2019年曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101023】

评级对象： **2019 年曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司公司债券**

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA	稳定	AA+	2022 年 6 月 30 日
前次跟踪：	AA	稳定	AA+	2021 年 6 月 29 日
首次评级：	AA	稳定	AA+	2019 年 7 月 4 日

主要财务数据

项　　目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	0.01	2.29	2.46
刚性债务	22.55	24.05	20.36
所有者权益	73.78	74.52	76.11
经营性现金净流入量	1.31	3.86	3.54
发行人合并数据及指标：			
总资产	108.62	135.50	160.50
总负债	34.29	60.33	83.85
刚性债务	25.15	45.31	55.14
所有者权益	74.34	75.17	76.65
营业收入	2.74	4.02	6.14
净利润	1.19	0.86	1.26
经营性现金净流入量	1.29	2.29	-0.36
EBITDA	2.40	2.02	3.11
资产负债率[%]	31.56	44.53	52.24
长短期债务比[%]	158.26	136.88	125.79
营业利润率[%]	48.41	22.23	23.79
短期刚性债务现金覆盖率[%]	8.77	103.87	100.60
营业收入现金率[%]	69.51	87.91	42.41
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.60	-14.36	-17.93
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.02	1.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.06	0.06
担保方数据：	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年**
总资产	40.44	46.43	46.88
股东权益	35.08	36.51	37.48
直保业务在保余额	127.81	166.27	179.57
再担保业务在保余额	72.00	63.94	58.48
担保放大倍数[倍]	5.70	6.30	--

注：发行人数据根据曲靖经开投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据云南省担保经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

李　娟　lijuan@shxsj.com
龚春云　gcy@shxsj.com
Tel：(021) 63501349　Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司（以下简称“曲靖经开投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 19 曲经开的跟踪评级反映了 2021 年以来曲靖经开投在外部环境、业务地位等方面保持优势，同时也反映了公司在即期债务偿付、项目资金平衡、盈利能力及资产流动性等方面继续面临压力或风险。

主要优势：

- **区域经济保持增长。**跟踪期内，曲靖市经济总量仍保持较快增长，综合经济实力居于云南省各州市前列；曲靖经开区作为国家级经济技术开发区，是曲靖市重要的工业集聚区，得益于重大项目支撑，其综合发展实力进一步提升，能够继续为曲靖经开投业务发展提供良好的外部环境。
- **区域专营优势。**作为曲靖经开区主要的开发运营主体，曲靖经开投具有较强的区域专营地位；同时，公司在资金、业务等方面可继续得到地方政府的有力支持。
- **担保增信。**本期债券由云南省担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内，云南省担保经营状况良好，其为本期债券的担保仍然有效。

主要风险：

- **即期债务偿付压力。**跟踪期内，曲靖经开投债务规模仍保持较快扩张，新增债务以非标准化债务融资工具及政府专项债为主，且面临较大的即期债务偿付压力；同时公司主业获现能力较为有限，债务偿付对再融资能力依赖较大，目前公司可用银行授信额度小，整体流动性补充能力较弱。

- **资金平衡压力较大。**曲靖经开投已结转基础设施项目回款滞后，且由于区域开发及招商引资需要，公司在产业载体项目建设方面投资需求较大，且项目建设及资金回收周期预计偏长，公司面临较大的资金平衡压力。
- **自身盈利能力较弱。**受承担业务性质限制，曲靖经开投主营业务盈利能力较弱；且随着债务融资规模上升，跟踪期内公司财务费用显著增加，使得期间费用对利润侵蚀进一步加重，公司盈利对政府补贴的依赖度上升。
- **资产流动性较弱。**曲靖经开投资产中以土地资产为主的存货和应收款项占比较高，其变现能力及款项回收进度存在不确定性，整体资产流动性较弱。

➢ 未来展望

通过对曲靖经开投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA^+用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2019 年曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司公司债券（以下简称“19 曲经开”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据曲靖经开投提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对曲靖经开投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展与改革委员会发改企业债券[2019]62 号文件批准，该公司于 2019 年 7 月 18 日公开发行了 7 年期 5.00 亿元人民币债券，本期债券设置有本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。云南省融资担保有限责任公司（简称“云南省担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券募集资金中 3.50 亿元用于曲靖经济技术开发区新材料及新能源产业园工业标准厂房（一期）（以下简称“新材料及新能源产业园标准厂房项目”或“募投项目”）的开发建设，1.50 亿元用于补充公司流动资金。根据《曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司债券年度报告（2021 年）》，截至 2021 年末，上述募投项目尚未正式开工建设，募集资金目前临时用于补充流动资金。

截至 2022 年 6 月 25 日，该公司存续债券发行总额 23.89 亿元，其中公开发行企业债 16.20 亿元；待偿债券本金余额为 16.69 亿元。公司已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 截至 2022 年 6 月 25 日公司已发行待偿债券概况（亿元，年，%）

债项名称	发行金额	期限[1]	发行利率	最迟到期日	待偿本金	增信措施/担保方
16 曲经开建投债	9.00	7	5.75	2023-06-01	1.80	/
19 曲经开	5.00	7	7.40	2026-07-18	5.00	云南省融资担保有限责任公司
20 曲经开建投债	2.20	5（3+2）	7.30	2025-12-29	2.20	/
20 定向债务融资计划	1.02	2	7.95	2022-07-01	1.02	/
2021 曲靖开建投直接融资项目	3.87	3	11.00	2024-05-19	3.87	/
20210421 期非公开定向债权投资工具	2.80	5（3+2）	8.42	2026-12-01	2.80	曲靖市发展投资集团有限公司
合计	**23.89**	--	--	--	**16.69**	--

资料来源：wind、曲靖经开投

[1] 该公司已发行的“16 曲经开建投债”和“19 曲经开”均设置了本金提前偿还条款，在债券发行后第三年起，即在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按发行额度 20%的比例偿还债券本金。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信

用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政

府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

曲靖市是云南省重要的工商业城市，综合经济实力稳居云南省各州市前列。2021 年，随着疫情常态化下消费市场复苏，曲靖市经济总量保持快速增长；但工业结构较为单一，仍呈现轻工靠烟草、重工靠煤电的局面，传统制造业转型升级压力较大。此外，2021 年以来曲靖市房地产及土地市场均存在较大的下行压力，土地成交量价均有所回落。

曲靖市是云南省重要的工商业城市，综合经济实力居云南省第二位，是云南省“滇中城市群规划”[2]区域中心城市。曲靖市中心城区距省会昆明市 125 公里，距昆明长水国际机场 80 公里，可通过高铁或高速公路直达，境内已通车铁路有贵昆铁路、南昆铁路和沪昆高铁等，并设有曲靖站和曲靖北站，交通较为便捷。截至 2021 年末，全市总面积 2.89 万平方公里，常住人口为 570.1 万人，较上年末减少 6.48 万人，常住人口城镇化率为 50.01%。2021 年，曲靖市经济总量保持较快增长，当年全市实现地区生产总值 3393.91 亿元，同比增长 12.0%，增速较上年上升 5.4 个百分点，高于全省 4.7 个

