	33.65	19.71	107.01	5,857.36	--	--
2018.05	冕宁康旅项目	6.17	1.99	42.93	3,225.28	凉山彝族自治州	商业住宅
2018.06	冕宁康旅项目	6.10	1.79		2,934.43	凉山彝族自治州	商业住宅
2018.07	萧山城南银泰城	5.54	6.48	14.41	11,696.75	杭州	商住用地
2018.08	华阳花园	8.58	8.93	12.87	10,407.93	东莞	住宅、商服
2018.11	江心岛	8.85	0.86	13.28	971.75	西双版纳	住宅
小计	--	35.24	20.05	83.49	5,689.56	--	--
2019.01	江心岛	47.88	5.13	46.74	1,071.43	西双版纳	商业
2019.02	古滇未来城	88.75	4.00	203.42	450.70	昆明市普宁區	城镇住宅用地、商务金融用地、批发零售用地，住宿餐饮用地、医卫慈善用地、科教
小计	--	136.63	9.13	250.16	668.23	--	--
合计		240.04	65.00	546.37	2,707.88	--	--

资料来源：公司提供

注：不包括并购和一二级联动项目，拿地均价=拿地总价/占地面积

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备占地面积为 446.42 万平方米，已规划项目的规划建筑面积合计为 670.52 万平方米，区域主要集中在云南地区，部分分布在甘肃和陕西等地区。公司整体土地储备面积较大，按照公司现在的开发节奏看，土地储备能够满足公司未来较长一段时间的开发需要。

表 3 截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%）

地块名称	城市	取得时间	拿地成本	占地面积	规划建筑面积	土地使用性质	权益占比
小哨地块	昆明	2007.11	0.57	10.97	--	住宅	100.00
白鱼口	昆明	2007.09	0.39	5.65	--	商业	52.63
山海荟（二期，A8/A10 地块）	昆明	2013~2014	1.67	4.49	25.51	商务金融、住宅餐饮、批发零售、科教	100.00
天堂岛	昆明	2015	18.25	40.56	42.52	商务金融、住宅餐饮、批发零售	100.00
东方首座（西楼）	昆明	2015	6.15	0.36	--	商业住宅	51.00
昆明湖（二期中 11、上 10-2 地块）	昆明	2017	5.26	4.49	25.51	商务金融、城镇住宅、公共设施	100.00
古滇未来城	昆明	未取得土地证	4.01	88.75	203.42	城镇住宅，批发零售，住宿餐饮，商务金融	70.00
楠璟新城（二期）	景洪	2014	1.74	36.18	27.01	城镇住宅、商服	65.00
江心岛（住宅）	西双版纳	2018.11	0.86	56.73	60.02	住宅	51.00

江心岛（商业）		2019.01	5.13			商业	100.00
雨林澜山（三期B）	景洪	2019.03	0.83	30.31	73.22	城镇住宅、其它商服	95.24
海东方（除一期、二期三期、悦榕庄酒店）	大理	2016~2017	4.48	60.73	76.99	其他普通商品住房、商品	95.24
秦岭皇冠健康小镇	安康市	2016.03	0.96	52.67	45.44	城镇住宅、商服	51.00
成都梦享青城（除临河商业、售楼部、公寓）	成都	2016.08	5.37	24.17	19.27	住宅、商业	100.00
冕宁康旅（2018-2号宗地、2017-3号宗地）	凉山彝族自治州	2018.05	3.63	12.27	42.93	商业住宅	100.00
萧山城南银泰城	萧山	2018.07	6.48	5.54	14.41	商住	67.00
华阳花园	东莞	2018.09	8.93	8.58	12.87	城镇住宅、商服	100.00
天利别墅	海口	2018	0.61	4.00	1.40	商业	70.00
合计	--	--	75.32	446.42	670.52	--	--

资料来源：公司提供

注：东方首座（西楼）、楠璟新城（二、三期）、秦岭皇冠健康小镇和天利别墅为收并购获取外，其他项目主要为招拍挂获得。

总体看，公司土地获取价格较为合理；公司土地储备主要集中在云南地区，有一定区域集中风险；土地储备规模较大，可满足公司未来项目开发需要。

（2）项目开发情况

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

公司项目开发体量较大，近几年，公司开发了关坡二期、融城金阶、融城优郡、融城昆明湖、融城东海、雨林澜山、艺术家园等多个项目。2018年新开工面积为25.99万平方米，较上年小幅增长，但规模仍较小；2018年以来，受新开工面积规模较小影响，竣工面积有所减少。2019年1~3月，公司新开工面积为9.40万平方米，竣工面积为6.03万平方米，新开工面积和竣工面积规模均较小，按照公司规划，2019年下半年竣工面积或将大幅增加；期末在建面积为235.82万平方米。2016~2019年1~3月，公司房地产经营中新开工面积、竣工面积、期末在建面积如下表所示。

表4 2016~2019年3月公司房地产经营情况（单位：万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
当期新开工面积	192.59	17.35	25.99	9.40
当期竣工面积	281.67	157.99	105.48	6.03
期末在建面积	288.92	232.24	232.44	235.82

资料来源：公司提供

注：由于公司新收购了银泰系列项目，故表中所列示的“竣工面积、期末在建面积”两项数据系直接汇总银泰项目数据后的结果，公司未对以前年度相关数据进行调整，故上表中不满足“上期期末在建项目面积+本期新开工项目面积-本期竣工项目面积=本期期末在建项目面积”的等式关系。

从项目开发资金情况来看，如下表所示，截至2019年3月底，公司在建项目合计15个，主要分布于云南、杭州等地区，经营业态包括住宅、商业等；公司在建项目预计总投资金额632.99亿元，尚需资金投入290.51亿元。随着新项目的陆续开发，公司需投入资金规模较大，面临一定的资金支出压力。

表5 截至2019年3月底公司在建项目投资情况(单位:亿元、%)

序号	项目名称	城市	项目类别	预计总投资额	截至2019年3月底已投资额	未来尚需投资额	权益占比
1	融城昆明湖一期	昆明	住宅/办公/科教/商业	137.70	96.08	41.62	100.00
2	融城昆明湖二期	昆明	住宅/办公/科教/商业	77.04	29.36	47.68	100.00
3	山海荟(二期)	昆明	住宅	36.22	12.37	23.85	100.00
4	雨林澜山(三期)	景洪	住宅	38.16	4.53	33.63	95.24
5	楠景新城(一期)	景洪	住宅	12.07	6.14	5.93	65.00
6	海东方(悦榕庄)	大理	商业	8.60	3.25	5.35	100.00
7	海东方(3期)	大理	住宅	3.20	0.66	2.54	95.24
8	北京房山时光汇	北京	商业	62.68	47.65	15.03	90.00
9	成都梦享青城(临河商业、售楼部、公寓)	成都	住宅、商业	58.45	14.17	44.28	100.00
10	杭州临平银泰城	杭州	商业	57.49	41.00	16.49	70.00
11	哈尔滨银泰城(E13)	哈尔滨	住宅、商业	31.58	23.89	7.69	70.00
12	黄河春城(上徐)	兰州	商业、住宅	25.19	12.17	13.02	60.00
13	萧山银泰城(一期)	萧山	住宅、商业	14.00	7.73	6.27	67.00
14	春城十八里(二期)	西安	住宅	11.01	4.12	6.89	100.00
15	海口龙腾湾	海口	住宅、商业	59.60	39.36	20.24	70.00
合计				632.99	342.48	290.51	--

资料来源:公司提供

注:公司拟将转让雨林澜山(三期)项目,若转让完成该项目将不再投资。

截至2019年3月底,公司拟建项目合计7个,主要分布于云南地区,经营业态包括住宅、办公、商业等;除东方首座和天利总部别墅项目总投资金额无法确定外,其他已确定预计投资总额的拟建项目预计总投资金额441.28亿元,未来尚需投资规模较大。其中,古滇未来城为公司2019年一季度通过二级市场招拍挂新获取项目,由于土地款尚未完全支付,公司尚未获取土地证;项目占地面积和总投资规模较大,业态为住宅和商业相结合,具体规划尚未确定;由于该项目位于昆明市晋宁区晋城镇,距离昆明核心城区较远,且体量较大,非纯住宅项目,若后期去化缓慢将对公司经营业绩影响较大。

表6 截至2019年3月底公司拟建项目投资情况(单位:万平方米、亿元、%)

序号	项目名称	城市	项目类别	占地面积	规划建筑面积	预计总投资额	权益占比
1	东方首座(西楼)	昆明	写字楼/酒店公寓	0.36	--	11.89	51.00
2	古滇未来城	昆明	住宅/商业	88.75	203.42	237.93	70.00
3	楠景新城项目(二期)	景洪	住宅/商业	42.85	27.01	27.13	100.00
4	海东方(除一、二期、三期、悦榕庄)	大理	住宅/商业	60.73	76.99	83.54	100.00
5	秦岭皇冠健康小镇(除青林云海)	安康	住宅/商业	52.67	45.44	46.15	51.00
6	华阳花园	东莞	住宅/商业	8.58	12.87	26.55	100.00
7	天利总部别墅项目	海口	商务金融	4.00	1.40	8.09	70.00
合计				257.94	367.13	441.28	--

资料来源:公司提供

总体看，公司开发项目主要集中于云南、杭州等地区，包括了住宅、办公、商业等多种业态；公司房地产开发业务规模波动较大，在建和拟建项目未来尚需投资金额较大，公司资金支出压力较大。

(3) 项目销售情况

截至 2019 年 3 月底，公司共有 26 个项目达预售状态。2018 年，公司协议销售面积和销售均价均小幅增长，主要系销售区域更多分布于杭州、成都和宁波等二线城市所致；受销售均价和销售面积增加影响，公司销售回款上涨至 66.22 亿元。从公司销售回款率看，2018 年销售回款率为 80.00%，销售回款率有所下降，一方面系房地产调控政策趋严，限签等政策影响，另一方面公司 2018 年销售项目中商业占比较大，部分总价较高商业贷款难度较大，回款速度较慢所致。2018 年，公司结转面积为 55.67 万平方米，较上年大幅减少 47.39%，主要系 2018 年银泰项目和公司其他项目剩余竣工交房项目减少致使结算面积大幅下降，2018 年，银泰项目结算面积为 22.96 万平方米；公司结转均价较上年增长 947 元/平方米，主要系结转的银泰项目销售均价较高所致；受结转面积大幅下降影响，结算收入大幅减少。

2019 年 1~3 月，公司协议销售面积和协议销售金额分别为 3.17 万平方米和 5.66 亿元，同比分别减少 82%和 73%，主要系可售项目中住宅业态大幅减少所致；协议销售均价 17,868 元/平方米，销售均价大幅增长主要系销售的项目中住宅以高端住宅为主，且商业集中在一二线城市所致；结转面积和结转收入分别为 2.17 万平方米和 2.81 亿元，结转均价为 12,949 元/平方米。

