

云南省城市建设投资集团有限公司 2019 年公开发 行公司债券(第二期)、2020 年公开发行公司债券 (第一期)跟踪评级报告（2020）

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1094 号

云南省城市建设投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 云投 02”和“20 云投 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“19云投02”和“20云投01”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了云南省经济实力稳步增强、为公司创造良好的发展环境，公司在云南省区域地位重要及业务收入来源多元化等因素对公司整体信用水平起到支撑作用。同时，中诚信国际关注到房地产业务收入下滑、经营性获利能力下降，未来投资压力较大、财务杠杆高位运行、短期偿债压力较大，混合所有制改革进展尚不明确及子公司重大资产重组等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

云南城投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,623.83	2,956.50	2,838.45	2,816.59
所有者权益合计（亿元）	593.52	692.26	571.43	556.86
总负债（亿元）	2,030.31	2,264.24	2,267.01	2,259.74
总债务（亿元）	1,499.72	1,652.89	1,632.82	1,668.00
营业总收入（亿元）	365.73	402.05	380.38	51.66
经营性业务利润（亿元）	27.36	-1.67	-17.47	-20.94
净利润（亿元）	20.15	26.10	3.22	-12.90
EBITDA（亿元）	110.37	124.75	118.35	--
经营活动净现金流（亿元）	-13.09	19.75	-63.14	3.52
收现比(X)	0.75	0.84	0.95	0.72
营业毛利率(%)	38.87	30.00	29.21	15.58
应收类款项/总资产(%)	13.87	18.43	20.16	20.95
资产负债率(%)	77.38	76.59	79.87	80.23
总资本化比率(%)	71.65	70.48	74.08	74.97
总债务/EBITDA(X)	13.59	13.25	13.80	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.33	1.24	1.11	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际将长期应付款中的带息债务纳入长期债务计算，将其他流动负债中的带息债务纳入短期债务计算；5、2017 年财务数据为 2018 年财务报告期初数，2018~2019 年及 2020 年 1~3 月财务数据均为各期财务报告期末数。

正面

■ 云南省经济实力稳步增强，为公司创造良好的发展环境。

2019 年，云南省区域经济保持较快增长，土地市场向好，地区综合实力稳步增强，2019 年云南省实现地区生产总值 23,223.75 亿元，同比增速为 8.1%。

■ **重要的区域地位。**公司是云南省重要的城市建设开发主体，区域地位重要，2020 年以来公司明确在云南省文化旅游和健康服务两大产业龙头企业的业务定位，未来或可获得一定外部支持。

■ **收入来源多元化。**公司业务范围较为广泛，营业收入来源呈现多元化，有助于增强公司抵抗单一业务板块波动风险的能力。

关注

■ **房地产业务收入下滑，经营获利能力下降。**2019 年公司房地

同行业比较

同区域企业 2019 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
云南省城市建设投资集团有限公司	2,838.45	571.43	79.87	380.38	3.22	-63.14
云南省投资控股集团有限公司	3,756.15	1,289.35	65.67	1,283.32	26.94	69.36
云南省能源投资集团有限公司	1,888.42	720.97	61.82	1,123.13	21.32	38.42
云南省交通投资建设集团有限公司	4,427.72	1,297.92	70.69	754.03	21.70	141.99
云南省建设投资控股集团有限公司	4,056.04	1,073.35	73.54	1,328.04	22.84	125.30

资料来源：中诚信国际整理

产业业务收入同比下滑，重要子公司云南城投置业股份有限公司（以下简称“城投置业”）经营业绩亏损对公司形成一定拖累，2019 年，公司经营性业务利润亏损扩大，公允价值变动损益及投资收益是公司利润总额的主要支撑，公司经营获利质量及稳定性尚需加强。

■ **财务杠杆高位运行，短期偿债压力较大，未来较大投资压力或使公司财务杠杆持续承压。**2019 年及 2020 年 3 月末公司总资本化比率持续攀升且维持高位，债务负担较重；同时 2020 年为公司债务偿付高峰期，公司面临较大的短期偿债压力，公司计划通过股东注资、处置资产、债权清收及再融资等方式筹集债务偿付资金。公司开发项目规模较大，对外投资活动频繁，资金需求维持高位，未来仍具有较大的资本支出压力，财务杠杆或持续承压。

■ **混合所有制改革进展尚不明确。**2019 年 7 月以来，中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）拟参与公司混合所有制改革，但目前合作方式及进展尚不明确，该事项对公司的影响尚需关注。

■ **城投置业重大资产重组。**根据《云南城投置业股份有限公司重大资产出售暨关联交易预案》（以下简称“《交易预案》”），城投置业拟向公司以市场公允价值出售其持有的天津银润等 18 家公司股权，截至本报告出具日，城投置业重大资产重组事项尚在推进，中诚信国际将持续关注该事项的进展及其对公司资金压力、业务结构等带来的影响。

评级展望

中诚信国际认为，云南省城市建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济实力大幅下滑，财政情况持续弱化；公司因内部管理等因素，造成自身经营状况受到重大影响；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 云投 02	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/12/17~2022/12/17
20 云投 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2020/01/20~2023/01/20

注：“19 云投 02”、“20 云投 01”附存续期第 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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 云投 02”募集资金 20.00 亿元，截至本报告出具日，募集资金已使用完毕，均用于偿还公司存量债务。

“20 云投 01”募集资金 20.00 亿元，截至本报告出具日，募集资金已使用完毕，均用于偿还公司存量债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

区域经济环境

2019 年云南省经济保持较快增长，土地市场向好，财政实力不断增强，但财政平衡率依然较低

财政级次及特殊地位：云南省地处中国西南边陲，是全国边境线最长的省份之一，云南省辖 8 个地级市、8 个自治州，有 8 个州（市）的 25 个边境县分别与缅甸、老挝和越南交界。省内少数民族众多，聚居了彝族、白族、哈尼族、傣族等少数民族。云南省是我国面向东南亚、南亚的门户，随着一系列跨境公路、航运、铁路等基础设施的建设，云南省连同东南亚及南亚市场的区域地位日益重要。

经济发展水平：云南省具有丰富的矿产资源、水利资源和旅游资源，云南省经济发展稳中有进，综合经济实力不断增强。2019 年，云南省地区生产总值（GDP）为 23,223.75 亿元，增速为 8.1%，高于全国 2 个百分点；同期三次产业结构为 13.1:34.3:52.6。截至 2019 年末，云南省常住人口 4,858.3 万人，全省城镇化率为 48.91%；按常住人口计算，人均 GDP 为 47,944 元，比上年增长 7.4%。

财政及债务率：云南省 2017~2019 年的一般公共预算收入分别为 1,886.16 亿元、1,994.31 亿元和 2,073.53 亿元，其中 2019 年税收收入占比为 69.96%。

2019 年，云南省财政平衡率为 30.63%，财政自给能力较弱，对转移支付依赖较大。2019 年，云南省实现政府性基金预算收入 1,590.7 亿元，同比增长 23.6%，土地市场行情向好。2018 年末云南省政府债务限额和余额分别为 8,204.1 亿元和 7,139.8 亿元，债务率为 77.66%；2019 年云南省地方政府债务限额 9,114.85 亿元。

未来发展机遇：云南省是中国通往东南亚、南亚的门户，在实施“一带一路”战略和长江经济带建设的推动下，云南省可享有区位优势及政策红利，保持经济活力。

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。此外，受疫情短期冲击经济，后续专项债或将进一步扩容提效，从而拉动基建投资。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：2019 年 5 月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019 年上半年，监管发布多项举措，遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区 IPO。

展望：一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重

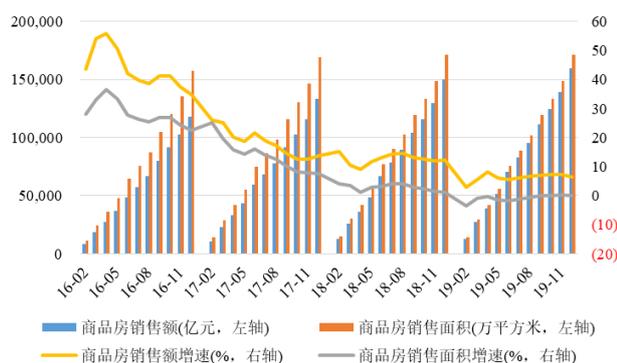
重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

2019年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

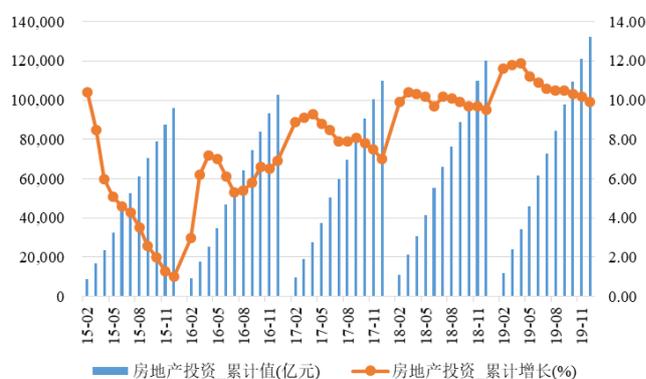
中诚信国际认为，2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

