

昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：袁 野 yyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 13 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0535号

昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“17 昆明公租 MTN001”、“17 昆明公租 MTN002”、“18 昆明公租 MTN001”、“19 昆租 01”、“19 昆租 02”、“20 昆租 01”、“21 昆明公租 MTN001”、“22 昆明公租 MTN001”和“22 昆明公租 MTN002”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十三日

评级观点：中诚信国际维持昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司（以下简称“昆明公租房”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“17 昆明公租房 MTN001”、“17 昆明公租房 MTN002”、“18 昆明公租房 MTN001”、“19 昆租 01”、“19 昆租 02”、“20 昆租 01”、“21 昆明公租房 MTN001”、“22 昆明公租房 MTN001”和“22 昆明公租房 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了 2021 年以来区域经济实力保持较快增长、公司是昆明市公租房建设及运营的唯一主体及经营活动净现金流有所改善等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司经营性业务利润呈亏损状态，利润受公允价值变动损益影响较大、受限资产规模仍较大，资产流动性较弱以及债务规模持续攀升，面临一定的短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

昆明公租房（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	464.00	474.79	501.08	497.24
所有者权益合计（亿元）	194.12	199.92	200.18	198.36
总负债（亿元）	269.88	274.87	300.90	298.88
总债务（亿元）	184.15	195.65	226.17	225.89
营业总收入（亿元）	4.61	5.91	4.89	1.19
经营性业务利润（亿元）	-3.01	-2.40	-3.08	-1.39
净利润（亿元）	10.28	5.79	0.16	-1.81
EBITDA（亿元）	26.54	20.46	13.07	--
经营活动净现金流（亿元）	3.01	2.15	5.85	2.32
收现比(X)	0.95	0.77	1.48	1.18
营业毛利率(%)	83.74	74.21	74.31	78.79
应收类款项/总资产(%)	2.54	3.01	2.49	2.25
资产负债率(%)	58.16	57.89	60.05	60.11
总资本化比率(%)	48.68	49.46	53.05	53.24
总债务/EBITDA(X)	6.94	9.56	17.31	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.10	1.72	1.06	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；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 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算；5、2019~2021 年及 2022 年 1-3 月财务数据均为各期财务报告期末数。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-2.86	4
	收现比(X)*	1.16	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.29	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.67	2
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	200.18	8
	总资本化比率(X)	0.53	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA+

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **稳步增长的区域经济实力。**昆明市作为云南省省会和我国面向东盟的门户城市具有重要的区位优势 and 地位，在传统优势产业的带动下，昆明市经济实力不断增强，为公司提供了良好的发展环境。

■ **公司继续维持昆明市公租房建设及运营的唯一主体地位，区域地位重要。**作为昆明市唯一一家公共租赁住房的投融资主体，公司承担了昆明市主城范围内公共租赁住房的开发、建设、运营管理工作，具有重要的战略地位。在保障性安居工程补助、政策支持及资产注入等方面具备一定的竞争优势。

■ **经营活动净现金流有所改善。**2021 年随着限价商品房实现销售，商业配套项目和市场化项目逐步进入运营阶段且公司拥有较大规模的公租房，可产生较为稳定的现金流入，经营活动净现金流有所改善。

关注

■ **经营性业务利润呈亏损状态，利润受公允价值变动损益影响较大。**公司持有房产公允价值评估增值形成较大公允价值变动损益，是公司利润的主要来源，2021 年，公司公允价值变动收益为 6.47 亿元，利润受公允价值变动损益影响较大，盈利质量不高。

■ **受限资产规模仍较大，资产流动性较弱。**2022 年 3 月末，公司受限资产合计 336.65 亿元，占总资产的比重达 67.70% 规模仍较大，资产流动性较弱。

■ **债务规模持续攀升，面临一定的短期偿债压力。**2021 年末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 60.05% 和 53.05%，债务规模总体持续攀升，财务杠杆水平有所上升，且截至 2022 年 3 月末，货币资金/短期债务仅为 0.18，面临一定的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**昆明市经济实力显著增强，债务负担明显下降；公司在昆明市地位提升，获取股东及各方支持力度大幅增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**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，流动性风险加重，再融资环境恶化。

评级历史关键信息

昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	17 昆明公租房 MTN001 (AA+), 17 昆明公租房 MTN002(AA+), 18 昆明公租房 MTN001 (AA+)	2021/06/23	洪少育、黄应裴、肖瀚	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读原文
AA+/稳定	22 昆明公租房 MTN002 (AA+)	2022/04/21 2021/12/23	袁野、黄应裴、马家瑶; 郑远航、黄应裴、袁野	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读原文 ; 阅读原文
AA+/稳定	22 昆明公租房 MTN001 (AA+)	2022/01/29 2021/09/27	袁野、黄应裴、马家瑶; 袁野、黄应裴	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读原文 ; 阅读原文
AA+/稳定	21 昆明公租房 MTN001 (AA+)	2021/12/02 2021/09/27	袁野、黄应裴、王靖允; 袁野、黄应裴	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读原文 ; 阅读原文
AA+/稳定	18 昆明公租房 MTN001 (AA+)	2018/03/08	陆静怡、汪莹莹、王冲	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI_140200_2017_02	阅读原文
AA+/稳定	17 昆明公租房 MTN002 (AA+)	2017/11/07	陆静怡、汪莹莹、王冲	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01	阅读原文
AA+/稳定	17 昆明公租房 MTN001 (AA+)	2016/10/31	陆静怡、段晋璇、李傲颜	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01	阅读全文

同行业比较

2021年昆明市部分基础设施投融资企业主要指标对比表							
公司名称	总资产(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	总负债(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营活动净现金流(亿元)
昆明公租房	501.08	200.18	60.05	300.90	4.89	0.16	5.85
昆明交产	909.88	374.42	58.85	535.46	74.43	10.48	22.94
昆明产投	989.91	414.33	58.14	575.58	123.73	3.42	11.66
昆明土投	772.57	339.72	56.03	432.85	5.55	1.15	26.55

注：“昆明交产”为“昆明交通产业股份有限公司”简称；“昆明产投”为“昆明产业开发投资有限责任公司”简称；“昆明土投”为“昆明市土地开发投资经营有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
17 昆明公租房 MTN001	AA+	AA+	2021/06/23	10.00	10.00	2017/07/27~2022/07/27	交叉违约条款
17 昆明公租房 MTN002	AA+	AA+	2021/06/23	5.00	5.00	2017/12/21~2022/12/21	交叉违约条款
18 昆明公租房 MTN001	AA+	AA+	2021/06/23	5.00	5.00	2018/03/15~2023/03/15	交叉违约条款
19 昆租 01	AA+	AA+	2021/06/23	10.00	10.00	2019/09/10~2026/09/10	附存续期第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；交叉违约条款
19 昆租 02	AA+	AA+	2021/06/23	5.00	5.00	2019/09/10~2026/09/10	附存续期第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；交叉违约条款
20 昆租 01	AA+	AA+	2021/06/23	8.00	8.00	2020/04/08~2027/04/08	附存续期第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 昆明公租房 MTN001	AA+	AA+	2021/12/02	5.00	5.00	2021/12/20~2023/12/20	交叉违约条款
22 昆明公租房 MTN001	AA+	AA+	2022/01/29	7.00	7.00	2022/03/11~2024/03/11	交叉违约条款
22 昆明公租房 MTN002	AA+	AA+	2022/04/21	8.00	8.00	2022/04/28~2024/04/28	--