表7 2016~2019年3月公司房地产销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
达预售项目(个)	20	26	25	26
协议销售面积(万平方米)	61.96	47.60	52.81	3.17
协议销售金额(亿元)	46.54	58.59	66.22	5.66
协议销售均价(元/平方米)	7,506	12,309	12,539	17,868
销售回款率(%)	94.93	--	80.00	83.00
结转面积(万平方米)	101.60	105.81	55.67	2.17
结转收入(亿元)	93.61	132.81	75.15	2.81
结转均价(元/平方米)	9,214	12,552	13,499	12,949

资料来源：公司提供

注：2017 年销售回款率数据公司无法提供，故未填写。

截至2019年3月底，公司在售项目24个，其中在建项目7个，竣工项目17个，取得预售证的可售面积为556.20万平方米，已完成销售面积444.28万平方米；尚余可销售面积111.92万平方米，其中在建项目剩余可售面积为40.95万平方米，占比为36.59%，竣工项目剩余可售面积为70.97万平方米，占比为63.41%；公司整体去化率为79.88%，但剩余可售面积中竣工项目占比较大，整体看公司去化速度较为一般。从单个项目去化率看，融城春晓（一期）项目去化率为28.63%，剩余可售面积为11.95万平方米，主要系剩余未售面积中车位占比较大，去化较慢所致；山海荟（一期）去化率为56%，主要系该产品为独栋别墅，单套产品售价较高；融城优郡为去化率68.12%，主要系住宅部分已经全部销售，但写字楼土地尚处于抵押状态，公司未能解押销售所致；台州银泰城（住宅）去化率为68.91%，剩余主要为商业和车位，后期准备转为自持物业；哈尔滨银泰城（E13）去化率分别为69.43%，主要系哈尔滨当地房地产市场行情较为低迷所致。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司在售项目基本情况 (单位: 亿元、万平方米、%)

项目名称	城市	项目状态	总投资	取得预售证面积	累计已销售面积	销售比例	权益占比
融城昆明湖	昆明	在建	214.74	120.27	88.84	73.87	100
哈尔滨银泰城 (E13)	哈尔滨	在建	31.58	7.96	5.53	69.43	70
雨林澜山 (一、二、三期)	西双版纳	三期在建	51.58	9.00	8.39	93.30	一、二期为 100, 三期为 95.24
春城十八里 (一、二期)	咸阳	二期在建	18.43	7.26	5.39	74.32	100
海东方 (一、二、三期)	大理	三期在建	10.52	9.71	9.47	97.50	100
海口龙腾湾	海口	在建	59.60	8.65	7.07	81.74	70
临平银泰城 (一二三期)	杭州	三期在建	57.49	33.05	30.26	91.56	70
融城云谷	西安	竣工	9.52	13.38	7.30	54.55	51
融城金阶	昆明	竣工	21.86	20.88	16.95	81.18	100
融城优郡	昆明	竣工	24.04	28.24	19.24	68.12	74
艺术家园区	昆明	竣工	37.07	53.21	42.06	79.05	51
融城春晓 (一期)	昆明	竣工	14.98	16.74	4.79	28.63	100
山海荟 (一期)	昆明	竣工	19.83	6.23	3.49	56.04	100
海威国际 (一、二期)	杭州	竣工	34.00	19.03	18.94	99.53	70
成都银泰中心	成都	竣工	66.69	50.11	47.12	94.04	70
奉化银泰	宁波	竣工	24.18	18.61	17.99	96.64	70
宁波银泰城 (东部新城)	宁波	竣工	57.61	26.66	20.58	77.20	70
台州置业 (F0205-B)	台州	竣工	17.28	27.61	19.03	68.91	70
平阳银泰城	温州	竣工	23.51	20.77	20.06	96.59	70
苍南银泰城	温州	竣工	20.19	12.13	11.91	98.20	70
融城东海	西安	竣工	6.05	7.31	5.63	76.96	100
哈尔滨银泰城 (E9)	哈尔滨	竣工	25.33	19.04	15.31	80.42	70
青云林海 (秦岭皇冠小镇)	安康	竣工	1.91	2.84	1.76	61.98	51
洱海天域 (除酒店)	大理	竣工	12.45	17.51	17.17	98.08	70
合计	--	--	860.44	556.20	444.28	79.88	--

资料来源: 公司提供

注: 该表中项目为公司合并范围内取得预售证的项目销售情况, 不包含取得预售证全部销售完毕项目。

总体看, 受前期并入银泰项目影响, 2018年公司销售有所增长, 但随着银泰项目可售面积和可结转面积的下降, 以及公司在售产品结构的变化, 2019年一季度公司销售和结转大幅下滑。目前, 公司在建未获取预售证项目依然以商业或商业+住宅的业态为主, 纯住宅项目占比不大, 商业多以现房销售为主, 且部分在建项目中商业部分公司规划自持, 后期去化压力仍较大, 且商业销售回款速度不及住宅, 公司销售及销售回款率或将延续下滑趋势。

3. 土地一级开发

公司的一级土地开发业务主要包括两种类型: 一是土地受托整理业务, 二是城中村改造项目中涉及的土地整理。公司或子公司与相关政府部门签订协议, 由公司或子公司作为城中村改造主体参与土地一级开发。截至2019年3月底, 公司的一级土地开发业务均为城中村改造项目中涉及的土地整

理。

公司一级土地开发收入一般在受让方确认取得二级开发权益并交纳50%以上的转让款后确认，2018年，公司无土地开发收益。

目前，公司土地一级开发项目主要有昆明上（中）坝绕城以北城中村改造、昆明湖中小学地块城中村改造和兰州徐家湾旧城改造项目等，规划土地面积合计148.60万平方米，截至2019年3月底，公司已累计投入金额合计105.32亿元，后续资金计划通过外部融资与合作开发解决。

表9 截至2019年3月底公司自主开发的土地一级开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

土地整理项目及区域	面积	投资概算	累计投资额	预计二级招拍挂时间	目前进度
兰州徐家湾旧城改造	31.42	109.00	26.00	2019年	已获取上徐项目，下徐拟挂牌出让
关坡城中村改造（二期）	20.60	103.78	46.61	2019年	基本完工
上坝、中坝绕城以北城中村改造	62.18	95.83	22.69	2020年	正在推进土地一级开发
昆明湖中小学地块城中村改造	34.40	39.19	10.02	2020年	正在推进土地一级开发
合计	148.60	347.80	105.32	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司一级开发项目规模大，如果能够在通过招牌挂获取土地二级开发，将为公司带来一定的土地储备，但存在不确定性；目前一级开发项目投资额较大，开发周期长，资金占用明显。

4. 商业地产经营

截至2019年3月底，公司持有型物业可出租面积合计为89.34万平方米，已出租面积为77.21万平方米，整体出租率为86.43%，公司出租物业中除部分项目出租率偏低外，其余项目皆达80%以上；其中，茶马花街银泰城出租率为66.83%，主要系部分商业竣工时间较晚，目前正处于招商阶段；台州银泰城出租率为68.46%，出租率略低，主要系该项目处于开发新区，周边市政交通配套不完善，人流量一般，物业培育期较长所致；淄博银泰城出租率为71.50%，主要系该项目处于高新区，周边商业配套尚不成熟，物业培育期较长，增长较缓慢所致。

2018年，公司共取得租金收入5.85亿元，较上年增加3.39亿元，主要系公司逐步收购银泰系列项目，且2018年部分银泰系列项目出租率提升所致，其中临平银泰城已出租面积较高但租金收入较低主要系该商业综合体为2018年6月开业，租金收入仅包括6~12月租金收入所致；昆明湖项目出租的为幼儿园，前期出租租金相对较低致使租金收入较低；融城东海由于所处区域周边配套尚不成熟，尚处于培育期，存在免租期或前两年租金较低等优惠政策，故租金收入较低。2019年1~3月，公司共取得租金收入1.76亿元。

表10 截至2019年3月底公司商业地产出租情况（单位：平方米、%、万元）

城市	项目名称	可出租面积	已出租面积	出租率	2018年租金收入	2019年1~3月租金收入
宁波	北仑银泰城	139,821.60	121,749.68	87.08	10,222.31	2,894.10
宁波	东部新城银泰城	82,564.00	77,469.00	93.83	7,197.85	1,951.98
宁波	奉化银泰城	43,976.29	40,807.74	92.79	3,680.73	830.97
杭州	西溪银泰城	58,977.00	57,770.00	97.95	7,984.30	2,364.97
杭州	临平银泰城	63,890.10	61,903.10	96.89	4,938.93	2,482.96
成都	成都银泰城	78,981.00	67,910.50	85.98	8,106.91	2,349.36

城市	项目名称	可出租面积	已出租面积	出租率	2018 年租金收入	2019 年 1-3 月租金收入
成都	鼎云国际（融城云熙）	29,817.37	29,817.37	100.00	819.52	290.98
温州	平阳银泰城	50,149.45	45,003.84	89.74	2,109.95	609.35
温州	苍南银泰城	61,549.20	60,348.00	98.05	4,926.36	1,415.99
昆明	东方首座	28,301.44	23,266.26	82.21	2,441.66	647.94
昆明	融城金阶	25,284.00	21,297.70	84.23	928.97	188.12
昆明	茶马花街	10,913.44	7,293.27	66.83	279.19	140.43
昆明	昆明湖	5,390.16	5,390.16	100.00	67.71	--
淄博	淄博银泰城	111,629.41	79,811.71	71.50	3,257.68	1,056.80
台州	台州银泰城	81,162.00	55,564.00	68.46	1,221.89	159.39
西安	融城东海	20,994.03	16,742.00	79.75	335.66	195.19
合计		893,400.49	772,144.33	86.43	58,519.61	17,578.53

资料来源：公司提供

总体看，受公司收购银泰系列项目影响，商业地产经营规模进一步扩大，区域布局和业态类型进一步丰富，个别商业地产项目出租率较低，商业地产整体出租率尚可。

5. 重大事项

转让七彩云南控股权

根据 2018 年 12 月 19 日公告，经公司董事会和临时股东大会审议，同意公司公开挂牌转让持有的七彩云南 59.5% 的股权（以下简称“标的股权”），四川省清凤现代房地产开发有限责任公司（以下简称“清凤现代”）指定其全资子公司云南凤宇置业有限公司（以下简称“凤宇置业”）通过公开摘牌方式受让标的股权，并与公司及七彩云南签订了《产权交易合同》。根据《产权交易合同》，公司将标的股权以 14.58 亿元转让给凤宇置业，凤宇置业应在签订本合同之日起 5 个工作日内支付第一笔转让款 76,127 万元，在 2018 年 12 月 20 日前支付第二笔转让款 657.25 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，在 2019 年 3 月 31 日前支付第三笔转让款 8,008 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，在合同签订之日起一年内支付第四笔转让款 61,017.22 万元及按年利率 5.85% 计算的分期付款期间的利息，支付至公司账户。清凤现代将其持有的凤宇置业 100% 股权质押给公司，为凤宇置业支付第二笔、第三笔、第四笔转让款向公司提供质押担保。截至 2018 年 12 月底，公司和凤宇置业已经办理财产交接手续，凤宇置业已控制七彩云南的财务和经营政策，享有相应的收益并承担相应的风险，股权转让后公司持有七彩云南 10.50% 股权，2018 年公司不再将七彩云南纳入合并范围，并于 2018 年确认投资收益 11.88 亿元。截至 2019 年 3 月底，凤宇置业已按时支付前三笔转让款。