图2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%

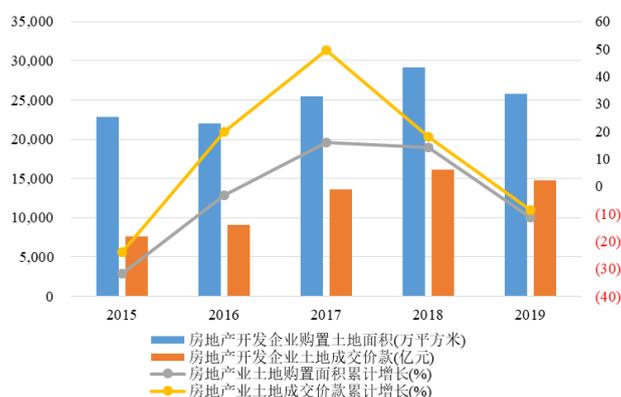


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降11.4%和8.7%。施工方面，2019年，房地产开发企业新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.5%，增速下滑8.7个百分点。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP4~10、TOP11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP31~50和TOP51~100房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%

¹ 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的趋势。

TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019 年公司继续作为云南省省属重要的土地一级开发企业，项目储备较充足且具备一二级联动开发优势，但项目周期较长，资本支出压力较大

公司是云南省省属企业中重要的土地开发主体，该业务的主要承接主体为控股子公司城投置业和昆明未来城开发有限公司（以下简称“昆明未来城”），以及参股公司云南省土地储备运营公司（以下简称“土储公司”）。三家公司定位不同，其各自负责的项目开发模式、开发阶段、经营状况等均存在差异。

（1）城投置业

城投置业系上交所上市的国有控股上市公司，注册资本为 16.06 亿元，公司持有城投置业 39.87% 的股份，为其控股股东。城投置业主要负责昆明市环湖东路沿线土地开发、城中村土地的一级开发。

昆明市环湖东路沿线土地开发因合同约定的土地一级开发期限已满，且环湖东路项目实施的客观条件发生较大变化，经昆明市政府与城投置业协商，双方于 2014 年 11 月签订的《环湖东路土地一级开发解除协议》已提前解约。截至环湖东路审计基准日，经昆明市审计局确认，公司应收回投资成本 72.89 亿元、5% 的保底收益 3.64 亿元以及后续资金利息和零星投资 6.23 亿元，应回收金额共计 82.76 亿元；截至 2020 年 3 月末，上述款项尚余 1.26 亿元尚未收回。

城中村土地一级开发项目方面，存在两种承接方式：其一是同时参与土地的一级开发及市场化的二级开发，其二是仅参与土地一级开发。具体来看，

城投置业接受政府委托或作为社会投资人通过投标的方式参与到土地一级开发项目中，由其完成拆迁补偿、土地平整、回迁房建设、环境景观投资、公建配套设施建设及引进优质教育资源等工作，此后土地交由国土部门进行出让。出让完成后，对于拟参与二级开发的地块，由城投置业通过公开市场招拍挂程序取得土地使用权并通过二级开发业务获取收益；对于仅参与一级开发的地块，其收益方式系按照政府相关规定获取土地出让金的分成收益或保底收益。目前公司的资金平衡方式以通过二级开发业务获取收益为主。

从项目开发来看，城投置业受昆明市官渡区政府、盘龙区、西山区及兰州市政府委托，目前共签订了包括融城金阶及关坡城中村改造项目、中坝城中村改造项目、上坝城中村改造项目、严家地城中村改造项目以及徐家湾片区旧城改造（民俗风情园）项目在內的 5 个土地受托整理合同，涉及合作开展关坡片区、上坝片区、中坝片区、融城金阶、严家地片区、黄河春城 6 个城中村改造项目。目前，大部分土地一级开发项目由公司及其下属子公司通过市场化方式参与二级开发，实现收益。

从开发进度来看，上述项目自 2010 年以来签署协议并实施，截至 2020 年 3 月末，已完成土地一级开发整理的地块中有 37 块土地已由合并范围内子公司摘地，已进行或拟将进行后续二级开发，土地性质涵盖居住、商服、办公、中小学等多种用途，土地面积共计 1,327.98 亩，涉及一级开发总投入共计 153.74 亿元，项目开发收益将通过房地产开发业务体现。

表 2：截至 2020 年 3 月末城投置业已完工出让的城中村土地一级开发项目情况（个、亩、万元）

项目名称	含地块数量	大致位置	规划用途	面积	2020 年 3 月末开发总投入
中坝以南（一期）地块	11	云南省昆明市盘龙区龙泉街道办事处中坝片区	居住/中小学/服务设施/商业	512.39	869,720.15
上坝以南（一期）地块	6	云南省昆明市盘龙区龙泉街道办事处上坝片区	居住/办公/服务设施/商业	199.57	
中坝以南（二期）地块	4	云南省昆明市盘龙区龙泉街道办事处中坝片区	居住/中小学/服务设施/商业/供电供地	130.79	97,036.00
兰州徐家湾旧城改造项目（黄河春城）-上徐	1	甘肃省兰州市城关区徐家湾	城市综合体	92.95	84,474.29
融城优郡	5	云南省昆明市	住宅/商务金融	91.42	76,592.10

融城金阶	2	云南省昆明市	住宅/商务金融	71.53	71,887.64
融城春晓	2	云南省昆明市	城镇住宅	79.18	41,887.30
融城天阶	6	云南省昆明市	城镇住宅/批发零售/餐饮/ 商务金融	150.15	295,842.49
合计	37	-	-	1,327.98	1,537,439.97

注：1、以上地块均由公司合并范围内子公司拟进行二级开发；2、其中融城优郡、融城金阶、融城春晓、融城天阶项目面积为净用地面积。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，城投置业仍在开发的该类土地共计 1,865.80 亩，预计投资总额 116.87 亿元，累计已投资 63.74 亿元。公司城中村土地开

周期较长，形成较大的资金占用，同时未来仍面临较大的资金需求。截至 2020 年 3 月末，公司暂无拟整理城中村开发项目。

表 3：截至 2020 年 3 月末城投置业在整理的城中村土地一级开发项目情况（亩、亿元）

宗地名称	地块性质	面积	总投资概算	已投资
上坝、中坝绕城以北城中村改造	服务设施用地	971.55	69.23	31.29
昆明湖中小学地块城中村改造	中小学用地	515.95	18.4	14.25
兰州徐家湾旧城改造（下徐）	综合用地	378.30	29.24	18.2
合计	-	1,865.80	116.87	63.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

（2）昆明未来城

昆明未来城负责的土地一级开发项目主要为昆明、大理两市及其他区域的棚户区改造项目。昆明未来城自 2014 年开始被纳入云南省级棚户区改造主体之一。

业务模式方面，昆明未来城与委托方签订棚户区改造协议，由其自筹资金用于许可片区内的征地拆迁、地块平整等工作，整理完工后交昆明市土地储备中心进行收储。土地完成招拍挂出让后，土地储备中心通过当地财政局将开发成本（包括土地补偿费、安置补助费、地上附着物和青苗补偿费、拆迁补偿费、被征地农民的社会保障基金、土地前期开发整理等）全额返还，同时委托方在开发期内每年向公司支付一定金额的开发收益（一般为开发成本的 8%~16%）。此外，在此过程中中央和省级也将安排部分补助资金支持项目建设。

账务处理方面，如前所述，公司在项目开发期

根据协议约定每年确认开发收益，同时在项目完工后交由委托方进行审计，并在委托方审计结束、核定相关投资成本后确认收入及成本。

目前，昆明未来城开展的棚户区改造项目大多处于前期阶段，截至 2020 年 3 月末仅有两个合计总投资 1.04 亿元的停车场完工。同期末，昆明未来城主要的在开发及拟开发土地整理项目共有 7 个，面积共计 2,304.41 亩，开发周期以 3~4 年为主，预计开发总投入 181.76 亿元；截至 2020 年 3 月末，上述项目累计投入金额 38.20 亿元，累计已实现收入（开发收益）3.46 亿元，其中到账金额为 2.79 亿元。

未来投资计划方面，2020~2022 年，昆明未来城整体用于项目投资的支出计划分别为 12.00 亿元、12.36 亿元和 11.82 亿元，后续的资金需求仍较大。资金来源方面，昆明未来城主要通过外部融资及项目回款平衡。

表 4：截至 2020 年 3 月末昆明未来城主要在开发、拟开发项目情况

宗地名称	地块位置	规划用途	面积（亩）	预计总投入（万元）	已投资（万元）	开发周期
云山村片区棚户区改造项目	昆明市盘龙区世博园主入口西侧	商业及住宅	288.97	430,787.61	9,702.77	2017-2021
白龙寺片区棚户区改造项目	位于昆明市盘龙区白龙路豪都家具城东侧	商业及住宅	152.97	261,890.40	44,636.51	2017-2021
西坝片区棚户区改造项目	位于昆明市西山区金	商业及住宅	220.00	333,780.88	85,697.36	2017-2021

碧社区						
大理市苗圃山片区棚户区改造及苗圃山片区环城南路沿线安置房建设项目	大理市下关镇环城南路沿线及苗圃山片区	商业及住宅	220.70	199,381.43	50,693.00	2018-2022
大理市绿玉文化片区棚户区改造及绿玉文化片区（二号地块）安置房建设项目	大理市下关老城区下关一中旁两侧	住宅	321.84	397,098.33	67,707.00	2018-2022
大理水岸华府项目	大理市下关镇西洱河北岸	商业及住宅	22.03	52,486.82	29,215.00	2017-2020
文山丘北县东湖片区棚改项目	文山州丘北县东湖片区	住宅	1,077.90	142,124.56	94,382.61	2017-2021
合计	-	-	2,304.41	1,817,550.03	382,034.25	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

