



# 昆明市安居集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1651 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	昆明市安居集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 昆租 02”、“21 昆明公租房 MTN001”“22 昆明公租房 MTN001”、“22 昆明公租房 MTN002”“22 昆租 02”、“23 昆租 01”	AA+
	“22 昆明公租房 CP001”、“22 昆明公租房 CP002”	A-1

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为昆明市安居集团有限公司（以下简称“昆明安居”或“公司”）在推进保障性安居工程中发挥重要作用，对昆明市政府的重要性较高且与昆明市政府的关联度高。同时，中诚信国际预计，公司将维持重要的区域地位，资产规模将保持增长，同时，需关注昆明市财政收入进一步下滑，区域融资环境恶化，债务规模持续攀升，公司流动性偏紧且面临较大的短期偿债压力，受限资产规模较大，存在较大或有负债风险及面临较大资本支出压力，投资活动净现金流呈大幅净流出态势对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，昆明市安居集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**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：**区域财力进一步下降，再融资环境无改善迹象，外部支持能力或支持意愿进一步弱化；公司短期偿债压力无明显好转，对到期债务缺乏可行的偿付安排，区域内负面舆情持续发酵导致公司流动性压力进一步上升，相关或有负债风险对公司产生重大不利影响或损失等。

## 正面

- **公司是昆明市公租房建设及运营的唯一主体，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区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。
- **房屋租赁收入稳步增长。**2022年，公司实现房屋租赁收入4.12亿元，收入稳步增长，且未来随着保障性租赁住房项目的投入使用，预计租赁收入将持续增长。

## 关注

- **昆明市财政收入进一步下滑，区域融资环境恶化。**2022年，昆明市财政收入进一步下滑，政府性基金收入已不足2019年的六分之一，救助能力弱化；区域内城投企业发债成本显著上升，发债期限短期化趋势明显，加之部分企业负面舆情较多，对区域融资环境产生较大冲击，整体再融资环境有待关注。
- **债务规模持续攀升，公司流动性偏紧且面临较大的短期偿债压力。**公司债务规模持续攀升，财务杠杆水平继续上升；受昆明市部分企业负面舆情的影响，公司债券发行短期化及成本明显增加，加之2023年3月末非受限货币资金对短期债务覆盖能力处于很低水平，EBITDA对利息的保障能力有所降低，公司流动性偏紧且面临较大的短期偿债压力。
- **受限资产规模较大，存在较大或有负债风险。**截至2023年3月末，公司受限资产合计353.37亿元，占总资产的比重达60.09%，规模较大，对资产流动性产生一定影响；截至2023年3月末，公司对外担保余额52.47亿元，担保对象主要为昆明市国有企业，其中对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担保余额3.87亿元，存在较大的代偿风险。
- **面临较大资本支出压力，投资活动净现金流呈大幅净流出态势。**市场化租赁及保障性租赁住房运营板块仍处于建设阶段，未来仍具有较大投资压力，且需关注整体资金平衡情况；同时，2022年主要因投资于昆明市各区县民生项目资金大幅增加，公司投资活动净现金流缺口大幅走扩。

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

## 财务概况

昆明安居（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	474.72	501.08	577.94	588.07
经调整的所有者权益合计（亿元）	199.85	200.18	209.38	207.54
总负债（亿元）	274.87	300.90	368.56	380.53
总债务（亿元）	195.65	226.17	287.10	295.81
营业总收入（亿元）	5.91	4.89	7.65	2.43
经营性业务利润（亿元）	-2.40	-3.08	4.08	-1.56
净利润（亿元）	5.79	0.16	0.70	-1.84
EBITDA（亿元）	20.44	13.04	13.01	-1.94
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.15	5.85	13.58	18.85
总资本化比率(%)	49.47	53.05	57.83	58.77
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.72	1.06	0.79	--

注：1、中诚信国际根据昆明安居提供的其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 2019~2020 年两年连审审计报告、2021~2022 年审计报告及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年和 2023 年一季度财务数据分别采用 2022 年审计报告及 2023 年一季度财务报表期末数；2、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；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 评级历史关键信息