收购成都会展

2017 年 11 月，公司拟向云南城投集团、邓鸿、赵凯、刘杨、尹红、邹全、柳林发行股份及支付现金购买其持有的成都环球世纪会展旅游集团有限公司（以下简称“成都会展”）100% 的股权。其中，云南城投集团持有的成都会展的股权的现金支付比例为 15%，股份支付比例为 85%，其他交易对手持有的成都会展的股权的股份支付比例为 100%。交易总成交金额为 235.73 亿元，交易的评估基准日为 2017 年 11 月 30 日，截至评估基准日，成都会展净资产账面价值 153.80 亿元，评估值为 235.73 亿元，评估增值 81.93 亿元，评估增值率约为 53.27%。若此次收购成功，成都会展承诺未来三年累计实现的净利润合计约为 63.00 亿元，盈利承诺期间届满后，若成都会展在盈利承诺期间的

实际净利润数总额未达到承诺的净利润数总额，则交易对方按照约定的方式向公司进行补偿。成都会展主要业务为会展业务、酒店业务及房地产开发业务，主要业务集中在成都及周边地区，是区域内龙头企业，具有较强的盈利能力。

2018年11月22日公司公告，因市场环境的变化，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买成都环球世纪会展旅游集团有限公司100%股权并募集配套资金的有关问题需进一步落实和完善，部分事项尚需与交易对方进一步协商，公司于2018年11月16日向中国证监会提交了《关于中止审查上市公司发行股份购买资产核准》，申请中止本次重组事项的审查，2018年11月21日，中国证监会决定同意公司中止审查申请。

收购天利系列项目

2018年8月底，公司以0.99亿元现金和承接债务的方式收购了海南天利投资发展有限公司（以下简称“天利投资”）75%股权、海南天联华房地产投资有限公司75%股权、海南天利酒店有限公司（以下简称“天利酒店”）75%股权、海南天利度假酒店有限公司（以下简称“度假酒店”）75%股权，并于2018年8月底完成工商登记变更。天利投资开发项目为“龙腾湾”，该项目位于海口市秀英区，项目用地面积6.71万平方米，容积率3.28，土地性质为城镇住宅用地（70年住宅用地占79%，50年产权酒店用地占12%，40年商业用地占9%），龙腾湾规划建设7幢高层楼盘，分两期开发，其中一期1~4幢均已竣工，二期5~7幢正在建设。天利酒店开发的项目为海口千禧酒店项目，项目位于海口市秀英区，取得了在宗海进行填海造地面积11.73公顷、在宗海建设透水构筑物面积1.14公顷，酒店修建于人工岛上，目前人工岛尚未进行填海工程竣工验收，尚未取得人工岛地块的国有土地使用权证书，未取得项目的规划、计容建筑面积等相关工程建设指标。度假酒店的项目为海口万豪酒店位于海口市秀英区，为海南国际会展中心配套项目之一，占地面积5.39万平方米，总建筑面积7.83万平方米（其中地上9层、地下3层），海口万豪酒店于2014年10月开始营业，为万豪国际集团在海南的首家商务类型旗舰酒店，共拥有10万多间客房。2018年，上述项目产生0.30亿元收入，-0.22亿元净利润。

对天利项目的收购可优化公司项目布局，但海南省房地产市场调控政策的实施，后续可能会对项目开发销售带来一定的影响，且目前收购项目中经营的海口万海酒店净利润尚处于亏损中。

转让满江康旅控股权

2018年9月13日公司公告，根据董事会临时股东大会审议，同意公司公开挂牌转让持有的大理满江康旅投资有限公司（以下简称“满江康旅”）80%的股权（以下简称“标的股权”），2018年9月11日，昆明万洱房地产开发有限公司（以下简称“昆明万洱”）作为唯一意向受让方，与公司及满江康旅签订了《产权交易合同》。根据《产权交易合同》，转让标的为满江康旅80%股权，满江康旅经评估的净资产为67,138万元，公司将标的股权以53,715.57万元转让给昆明万洱。上述事项已于2018年9月底正式完成工商变更，股权转让后公司持有满江康旅20%股权，2018年公司不再将满江康旅纳入合并范围，并于2018年确认投资收益6.19亿元。

董事长涉嫌严重违纪违法，公司更换董事长

2019年5月25日公司公告，公司董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。由于公司董事长许雷已无法履行董事及董事长的职责，根据《公司章程》的规定，经公司过半数董事推举，由公司董事兼总经理杜胜暂时代为履行董事长职责，至新任董事长产生为止。2019年6月12日，公司召开董事会，通过了《关于选举公司董事长的议案》，选举杨涛担任公司第八届董事会董事长。

近年来，公司通过收并购获取项目及通过转让股权出售项目均较为频繁，对公司经营、债务规

模及经营产生较大影响，同时公司通过天利系列项目，完成部分发达地区的战略布局，丰富了旅游地产板块以及城市综合体类物业的业态，但收购的天利系列项目净利润目前尚处于亏损阶段。

6. 经营关注

(1) 房地产项目区域集中度高，受区域房地产政策影响较大

房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在不确定性；公司主要项目集中在云南省，受当地房地产市场的影响较大，存在一定的区域集中风险。

(2) 公司在建项目资金需求量较大

截至 2018 年底，公司房地产在建项目预计总投资金额 632.99 亿元，尚需资金投入 290.51 亿元，需要通过外部融资来解决资金缺口。较高的外部融资需求一方面提高了公司的项目开发成本，另一方面，持续增加的有息债务也加大了公司的财务风险。

(3) 公司在售项目去化速度一般，目前在建项目中仍以商业或商业+住宅业务为主，后期去化压力仍较大

截至 2019 年 3 月末，公司可售项目中尚余可销售面积 111.92 万平方米，其中竣工项目剩余可售面积 70.97 万平方米，占比为 63.41%，公司整体去化率为 79.88%，但剩余可售面积中竣工项目占比较大，公司去化速度较为一般。2019 年一季度受在售项目主要以商业为主去化难度较大影响，公司销售大幅下滑，若在建项目无法及时获取预售证，公司 2019 年销售或将延续下滑趋势。

(4) 公司收并购及股权转让事项均较多，对公司经营、盈利及债务规模均产生较大影响，同时收购项目存在整合风险

2018 年以来，公司收并购项目及股权转让事项均较多，对公司营业外收入及投资收益影响均较大，致使公司利润对非经常损益依赖程度有所增加；同时公司收并购主要以并购贷款和承接债务形式完成，致使公司债务规模进一步增加。未来，公司在对收购公司的控制力以及保持收购公司原有竞争优势方面具有不确定性。

8. 未来发展

公司未来将协同云南城投集团的大健康、大休闲资源优势，大力发展旅游地产和养老地产，构建城市住宅综合体、旅游地产、养老地产产业联动创新商业模式，搭建互联网运营服务平台和社区 O2O 平台，实现向“开发商+运营商”的转型。

结合以上战略整体定位，公司以提升“高周转”能力为核心，强化全程开发与运营能力和产业链整合能力，打造一个商业模式，即住宅综合体与旅游地产、养老地产的产业联动商业模式，搭建两个平台一开发平台和运营服务平台，形成三条业务线一住宅综合体、旅游地产、养老地产，综合运用四大战略手段一大金融、大并购、大整合、大市场，通过五大保障体系一专业体系保障、人力资源保障、资源整合保障、风险管控保障、资金运营保障，支撑公司实现加快周转，实现内在价值提升、品牌提升、市值提升。

公司将实行大健康、大休闲的战略转型，提升传统住宅及商业开发项目的市场占有率，加快文化旅游及健康休闲产业转型项目的布局。

总体看，公司结合自身特点制定了未来发展规划，并制定了具体措施；公司战略定位清晰，可实施性较强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。从合并范围上看，2018 年，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 27 户，减少了 5 户；2019 年 1~3 月，公司纳入合并财务报表范围的子公司较年初增加 1 户，截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司 90 家。整体看，公司合并范围变化未涉及主业变化，财务数据可比性尚可。

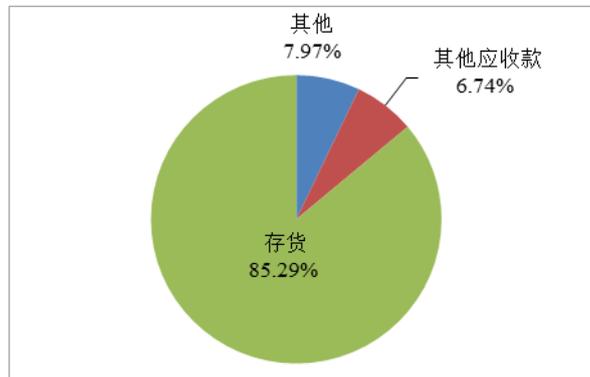
截至 2018 年底，公司合并资产总额 848.68 亿元，负债合计 758.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 90.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 56.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 95.43 亿元，净利润（含少数股东损益）4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.91 亿元；经营活动现金流量净额为-22.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 852.99 亿元，负债总额 767.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 85.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.72 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.70 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -3.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.30 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 848.68 亿元，较年初增长 7.70%，主要系存货、投资性房地产和长期应收款增长所致；其中，流动资产占比 65.46%，非流动资产占比 34.54%，公司资产以流动资产为主。截至 2018 年底，公司流动资产 555.51 亿元，较年初减少 0.07%。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司货币资金 26.71 亿元，较年初减少 49.91%，主要系当期土地出让金支出有所增长；公司货币资金主要为银行存款（占 91.46%）和其他货币资金（占 8.49%）；货币资金中使用受限的资金（主要为按揭、保函和履约保证金）为 2.22 亿元，占货币资金总额的 8.32%，受限程度低。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 37.47 亿元，较年初减少 11.81%，主要系往来款减少所致。从账龄分布看，2018 年其他应收款中 1 年以内的其他应收款 18.40 亿元，占比为 49.14%；1~2 年的其他应收款 16.36 亿元，占比 43.66%；2~3 年的其他应收款 0.77 亿元，占比 2.05%；3~4 年