[2] “滇中城市群”由昆明、曲靖、玉溪、楚雄四个州市及红河州北部七个县市组成，是云南省经济最发达的地区，国土面积占全省 29.00%，人口占全省 44.02%。总体定位为：面向南亚东南亚辐射中心的核心区、中国西南经济增长极、区域性国际综合枢纽和生态宜居的山水城市群。

百分点。其中，第一产业实现增加值 532.52 亿元，同比增长 9.0%；第二产业实现增加值 1381.50 亿元，同比增长 12.5%；第三产业实现增加值 1479.89 亿元，同比增长 12.7%，增速较上年上升 6.2 个百分点，主要系随着疫情防控常态化，交通运输、教育培训、文化体育娱乐业等具有一定聚众属性的服务业行业复苏所致；当年三次产业结构比为 15.7:40.7:43.6。2022 年第一季度，全市实现地区生产总值 790.2 亿元，同比增长 8.1%，其中第二产业和第三产业分别实现增加值 344.55 亿元和 393.09 亿元，分别同比增长 12.0%和 5.8%。

2021 年，曲靖市固定资产投资同比增长 13.8%，增速较上年上升 3.2 个百分点。从重点行业看，全年工业投资同比增长 26.9%，其中制造业同比增长 26.6%；当年全市商品房销售市场热度有所下降，房地产开发投资同比下降 8.3%，全市实现商品房销售面积 318.70 万平方米，同比下降 8.3%；实现商品房销售额 154.59 亿元，同比下降 9.9 %。同期，全市实现社会消费品零售总额 1102.49 亿元，同比增长 17.9%，增速较上年大幅回升。

图表 2. 2019 年以来曲靖市经济发展主要指标及增速[3]（单位：亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2637.59	9.6	2959.35	6.6	3393.91	12.0
第一产业增加值	438.41	5.7	553.53	5.9	532.52	9.0
第二产业增加值	1004.28	10.0	1094.92	7.0	1381.50	12.5
第三产业增加值	1194.90	10.6	1310.90	6.5	1479.89	12.7
三次产业结构	16.6: 38.1: 45.3		18.7:37.0:44.3		15.7:40.7:43.6	
规模以上工业增加值	--	12.0	--	6.8	--	15.0
固定资产投资额[4]	--	13.5	--	10.6	--	13.8
社会消费品零售总额	735.28	12.1	934.86	2.2	1102.49	17.9
进出口总额（亿美元）	12.01	4.2	13.89	15.6	12.34	-11.5
城镇常住居民人均可支配收入（元）	37314	8.4	38657	3.6	42498	9.9

资料来源：2019-2021 年曲靖市国民经济和社会发展统计公报

曲靖市工业经济形成了煤炭开采和洗选、烟草制品、冶金、电力热力生产和供应等支柱产业，2021 年全市工业经济运行良好，规模以上工业增加值同比增长 15.0%，较上年上升 8.2 个百分点。从行业来看，除金属制品业、有色金属冶炼及压延加工业和非金属矿物制品业增加值分别下降 17.3%、0.8%和 3.6%外，其余行业均实现增长，其中计算机、通信和其他电子设备制造业大幅增长 433%；煤炭开采和洗选业增长 29.5%；黑色金属冶炼及压延加工业增长 10.0%；烟草制品业增长 4.0%。但曲靖市工业结构仍相对单一，轻工靠烟草、重工靠煤电的局面仍未突破，工业经济增长易受主要工业产成品价格及行业环境等因素影响，转型升级压力较大。此外，曲靖市已形成以曲靖经开区为龙头，9 个县（市、区）工业园区为支撑的园区体系，成为全市经济发展的重要增长极；目前全市工业园区已达 12 个，其中国家级经开区 1 个、省级工业园区 9 个、市级重点工业园区 2 个，园区规模以上工业增加值占全市规上工业增加值的比重在 60%以上。

[3] 表中数据增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算。
[4] 固定资产投资额为 500 万元以上固定资产投资。

从土地出让情况看，跟踪期内，受政府供地计划、房地产市场景气度及整体市场下行压力影响，曲靖市土地市场成交量价均明显回落。2021 年，曲靖市成交土地总面积 348.02 万平方米，其中涉宅用地出让面积 63.59 万平方米，较上年大幅下降；全年实现土地成交总价 23.87 亿元，较上年下降 43.84%，其中受出让土地区位等因素影响，住宅用地出让均价提升至 2021 元/平方米，但综合用地（含住宅）出让均价大幅下滑，使得当年土地出让均价有所下降。2022 年 1-5 月，曲靖市实现土地成交总面积 174.24 万平方米，成交总价为 7.45 亿元。

图表 3. 2019 年以来曲靖市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月
土地出让总面积（万平方米）	**373.92**	**562.03**	**348.02**	**174.24**
其中：住宅用地	56.68	126.56	61.53	21.05
综合用地（含住宅）	35.65	12.36	2.06	1.15
商业/办公用地	34.66	38.86	19.68	2.58
工业用地	240.78	307.78	202.24	140.49
其它用地	6.15	76.46	62.52	8.97
土地出让总价（亿元）	**26.44**	**42.50**	**23.87**	**7.45**
其中：住宅用地	9.71	17.73	12.43	2.40
综合用地（含住宅）	5.74	10.41	0.24	0.69
商业/办公用地	3.72	3.02	1.11	0.28
工业用地	7.02	7.50	5.08	3.87
其它用地	0.24	3.84	5.01	0.21
土地出让均价（元/平方米）	**707**	**756**	**686**	**428**
其中：住宅用地	1714	1401	2021	1138
综合用地（含住宅）	1610	8419	1190	6001
商业/办公用地	1073	778	563	1083
工业用地	292	244	251	276
其它用地	392	502	801	238

资料来源：中指指数

曲靖经开区地处曲靖市中心城区西部，是经国务院批准的国家级经济技术开发区，同时是曲靖市重要的工业集聚区。跟踪期内，曲靖经开区经济仍保持较快增长态势，且得益于重大项目支撑，其综合发展实力进一步提升。

曲靖经开区系于 2010 年经国务院批准的国家级经济技术开发区，目前直管范围 157 平方公里。开发区地处曲靖市中心城区西部，目前曲靖经开区已成为曲靖市重要的工业聚集区，区内有西城、南海子 2 个省级重点工业园区和 1 个国际合作的云南（曲靖）国际农业食品科技园[5]。开发区距昆明长水国际机场 80 公里；贵昆线、南昆线、昆沾铁路复线贯穿境内，贵昆铁路曲靖站位于开发区，交通较为便捷。

目前，曲靖经开区已基本形成了以有色金属冶炼、烟草生产、装备制造、生物医药、电子信息及新型建材等为主的产业格局，但开发区内产业链条较短，下游延伸相对不足，其中有色金属产业集中于冶炼环节；新材料产业集中于上游硅材料领域，中下游硅片、电池、芯片等企业相对较少。2021 年，曲靖经开区制造业增加值占工业增