(3) 土储公司

2015 年经云南省全面深化改革领导小组第十二次会议和省政府第 69 次常务会议的批准，公司参与成立了土储公司，该公司系云南省省级土地储备市场化的运作载体。公司持有土储公司 40% 股权，城投置业持有土储公司 10% 的股权，剩余股权则由云南省国有金融资本控股集团有限公司（以下简称“云南金控”）持有，公司未并表土储公司。

土储公司业务模式为：通过政府购买服务的模式进行征地拆迁补偿，通过政府采购工程的模式进行土地前期开发，相关项目均已按照规定纳入年度财政预算。土地一级开发完成后，交由土储中心收储并通过招拍挂出让，土储公司的土地一级开发收入经审计认定的投资额加成一定比例确认，并于 3-5 年内实现回款。土储公司在建项目主要有滇中新区小哨片区土地一级开发项目、畹町国际进出口生物产业园土地收储项目、汽车销售城项目、兰茂大道旁项目、长松园科教文化产业园、德宏旅游健康小镇土地收储项目及经开区大小新册城中村改造项目。上述项目涉及土地面积 1.98 万亩，建设周期集中在 2~3 年，预计总投资 169.95 亿元，截至 2020 年 3 月末完成投资 58.26 亿元，累计实现收入 3.01 亿元。

中诚信国际认为，公司土地一级开发模式较为清晰，具备一二级联动开发的优点，公司在手项目大多有序推进但项目开发周期较长，同时公司目前在开发及拟开发项目较多，回款速度相对滞后，未

来一段时期内仍面临较大的资金支出需求。

2019 年，公司房地产项目销售及竣工面积均显著下降，经营业绩大幅下滑；公司房地产项目储备充足，但资金需求维持高位，且存在较大的去化压力，考虑到公司项目区域分散，各地房地产调控政策及市场行情对公司影响仍存，未来经营业绩尚需关注

公司房地产开发业务的业态范围覆盖较广，包括住宅、商业、商铺及办公等，承接主体主要为城投置业、昆明国际会展中心有限公司（以下简称“昆明会展”）、云南新世纪滇池国际文化旅游会展投资有限公司（以下简称“滇池会展”），以及参股公司莱蒙国际集团有限公司（以下简称“莱蒙国际”）等。

具体来看，城投置业是云南省领先的住宅开发商之一，拥有房地产开发一级资质，目前在房地产开发领域已打造出“融城”系城市住宅综合体和“梦云南”系旅游地产两大产品线以及一个商业模式，即住宅综合体与旅游地产、养老地产的产业联动商业模式。城投置业旗下项目涉及普通住宅、高档住宅、办公楼、商铺、车位等多种业态，同时业务范围涵盖土地一级开发和物业管理等。房地产开发业务模式主要包括自主开发、合作开发以及股权并购等方式，在手项目区域范围包括昆明市、云南境内其他地市以及北京、杭州、宁波、兰州、成都等多地。

截至 2020 年 3 月末，城投置业在售房地产项目共计 29 个，在售面积共计 582.32 万平方米，项目整体涉及总投资 980.20 亿元。从销售情况来看，

因项目完工时点不同、受当地房地产市场景气度影响以及公司销售政策不同等因素，截至当期期末上述各项目销售情况呈现较大差异，销售均价自数千元至数万元不等；截至 2020 年 3 月末，上述在售项

目累计已实现销售收入 403.10 亿元，累计回笼资金 323.11 亿元，回款存在一定滞后性。伴随房地产项目的周期性推进，城投置业未来仍面临一定的去库存压力。

表 5：截至 2020 年 3 月末城投置业主要在售（含预售）项目情况（亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	(预计) 竣工时间	总投资	建筑 面积	在售 面积	累计已售 面积	累计均价	累计实 现销售 收入	累计回 笼资金
融城昆明湖	2015 年起陆续竣工	214.74	322.55	124.62	97.43	8,323	94.26	101.03
哈尔滨银泰城 (E13)	2019.09	31.58	32.00	7.96	6.45	10,533	6.31	3.39
雨林澜山 (一、二、三期)	2015 年陆续竣工	51.58	106.77	9.00	8.78	12,964	10.90	10.87
春城十八里 (一、二期)	2020.06	18.43	23.53	7.82	7.00	16,986	7.09	12.12
海东方 (一、二、三期)	一期 2014.01、二期 2015.12、三期待定	10.52	109.24	9.71	9.47	12,682	10.31	10.62
海口龙腾湾	2019.12	59.60	31.20	13.07	7.73	12,711	0.12	1.21
融城云谷	2017	9.52	13.45	10.38	7.56	11,160	7.83	8.35
融城金阶	2013.12	21.86	31.34	23.07	16.46	10,998	17.50	16.22
融城优郡	2014.05	24.04	41.92	28.24	19.33	9,728	18.73	17.90
艺术家园	2015.12	37.07	59.51	53.04	42.65	5,539	23.61	7.47
融城春晓	2017.07	14.98	45.53	17.40	6.47	10,785	7.24	6.58
山海荟 (一期)	2018.12	19.83	18.20	6.23	4.12	21,933	8.02	9.64
海威国际 (一、二期)	一期 2009.12、二期 2016.06	34.00	16.97	6.25	6.16	17,280	12.06	10.70
杭州临平理想银泰城 (一二三期)	2019.01	57.49	66.87	33.15	31.94	13,458	18.85	14.64
成都银泰中心	2018	66.69	72.38	49.83	47.37	17,053	46.94	32.12
奉化银泰城	2013.01	24.18	35.61	18.61	18.00	4,210	1.86	1.86
宁波银泰城 (东部新城银泰城)	2019	57.61	61.43	26.61	22.56	19,187	25.63	6.34
台州置业 (F0205-B)	2017.06	17.28	17.28	27.61	19.24	7,438	3.99	0.80
平阳银泰城	2016.08	23.51	37.21	20.99	20.68	9,856	4.86	6.59
苍南银泰城	2016.12	20.19	32.22	12.13	12.13	15,109	19.60	4.32
融城东海	2016.12	6.05	10.93	8.13	6.27	10,757	6.12	6.23
哈尔滨银泰城 E9	2015.12	25.33	26.48	19.03	15.81	11,035	2.75	2.75
青云林海	2015 年陆续竣工	1.91	7.24	2.84	1.76	4,651	0.80	0.83
洱海天域 (除酒店)	2007 年陆续竣工	12.45	22.54	17.50	17.23	11,789	15.58	15.21
成都梦享青城 (春山可望)	2020 年陆续竣工	58.45	48.95	2.87	2.27	14,035	-	2.72
杭州西溪银泰城	2018.02	25.36	31.42	8.43	8.42	31,636	26.17	6.84
鼎云国际 (融城云熙)	2013.03	9.88	7.51	4.45	4.45	15,293	5.97	5.20
楠景新城 (一期)	2020	12.07	7.10	6.90	1.06	6,716	-	0.56
萧山银泰城 (一期)	2020	14.00		6.45	0.70	13,600	-	-
合计	-	980.20	1,337.38	582.32	469.50	367,445	403.10	323.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末城投置业 累计已投资 379.55 亿元，剩余资金需求仍然较大。在建项目共计 20 个，涉及总投资额 867.57 亿元，

表 6：截至 2020 年 3 月末城投置业主要在建项目开发投资情况（亿元）

项目	地区	经营业态	总投资	已投资	项目批文情况
融城昆明湖一期	昆明	住宅/办公/科教/商业	137.70	105.32	五证
融城昆明湖二期	昆明	住宅/办公/科教/商业	77.04	34.50	五证
北京房山时光汇	北京	商业	62.68	51.46	四证
春城十八里（二期）	咸阳	住宅	11.01	4.71	五证
海东方（悦榕庄）	大理	商业	8.60	3.33	四证
海东方（三期）	大理	住宅	3.20	0.86	五证
雨林澜山（三期）	西双版纳	住宅	38.16	6.62	五证
山海荟（二期）	昆明	住宅	36.22	16.41	四证
哈尔滨银泰城（E13）	哈尔滨	住宅/商业	31.58	28.63	五证
杭州临平银泰城（三期）	杭州	商业	57.49	46.30	五证
黄河春城（上徐）	兰州	商业/住宅	25.19	18.20	四证
楠景新城（一期）	西双版纳	住宅	12.07	6.60	五证
海口龙腾湾（二期）	海口	住宅/商业	10.60	9.90	五证
成都梦享青城	成都	住宅/商业	58.45	17.89	五证
萧山银泰城（一期）	杭州	住宅/商业	14.00	8.52	四证
华阳花园	东莞	住宅/商业	21.29	10.43	四证
海璟城	西安	商业/办公	14.41	1.55	四证
海港中心	西安	商业/办公	4.02	0.70	四证
长安国金中心	西安	商业/办公	5.93	1.27	四证
古滇未来城（蔚蓝山海）	昆明	住宅/商业	237.93	6.35	四证
合计	-	-	867.57	379.55	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售情况来看，2019 年受房地产调控政策持续及政策区域分化加重影响，城投置业销售面积同比大幅下滑。销售价格方面，城投置业的开发项目大多集中在二、三线城市，如昆明、成都、兰州、西安等地，受房地产市场景气度影响较大；加之旗下项目业态多元、区位多样，各年所售楼盘的不同亦会导致其均价呈现较大波动，2019 年销售均价同比有所上升。项目建设方面，2019 年房地产行业融