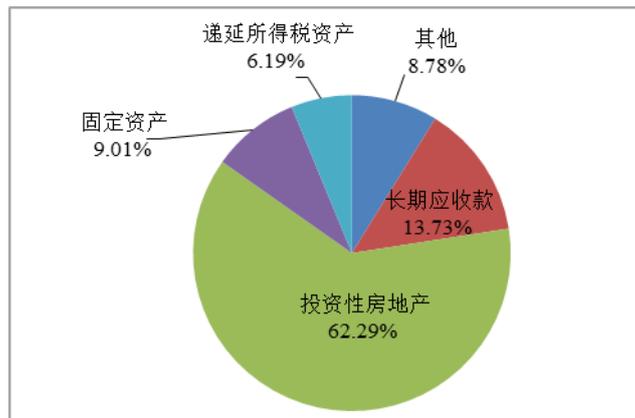
的其他应收款 1.02 亿元，占比 2.72%；4~5 年的其他应收款 0.24 亿元，占比 0.64%；5 年以上的其他应收款 0.67 亿元，占比 1.79%；以 1 年以内及 1~2 年的为主，账龄整体较长，1 年以内占比较低。截至 2018 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.56 亿元，计提比例为 1.48%，其中 35.55 亿元为无风险组合，未计提坏账准备，占比为 93.47%，该无风险组合部分账龄超过 3 年以上，整体看公司坏账准备计提比例较低，往来款占比较高，账龄较长，存在一定收回风险。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 473.78 亿元，较年初增长 7.15%；公司存货主要为开发成本（占 79.78%）和开发产品（19.94%）；其中，开发成本中占比较大的项目有融城昆明湖项目、时光汇、融城春晓、天堂岛、黄河春城一级开发和山海荟等项目，开发产品中占比较大的项目山海荟一期、融城昆明湖、艺术家园、北仑银泰城、哈尔滨银泰城一期和二期、融城优郡二期、天利龙腾湾一期和融城春晓等。截至 2018 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.62 亿元，占期末存货账面价值比例为 0.13%，考虑云南省房地产行业目前现状，存货计提减值准备比例合理，但公司项目去化率较为一般，开发产品中未售项目较多，后期或将存在一定减值风险；公司存货中有 156.89 亿元（占 33.11%）为受限资产，用于为金融机构借款提供担保，受限规模较大。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 293.17 亿元，较年初增长 26.31%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致。

图 3 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司长期应收款 40.24 亿元，较年初增长 104.59%，主要系 2018 年转让大理满江及七彩云南项目公司股权后，不再将其纳入合并范围，公司对其提供的长期借款期限转入所致；公司累计计提坏账准备 1.30 亿元，为华商之家投资开发有限公司和云南万城百年投资开发有限公司的超额亏损。公司长期应收款随项目进度逐步收回，不存在明确的到期日，存在一定回收风险。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 182.61 亿元，较年初增长 12.37%，主要系存货等转入所致。公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值中 146.16 亿元已用于为金融机构借款提供担保，占比 80.04%，受限比例较高。2018 年，公司投资性房地产公允价值变动为-0.61 亿元，上年为 0.46 亿元，主要系系平阳、淄博、台州受商铺调整、外部交通设施不完善等因素影响，出租率有所下降所致。目前公司部分自持项目出租率较低，未来或将存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 26.40 亿元，较年初增长 32.30%，主要系收购海南天利项目股权，新增海口万豪酒店资产所致；公司固定资产原值主要由房屋及建筑物构成（占 97.07%），

固定资产成新率为 86.66%，成新率较高；公司固定资产中，为金融机构借款提供担保的受限固定资产为 17.81 亿元，占固定资产的 67.45%，受限程度高。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 18.16 亿元，较年初增长 40.67%，主要系可抵扣亏损和预提土地增值税产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 323.43 亿元，占公司全部资产的 38.11%，受限比例较高。其中，货币资金 2.22 亿元，存货 156.89 亿元，固定资产 17.81 亿元，投资性房地产 146.16 亿元，受限原因主要是为金融机构借款提供担保。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 852.99 亿元，较年初增长 0.51%；公司流动资产占 65.83%，非流动资产占 34.17%，流动资产和非流动资产占比较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 21.75 亿元，较年初减少 18.58%，主要系一季度销售规模下降且土地支出规模增加所致；存货为 490.31 亿元，较年初增长 3.49%。

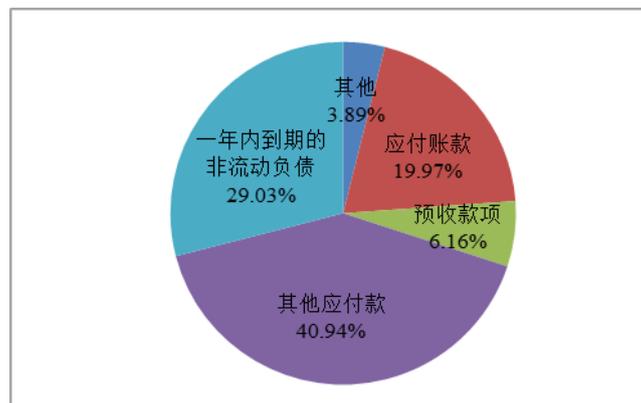
总体看，公司资产规模稳定增长，以流动资产为主，其中以房地产开发成本为主的存货占比较大，但开发产品中存在一定规模未售项目，未来或将存在一定的存货跌价风险；其他应收款和长期应收款存在一定回收风险；公司部分自持物业出租率不高，投资性房地产未来或将存在一定减值风险；公司受限资产规模较大，且货币资金逐年减少，整体资产流动性一般，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 758.48 亿元，较年初增长 8.37%，公司负债中流动负债占 55.37%，非流动负债占 44.63%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 419.97 亿元，较年初增长 8.62%，主要系其他应付款增长所致。

图4 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司应付账款 83.87 亿元，较年初增长 3.74%，主要系新增应付土地款 5.06 亿元所致。公司应付账款以应付的工程款为主，占 92.46%；公司因工程未结算而账龄超过一年的重要应付账款合计 8.13 亿元，占 9.69%。

截至 2018 年底，公司预收款项 25.87 亿元，较年初下降 18.65%，主要系当期销售回款降低所致，公司预收款项主要是商品房预售款，占 71.49%；其他应付款 171.94 亿元，较年初增长 57.93%，主要系当期应付关联方资金增加所致；公司其他应付款主要是与控股股东的资金往来（已调整计入短期债务）（占比 59.65%）、非金融机构借款（已调整计入短期债务）（占比 13.34%）、预提费用

（占比 14.06%）和认购金（占比 3.17%）等；一年内到期的非流动负债 121.94 亿元，较年初减少 9.04%；公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 60.14%）和一年内到期的应付债券（占 39.86%）构成；公司一年内到期的长期借款中，质押借款占 1.02%，抵押借款占 52.21%，保证借款占 45.84%，信用借款占 0.93%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 338.51 亿元，较年初增长 8.06%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债以长期借款（占 83.88%）、应付债券（占 9.33%）和递延所得税负债（占 6.74%）为主。截至 2018 年底，公司长期借款 283.96 亿元，较年初增长 11.40%，主要系公司项目开发资金需求增长而增加借款所致，其中质押借款占 4.74%、抵押借款占 51.61%、保证借款占 41.90%，信用借款占 1.76%；应付债券 31.60 亿元，较年初减少 21.00%，主要系公司部分债券转入一年内到期的非流动负债所致；递延所得税负债 22.83 亿元，较年初增长 25.81%，主要系新增合并项目确认存货增值及投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务较年初增长 12.37%，主要系短期借款、关联方借款和长期借款增加所致；短期债务和长期债务占比分别为 44.23%和 55.77%。截至 2018 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 89.37%、86.25%和 77.77%，受债务规模增加影响均有所增长，公司债务负担很重且短期债务占比较高。

2017 年 9 月，公司在银行间市场发行“2017 年度第一期长期限含权中期票据”，发行规模为 5 亿元，期限为 3+N 年，若将上述永续债计入长期债务，截至 2018 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将分别为 89.96%、86.35%和 78.04%。

表11 2016年底~2019年3月底公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		2019 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	140.41	33.51	208.63	41.43	250.25	44.23	286.56	49.67
长期债务	278.59	66.49	294.91	58.57	315.56	55.77	290.36	50.33
全部债务	418.99	100.00	503.53	100.00	565.81	100.00	576.92	100.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 767.16 亿元，较年初增长 1.15%；其中流动负债 457.25 亿元（占 59.60%），非流动负债 309.91 亿元（占 40.40%），流动负债和非流动负债占比较上年末变化不大，一年内到期非流动负债为 142.15 亿元，较年初增长 16.58%，短期借款为 11.00 亿元，较年初增长 8.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 576.92 亿元，较年初增长 1.96%；其中，短期债务 286.56 亿元，较年初增长 14.51%，占比为 49.67%，较年初上升 5.44 个百分点；长期债务 290.36 亿元，较年初减少 7.99%，主要系公司长期借款转入一年内到期非流动负债所致，其中长期借款为 258.76 亿元，应付债券为 31.60 亿元，从长期债务的期限结构看，未来 1~2 年和 2~3 年到期债务占比较高，到期时间较为集中。整体看，公司全部债务主要集中在未来 3 年内到期，且一年内到期债务规模较大，短期集中偿付压力较大。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 89.94%和 87.05%，分别较年初增长 0.57 个百分点和 0.80 个百分点，长期债务资本化比率为 77.18%，较年初减少 0.58 个百分点，债务负担较年初略有加重。

表12 截至2019年3月底公司短期债务情明细况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
短期借款	11.00	3.84
一年内到期应付债券	48.60	16.96
一年内到期长期借款	93.55	32.65
其他应付款（付息项）	133.41	46.56
合计	286.56	100.00

资料来源：公司提供

表13 截至2019年3月底公司长期债务期限结构分布明细情况（单位：亿元、%）

项目	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	5年以上	合计
长期借款	83.12	71.49	29.92	15.80	58.43	258.76
应付债券	11.60	20.00	--	--	--	31.60
合计	94.72	91.49	29.92	15.80	58.43	290.36
占比	32.62	31.51	10.30	5.44	20.12	100.00

资料来源：公司提供

注：应付债券已考虑回售情况。

截至2019年3月底，公司其他权益工具中包含5.00亿元的永续债，若将该永续债调整至长期债务，公司全部债务为581.92亿元，其中短期债务占比49.24%、长期债务占比50.76%；截至2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为90.52%、87.15%和77.48%，分别较不考虑永续债券增长0.59个百分点、0.10个百分点和0.30个百分点。整体看，公司整体债务负担重，全部债务规模较大，短期债务占比有所上升，短期集中偿付压力较大。

总体看，公司负债规模持续增长，负债中其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款占比较高。公司近年来债务规模快速增长，债务负担重，短期债务占比有所上升，短期集中偿付压力较大。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计90.20亿元，较年初增长2.35%，主要系未分配利润增加所致，其中股本为16.06亿元，资本公积为13.84亿元，较年初变化不大；其他权益工具为5.00亿元，主要系公司2017年发行5亿元永续债所致；未分配利润为18.16亿元，较年初增长19.84%；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计56.51亿元（占比62.65%），其中股本占28.41%、资本公积占24.49%、其他权益工具占8.85%、盈余公积占4.72%、其他综合收益占1.39%、未分配利润占32.14%。公司所有者权益中少数股东权益占比较大，稳定性一般。