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 昆租 01”、“19 昆租 02”和“20 昆租 01”共募集资金 23.00 亿元，其中 17 亿元拟用于纳入省级保障房计划的租赁住房项目建设/置换项目贷款；6 亿元用于补充公司日常生产经营所需流动资金或偿还有息债务。根据公司提供资料，截至 2022 年 3 月末，募集资金已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快

企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年昆明市经济实力进一步增强，未来随着我国和东盟的合作推向深入，昆明市将迎来新的发展机会；昆明市政府债务处于较高水平，未来债务化解仍需关注

昆明市经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。2021年，昆明市实现地区生产总值（GDP）7,222.50亿元，按可比价计算，2021年同比增长3.7%。其中，第一产业增加值333.12亿元，增长6.9%；第二产业增加值2,287.71亿元，下降0.3%；第三产业增加值4,601.67亿元，增长5.4%。2021年昆明市新的产业增长点有所缺乏，经济增速低于预期目标4.3个百分点。第二产业基础薄弱、支撑不足，下降0.3%。其中：冶金、化工、烟草等传统工业仅增长4%；建筑业增加值下降11.6%。近年来对经济增长贡献较大的房地产业出现负增长。服务业层次偏低，生产性服务业发展滞后，科学研究和技术服务业营业收入仅增长3.7%，旅游、会展等重点行业受疫情影响恢复不及预期。2021年昆明市固定资产投资（不含农户）下降7.8%。

2021年昆明市财政实力稳步增强，税收收入占比维持在较高水平。昆明市2021年的一般公共预算收入为689.1亿元，较2020年决算数增长5.9%，其中2021年税收收入占比为78.54%，财政收入结

构稳健。2021年，昆明市财政平衡率为74.24%，财政自给能力较强。受土地市场行情的影响，2021年昆明市政府性基金预算收入较上年下降38.8%，为451.1亿元，主要为国有土地使用权出让收入。2021年末，昆明市政府债务余额为2,149.00亿元，债务规模仍处于较高水平。

昆明市确立了“加快建设立足西南、面向全国、辐射南亚东南亚的区域性国际中心城市”的奋斗目标，制定了《昆明市建设区域性国际中心城市实施纲要（2017~2030）》，明确着力打造区域性国际综合枢纽，加快建设区域性国际经济贸易中心、科技创新中心、金融服务中心、人文交流中心，抢抓中老铁路开通运行机遇，加快建设大通道发展大物流，全力推动区域性国际城市建设，未来昆明市将保持一定的经济活力。

2021年公司仍为昆明市公租房建设及运营的唯一主体，保障性租赁住房项目稳步推进；公司无新增及拟建保障性住房项目，未来投资需求逐步减弱

跟踪期内，公司仍为昆明市公租房的建设主体，代昆明市政府进行相关项目的开发建设及运营管理，通过保障性住房建设获取建设运营管理费。

公司根据政府下达的保障房项目建设任务开展前期要件的准备、审批工作，并通过协议出让或“招拍挂”等方式取得项目建设用地；然后，采用公开招标方式确定承建商，由承建方全面负责项目建设；待项目完工落成之后，公司对其进行验收，合格后支付承建商合同尾款，由公司负责项目的后续运营管理。上述开发期间，项目产权始终归公司所有。以此模式开发建设的保障性住房项目，除项目建成后的运营收入外，根据昆明市人民政府下发的相关文件，项目开发期间公司还可按照实际完成年度投资额的1.5%或3%提取运营管理费。

从承建的情况来看，保障性住房项目建设受到政府及相关规划影响较大。截至2022年3月末，公司自行建设项目有13个，具体来看，2011年承建项目4个、2012年承建项目4个、2013年承建

项目 5 个。其中，2013 年承建项目均采用 BT 模式进行建设，2013 年之后公司无新承建保障性住房项目。公司自行建设项目中已完工的公共租赁住房项目有 9 个，投资总额 149.04 亿元，总建筑面积 295.42

万平方米，租赁住房建筑面积 168.86 万平方米，合计建成租赁住房 30,398 套，累计确认运营管理收入为 2.96 亿元，均实现回款。

表 1：截至 2022 年 3 月末公司主要已完工的保障保障性住房建设项目情况（万平方米、亿元、套）

项目名称	总建筑面积	租赁住房建筑面积	投资总额	建设周期	确认运营管理收入	运管收入回款	房屋套数
2011 年老海埂路项目（泽惠园）	30.00	16.52	14.30	2011~2015	0.21	0.21	3,442
2011 年方旺项目（盛惠园）	74.30	44.29	33.25	2011~2016	0.49	0.49	8,773
2011 年陈家营项目（普惠园）	68.93	40.57	32.87	2011~2016	0.48	0.48	8,110
2012 年大漾田项目（吉惠园）	25.35	16.13	11.44	2012~2016	0.17	0.17	3,005
2012 年五腊项目（铭惠园）	8.20	3.06	3.76	2011~2019	0.06	0.06	606
2013 年青龙项目（青惠园）	42.68	25.73	25.90	2013~2018	0.75	0.75	3,496
2013 年银河项目（雅惠园）	14.68	7.02	9.04	2013~2018	0.26	0.26	788
2013 年子君村项目（子君惠园）	8.24	5.07	4.81	2013~2018	0.14	0.14	576
2013 年羊肠项目（泓清惠园）	23.04	10.47	13.67	2013~2018	0.40	0.40	1,602
合计	295.42	168.86	149.04	-	2.96	2.96	30,398

注：2013 年青龙项目、2013 年银河项目、2013 年子君村项目和 2013 年羊肠项目采用 BT 模式建设，上述项目的投资总额为竣工决算审计金额；租赁住房建筑面积为租赁住房面积。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建的自建项目有 4 个，分别为 2011 年大波村项目、2012 年和谐家园项目、2012 年空港生活区项目和 2013 年渔村项目，在建项目预计总投资 78.78 亿元，已完成投资 75.96

