

# 昆明空港投资开发集团有限公司

## 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：洪少育 [shyhong@ccxi.com.cn](mailto:shyhong@ccxi.com.cn)

项目组成员：黄应裴 [yphuang@ccxi.com.cn](mailto:yphuang@ccxi.com.cn)

肖 翰 [hxiao@ccxi.com.cn](mailto:hxiao@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 18 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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](http://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[2021]跟踪 0775号

**昆明空港投资开发集团有限公司：**

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 昆空港债/19 昆空港”和“20 昆明空港 MTN001”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二一年六月十八日**

**评级观点：**中诚信国际维持昆明空港投资开发集团有限公司（以下简称“空港集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 昆空港债/19 昆空港”和“20 昆明空港 MTN001”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际肯定了云南滇中新区（以下简称“滇中新区”）区域经济维持较好的增长态势、公司区域定位继续维持、业务发展逐步多元化及公司拥有较大规模的特许经营权资产等因素对公司整体信用水平起到支撑作用。同时，中诚信国际关注到未来投资压力较大、且自营项目资金平衡尚需关注，债务规模增速较快、面临一定短期偿债压力，经营回款较滞后和公司期间费用率较高、对利润形成侵蚀等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

空港集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	290.70	320.71	347.18	358.01
所有者权益合计（亿元）	135.52	135.37	136.30	137.23
总负债（亿元）	155.18	185.34	210.89	220.78
总债务（亿元）	111.35	135.68	164.12	165.77
营业总收入（亿元）	8.57	10.38	13.28	8.62
经营性业务利润（亿元）	1.97	2.07	1.87	0.42
净利润（亿元）	1.69	1.58	1.80	0.92
EBITDA（亿元）	7.70	7.29	8.89	--
经营活动净现金流（亿元）	-6.50	0.15	1.16	13.79
收现比(X)	0.65	0.29	0.32	1.44
营业毛利率(%)	59.11	50.26	39.49	21.48
应收类款项/总资产(%)	8.51	12.33	17.77	12.36
资产负债率(%)	53.38	57.79	60.74	61.67
总资本化比率(%)	45.11	50.06	54.63	54.71
总债务/EBITDA(X)	14.47	18.62	18.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.13	0.72	0.81	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 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、2021 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供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；5、2018~2020 年及 2021 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)

昆明空港投资开发集团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)*	1.95	7
	收现比(X)*	0.38	4
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.75	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	136.30	8
	总资本化比率(X)	0.55	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
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 <sup>+</sup>	

### 打分卡定性评估与调整说明：

受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 2018 年~2020 年三年数据计算得出

## 正面

- 区域经济维持较好的增长态势。**滇中新区系国家级新区，获得国家有力政策扶持；滇中新区拥有多个国家级、省级重点园区和安宁国家级重点石油化工基地，形成了装备制造、汽车、石油化工、电子信息、保税物流等一批优势产业，滇中新区经济维持较好的增长态势。
- 公司区域定位继续维持，业务发展逐步多元化。**公司作为滇中新区重要的基础设施投融资主体，已开发待出让土地充足；同时公司在建拟建保障房、商业地产及标准化厂房等项目众多，储备物业面积可观，未来通过租售可为公司提供经营性现金流，同时空港经济区特许经营权业务持续投建，业务发展逐渐多元化。

- 公司拥有较大规模的特许经营权资产。**公司拥有空港经济区 26.11 平方公里范围内相关特许经营权，且特许经营期延长至 2046 年 11 月 15 日，其他特许经营权的逐步投入运营或将为空港集团带来稳定现金流。

## 关注

- 未来投资压力较大，且自营项目资金平衡尚需关注。**截至 2021 年 3 月末，公司在建及拟建基础设施建设项目、保障房项目和商业地产项目投资规模较大，部分项目虽采用延期支付形式，但公司未来几年资本支出压力仍较大。同时，自营商业体、标准化厂房等项目投资体量大，未来项目运营回款情况尚需关注。

- 债务规模增速较快，面临一定短期偿债压力。**2020 年以来公司债务规模持续增大，财务杠杆水平持续攀升，随着公司基础设施、保障房项目持续投入，叠加自营项目后续面临较大的资金压力，公司债务规模及总资本化比率或将进一步提升。此外，2020 年末，货币资金对短期债务覆盖能力较弱，公司面临一定短期偿债压力。

- 经营回款较滞后。**2020 年，公司收现比指标未有明显改善，主要系由于土地开发收入和道路管养收入回款较为滞后，经营回款较差。

- 公司期间费用率较高，对利润形成侵蚀。**2020 年，公司期间费用率为 37.85%，公司期间费用率较高，对利润形成侵蚀。

## 评级展望

中诚信国际认为，昆明空港投资开发集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- 可能触发评级上调因素。**滇中新区经济实力显著增强，债务负担明显下降；公司在滇中新区地位提升，获取股东及相关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。**公司在滇中新区地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，流动性风险加重，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

昆明空港投资开发集团有限公司						
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 <sup>+</sup> /稳定	20 昆明空港 MTN001 (AA <sup>+</sup> )、19 昆空港债 /19 昆空港 (AA <sup>+</sup> )	2020/06/01	周飞、洪少育	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA <sup>+</sup> /稳定	20 昆明空港 MTN001 (AA <sup>+</sup> )	2020/02/21	袁野、洪少育、张灿灿	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA <sup>+</sup> /稳定	19 昆空港债/19 昆空港 (AA <sup>+</sup> )	2018/07/19	汪莹莹、黄菲	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>	

**同行业比较**

同区域基础设施投融资企业 2020 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)
昆明空港投资开发集团有限公司	347.18	136.30	60.74	13.28	1.80	1.16
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	436.85	133.02	69.55	166.04	1.23	-16.82

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
19 昆空港债/19 昆空港	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2020/6/1	10.00	10.00	2019/01/28~2026/01/28	在本期债券存续期的第 3 年末，偿付本期债券发行总额的 20%；附第 4 年末公司调整票面利率和投资者回售选择权；在本期债券存续期的第 4 年末至第 7 年末，每年分别偿付本期债券回售后剩余总面值的 20%、20%、20%、20%。每年的应付利息随本金一起支付
20 昆明空港 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2020/6/1	2.00	2.00	2020/05/11~2023/05/11	--

