

2019 年曲靖市麒麟区
城市建设投资开发有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【351】号 01

债券简称：19 曲靖麒麟
债/19 麒麟债

债券剩余规模：5.7 亿元

债券到期日期：2026 年
1 月 21 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期的
第 3-7 年末逐年分别偿
还债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
刘惠琼 蒋申

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2019 年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 24 日	2019 年 06 月 15 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对曲靖市麒麟区城乡建设投资（集团）有限公司（以下简称“麒麟城投”或“公司”）及其 2019 年 1 月 21 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到，公司外部环境仍较好，主要业务持续性较强，以及继续获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，在建项目面临较大的资金支出压力，整体偿债压力较大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。2019 年曲靖市 GDP 实现 2,637.59 亿元，增速为 9.6%，麒麟区 GDP 实现 823.6 亿元，增速为 8.5%；同时区域固定资产投资力度加强，煤炭开采及洗选业、有色金属冶炼及压延加工等支柱产业呈结构性增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司主要业务持续性仍较强。公司主要从事麒麟区基础设施建设、棚户区改造以及土地整理开发等业务。截至 2019 年底，公司主要在建棚户区改造和基础设施建设等项目总投资合计 245.40 亿元，累计已投资 90.95 亿元，项目储备充足。
- 公司继续获得一定的外部支持。公司作为曲靖市麒麟区综合性国有资产运营主体和基础设施建设开发主体，2019 年公司继续获得棚户区改造补助资金、曲靖市旅

¹ 2019 年 12 月，公司名称由“曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司”变更为“曲靖市麒麟区城乡建设投资（集团）有限公司”。

游产业发展推进会补助资金等各项政府补助共计 1,045.08 万元。

关注：

- **公司资产以应收款项和存货为主，资产流动性偏弱。**2019 年末，公司应收账款和其他应收款合计 42.67 亿元，部分款项账龄长，资金占用明显；存货账面价值 103.35 亿元，占总资产的 59.87%，系土地和项目建设形成的开发成本，变现能力较弱。
- **在建项目投资规模大，面临较大的资金支出压力。**2019 年公司经营活动现金流仍为大额净流出；截至 2019 年末公司主要在建棚户区改造和基础设施建设等项目尚需投入资金 154.44 亿元，且“15 曲靖麒麟债”募投项目的整体建设进度及投资回报低于预期，未来随着建设项目的持续推进，公司资金支出压力较大。
- **公司负债水平偏高，整体偿债压力较大。**2019 年末公司资产负债率为 62.64%，有息债务规模为 81.85 亿元，占负债总额的 75.69%，当年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.75，预计 2020 年及 2021 年合计偿还有息债务本息为 40.07 亿元。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 10.32 亿元，占公司当期末净资产的 16.00%，担保对象以事业单位和国有企业为主，未设置反担保措施，且担保集中在 1-2 年到期，公司面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,726,363.67	1,634,758.49	1,371,247.44
所有者权益	644,970.58	628,160.45	611,878.65
有息债务	818,547.56	799,129.71	562,226.41
资产负债率	62.64%	61.57%	55.38%
现金短期债务比	1.89	4.13	6.01
营业收入	46,398.75	77,215.17	74,515.92
其他收益	1,045.08	9.67	0.00
营业外收入	477.33	2,328.13	10,891.68
利润总额	22,977.11	19,204.27	29,074.03
综合毛利率	60.36%	39.50%	35.77%
EBITDA	24,689.68	20,122.57	29,643.50
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.92	1.18
经营活动现金流净额	-55,332.65	-121,356.88	-187,550.04
收现比	1.79	0.84	0.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月21日发行7年期5.7亿元公司债券，募集资金计划用于曲靖市麒麟区安置房建设项目。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.28亿元。

二、发行主体概况

2019年6月6日公司发生股权变更，股东由曲靖市麒麟区住房和城乡建设局变更为曲靖市麒麟区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“麒麟区国资委”）。2019年12月11日，公司名称由“曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司”变更为现名。除此之外，公司注册资本、实收资本、主营业务范围未发生变化。截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本仍为1.05亿元，控股股东和实际控制人均为麒麟区国资委，持股比例为100%。

公司作为曲靖市麒麟区综合性国有资产运营主体和基础设施建设开发主体，跟踪期内仍继续从事麒麟区范围内的市政基础设施建设、旧城改造、棚户区改造、土地开发整理等业务，同时加快市场化业务拓展。

2019年公司合并范围新增2家子公司，未实际开展业务；当期减少3家子公司，见下表。截至2019年底，公司合并范围一级子公司共13家、二级子公司共19家，详见附录二。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南百易房屋拆迁有限公司	92.54%（间接）	100	房屋拆迁；房地产开发等	新设
曲靖市麒麟区扶贫开发投资有限公司	92.54%（间接）	900	易地扶贫搬迁建设项目、扶贫重大民生工程和涉农重点项目建设投资业务	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并原因
云南南云房地产开发有限责任公司	66%	8,823	房地产开发等	增资扩股，原股东股权比例被稀释
云南三国文化旅游小镇有限责任公司	60%	25,000	旅游文化项目运营及管理；房地产开发	增资扩股，原股东股权比例被稀释
云南山水通泰旅游文化开发有限责任公司	100%	10,000	房地产开发经营；旅游景点开发	股权转让