资环境紧缩，加之城投置业高管事件等影响，城投置业融入资金下降，项目建设资金供给不足，当期竣工面积同比下降 75.20%，进而导致城投置业结转收入规模亦大幅下降。新型冠状病毒肺炎疫情或加重城投置业销售回款及开工推盘压力，城投置业待售面积较大，未来去库存压力及资金回笼压力仍需持续关注。

表 7：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月城投置业房地产项目销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

年度	当期竣工面积	当期销售面积	待售面积	销售均价	当期结转收入
2017 年	211.34	47.55	144.89	12,311	132.81
2018 年	105.48	52.85	112.67	12,500	75.15
2019 年	26.16	25.04	109.70	14,331	38.46
2020 年 1~3 月	0.00	3.56	112.23	13,359	10.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自持物业方面，城投置业开发项目中另有物业系自持用于出租，截至 2020 年 3 月末，共有 19 个项目用于对外出租，自持部分可出租面积共计 99.10 万平方米，出租率为 87.31%。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，城投置业出租收入分别为 2.46 亿元、5.85 亿元、7.32 亿元和 1.47 亿元。

土地储备方面，截至 2020 年 3 月末，城投置业持有储备土地 20 块，以云南省内地块为主，同时还分布于安康、杭州、成都、西安、淄博、凉山州及海口，土地面积共计约 5,566.17 亩，其中云南省内储备土地面积占比约 70%。伴随在建项目的推进及储备项目的投入，城投置业未来仍有持续且较大规模的资金需求。2020~2022 年，城投置业整体资金需求（包括对在建项目的后续投入、土地储备的开发等）分别约为 85 亿元、110 亿元和 150 亿元。

此外，公司同时经营会展业务，目前运营主体主要为昆明会展和滇池会展。

昆明会展系 2016 年根据云南省人民政府批复，以 2015 年 12 月 31 日为基准日，由云南世博旅游控股集团有限公司将持有 100% 股权及相关省级会展类资产无偿划转划入公司而来。其运营的昆明国际会展中心项目区位紧邻巫家坝、火车站和二环快速交通干线，始建于 1992 年并于 1993 年建成，占地面积 22.50 万平方米，建筑面积 24 万平方米。昆明会展下设展览公司、展务公司、会议餐饮公司、物业公司和酒店 5 个经营部门，可提供展览、会议、餐饮、物业、酒店和体育健身六大服务项目。截至 2019 年末，昆明会展资产总额 16.75 亿元，净资产总额 15.75 亿元；2019 年实现营业收入 1.78 亿元，净利润-0.14 元。

滇池会展公司成立于 2012 年 10 月 19 日，其负责的滇池国际会展中心项目是一个以会展产业和现代服务业为核心的城市综合体，包括会展、生态住宅、酒店、CBD 和主题乐园等多种业态，项目占地面积 2,005 亩，总建筑面积 470 万平方米，预计总投资 369.04 亿元。截至 2020 年 3 月末，滇池国际会展中心项目资金投入共计约 269.00 亿元。目

前进度为：会展展馆、展馆配套、会展民俗风情小镇已竣工，会展展馆被作为南亚博览会的长期会址，即云南面向南亚、东南亚国家经济文化交流的重要平台。国际环球商务中心、酒店及海洋乐园、会展配套高端商业等正处于建设推进的各个阶段，整体项目预计 2023 年完工，建成后将以出租、销售和自营的方式来经营。截至 2019 年末，滇池会展资产总额 184 亿元，净资产总额 37 亿元。2019 年滇池会展实现营业收入 4.87 亿元，净利润-8.39 亿元。

此外，公司于 2016 年 9 月通过股权并购的方式获取了成都世纪城新国际会展中心有限公司 51% 的股权，2017 年更名为成都环球世纪会展旅游集团有限公司（以下简称“成都会展”）。2019 年 12 月 23 日，公司发布《云南省城市建设投资集团有限公司关于出售、转让资产完成工商变更事项及累计新增对外提供担保超过上年末净资产 20% 事项的公告》（以下简称“公告”），公告称，公司通过公开挂牌的方式一次性整体转让公司持有的成都会展 51% 的股权及成都时代环球实业有限公司 51% 的股权，标的股权受让方为融创西南房地产开发（集团）有限公司，转让金额为 152.69 亿元，上述股权转让公司获得溢价金额为 34.69 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司已收回约 100 亿元，中诚信国际对公司后续款项回收进度保持关注。

参股公司方面，公司子公司彩云国际投资有限公司于 2015 年 7 月 27 日以每股 3.8 港元的价格受让香港上市房地产企业莱蒙国际（03688.HK）控股股东黄俊康 3.25 亿股股份，占莱蒙国际发行股本的 27.62%。收购完成后，莱蒙国际成为公司的参股公司，截至 2019 年末，公司持有莱蒙国际 4.01 亿股，占已发行普通股比例为 28.38%。2019 年，莱蒙国际总资产 250.16 亿港元，净资产 98.40 亿港元；2019 年莱蒙国际实现营业收入 7.19 亿元，净利润-5.30 亿元。

中诚信国际认为，公司房地产项目建设及待售储备规模较为充足，公司未来开发持续性较好。但

考虑到公司项目区域分散，各地房地产调控政策及市场行情对公司影响仍存，公司在建及拟建项目资金需求维持高位，且待售项目资金占用大，存在较大的去化压力，中诚信国际将持续关注公司商品房销售回款情况以及未来资本支出压力。

2019年，水务及固废处理业务稳步发展，为公司提供有益的收入及现金流补充

公司城市环境业务板块由云南省水务产业投资有限公司（以下简称“云南水务”）负责运营，主营供水及污水处理业务。2019年公司实现供排水收入18.40亿元，营业收入稳步增长。

供水业务方面，主要由下属子公司大理水务产业投资有限公司、怒江六库给排水有限公司、景洪市给排水有限责任公司、勐腊县给排水有限责任公司及晖泽水务（青州）有限公司等负责。截至2019年末，公司拥有供水特许经营项目共计66个，其中已投入运营的水厂38个，设计供水能力合计达到140.5万立方米/日，2019年实际供水利用率为74.27%，平均供水收费单价约为每吨人民币2.46元。水厂辐射区域包括云南省大理市、泸水县、景洪市、勐腊县和山东省青州市等。

表 8：截至 2019 年末部分已投运自来水厂概况（万立方米/日）

项目名称	辐射区域	设计供水能力	2019年实际供水量
大理水务公司下属水厂	下关片区、古城片区及海东片区等	26.0	18.74
景洪市给排水江南、江北3个净水厂	景洪市区	10.5	11.5
勐腊县给排水有限责任公司	勐腊县	0.5	0.9
合计	-	37.0	31.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建的自来水厂28个，建设供水能力约104.01万立方米/日，其中5个主要在建自来水厂，2020年~2022年计划投资额分别为4.5亿元、3.88亿元和2.23亿元。

售水结构方面，公司售水对象包括商业、工业、居民和临时性用水，目前仍以居民供水占比最大，非居民供水次之，特种行业供水量极小。截至2019年末，公司供水结构中居民用水占比约为60%~70%，非居民占比约为30%~40%。价格方面，公司供水价格根据各地发改委批复的供排水价格通知文件制定，价格视供水地区不同略有差别。

表 9：截至 2019 年末公司供水结构及供水价格概况

项目名称	供水结构（%）			供水价格（元/立方米）		
	居民	非居民	特种行业	居民	非居民	特种行业
大理水务产业投资有限公司	60.45	39.29	0.26	2.0	3.1	5.1
景洪市给排水有限责任公司	66.70	33.00	0.30	2.0	3.1	3.2
勐腊县给排水有限责任公司	65.10	34.50	0.40	1.5	2.0	2.3

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理业务方面，截至2019年末，公司共有123个在建及运营中的污水特许经营项目，其中，已运营的有91个，日处理量约为247.8万吨，2019年实际污水处理利用率约为77.35%。公司在建的污水处理项目有32个，设计日处理量约为90.24万吨。保证最低污水处理价格介于1~2元/吨。

垃圾处理业务方面，云南水务在保持原水供应、自来水供应、污水处理、再生水、黑臭水体治理、河道综合治理等涵盖水务行业全范畴的“大水务”模式的同时，已成功从水务拓展至固废领域，开

展工业危废处理、餐厨垃圾处理、垃圾焚烧发电等业务，提供包括设计、投资、建设、运营及维护、整体解决方案及核心技术系统集成等服务。目前主要项目有福建宁德垃圾焚烧发电项目、泰国普吉岛垃圾焚烧发电项目、玉溪市生活垃圾焚烧发电项目等。2017~2019年，实现垃圾处理收入分别为4.82亿元、5.31亿元和5.42亿元。

2019年，公司医院经营稳定，医疗医药板块收入同比有较大增长，但因前期医院投资较大，日常运维及折旧成本较高，公司运营医院仍呈现小幅盈利或

亏损状态

公司大健康板块的主要业务为医疗产业和生物医药，2019 年公司医院经营较为稳定，整体收入继续增加，2019 年公司医疗医药板块实现收入 32.58 亿元，同比增长 24.54%。