## 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 昆空港债/19 昆空港”募集资金 10.00 亿元，其中 6.00 亿元拟用于昆明空港经济区云天苑一期建设项目（以下简称“云天苑项目”），4 亿元拟用于补充营运资金。截至 2021 年 3 月末，募集资金已使用 9.92 亿元，其中 5.92 亿元用于云天苑项目，4.00 亿元用于补充流动资金，募集资金尚余 800 万元。

“20 昆明空港 MTN001”募集资金 2.00 亿元拟用于偿还公司有息债务，截至 2021 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：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经

委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

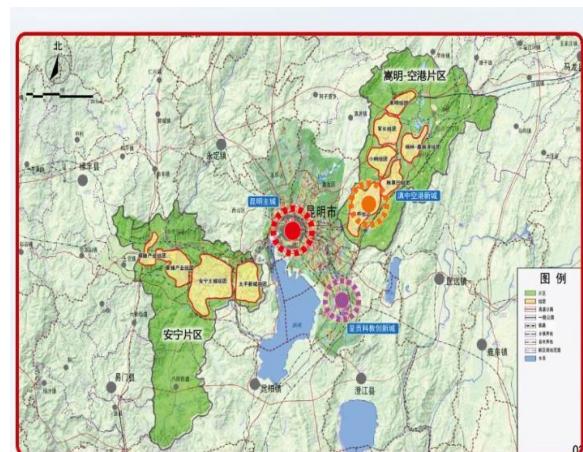
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 滇中新区战略地位重要，近年来招商引资形势良好，区域经济实力持续增强

2015年9月15日，国务院正式批复同意设立滇中新区，滇中新区成为我国第15个国家级新区。滇中新区位于昆明市主城区的东西两侧，初期规划范围包括安宁市、嵩明县和官渡区部分区域，面积约482平方公里。滇中新区是滇中产业聚集区的核心区域，拥有嵩明杨林经济技术开发区、昆明空港经济区等多个国家级、省级重点园区和安宁国家级重点石油化工基地，形成了装备制造、汽车、石油化工、电子信息、保税物流等一批优势产业，产业支撑和带动作用明显。

图1：滇中新区区位图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

早在滇中新区建立伊始，云南省委就提出建立“省级决策领导、新区独立建制、市区融合发展”的新区管理体制，云南省委常委兼任新区书记，昆明市领导兼任新区高级干部，新区领导班子的设置符合昆明市和滇中新区“市区融合发展”的思路，突出了滇中新区对云南省、昆明市的重要地位。2020年8月14日，中共云南省委、云南省人民政府印发了《关于支持滇中新区深化改革创新加快推动高质量发展的实施意见》(以下简称《实施意见》)。《实施意见》在财政体制、审批事项、招商引资等方面给予滇中新区更多制度体制上的发展优势，为滇中新区未来的发展奠定制度支撑。

随着中国-东盟自由贸易区升级版建设稳步推进，大湄公河次区域经济合作不断深化，孟中印缅经济走廊建设取得积极进展，中国-南亚博览会影响力显著提升，云南省在“一带一路”战略推进中的作用日益凸显，为新区依托现有开放合作基础，打造与南亚东南亚交流合作的重要平台提供了有力支撑。借助优异的地理位置及各级政府的大力支持，滇中新区近年来取得了良好发展。滇中新区经济总量由2015年的460.68亿元增长到2020年的866.55

亿元,年均增长9.9%<sup>1</sup>,在基础设施、园区开发和招商引资方面获得了显著的发展。

2016年~2020年,滇中新区固定资产投资预计累计完成3,402.6亿元,年均完成投资680.5亿元;规模以上工业总产值累计完成4,912.7亿元,年均增长14%;全辖一般公共预算收入由2016年的48.8亿元增长到2020年的92.6亿元,年均增长17.4%;招商引资累计引进项目476个(其中,亿元以上项目292个),实际到位内资2,756亿元<sup>2</sup>。

**中诚信国际**认为,滇中新区战略地位重要,享有在近年来招商引资形势良好,区域经济实力持续增强,为公司发展创造了较好的外部环境。

### 2020年公司仍作为滇中新区重要的土地一级开发整理主体,业务模式未发生转变,当期公司未收到土地储备专项债资金,土地整理进度受专项资金划拨到位情况影响存在不确定性

2020年以来公司仍是滇中新区重要的土地一级开发主体,负责空港经济区的连片土地开发。跟踪期内,公司业务模式无变化,滇中新区新开工土地一级开发项目开发模式仍为:滇中新区政府发行土地储备专项债券筹集开发资金,资金到位后,由滇中土储将土地储备专项债资金划拨公司,委托公司实施土地一级开发。公司收到土储专项债后做代收代付资金,受托开发工作向滇中土储收取一定比例的管理费用。2018年以前开工的土地一级开发项目,则仍沿用以前模式。

公司开发整理的土地主要为工业、商业及住宅用地,近年来主要整理杉松园、临空产业园、东盟产业城等项目,项目推进进度与滇中新区发展规划高度相关。东盟产业城位于空港经济区北部,规划面积约30平方公里,公司2018以来获取东盟产业城一期3.37平方公里土地开发授权,截至2021年3月末,东盟产业城累计已投资14.20亿元,已完成整理面积约4,000亩。

<sup>1</sup> 数据来源《滇中新区报》

表1: 近年来公司土地整理和出让情况

项目名称	2018	2019	2020
土地平均拆迁成本(万元/亩)	47.00	50.00	50.00
整理土地面积(亩)	3,840	3,996	0.00
出让土地面积(亩)	--	416.06	1,412.26
土地平均出让价格(万元/亩)	--	177.00	--
土地出让金额(亿元)	--	7.37	14.68
公司一级开发收入(亿元)	1.09	2.58	5.71

注:公司以土地成本评审报告土地一级开发让收入,与土地实际出让时间存在时间差,土地实际出让后公司方可获得实际出让收入返还,故公司确认土地一级开发收入可能会大于土地出让金额。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至2021年3月末,公司杉松园、东盟产业城待出让土地约为3,872亩,其中杉松园片区1,093亩、东盟产业城片区2,779亩。待出让的土地资源较为充足,业务持续性较好。因2018年以来公司土地整理模式变更,公司土地整理投资取决于专项债券的申请到位情况,2019年公司实际收到土地专项债券资金为9.82亿元,2020年公司未收到土地专项债券资金,公司土地整理进度受专项资金划拨到位情况影响存在不确定性。