资料来源：公司2019年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础上，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按

照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

曲靖市经济总量稳步增长，工业经济保持较快发展，固定资产投资力度加大

2019年曲靖市全市实现地区生产总值（GDP）2,637.59亿元，按可比价计算，比上年增长9.6%；分产业来看，第一产业增长放缓，对经济增长贡献较小；第二、三产业保持较快增速，对经济增长贡献率分别为44.2%和46.0%。当期末曲靖市人均GDP较上年增长

9.1%，达到42,774元，为全国人均GDP的60.34%，较上年提升12.64个百分点，经济发展快于全国但仍处于偏低水平。

曲靖市工业化体系较为完善，工业经济保持较快发展但经济效益有待提高。2019年曲靖市全部工业增加值实现757.78亿元，按可比价计算，比上年增长11.1%。主要支柱产业中，除烟草制品业、农副食品加工业增加值出现小幅下降外，其余产业增加值均保持增长但整体增速放缓。除煤炭开采和洗选业增速提升外，其余如黑色金属冶炼及压延加工业石油、煤炭及其他燃料加工业、电力热力的生产和供应业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业等增速较上年放缓。2019年全年全市656户规模以上工业企业实现利税总额263.88亿元，亏损39.34亿元。

2019年曲靖市固定资产投资力度加大，增速为13.5%，较上年提升11.9个百分点，主要由第一、二产业投资带动。其中全市房地产开发投资同比大幅增长50.5%，商品房销售面积同比增长13.7%，房地产市场回温明显。

此外，曲靖市消费市场表现良好，社会消费品零售总额保持较快增长，成为经济增长的重要支撑；金融机构存、贷款余额稳中有升，金融环境保持稳定。

表2 曲靖市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,637.59	9.6%	2,013.4	8.5%
第一产业增加值	438.41	5.7%	360.2	6.4%
第二产业增加值	1,004.28	10.0%	777.4	11.4%
第三产业增加值	1,194.90	10.6%	875.8	6.5%
工业增加值	757.78	11.1%	-	-
固定资产投资	-	13.5%	-	1.6%
社会消费品零售总额	735.28	12.1%	656.15	12.2%
进出口总额（亿美元）	12.01	4.2%	-	-
存款余额	2,484.98	10.6%	2,216.74	1.9%
贷款余额	1,654.91	10.5%	1,580.64	14.1%
人均 GDP（元）	42,774		30,835	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.34%		47.70%	

注：2018年存款余额和贷款余额为截至2018年11月末的数据，“-”表示数据公开资料未获得。

资料来源：曲靖市统计局，中证鹏元整理

财政收入方面，根据曲靖市2019年国民经济和社会发展统计公报，2019年曲靖市全市实现公共财政收入149.07亿元，同比增长5.1%；其中税收收入109.15亿元，占公共财政收入的比重为73.22%。同期，曲靖市全市完成公共财政支出541.63亿元，增长13.5%，全市

财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为27.52%。

麒麟区辖区内经济总量保持较快增长，固定资产投资加速，为公司发展提供了较好的外部环境

2019年麒麟区辖区内（以下简称“全区”）实现地区生产总值（GDP）823.6亿元，按可比价计算，同比增长8.5%；分产业看，第一产业占比小，对经济增长贡献有限；第二、三产业为拉动GDP增长的主要动力，尤其是第三产业2019年同比大幅增长，对经济增长贡献率达到56%。当期全区三次产业结构比由上年的4.0：51.4：44.6调整为3.8：47.3：48.9；按常住人口计算，人均GDP为全国人均GDP的1.48倍。

2019年全区七大支柱产业继续出现结构性调整，其中炼焦业、化学原料和化学制品制造业发展加快，工业增加值大幅增长超过30%；电力生产和供应业完成工业增加值同比增长13.6%；有色金属冶炼及压延加工业增加值保持稳定；但汽车制造业出现大幅调整，当期工业总产值和增加值均同比下降约28%；烟草制品、煤炭开采及洗选业亦出现小幅下滑。全区主要工业产品产量呈现“五增三降”的态势，其中原煤、水泥和发电量同比大幅增长超过40%，而汽车产量大幅下滑31%。

2019年全区固定资产投资加速，全年完成投资235.2亿元，同比增长21%，其中新开工项目176个。在总计中，房地产开发投资完成76.7亿元，同比增长38.2%；其他投资完成158.5亿元，同比增长20.6%。从产业结构看，第一产业和第二产业投资规模较小，第三产业投资完成203亿元，同比大幅增长163.1%。