昆明市安居集团有限公司					
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+/ 稳定	22 昆明公租房 CP001 (A-1)、22 昆明公租房 CP001 (A-1)	2023/01/03	袁野、黄应裴	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/ 稳定	22 昆明公租房 CP002 (A-1)	2022/08/03	袁野、黄应裴、马家瑶	<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+/ 稳定	22 昆明公租房 CP001 (A-1)	2022/07/13	袁野、黄应裴、马家瑶	<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+/ 稳定	21 昆明公租房 MTN001 (AA+)、22 昆明公租房 MTN001 (AA+)、22 昆明公租房 MTN002 (AA+)	2022/06/13	袁野、黄应裴	<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+/ 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	<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="#">阅读原文； 阅读原文</a>
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	<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="#">阅读原文； 阅读原文</a>
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	<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="#">阅读原文； 阅读原文</a>

注：中诚信国际原口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	昆明安居	昆明交产	贵阳城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	昆明市	昆明市	贵阳市
GDP（亿元）	7,541.37	7,541.37	4,921.17
一般公共预算收入（亿元）	505.20	505.20	402.16
所有者权益合计（亿元）	209.38	384.77	893.05
总资本化比率（%）	57.83	--	42.04
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.79	--	0.63

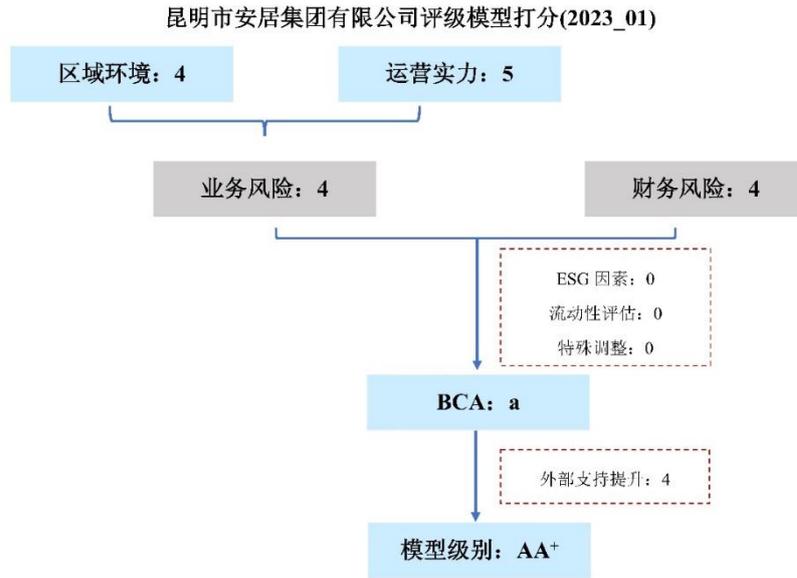
注：昆明交产系“昆明交通产业股份有限公司”的简称；贵阳城投系“贵阳市城市建设投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 昆租 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/13	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
21 昆明公租房 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/13	5.00	5.00	2021/12/20~2023/12/20	交叉违约条款
22 昆明公租房 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/13	7.00	7.00	2022/03/11~2024/03/11	交叉违约条款
22 昆明公租房 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/13	8.00	8.00	2022/04/28~2024/04/28	--
22 昆租 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/08/26	10.00	10.00	2022/09/07~2024/09/07	附存续期第 1 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；交叉保护条款；持有人救济
23 昆租 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/03/22	6.00	6.00	2023/04/04~2025/04/04	附存续期第 1 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；交叉保护条款
22 昆明公租房 CP001	A-1	A-1	2023/01/03	3.00	3.00	2022/07/25~2023/07/25	--
22 昆明公租房 CP002	A-1	A-1	2023/01/03	12.00	12.00	2022/08/12~2023/08/12	--