医院方面，公司医院运营业务主要由子公司云南城投医疗产业开发有限公司、云南城投健康产业投资有限公司以及云南城投甘美医疗投资管理有

限公司等二级或其下属三级子公司负责投资运营。目前，公司合并范围内拥有 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）、昆明市第一人民医院星耀社区医院以及东川区人民医院。2019 年，上述 4 家医院分别实现营业收入 7.13 亿元、9.77 亿元、0.98 亿元和 2.50 亿元，整体收入较上年有所增长；但同时，由于前期投资较大，日常运维及折旧成本较高，公司运营医院呈现小幅盈利或亏损状态。

表 10：近年公司合并范围内 4 家医院运营情况（万平方米、张、亿元）

医院名称	医院资质	建筑面积	床位数	医务人员数量	营业收入			净利润		
					2018	2019	2020.1~3	2018	2019	2020.1~3
昆明市第一人民医院南院区	三级甲等	7.60	1,100	1,698	6.83	7.13	1.38	-0.94	-0.26	-0.44
昆明市第一人民医院北院区（甘美国际医院）	三级甲等	15.15	1,000	1,804	9.29	9.77	1.93	-0.16	0.21	-0.35
昆明市第一人民医院星耀社区医院	二级甲等	2.40	300	283	1.12	0.98	0.16	0.07	-0.045	-0.01
东川区人民医院	二级甲等	9.20	900	714	2.22	2.50	0.59	-0.13	0.01	-0.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

医药方面，公司医药板块业务主要由其子公司云南三七科技有限公司（以下简称“三七公司”）负责运营。2014 年开始，三七公司从生产三七总皂苷为核心的单一产品模式开始向三七全产业链运作转型，目前是国内唯一一家以三七中药材产业为核心，专业从事三七全产业链运营的公司。

三七总皂苷方面，三七公司目前仍是国内最大的生产供应商。市场占有率方面，针用三七总皂苷产品覆盖了 90% 的制药企业、口服三七总皂苷原料覆盖了 70% 的制药企业。销售情况方面，2017~2019 年，三七公司的三七皂苷销量分别为 52.2 吨、23.6 吨及 18.76 吨，同期销售单价分别为 257.8 万元/吨、228.7 万元/吨和 188.06 万元/吨。2019 年受三七产品市场因素的影响量价均延续下滑趋势。

除了三七皂苷的生产销售外，公司还承担了三七科研任务，其在建的“国家三七工程中心”项目计划总投资 8.86 亿元，其中 1.77 亿元由企业自筹，其余资金来自贷款及政府补贴。该项目于 2014 年启动，2016 年取得建设用地共计 12.52 万平方米，土地成本 2,932 万元，截至 2019 年末，该项目累计

投资 1.06 亿元。

公司持有云南省较多的优质旅游资源，并依托其发展酒店经营业务，2019 年公司景区及酒店经营业务整体较为平稳，但公司转让成都会展等子公司股权造成公司管理酒店数量减少，预计公司酒店运营服务收入未来将有所下降

公司旅游产业开发与运营业务主要由子公司云南文化旅游产业有限公司（以下简称“民族文旅”）及其子公司景洪市城市投资开发有限公司（民族文旅持股 51%，以下简称“景洪城投”）负责，主要职责为对云南省内多个精品景区的开发与运营工作。公司旅游资源开发运营业务的收入主要来自名下各景区的门票收入以及旅游项目收入。2019 年公司实现旅游服务收入 20.49 亿元，同比基本持平。此外，公司定位为云南省文化旅游龙头企业，大文旅板块未来或有较大的发展空间。

民族文旅负责运营的景区主要有：香格里拉普达措国家森林公园（5A）、虎跳峡景区（4A）、梅里雪山国家公园（4A）、滇金丝猴国家公园、哈巴雪

山、千湖山、白马雪山、雨崩、普者黑、坝美等。其中普达措国家森林公园是民族文旅旅游板块收入及利润的主要来源。2018年以来，因响应国家号召对门票进行降价，以及涉及三江并流核心区域整治的景区，景区内部分经营收费项目停业，2019年民族文旅客流量及景区运营收入延续下滑态势，2019景区客流量及运营收入分别为438.37万人次和2.91亿元，分别同比下降21.30%和14.16%。

在建及改扩建方面，云南文化旅游公司旗下景区目前主要的项目有5个，分别为梅里雪山旅游景区基础设施（一期）建设项目、香格里拉虎跳峡旅游区建设项目、普达措景区修复完善工程项目、坝美世外桃源旅游景区建设项目及普者黑文化旅游开发有限公司，涉及总投资共计22.70亿元，截至2020年3月末已投资9.48亿元，上述五个项目计划于2020年完工。

表 11：截至 2020 年 3 月末云南文化旅游公司旗下景区在建及改扩建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间
梅里雪山旅游景区基础设施（一期）建设项目	7.00	2.63	2020
香格里拉虎跳峡旅游区建设项目	3.4	0.81	2020
普达措景区修复完善工程项目	2.88	1.83	2020
坝美世外桃源旅游景区建设项目	3.74	1.6	2020
普者黑文化旅游开发有限公司	5.68	2.61	2020
合计	22.70	9.48	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

景洪城投公司负责管理运营的景区主要有：曼听公园（含曼听公园景区与曼听公园篝火晚会）、西双版纳傣族园（含西双版纳傣族园景区及傣族园泼水节印象）以及望天树景区。其中曼听公园是景洪城投旅游板块收入及利润的主要来源。2019年景洪

城投旗下景区的年游客量为219.11万人次，同比增加11.05%，实现门票等运营收入1.14亿元，同比增加12.36%。

在建及改扩建方面，景洪城投公司旗下景区目前主要的项目有4个，分别为勐腊县南腊河滨水景观综合开发建设项目、一江两岸旅游项目（包含景洪至勐宽二级公路、左右岸观光道和商业地产的开发等）、傣族园项目以及望天树景区提升改造项目，涉及总投资共计59.30亿元，截至2020年3月末已投资31.32亿元。

表 12：截至 2020 年 3 月末景洪城投公司旗下景区在建及改扩建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间
勐腊县南腊河滨水景观综合开发建设项目	10.61	5.88	2022
一江两岸旅游项目（包含景洪至勐宽二级公路、左右岸观光道和商业地产的开发等）	38.43	23.02	2022
傣族园项目	9.06	1.76	2021
望天树景区提升改造项目	1.20	0.66	2020
合计	59.30	31.32	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店运营方面，2019年，公司实现酒店运营服务收入14.64亿元，同比小幅下降6.09%。截至2020年3月末，公司合并范围内已投运的酒店共4家，其中以高端酒店和度假村为主，2019年公司出售成都会展等子公司股权，受此影响，位于四川及拉萨的7家高端酒店将不再由公司运营，2020年公司酒店运营收入预计会有较大降幅。在建项目方面，截至2020年3月末，公司在建悦椿稻田酒店、悦苑酒店和英迪格酒店3家高端酒店，规划总投资16.33亿元，已投资5.83亿元，未来对公司酒店运营业务形成一定补充。

表 13：截至 2020 年 3 月末公司投入运营的主要酒店概况（亿元）

酒店名称	运营子公司	酒店定位	2018年营业收入	2019年营业收入	2020年1~3月营业收入
昆明洲际酒店	云南海埂酒店管理有限公司	高端酒店	2.34	2.39	0.23
腾冲悦椿温泉村酒店	腾冲玛御谷温泉投资有限公司酒店分公司	高端酒店	0.40	0.43	0.03
上海镇坪智选假日酒店	上海东方航空宾馆有限公司	经济型酒店	0.34	0.30	0.02
成都环球中心天堂洲际大饭店	成都环球世纪会展旅游集团有限公司	高端酒店	2.47	出表	-
成都世纪城天堂洲际酒店	成都环球世纪会展旅游集团有限公司	高端酒店	2.72	出表	-

成都世纪城假日酒店（东楼）	成都环球世纪会展旅游集团有限公司	高端酒店	0.34	出表	-
成都世纪城假日酒店（西楼）	成都环球世纪会展旅游集团有限公司	高端酒店	1.22	出表	-
四川黑龙潭长岛天堂洲际酒店	四川黑龙潭长岛国际旅游度假中心有限公司	高端酒店	0.84	出表	-
成都三岔湖长岛天堂洲际酒店	四川三岔湖长岛国际旅游度假中心有限公司	高端酒店	0.45	出表	-
拉萨圣地天堂洲际大酒店	拉萨圣地天堂会展旅游实业有限公司	高端酒店	0.76	出表	-
昆明温泉山谷国际度假酒店	昆明温泉山谷国际度假酒店有限公司	度假村	0.08	0.08	0.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司仍开展建筑施工、教育、物业管理、设备销售及物流贸易等多板块业务，丰富公司收入来源

物流贸易业务方面，公司于 2010 年 11 月 4 日成立云南城际物流有限公司（以下简称“城际物流”），并在整合公司物料供应链的基础上，以贸易为先导，进行物流园区建设和信息化平台建设，目前城际物流的业务全部为国内贸易，品种主要有有色金属（电解铜）、建筑材料（钢材和商品砼）、石化油品等。2019 年公司实现物流贸易收入 109.05 亿元，同比有较大增长，但贸易业务毛利率低，对盈利贡献有限。

公司建筑施工板块业务主要的业务主体为云南城投和建设集团有限公司（以下简称“众合建设”），众合建设拥有建筑安装领域多项资质，截至 2020 年 3 月末，众合建设在手合同共计 72 个，合同金额共计 176.25 亿元。2019 年，公司实现建筑安装收入 27.59 亿元，同比持平。