此外，2019年全区零售、住宿及餐饮等主要商贸业发展加快，促进全区社会消费品零售总额保持较快增长；金融机构存、贷款余额同比增长，金融环境向好。

表3 麒麟区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	823.6	8.5%	651.9	7%
第一产业增加值	31.3	5.4%	26.1	6.3%
第二产业增加值	389.6	7.3%	335.0	9.3%
第三产业增加值	402.7	10%	290.8	4.3%
规模以上工业增加值	203.0	6.7%	191.1	8.8%
固定资产投资	235.2	21%	194.4	-4.5%
社会消费品零售总额	219.1	11.7%	196.2	11.9%
进出口总额（亿美元）	-	-	1.67	35.5%
存款余额	1,027.7	12.7%	912.0	4.13%
贷款余额	726.4	14.6%	634.0	6%

人均 GDP (元)	105,119	83,728
人均 GDP/全国人均 GDP	148.28%	129.52%

注：以上经济指标为麒麟区辖区内（含经开区）的数据。

资料来源：曲靖市麒麟区 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据曲靖市麒麟区 2019 年国民经济和社会发展统计公报，2019 年麒麟区实现公共财政收入 21.8 亿元，同比增长 7%；完成公共财政支出 55.6 亿元，同比增长 12.6%，当期财政自给率为 39.20%，较上年略有下降。

四、经营与竞争

2019 年公司仍主要从事道路工程及棚户区改造等项目建设和以代建模式进行的土地开发整理等业务。当期土地开发整理确认基础设施代建收入 1.84 亿元，道路工程及棚户区改造等项目实现项目建设管理费收入 1.64 亿元，上述业务收入规模同比大幅减少。

2019 年市政配套设施收入大幅下降 92.47%，主要系大部分项目已集中于 2018 年度竣工结算；当期毛利率上升，主要系当期承接项目以金额小但毛利率较高的小型工程为主。此外，2019 年公司加大园林绿化业务发展，园林绿化收入及毛利率大幅提升；物业管理及自来水销售收入较为稳定，其中自来水销售毛利率下滑，主要系当期原水供应由青峰水库取水改成外购增高制水成本，叠加雨季管网维修增加维修成本等。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建收入	18,407.43	14.53%	40,650.20	14.52%
项目建设管理费	16,355.09	100.00%	20,281.02	100.00%
市政配套设施收入	864.46	21.23%	11,487.28	9.99%
园林绿化	1,137.91	31.81%	475.01	17.86%
物业管理收入	808.13	45.44%	879.13	9.92%
自来水销售	412.26	38.99%	337.17	56.99%
合计	37,985.29	52.92%	74,109.81	37.37%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

土地开发整理实现的相关收入波动较大，回款情况不及预期，未来土地开发业务存在不确定性

公司基础设施代建收入实质来源于土地开发整理业务，主要由子公司曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司（以下简称“土投公司”）采取代建模式进行。土投公司与曲靖市麒麟区人民政府签订委托土地开发协议，协议约定土投公司在区域范围内进行统一征地

拆迁、安置补偿等土地开发工作，区政府按照“成本全覆盖”的原则承担项目建设成本，并按照审计部门所确定的总投资额的 18% 给予土投公司投资回报。每年年底，公司按照全额法核算，在政府结算单确认的当期投入成本基础上加成 18% 的投资回报共同确认为基础设施代建收入。近年资金回收受当地政府财力影响存在滞后

2019 年公司基础设施代建收入实现 1.84 亿元，继续来自金麟湾片区和双友钢铁土地一级开发整理项目，同比减少 54.72%，主要系随着土地整理项目进入完工结算周期，当期完工结算的规模较少所致。截至 2019 年末，金麟湾片区土地一级开发整理项目已接近尾声，双友钢铁土地一级开发整理项目进展较慢。除以上两个土地开发整理项目外，公司待整理土地项目较少，未来土地开发业务及收入实现存在不确定性。

表5 2018-2019 年公司基础设施代建收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	当期建设成本	确认收入
2018 年	双友钢铁土地一级开发整理项目	0.08	0.09
	金麟湾片区土地一级开发整理项目	3.39	3.97
	合计	3.47	4.07
2019 年	双友钢铁土地一级开发整理项目	0.06	0.07
	金麟湾片区土地一级开发整理项目	1.51	1.77
	合计	1.57	1.84

资料来源：公司提供

此外，土投公司于 2016 年与上海核景房地产置业有限公司出资 800 万元（土投公司出资 320 万元，占股 40%）成立曲靖市肯豪斯置业有限公司（以下简称“肯豪斯置业公司”）。土投公司于 2017 年将持有的金麟湾 300.76 亩土地转让给肯豪斯置业公司，约定土地出让价 2.97 亿元于 2019 年 12 月 20 日前付清，并按照年化收益 5% 的溢价收购土投公司持有的 40% 股权。但截至 2019 年底，股权收购事项未发生实质进展，且上述约定的土地款仍剩余 2.23 亿元未收回，未来回收情况值得关注。