亿元，上述项目合计确认运营管理收入 1.42 亿元，全部实现回款。截至 2022 年 3 月末，公司无拟建保障房建设项目，公司保障性住房项目建设周期较长且陆续进入完工期，未来业务持续性值得关注。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司主要在建的保障性住房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	总建筑面积	租赁住房建筑面积	计划投资总额	已投资	确认运营管理收入	运管收入回款	房屋配套情况（套）
2011 年大波村项目（颐惠园）	2011~2020	69.74	40.77	34.03	41.15	0.64	0.64	8,000
2012 年和谐家园项目（和谐家园项目）	2012~2021	2.62	2.56	1.41	1.24	0.02	0.02	504
2012 年空港生活区项目（祥惠园）	2012~2022	45.32	26.69	25.10	19.39	0.31	0.31	5,001
2013 年渔村项目（渔村项目）	2017~2022	27.08	14.06	18.24	14.18	0.45	0.45	1,610
合计	-	144.76	84.08	78.78	75.96	1.42	1.42	15,115

注：2013 年渔村项目采用 BT 模式建设，上述项目的计划投资总额为预估投资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据公司的投资计划，2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年保障性住房项目未来投资支出分别为 5.10 亿元、1.35 亿元和 0.80 亿元，2022 年仍有一定的资金投入需求。

2021 年公司公租房出租率有所下降，随着在建保障房项目建成投运或将充实公司租赁物业，公租房运营收入未来或延续增长态势；保障房可出租物业收

入为公司收入提供一定补充

除租赁住房建设外，公司作为昆明市公租房唯一的运营主体，还负责对公司名下的公共租赁住房（含公租房及限价商品房等）及其配套商业地产的租售业务。公司将公租房的租赁收入和配套商业地产中的地上商业及办公、酒店、地下商业、物业用房、幼儿园、小学等实现租金收入计入“房屋租赁收入”，

配套商业中的车位租赁收入计入“其他业务收入”。截至 2022 年 3 月末，公司保障性住房项目在后续运营过程中仅通过对外出租回收投资，尚未有出售情况。

公租房出租业务由子公司惠云置业负责，该公司成立于 2017 年 8 月 10 日，由公司全资持股。随着公司的租赁用房投入使用及出租率的提高，使得公司的租赁收入有所增加。

昆明市公租房纳入市住建局系统统一管理，在具体操作过程中，由住建局住房管理中心根据条件筛选租住人群及分配房屋，由公司与租住人员签订合同并安排租户入住，合同期限由双方约定，一般为 3 年，租期到期后若申请人仍然符合公租房申请条件，审核后获得租赁资格可继续续租。租金可按半年度收取。同时，该业务实行“收支两条线”管理，其收取的租金收入需首先上缴昆明市财政局后，再由市财政局全额返还至公司。

表 3：近年来公司租赁业务情况

项目	2019	2020	2021	2022.1-3
可租赁面积（万平方米）	231.24	231.24	231.24	231.24
平均租金（元/月·平米）	13	13	13	13
出租率（%）	87.90	91.73	83.78	86.49
租金总现金流收入（亿元）	3.29	3.18	3.05	0.83
租金收缴率（%）	95.00	95.44	95.00	93.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁资产方面，公司的租赁资产主要通过自建和外购方式取得，近年来公司自建公租房无转入经营且无新增外购公租房项目，公司可租赁住房面积趋于稳定，均为 231.24 万平方米。未来公司保障性住房项目完工投运，或将充实公司租赁物业。2021 年 11 月 30 日，公司与昆明发展投资集团有限公司签定《滇池明珠广场项目 2 期公寓、配套商业及车位购买协议》，协议约定公司购买滇池明珠广场公寓 1,532 套，地下车位 511 个，合同价款 5.09 亿元，截至 2022 年 3 月末，上述资产尚未完全交付。

从出租率来看，近年受新冠疫情影响及外部经济下行压力，公司保障性住房出租率呈波动下降趋

势，租金总现金流收入呈下降趋势。

租金定价方面，由于公司对外出租的公租房涉及民生，其出租单价受到相关政府部门的严格要求。根据云南省发改委、云南省住建厅，以及昆明市发改委、昆明市住建局出具的相关文件要求，公司公租房租金以建设成本为基础，根据当地经济发展水平、承租人收入状况和市场平均租金水平分级核定；租金不得高于同时期、同地段、同区域或同类普通商品住房市场租金的 70%。目前，根据昆明市发改委相关定价文件，公司子君村欣景花园项目、老海埂路项目、大波村项目、陈家营项目、方旺项目、五腊项目、大漾田项目、青龙项目、羊肠项目、俊福花城项目已确定公租房租金基准价格分别为 12 元/平方米·月、17 元/平方米·月、12 元/平方米·月、13 元/平方米·月、13 元/平方米·月、12 元/平方米·月、13 元/平方米·月、11.5 元/平方米·月、15 元/平方米·月、12 元/平方米·月（以建筑面积计），在实际出租过程中可能存在一定的价格上浮，具体根据楼层、朝向等因素综合确定。

此外，保障性住房项目配套商业的租售业务亦由公司负责运营。根据昆明市政府“云政发[2011]39 号”文件规定，集中建设的保障性租赁住房项目，按总建筑面积 15% 左右的比例配套建设商业服务设施。目前，公司持有的保障性住房项目的配套商业（不含车位）均由子公司昆明市惠铭资产管理有限公司负责运营，而车位部分由子公司昆明市惠泽物业服务有限公司负责运营，公司计划未来通过出售、出租或二者结合的方式回笼资金。截至 2022 年 3 月末，公司对持有的相关项目仅采用对外出租的方式运营，尚无对外出售情况。

截至 2022 年 3 月末，公司通过自建或收购的方式取得的保障性住房项目中，可出租商业物业（除车位）面积共计 50.34 万平方米，出租率约 69.89%；同期，车位达到可对外出租条件的项目为 10 个，可租车位 21,088 个，其中已出租车位 13,555 个，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现商业配套（含车位）租金收入 3,620.23 万元、3,816.14 万元、7,295.64 万元和 1,598.83 万元，其中 2021 年

收入大幅增长主要系免租期已过，租金收入大幅回升所致，保障房可出租物业收入为公司收入提供一定补充。

表 4：近年来公司商业配套项目经营情况（万平方米、万元、个）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3	
商业配 套 (除车 位外)	可租面 积	50.35	50.35	50.34	50.34
	出租率 (%)	65	72	69.89	69.89
	租金收 入	1,800.89	1,102.03	4,480.27	1,042.72
车位	可租项 目数	8	8	10	10
	可租车 位	17,133	17,133	21,088	21,088
	已租车 位	10,030	11,276	14,665	13,555
	租金收 入	1,819.34	2,714.11	2,815.37	556.11
租金收 入合计	3,620.23	3,816.14	7,295.64	1,598.83	