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，昆明安居仍作为昆明市唯一一家公共租赁住房的投融资主体，承担了昆明市主城区范围内公共租赁住房的开发、建设、营运管理等工作，战略地位重要，较稳定的房屋租赁收入为公司收入稳定性和持续性提供了支撑。但公司限价商品房去化情况远不及预期，且公司市场化租赁及保障性租赁住房运营板块仍处于建设阶段，未来仍具有较大投资压力，且需关注整体资金平衡情况。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，昆明安居资产规模持续增长，具备一定的资本实力；但公司债务规模增长较快，短期偿债指标表现较弱，面临较大的短期偿债压力；同时公司经营周转及债务偿还均对外部融资存在较强依赖性，受昆明市部分企业负面舆情的影响，公司流动性偏紧，需关注整体再融资环境变化对公司融资能力的影响。此外，公司面临较大的代偿风险。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对昆明安居个体基础信用等级无影响，昆明安居具有 a 的个体基础信用等级，反映了其适中的业务风险和适中的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，昆明市政府有很强的支持能力和对公司较强的支持意愿，主要体现在昆明市具有重要的区位优势 and 战略地位，但随着财政收入下滑，区域融资环境恶化，救助能力有所弱化。昆明安居在昆明市公租房建设及运营领域具有重要地位，成立以来持续获得政府在政策支持、资本注入等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 02”、“22 昆租 02”和“23 昆租 01”共募集资金 21.00 亿元，其中 5 亿元用于纳入省级保障房计划的租赁住房项目建设，部分用于补充流动资金；16 亿元用于偿还回售公司债券的本金。根据公司提供资料，截至 2023 年 3 月末，上述募集资金均已使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年

政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

昆明市是云南省省会，下辖 7 个区、3 个县，代管 1 个县级市和 3 个自治县，是中国面向东盟的重要门户及国际旅游城市之一，截至 2022 年末，昆明市常住人口为 860.0 万人。2022 年，昆明市实现地区生产总值 7,541.37 亿元，同比增长 3.00%；人均 GDP 为 8.91 万元，居省内第二位，仅次于玉溪市（11.21 万元）。2022 年，昆明市实现一般公共预算收入 505.20 亿元，受宏观经济下行、增值税留抵退税等因素影响，较上年下降 26.7%，其中扣除留抵退税因素后下降 13.6%；当年财政平衡率为 58.52%，财政自给能力较上年显著下滑；税收收入占比为 78.01%，较上年基本持平。政府性基金收入是昆明市地方政府财力的重要补充，但 2022 年以来，受宏观环境及下游房地产行业持续低迷等因素的影响，昆明市土地供应及成交情况大幅滑坡，当年基金收入进一步下降至 146.10 亿元，已不足 2019 年的六分之一。2023 年 1~3 月，昆明市实现 GDP1,983.28 亿元，同比增长 4.10%；实现一般预算收入 153.48 亿元，政府性基金收入 31.90 亿元。昆明市政府债务规模近年来不断增加，2022 年末达到 2,230.56 亿元，政府债务率为 168%，超过国际 100%警戒标准，叠加区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。再融资环境方面，昆明市广义债务率较高，区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，并保有一定非标融资规模；2022 年以来，昆明市城投企业发债成本显著上升，利差普遍高于全国省会城市平均水平，且发债期限短期化趋势明显；区域内城投企业虽未发生过公开债违约事件，但部分企业负面舆情较多，对区域融资环境产生较大冲击，整体再融资环境有待关注。

表 1：近年来昆明市地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	6,475.88	6,733.79	7,222.50	7,541.37	1,983.28
GDP 增速（%）	6.5	2.3	3.7	3.00	4.10
固定资产投资增速（%）	2.8	8.1	-7.8	--	-4.7%
一般公共预算收入（亿元）	630.03	650.47	689.12	505.20	153.48
政府性基金收入（亿元）	955.79	737.11	451.09	146.10	31.90
税收收入占比（%）	80.83	79.23	78.54	78.01	78.28
公共财政平衡率（%）	76.75	74.34	74.25	58.52	73.46
债务余额（亿元）	2,056.17	2,124.37	2,149.00	2,230.56	--