截至2019年3月底，公司所有者权益85.83亿元，较年初下降4.85%。其中归属于母公司的所有者权益52.72亿元，较年初下降6.70%，主要系公司亏损导致未分配利润有所下降所致；归属于母公司的所有者权益占所有者权益总额比重为61.43%，占比小幅下降1.22个百分点。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，其中少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房地产销售。2018年，公司营业收入为95.43亿元，较上年减少33.69%；营业利润6.77亿元，受投资收益大幅增加影响保持小幅增长；公司净利润分别为4.55亿元，小幅增长，与营业收入变动趋势一致；归属于母公司所有者的净利润为4.91亿元。

期间费用方面，2018年，公司费用总额较上年增长24.00%，主要系销售费用、管理费用和财务费用均增加所致；2018年期间费用占收入比为32.95%，同比上升15.33个百分点，主要系公司收入大幅减少，但期间费用大幅增长所致。2018年，财务费用较上年增长10.03%，主要系公司债务规模扩大及融资成本上涨，利息支出增加所致；管理费用为9.76亿元，较上年增长76.76%，增幅较大，主要系公司2017年9月收购的银泰项目产生的管理费用于2018年全部并入合并范围致使公司职工薪酬大幅增加3.02亿元所致；销售费用较上年增长6.44%，主要系公司销售规模扩大，销售人员薪酬、销售代理、佣金策划费用增加所致。

表14 2016年~2019年3月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	1.70	13.03	3.93	15.50	4.18	13.31	0.75	9.43
管理费用	2.56	19.62	5.52	21.77	9.76	31.03	2.08	26.26
财务费用	8.77	67.35	15.91	62.73	17.50	55.66	5.09	64.31
期间费用	13.03	100.00	25.36	100.00	31.45	100.00	7.92	100.00
期间费用占收入比	13.34		17.62		32.95		91.05	
综合毛利率	23.49		31.47		34.77		40.71	

资料来源：公司提供，联合评级整理

利润构成方面，公司资产减值损失、公允价值变动收益对营业利润影响小。2018年公允价值变动损益为-1.01亿元，主要系当期投资性房地产评估减值0.61亿元以及当期处理的的投资性房产结转公允价值-0.41亿元所致；投资收益主要为处置长期股权投资产生的收益，2018年为17.74亿元，大幅增加，主要系公司当期处置昆明七彩云南城市联社投资有限公司59.50%股权产生的10.10亿元投资收益以及处置大理满江康旅投资有限公司80.00%股权产生的4.95亿元投资收益等所致；2018年公司投资收益占营业利润的比为262.16%，扣除投资收益等非经常性损益，公司营业利润将出现亏损。

从盈利指标看，2018年，公司营业利润率为22.95%，同比小幅增长；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.62%、3.01%和5.10%，均有所下降，主要系公司资产规模增幅加快所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入8.70亿元，同比减少62.69%，主要系公司当期结转项目大幅减少所致；期间费用为7.92亿元，期间费用率为91.05%，占比处于极高水平，对盈利侵蚀严重，净利润-4.19亿元，上年同期为-0.55亿元，亏损额度大幅增加，主要系公司收入大幅减少，但债务处于较高水平，致使财务费用和管理费用较高所致。

总体看，2018年公司收入大幅减少，虽然利润水平逐年提升，但盈利对非经常损益依赖程度较高，期间费用及其占收入比重逐年较高，对盈利侵蚀严重，公司整体盈利能力较为一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2018年，公司经营活动现金流入为106.62亿元，较上年减少19.57%，主要系公司房地产销售回款减少所致；同期，公司经营活动现金流出为129.05亿元，较上年增长34.60%，主要系公司支付与股东和其他公司的往来款增长所致；公司经营活动现金流净额为-22.43亿元，2018年由于公司销售回款有所下降且拿地支出及开发成本支出规模增加，经营活动现金流净额由净流入

转为净流出。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入为29.29亿元，较上年增长61.09%，主要系公司收回联营及合营企业的借款本金增加及处置子公司权益所致；同期，公司投资活动现金流出为32.85亿元，较上年减少23.99%；其中支付其他与投资活动有关的现金为25.58亿元，处于较高水平主要系当期收购天利系列项目等收购事项产生的16.32亿元的债权投资款。受上述因素影响，2018年，公司投资活动现金流净额为-3.55亿元。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入为232.38亿元，较上年减少13.41%，主要系收到控股股东及其子公司借款规模减少所致；同期，筹资活动现金流出同比减少14.17%，主要系偿还控股股东及其子公司借款规模减少所致。受上述影响，筹资活动现金流净额为-0.97亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.62亿元，上年同期为-19.09亿元，净流出规模有所减少，主要系公司支付土地出让金及往来款减少所致；投资活动产生的现金流量净额为1.00亿元，上年同期为3.19亿元，主要系公司本期债权、股权投资低于上年同期所致；筹资活动产生的现金流量净额为2.32亿元，上年同期为5.30亿元，主要系公司取得借款规模大幅减少所致。

总体看，公司保持较大的房地产开发规模，经营活动现金流出持续增长，受房地产销售回款的减少影响，公司经营活动现金流净额有所下降，缺乏稳定性；公司投资活动现金流波动较大，筹资活动现金流入波动增加且规模较大，公司对外部融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，受公司流动负债持续增长和货币资金持续减少影响，流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，分别为1.32倍、0.19倍和0.11倍，现金对短期债务的保障程度较差。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为26.42亿元，较上年增长2.33%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致。2018年，公司EBITDA由折旧0.99亿元（占3.76%）、摊销0.79亿元（占3.00%）、计入财务费用的利息支出18.06亿元（占68.36%）和利润总额6.57亿元（占24.88%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数为0.53倍，EBITDA对利息的保障程度较弱；公司EBITDA全部债务比为0.05倍，EBITDA对全部债务的保障程度弱；若将永续债计入长期债务，公司EBITDA全部债务比为0.05倍。总体看，公司长期偿债能力较为一般。

截至2019年3月底，公司合并口径获得银行授信631.70亿元，已使用授信额度453.26亿元，未使用的授信额度为178.44亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2019年3月底，公司总计对外担保余额为81.61亿元，其中对购房者提供的按揭担保余额为36.50亿元，占净资产比例为42.53%；对企业的担保为45.11亿元，占净资产比例为52.55%，担保的借款主体主要为公司的关联企业，若未来关联企业经营情况出现问题，公司将面临较大的或有负债风险。

表15 截至2019年3月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否互保	是否关联方
云南省城市投资集团有限公司	16.00	2018.3.21	2024.12.21	否	是
云南澄江老鹰地旅游度假村有限公司	12.49	2017.12.29	2020.12.29	否	是
云南温泉山谷康养度假运营开发（集	4.70	2017.12.19	2020.12.19	是	是

团)有限公司					
云南城投华商之家投资开发有限公司	4.00	2016.6.13	2019.6.13	是	是
云南华侨城实业有限公司	3.00	2016.10.25	2021.10.25	否	是
云南省城市投资集团有限公司	3.00	2018.12.19	2019.12.19	否	是
云南华侨城实业有限公司	0.64	2015.9.16	2025.9.16	否	是
南充东方花园酒店有限公司	0.61	2016.9.16	2019.9.16	否	否
云南华侨城实业有限公司	0.52	2018.3.23	2020.3.23	否	是
华侨城(云南)投资有限公司	0.15	2018.11.22	2019.9.30	否	否
合计	45.11	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司过往信贷信息记录较好。根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告(机构信用代码：G10530111000028009)，截至2019年4月1日，公司本部无未结清不良信贷信息记录。已结清贷款中含10笔关注类贷款，系公司2012年项目开发处于投资期，暂无销售回笼资金，导致中国银行昆明市盘龙支行将其调整为关注类。后期随着项目推进情况改善，投资回收正常，中国银行昆明市盘龙支行于2013年7月底将其重新调整为正常类。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼。2019年4月8日，公司控股子公司云南东方柏丰投资有限责任公司(以下简称“东方柏丰”)因借款合同纠纷事宜，以云南柏丰投资(集团)有限公司(以下简称“柏丰集团”)、金新国际有限公司(以下简称“金新国际”)为被告，向云南省高级人民法院提起诉讼，要求：(1)判令柏丰集团向东方柏丰偿还贷款本金人民币2.97亿元，并偿还2015年12月14日至2019年4月13日的利息人民币1.30亿元(以贷款本金为基数，按年利率13%的标准计算)以及2019年4月14日至实际还款之日的利息(以贷款本金为基数，按年利率23%的标准计算)；(2)判令东方柏丰对金新国际质押的呼伦贝尔金新化工有限公司30.79%的股权在第一项诉讼请求范围内享有优先受偿权；(3)判令柏丰集团、金新国际承担本案全部诉讼费用、保全费用，以上诉讼请求总标的暂为人民币4.27亿元，目前该案件尚在审理中。

总体看，随着公司债务规模的扩大，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力一般。考虑到公司作为国有上市房地产开发企业，具有较为丰富的房地产开发经验，土地储备较为充足，在融资及项目获取等方面能够获得股东的支持。随着公司项目开发和销售，公司盈利水平有望得到提升，偿债能力有望增强，整体看，公司偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产26.71亿元，约为“18滇城01”本金(21.80亿元)的1.23倍，公司现金类资产对“18滇城01”的覆盖程度一般；净资产达90.20亿元，约为“18滇城01”本金(21.80亿元)的4.14倍，公司净资产对“18滇城01”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为26.42亿元，约为“18滇城01”本金(21.80亿元)的1.21倍，公司EBITDA对“18滇城01”本金的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入106.62亿元，约为“18滇城01”本金(21.80亿元)的4.89倍，公司经营活动现金流入对“18滇城01”的覆盖程较好。

综合以上分析，公司作为云南省国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，经营规模较大，在云南地区具有较强的市场竞争力和品牌影响力。联合评级认为，公司对“18滇城01”的偿还能力很强。

八、债权保障条款

1. 担保条款

根据公司与云南城投集团签订的协议和云南城投集团出具的《担保函》，云南城投集团为公司发行的“18滇城01”的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

云南城投集团承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 云南城投集团概况

云南城投集团成立于2005年4月，为经云南省人民政府云政复[2005]26号文批准，由云南省开发投资有限公司（现名称变更为“云南省投资控股集团有限公司”）和云南建工集团总公司（现名称变更为“云南建工集团有限公司”）出资设立的有限责任公司。股权经过多次变更，截至2019年3月底，云南城投集团注册资本为人民币41.42亿元，云南省国资委、云南投控、云南国资运营和云南省财政厅分别持50.59%、3.79%、40.00%和5.62%，云南城投集团实际控制人为云南省国资委。

云南城投集团经营范围未发生变化。

2019年5月24日，云南省纪委监委网站发布《云南省城市建设投资集团有限公司党委书记、董事长许雷接受纪律审查和监察调查》，云南城投集团党委书记、董事长许雷涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正在接受纪律审查和监察调查。云南省委组织部、省国资委已明确由云南城投集团总裁、党委副书记、副董事长杨涛负责云南城投集团党委日常工作并代行董事长职权。