注：1、商业配套除车位外包括地上商业及办公、酒店、地下商业、物业用房、幼儿园、小学等；2、2021年新增的可租项目为俊福花城项目、五腊项目，为外包项目，共计3,607个车位，视为全部已租。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年公司限价商品房销售许可已取得一定进展，部分项目已获得现售备案批复，未来销售进度及资金回流情况尚需关注

公司的保障性住房建设包括公共租赁住房 and 限价商品房，根据公司业务安排，公共租赁住房以租赁为主，限价商品房在满足一定政策的前提下，可以进行销售。

业务模式上，公司通过采用建设-移交（BT）模式，通过公开招标方式选定云南工程建设总承包公司进行建设，建成后由公司负责回购，限价商品房

的销售则需获得政府相关部门审批后，按照相关政策对符合条件的住户进行销售。截至2022年3月末，公司已完工项目主要为青龙项目（青惠园）、子君村项目（子君惠园）、银河项目（雅惠园）、羊肠项目（泓清惠园），在建项目主要为渔村项目（泓惠园），合计建成限价商品房4,532套。上述项目中银河项目（雅惠园）已办理好《国有土地不动产权证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》、《项目竣工验收备案证明书》和《现售备案批复》，2021年11月5日，根据《关于雅惠园I项目现售备案的批复》（昆建发[2021]208号），该项目可办理商品房买卖合同网签备案。截至2022年4月30日，银河项目（雅惠园）商品房已累计认购55套，认购金额6,287.19万元。渔村项目（泓惠园）已办理好《国有土地不动产权证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》；羊肠项目（泓清惠园）现按程序办理《建设工程规划许可证》（正本）及《建筑工程施工许可证》；子君村项目（子君惠园）正在办理《建筑工程施工许可证》、青龙项目（青惠园）现按程序办理《建设工程规划许可证》（正本）及《建筑工程施工许可证》。

销售计划方面，公司2022~2024年计划销售面积分别为8.36万平方米（约950套）、22.79万平方米（约2,580套）和12.76万平方米（约1,474套）；预计实现销售金额8.81亿元、23.14亿元和12.96亿元。根据项目实际办证及销售情况，2022年限价商品房预计销售计划、去化情况或不及预期，中诚信国际将对公司限价商品房销售情况保持持续关注。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司已完工和在建限价商品房项目情况

项目名称	建设内容	项目类型	项目状态
青龙项目（青惠园）	公租房 1,120 套，限价商品房 2,376 套，配套建设商业设施及公共服务设施 41,837.56 m ²	公租房+限价商品房	已完工
子君村项目（子君惠园）	限价商品房 576 套，配套建设商业设施及公共服务设施 7,508.25 m ²	限价商品房	已完工
银河项目（雅惠园）	限价商品房 788 套，配套建设商业设施及公共服务设施 27,731.98 m ²	限价商品房	已完工
羊肠项目（泓清惠园）	公租房 810 套，限价商品房 792 套，配套建设商业设施及公共服务设施 49,401.44 m ²	公租房+限价商品房	已完工

渔村项目（泓惠园）	限价商品房 1,610 套，配套建设商业设施及公共服务设施 52,933.31 m ²	限价商品房	在建
-----------	--	-------	----

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2021 年末公司限价商品房销售计划（万平方米、亿元）

项目名称	计划销售面积			计划销售金额		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
银河项目（雅惠园）	3.55（约 400 套）	2.95（约 330 套）	--	4.00	3.30	--
羊肠项目（泓清惠园）	0.88（约 100 套）	5.3（约 600 套）	0.8（约 88 套）	0.88	5.30	0.80
子君村项目（子君惠园）	0.87（约 100 套）	4（约 450 套）	0.2（约 26 套）	0.87	4.00	0.20
渔村项目（泓惠园）	2.18（约 250 套）	5.24（约 600 套）	6.66（约 760 套）	2.18	5.24	6.66
青龙项目（青惠园）	0.88（约 100 套）	5.3（约 600 套）	5.3（约 600 套）	0.88	5.30	5.30
合计	8.36（约 950 套）	22.79（约 2,580 套）	12.76（约 1,474 套）	8.81	23.14	12.96

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司完工和在建的限价商品房项目规模较大，如能大规模实现销售，预计将较大缓解公司的资金压力，但商品房销售方面易受政策及市场环境的影响，中诚信国际对公司限价商品房未来销售进度及资金回流情况保持持续关注。

2021 年公司市场化租赁住房运营业务仍处于建设阶段，未来仍具有较大投资压力，且资金平衡情况存在一定的不确定性

2016 年，经昆明市人民政府办公厅同意，公司将昆明市国资委向公司注入部分经济适用住房用于开展市场化租赁，由子公司昆明市惠铭资产管理有限公司负责运营管理。

业务模式上，公司利用政府划拨房屋进行市场化租赁，同时，公司亦开始自建市场化租赁项目，公司负责融资建设租赁住房，项目建成后，由公司负责按照房屋租赁市场情况进行市场化租赁。

2018 年 4 月 16 日，公司发布租赁住房业务品牌“惠悦家”，旗下有“惠客”、“惠寓”、“惠禧”三个子品牌。其中，“惠客”主要面向城市中等收入人群，产品更贴近于创业就业的大学生、青年白领等有住房刚需的用户；“惠寓”则面向中等偏上收入人群，

主要服务市级重点项目人才引进以及在昆商旅人士的长、短租服务；而“惠禧”主要定位在服务城市精英阶层，如面向总部基地以及在昆投资、设点的企业高管等住房需求。截至 2022 年 3 月末，惠悦家公寓 14 个项目共计 1,936 套房源，出租套数为 1,878 套，出租率约为 97%，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月实现租金收入分别为 1,524.62 万元、2,607.19 万元、2,686.17 万元和 484.82 万元。

2018 年 9 月，根据《云南省住房和城乡建设厅关于将昆明市公租房列为住房租赁试点企业的批复》，昆明市将公司列为住房租赁试点企业，大力发展昆明市住房租赁市场，据此，公司开始自建自营市场化租赁项目。截至 2022 年 3 月末，公司的市场化租赁住房自营项目包括 2018 年虹桥项目、2018 年东白沙河项目、2019 年北部山水新城（24 号地块）、昆明市北部山水新区商业及配套设施项目（KCPL2012-23 号地块）和 2020 年北部山水新区（19 号地块），总建筑面积为 83.54 万平方米，能够为公司未来租赁业务收入的增长提供一定支撑。上述项目计划总投资 97.84 亿元，已完成投资额 19.92 亿元，未来具有较大的投资压力。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司在建及拟建市场化租赁住房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	总建筑面积	计划总投资	已投资	未来计划投资	
					2022 年 4-12 月	2023 年
2018 年虹桥项目	2020~2023	13.30	15.78	3.12	2.90	7.10