[5] 其中，西城工业园区位于曲靖市主城区西北部，规划总面积 20.37 平方公里。南海子工业园区位于开发区南部，麒麟区和马龙县交界处，规划总面积 30.32 平方公里。云南（曲靖）国际农业食品科技园系曲靖市政府与加拿大天辰国际集团共同规划建设的现代农业示范项目，总规划面积 5.3 平方公里。

加值比重超 60%，且制造业中产能相对过剩的资源和能源型产业占比较高。近年来，曲靖市重点推进曲靖经开区先进制造业和高新技术产业集聚区、产城一体和带动区域发展新城区建设，经开区重点打造绿色水电硅、新材料及新能源、数字经济及现代服务三大产业。在南海子工业园布局绿色水电硅产业，重点发展单晶硅拉棒及切片、电池片和组件的生产销售；在西城工业园布局新材料及新能源产业，围绕宁德时代、德方纳米的磷酸铁锂电池原材料项目，引进动力电池、储能电池、电池循环利用等新能源相关产业。目前，隆基、晶澳、阳光等全球硅光伏龙头企业已顺利落户园区，并引进了宁德时代、德方纳米、远景科技等行业领军企业，截至 2021 年末开发区共有高新技术企业 24 家，全年高新技术企业实现工业总产值 87.3 亿元，同比增长 26.5%，占经开区工业总产值的比重为 28.4%。2021 年，经开区规模以上工业企业实现主营业务收入 326.6 亿元，同比增长 49.9%，规模以上工业企业实现利润总额 22.1 亿元，同比增长 182.1%。

2021 年，曲靖经开区经济运行稳定恢复，综合发展实力进一步提升。全年实现地区生产总值 185.90 亿元，同比增速为 13.6%，较上年上升 4.0 个百分点；2021 年三次产业结构比由 2020 年的 1.0:46.5:52.5 调整为 0.8:50.5:48.7，第三产业占比较上年进一步下降 3.8 个百分点。2021 年曲靖经开区固定资产投资增速有所下降但仍保持两位数增速，全年全区完成 500 万元以上固定资产投资 100.60 亿元，同比大幅增长 18.6%；消费市场复苏良好，全年实现社会消费品零售总额 71.03 亿元，同比增长 20.7%。

图表 4. 2019 年以来曲靖经开区经济发展主要指标及增速[6]（单位：亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	146.37	11.0	159.02	9.6	185.90	13.6
第二产业增加值	67.81	13.9	73.88	10.2	93.90	19.3
第三产业增加值	77.26	8.3	83.48	9.1	90.50	8.6
三次产业结构	0.9:46.3:52.8		1.0:46.5:52.5		0.8：50.5：48.7	
规模以上工业增加值	48.40	17.2	69.72	14.4	78.30	26.3
固定资产投资额[7]	67.76	21.6	84.81	25.2	100.60	18.6
社会消费品零售总额	48.87	12.6	58.85	2.9	71.03	20.7
进出口总额（亿美元）	9.66	16.5	9.52	1.5	7.25	-23.7
城镇常住居民人均可支配收入（元）	41210	8.6	42652	3.5	46917	10.0

资料来源：2019-2021 年曲靖经开区国民经济和社会发展统计公报

2. 业务运营

该公司是曲靖经开区主要的开发运营主体，业务具有较强的区域专营性。跟踪期内，基础设施建设业务和商品贸易业务仍是公司收入的重要来源，且由于当年结算基础设施建设业务收入大幅增长，带动公司营收规模保持增长，但两项业务盈利空间小；受基础设施代建业务模式转变影响，公司存量基础设施项目投资体量较小，但已结转项目款项

[6] 表中数据增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算。
[7] 固定资产投资额为 500 万元以上固定资产投资。

回笼进度滞后。此外，由于开发区开发建设及园区招商引资需要，公司在建产业载体项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本性支出压力。

该公司作为曲靖经开区主要的开发运营主体，主要负责曲靖经开区内道路、水电设施、照明、园林绿化工程等基础设施建设以及保障房、标准厂房建设等业务，其业务具有较强的区域专营性；此外，2020 年以来公司新增商品销售和贸易业务。2021 年，公司实现营业收入 6.14 亿元，较上年增长 52.81%，主要系当年结算及确认基础设施建设业务收入大幅增长所致；从收入构成来看，2021 年公司营业收入仍主要来源于基础设施建设业务及商品销售和贸易业务，当年上述两项业务占营业收入的比重分别为38.67%和 33.78%。

图表 5. 2019-2021 年公司营业收入构成（单位：亿元，%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设业务	1.90	69.37	0.76	18.80	2.38	38.67
租赁业务	0.23	8.35	0.16	3.86	0.14	2.34
房屋销售	--	--	0.34	8.36	0.56	9.18
商品销售和贸易	--	--	1.94	48.18	2.07	33.78
其他[8]	0.61	22.28	0.84	20.80	0.98	16.03
合计	**2.74**	**100.00**	**4.02**	**100.00**	**6.14**	**100.00**

注：根据曲靖经开投提供的数据整理、绘制

（1）基础设施建设

该公司作为曲靖经开区开发运营主体，主要承担曲靖经开区内道路、水电设施、照明、园林绿化工程等基础设施建设。业务运作模式上，公司基础设施建设拟逐步由代建模式转向工程管理服务模式。代建模式项下，公司与经开区财政局签订了工程项目委托代建合同，公司作为经开区管委会确定的工程项目代建方负责项目的投融资、建设等，经开区财政局按照实际完工进度对工程项目进行结算；结算资金包括双方确认的项目前期费用、工程涉及的征地拆迁费、直接工程费、融资成本等工程代建成本和代建管理费两部分，代建管理费一般根据约定按照投资额的 10.0%或 3.5%计算。工程代管模式下，公司仅负责项目的管理并收取工程管理服务费，一般按照投资额的 3.0%收取。

2021 年，该公司结算项目主要包括曲靖德龙生态陵园建设项目、白石大道（龙潭大道-战备仓库）道路新建工程、曲靖经济技术开发区绿色水电硅示范基地基础设施建设项目供水工程管道安装及泵机采购安装工程和经开区今麦郎项目等，当年实现基础设施建设业务收入 2.38 亿元，较上年增加 1.62 亿元，主要系当年新增承担工程管理服务的经开区今麦郎项目等结算收入所致。截至 2021 年末，公司在建基础设施项目主要包括铁人三项赛体育旅游文化园[9]、武警曲靖市支队新建教导队（警察训练基地）及机动大队建设以及少量路网工程等，目前项目投资规模不大。同期末，公司尚未结算的基础设施项目开发成本合计 1.04 亿元，已结算但尚未收到的回购资金 21.94 亿元，计入应收