道路工程、棚户区改造等在建项目储备丰富，业务持续性较好，但大量项目建设成本未结转，成本回收周期长，同时在建项目面临较大的资金支出压力

公司作为麒麟区城市基础设施建设的运营主体，负责组织实施麒麟区市政基础设施建设及旧城改造项目。公司已就部分项目与曲靖市麒麟区人民政府签订《委托代建协议》，该类协议约定公司收益为相应项目建设成本的 18%，项目完工验收后移交给相关政府部门。账务处理上，近年公司均以净额法核算，按照审计部门确定的总投资额的 18% 确认为项目建设管理费收入，投资成本计入存货，暂未结转。其中市政基础设施建设项目待竣工结算后，投入成本将由相关接收单位返还至公司；棚户区改造项目完工后拟通过对外出售

商业部分覆盖前期投入成本。

2019 年公司确认了 60 余个在建项目建设成本，合计 9.40 亿元，按净额法核算的项目建设管理费实现 1.64 亿元，同比减少 19.36%，主要系 2019 年上半年麒麟区加快区属国有企业的深化改革，公司为加快市场化业务转型升级，逐步减少承接新的土地整理、道路工程及棚户区改造等业务。2019 年投资成本 1,000 万以上的项目明细见表 6，截至 2019 年末，公司未结转项目的投资成本约 65.07 亿元，系各类市政基础设施建设项目和棚户区改造项目，在存货-开发成本中体现。

表6 2019 年公司项目建设管理收入明细（单位：万元）

项目名称	确认当期建设成本	项目建设管理收入
麒麟义乌小商品城项目	13,140.50	2,296.40
东门街棚户区项目	11,625.89	2,031.71
新紫云路项目	11,180.95	1,953.95
双河片区棚户区项目	9,962.98	1,741.11
云师大附属麒麟学校建设项目	9,311.98	1,581.28
靖江路改造项目	6,615.69	1,156.14
鑫源下村片区棚户区项目	5,605.69	979.64
体育馆片区项目	4,480.95	783.08
曲靖一中周边改造项目	2,723.74	475.99
水石路项目	2,168.32	378.93
河云村片区棚户区项目	1,890.98	330.46
中和苑（区政务中心）	1,864.40	325.82
防洪节点改造项目	1,301.59	227.46
新紫云路项目	1,280.80	223.83
环南路项目	1,279.28	223.56
南关片区道路项目	1,021.24	178.47
其他项目（投资 1,000 万元以下）	9,088.00	1,568.62
合计	94,542.98	16,456.45

资料来源：公司提供

公司棚户区改造项目较多，其中“15 麒麟债”募投项目之一的中和苑回迁安置房（中和苑棚改项目部分）于 2019 年底完工并于 2019 年实现预收房款 1.2 亿元，“15 曲靖麒麟债”募投项目涉及的其他片区棚户区改造项目以及“19 麒麟债”募投项目曲靖市麒麟区安置房建设项目仍在建设中，尚未实现收益。“15 曲靖麒麟债”募投项目原计划在债券存续期内实现住宅和商业用房销售款 25.26 亿元，目前看整体建设进度及投资回报低于预期。未来待上述棚户区改造项目逐步建成，有望通过出售住宅及商业来实现相关收益，但其销售及回款情况受当地房地产市场影响仍存在不确定性。

此外，公司还拥有大量市政基础设施建设项目，其中 2019 年新增披露的紫云路道路建设项目、靖江路提升改造工程项目、金麟湾中央公园、麒麟湖片区综合开发建设项目（含防洪调节库）等项目，均未与政府签订代建协议，未来收益实现存在一定的不确定性。麒麟湖片区综合开发建设项目系公司当前投资重点工程，由土投公司负责实施建设，项目位于曲靖市麒麟区城南片区城乡结合部，由金麟湾区块（以下简称“区块一”）和城南防洪调节库区块（以下简称“区块二”）组成，建设内容包括征收土地、安置房建设、道路建设、配套官网建设、综合性学校等，其中土地征收整理后形成可出让土地。

表7 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

类型	项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
棚户区改造项目	印染厂棚改项目*	549,000.00	221,675.00	327,325.00
	南宁广场棚改项目*	164,000.00	65,870.00	98,130.00
	煤建东村棚改项目*	20,000.00	8,500.00	11,500.00
	体育馆片区棚户区改造项目*	200,000.00	25,000.00	175,000.00
	东门街棚改项目	165,500.00	142,100.00	23,400.00
	中和苑棚改项目*	43,000.00	30,400.00	12,600.00
	曲靖市麒麟区安置房建设项目*	142,855.73	43,500.00	99,355.73
	曲一中片区棚户区改造项目	21,000.00	2,650.00	18,350.00
基础设施建设项目	水石路市政道路建设	172,820.46	53,000.00	119,820.46
	寥廓山森林公园建设	100,000.00	8,800.00	91,200.00
	东过境高速公路珠街连接线建设项目	100,000.00	51,066.00	48,934.00
	麒麟区中心城区人居环境提升行动地下综合管廊等市政基础设施建设项目	82,100.00	48,500.00	33,600.00
	城南片区污水处理厂及配套管网建设项目	34,900.00	22,800.00	12,100.00
	环南路、长兴路等 3 条市政道路建设项目	13,704.00	12,000.00	1,704.00
	紫云路道路建设项目	19,800.00	12,650.00	7,150.00
	靖江路提升改造工程项目	30,183.00	16,000.00	14,183.00
其他	云师大附属麒麟学校建设项目	73,088.00	60,000.00	13,088.00
	金麟湾中央公园	22,000.00	1,400.00	20,600.00
	麒麟湖片区综合开发建设项目（包括防洪调节库）	500,000.00	83,611.00	416,389.00
合计		2,453,951.19	909,522.00	1,544,429.19