**跟踪期内,公司继续承担空港经济区配套的部分公益性基础设施建设任务,大部分项目资金来源于政府债券,但公司拟建长龙高速项目投资规模较大且需公司自筹资金,未来存在一定的资本支出压力**

除土地开发整理业务外,空港集团承接了滇中新区范围内的基础设施建设任务。公司基础设施建设业务的运营模式为:基础设施建设项目前期支付的征地拆迁款等费用均已计入土地开发整理成本;项目的建安工程费和建设期利息等费用将分阶段通过滇中新区财政拨付。同时,滇中新区政府视具体项目给予公司金额不等的补助资金。此外,2015年及以前公司大部分代建项目已纳入政府一类债务,2015年及以后在建项目及后期新增属于公益性和准公益性的基础设施建设项目,建设资金多由滇中新区政府发行新增债解决。公司在建基础设施项目建设阶段不确认相关营业收入,建设完成后可作

<sup>2</sup> 数据来源云南滇中新区官网

为公司开展特许经营权的基础资产。

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目主要包括呈黄路、空港大道、3 号路工程、空港 168 号路等城市道路，预计总投资 73.63 亿元，已投资 54.17 亿元。其中，呈黄路长约 4.49 公里，

计划总投资 32.37 亿元，截至 2021 年 3 月末，已投资 27.06 亿元。空港大道(即空港 2 号路)全长 12.42 公里，按城市一级主干道设计，规划红线 50 米，双向六车道，项目总用地面积约 1,034.86 亩，估算总投资 20.77 亿元，截至 2021 年 3 月末，该项目实际已投资 17.75 亿元。

**表 2：截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施项目建设情况（亿元）**

项目名称	总投资	已投资	资金来源	目前主要现状
呈黄路	32.37	27.06	政府债券	施工中
空港大道	20.77	17.75	政府债券	具备通行条件，附属工程正在施工中
3 号路	5.31	3.02	政府债券	已完工通车
106 号路	1.73	1.56	政府债券	具备通行条件，附属工程正在施工中
空港区再生水处理站及配套管网建设工程	1.68	0.79	政府债券	施工中
180 号路	1.17	0.58	政府债券	具备通行条件，附属工程正在施工中
60 号路	0.99	0.57	政府债券	受林地影响，标尾和标头未施工，其余地段具备通行条件
110 号路	0.82	0.63	政府债券	已完工
98 号路	0.99	0.86	政府债券	已完工
哨关公路	0.23	0.23	政府债券	已完工
云水路电力通道建设工程	0.20	0.20	政府债券	已完工
空港 5 号路	2.55	0.52	政府债券	施工中
空港 168 号路	4.82	0.40	政府债券	施工中
<b>合计</b>	<b>73.63</b>	<b>54.17</b>	--	--

注：1、上表数据与审计报告不一致，主要系统计口径不同所致；2、部分在建项目状态为已完工，主要系尚未完成竣工审计结算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，滇中新区空港经济区主干道路陆续建成，地区发展所需路网建设步入后期，公司道路基础设施承建量预计将持续减少。截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目主要为长龙高速，计划总投资 32.06 亿元，目前已完成初步设计编制并报送主管单位审查，预计 5 月份取得建设批复，目前该项目开发模式和资金投入比例尚未确定。长龙高速项目道路全长约 10.8 公里，系双向 6 车道，时速 80KM/h，路基宽度 32 米，该项目作为机场高速与昆明绕城高速的连接线，是长水机场综合交通枢纽外围路网的重要组成部分，有利于优化滇中经济圈高速公路网结构。

**公司保障房建设工作稳步推进，公租房已实现部分出租，未来安置房销售及公租房项目经营收入或将对公司营业收入形成补充，但也面临资金回笼压力**

公司还承担了滇中新区范围内的公租房和安置房等配套保障性住房建设任务。项目建设用地通过招拍挂获得，用地性质主要为二类居住用地。为平衡项目资金，公司公租房项目配有 15%~30% 商业配建。

公司安置房业务主要为云翔苑农民集中安置项目(以下简称“云翔苑项目”)和云天苑建设项目，居民可在货币安置或实物安置两种方式中进行选择，公司将安置后剩余房屋进行出售以平衡前期投入的征拆支出。其中，云翔苑项目规划用地面积 975 亩，总建筑面积约 103.8 万平方米(地上 80.69 万平方米，地下 23.11 万平方米)。项目估算总投资为 31.96 亿元，项目建设所需资金由公司自筹解决。项目共分为两期进行，一期项目用地 398.81 亩，项目总投资 20.00 亿元，截至 2021 年 3 月末，已完成投

资 12.70 亿元（其中包含拿地成本约 2.87 亿元），一期一标段正在开展竣工验收工作，一期二标段正在建设中。云天苑建设项目一期（含商品住宅）计划总投资 16.82 亿元，规划用地面积 547.56 亩，截至 2021 年 3 月末，云天苑建设项目一期实际已完成投资 18.16 亿元，主体已完工，正在开展室外绿化等工作。

公租房建设方面，公司承担了昆明新机场生产生活配套区公共租赁住房项目，负责项目的建设、出租、出售及建成后的物业管理。该项目计划总投资约 13.00 亿元，用地面积 114.63 亩，II-7 号、II-9 号地块共 3,167 套房，截至 2021 年 3 月末，项目累计已投资 13.00 亿元，II-7 地块已完成竣工验收，

并对外出租，II-9 地块正在开展相关验收工作。为平衡项目资金需求，公租房一期（包含 II-7 和 II-9 号地块）配套建设了 15% 的商业设施，约 5.00 万平方米，截至 2021 年 3 月末已完成约 3.2 万平米对外招租工作。公租房 II-7 号地块已完成建设并于 2018 年 11 月起对外出租，截至 2021 年 3 月末，公司公租房项目总计可供出租面积 18.50 万平方米，已实现出租约 17.04 万平方米，住宅部分基本已实现全部对外出租，平均租金水平约 10.36 元/平方米·月，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司分别确认租金收入 197.92 万元、1,472.63 万元、1,398.35 万元和 430.65 万元。截至 2021 年 3 月末，公司无在建及拟建公租房项目。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司建设保障房项目情况

项目名称	用地面积 (亩)	建筑面积 (万平方米)	建设周期	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	资金来源
云翔苑一期	398.81	46.00	2012~2019	20.00	12.70	自筹资金
云天苑一期（含商品住宅）	547.56	48.54	2009~2019	16.82	18.16	自筹资金
公租房	114.63	27.24	2011~2019	13.00	13.00	自筹资金
合计	<b>1,061.00</b>	<b>121.78</b>	--	<b>49.82</b>	<b>43.86</b>	--