云南城投集团注册地址：云南省昆明市高新区海源北路六号高新招商大厦；法定代表人：许雷。

(2) 经营情况

云南城投集团是云南省基础设施建设运营主体，并对省政府授权的城建投资项目行使出资人职能。云南城投集团主营业务包括城市开发（土地一级开发、房地产开发）、建筑安装、公用事业（水务、教育、医疗和其他城市服务性项目）、物流贸易、旅游服务等。2018年，主营业务收入较上年增长8.48%。

从收入的构成来看，2018年，云南城投集团主营业务收入占营业收入的比重为95.34%，主营业务突出。城市开发业务收入较上年减少14.22%，主要系项目结转面积减少所致，城市开发业务由土地一级开发、房地产及高校迁建等业务构成，是云南城投集团主要收入来源之一。云南城投集团旗下公用事业板块涉及水务、医疗、教育行业，2018年公用事业板块营业收入较上年减少13.05%，占主营业务收入的比重为11.77%。2018年，云南城投集团物流贸易板块营业收入为67.96亿元，收入同比大幅增加，主要系云南城投集团积极拓展集团外部项目，与多家省属国有企业开展了以建筑金属材料供应为主的采供业务。云南城投集团其他业务板块收入主要为设备销售、管理服务、投资等业务，该业务板块增长迅速，2018年，其他业务板块收入较上年增长5.65%，主要系云南城投集团处置股权收益及剩余股权公允价值变动收益较大，投资行业收入大幅增长所致。

表 16 2016~2018 年云南城投集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

行业名称	2016 年			2017 年			2018 年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
城市开发	93.55	47.98	22.03	136.31	38.58	29.79	116.92	30.50	28.46	
建筑安装	10.85	5.56	9.86	22.32	6.32	1.28	27.52	7.18	9.29	
公用事业	教育	4.26	2.18	34.74	5.26	1.49	34.47	6.01	1.57	22.03
	医疗	24.94	12.79	36.21	36.49	10.33	16.50	26.16	6.82	9.59
	水务	9.10	4.67	45.15	10.14	2.87	41.12	12.95	3.38	40.62
旅游服务	11.81	6.06	57.58	19.73	5.58	57.66	20.54	5.36	65.98	
物流贸易	1.66	0.85	13.86	23.48	6.64	0.25	67.96	17.73	0.40	
其他业务	38.82	19.91	49.37	99.62	28.19	72.70	105.25	27.46	51.89	
合计	194.99	100.00	32.05	353.34	100.00	38.70	383.29	100.00	29.58	

资料来源：云南城投集团提供

注：2018 年垃圾处理收入统一计入了其他业务板块，2016~2017 年各板块数据也进行了同口径调整。

从毛利率的构成来看，2018 年，云南城投集团城市开发业务毛利率为 28.46%，较上年小幅下降。2018 年，公用事业板块，教育板块业务毛利率为 22.03%，较上年大幅下降，主要系因薪酬架构调整导致人工及其他成本大幅增加所致；受药品加成逐渐取消影响，云南城投集团医疗板块业务毛利率大幅下降至 9.59%。2018 年，云南城投集团水务业务毛利率为 46.62%，保持较高水平。云南城投集团其他业务毛利率为 51.89%，较上年减少 20.81 个百分点，主要系投资业务收入减少所致。受此影响，2018 年云南城投集团主营业务毛利率为 29.58%，主营业务毛利率有所下降。

总体看，云南城投集团主营业务规模继续扩大，城市开发、公共事业为云南城投集团的主要收入来源；其他业务收入主要来自于股权转让收入，不具有持续性。受业务板块毛利率变化的影响，云南城投集团主营业务综合毛利率有所下降。

土地一级开发、房地产板块

云南城投集团的土地一级开发、房地产建设及销售详见云南城投。

政府代建项目

政府代建项目主要是昆明市高校迁建代建项目。

根据昆明市市政规划，昆明 10 所高校将搬迁至呈贡新城“雨花片区”。云南省人民政府会议确定迁建工作采用“统一融资建设模式”完成，云南城投集团作为高校迁建项目的实施平台及国开行配套建设贷款的融资主体，负责云南师范大学呈贡校区、云南中医学院呈贡校区、昆明理工大学呈贡校区和昆明医学院呈贡校区等 4 个建设项目。云南城投集团下属公司云南城投教育投资管理有限公司分别与四所高校签订了统一融资建设合同；依照合同，在高校迁建项目中主要负责项目融资与项目建设管理。

云南城投集团代建项目的运作模式为各高校投入一定的前期启动资金，云南城投集团负责项目建设管理工作。云南城投集团按照高校提供的施工图和工期、质量等要求，以及政府部门批准的初设投资概算、工程造价等分步代建，在验收合格后移交高校使用，高校负责偿还项目建设所产生的费用。云南城投集团在高校代建项目中的收益来源于计提工程项目工程造价 2.5% 的项目管理费。项目所对应债务的还本付息来源为昆明市财政安排的财政资金和各高校旧校产（主要是土地等资产）的处置收益。目前云南城投集团在高校迁建项目中的收益来源为工程管理和融资费率（贷款利息差额）收益。云南城投集团仅负责项目建设管理，不反映在资产负债表中。

公用事业

水务

为了承担云南省污水处理项目，云南城投集团 2009 年组建了水务板块，随着云南城投集团经营的发展，云南城投集团决定将城市水务发展为另一大主营业务板块，逐步实现市场化。

云南城投集团水务业务主要运作主体为其下属子公司水务产投，具体实施主体为水务产投子公司云南水务（股票代码 06839.HK），主营供水及污水处理业务、固废处理、设备建造及销售业务，合并报表中已将设备建造与销售与其他销售业务合并。近三年，云南城投集团供排水业务收入快速增长，2018 年，云南城投集团实现水务收入为 12.95 亿元，主要系城镇化不断推进供排水业务需求量增长所致，同期，毛利率为 46.62%，有所增长，总体保持较高水平。

总体看，云南城投集团水务收入规模有所增长，毛利率水平有所下降，但总体保持较高水平。目前云南城投集团作为云南省地州水务资产经营主体，政府和母公司支持力度较大，产业链条完备，区域垄断优势较为明显。

教育

云南城投集团成立时，昆明中营津桥科教有限公司（以下简称“津桥学院”）价值 1.27 亿元的权益被股东作为资本金划入云南城投集团，成为云南城投集团教育板块发展的基础，津桥学院设置了 21 个专业，以中文、英语双语教学为办学特色，目前办学水平在省内 7 所独立学院中名列前茅。近几年，津桥学院招生人数逐年递增，营业收入不断增加，2018 年，津桥学院实现营业收入 2.02 亿元。

另外，2013 年云南城投集团纳入合并二级子公司一乘驾校（注册资本 2 亿元，云南城投集团持股 51%），2018 年，一乘驾校实现收入为 3.41 亿元。2015 年 12 月 7 日一乘驾校在全国股转系统正式挂牌公开转让，截至 2019 年 3 月底，一乘驾校资产总计为 10.81 亿元，负债总额为 10.59 亿元，所有者权益总额为 0.22 亿元；资产负债率为 97.96%。

总体看，云南城投集团教育板块发展较快，收入规模较为平稳，对现金流形成较好的补充。

医疗

近年来，云南城投集团确定“大休闲”、“大健康”两个转型业务，大力发展医药医疗业务。云南城投集团医疗业务主要有医院和医药两个子板块，云南城投集团近年大力发展医疗业务，2016 年，将昆明第一医院并表及甘美国际医院投入运营，收入规模增长较快，2018 年，受药品加成逐渐取消影响，医药板块收入和毛利率均大幅下降，医疗收入为 26.16 亿元，毛利率为 9.59%。

云南城投集团医院运营业务主要由子公司云南城投健康产业投资有限公司、云南城投甘美医疗投资管理有限公司负责投资运营。拥有的 4 家医院分别为昆明市第一人民医院南院区、昆明市第一人民医院北院区（甘美国际医院）、东川区人民医院以及昆明市第一人民医院星耀社区医院，总建筑面积为 34.59 万平方米，拥有床位 3,346 张。2018 年，公司旗下 4 家医院收入为 19.42 亿元，有所增长，但由于前期投资较大、日常运维及折旧成本较高，上述 4 家亿元盈利能力整体欠佳，呈现亏损状态。

云南城投集团医药板块业务主要由其子公司三七公司运营。2018 年，三七公司实现营业收入 4.41 亿元，净利润为-3.61 亿元，亏损原因主要为公司主要盈利产品“云三七”饮片销售模式转变，前期为快速开拓市场采用年末集中销售模式，并进行了大量的宣传及促销模式，随着公司“云三七”品牌宣传及销售渠道的成熟，目前“云三七”市场占有率逐年提升，销售模式转为按需供应，由于前期为取得市场份额，销售费用较大，短期来看销售收入较前期经营模式下的销售收入明显下滑，导

致短期内出现亏损。

总体看，云南城投集团经营的 4 家医院整体经营实力较强，医疗板块收入有所上升，医药的三七产品市场前景较好，未来发展可期，未来有望成为云南城投集团收入的重要补充，但云南城投集团医疗板块整体盈利能力较弱。

（3）财务分析

云南城投集团提供的 2018 年度审计报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2018 年，云南城投集团合并范围子公司增加 5 家，减少 0 家，其中发生非同一控制下企业合并 1 家。近三年，云南城投集团主营业务未发生变化，会计政策延续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，云南城投集团合并资产总额 2,956.50 亿元，负债合计 2,264.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 692.26 亿元，归属母公司的所有者权益 291.93 亿元。2018 年，云南城投集团实现营业收入 402.05 亿元，净利润（含少数股东损益）26.10 亿元，归属于母公司的所有者的净利润 1.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-91.14 亿元。

资产质量

截至 2018 年底，云南城投集团资产合计 2,956.50 亿元，较年初大幅增长 12.68%，主要系非流动资产中投资性房地产大幅增加所致；其中流动资产 1,498.50 亿元（占 50.68%），非流动资产 1,458.00 亿元（占 49.32%），资产结构较为均衡。

截至 2018 年底，云南城投集团流动资产合计 1,498.50 亿元，较年初大幅增长 12.72%；流动资产主要由货币资金（占 9.99%）、其他应收款（占 20.19%）和存货（占 55.51%）构成。