[8] 包含主营业务其他收入和其他业务收入。
[9] 该项目因项目规划调整，导致项目已停工，已经建设完成部分可独立作为公园设施使用。

账款科目。整体来看，由于基础设施项目建设模式转变，公司存量在建代建基础设施项目体量小；截至 2021 年末公司拟建项目总投资 1.98 亿元，资金需求不大。

图表 6. 截至 2021 年末公司拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
曲靖海关综合服务用房建设项目	0.76
曲靖经济技术开发区民安游园建设项目	0.35
湖滨路（麒马大道～九州大道）道路工程（晶石路）	0.20
白石大道（研海路～龙潭大道）道路工程（沿昆曲高速北侧规划道路）	0.16
其他道路建设、绿化、管网项目	0.52
合计	**1.98**

资料来源：曲靖经开投

（2）保障性住房建设

经曲靖市政府授权，该公司下属子公司曲靖开发区保障性住房开发投资有限公司（以下简称“保投公司”）作为项目投资主体，承担了经开区保障性住房建设任务。保障房建设资金一部分来源于政府拨付的保障房项目建设专项资金，其余资金由公司自筹，截至 2021 年末，公司收到保障性住房专项资金 2.33 亿元。2018 年 6 月，根据经开区管委会出具的《关于委托建设投资集团为经开区保障性住房出售和回购主体的批复》（曲开发[2018]30 号），委托公司作为白石江项目点（泽福佳园）、三江大道项目点（康居瑞园）2 个项目点保障性住房销售主体，公司保障性住房将采取租售（先租后售）的方式实现资金回笼，销售比例约为项目建筑面积的 20%[10]。

目前，该公司建设的保障房项目主要包括曲靖经济技术开发区 2012 年公共租赁房白石江项目点（一期）、白石江项目点（二期）和三江大道项目点等，总投资为 7.27 亿元，截至 2021 年末，公司公租房项目可出租面积 29.14 万平方米，已完成出租 17.92 万平方米，累计实现租金收入 0.64 亿元，其中 2021 年实现租金收入 0.14 亿元。此外，还有部分保障房项目配套建设的商铺及 12 幢临江商业楼由公司进行自主销售，配套商业可售面积合计 1.93 万平方米，截至 2021 年末已售面积 1.20 万平方米，2021 年实现房屋销售收入 0.56 亿元（含部分公租房住房销售收入）。除上述项目外，公司暂无其他保障性住房建设项目。

图表 7. 截至 2021 年末公司已完工公租房项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	已投资	已出租面积	累计租金
曲靖经济技术开发区 2012 年公共租赁房白石江项目点（一期）	16.71	2.40	10.04	0.25
曲靖经济技术开发区 2012 年公共租赁房白石江项目点（二期）	12.19	2.49	5.15	0.20
曲靖经济技术开发区 2012 年公共租赁房三江大道项目点	8.41	2.38	2.73	0.19
合计	**37.31**	**7.27**	**17.92**	**0.64**

资料来源：曲靖经开投

[10] 销售对象主要为符合国家和云南省住房保障政策规定，租住保障性住房 1 年以上、具备一定支付能力且按时足额缴纳租金的家庭。

（3）园区产业载体

该公司园区产业载体建设业务主要是为配合曲靖经开区招商引资，完善基础设施与投资环境而自建用于租售的办公楼、厂房等。截至 2021 年末，公司在建产业载体主要为龙街标准厂房、曲靖隆基年产 30GW 单晶硅棒和切片标准厂房及配套基础设施建设项目（一期 10GW）（以下简称“隆基一期项目”）、绿色水电硅示范基地基础设施项目（以下简称“绿色水电硅项目”）等，计划总投资为 62.91 亿元，累计已完成投资 34.87 亿元。其中，龙街工业标准厂房片区开发建设（一期一标段）项目主体已完工开始招商，为配合经开区管委会加大招商引资力度，标准厂房入驻企业将享有一定的免租期优惠政策，免租期内由经开区管委会进行补贴。此外，投资体量较大的隆基一期项目[11]、绿色水电硅项目和曲靖经济技术开发区新材料及新能源产业园工业标准厂房及配套设施建设项目（10 万吨纳米磷酸铁锂项目），计划总投资合计 57.33 亿元，其中已获得政府专项债资金合计 24.00 亿元。截至 2021 年末，公司拟建产业载体主要为曲靖隆基年产 30GW 单晶硅棒和切片标准厂房及配套基础设施建设项目（二期 20GW），计划总投资 29.69 亿元。公司产业载体项目后续投资需求较大，公司仍将面临较大的资本性支出压力。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要在建产业载体项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	计划总投资	账面投资额
龙街工业标准厂房片区开发建设（一期一标段）	1.86	1.05
龙街标准厂房一期二、三、四标段	3.72	2.98
曲靖隆基年产 30GW 单晶硅棒和切片标准厂房及配套基础设施建设项目（一期 10GW）	19.26	10.31
曲靖经济技术开发区绿色水电硅示范基地基础设施项目	25.21	18.81
曲靖经济技术开发区新材料及新能源产业园工业标准厂房及配套设施建设项目（10 万吨纳米磷酸铁锂项目）	12.86	1.72
合计	**62.91**	**34.87**

资料来源：曲靖经开投

（4）商品销售和贸易

2020 年以来，该公司新增商品销售和贸易业务，主要贸易产品包括建材及煤焦等，其中子公司曲靖开发区开发建设有限公司（以下简称“开发建设公司”）承担建材产品的销售，曲靖开发区惠聚商贸有限公司（以下简称“惠聚商贸公司”）承担煤焦产品的销售，公司一般按需采购，并给予下游客户一定账期（一般为 20 天），该业务开展具有一定的市场风险及垫资风险。2021 年，公司实现商品销售和贸易收入 2.07 亿元，较上年增长 7.14%；毛利率仅为 0.94%，由于建材产品成本较高，而公司目前尚处于业务拓展期议价能力有限，使得该业务当前盈利空间很小。

（5）其他业务

该公司其他业务主要包括绿化保洁、供水业务、物业服务等，2021 年公司实现其他业务收入 0.98 亿元，较上年增长 17.75%，占当年营业收入的比重为 16.03%，为公司收入提供了重要补充。其中供水业务由其下属子公司曲靖开发区公用事业管理有限公

[11] 该项目为曲靖市招商引资引入项目配套标准厂房，2019 年 12 月，曲靖市委市政府与隆基绿能科技股份有限公司就年产 30GW 单晶硅棒和切片建设项目（一期）签约，该项目落户曲靖经开区南海子工业园区硅晶产业园。

司（以下简称“公用事业公司”）承担，目前主要负责曲靖经济技术开发区部分单位、企业、农村自来水供应。2021 年，公司供水业务实现收入 0.25 亿元，较上年增长 33.76%；当年物业管理业务实现收入 0.17 亿元，较上年基本持平。2018 年经开区管委会将曲靖经开区范围内除危险废物处理以外的特许经营权注入公司，使得公司绿化保洁等公用事业业务范围拓展至全区，2021 年公司实现保洁管养业务收入 0.33 亿元，较上年增长 5.57%。