公司教育板块业务的运营主体主要为昆明中营津桥科教有限公司（以下简称“中营津桥”）和云南一乘驾驶培训股份有限公司（新三板挂牌，股票代码 834592，以下简称“一乘驾校”）。公司成立时，股东方将中营津桥公司价值 1.27 亿元的权益作为资本金划入公司，成为了公司教育板块发展的基础。此后，经过整体战略整合，目前公司教育板块业务以高等教育和驾驶培训为主，同时还涉及部分基础教育及国际办学、教育培训和教育信息化业务等。2019 年，公司教育行业实现营业收入 5.76 亿元，同比小幅下降 4.16%。此外，公司拥有设备销售、租赁、利息收入、物业管理等多项业务收入，

丰富公司收入来源。

2019 年，云南省人民政府引入保利集团拟参与公司混合所有制改革，中诚信国际对该事项合作进展保持关注；2020 年 5 月，公司公告控股股东变更事项，但公司现有管理方式未发生变化

2019 年 7 月 3 日，公司发布《云南省城市建设投资集团有限公司关于云南省人民政府与保利集团签署战略合作协议的公告》称，2019 年 7 月 2 日，公司收到云南省国资委的通知，云南省人民政府与保利集团签署了战略合作协议，保利集团拟参与公司集团层面的混合所有制改革；战略合作协议中对本次混合所有制改革的合作方式、持股比例等事项尚未明确（后续由云南省人民政府与保利集团另行协商确定）。

2019 年 10 月 14 日，公司发布《云南省城市建设投资集团有限公司关于公司董事长变更的公告》称，2019 年 10 月 12 日下午，公司召开干部大会，省委组织部相关同志宣布省委的任职决定，任命卫飏为公司党委书记、董事长，在此次任命之前卫飏为保利集团副总工程师兼战略投资中心房地产部部长。

根据公司 2020 年 4 月 30 日发布的《云南省城市建设投资集团有限公司关于董事长及总裁发生变更的公告》称，为落实云南省委、省政府将公司打造成为云南省文化旅游、健康服务两个万亿级产业龙头企业的战略目标，云南省委组织部宣布任杨敏先生为公司党委书记、董事长，任李家龙先生为公司党委副书记、总裁、副董事长。

2020 年 5 月 14 日，公司发布的《云南省城市建设投资集团有限公司关于股东发生变更的公告》

称，云南省国资委将持有的公司 50.59% 股权划转注入云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”）；云南省国资委下属公司将持有公司的 40% 股权回划至云南省国资委。本次股权变动后，公司实际控制人未发生变化，仍为云南省国资委。同时云投集团拟将持有的公司 50.59% 股权除财产权、处置权之外的股东权利，包括股东提案权/召集权、董事/监事提名/表决权、股东会表决权等均授权委托云南省国资委行使；同时，云投集团暂不向公司委派董事、监事及高级管理人员。公司原管理方式不发生变化，仍然作为云南省直属骨干企业由云南省国资委直接管理。

中诚信国际认为，2019 年以来公司董事长经历两次变更，且保利集团拟参与公司混合所有制改革的方式尚不明确，中诚信国际将持续关注该事项的进展及其对公司影响。

城投置业重大资产重组持续推进，未来进展及其对公司的影响尚需关注

2020 年 2 月 13 日，公司发布《云南省城市建设投资集团有限公司关于下属公司筹划重大资产重组暨关联交易的公告》称，2020 年 1 月 23 日，公司下属公司城投置业披露《云南城投置业股份有限公司关于公司筹划重大资产重组暨关联交易的提示性公告》，本次交易尚存在不确定性，本次签署的《合作意向协议》仅为意向性协议，交易方案需要进一步论证和沟通协商。根据《合作意向协议》，公司拟通过支付现金对价的方式收购城投置业持有的天津银润等 17 家公司股权。

城投置业分别于 2020 年 2 月 24 日、2020 年 3 月 21 日、2020 年 4 月 21 日发布了《云南城投置业股份有限公司关于重大资产重组的进展公告》（临 2020-018 号、临 2020-027 号、临 2020-034 号），披露了本次重大资产重组进展情况的相关信息。2020

年 5 月 6 日，城投置业披露了《交易预案》及相关公告。《交易预案》称，经城投置业 2020 年 4 月 29 日召开的第九届董事会第八次会议审议通过，城投置业于 2020 年 4 月 29 日与公司及 18 家标的公司²签署了附生效条件的《股权转让协议》，城投置业拟向公司以市场公允价值出售所持有的天津银润等 18 家公司股权。以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日，城投置业拟出售标的资产预估值合计约为 50.9 亿元。同时，截至 2019 年 12 月 31 日，天津银润等 18 家公司应付城投置业其下属公司的债务共计 959,157.68 万元（未经审计），公司拟向天津银润等 18 家公司提供借款用于向城投置业偿还债务。

截至本报告出具日，城投置业重大资产重组事项尚在推进，中诚信国际将持续关注该事项的进展及其对公司资金压力、业务结构等带来的影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告和公司提供未经审计的 2020 年一季度财务报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制。2017 年财务数据为 2018 年财务报告期初数，2018~2019 年及 2020 年 1~3 月财务数据均为各期财务报告期末数。

2019 年公司房地产开发业务板块收入下滑，利润总额同比大幅下降，同时经营性业务亏损扩大，非经常性损益是公司利润的主要构成，盈利质量弱化

营业收入：2019 年公司营业收入同比下降 5.39% 至 380.38 亿元。具体构成来看，2019 年受房地产市场降温影响，同时房地产融资渠道收窄，子公司城投置业后续开发资金不足，房地产开发业务

²18 家公司股权为城投置业持有的天津银润 100% 的股权、苍南银泰 70% 的股权、杭州海威 70% 的股权、平阳银泰 70% 的股权、杭州云泰 70% 的股权、奉化银泰 19% 的股权、成都银城 19% 的股权、宁波泰悦 19% 的股权、宁波银泰 70% 的股权、黑龙江银泰 70% 的股权、淄博银泰 70% 的股

权、哈尔滨银旗 70% 的股权、台州商业 70% 的股权、台州置业 70% 的股权、杭州西溪 70% 的股权、云泰商管 43% 的股权、杭州银云 70% 股权及北京房开 90% 的股权。

收入有较大幅度下降。公司投资行业收入受资产出售、投资活动波动影响有所下降。随着大健康、大休闲板块的稳步发展，公司旅游服务行业收入较为稳固，受公司持有医院逐步运营向好等影响，医疗医药收入同比增长 24.54%。公司供排水收入、物流贸易板块同比有所增长，其他业务板块收入规模整体较为平稳。物流贸易业务盈利贡献小，2019 年该板块收入占比提升至 28.67%，若剔除该板块影响，2019 年公司营业收入同比下降 18.79%，公司房地产板块业务收入下降影响较为显著，后续经营改善情况需关注。

营业毛利率：2019 年，公司营业毛利率同比小幅减少 0.79 个百分点至 29.21%。房地产开发、投资行业收入毛利率同比有所增加，旅游服务收入维持在较高水平，但物流贸易收入占比上升且毛利率较低，公司整体营业毛利同比小幅下降。

表 14：公司主要板块收入及毛利率（亿元）

收入	2017	2018	2019
房地产商品房收入	87.18	86.05	56.72
商用物业销售收入	49.12	30.87	10.45
投资行业收入	60.10	54.35	41.77
教育行业收入	5.26	6.01	5.76
医疗医药行业收入	36.49	26.16	32.58
旅游服务行业收入	19.73	20.54	20.49
供排水收入	10.14	12.95	18.40
物业管理收入	4.91	7.59	8.35
建筑安装收入	22.32	27.52	27.59
设备销售收入	13.50	19.19	15.18
物流贸易行业收入	23.48	67.96	109.05
会议展览收入	5.59	4.75	4.27
垃圾处理收入	4.82	5.31	5.42
其他业务收入	23.09	32.81	24.35
合计	365.73	402.05	380.38
毛利率	2017	2018	2019
房地产商品房收入	23.85%	22.82%	30.62%
商用物业销售收入	40.33%	44.19%	64.21%
投资行业收入	93.73%	67.64%	96.91%
教育行业收入	34.47%	22.03%	3.13%
医疗医药行业收入	16.50%	9.59%	7.46%
旅游服务行业收入	57.66%	65.98%	50.02%
供排水收入	41.10%	40.64%	29.62%
物业管理收入	17.08%	46.04%	38.44%
建筑安装收入	1.28%	9.29%	12.14%
设备销售收入	44.51%	36.37%	38.27%
物流贸易行业收入	0.25%	0.40%	0.43%

会议展览收入	59.01%	85.67%	63.23%
垃圾处理收入	31.06%	27.13%	23.62%
其他业务收入	42.24%	27.21%	46.86%
综合	38.87%	30.00%	29.21%

注：其他业务主要包括利息收入、租赁收入管理服务收入、管理服务、果酒销售等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用：2019 年主要受利息支出上升影响，公司期间费用同比增长 8.55% 至 117.00 亿元，其中财务费用、管理费用和销售费用占比分别为 58.09%、26.91% 和 15.00%。同期公司期间费用率同比上升 3.95 个百分点，对公司利润的侵蚀加重。