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，昆明安居仍作为昆明市公租房建设及运营的唯一主体，公司地位重要，业务具有一定的垄断性；同时，除承接保障性安居工程建设项目外，还有市场化租赁项目投资，并开展酒店运营、限价商品房销售等相关业务。近年来公司收入来源仍较为单一，以房屋租赁业务收入为主，较稳定的房屋租赁收入为公司收入稳定性和持续性提供了支撑。

但值得注意的是，公司限价商品房去化情况远不及预期，且市场化租赁及保障性租赁住房运营板块仍处于建设阶段，未来仍具有较大投资压力，且需关注整体资金平衡情况。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋租赁	3.82	64.62	88.66	4.02	82.27	87.13	4.12	53.83	84.71	0.99	40.87	93.03
建设管理费	0.25	4.15	100.00	0.20	4.03	100.00	0.09	1.23	100	0.005	0.22	100
商品房销售收入	--	--	--	--	--	--	2.79	36.48	22.99	1.16	47.67	15.82
酒店业务收入	0.09	1.53	-25.22	0.27	5.59	-44.75	0.27	3.51	-44.04	0.12	4.79	16.01
土地一级开发收入	1.05	17.80	38.57	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	0.70	11.91	52.83	0.40	8.11	13.44	0.38	4.95	2.72	0.16	6.45	55.11
合计/综合	5.91	100.00	74.21	4.89	100.00	74.31	7.65	100.00	53.80	2.43	100.00	50.11

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

## 公租房建设板块

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，采用公开招投标方式确定承建商，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。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工的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	租赁用房 建筑面积	投资总额	建设周期	确认运营 管理收入	运营收入 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
<b>合计</b>	<b>295.42</b>	<b>168.86</b>	<b>149.04</b>	<b>-</b>	<b>2.96</b>	<b>2.96</b>	<b>30,398</b>

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；租赁用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

从业务开展情况来看，保障性住房项目建设受到政府及相关规划影响较大，目前正在建的保障性住房项目陆续进入完工期，无拟建的保障房建设项目，未来保障性住房投资需求逐步减弱。同时，根据相关文件，公司保障房安居工程建设按照中央财政 400 元/平方米标准予以补助，省级财政不低于 100 元/平方米标准予以补助，市级财政 100 元/平方米标准予以补助。公司保障性住房项目投建期间，该部分三级政府补助已按补贴标准全部陆续到位，截至 2023 年 3 月末，公司收到补助资金实际到位金额为 59.12 亿元，其中：中央、省、市三级政府补助资金实际到位金额为 33.84 亿元，市级“三金补助”<sup>1</sup>实际到位金额为 25.28 亿元。另外专项资金 10.00 亿元。

**表 4：截至 2023 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	租赁用房建筑面积	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	41.86	0.64	0.64	8,000
2012 年和谐家园项目（和谐家园项目）	2012~2022	2.62	2.56	1.41	1.39	0.02	0.02	504
2012 年空港生活区项目（祥惠园）	2012~2023	45.32	26.69	25.10	21.70	0.34	0.34	5,001
2013 年渔村项目（渔村项目）	2017~2023	27.08	5.29	18.24	15.77	0.48	0.48	1,610
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>144.76</b>	<b>75.31</b>	<b>78.78</b>	<b>80.72</b>	<b>1.48</b>	<b>1.48</b>	<b>15,115</b>

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

## 租赁板块

**跟踪期内，公司公租房出租率有所上升，在建保障房项目建成投运或将充实公司租赁物业，为公租房运营收入提供有力支撑；保障房可出租物业收入为公司收入提供一定补充。**

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，公租房出租业务由子公司惠云置业负责。昆明市公租房纳入市级统一分配，在具体操作过程中，由昆明市公有房屋管理中心对申请人进行资格审核，并按项目进行摇号，公司根据摇号结果，对申请人进行配租，与承租人签订合同并安排入住。合同期限为 3 年，租期到期，经昆明市公有房屋管理中心进行年度审核通过后，可继续租住。按合同约定，租金每半年交一期，于租金到期前 30 日内缴纳下一期租金。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。公司将公租房的租赁收入和配套商业中的地上商业及办公、酒店、地下商业、物业用房、幼儿园、小