管理

跟踪期内，经开区国资局仍为该公司唯一股东及实际控制人，公司股权结构、管理制度及机构设置等未发生重大变化；此外，跟踪期内未发现公司本部存在重大信用信息异常情况。

截至 2021 年末，该公司注册资本为 10.00 亿元，唯一股东及实际控制人仍为曲靖经济技术开发区国有资产管理局（以下简称“经开区国资局”）。公司产权状况详见附录一。跟踪期内，公司组织架构、内部管理制度等方面均未发生重大变更。

根据该公司本部 2022 年 4 月 21 日的《企业信用报告》，公司本部已结清贷款中有两笔关注类贷款[12]，结清时间均为 2013 年 12 月；除此之外，公司过往无信贷违约记录。此外，根据 2022 年 6 月 24 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法案件信息公布栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

该公司主要承担曲靖经开区基础设施及保障房等项目建设，受业务性质限制，公司主营业务盈利能力相对较弱，且跟踪期内随着融资规模的上升，财务费用增加使得期间费用对利润的侵蚀进一步加重，公司盈利对政府补贴的依赖度较高。跟踪期内，公司刚性债务规模进一步扩张，增量债务以非标准化债务融资工具和政府专项债为主，负债经营程度明显上升但尚处于较合理水平；同时，由于公司账面可动用货币资金及业务获现能力较为有限，债务偿付对其再融资能力的依赖较大，公司仍面临较大的即期债务偿付压力。公司资产中以待开发土地为主的存货及应收款项占比较高，资产变现和款项回收存在不确定性，整体资产流动性较弱。

[12] 根据该公司说明，上述两笔关注类贷款系贷款行根据内部贷款分类调整，将平台公司贷款归为关注类贷款所致。

1. 公司财务质量

跟踪期内，该公司审计机构变更为北京兴昌华会计师事务所（普通合伙）[13]，其对公司 2021 年合并及母公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定。

截至 2021 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司共 8 家，较上年末新增 1 家，系当年新设的曲靖开发区建投供应链管理有限公司。

2. 公司偿债能力

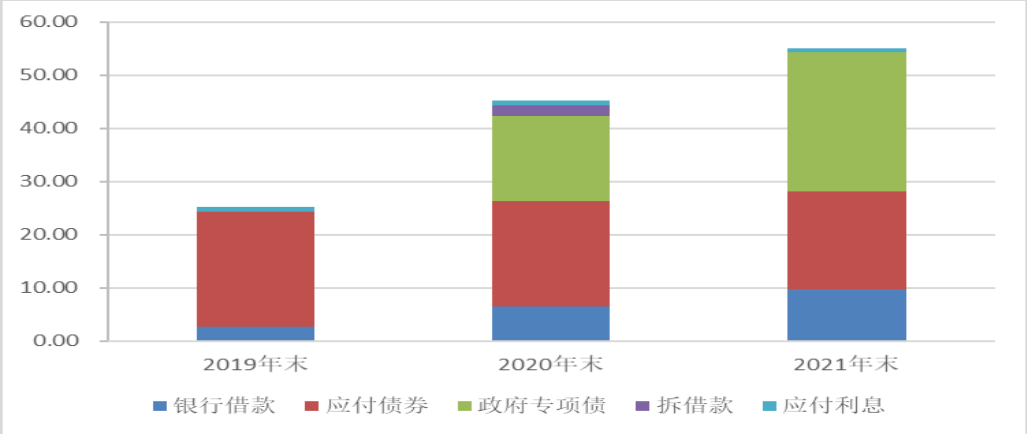
（1）债务分析

2021 年末，该公司负债总额 83.85 亿元，较上年末大幅增长 38.97%，资产负债率为 52.24%，较上年末上升 7.71 个百分点。其中，刚性债务余额为 55.14 亿元，较上年末增长 21.68%，占负债总额的比重为 65.76%；股东权益与刚性债务的比率为 139.03%，较上年末下降 26.85 个百分点。

从债务期限结构来看，2021 年末该公司长短期债务比为 125.79%，较上年末下降 11.08 个百分点。从具体构成看，2021 年末公司非流动负债为 46.71 亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益构成。其中，长期借款余额 2.37 亿元，较上年末减少 2.09 亿元，主要系即将到期借款转入一年内到期的非流动负债科目所致，当年无新增长期借款；应付债券余额 15.46 亿元，较上年末增长 32.45%，主要系当年公司新增发行 3.87 亿元的 3 年期的 2021 曲靖开建投直接融资项目及 2.80 亿元的 5（3+2）年期非公开定向债权投资工具，同时“16 曲经开建投债”分期偿还本金 1.80 亿元所致；年末长期应付款（不含专项应付款）较上年末大幅增长 61.52%至 26.65 亿元，系收到的政府专项债资金，其中 2021 年新增收到新能源新材料产业园项目 3.00 亿元、经开区第三自来水厂建设项目 2.15 亿元；此外，递延收益余额 2.16 亿元，较上年末变化不大，主要为收到的中央、省级、市级保障房补助资金。2021 年末，公司流动负债为 37.13 亿元，较上年末大幅增长 45.80%，以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债为主，其中短期借款余额 5.30 亿元，较上年末增加 4.60 亿元，主要为下属子公司开发建设公司和云南焜耀建设工程有限公司获得的流动资金贷款，由公司提供担保；应付账款余额 21.13 亿元，较上年末大幅增长 242.70%，主要系产业载体项目建设形成的应付建设方工程款增加所致；其他应付款余额 1.88 亿元，较上年末下降 64.87%，主要系当年偿付了向曲靖市翠峰街道办事处和曲靖市西城街道办事处拆借的款项合计 2.05 亿元，及往来款减少所致；一年内到期的非流动负债余额 5.01 亿元，较上年末下降 47.12%，其中一年内到期的长期借款和应付债券分别为 2.09 亿元和 2.92 亿元。此外，年末预收款项较上年末增长 5.70%至 1.61 亿元，其中预收保障房销售款、预收工程款及租金分别为 1.19 亿元、0.27 亿元和 0.15 亿元。

[13] 根据年度报告，系由于该公司与利安达会计师事务所（特殊普通合伙）合同到期，故进行会计师事务所变更。

图表 9. 2019 年末以来公司刚性债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：曲靖经开投

截至 2021 年末，该公司刚性债务余额为 55.14 亿元，其中银行借款、应付债券和政府专项债分别为 9.76 亿元、18.38 亿元和 26.15 亿元。从融资成本看，公司银行借款利率在 4.80%-7.00%区间内；公开发行企业债利率为 5.75%-7.40%，定向融资计划及债权投资工具利率位于 7.95%-11.00%区间；政府专项债利率为 2.86%-3.36%。从借款方式看，公司银行借款主要为保证借款及质押、保证并抵押借款，其中保证借款担保方主要为曲靖市开发投资有限责任公司及集团内互保。从跟踪期内新增债务情况看，2021 年公司新增且年末存续的银行借款 5.30 亿元，主要借款行包括恒丰银行和兴业银行，均为短期借款；新增发行债务融资工具包括 2021 曲经开建投直接融资项目 3.87 亿元，3 年期、利率 11.00%，以及四川金交所非公开定向债权投资工具 2.80 亿元，5（3+2）年期、利率 8.42%；此外，公司于 2021 年获得政府专项债合计 5.15 亿元。从到期期限看，公司于 2022 年、2023 年、2024 年到期债务规模分别为 11.16 亿元、5.54 亿元和 1.51 亿元，其中 2022 年到期债务中银行借款 7.39 亿元，“16 曲经开建投债”分期偿还本金 1.80 亿元已于 2022 年 6 月 1 日兑付，20 定向债务融资计划和“19 曲经开”将分别于 2022 年 7 月 1 日和 7 月 18 日分期兑付本金 0.93 亿元和 1.00 亿元。