2018 年东白沙河项目	2020~2022	3.95	5.96	3.11	0.46	1.01
2019 年北部山水新城（24 号地块）	2020~2023	29.79	32.69	6.36	8.07	5.00
昆明市北部山水新区商业及配套设施项目（KCPL2012-23 号地块）	2022~2025	19.15	25.56	3.89	2.18	5.41
2020 年北部山水新区（19 号地块）	2023~2026	17.35	17.85	3.44	0.00	2.60
合计	-	83.54	97.84	19.92	13.61	21.12

注：1、计划投资总额来源于各项目初设批复，已完成投资来源于公司财务报表；2、2020 年北部山水新区（19 号地块）已投资为购地款。
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年北部山水新城（24 号地块）项目建设期 3 年，运营期 30 年，项目总投资 32.69 亿元，项目资本金 30%，剩余资金主要依靠外部融资，公司预计通过该项目租赁型住房出租、配套商业出租、写字楼出租、停车位出租、物业费、充电桩服务费和广告费回流资金。中诚信国际对该项目建设进度及未来资金平衡情况保持关注。

此外，公司 2019 年同时获取昆明市北部山水新区商业及配套设施项目（KCPL2012-23 号地块），项目规划总用地面积为 22,146.98 平方米（约 33 亩），项目总建筑面积 191,481 平方米，项目总投资 25.56 亿元，资本金比例为 30%，截至 2022 年 3 月末该项目已投资 3.89 亿元，运营模式暂拟采用酒店自持运营、商业对外出租、办公对外出售回笼资金。

中诚信国际认为，公司自建自营市场化租赁项目尚处于建设阶段，未来项目陆续投运可为公司提供一定的租赁物业，但项目未来尚需投资规模较大且采用市场化的运营方式，公司融资及项目运营资金回流能力值得关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（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、天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制。各期财务数据均为财务报告期末数。

2021 年公司营业收入小幅下降，且期间费用率高企，

利润总额对政府补助及非经常性损益依赖大，盈利质量仍偏弱

公司仍是昆明市公租房建设及运营的唯一主体，持有昆明市住建局颁发的房地产开发企业资质证书，具备房地产开发企业二级资质。公司营业收入主要来自房屋租赁收入、运营管理费收入、酒店业务收入、土地一级开发收入及其他业务收入。2021 年营业收入有所下降主要系公司未实现土地一级开发收入所致。具体来看，房屋租赁收入是公司收入的主要来源，2021 年其占公司营业收入的比重为 82.27%，受房屋租赁出租率的提高及商业配套出租收入增加影响，房屋租赁收入呈增长态势。2021 年公司的建设管理费收入有所下降，主要系承接保障性住房逐步完工且未承接新项目所致。2021 年随着温德姆酒店全年持续经营，酒店业务收入较上年实现增长。2020 年公司新增土地一级开发收入，主要系按评审金额调整前期确认土地一级开发收入所致，2021 年度未实现土地一级开发收入。公司其他收入主要为利息收入和物业管理收入等。2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.19 亿元，主要为房屋租赁收入。

表 8：公司主要板块收入及占比

收入（亿元）	2019	2020	2021	2022.1~3
房屋租赁	3.80	3.82	4.02	1.11
建设管理费	0.28	0.25	0.20	0.03
酒店业务收入	--	0.09	0.27	0.03
土地一级开发收入	--	1.05	--	--
其他业务	0.53	0.70	0.40	0.02
合计	4.61	5.91	4.89	1.19
占比（%）	2019	2020	2021	2022.1~3
房屋租赁	82.43	64.62	82.27	93.08
建设管理费	6.07	4.15	4.03	2.93
酒店业务收入	--	1.53	5.59	2.67
土地一级开发收入	--	17.80	--	--
其他业务	11.50	11.91	8.11	1.32

合计	100.00	100.00	100.00	100.00
----	--------	--------	--------	--------

注：其他业务收入主要包括酒店服务收入、利息收入、物业管理收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司营业毛利率小幅上升，主要系毛利率相对较高的房屋租赁收入占比大幅提高所致。随着公司公租房项目持续投运，2021 年公司房屋租赁收入稳步增长，毛利率有小幅波动但整体处于很高水平。公司计提的建设管理费规模受各年投资规模的变动呈现波动，但毛利率均维持 100%。受新冠疫情影响，公司酒店业务持续处于亏损状态，毛利率持续为负。同时，伴随新冠疫情反复影响，相应的物业管理和车位租赁业务收入有所下降，毛利率亦呈现下降趋势。

表 9：公司主要板块毛利率（%）

毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
房屋租赁	88.51	88.66	87.13	90.27
建设管理费	100.00	100.00	100.00	100.00
酒店业务收入	--	-25.22	-44.75	-195.90
土地一级开发收入	--	38.57	--	--
其他业务	41.11	52.83	13.44	-220.44
综合	83.74	74.21	74.31	78.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，受债务规模快速增长影响，加之公司公租房项目逐步完工，利息支出大部分予以费用化处理，公司财务费用保持在较高规模，期间费用率高企对公司盈利侵蚀严重，费用控制能力有待进一步提高。

受期间费用侵蚀、公允价值变动收益减少等影响，2021 年公司利润总额大幅下降。同期公司经营性业务利润持续亏损，利润总额对非经常性损益、政府补助依赖较大。公允价值变动损益主要来自公司持有经营的大量房产，新增完工项目数量接近尾声，加之昆明房地产市场的景气度不高，在综合考虑第三方评估报告以及周边同类房产价格的基础上，公司公允价值变动收益呈单边下降趋势，且该收益亦存在一定不确定性。2019~2021 年，公司公允价值变动损益分别为 20.18 亿元、12.14 亿元和 6.47 亿元。政府补助方面，2019~2021 年，公司确认的政府补助分别为 3.19 亿元、3.63 亿元和 3.62 亿

元，较为稳定。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	9.95	10.28	10.18	3.20
期间费用率(%)	215.66	173.95	208.03	269.22
经营性业务利润	-3.01	-2.40	-3.08	-1.39
其他收益	3.19	3.63	3.62	0.90
公允价值变动收益	20.18	12.14	6.47	--
利润总额	16.69	10.52	3.24	-1.96
收现比 (X)	0.95	0.77	1.48	1.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，项目建设推进叠加资产评估增值使得公司资产持续增加，但公司受限资产规模较大，资产流动性不佳，债务规模呈持续攀升态势

受公司保障性住房项目的持续投入、持有房产的评估增值等影响，公司资产规模呈现增长趋势。公司总资产以非流动资产为主，近几年占比均超过 80%。具体来看，投资性房地产在公司总资产中占比最高，2021 年末公司投资性房地产较 2020 年末增加 7.83 亿元，主要系评估增值所致。

2021 年末，公司所有者权益小幅增长，主要系未分配利润的累积所致。公司未分配利润中投资性房地产评估增值占比较高，需关注其波动对公司权益的影响。同期末公司实收资本和资本公积与 2020 年末持平。