注：表中总投资、建设周期为预估数据，实际投资金额及建设周期根据项目情况可能存在调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2020 年公司商业地产及标准化厂房等项目在建建筑面积与投资规模仍较大，公司采用由施工单位融资并延期支付本息的方式进行建设，但随着项目推进未来仍具有较大投资压力

公司商业房地产业务主要由子公司慧港投资、城市资源公司负责。目前主要在建项目为空港现代广场项目、空港文化广场、空港时代广场和空港云鼎广场项目，拟建项目主要为综合保税区商务区项目二期。上述项目系以云南省政府提出的“打造全国第四大机场经济圈”目标为契机，打造集办公、酒店、商业于一体的综合性城市街区并发展相关旅

游产业。建设模式方面，上述项目均由公司自筹资金进行项目建设，公司通过公开招投标引入实力较强的施工方进行垫资建设，部分项目拟采用施工单位融资、公司延期支付本息的方式进行。

运营模式方面，商业地产项目主要包括酒店、办公楼、商业中心及场馆等，其中，酒店部分已同希尔顿酒店管理（上海）有限公司签约，项目建成后，由希尔顿负责经营管理，空港集团给予其许可费和一定比例管理费，并享有剩余利润。除酒店外，办公楼、商业中心、场馆及车位等部分，空港集团拟以出租或出售形式取得收入。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在建及拟建商业项目

项目名称	用地面积 (亩)	建筑面积 (万平方米)	建设周期	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设状态
空港现代广场	88.56	23.95	2017.02~2020.12	13.49	6.30	在建
空港文化广场	63.00	7.47	2018.12~2021.01	10.00	3.29	在建
空港时代广场	81.74	25.86	2018.08~2021.06	20.73	6.14	在建
空港云鼎广场	55.00	16.00	2018.12~2021.12	14.27	2.15	在建

综合保税区商务区项目二期	102.08	27.53	2019.12-2022.12	26.01	0.45	拟建
<b>合计</b>	<b>390.38</b>	<b>100.81</b>	--	<b>84.50</b>	<b>18.33</b>	--

注：表中总投资、建设周期为预估数据，实际投资金额及建设周期根据项目情况可能存在调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除商业地产外，为配合滇中新区区域招商引资，满足滇中新区入区企业厂房需求，公司还在临空产业园区承担了标准化与定制化厂房建设工作。公司在建的标准化厂房建筑面积合计约 77.03 万平

方米，计划总投资约 37.97 亿元，已投资为 25.92 亿元，亦采用施工单位垫资、公司延期支付本息方式进行建设。公司标准化厂房建设陆续进入后期阶段，未来租售及现金回流情况尚需关注。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司主要在建标准化厂房项目

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设周期	资金来源	建设状态
智能终端产业园一期	24.27	15.47	8.92	2017.11~2019.06	自筹资金	在建
空港智园	10.00	4.50	3.87	2016.12~2019.12	自筹资金	在建
智能科技产业园	42.76	18.00	13.13	2017.10~2019.09	自筹资金	在建
<b>合计</b>	<b>77.03</b>	<b>37.97</b>	<b>25.92</b>	--	--	--

注：表中总投资、建设周期为预估数据，实际投资金额及建设周期根据项目情况可能存在调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

厂房出租方面，公司在建厂房总可供出租面积约为 102.02 万平方米，智能终端产业园一期、智能科技产业园和中关村电子城（昆明）科技产业园已经实现出租，合计出租面积约 33.06 万平方米，租赁业态主要为标准化厂房，另有部分研发楼、职工宿舍等，租金水平约在 15~30 元/平方米·月，出租对象主要包括云南中玮科技有限公司、昆明先导新材料科技有限责任公司、云南天月神麻科技有限公司、昆明昌赞通信技术有限公司等。空港智园正开展招商准备工作。

2020 年，公司新购买了中关村电子城（昆明）科技产业园，公司合计支付购买价款 9.25 亿元。其中一期总建筑面积 11.92 万平方米，建筑楼宇共计 13 栋，公司回购 6 栋，回购建筑面积约 7.41 万平方米；项目二期共有三个地块（43#地块、44#地块和 48#地块）均由公司回购，总建筑面积约 51.51 万平方米，其中 43#地块建筑面积约 17.93 万平方米；44#地块建筑面积约 15.60 万平方米；48#地块建筑面积约 17.98 万平方米。截至 2021 年 3 月末，可供出租部分为一期 7.41 万平方米，二期 48#地块 17.98 万平方米，其中一期已出租 2.13 万平方米、二期已

出租 5.80 万平方米。

此外，根据慧港投资与云南省滇中城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“滇中城投”）于 2021 年 3 月 11 日签署的《资产转让协议》，慧港投资将公司持有的部分标准化厂房项目作价 120,948.57 万元<sup>3</sup>（含税价）转让给滇中城投，截至 2021 年 4 月末，公司已收到转让价款 9.00 亿元，中诚信国际将持续关注上述资产转让事件的后续回款进展。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司标准化厂房出租情况（万平方米、元/平方米·月）

项目名称	总可供出租 面积	已出租面积	租金水平
智能终端产业园一期	24.98	6.06	15~30
空港智园	10.00	--	--
智能科技产业园	41.65	19.07	15~30
中关村电子城（昆明）科技产业园	25.39	7.93	15~20
<b>合计</b>	<b>102.02</b>	<b>33.06</b>	--

注：租金水平受租赁业态的差别为区间价格。

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司在建、拟建商业地产等物业面积可观，随着商业地产及相关标准化厂房开始出租出售，公司经营性物业资产收入有望增加，

<sup>3</sup> 转让价格由昆明邦克土地房地产资产评估有限公司出具的资评[2020]报字第 1013 号《资产评估报告》评定。

可为公司形成稳定的现金流及收入。同时，公司在建及拟建商业地产项目及标准化厂房项目投资规模较大，公司未来经营性物业实际现金流入情况及其对相关投资支出的覆盖能力尚需关注。