图表 10. 2021 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

科目	融资机构	借款金额	账面余额	利率	发放日	到期日	借款方式
短期借款	恒丰银行	2.00	2.00	6.00%	2021.8	2022.8	保证
		1.00	1.00	6.00%	2021.9	2022.9	保证
		0.50	0.50	6.00%	2021.10	2022.10	保证
		1.00	1.00	6.00%	2021.12	2022.12	保证
	富滇银行	0.10	0.10	6.60%	2021.3	2022.3	保证
	光大银行	0.10	0.10	4.90%	2021.10	2022.10	保证
	兴业银行	0.10	0.10	4.80%	2021.12	2022.12	抵押
		0.50	0.50	5.87%	2021.5	2022.5	保证
长期借款（含一年内到期）	曲靖惠民村镇银行	0.05	0.03	6.18%	2019.7	2022.7	保证
		0.05	0.03	6.18%	2019.8	2022.8	抵押+保证
	重庆农村商业银行	0.05	0.03	6.18%	2019.7	2024.7	质押+保证
	民生银行	2.20	1.32	6.65%	2019.9	2022.9	保证+质押+抵押
	恒丰银行	1.50	1.20	7.00%	2020.1	2023.1	保证
		1.50	1.05	5.00%	2020.6	2023.6	保证
		0.80	0.64	5.50%	2020.9	2023.9	保证

科目	融资机构	借款金额	账面余额	利率	发放日	到期日	借款方式
		0.20	0.16	5.50%	2020.9	2023.9	保证
小计		**11.65**	**9.76**	--	--	--	--

资料来源：曲靖经开投

截至 2021 年末，该公司对外担保金额为 0.09 亿元，担保比率为 0.12%，系公司对民营企业云南小河湾绿化工程有限公司提供的担保，将于 2022 年 12 月到期。整体来看，公司对外担保规模较小，风险可控。

（2）现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映公司业务现金收支以及往来款情况等。由于工程代建资金拨付效率较滞后，公司整体资金回笼质量一般，2021 年营业收入现金率为 42.41%，较上年下降 45.50 个百分点，主要系当年确认基建业务收入部分未回款所致；经营性现金流量净额为-0.36 亿元，转为净流出状态，主要系当年业务回款较不理想，且往来款净流入规模下降所致。公司投资活动现金支出主要用于标准厂房等在建工程项目投入，2021 年净流出量为 8.64 亿元，较上年增长 17.64%，主要系当年绿色水电硅项目等投入规模较大所致。公司主要通过银行借款、发行债券及申请政府专项债等方式筹集资金，2021 年公司筹资活动现金流入合计 20.49 亿元，偿还到期债务等现金支出 13.92 亿元，当年筹资活动产生的现金净流入量为 6.57 亿元，较上年下降 63.66%。从公司目前在建产业载体等项目投资计划及业务资金回笼进度来看，未来公司仍将存在较大规模的融资需求。

（3）资产质量分析

2021 年末，该公司所有者权益为 76.65 亿元，较上年末略增 1.98%。公司所有者权益主要由资本公积构成，资本公积主要为经开区管委会注入的土地资产及资本金等，2021 年末资本公积余额为 46.66 亿元，较上年末未发生变化；年末实收资本仍为 10.00 亿元，两者合计占所有者权益的比重为 73.92%，公司资本结构稳定性尚可。

2021 年末，该公司资产总额为 160.50 亿元，较上年末增长 18.45%，其中流动资产占比 67.77%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，2021 年末上述科目占流动资产的比重分别为 10.26%、22.56%、15.10%和 47.57%。其中货币资金余额 11.16 亿元，较上年末减少 18.51%，无受限资金；应收账款余额 24.54 亿元，主要系应收经开区财政局基础设施建设项目代建工程款，较上年末增长 11.73%；其他应收款余额 16.42 亿元，其中应收经开区财政局、曲靖市国有资本运营有限责任公司（以下简称“国资运营公司”）和云南曲靖南海新区开发有限公司（以下简称“南海开发”）往来款和拆借款分别为 12.10 亿元、2.39 亿元和 1.58 亿元，较上年末略降 2.72%；存货余额 51.74 亿元，较上年末减少 2.04%，其中土地资产 49.69 亿元，主要为经开区管委会于 2009 年注入的土地资产（45.02 亿元）。此外，年末其他流动资产余额 1.53 亿元，较上年末增加 1.06 亿元，主要系待抵扣进项税额增加所致。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 51.73 亿元，较上年末大幅增长 94.99%，主要由投资性房地产和在建工程构成，其中投资性房地产余额 10.75 亿元，较上年末增长 5.99%，主要为已完工按成本法转入的保障性住房；在建工程余额 34.39 亿元，较上年

末增加 24.22 亿元，主要系当年绿色水电硅项目等产业载体投入增加所致。此外，年末长期股权投资余额较上年末增长 115.93%至 1.05 亿元，主要由于公司对云南工投曲靖经开区产业投资开发有限公司[14]（以下简称“经开产投”）的股权投资权益法下确认投资收益 0.19 亿元及调整其他综合收益 0.37 亿元所致；由于当年执行新金融工具准则，可供出售金融资产年末余额降至 0，新增其他权益工具 3.45 亿元，主要系对南海开发、云南曲靖农业科技示范园开发有限公司（以下简称“农科园开发公司”） 等单位的权益性投资，较年初变化不大。

（4）流动性/短期因素

2021 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 292.92%和 144.65%，两项指标处于较好水平。但公司流动资产中以政府注入的土地资产为主的存货及应收款项占比较高，其变现能力及回收期限存在不确定性，公司整体资产流动性较弱。2021 年末，公司账面存量货币资金 11.16 亿元，年末现金比率及短期刚性债务现金覆盖率分别为 30.23%和 100.60%，但由于货币资金中未使用的政府专项债资金规模较大，公司可用货币资金较为有限，面临的即期债务偿付压力仍较大。

截至 2021 年末，该公司受限资产总额为 8.71 亿元，较上年末大幅减少 40.36 亿元，主要系“14 曲经开建投债”到期兑付，抵押土地使用权账面价值 45.02 亿元解除抵押所致，占总资产的比重为 5.43%，公司资产受限比例大幅下降。

图表 11. 截至 2021 年末公司受限资产情况

受限资产	受限资产账面价值（亿元）
存货—土地资产	3.68
其他应收款	2.39
投资性房地产	2.00
无形资产	0.56
应收票据	0.07
固定资产	0.02
合计	**8.71**