利润总额：受房地产开发业务板块收入大幅下降拖累，2019 年公司利润总额同比大幅下降 57.56% 至 24.56 亿元。2019 年，公司经营性业务利润亏损扩大至 17.47 亿元，2019 年公司公允价值变动损益及投资收益分别为 42.08 亿元和 29.35 亿元，是公司利润总额的主要支撑，主要来自于公司投资闻泰科技（600745.SH）等股权投资项目。此外，2019 年公司确认资产减值损失 27.48 亿元，主要为存货、持有至到期投资等计提减值，亦加重对利润的侵蚀。政府补助方面，2019 年公司收到政府补助 2.18 亿元。

收现比：2019 年，公司收现比达到 0.95 倍，同比向好。

值得关注的是，2019 年公司子公司城投置业实现营业收入 62.48 亿元、归属于母公司所有者净利润-27.78 亿元，分别同比下降 34.52% 和 665.35%，得益于公允价值变动损益及投资收益的良好表现，公司 2019 年实现小幅盈利，但城投置业经营业绩对公司盈利能力具有较大冲击，中诚信国际对城投置业经营业绩改善情况保持关注。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	99.56	107.78	117.00	27.30
期间费用率(%)	27.22	26.81	30.76	52.84
经营性业务利润	27.36	-1.67	-17.47	-20.94
其他收益	2.04	2.00	1.73	0.27
资产减值损失	13.23	4.51	27.48	-0.05
公允价值变动收益	15.20	14.90	42.08	6.67
投资收益	4.64	31.84	29.35	5.12

营业外损益	0.89	2.11	-2.00	-0.33
利润总额	34.40	42.67	24.56	-9.43
EBITDA 利润率(%)	30.18	31.03	31.11	--
总资产收益率(%)	3.88	3.67	3.19	--
收现比(X)	0.75	0.84	0.95	0.72

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年非经常性损益是公司盈利的重要支撑，但不具备持续性，公司经营业务获利能力改善情况尚需关注。

2019 年公司继续推进资产清理工作，资产规模同比下降，公司财务杠杆维持较高水平，管控力度尚需加强

总资产：应公司聚焦主业、降低杠杆的发展要求，2019 年公司持续推进了资产清理工作，受此影响，2019 年末公司总资产同比下降 3.99%。具体构成来看，公司流动资产与非流动资产占比相当，资产结构未有显著变化，其中存货、投资性房地产、其他应收款、长期应收款占比较高，分别为 26.02%、13.48%、9.61% 和 7.19%。具体来看，2019 年末公司存货和固定资产分别同比下降 11.20% 和 25.26%，主要系公司房地产项目收入结转、资产处置等所致；同期末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增至 124.23 亿元，主要系公司持有闻泰科技等股权价值上升所致。截至 2020 年 3 月末，公司及子公司持有闻泰科技合计 1.23 亿股，持股比例合计 10.94%，按照 2020 年 6 月 4 日收盘价计算，公司持有闻泰科技股权市值为 131.00 亿元，目前主要用于借款抵质押。

所有者权益：2019 年公司所有者权益同比下降 17.45% 至 571.43 亿元，主要系其他权益工具和少数股东权益下降所致。2019 年末，公司实收资本与资本公积同比基本持平；其他权益工具为公司发行永续债，2019 年因到期偿付 30.00 亿元而有所减少；2019 年受归属少数股东亏损、出售资产等影响，公司少数股东权益同比大幅下降 36.51%，2019 年末，公司少数股东权益主要来自城投置业、民族文旅等公司。

资本结构：公司财务杠杆维持在较高水平，

2019 年及 2020 年 3 月末因所有者权益下降进一步攀升，财务杠杆控制力度需加强。2020 年公司债务集中到期规模大、加之短期融资增多，2020 年 3 月末，短期债务/总债务升至 0.48 倍，短期偿债压力较大。

资产质量：公司资产占比较大的存货主要为房地产项目开发成本，投资性房地产主要为公司自持物业，同时公司保有一定货币资金并持有上市公司股权，资产流动性与收益性较好，但存货中房地产项目的去化压力对资产流动性的影响亦需关注。

应收类款项/总资产：2020 年 3 月末，公司应收类款项/总资产升至 20.95%，公司应收账款对象分散度高，或增大款项回收难度；公司其他应收款主要为股权转让尚未收回款项及往来款。应收类款项对公司资金占用较大，2020 年公司将会加大款项催收力度，逐步实现款项回收。

表 16: 公司主要资产构成及资产质量相关指标(亿元、X、%)

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	2,623.83	2,956.50	2,838.45	2,816.59
存货	737.57	831.83	738.70	691.50
其他应收款	200.01	302.54	272.71	284.04
货币资金	239.01	149.67	124.29	102.61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7.95	24.77	124.23	130.95
可供出售金融资产	131.30	120.28	158.29	173.68
长期应收款	82.80	131.14	204.00	208.04
投资性房地产	376.07	426.63	382.72	382.70
固定资产	272.64	272.03	203.31	200.93
所有者权益	593.52	692.26	571.43	556.86
实收资本	41.42	41.42	41.42	41.42
其他权益工具	74.00	84.00	54.00	54.00
资本公积	58.10	122.58	119.66	119.66
未分配利润	13.94	14.55	31.89	21.96
少数股东权益	380.28	400.33	294.20	289.31
应收类款项/总资产	13.87	18.43	20.16	20.95
短期债务/总债务	0.31	0.30	0.46	0.48
总资本化比率	71.65	70.48	74.08	74.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司债务规模高企，财务杠杆水平维持较高水平，短期债务攀升导致公司短期

债务偿付压力增大。公司未来资产处置、债权清收工作的推进及其对公司资产及资本结构的影响尚需关注。

2019 年公司偿债指标走弱，短期偿债压力较大，但公司与金融机构合作稳定，备用流动性对公司债务偿付提供一定支撑

现金流：2019 年，公司水务、房地产、旅游等业务持续投入，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比有较大增长，经营活动现金呈现净流出；同期，公司通过转让子公司股权等回笼投资资金，投资活动净现金流缺口大幅收窄；总体看，公司资金平衡较为依赖对外债务融资。

偿债指标：2019 年，公司经营活动现金流为净流出，无法覆盖当期债务本息。2019 年，EBITDA 同比减少，但仍能完全覆盖当期利息支出，其对公司总债务的覆盖能力仍然较弱。

货币资金/短期债务：2019 年以来公司短期融资增多，加之 2020 年公司债务集中到期规模大，短期偿债压力增大，货币资金/短期债务指标显著弱化。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动产生现金净流量	-13.09	19.75	-63.14	3.52
投资活动产生现金净流量	-237.16	-152.34	-33.56	-35.54
筹资活动产生现金净流量	299.43	41.46	67.45	10.52
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.16	0.20	-0.59	--
经营净现金流/总债务	-0.01	0.01	-0.04	--
EBITDA	110.37	124.75	118.35	--
总债务/EBITDA	13.59	13.25	13.80	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.33	1.24	1.11	--
货币资金/短期债务	0.52	0.31	0.17	0.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从到期债务分布来看，2020 年 4~12 月、2021~2022 年公司到期债务分别为 720.12 亿元、421.24 亿元及 275.36 亿元，2020 年为公司债务偿付的高峰期，公司短期偿债压力较大。公司计划通过股东注资、处置资产、债权清收及再融资等方式筹集债务偿付资金，中诚信国际将持续关注公司偿债资金到位情况。

财务弹性方面，公司和金融机构维持良好的合

作关系，截至 2020 年 3 月末，公司获得政策性银行、国有商业银行、全国性股份制银行等金融机构的授信额度总额为 1,581.91 亿元，其中已使用额度 992.34 亿元，未使用额度为 589.57 亿元，备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 573.20 亿元，占总资产的 20.19%，受限资产系存货、投资性房地产、公司持有股权资产等，主要用于金融机构借款抵质押，受限资产规模较大，公司资产流动性受到一定影响。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 263.57 亿元，占净资产的 46.12%，其中金额较大的担保对象为恒泰浩睿-彩云之南资产管理计划、成都会展、四川三岔湖长岛国际旅游度假中心有限公司、云南省土地储备运营有限公司等，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

表 18：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保单位名称	担保类型	担保余额
恒泰浩睿-彩云之南资产管理计划	差额补足、保证担保	57.87
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	保证担保	3.31
云南省土地储备运营有限公司	保证担保	28.91
云南新世纪滇池国际文化旅游会展管理有限公司	保证担保	5.60
拉萨圣地天堂会展旅游实业有限公司	保证担保	4.90
成都环球世纪会展旅游集团有限公司	保证担保	106.25
四川三岔湖长岛国际旅游度假中心有限公司	保证担保	33.50
眉山市环球世纪会展旅游开发有限公司	保证担保	3.30
丘北环球世纪会展旅游开发有限公司	保证担保	0.70
昆明乘云出行科技有限公司	保证担保	1.69
云南华侨城实业有限公司	保证担保	3.32
云南澄江老鹰地旅游度假村有限公司	保证担保	8.74
华侨城（云南）投资有限公司	保证担保	0.75
浙江海云环保有限公司	保证担保	3.07
海宁紫光水务有限责任公司	保证担保	0.05
海宁紫薇水务有限责任公司	保证担保	0.10
海宁市天源给排水工程物资有限公司	保证担保	0.05
廊坊市云新环境治理有限公司	保证担保	0.64
景洪市城投管道燃气有限责任公司	保证担保	0.35
普洱市石油液化气有限公司	保证担保、抵押担保	0.48
合计	--	263.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 28 日，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