### 跟踪期内，公司持续推进空港经济区 26.11 平方公里范围内相关特许经营权投运工作，道路管养费收入丰富了公司的收入来源，但支付进度较慢；其他特许经营权的逐步投入运营或将为空港集团带来稳定现金流

根据《滇中新区空港经济区 26.11 平方公里范围内相关特许经营权授予合同》，空港集团拥有空港经济区 26.11 平方公里范围内加油站、加气站、路内停车位、停车场、地下管网租用、公交车场租用、公交站台广告位、沿路广告位、道路管养、垃圾清运处理、充电桩、自来水供应、污水处理、洗车场、公园绿地特许经营权，包括 20 座加油站、20 座加气站、13,000 个停车位以及 30 处大型广告位等。2019 年，滇中新区管委会与空港集团签订了《滇中新区空港经济区 26.11 平方公里范围内相关特许经营权授予合同补充协议》，协议约定在原合同特许经营权的期限的基础上再延长 15 年，延长后特许经营期为 2016 年 11 月 15 日至 2046 年 11 月 15 日。2017 年 3 月，空港集团专门成立城市资源公司，负责滇中新区授权范围内上述特许经营权开发运作等。26.11 平方公里范围内的特许经营权项目尚处于前期建设阶段，若投入运营后，或将为公司带来稳定的现金流。

为解决滇中新区开发建设资金需求，滇中新区管委会与空港集团签订了《滇中新区空港经济区 64 条规划建设道路维护管养服务采购协议》，滇中新区管委会向空港集团采购滇中新区空港经济区范围内 64 条道路的资产维护养护费用，维护管养期限为 15 年，维护管养总费用为 108.00 亿元，滇中新区管委会根据维护管养期限自 2017 年起平均每年向空港集团固定支付 7.23 亿元采购服务费。截至 2021 年 3 月末，滇中新区管委会已经向空港集团支

付 17.61 亿元道路维护管养费用，整体费用支付较为滞后。

2020 年以来，公司持续推进特许经营权业务的投建。污水处理厂方面，截至 2021 年 3 月末，滇中新区临空产业园工业污水处理厂已试运营，该项目已投资 1.15 亿元，目前正在工程结算。路内停车位项目方面，公司已完成空港经济区临空产业园片区云水路和云天路共计 1,111 个路内停车位划线工作（其中云水路 277 个、云天路 333 个、88 号路 76 个、99 号路 153 个、104 号路 46 个、106 号路 226 个），并取得了昆明市道路运输管理局下发的空港经济区云水路和云天路路内停车位《经营备案证》，尚处于运营前期阶段。充电桩项目方面，公司已与云南电网能源投资有限责任公司签订《昆明空港综合保税区停车场、空港佳苑停车场电动汽车充电站建设运营合作协议》，因云南电网能源投资有限公司业务调整，将其公司名下已建新能源汽车充电站站点及相关业务划拨至其子公司南方电网云南电动汽车服务有限公司，合同主体变更后，城市资源公司在原合同中的权利义务不变。城市资源公司于 2021 年 5 月 6 日发函至综保公司协调充电桩专用车位管理事宜，以保证充电桩的稳定运营。

### 空港集团积极进行业务拓展，参与投资了医院、学校等诸多市场化项目，未来或可丰富公司的收益来源，但项目推进进展亦具有较大不确定性

为提升空港经济区教育、医疗卫生、文化体育等项目，公司还积极开展了与相关单位开展合作医院、学校等市场化业务。其中 2018 年 4 月，城市资源公司与昆明市延安医院（国家三级甲等）签订了战略合作意向书，双方拟共同成立项目医院（占地面积约 46.65 亩），由城市资源公司负责开发建设，昆明市延安医院负责运营管理，但目前因政策原因，该项目暂缓实施。城市资源公司还规划和昆明汇师文化教育投资有限公司共同出资成立项目公司开展临空产业园学校（高中）项目（占地面积约 55.57 亩），由城市资源公司负责开发建设，合作单

位负责运营管理,截至目前,因前期规划的 55.57 亩学校用地面积影响办学后申报一级一等高中,故公司于 2020 年 11 月份向滇中新区管委会申请将该项目用地面积调整为 123.47 亩,目前正在开展用地调规相关工作,并与云南财经大学洽谈合作办学事宜。此外,公司还将与相关方合作推进北京电影学院培训中心(以下简称“北影培训中心”)项目和海航西南航空培训公司项目等,北影培训中心项目已于 2019 年 9 月开始试运营,并于 12 月成立昆明星越教育咨询教育信息咨询有限公司专门开展各项运营工作,北影培训中心的定位为市场化运营的品牌化高端培训平台,已引入云南为之文化传播、步步莲(北舞)、艾瑞丝教育学校和新艺文教育学校等优质教学资源入驻北影(云南)培训中心,截至 2021 年 3 月末,已实现收入 122.37 万元。

## 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 2018~2019 年审计报告和经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告及公司提供的未经审计的 2021 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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月财务数据均为财务报告期末数。

**2020 年公司营业收入同比增长较快,但受土地一级开发业务收入占比增长影响,毛利率有所下降;期间费用率有所增长且处于较高水平,盈利对政府补助的依赖性仍然较高;公司经营获现能力有所提升但处于较差水平**

2020 年公司营业收入同比增长超过 20%,但整体毛利率有所下降,主要系毛利率不高的土地一级开发收入占比提高所致。具体来看,受区域土地景气程度影响,2020 年公司土地一级开发业务收入大幅增长。公司管理服务及道路管养业务收入及毛利率较为稳定,处于较高水平。标准化厂房及商业体等自营项目建设体量较大但主要处于建设阶段,租

货及销售收入贡献有限。2020 年,其他板块毛利率进一步下降但仍处于较好水平。

表 7: 公司主要板块收入结构及占比(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
土地一级开发	1.09	2.58	5.71	6.78
物业管理服务及道路管养	6.66	6.63	6.63	1.66
其他	0.83	1.17	0.94	0.18
<b>合计</b>	<b>8.57</b>	<b>10.38</b>	<b>13.28</b>	<b>8.62</b>
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
土地一级开发	12.65	24.83	43.00	78.65
物业管理服务及道路管养	77.62	63.91	49.92	19.26
其他	9.72	11.26	7.08	2.09
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注:其他收入主要包括材料销售、资金占用费、水电费、公租房租金收入等。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 8: 近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
土地一级开发	2.91	10.92	11.07	10.92
物业管理服务及道路管养	64.55	60.54	62.05	65.28
其他	88.83	78.70	53.06	15.70
<b>营业毛利率</b>	<b>59.11</b>	<b>50.26</b>	<b>39.49</b>	<b>21.48</b>

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,2020 年受公司债务规模大幅增长影响,公司财务费用大幅增加,致使当期期间费用率增长至 37.85%,费用控制能力有待加强。