资料来源：曲靖经开投

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司基础设施建设业务确认收入规模大幅增长，同时商品销售和贸易业务拓展，使得公司营业收入保持较快增长，2021 年公司实现营业收入 6.14 亿元，同比增长 52.81%；但由于上述业务盈利空间均较有限，当年公司营业毛利增幅不大，同比增长 7.26%至 0.54 亿元。公司以绿化保洁、供水业务、物业服务等为主的其他业务收入规模虽不大，但盈利水平较强，使得其成为公司毛利最主要的来源，2021 年公司实现其他业务毛利 0.36 亿元，毛利贡献度为 66.66%，毛利率为 36.82%；基础设施代建业务毛利为 0.19 亿元，毛利贡献度为 34.40%，毛利率为 7.88%，较上年下降 2.17 个百分点，主要系业务模式转变后公司收取的工程管理费用加成比例较低所致；此外，房屋销售和建

[14] 经开产投成立于 2010 年 4 月，注册资本为 3.00 亿元，该公司持有其 30%股权，云南省工业投资控股集团有限责任公司下属全资子公司云南同图园区产业投资有限公司持有其 70%股权。

材等商品贸易业务毛利贡献度分别为19.09%和3.60%。总体来看，由于公司主要承担曲靖经开区基础设施建设和支持曲靖经开区经济发展的职能，受业务性质限制，公司盈利能力整体较弱，2021年公司综合毛利率为8.85%，较上年下降3.76个百分点。

2021年，该公司期间费用为1.14亿元，主要为财务费用和管理费用，较上年增加0.56亿元，主要系随着融资规模的上升财务费用增加所致；期间费用率为18.56%，较上年上升4.06个百分点。由于公司承接项目的公益性质，其主营业务获利能力相对较弱，但作为曲靖经开区基础设施、保障房等项目建设的投融资主体，公司能获得政府的各项补助支持，可为其盈利提供较强支撑，2021年公司获得政府补助1.41亿元；此外，当年公司确认投资收益0.71亿元，为其盈利提供了重要支撑；同期净利润为1.26亿元，较上年增长46.87%；总资产报酬率为1.75%，净资产收益率为1.66%，总体资产获利能力较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是曲靖经开区主要的开发运营主体，业务具有较强的区域专营性。跟踪期内，基础设施建设业务和商品贸易业务仍是公司收入的重要来源，且由于当年结算基础设施建设业务收入大幅增长，带动公司营收规模保持增长，但两项业务盈利空间小；受基础设施代建业务模式转变影响，公司存量基础设施项目投资体量较小，但已结转项目款项回笼进度滞后。此外，由于开发区开发建设及园区招商引资需要，公司在建产业载体项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本性支出压力。跟踪期内，公司刚性债务规模进一步扩张，增量债务以非标准化债务融资工具和政府专项债为主，负债经营程度明显上升但尚处于较合理水平；同时，由于公司账面可动用货币资金及业务获现能力较为有限，债务偿付对其再融资能力的依赖较大，公司仍面临较大的即期债务偿付压力。公司资产中以待开发土地为主的存货及应收款项占比较高，资产变现和款项回收存在不确定性，整体资产流动性较弱。

2. 外部支持因素

该公司作为曲靖经开区基础设施及保障房等项目建设的投融资主体，在财政补贴、资产注入以及政策等方面能够持续获得地方政府的大力支持。2021年，公司获得政府补助1.41亿元，为其盈利的实现提供了重要支撑。此外，截至2021年末，公司获得银行授信额度合计12.49亿元，尚未使用授信额度为5.25亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

本期债券由云南省担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。云南省担保原名云南省信用再担保有限责任公司，成立于2015年5月，初始注册资本为20.00亿元，

是经云南省人民政府第 60 次常务会批准，由云南省人民政府授权云南省财政厅履行出资人职责成立的省属国有独资担保机构。2018 年 8 月，根据云南省担保董事会决议，将其资本公积转增 6.00 亿元注册资本。根据云南省国资国企改革“1+1+X”的战略规划，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”）于 2019 年 5 月成立。2019 年 6 月，经云南省地方金融监督管理局云金监管[2019]34 号文批复，云南省担保注册资本金由 20 亿元增至 22 亿元，并更名为现名，同时将云南省财政厅所持云南省担保 100%股权无偿划转至云南金控，云南金控成为云南省担保 100%股权出资人。截至 2021 年末，云南省担保注册资本与实收资本均为 22.00 亿元，唯一股东为云南金控，最终控制人为云南省财政厅。

截至 2021 年末，云南省担保经审计的合并口径资产总额为 46.88 亿元，净资产为 37.48 亿元；当年实现营业收入 3.59 亿元，其中担保业务收入 1.35 亿元，实现净利润 0.79 亿元。

云南省担保是云南省内唯一具备再担保资质的国有担保公司，也是云南省创新财政资金运用方式，以金融手段支持中小企业发展，促进产业转型的重要抓手。云南省担保承担着构建全省政策性担保体系、支持云南中小企业发展的职责，在省内担保行业中处于核心地位。目前，云南省担保业务主要包括直保业务、再担保业务等，各项业务政策性定位均较为突出，未来可在业务发展、资本补充等方面持续获得云南省政府的支持。近年来，云南省政府高度重视融资担保行业在解决小微企业融资难问题、支持地方经济发展方面所发挥的作用，目前正积极推动政策性担保体系建设。基于云南省担保在维护区域金融稳定、推动地方经济发展等方面可发挥重大作用，未来仍将在持续业务发展、资本补充和风险补偿等方面获得云南省政府的大力支持。云南省担保持有充裕的货币资金，可为债务清偿及潜在代偿提供较强保障。

整体来看，云南省担保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，随着疫情常态化下消费市场复苏，曲靖市经济总量保持快速增长，且综合经济实力稳居云南省各州市前列。曲靖经开区作为曲靖市重要的工业集聚区，得益于重大项目支撑，综合发展实力进一步提升。跟踪期内，该公司股权结构、管理制度及机构设置等未发生重大变化，经开区国资局仍为公司唯一股东及实际控制人。

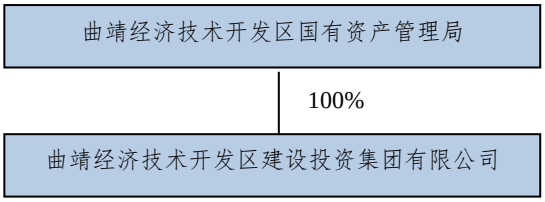
该公司是曲靖经开区主要的开发运营主体，业务具有较强的区域专营性。跟踪期内，基础设施建设业务和商品贸易业务仍是公司收入的重要来源，且由于当年结算基础设施建设业务收入大幅增长，带动公司营收规模保持增长，但两项业务盈利空间小；受基础设施代建业务模式转变影响，公司存量基础设施项目投资体量较小，但已结转项目款项回笼进度滞后。此外，由于开发区开发建设及园区招商引资需要，公司在建产业载体项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本性支出压力。公司主营业务盈利能力相对较弱，且跟踪期内随着融资规模的上升，财务费用增加使得期间费用对利润的侵蚀进一步加重，公司盈利对政府补贴的依赖度较高。跟踪期内，公司刚性债务规模进一步扩张，增量债务以非标准化债务融资工具和政府专项债为主，负债经营程度明显上升但尚处于较