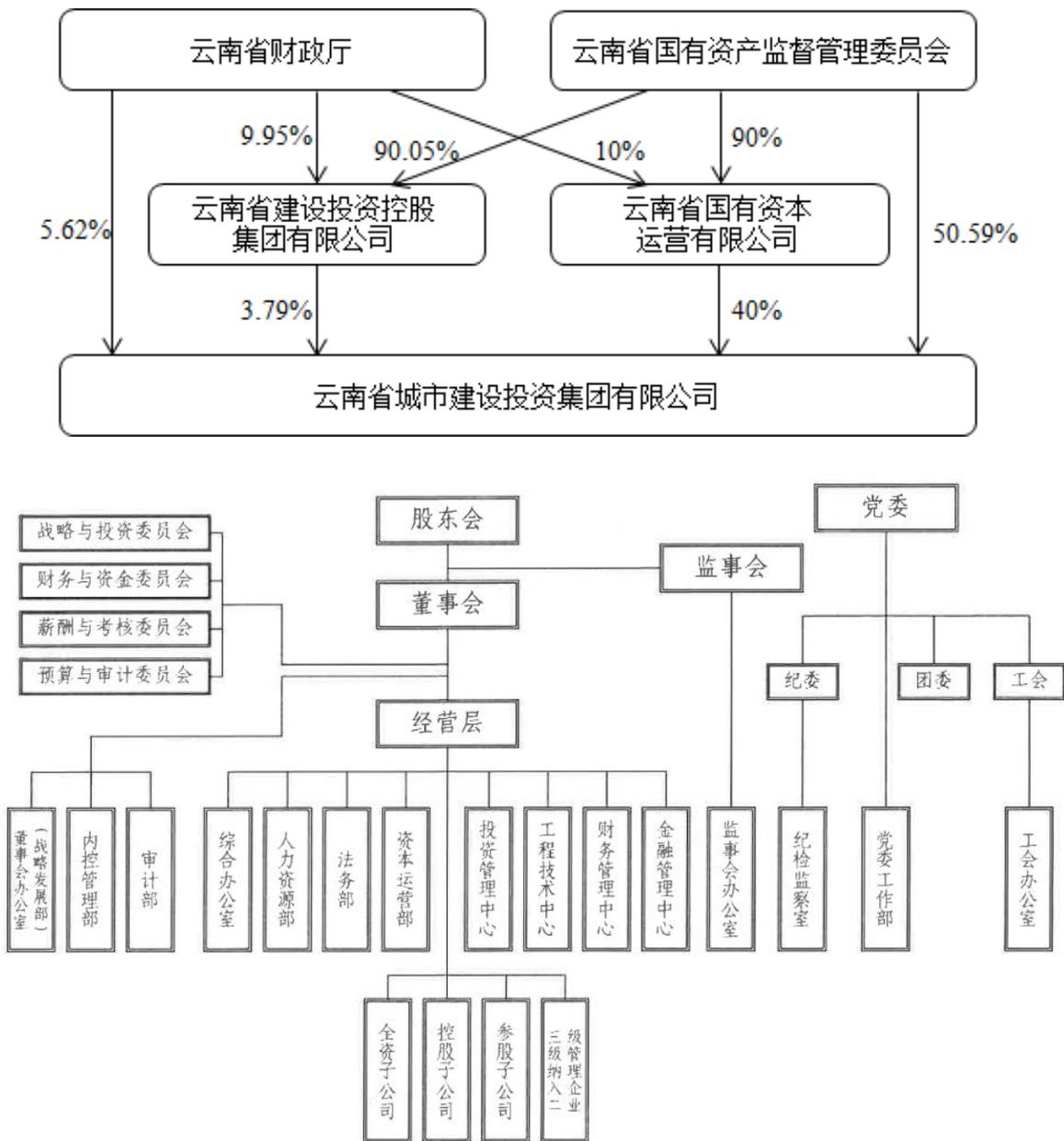
云南省经济实力持续向好，公司定位为云南省文化旅游、健康服务产业的龙头企业，预计将持续获取较大的外部支持

2019 年云南省经济保持较快发展，云南省经济财政实力整体很强，能够协调的金融、产业等资源十分丰富。公司是云南省省级重要的城市建设及投融资主体，2020 年以来公司定位为云南省文化旅游、健康服务两大产业的龙头企业，未来云南省预计将在资金注入、产业资源整合等方面给予公司有力的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南省城市建设投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 云投 02”和“20 云投 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：云南省城市建设投资集团有限公司股权结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：2020 年 5 月 14 日，公司发布的《云南省城市建设投资集团有限公司关于股东发生变更的公告》，云南省国资委下发了云南城投股权结构变动的相关文件，根据文件，云南省国资委将持有的公司 50.59% 股权划转注入云投集团；云南省国资委下属公司将持有的云南城投 40% 股权回划至云南省国资委。云投集团拟将持有的公司 50.59% 股权除财产权、处置权之外的股东权利，包括股东提案权 / 召集权、董事 / 监事提名 / 表决权、股东会表决权等均授权委托云南省国资委行使；同时，云投集团暂不向公司委派董事、监事及高级管理人员。云南城投原管理方式不发生变化，仍然作为云南省直属骨干企业由云南省国资委直接管理。本次股权变动后，云投集团、云南省国资委、云南省财政厅及云南省建设投资控股集团有限公司持有公司的股权比例分别为 50.59%、40.00%、5.62% 和 3.79%，公司实际控制人仍为云南省国资委。

资料来源：公司提供

附二：云南省城市建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,390,090.56	1,496,706.78	1,242,881.16	1,026,147.61
应收账款	809,984.74	1,111,072.18	954,926.67	979,915.96
其他应收款	2,000,066.44	3,025,388.30	2,727,103.32	2,840,442.38
存货	7,375,703.02	8,318,307.56	7,387,031.73	6,914,999.98
长期投资	3,183,353.98	3,248,340.37	3,219,143.67	3,367,774.73
在建工程	432,080.43	635,449.33	788,283.76	915,975.04
无形资产	1,164,858.08	1,386,005.37	1,443,114.46	1,441,207.64
总资产	26,238,307.19	29,565,015.18	28,384,470.33	28,165,934.17
其他应付款	1,367,981.25	1,950,063.48	2,629,957.64	2,442,590.02
短期债务	4,576,287.34	4,887,829.05	7,459,158.33	8,035,447.13
长期债务	10,420,907.05	11,641,086.62	8,869,079.10	8,644,589.63
总债务	14,997,194.38	16,528,915.67	16,328,237.42	16,680,036.76
总负债	20,303,116.27	22,642,443.77	22,670,145.63	22,597,376.91
费用化利息支出	560,371.02	598,156.40	679,104.02	--
资本化利息支出	271,239.08	405,050.34	384,995.86	--
实收资本	414,221.44	414,221.44	414,221.44	414,221.44
少数股东权益	3,802,774.14	4,003,314.20	2,941,960.54	2,893,089.06
所有者权益合计	5,935,190.91	6,922,571.41	5,714,324.70	5,568,557.25
营业总收入	3,657,344.18	4,020,458.83	3,803,841.20	516,625.01
经营性业务利润	273,551.50	-16,686.53	-174,698.33	-209,382.39
投资收益	46,425.64	318,396.49	293,510.67	51,170.66
净利润	201,529.15	261,036.07	32,175.00	-128,969.63
EBIT	904,411.53	1,024,904.26	924,676.71	--
EBITDA	1,103,730.79	1,247,451.08	1,183,497.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,754,190.03	3,388,866.07	3,599,493.62	374,348.20
收到其他与经营活动有关的现金	1,914,985.17	2,125,267.10	1,558,758.69	846,887.56
购买商品、接受劳务支付的现金	2,022,350.22	2,996,509.70	3,938,462.45	417,218.39
支付其他与经营活动有关的现金	2,128,853.92	1,524,427.90	1,018,575.04	614,898.82
吸收投资收到的现金	1,337,555.75	318,843.41	274,885.25	3,240.98
资本支出	532,159.66	745,523.28	776,517.11	180,419.75
经营活动产生现金净流量	-130,879.06	197,529.81	-631,362.18	35,224.29
投资活动产生现金净流量	-2,371,605.67	-1,523,375.94	-335,594.43	-355,360.71
筹资活动产生现金净流量	2,994,290.51	414,621.90	674,451.82	105,181.50
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	38.87	30.00	29.21	15.58
期间费用率(%)	27.22	26.81	30.76	52.84
应收类款项/总资产(%)	13.87	18.43	20.16	20.95
收现比(X)	0.75	0.84	0.95	0.72
总资产收益率(%)	3.88	3.67	3.19	--
资产负债率(%)	77.38	76.59	79.87	80.23
总资本化比率(%)	71.65	70.48	74.08	74.97
短期债务/总债务(X)	0.31	0.30	0.46	0.48
FFO/总债务(X)	0.07	0.08	0.06	--
FFO 利息倍数(X)	1.29	1.26	0.92	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.16	0.20	-0.59	--
总债务/EBITDA(X)	13.59	13.25	13.80	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.26	0.16	--
货币资金/短期债务(X)	0.52	0.31	0.17	0.13
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.33	1.24	1.11	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际将长期应付款中的带息债务纳入长期债务计算，将其他流动负债中的带息债务纳入短期债务计算；5、2017 年财务数据为 2018 年财务报告期初数，2018~2019 年及 2020 年 1~3 月财务数据均为各期财务报告期末数。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。