注：“15 曲靖麒麟债”募投项目为曲靖市中心城区 2014-2015 年城市棚户区改造项目，包括体育馆片区棚户区改造项目、中和苑棚改项目、南宁广场棚改项目、煤建东村棚改项目和印染厂棚改项目的部分子项目；“19 麒麟债”募投项目为曲靖市麒麟区安置房建设项目。

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 245.40 亿元，累计已投资 90.95 亿元，

尚需投资 154.44 亿元，在建项目投资规模大，未来可实现的项目建设管理费收入持续性较好，但大量项目投入的建设成本仍未结转，成本回收周期长，且在建项目投资面临较大的资金支出压力。

另外，公司尚有一个商品房开发项目清荷苑，该项目系子公司曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司开发的商品房项目，占地 46.2 亩，规划住宅总面积 8.58 万平方米，概算总投资 4.2 亿元，于 2019 年取得预售许可证并于当期实现预收房款约 2.21 亿元²，截至 2019 年末项目累计投资 1.44 亿元。截至 2020 年 5 月末，清荷苑累计已销售住宅面积 6.95 万平方米、预收房款约 3.03 亿元，销售均价约 4,300 元/平方米，剩余可供销售住宅面积 1.63 万平方米以及剩余 630 个车位。除此之外，公司暂无其他在建商品房项目。

2019年公司继续获得一定的外部支持

2019 年公司股东由曲靖市麒麟区住房和城乡建设局变更为麒麟区国资委，当期公司继续获得棚户区改造补助资金、曲靖市旅游产业发展推进会补助资金等政府补助 1,045.08 万元，计入其他收益。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增2家二级子公司，减少3家二级子公司，子公司变动原因详见表1。

资产结构与质量

公司资产总额保持增长，但应收款项仍占用大量资金，土地及项目建设形成的开发成本占比高，整体资产流动性偏弱

2019年公司资产规模保持小幅增长，资产结构保持稳定，仍以货币资金、应收款项及存货为主。当期末货币资金余额17.62亿元，其中15.18亿元为银行存款，另有2.44亿元系定期存单（已质押）和履约保证金，使用受限。

2019年末公司应收账款账面价值微幅下降至15.43亿元，其中应收曲靖市麒麟区人民政府12.80亿元；应收肯豪斯置业公司土地款2.23亿元，账龄2-3年；2019年公司收回曲靖

² 2019 年公司预收房款共 3.41 亿元，其中清荷苑预收房款 2.21 亿，另有“15 曲靖麒麟债”募投项目之一的中和苑回迁安置房实现预收房款 1.2 亿元。

市麒麟碧桂园房地产开发有限公司土地款1.12亿元，期末剩余0.38亿元，账龄3年以上。其他应收款系与当地政府机构以及关联方的往来款，期末账面价值较上年末变化小，前五名应收对象均与上年一致。期末应收账款和其他应收款合计42.67亿元，对公司营运资金形成较大占用，应收对象以政府机构、国有企业为主，但部分款项账龄较长，且应收肯豪斯置业公司土地款未按约定回收，未来收回时间仍存在不确定性。

2019年末存货账面价值103.35亿元，包含38.28亿元土地和65.07亿元开发成本。其中开发成本为各类棚户区改造、道路工程等项目投入成本，2019年末较上年增长17.39%，主要新增麒麟湖片区综合开发建设项目、印染厂棚户区项目、南片区防洪调节库等项目投资。根据公司提供的土地明细，截至2019年末公司土地资产共计28宗国有土地使用权，用途以住宅用地为主，土地性质包括22宗划拨用地和6宗出让用地，面积合计216.98万平方米，账面价值合计40.84亿元，其中已抵押土地账面价值3.27亿元。

2019年末公司固定资产及其他非流动资产较上年末增幅较大，其中固定资产增加主要系子公司土投公司购置的297套商铺，价值共计1.32亿元，其中238套已办完不动产权证，部分房产尚未办妥；其他非流动资产系委托贷款0.3亿元及2019年新增投资的曲靖一中麒麟学校建设成本0.81亿元。

整体看，公司资产流动性偏弱，存货中的开发成本和土地资产占比高，变现能力较弱，且应收款项长期占用公司资金。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	176,190.72	10.21%	188,148.91	11.51%
应收账款	154,300.56	8.94%	156,917.28	9.60%
其他应收款（合计）	272,410.00	15.78%	278,402.51	17.03%
存货	1,033,498.77	59.87%	937,047.07	57.32%
流动资产合计	1,662,896.13	96.32%	1,589,772.25	97.25%
固定资产	20,882.43	1.21%	7,532.00	0.46%
其他非流动资产	11,057.94	0.64%	3,000.00	0.18%
非流动资产合计	63,467.54	3.68%	44,986.24	2.75%
资产总计	1,726,363.67	100.00%	1,634,758.49	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