2020 年公司利润总额有所增长,主要系营业收入和政府补助增长所致。经营性业务利润是利润总额的主要构成,近年来占比均在 70%以上。政府补助方面,2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司分别收到政府补助 0.83 亿元、0.12 亿元、1.77 亿元和 0.25 亿元,2020 年政府补助大幅增加主要系新增云南滇中新区财政局偿债补助资金所致,利润总额较为依赖政府补助。2020 年公司实现公允价值变动收益 0.28 亿元,主要系投资性房地产增值所致。同期,公司投资收益实现 0.35 亿元,较 2019 年增加 0.19 亿元,主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。

2018~2020 年公司收现比分别为 0.65、0.29 和 0.32,主要系土地开发收入和道路管养收入回款较

为滞后，致使收现比均小于 1。2021 年 1~3 月因当期滇中新区管委会加大土地回款力度，致使当期收现比大幅增加，但总体来看，公司经营获现能力仍较差。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	3.90	3.22	5.03	1.42
期间费用率(%)	45.49	31.04	37.85	16.46
经营性业务利润	1.97	2.07	1.87	0.42
投资收益	0.23	0.16	0.35	0.50
其他收益	0.83	0.12	1.77	0.25
利润总额	1.81	2.24	2.41	0.92
收现比 (X)	0.65	0.29	0.32	1.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，项目建设推进叠加公司股东注资使得公司资产及所有者权益规模持续增加，公司资产收益性较好但资产流动性一般；债务规模上升使得总资本化比率呈现上升态势，且短期债务不断增加**

2020 年公司资产规模持续增长主要系基础设施、保障房、土地一级开发及公司自营的空港经济园区标准厂房及商业项目建设投入的持续推进所致。公司非流动资产占比略高于流动资产，截至 2021 年 3 月末，非流动资产占总资产的比重为 52.80%。公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。具体来看，公司货币资金呈波动下降趋势，截至 2021 年 3 月末，公司货币资金为 11.27 亿元，其中受限的货币资金为 2.48 亿元。受公司自营标准化厂房及商业项目的建设投入增多，公司存货呈逐年增长趋势，截至 2021 年 3 月末，公司存货为 107.79 亿元，较 2020 年末增加 29 亿元，主要为云南空港产业投资开发有限公司纳入合并范围，土地一级开发成本大幅增加所致。公司在建工程主要为基础设施建设项目，呈逐年增长趋势。公司投资性房地产亦呈逐年增长趋势，2020 年公司新增购置中关村电子城(昆明)科技产业园(一期)及中关村电子城(昆明)科技产业园(二期)项目，入账价值 9.10 亿元，加之公租房项目完工转入投资性房地产，致使当期投资性房地产大幅增长。截至

本报告出具日，中关村电子城（昆明）科技产业园（二期）尚未办理产权证书。公司无形资产主要为特许经营权和土地资产，呈逐年下降趋势，主要系各项无形资产摊销所致。特许经营权主要为空港经济区 26.11 平方公里范围内加油站、加气站、路内停车位、停车场、地下管网租用、公交车场租用、公交站台广告位、沿路广告位、道路管养、垃圾清运处理、充电桩、自来水供应、污水处理、洗车场、公园绿地特许经营权，包括 20 座加油站、20 座加气站、13,000 个停车位以及 30 处大型广告位等。公司其他非流动资产主要为 320 国道项目，该项目由公司代建，并纳入政府债务，由滇中新区将政府债券资金拨付给公司，用于支付 320 国道建设款项，根据《项目委托代建框架协议》、《滇中新区空港经济区 26.11 平方公里范围内相关特许经营权授予合同》的相关规定，320 国道项目将于特许经营权到期时移交。

公司所有者权益较为稳定，主要由实收资本和资本公积构成。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为 38.00 亿元。公司各期末资本公积占比在 60% 以上，资本公积主要为滇中新区财政局拨入债务置换资金、公司股东注入资金、土地使用权等。

公司因基础设施项目、保障房项目、自营项目等建设产生一定资金需求，近年来债务规模呈现上升态势，公司 2020 年债务规模同比增长 13.78%，推升总资本化比率同比增加 4.57 个百分点，总资本化比率持续升高且仍存上升压力。2020 年末公司短期债务/总债务逐年上升，短期偿债压力上升，债务结构有待优化。

公司特许经营权运营收入较为稳定，且随着后续项目的逐步投入运营，收入有望进一步提升，加之投资性房地产规模较大，每年可产生一定的租金收入，资产盈利性较好。公司资产中流动资产占比逐年小幅增加，且非流动资产中的无形资产和投资性房地产具有一定变现能力。但考虑到在建工程、存货等变现能力较弱的资产占比偏高，公司资产流

动性一般。

2020 年~2021 年 3 月末，公司应收类款项占总资产比重分别为 17.77% 和 12.36%，2020 年公司应收类款项较 2019 年大幅增加，主要系应收云南滇中新区财政局和云南空港产业投资开发有限公司款项大幅增加所致。2021 年 3 月末较 2020 年末有所下降，主要系云南空港产业投资开发有限公司纳入合并范围所致。应收对象主要为云南滇中新区财政局、云南滇中新区土地储备中心、空港经济区管理委员会、昆明综合保税区开发运营管理有限责任公司等，近年来公司应收类款项规模较大，且回款周期较长，款项回收情况尚需关注。

**表 10：近年来公司主要资产质量相关指标（亿元、%、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产</b>	<b>290.70</b>	<b>320.71</b>	<b>347.18</b>	<b>358.01</b>
存货	61.85	76.32	78.79	107.79
其他应收款	22.56	30.07	42.67	26.87
货币资金	39.04	27.20	18.63	11.27
投资性房地产	9.60	13.63	27.10	27.10
在建工程	59.33	61.10	63.18	71.36
无形资产	58.51	57.65	55.53	55.01
其他非流动资产	22.62	25.29	25.39	25.92
<b>所有者权益</b>	<b>135.52</b>	<b>135.37</b>	<b>136.30</b>	<b>137.23</b>
实收资本	38.00	38.00	38.00	38.00
资本公积	87.46	86.11	85.45	85.45
未分配利润	5.30	6.77	8.37	9.31
少数股东权益	3.73	3.25	3.07	3.06
<b>应收类款项/总资产</b>	<b>8.51</b>	<b>12.33</b>	<b>17.77</b>	<b>12.36</b>
<b>短期债务/总债务</b>	<b>0.06</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>
<b>资产负债率</b>	<b>53.38</b>	<b>57.79</b>	<b>60.74</b>	<b>61.67</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>45.11</b>	<b>50.06</b>	<b>54.63</b>	<b>54.71</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**中诚信国际认为**，近年来公司债务规模及杠杆水平上升较快，随着基础设施、保障房项目持续投入，叠加自营项目后续较大的资金投入压力，公司债务规模及总资本化比率存在进一步攀升压力。