截至 2018 年底，云南城投集团货币资金 149.67 亿元，较年初大幅减少 37.38%，主要系公司当期投资规模较大但融资规模有所减少所致。从构成来看，云南城投集团货币资金以银行存款（占 95.29%）为主；其中 5.56 亿元资金使用受限，受限资金主要为履约保证金、按揭保证金，受限资金占 3.7%，占比较低。截至 2018 年底，云南城投集团其他应收款 302.54 亿元，较年初大幅增长 51.26%，主要系关联方往来款和政府欠款增加所致。账龄方面，其他应收款账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年），占比为 78.57%。云南城投集团其他应收款规模较大，对云南城投集团资金形成一定占用；考虑到欠款方主要为政府部门，回收保障程度较高。截至 2018 年底，云南城投集团存货 831.83 亿元，较年初大幅增长 12.78%，主要系房地产开发项目成本增加所致。云南城投集团共计提跌价准备 11.96 亿元，主要是对库存商品产成品、房地产开发成本等项目进行的跌价准备。

截至 2018 年底，云南城投集团非流动资产合计 1,458.00 亿元，较年初大幅增长 12.63%，主要系投资性房地产大幅增长所致。云南城投集团非流动资产主要由长期股权投资（占 10.70%）、投资性房地产（占 29.26%）和固定资产（占 18.66%）构成。截至 2018 年底，云南城投集团可供出售金融资产为 120.28 亿元，较年初减少 8.39%，主要系可供出售债务工具减少所致。截至 2018 年底，云南城投集团长期股权投资较年初大幅增长 28.46%，主要系对大理华茂房地产开发有限公司、昆明融煜投资合伙企业（有限合伙）、昆明远望健康产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）等合营、联营公司投资增加所致。

表 17 长期股权投资主要增长构成 (单位: 亿元)

	2016 年	2017 年	2018 年
投资收益	20.39	11.21	0.96
追加投资	-0.91	47.97	11.98
合计	19.48	59.18	12.94

资料来源: 审计报告

截至 2018 年底, 云南城投集团投资性房地产为 426.63 亿元, 较年初大幅增长 13.44%, 主要系以公允价值计量的自用房地产或存货转入所致。云南城投集团投资性房地产中按成本法计量的账面余额 1.44 亿元, 按公允价值计量的账面余额 425.19 亿元。截至 2018 年底, 云南城投集团固定资产账面价值为 272.03 亿元, 较年初减少 0.23%; 主要以房屋及建筑物 (占 86.67%) 为主。固定资产成新率 81.60%, 成新率较高。

截至 2018 年底, 云南城投集团受限资产达 781.74 亿元, 受限比例为 26.44%, 受限比例一般, 具体情况如下表所示。

表 18 截至 2018 年底云南城投集团受限资产明细情况 (单位: 亿元, %)

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	5.56	0.19
应收账款	101.96	3.45
存货	207.00	7.00
固定资产	115.22	3.90
无形资产	71.45	2.42
在建工程	5.50	0.19
股权	130.20	4.40
投资性房地产	144.84	4.90
合计	781.74	26.44

资料来源: 审计报告

总体看, 随着云南城投集团业务规模的扩大, 云南城投集团资产规模增长较快。流动资产中存货和其他应收款占比大, 对云南城投集团资金形成一定占用; 非流动资产以投资性房地产和固定资产为主, 整体资产质量一般, 流动性偏弱。

负债

截至 2018 年底, 云南城投集团负债规模合计 2,264.24 亿元, 较年初大幅增长 11.52%, 主要系应付债券和长期借款大幅增长所致; 其中流动负债 957.19 亿元 (占 42.27%), 非流动负债 1,307.05 亿元 (占 57.73%), 以非流动负债为主。

截至 2018 年底, 云南城投集团流动负债合计 957.19 亿元, 较年初大幅增长 10.93%, 主要系一年内到期的非流动负债和其他应付款增加所致。流动负债主要由短期借款 (占 10.75%)、其他应付款 (占 20.37%) 和一年内到期的非流动负债 (占 40.08%) 构成。截至 2018 年底, 云南城投集团短期借款为 102.89 亿元, 较年初大幅减少 45.11%, 主要系信用借款大幅减少所致。短期借款中以保证借款 (占 47.56%) 和信用借款 (占 45.68%) 为主。截至 2018 年底, 云南城投集团其他应付款 195.01 亿元, 较年初大幅增长 42.55%, 主要系关联方资金、应付股权收购款、非金融机构借款 (计入短期债务) 和其他往来资金等增加所致。云南城投集团其他应付款中一年以内金额为 148.12 亿元。截至 2018 年底, 云南城投集团一年内到期的非流动负债 383.62 亿元, 较年初大幅增长 42.44%, 主要系长期借款一年内到期转入所致。

截至 2018 年底，云南城投集团非流动负债合计 1,307.05 亿元，较年初大幅增长 11.96%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 55.70%）和应付债券（占 30.04%）构成。截至 2018 年底，云南城投集团长期借款 728.00 亿元，较年初增长 5.19%，主要系质押借款、抵押借款、其他借款（国开基金）增加所致；长期借款主要包括抵押借款（占比 35.63%）和保证借款（占比 26.16%）。截至 2018 年底，云南城投集团应付债券 392.67 亿元，较年初大幅增长 30.13%，主要系云南城投集团 2018 年发行了多笔中票、超短融和公司债所致。

债务方面，截至 2018 年底，云南城投集团全部债务 1,643.85 亿元，较年初增长 9.10%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增加所致。全部债务中短期债务占 31.17%，长期债务占 68.33%。债务指标方面，云南城投集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均有所下降，截至 2018 年底，上述比率分别为 76.59%、70.37% 和 62.04%，分别较上年下降 0.79、1.37 和 1.40 个百分点。截至 2018 年底，云南城投集团其他权益工具中包含 84.00 亿元的永续债，若将该永续债调整至长期债务，云南城投集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.44%、71.41% 和 63.73%。总体看，云南城投集团债务负担较重。

总体看，受建设项目持续投入以及业务板块扩张影响，云南城投集团债务规模持续增长，债务负担较重。

所有者权益

截至 2018 年底，云南城投集团所有者权益合计 692.26 亿元，较年初大幅增长 16.64%，其中归属于母云南城投集团的所有者权益占 42.17%。归属于母云南城投集团的所有者权益主要以实收资本（占 14.19%）、其他权益工具（占 28.77%）和资本公积（占 41.99%）为主。

总体看，云南城投集团所有者权益规模稳定增长，其中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

盈利能力

2018 年，云南城投集团实现营业收入 402.05 亿元，较上年增长 9.93%，主要系物流贸易板块收入增长所致。2016~2018 年，云南城投集团净利润逐年增长，年均复合增长 60.36%。2018 年，云南城投集团实现净利润 26.10 亿元，较上年大幅增长 29.53%，主要系投资收益和营业外收入增加所致。

从期间费用来看，2018 年，云南城投集团期间费用有所增长，主要系财务费用和管理费用增长所致。2018 年，云南城投集团销售费用为 16.41 亿元，较上年增长 4.13%，主要系广告宣传费增加所致；云南城投集团管理费用为 29.84 亿元，较上年大幅增长 16.77%，主要系工资、奖金、津贴和补贴、社保及住房公积金等增加所致；2018 年，云南城投集团财务费用为 61.16 亿元，较上年增长 4.99%。云南城投集团费用收入比为 26.71%，费用总额对利润侵蚀作用较大，云南城投集团费用控制能力有待提高。

2018 年，云南城投集团非经常性损益（包括公允价值变动损益、投资收益、其他收益和营业外收入）为 52.18 亿元，占利润总额的 122.28%。具体来看，2018 年，云南城投集团所取得的公允价值变动净收益为 14.90 亿元，较上年减少 1.99%，主要系按公允价值计量的投资性房地产增值减少所致。2018 年，云南城投集团所取得的投资净收益为 31.84 亿元，较上年大幅增长 585.82%，主要系处置满江康旅和拉萨圣地天堂会展旅游实业有限公司长期股权投资产生的投资收益增加所致。云南城投集团营业外收入主要是政府补助、违约金赔偿收入以及合并收益，为 3.44 亿元，较上年增长主要系企业合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额。整体看，云南城投集团盈利能力有待提高。

盈利指标方面，2018 年，云南城投集团总资本收益率为 3.87%，总资产报酬率为 3.67%；同期，

云南城投集团净资产收益率有所上升，为 4.06%。云南城投集团盈利能力一般。

总体看，云南城投集团营业收入有所增加，但期间费用控制能力有待提高，且非经营性损益及政府补助对利润总额的影响较大，云南城投集团盈利能力有待提高。

现金流

从经营活动产生的现金流量来看，2018 年，云南城投集团经营活动现金流入为 552.28 亿元，较上年有所增加，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；云南城投集团经营活动现金流出为 532.53 亿元，有所增加，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；同期云南城投集团经营活动现金净额为 19.75 亿元，云南城投集团现金收入比率为 84.29%，有所上升，但整体收入实现质量一般。

从投资活动产生的现金流量看，2018 年，云南城投集团投资活动现金流入为 82.65 亿元，云南城投集团投资活动现金流出为 234.99 亿元，有所上升，主要受投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金影响，受上述因素影响，2018 年，云南城投集团投资活动现金流量净额为-152.34 亿元。

从筹资活动产生的现金流量看，2018 年，云南城投集团筹资活动现金流入为 845.87 亿元，云南城投集团筹资活动现金流出为 804.41 亿元，同比增幅较大，主要系还款规模大幅增加所致，云南城投集团筹资活动现金流量净额分别为 41.46 亿元，云南城投集团对外融资需求较大。

偿债能力

短期偿债能力指标方面，2018 年，云南城投集团流动比率、速动比率、现金短期债务分别为 1.57 倍、0.70 倍和 0.50 倍，均小幅增长，但整体看，云南城投集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，云南城投集团 EBITDA 为 124.75 亿元，较上年大幅增加。云南城投集团 2018 年 EBITDA 主要由利润总额占 34.21%，计入财务费用的利息支出占 47.95%，折旧占 11.75%，以及摊销占 6.09% 构成。2018 年，云南城投集团 EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，EBITDA 对债务的保障能力偏弱；2018 年，云南城投集团 EBITDA 利息倍数为 1.24 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；整体看，云南城投集团长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，云南城投集团对外担保合计 135.29 亿元，云南城投集团担保比率为 19.54%，主要系对恒泰浩睿-彩云之南资产管理计划¹提供转向计划差额补足及连带担保责任和为商品房承购人提供购房担保，云南城投集团存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，云南城投集团共获银行授信额度总额为人民币 1,871.98 亿元和美元 3,000 万，已使用 1,208.15 亿元，未使用授信总额人民币 663.83 亿元和美元 3,000 万，云南城投集团间接融资渠道畅通。云南城投集团子公司云南城投、云南水务和一乘驾校均为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，云南城投集团有 5 笔重大未决诉讼（超过 1000 万元），其中 4 笔为云南城投集团三级子公司云南融智资本管理有限公司（以下简称“融智资本”）作为原告，委托借款本金无法收回，涉及金额 9.4 亿元，融智资本申请财产保全金额 11.72 亿元，目前仍处于强制执行阶段；另外 1 笔为云南城投作为被告的建设工程合同涉及金额为 1.08 亿元，云南城投已计提了相应的或有负债。