因保障性住房建设、自营市场化租赁项目等建设产生一定资金需求，公司债务规模呈现持续上升态势，推升总资本化比率逐年上升，截至 2022 年 3 月末，公司总资本化比率为 53.24%，同时受未来项目建设投入或存上升压力。具体来看，公司债务主要由一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。2021 年末公司一年内到期的非流动负债大幅增长主要系一年内到期的应付债券大幅增长，致使 2021 年末公司短期债务占比大幅上升，面临一定的短期偿债压力。

公司持有较大规模的投资性房地产，租赁物业运营收入较为稳定，保证了一定的资产收益性。但存货中限价商品房目前可销售规模较小且受限资

产规模较大，资产流动性不佳。具体来看，公司资产主要由存货、货币资金、其他应收款、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。公司存货呈逐年增长趋势，主要为限价商品房，截至 2021 年末，开发产品中限价商品房账面价值为 31.06 亿元。公司货币资金规模较为波动，截至 2021 年末，公司受限货币资金为 0.52 亿元，受限规模较小。公司其他应收款主要为往来款，呈逐年小幅增长趋势。截至 2022 年 3 月末，公司投资性房地产为 284.95 亿元，占总资产比重为 57.31%。公司在建工程呈逐年增长趋势，主要为龙江片区(大波村)、空港生活配套区地块、渔村 2013、地铁 3 号线虹桥村站旁等项目投入，2021 年大幅增长 12.13 亿元，主要系北部山水新城土地款从其他非流动资产调入在建工程科目核算及项目成本增加所致；公司其他非流动资产主要为存量公房、预付工程款和土地款，截至 2021 年末，存量公房账面价值 71.14 亿元，占其他非流动资产的 87.99%。整体来看，公司持有较大规模的公租房，同时，商业配套项目和市场化项目逐步进入运营阶段，营业收入呈持续增长态势，资产收益性较好；但公司受限资产规模较大，截至 2022 年 3 月末达到 336.65 亿元，占总资产比重大，流动性偏弱。

表 11：公司主要资产构成及资产质量指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	464.00	474.79	501.08	497.24
存货	39.31	39.42	35.97	36.04
货币资金	24.18	10.35	21.86	11.64
其他应收款	10.25	11.92	12.33	11.04
投资性房地产	264.53	277.11	284.94	284.95
在建工程	41.39	44.10	56.23	64.40
其他非流动资产	81.48	81.26	80.85	79.85
所有者权益	194.12	199.92	200.18	198.36
实收资本	18.04	18.04	18.04	18.04
资本公积	114.36	114.36	114.36	114.36
未分配利润	55.50	60.68	60.73	58.92
应收类款项/总资产	2.54	3.01	2.49	2.25
短期债务/总债务	0.11	0.16	0.33	0.29
总债务	184.15	195.65	226.17	225.89
一年内到期的非流动负债	21.14	30.53	61.89	51.32
长期借款	77.99	69.04	74.63	77.84
应付债券	70.89	83.88	70.50	77.51
长期应付款	14.14	12.11	5.99	5.99

资产负债率	58.16	57.89	60.05	60.11
总资本化比率	48.68	49.46	53.05	53.24

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 年以来，公司债务规模及杠杆水平有所上升，随着后续项目持续投入，公司债务规模及总资本化比率存在进一步攀升的压力。同时，公司投资性房地产规模很大，需关注房地产市场环境变化造成的评估价值波动。

2021 年公司经营活动净现金流有所改善，但债务规模增长较快，偿债指标仍然较弱，且 2021 年末公司货币资金无法有效覆盖短期债务，面临一定的短期偿债压力

公司经营活动净现金流呈现波动增长趋势，2021 年公司限价商品房实现销售及房屋租赁收入增长，叠加往来款收支净流入影响，2021 年经营活动净现金流入规模大幅增加。近年来投资活动净现金流持续净流出但净流出规模持续收窄，2021 年公司自建保障房项目投资需求减弱、市场化租赁项目投资尚未大规模开展，当期投资活动现金流出缺口有所收窄。公司资金平衡较为依赖对外债务融资，2021 年融资规模回升，取得借款收到的现金大幅增加，致使筹资活动产生的现金大幅净流入。中诚信国际将持续关注外部融资环境变化对公司融资能力的影响。

2021 年公司经营活动获现能力有所改善，但债务规模持续快速增长，2021 年经营活动净现金流难以有效覆盖各期债务本息。EBITDA 对债务本息覆盖倍数有所下降但整体维持较高水平，但考虑到公司的公允价值变动损益主要为房产评估增值，并无实际现金流入，剔除该因素影响，2021 年 EBITDA 利息覆盖倍数为 0.53，覆盖能力较弱。

近年来受短期债务增加及货币资金减少影响，公司货币资金对短期债务覆盖能力持续弱化，截至 2022 年 3 月末，货币资金/短期债务仅为 0.18，无法有效覆盖短期债务，面临一定短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动产生现金净流量	3.01	2.15	5.85	2.32

投资活动产生现金净流量	-28.05	-15.33	-7.47	-4.58
筹资活动产生现金净流量	25.99	-1.25	13.21	-7.45
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.24	0.18	0.47	--
EBITDA	26.54	20.46	13.07	--
总债务/EBITDA	6.94	9.56	17.31	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.10	1.72	1.06	--
货币资金/短期债务	1.14	0.34	0.29	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司债务规模和财务杠杆水平均呈上升趋势，短期偿债压力较大，备用流动性尚可，但受限资产规模大，一定程度影响公司的财务弹性

从到期债务分布来看，2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年需偿还债务规模整体较为平稳，公司主要利用政府补助资金、经营活动现金流入及外部融资方式进行债务偿还，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排和到账情况。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司到期债务情况（亿元）

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	28.46	39.19	56.39	103.19

注：公司到期债务分布为融资口径数据与财务口径有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务弹性方面，截至 2022 年 3 月末，公司获得国家开发银行、建设银行、中信银行、招商银行、光大银行、富滇银行、红塔银行等金融机构的授信额度总额为 392.29 亿元，其中未使用额度为 84.29 亿元，备用流动性尚可。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 336.65 亿元，占总资产的比重为 67.70%。受限资产主要系公司以公租房项目（涉及房屋、土地使用权、在建工程及建成后地上建筑物）与直管公房等资产进行了抵押融资。总的来看，公司受限资产规模较大，占总资产比例较高，一定程度上影响了公司资产的变现能力。