合理水平；同时，由于公司账面可动用货币资金及业务获现能力较为有限，债务偿付对其再融资能力的依赖较大，公司仍面临较大的即期债务偿付压力。公司资产中以待开发土地为主的存货及应收款项占比较高，资产变现和款项回收存在不确定性，整体资产流动性较弱。

跟踪期内，云南省担保提供的担保继续有效，进一步增强了本期债券的偿付安全性。

附录一：

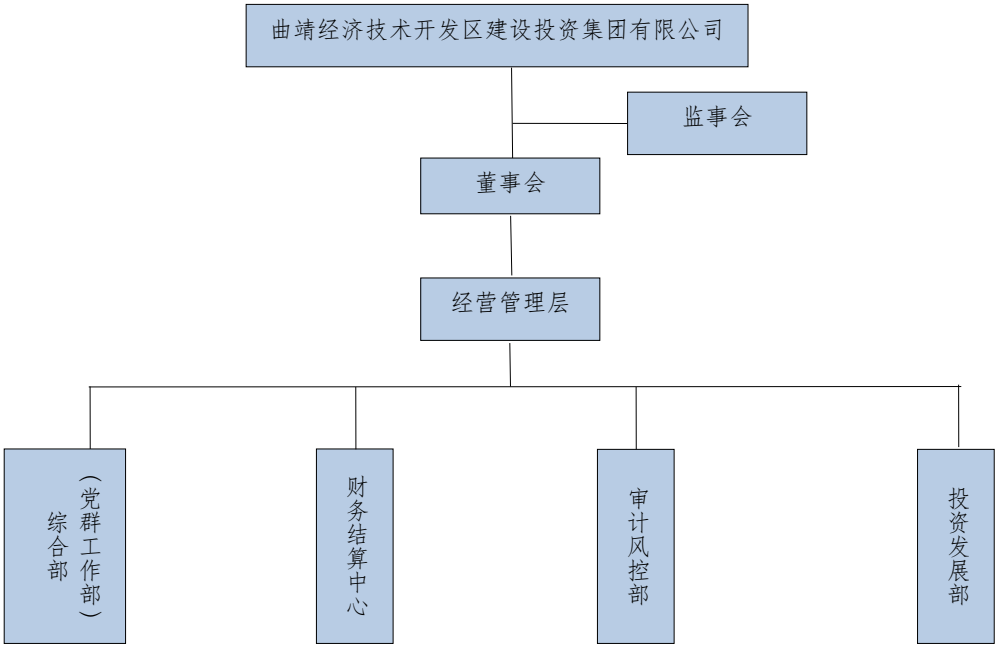
公司股权结构图



注：根据曲靖经开投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据曲靖经开投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名　称		母公司持股比例（%）	主营业务	2021 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）
曲靖经济技术开发区建设投资集团有限公司	曲靖经开投	公司本部	基础设施建设投融资	20.36	76.11	0.06	1.25	3.54
曲靖开发区保障性住房开发投资有限公司	保投公司	100.00	房地产投资开发、工程施工	1.32	0.35	0.71	-0.39	0.83
曲靖开发区土地开发投资有限公司	土投公司	100.00	土地开发整理	18.05	0.92	0.59	0.28	-0.95
曲靖开发区开发建设有限公司	开发建设公司	100.00	基础设施建设、房地产开发经营	13.13	1.83	2.02	0.04	-2.38
曲靖开发区公用事业管理有限公司	公用事业公司	100.00	城市道路、排水排污管网等公用事业建设	0.03	0.33	0.61	0.09	-1.69

注：根据曲靖经开投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额［亿元]	108.62	135.50	160.50
货币资金［亿元]	0.57	13.69	11.16
刚性债务[亿元]	25.15	45.31	55.14
所有者权益［亿元]	74.34	75.17	76.65
营业收入[亿元]	2.74	4.02	6.14
净利润［亿元]	1.19	0.86	1.26
EBITDA[亿元]	2.40	2.02	3.11
经营性现金净流入量[亿元]	1.29	2.29	-0.36
投资性现金净流入量[亿元]	-0.37	-7.35	-8.64
资产负债率[%]	31.56	44.53	52.24
长短期债务比[%]	158.26	136.88	125.79
权益资本与刚性债务比率[%]	295.60	165.88	139.03
流动比率[%]	701.67	427.83	292.92
速动比率[%]	291.00	208.12	144.65
现金比率[%]	4.27	53.76	30.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	8.77	103.87	100.60
利息保障倍数[倍]	1.16	0.83	1.01
有形净值债务率[%]	46.55	81.08	110.40
担保比率[%]	—	0.35	0.12
毛利率[%]	16.57	12.61	8.85
营业利润率[%]	48.41	22.23	23.79
总资产报酬率[%]	1.90	1.34	1.75
净资产收益率[%]	1.61	1.15	1.66
净资产收益率*[%]	1.61	1.15	1.66
营业收入现金率[%]	69.51	87.91	42.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.13	11.81	-1.16
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	5.05	6.50	-0.72
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.51	-26.11	-28.77
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.60	-14.36	-17.93
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.02	1.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.06	0.06

注：表中数据依据曲靖经开投经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	22.00	22.00	22.00
股东权益（亿元）	35.08	36.51	37.48
总资产（亿元）	40.44	46.43	46.88
货币资金（亿元）	19.09	16.23	21.42
风险准备金（亿元）	1.72	5.89	6.64
营业收入（亿元）	3.49	3.81	3.59
担保业务收入（亿元）	1.15	1.07	1.35
营业利润（亿元）	0.94	1.20	1.07
净利润（亿元）	0.72	0.90	0.79
平均资本回报率（%）	2.01	2.52	2.14
风险准备金充足率（%）	0.95	2.56	-
担保放大倍数（倍）	5.70	6.30	-
直保业务发生额（亿元）	110.48	132.84	-
再担保业务发生额（亿元）	54.20	53.68	-
直保业务在保余额（亿元）	127.81	166.27	179.57
再担保业务在保余额（亿元）	72.00	63.94	58.48
累计担保代偿率（%）	1.51	1.47	-
累计代偿回收率（%）	10.76	16.99	-
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	-

注 1：根据云南省担保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数由云南省担保计算并提供。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	6
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	7
		流动性	8
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		4
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			**AA**

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019 年 7 月 4 日	AA/稳定	钟士芹、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 29 日	AA/稳定	李娟、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 30 日	AA/稳定	李娟、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8）	-
19 曲经开	历史首次评级	2019 年 7 月 4 日	AA$^+$	钟士芹、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 29 日	AA$^+$	李娟、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 30 日	AA$^+$	李娟、龚春云	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001(2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/（报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出）
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

担保方各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录九：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。