**2020 年公司经营活动获现能力及对债务本息的覆盖能力仍然较弱，货币资金无法有效覆盖短期债务，面临一定偿债压力**

近年来公司经营回款规模波动较大，每年保持一定规模的项目资金投入，同时受其他与经营活动有关的现金收支影响，公司经营活动净现金流缺口有所改善，2020 年小幅净流入 1.16 亿元。近年来因公司业务量的增长，购置相关特许经营权以及其他固定资产和长期资产等，投资活动现金流持续净流出，公司资金平衡较为依赖股东注资及对外融资。

公司经营活动获现能力较差，难以覆盖各期债务本息。EBITDA 对债务本息覆盖能力呈现弱化趋势，2020 年 EBITDA 利息覆盖倍数已经下降至 0.81 倍。

近年来公司货币资金逐年下降，且短期债务规模逐年上升，货币资金对短期债务覆盖能力持续弱化，截至 2021 年 3 月末，货币资金/短期债务仅为 0.40 倍，面临一定短期偿债压力。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动产生现金净流量	-6.50	0.15	1.16	13.79
投资活动产生现金净流量	-9.62	-24.53	-20.08	-9.46
筹资活动产生现金净流量	6.41	11.51	10.02	-11.92
收现比	0.65	0.29	0.32	1.44
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.96	0.01	0.11	--
EBITDA	7.70	7.29	8.89	--
总债务/EBITDA	14.47	18.62	18.46	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.13	0.72	0.81	--
货币资金/短期债务	6.15	1.44	0.75	0.40

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，2021 年 4~12 月、2022~2023 年空港集团到期债务分别为 36.58 亿元<sup>4</sup>、36.29 亿元和 29.72 亿元，公司未来三年需偿付债务规模相对较大但分布较为均匀。

财务弹性方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得建设银行、富滇银行、恒丰银行、平安银行等金融机构的授信额度总额为 200.41 亿元，未使用额度为 51.16 亿元，考虑到综合授信中部分专项用于项目建设，备用流动性一般。

<sup>4</sup> 公司到期债务为本息合计数。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，空港集团受限资产账面价值合计 7.43 亿元，占总资产的 2.08%，受限资产系土地使用权等。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，空港集团对外担保余额为 15.90 亿元，占净资产的 11.59%，系对联营公司及滇中新区国有企业的担保，存在一定或有负债风险。

表 12：截至 2021 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
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	3.50	2019.9.20-2022.9.20
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	2.00	2019.9.26-2021.9.26
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	1.00	2020.2.26-2022.2.26
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	1.00	2020.03.09-2022.03.09
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	2.00	2020.06.29-2025.06.29
云南滇中城市建设投资开发有限责任公司	1.96	2018.09.30-2032.07.30
云南滇中城市建设投资开发有限责任公司	2.94	2018.08.24-2032.07.30
云南滇中城市建设投资开发有限责任公司	1.50	2020.11.05-2023.11.04
合计	15.90	--

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 2021 年 4 月 20 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

### 支持能力

滇中新区为我国第十五个国家级新区，获得国家及云南省政府政策扶持力度大；滇中新区拥有多个国家级、省级重点园区和安宁国家级重点石油化工基地，形成了装备制造、汽车、石油化工、电子信息、保税物流等一批优势产业；同时得益于云南省面向东南亚的区位优势，滇中新区经济实力不断

增强，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

### 支持意愿

空港集团是滇中新区重要的开发建设主体，主要负责滇中新区空港经济区范围内的土地开发整理、保障性住房、基础设施建设、特许经营权运营及商业开发等业务，具有较强的区域垄断优势。

历史支持记录方面，公司从业务授权、资产注入、债券置换等方面获取较大支持。根据“滇中管复[2014]29 号”文件，昆明市政府明确将空港经济区规划范围内的土地资源配置给公司，并授予公司土地一级开发主体资格。2017~2019 年，公司累计获得股东货币增资 27.00 亿元，获得滇中新区财政局拨入的地方政府债券置换存量债务的资金 20.11 亿元，计入资本公积。政府补助方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司分别收到政府补助 0.83 亿元、0.12 亿元、1.77 亿元和 0.25 亿元。