表 14：截至 2022 年 3 月末公司受限资产构成情况（亿元）

受限资产	账面价值
龙江片区国有建设用地使用权（土地证编号：昆国用（2011）第 00074 号）和在建工程及建成后地上建筑物	51.11
老海埂路 16 号地块国有建设用地使用权（土地证编号：昆国用（2011）第 00073 号）和在建工程及建成后地上建筑物	23.12
昆明市五华区陈家营的城镇住宅（保障性住房）国有建设用地使用权（土地证编号：昆国用（2011）第 00075 号）和在建工程及建成后地上建筑物	49.02
昆明市官渡区方旺片区城镇住宅（保障性住房）国有建设用地使用权（土地证编号：昆国用（2011）第 00076 号）和在建工程及建成后地上建筑物	53.40
昆明市辖区直管公房 1,196,686.89 平方米的房屋及土地使用权	71.14
老海埂、大波村、大漾田、陈家营、五腊等项目机电设备、车位、电热水器等	5.46
借款合同为抵押加信用担保方式；抵押物为昆国用（2013）第 00033 号土地使用权；昆国用（2012）第 00785 号土地使用权；昆国用（2012）第 00784 号土地使用权	1.63
公租房配套车位及附属设施	3.30
借款合同为押加信用担保方式；抵押物为 2013 年渔村项目国有土地使用权，抵押物包含：云（2017）官渡区不动产第 0143094 号、云（2017）官渡区不动产第 0143093 号两块土地使用权及在建工程	14.18
五腊、大漾田、和谐家园等项目地下附属设施	2.00
子君村项目 5,890 套住房	31.67
银河片区地下建筑	2.23
青惠园公租房小区地下资产及附属设施包括建筑安装和建筑装饰、地下管网、电力工程、车库系统设施、人防安防工程设施、排水、暖通等其他地下附属设施	5.03
昆明市盘龙区羊肠片区泓清惠园小区地下基础及相关配套设施（不含其分摊的土地使用权），不涉及人防工程	3.50
公司相关办公设备	2.14
惠然园项目国有土地使用权，抵押物包含：云（2019）盘龙区不动产第 0108654 号土地使用权，抵押总价为：13,630.24 万元。	1.63
土地：编号为云（2019）盘龙区不动产第 0180499 号	1.89
老海埂、方旺、陈家营、大波村、空港等项目供电设施、燃气设施、中水处理设施、智能化系统设施等	8.07
公司办公设备	2.56

公租房的部分办公及电子设施	1.06
俊福花城供水系统等资产，惠玥公司自有动产设备资产	2.52
合计	336.65

注：合计数因四舍五入有尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 17.18 亿元，占净资产的 8.66%，系对昆明市国有企业的担保，中诚信国际对公司代偿风险保持关注。

表 15：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额	担保期间
昆明新融投资有限责任公司	2.47	2019.11.19~2022.8.30
昆明新都投资有限公司	2.00	2020.4.29~2023.4.29
昆明柴石滩水库开发有限公司，昆明盛世桃源实业有限公司	3.87	2020.6.19~2025.6.19
昆明滇池投资有限责任公司	4.74	2020.6.30~2023.5.31
昆明发展投资集团有限公司	1.80	2021.11.10~2022.12.31
昆明产业开发投资有限责任公司	2.30	2022.3.10~2027.3.10
合计	17.18	--

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 2022 年 4 月 12 日，公司无已结清或未结清不良信贷记录。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

公司作为昆明市唯一公共租赁住房投融资主体，承担了昆明市主城范围内公共租赁住房的开发、建设、营运管理等工作，具有重要的地位。在保障性安居工程补助、政策支持及资产注入等方面具备一定的竞争优势

作为云南省省会和我国面向东盟的门户城市，昆明市具有重要的区位优势 and 战略地位，近年来昆明市不断优化产业结构，提升烟草、化学原料和化学品制品、有色金属冶炼等传统产业的优势，同时积极培育先进装备制造业、生物产业、电子信息产业、新能源产业、新材料产业和节能环保产业六大

新兴产业，昆明市经济实力不断增强。昆明市在云南省金融资源和产业资源具有较高集中度。截至 2021 年末，昆明市实现地区生产总值 7,222.50 亿元，增长 3.7%。未来随着我国和东盟的合作推向深入，昆明市将迎来新的发展机会，经济实力有望进一步增强，具备很强的资源投入及协调能力。

公司作为昆明市保障性安居工程的建设、管理、运营主体，主要职责是根据省、市下达的建设任务指标，接受昆明市政府委托，负责昆明市保障性住房的开发、建设、营运管理工作。作为昆明市唯一一家公共租赁住房投融资主体，公司在保障性安居工程补助、政策支持及资产注入等方面具备一定的竞争优势。

得益于公司承担的保障性安居工程相关职责，公司享有三金补助以及政府债务置换资金支持。（1）“昆政发[2011]39号”文件，昆明市住房公积金增值净收益扣除风险准备金和管理费用后的余额、全市土地出让总收入的 5%、全市房地产开发税收的 10%（即三金补助），必须全部用于保障性住房建设。同时，公司作为市级保障性安居工程的建设、管理、运营主体，中央、省和市级补助资金可作为资本金注入。（2）昆明市政府将公司的部分债务纳入政府债务置换范畴，2015~2018 年公司获得昆明市置换债券资金共计 40.06 亿元，目前公司政府置换债券已全部置换完毕。

政策方面，根据《关于做好保障性住房先租后售工作的意见》（云建保[2012]876号），项目在足额安排相关资金投入后，偿还当期融资建设资金本息仍有困难的，不能实现自身资金平衡的项目，由项目投融资建设单位制定出售方案，报当地人民政府批准，待省住房和城乡建设厅备案后，即可销售部分保障性住房，其全部收入专项用于偿还融资建设

资金本息。销售比例原则上不得超过该项目建设面积的20%。确需销售该项目住宅面积20%以上但不超过40%的，应由当地人民政府批准并报省住房和城乡建设厅批准。在土地使用方面，根据“昆政发[2011]39号”文件，保障性安居工程建设用地享受成本地价，一般实行划拨供应，也可以采用协议出让、租赁或作价入股等方式有偿使用。2018年9月，云南省住房和城乡建设厅原则同意将公司列为住房租赁试点企业，扶持公司拓展业务范围，发展住房租赁市场。