营业收入下滑，但盈利水平提升，同时政府补助对公司利润形成一定补充

2019年以代建模式开展的土地整理业务量减少导致当期基础设施代建收入下滑明显，同时当期确认的项目建设管理费规模亦有所下降，上述收入下滑导致当期营业收入同比大幅下降39.91%，但受益园林绿化、物业管理等市场化业务毛利率较高且其占比增加，综合毛利率提升明显。当期公司营业利润保持增长。

截至2019年末公司收取项目建设管理费的在建项目较多，未来项目建设业务可持续性仍较好，但暂未签订代建协议的部分项目收入存在不确定性；此外随着公司棚户区改造项目逐渐完工未来可望实现一定规模的房屋销售收入。

其他收益主要为政府补助，2019年公司获得政府补助1,045.08万元，规模较上年减少。未来政府补助规模受当地政府财政调剂情况等因素影响仍可能存在波动。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	46,398.75	77,215.17
营业利润	22,693.64	17,326.08
其他收益	1,045.08	9.67
营业外收入	477.33	2,328.13
利润总额	22,977.11	19,204.27
综合毛利率	60.36%	39.50%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流有所改善但仍呈现净流出状态，在建项目投资规模较大，资金缺口仍将主要依赖外部融资，资金支出压力较大

2019年公司因预收大量房款，且其他主营业务回款较为及时，当期收现比指标快速提升至1.79。但由于棚户区改造、道路建设以及土地开发整理等投入大量建设资金，以及与政府机构、其他关联方等单位仍存在大量往来款。综合影响下，2019年公司经营活动现金仍净流出5.53亿元，净流出规模较上年减少。

2019年公司投资活动现金支出主要用于购置固定资产，规模较小。筹资活动现金流入主要来自银行借款和发行债券等，现金流出主要用于偿还债务本金和利息，当期筹资活动现金净流入2.40亿元，融资规模较上年大幅减少。

截至2019年底，公司主要在建项目尚需大量投资，随着项目的持续推进，公司仍将面临较大的资金压力，预计资金缺口仍主要依赖外部融资解决。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.79	0.84
销售商品、提供劳务收到的现金	83,024.32	64,607.94
收到的其他与经营活动有关的现金	405,547.25	374,248.49
经营活动现金流入小计	488,571.68	438,856.43
购买商品、接受劳务支付的现金	130,325.94	206,873.58
支付的其他与经营活动有关的现金	406,278.75	347,374.58
经营活动现金流出小计	543,904.33	560,213.32
经营活动产生的现金流量净额	-55,332.65	-121,356.88
投资活动产生的现金流量净额	-4,976.46	-26,902.24
筹资活动产生的现金流量净额	23,963.80	201,212.19
现金及现金等价物净增加额	-36,345.31	52,953.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率偏高，有息债务规模较大，整体面临较大的偿债压力

2019年公司负债总额和所有者权益小幅增加，期末产权比率小幅提升至167.67%，所有者权益对负债的保障程度仍处于偏低水平。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,081,393.09	1,006,598.04
所有者权益	644,970.58	628,160.45
产权比率	167.67%	160.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款、预收款项和其他应付款较上年末增幅较大。其中短期借款系新增保证借款，期末余额为3.40亿元，同比增长78.95%。其他应付款主要为往来款、工程贷垫款、保证金等，期末余额为14.93亿元，同比增长23.99%，其中账龄超过1年的占比较高，支付压力较大。预收款项3.73亿元，主要系当期销售中和苑、清河园取得的预售房款。此外，一年内到期的非流动负债增加至5.93亿元。

公司负债结构仍以非流动负债为主，其占总负债的比重较高，其中长期借款余额37.49亿元，包括质押借款14.04亿元、通过抵押、质押、保证三类担保方式合计取得的借款19.13亿元，质押物为项目建设合同应收款，抵押物为国有土地使用权。长期应付款为应付融资租赁款，2019年末余额减少至7.72亿元（包括转入一年内到期的非流动负债科目的款项）；专项应付款系专项建设基金，期末余额减少至1.04亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	34,000.00	3.14%	19,000.00	1.89%
预收款项	37,323.52	3.45%	4,760.82	0.47%
应交税费	56,464.79	5.22%	52,807.25	5.25%
其他应付款（含应付利息）	149,322.78	13.81%	120,428.53	11.96%
一年内到期的非流动负债	59,334.79	5.49%	26,547.00	2.64%
流动负债合计	344,716.50	31.88%	232,911.29	23.14%
长期借款	374,880.00	34.67%	389,965.00	38.74%
应付债券	293,788.67	27.17%	248,700.59	24.71%
长期应付款（含专项应付款）	66,933.55	6.19%	134,043.23	13.32%
非流动负债合计	736,676.59	68.12%	773,686.75	76.86%
负债合计	1,081,393.09	100.00%	1,006,598.04	100.00%
其中：有息债务	818,547.56	75.69%	799,119.71	79.39%