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1053011200410310N），截至 2019 年 4 月 1 日，云南城投集团无未结清的不良类贷款记录，存在四笔已结清的关注类贷款和四笔

¹ 恒泰浩睿-彩云之南私募投资基金成立于 2015 年，由北京恒泰弘泽投资有限公司负责管理，1、通过委贷银行向北京云南大厦酒店有限公司发放委托贷款 19.06 亿元；2、通过委贷银行向云南城投版纳投资开发有限公司发放委托贷款 12.78 亿元；3、向云南省城市建设投资集团有限公司购买其持有的北京云南大厦酒店有限公司和云南城投版纳投资开发有限公司的 100% 股权；4、合格投资。

欠息，相关银行已出具证明。根据国开行云南分行及中国农业银行昆明西山区支行提供的证明，上述关注或不良贷款信息均已经正常履约，无不良信用记录。

总体看，云南城投集团目前债务负担较重，偿债指标一般，考虑到云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，区位优势明显，实际控制人为云南省国资委，政府支持力度较大，业务发展稳定，整体偿债能力极强。

3. 担保效果评价

截至 2019 年 4 月底，“18 滇城 01”本金为 21.80 亿元，占云南城投集团所有者权益总额的 3.15%，占云南城投集团净资产比重一般。2018 年，云南城投集团经营活动现金流入量为 552.28 亿元，为“18 滇城 01”本金的 25.33 倍，云南城投集团经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

以 2018 年财务数据测试，2018 年，云南城投集团 EBITDA 为 124.75 亿元，为“18 滇城 01”本金的 5.72 倍，EBITDA 对“18 滇城 01”的覆盖程度较好。

总体看，考虑到云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，区位优势明显，政府支持力度较大，业务发展稳定，其担保对于“18 滇城 01”的到期还本付息具有明显的增信作用。

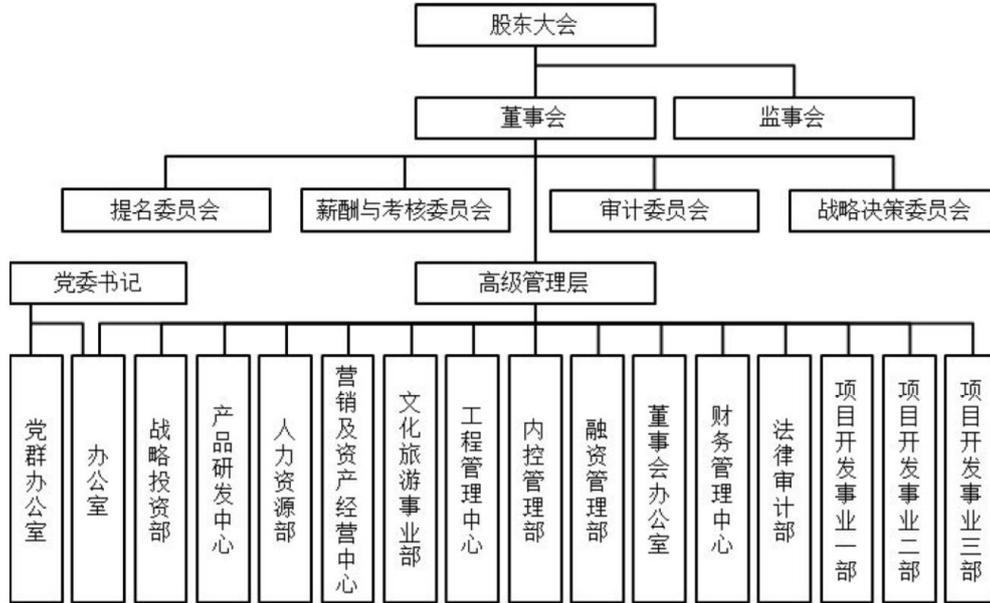
九、综合评价

公司作为云南省重要国有上市房地产开发企业，在房地产开发经验、土地储备、项目品质和股东实力等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司房地产项目区域集中度仍较高、部分在售项目去化速度较慢、面临较大的资金支出压力、债务负担仍较重且存在集中兑付压力、期间费用对盈利侵蚀严重且盈利对非经常损益依赖程度有所提高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司发行的“18 滇城 01”债券担保方云南城投集团作为云南省城市运营开发的重要实体以及公用事业的主要载体，在经营环境和政策支持等方面拥有突出优势，其所提供的担保对上述债券的信用状况有显著的增信作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级“AA”，评级展望维持“稳定”。同时联合评级维持“18 滇城 01”的信用等级“AAA”。

附件 1 云南城投置业股份有限公司 组织架构图

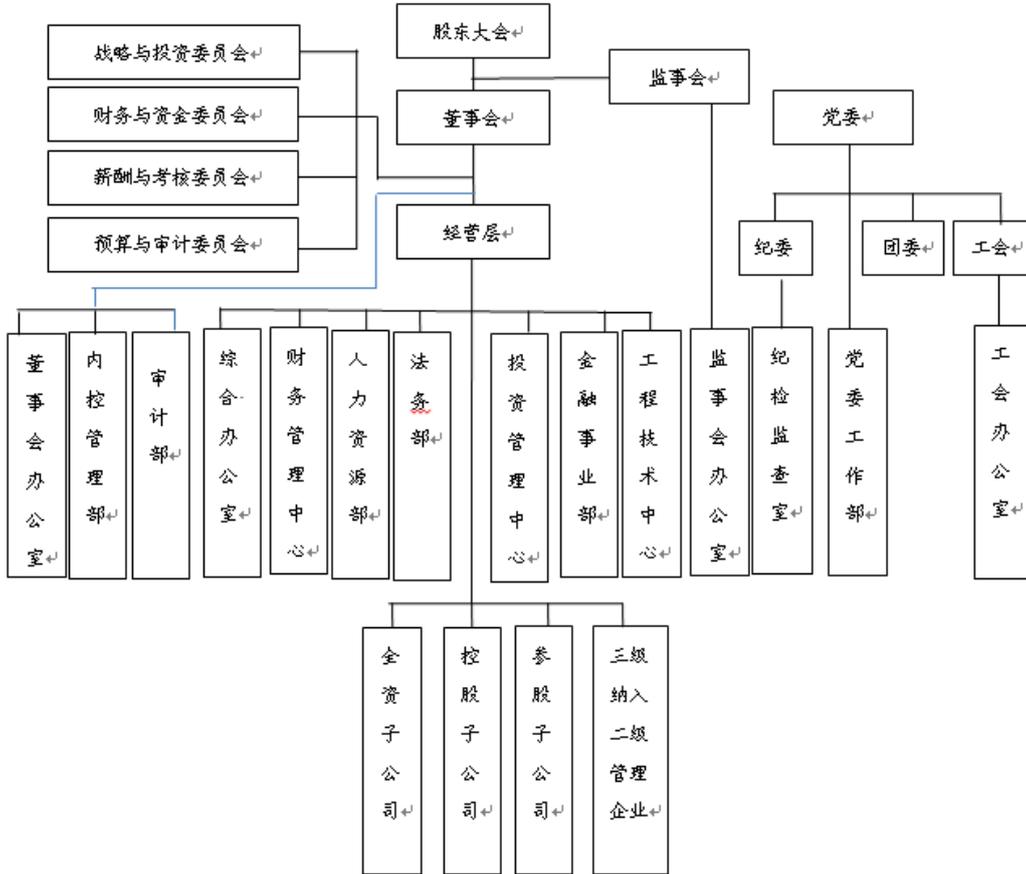


附件 2 云南城投置业股份有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额(亿元)	641.43	788.03	848.68	852.99
所有者权益(亿元)	69.15	88.14	90.20	85.83
短期债务(亿元)	140.41	208.63	250.25	286.56
长期债务(亿元)	278.59	294.91	315.56	290.36
全部债务(亿元)	418.99	503.53	565.81	576.92
营业收入(亿元)	97.70	143.91	95.43	8.70
净利润(亿元)	2.70	4.22	4.55	-4.18
EBITDA(亿元)	13.96	25.82	26.42	--
经营性净现金流(亿元)	-19.35	36.68	-22.43	-7.62
流动资产周转次数(次)	0.22	0.27	0.17	--
存货周转次数(次)	0.20	0.23	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.20	0.12	--
现金收入比率(%)	51.09	75.24	93.75	176.80
总资本收益率(%)	2.82	4.04	3.62	--
总资产报酬率(%)	2.44	3.45	3.01	--
净资产收益率(%)	4.32	5.37	5.10	--
营业利润率(%)	13.49	21.85	22.95	35.38
费用收入比(%)	13.34	17.62	32.95	91.05
资产负债率(%)	89.22	88.82	89.37	89.94
全部债务资本化比率(%)	85.83	85.10	86.25	87.05
长期债务资本化比率(%)	80.11	76.99	77.77	77.18
EBITDA利息倍数(倍)	0.35	0.60	0.53	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.03	0.05	0.05	--
流动比率(倍)	1.85	1.44	1.32	1.23
速动比率(倍)	0.35	0.29	0.19	0.16
现金短期债务比(倍)	0.41	0.26	0.11	0.08
经营现金流动负债比率(%)	-6.89	9.49	-5.34	-1.67
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.64	1.18	1.21	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、2016~2019年3月公司短期债务中包含其他应付款中的有息借款；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件3 云南省城市建设投资集团有限公司 组织结构图



附件 4 云南省城市建设投资集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	2,038.90	2,623.83	2,956.50
所有者权益（亿元）	436.72	593.52	692.26
短期债务（亿元）	341.79	476.58	512.38
长期债务（亿元）	826.39	1,030.15	1,131.47
全部债务（亿元）	1,168.18	1,506.73	1,643.85
营业收入（亿元）	202.55	365.73	402.05
净利润（亿元）	10.15	20.15	26.10
EBITDA（亿元）	76.21	110.37	124.75
经营性净现金流（亿元）	-18.40	-13.09	19.75
流动资产周转次数（次）	4.28	4.98	4.01
存货周转次数（次）	0.27	0.31	0.35
总资产周转次数（次）	0.12	0.16	0.14
现金收入比率（%）	65.82	75.31	84.29
总资本收益率（%）	3.09	4.11	3.87
总资产报酬率（%）	2.91	3.88	3.67
净资产收益率（%）	2.88	3.91	4.06
营业利润率（%）	25.87	34.14	25.89
费用收入比（%）	27.44	27.22	26.71
资产负债率（%）	78.58	77.38	76.59
全部债务资本化比率（%）	72.79	71.74	70.37
长期债务资本化比率（%）	65.43	63.45	62.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.03	1.33	1.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.08
流动比率（倍）	1.72	1.54	1.57
速动比率（倍）	0.74	0.69	0.70
现金短期债务比（倍）	0.62	0.52	0.50
经营现金流流动负债比率（%）	-2.70	-1.52	2.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.50	5.06	5.72

注：本报告将担保方 2017~2018 年其他应付款中的非金融机构借款计入短期债务，长期应付款中的有息债务计入长期债务核算。

附件 5 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 6 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。