**中诚信国际认为**，得益于政策、管理体制、产业等方面的优势，滇中新区经济保持较快发展；公司是滇中新区重要的开发主体，近年来在业务、资金等方面获取较大的外部支持，预计外部支持具有延续性。

## 评级结论

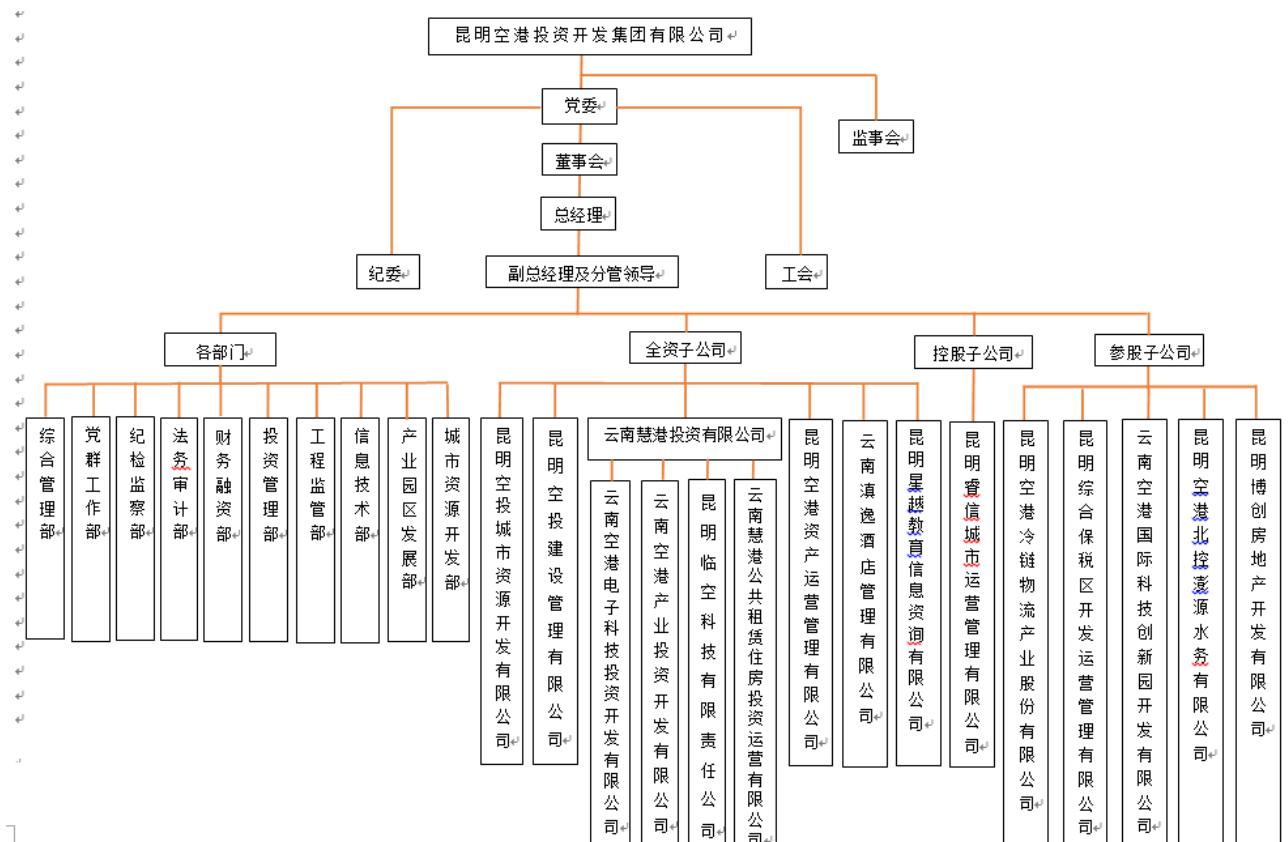
综上所述，中诚信国际维持昆明空港投资开发集团有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 昆空港债/19 昆空港”和“20 昆明空港 MTN001”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：昆明空港投资开发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



子公司全称	持股比例	简称
云南慧港投资有限公司	100.00	慧港投资
昆明空港资产管理有限公司	84.75	资产管理公司
昆明空投建设管理有限公司	100.00	空投建设
昆明空投城市资源开发有限公司	100.00	城市资源公司
昆明睿信城市运营管理有限公司	35.00	城市运营公司
昆明星越教育信息咨询有限公司	100.00	星越教育
云南滇逸酒店管理有限公司	100.00	滇逸公司

注：1、昆明睿信城市运营管理有限公司持股比例小于 50%但纳入合并范围的原因：2018 年 11 月 13 日，公司与成都信谊物业股份有限公司和成都思瑞地产顾问有限公司出资设立昆明睿信城市运营管理有限公司，公司占比 35%，5 名董事会成员中公司委派董事长及 2 名董事，故纳入合并范围；2、子公司为截至 2021 年 3 月末数据。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：昆明空港投资开发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)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	390,389.57	271,959.72	186,284.06	112,676.06
应收账款	21,883.58	94,614.10	190,151.69	173,894.96
其他应收款	225,607.93	300,700.88	426,707.71	268,739.37
存货	618,476.38	763,237.23	787,882.84	1,077,859.67
长期投资	137,564.73	136,873.49	119,099.67	74,852.14
在建工程	593,312.55	611,012.89	631,768.64	713,556.07
无形资产	585,107.56	576,513.90	555,320.56	550,101.38
总资产	2,907,043.41	3,207,107.67	3,471,819.51	3,580,065.24
其他应付款	131,731.38	204,652.26	191,980.89	192,883.19
短期债务	63,500.00	189,474.29	247,517.55	283,439.06
长期债务	1,050,019.36	1,167,335.39	1,393,634.20	1,374,238.95
总债务	1,113,519.36	1,356,809.68	1,641,151.76	1,657,678.02
总负债	1,551,849.65	1,853,390.77	2,108,852.51	2,207,779.17
费用化利息支出	37,260.82	27,698.12	42,419.79	--
资本化利息支出	30,579.82	73,871.75	67,981.08	--
实收资本	380,000.00	380,000.00	380,000.00	380,000.00
少数股东权益	37,264.49	32,520.23	30,670.47	30,640.09
所有者权益合计	1,355,193.76	1,353,716.91	1,362,967.00	1,372,286.07
营业总收入	85,739.22	103,824.02	132,836.23	86,217.16
经营性业务利润	19,660.74	20,745.23	18,715.99	4,198.54
投资收益	2,312.45	1,637.76	3,492.52	5,039.93
净利润	16,944.85	15,841.13	18,009.43	9,239.43
EBIT	55,370.29	50,078.38	66,488.05	--
EBITDA	76,979.25	72,856.72	88,919.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金	55,792.00	30,233.41	41,868.27	124,525.06
收到其他与经营活动有关的现金	98,733.21	97,925.91	68,135.11	34,488.83
购买商品、接受劳务支付的现金	105,581.32	110,841.07	39,101.29	5,087.55
支付其他与经营活动有关的现金	108,156.77	6,439.91	43,401.45	11,020.80
吸收投资收到的现金	104,103.00	--	5,000.00	--
资本支出	110,260.36	172,033.91	148,827.82	8,324.42
经营活动产生现金净流量	-64,990.96	1,503.30	11,595.57	137,936.24
投资活动产生现金净流量	-96,228.30	-245,323.39	-200,817.17	-94,616.61
筹资活动产生现金净流量	64,131.63	115,129.20	100,154.21	-119,207.37
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	59.11	50.26	39.49	21.48
期间费用率(%)	45.49	31.04	37.85	16.46
应收类款项/总资产(%)	8.51	12.33	17.77	12.36
收现比(X)	0.65	0.29	0.32	1.44
总资产收益率(%)	2.00	1.64	1.99	--
资产负债率(%)	53.38	57.79	60.74	61.67
总资本化比率(%)	45.11	50.06	54.63	54.71
短期债务/总债务(X)	0.06	0.14	0.15	0.17
FFO/总债务(X)	0.07	0.05	0.05	--
FFO 利息倍数(X)	1.08	0.64	0.81	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.96	0.01	0.11	--
总债务/EBITDA(X)	14.47	18.62	18.46	--
EBITDA/短期债务(X)	1.21	0.38	0.36	--
货币资金/短期债务(X)	6.15	1.44	0.75	0.40
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.13	0.72	0.81	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 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、2021 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供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；5、2018~2020 年及 2021 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：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。