注：有息债务含短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和应付融资租赁款。
 资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司新发行“19麒麟债”、“麒麟保投2019年1号债务”、“麒麟保投2019年1号债务”等多支债券，同时偿还“15曲靖麒麟债”本金2.0亿元，期末应付债券余额为29.38亿元。截至2020年4月末，存续期债券情况如下表所示。

表13 截至 2020 年 4 月末，公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行日期	到期日	债券余额	票面利率
15 曲靖麒麟债	2015-12-04	2022-11-26	6.00	5.37%
17 麒麟 01	2017-11-10	2022-9-29	10.00	7.0%
麒麟城投 2018 年 1 号债务	2018-10-19	2021-10-19	1.94	11%
麒麟城投 2018 年 2 号债务	2018-10-19	2021-10-19	0.85	11%
19 曲靖麒麟债	2019-1-21	2026-1-21	5.70	8.5%
麒麟城投收益权项目 1 号	2019-7	两年	0.50	9.2%~10.5%
元通宝私募债	2018-11-28	2021-5-27	4.37	9.4%~10.5%
麒麟保投 2019 债务	2019-5-16	2019-8-9	0.19	9.4%~10.5%
麒麟保投 2019 年 1 号债务	2019-5-8	2019-11-8	0.22	9.4%~10.5%
合计	-	-	29.77	-

资料来源：wind 及公司提供，中证鹏元整理

2019年末，公司有息债务余额小幅增加至81.85亿元，占负债总额的比重为75.69%，占比仍较高。根据公司提供的有息债务本金偿还计划表，公司计划2020年及2021年将分别偿还债务本息25.26亿元和14.81亿元。

表14 未来三年公司有息债务本金偿还静态分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年
本金	216,816.09	125,366.40	100,405.65
利息	35,819.71	22,744.12	17,652.63
合计	252,635.80	148,110.52	118,058.28

注：公司将期限结构为3+2的“17麒麟债01”全部本金及利息计入2020年应还本金。
 资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率维持稳定，负债水平偏高，短期偿债能力指标趋弱，由于短期有息债务增幅较大，现金短期债务比由上年的4.13快速下降至1.89，若私募债“17麒麟债01”于2020年全部回售，则现金短期债务比调整为0.81。2019年利润总额增加，但有息债务规模上升导致利息费用增加，期末EBITDA利息保障倍数下降至0.75，有息债务/EBITDA为33.15，整体偿债压力较大。

考虑到公司在建项目投资规模较大，随着建设资金的持续投入，未来公司对外融资仍存在较大的依赖；公司资产以开发成本和土地使用权为主，受限比例不高，仍具备一定的财务弹性。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	62.64%	61.57%
现金短期债务比	1.89	4.13
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.92
有息债务/EBITDA	33.15	39.71

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2020年3月25日）及子公司曲靖市麒麟区城建实业公司（报告查询日2020年3月26日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，担保期限集中在1-2年，存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司本部共为3家单位提供7笔对外担保，担保金额共计9.84亿元；子

公司曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司（以下简称“融资担保公司”）共为6家单位对象提供6笔对外担保，担保金额共计0.48亿元。以上担保合计10.32亿元，占公司2019年末净资产的比重为16.00%，担保对象主要为事业单位和国有企业，均为保证担保，未设置反担保措施，担保期限主要在1-2年，短期内需关注被担保方是否及时偿还债务。

表16 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	担保期限	担保主体
曲靖市麒麟职业技术学校*	30,000.00	2016.12.1-2020.4.30	公司本部
曲靖市麒麟区水利水电开发建设投资有限公司	3,900.00	2018.11.30-2021.11.29	公司本部
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司*	10,000.00	2019.1.30-2020.1.29	公司本部
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	2,500.00	2019.3.13-2021.3.12	公司本部
曲靖市麒麟区水利水电开发建设投资有限公司	35,000.00	2019.5.24- 2039.5.23	公司本部
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	5,000.00	2019.6.24- 2020.6.13	公司本部
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	12,000.00	2019.9.24- 2020.9.23	公司本部
曲靖市联农共创专业合作社*	410.00	2017.03.22-2020.03.22	融资担保公司
曲靖市麒麟区电影发行放映文化娱乐公司	300.00	2017.08.22-2020.08.21	融资担保公司
曲靖昱安建工集团第一工程有限公司*	500.00	2019.2.2-2020.2.1	融资担保公司
曲靖昱安建工集团有限公司*	3,000.00	2019.2.18- 2020.2.17	融资担保公司
曲靖百吉粮油有限公司	200.00	2019.6.18- 2020.6.17	融资担保公司
曲靖市汽车运输有限公司	400.00	2019.6.21- 2020.6.20	融资担保公司
合计	103,210.00	-	-

注：截至2020年4月末，带*的5笔对外担保已结束，但未取得相关担保解除手续。
 资料来源：公司2019年审计报告

七、评级结论

2019年曲靖市和麒麟区经济增长提速，固定资产投资力度加大，继续为公司提供了较好的外部环境；公司在建市政基础设施、棚户区改造等项目储备丰富，业务持续性较好；同时继续获得当地政府在资金补助等方面的一定支持。