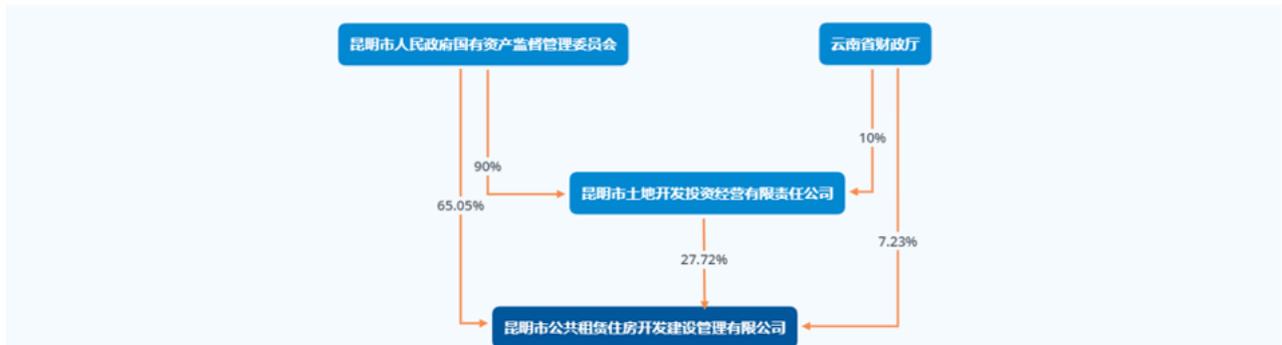
政府补助方面，2019~2021年，公司确认的政府补助分别为3.19亿元、3.63亿元和3.62亿元，近年来较为稳定。

中诚信国际认为，公司作为昆明市唯一的公共租赁住房投融资主体，地位突出，业务具有一定的垄断性。鉴于昆明市稳步增强的经济实力、公司重要的区域地位以及2021年以来获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

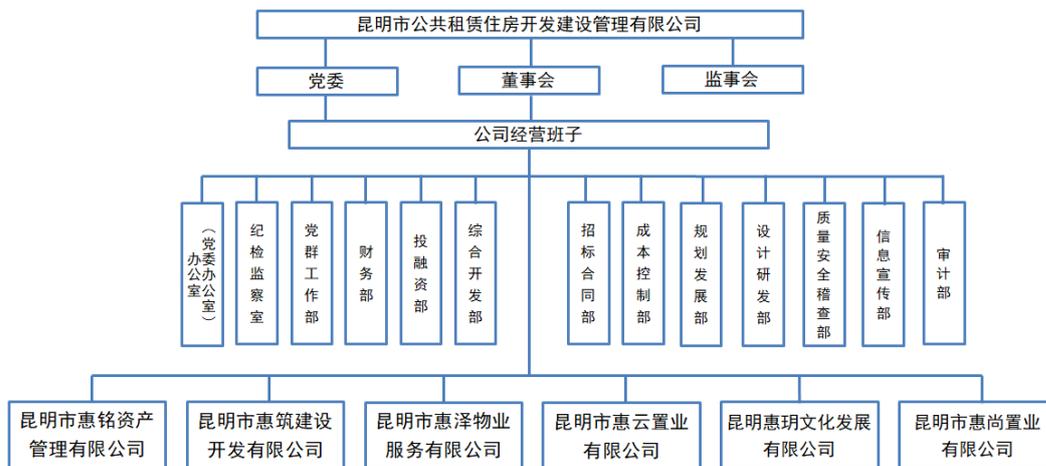
评级结论

综上所述，中诚信国际维持昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“17 昆明公租 MTN001”、“17 昆明公租 MTN002”、“18 昆明公租 MTN001”、“19 昆租 01”、“19 昆租 02”、“20 昆租 01”、“21 昆明公租 MTN001”、“22 昆明公租 MTN001”和“22 昆明公租 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	简称	持股比例
昆明市惠铭资产管理有限公司	惠铭资产	100.00%
昆明市惠泽物业服务服务有限公司	惠泽物业	100.00%
昆明市惠筑建设开发有限公司	惠筑建设	100.00%
昆明市惠云置业有限公司	惠云置业	100.00%
昆明惠玥文化发展有限公司	惠玥文化	100.00%
昆明市惠尚置业有限公司	惠尚置业	100.00%



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：昆明市公共租赁住房开发建设管理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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	241,825.65	103,450.95	218,569.39	116,377.79
应收账款	11,682.12	22,414.66	147.84	59.95
其他应收款	102,536.66	119,177.17	123,272.64	110,442.36
存货	393,126.76	394,155.15	359,669.92	360,392.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	413,869.13	441,045.37	562,311.04	643,996.03
无形资产	186.87	233.23	123.20	99.88
总资产	4,639,992.72	4,747,873.82	5,010,824.45	4,972,412.78
其他应付款	93,079.90	91,871.04	61,104.61	61,142.19
短期债务	211,388.13	306,163.98	750,414.59	645,528.32
长期债务	1,630,129.31	1,650,336.75	1,511,293.53	1,613,416.32
总债务	1,841,517.44	1,956,500.73	2,261,708.12	2,258,944.64
总负债	2,698,751.33	2,748,695.06	3,009,049.81	2,988,769.81
费用化利息支出	98,264.21	98,302.56	94,624.59	--
资本化利息支出	28,159.77	20,823.21	28,938.28	--
实收资本	180,360.11	180,360.11	180,360.11	180,360.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,941,241.39	1,999,178.76	2,001,774.63	1,983,642.97
营业总收入	46,123.36	59,117.71	48,915.22	11,880.51
经营性业务利润	-30,146.44	-23,963.77	-30,755.59	-13,881.14
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	102,755.39	57,937.37	1,649.57	-18,131.66
EBIT	265,121.72	203,454.51	127,062.75	--
EBITDA	265,386.24	204,630.83	130,669.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金	44,006.25	45,690.20	72,299.08	14,043.32
收到其他与经营活动有关的现金	186,452.04	132,066.51	140,696.02	24,939.58
购买商品、接受劳务支付的现金	17,166.64	2,153.89	6,354.73	2,295.53
支付其他与经营活动有关的现金	173,513.09	147,840.61	139,901.04	11,340.37
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	280,496.00	153,343.17	74,681.37	45,818.45
经营活动产生现金净流量	30,135.25	21,477.22	58,508.71	23,228.49
投资活动产生现金净流量	-280,496.00	-153,343.17	-74,681.37	-45,818.45
筹资活动产生现金净流量	259,872.43	-12,508.75	132,140.07	-74,474.83
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	83.74	74.21	74.31	78.79
期间费用率(%)	215.66	173.95	208.03	269.22
应收类款项/总资产(%)	2.54	3.01	2.49	2.25
收现比(X)	0.95	0.77	1.48	1.18
总资产收益率(%)	6.04	4.33	2.60	--
资产负债率(%)	58.16	57.89	60.05	60.11
总资本化比率(%)	48.68	49.46	53.05	53.24
短期债务/总债务(X)	0.11	0.16	0.33	0.29
FFO/总债务(X)	0.02	0.04	0.01	--
FFO 利息倍数(X)	0.28	0.65	0.26	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.24	0.18	0.47	--
总债务/EBITDA(X)	6.94	9.56	17.31	--
EBITDA/短期债务(X)	1.26	0.67	0.17	--
货币资金/短期债务(X)	1.14	0.34	0.29	0.18
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.10	1.72	1.06	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；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 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算。

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：信用等级的符号及定义

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。