<sup>1</sup>根据云政办发[2012]128 号文件，各州（市）人民政府要按照省人民政府文件要求，及时足额的将土地出让总收入的 5%、房地产开发税收的 10%、住房公积金增值净收益的全部（简称“三金补助”）归集到城镇保障性住房建设专户管理，全部用于保障性安居工程建设。

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”。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、同区域或同类别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。从出租率来看，近年受外部经济下行压力，公司保障性住房出租率有所波动。

**表 5：近年来公司租赁业务情况**

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
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（%）	91.73	83.78	91.18	91.66
租金总现金流入（亿元）	3.18	3.05	3.21	0.77
租金收缴率（%）	95.44	95.00	95.00	95.03

注：租金总现金流入与公式计算结果有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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）均由子公司惠铭资产负责运营，而车位部分由子公司惠泽物业负责运营，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 2023 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。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）面积保持稳定，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 6：近年来公司商业配套项目经营情况（万平方米、万元、个）**

项目	2020	2021	2022	2023.1~3	
商业配套 (除车位外)	可租面积	50.35	50.34	50.34	50.34
	出租率（%）	72	69.89	63.00	63.00
	租金收入	1,102.03	4,480.27	4,080.19	940.72
车位	可租项目数	8	10	10	10
	可租车位	17,133	21,088	21,088	21,088
	已租车位	11,276	14,665	13,806	13,301
租金收入	2,714.11	2,815.37	2,606.63	560.41	
<b>租金收入合计</b>	<b>3,816.14</b>	<b>7,295.64</b>	<b>6,686.82</b>	<b>1,501.13</b>	

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 限价商品房板块

**跟踪期内，部分项目已获得现售备案批复，当期新增商品房销售收入，但公司限价商品房去化情况远不及预期，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 2023 年 3 月末，公司已完工项目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 2023 年 3 月末，银河项目（雅惠园）商品房已累计认购 566 套，认购金额 54,527.89 万元。渔村项目（泓惠园）现正在申报办理商品房预售许可证；子君村项目（子君惠园）现正在申报商品房现售备案；羊肠项目（泓清惠园）和青龙项目（青惠园）现按程序办理项目的《建设工程规划许可证》（正本）及《建筑工程施工许可证》。

**表 7：截至 2023 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 <sup>2</sup>	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 <sup>2</sup>	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 <sup>2</sup>	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 <sup>2</sup>	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 <sup>2</sup>	限价商品房	在建

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售计划方面，公司 2022~2025 年计划销售面积分别为 8.36 万平方米（约 950 套），22.80 万平方米（约 3,096 套）、15.96 万平方米（约 1,830 套）和 9.70 万平方米（约 1,114 套）；预计实现销售金额 8.81 亿元、25.69 亿元、14.60 亿元和 8.61 亿元。从实际销售情况来看，截至 2023 年 3 月末，已完成销售面积 5.03 万平方米、实现销售金额 54,527.89 万元。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别确认商品房销售收入 2.79 亿元和 1.16 亿元，2022 年去化情况远不及预期。2023 年 1~3 月，公司已完成实际销售面积 2.12 万平方米，实现计划销售金额 22,024.88 万元，去化情况远不及预期。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。

**表 8：截至 2022 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		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
银河项目（雅惠园）	4.30（约 478 套）	--	--	4.45	--	--
羊肠项目（泓清惠园）	3.46（约 394 套）	3.46（约 394 套）	--	3.38	3.38	--
子君村项目（子君惠园）	2.54（约 576 套）	--	--	6.64	--	--
渔村项目（泓惠园）	5.60（约 644 套）	5.60（约 644 套）	2.80（约 322 套）	5.22	5.22	2.61
青龙项目（青惠园）	6.90（约 792 套）	6.90（约 792 套）	6.90（约 792 套）	6.00	6.00	6.00
<b>合计</b>	<b>22.80（约 3,096 套）</b>	<b>15.96（约 1,830 套）</b>	<b>9.70（约 1,114 套）</b>	<b>25.69</b>	<b>14.60</b>	<b>8.61</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 市场化租赁及保障性租赁住房运营板块