但另一方面，中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，应收款项对公司资金长期占用；经营性现金仍持续净流出，大量在建项目投资面临较大的资金支出压力；公司负债水平偏高，整体偿债压力较大；以及对外担保存在一定或有负债风险等风险因素。

综合考虑，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，

评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	176,190.72	188,148.91	135,195.84
其他应收款（合计）	272,410.00	278,402.51	214,159.95
存货	1,033,498.77	937,047.07	728,867.16
资产总计	1,726,363.67	1,634,758.49	1,371,247.44
短期借款	34,000.00	19,000.00	22,500.00
其他应付款（合计）	149,322.78	120,428.53	122,552.23
一年内到期的非流动负债	59,334.79	26,547.00	-
长期借款	374,880.00	389,965.00	262,964.00
应付债券	293,788.67	248,700.59	197,989.87
负债合计	1,081,393.09	1,006,598.04	759,368.78
归属于母公司所有者权益合计	641,697.47	624,906.81	608,827.74
所有者权益合计	644,970.58	628,160.45	611,878.65
营业收入	46,398.75	77,215.17	74,515.92
营业利润	22,693.64	17,326.08	18,489.55
净利润	16,747.81	13,828.12	24,578.06
经营活动产生的现金流量净额	-55,332.65	-121,356.88	-187,550.04
投资活动产生的现金流量净额	-4,976.46	-26,902.24	-7,754.25
筹资活动产生的现金流量净额	23,963.80	201,212.19	207,766.68
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	60.36%	39.50%	35.77%
收现比	1.79	0.84	0.21
产权比率	167.67%	160.25%	124.10%
资产负债率	62.64%	61.57%	55.38%
现金短期债务比	1.89	4.13	6.01
EBITDA（万元）	24,689.68	20,122.57	29,643.50
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.92	1.18
有息债务/EBITDA	33.15	39.71	18.97

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	56,365	100%	-	土地开发整理，基础设施建设配套等
云南南云地下管网服务有限责任公司	1,100	-	100%	给排水及管网投资建设等
云南南云水资源开发有限责任公司	1,100	-	100%	水资源开发利用；自来水制造、输送和销售
云南南云物业管理有限责任公司	1,100	-	100%	物业管理；家政服务；企业管理咨询
云南南云餐饮服务有限公司	1,100	-	100%	餐饮服务
云南南云网络科技有限公司	1,100	-	100%	信息传输、软件和信息技术服务业
曲靖市麒麟区建设综合服务有限公司	1,100	-	100%	建筑施工
云南南云石油化工开发有限责任公司	1,100	-	100%	油气项目开发、建设及利用
云南南云电力设施有限责任公司	3000	-	100%	电力购销；电力工程施工等
云南南云新能源开发有限责任公司	1,100	-	100%	风力发电；太阳能开发利用；城市垃圾发电；市政工程
云南南云物流有限责任公司	1,100	-	100%	货物运输；仓储服务
云南南云文化旅游开发有限责任公司	1,100	-	100%	文化、体育和娱乐业
云南南云教育信息咨询有限责任公司	1,100	-	100%	教育
麒麟区轻工业园区开发投资有限公司	2,300	100%	-	基础设施配套投资、房地产开发、园区物业管理等
曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司	11,000	100%	-	保障性住房开发、建设及经营
云南恒茂置业有限公司		-	100%	房地产开发
曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司	13,103	100%	-	房地产开发
曲靖市麒麟区城建物业服务有限责任公司	50	100%	-	物业管理服务，家政服务，房屋租赁等
曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限公司	200	100%	-	基础设施建设等
曲靖弘映园林绿化有限公司	200	100%	-	园林绿化规划、设计、施工等
曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司	9,530	100%	-	融资担保业务

曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司	22,390	100%	-	经营管理重要投资、基本建设资金和专项建设基金
曲靖市麒麟区市政公共设施经营服务有限公司	500	84%	-	市政公共设施经营服务等
曲靖市麒麟区农业旅游开发投资有限责任公司	56,000	92.54%	-	基础设施建设、旅游开发投资
曲靖朗目春晓餐饮服务有限公司	100	-	92.54%	餐饮服务
曲靖海驰旅游服务有限责任公司	2,600	-	92.54%	旅游服务
云南曙航建筑工程有限公司	800	-	92.54%	建筑施工
云南云锦农业开发有限责任公司	2,800	-	92.54%	农业基础设施建设
云南百易房屋拆迁有限公司	100	-	92.54%	房屋拆迁；房地产开发
曲靖市麒麟区扶贫开发投资有限公司	900	-	92.54%	扶贫重大民生工程和涉农重点项目建设投资业务等
曲靖城南片区项目开发有限公司	1,000	100%	-	基础设施建设项目开发、度假区开发等
曲靖市麒麟区农业发展投资有限公司	76,000	56.58%	-	农业投资开发

资料来源：2019 年审计报告及公开查询，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。