**跟踪期内，公司市场化租赁住房及保障性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。公司亦开始自建市场化租赁项目及保障性租赁住房项目，公司负责融资建设租赁住房，项目建成后，市场化租赁项目按照房屋租赁市场情况进行市场化租赁；保障性租赁住房项目按照不超过同地段同品质市场租赁住房租金的 85% 进行租赁。

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 2023 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 1,781 套，出租率约为 94.89%，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月实现租金收入分别为 2,607.19 万元、2,686.17 万元、2,597.80 万元和 615.69 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。目前在建的市场化租赁项目主要为 2018 年虹桥项目、2018 年东白沙河项目。

2021 年，根据《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发[2021]22 号）、《云南省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》（云政办发[2022]11 号）、《昆明市人民政府办公室关于印发昆明市保障性租赁住房建设实施方案（试行）的通知》（昆政办[2022]21 号），加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，公司先后申请将滇池明珠广场项目、北部山水新区租赁型居住产品及配套商业设施项目列入昆明市保障性租赁住房建设计划，并获得昆明市住房和城乡建设局的批复同意。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 2023 年 3 月末，上述资产已交付，于 2023 年 1 月 3 日启动房源确定工作，并于当年 1 月 10 日起接房入住；根据《关于调整昆明市北部山水新区租赁型居住产品及配套商业设施项目可行性研究报告的批复》（昆发改投资[2022]320 号），调整 KCPL2012-23 地块<sup>2</sup>、KCPL2012-24-A1 地块、KCPL2012-24-A2 地块<sup>3</sup>的建设内容，调整后新项目总建筑面积 51.18 万平方米，其中建设保障性租赁住房面积 25.64 万平方米，配套建设商业服务设施建筑面积约 10.01 万平方米，配套建设地下生鲜超市建筑面积约 2,887 平方米，配套建设地下停车及设施建筑面积约 15.24 万平方米，项目总投资 54.03 亿元，资金来源为 20% 自有资金，80% 通过融资筹措（包括但不限于金融机构贷款、专项债券），并积极申请各级补助资金，未来项目收入主要包括保障性租赁住房出租收入、配套商业服务设施出租收入、车位出租收入、市场化租赁住房收入、物业管理收入、充电桩收入、非机动车停车收入及财政补贴。截至 2023 年 3 月末，公司的市场化租赁住房及保障性租赁住房项目充足，未来项目陆续投运可充实公司的租赁物业资源，但公司租赁项目尚处于建设阶段，项目尚需投资规模较大且采用市场化的运营方式，未来面临较大的投资压力，公司融资及项目运营资金回流能力值得关注。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司在建及拟建市场化租赁住房及保障性租赁住房项目情况（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	2021~2024	13.30	15.78	4.19	1.20	6.00
2018 年东白沙河项目	2020~2023	3.95	5.96	3.57	0.80	0.44
滇池明珠广场项目	2022~2023	8.50	6.90	5.92	0.73	0.00
北部山水新区租赁型居住产品及配套商业设施项目	2021~2025	51.18	54.03	17.85	14.50	12.08
2020 年北部山水新区（19 号地块）	2023~2026	17.35	17.85	3.77	0.00	0.00
<b>合计</b>	-	<b>94.28</b>	<b>100.52</b>	<b>35.30</b>	<b>17.23</b>	<b>18.52</b>

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

**跟踪期内，公司有偿收购昆明佳湖房地产开发有限公司（以下简称“佳湖地产”），此次对外投资有助于提高公司整体盈利能力。但本次有偿收购所需资金规模较大，将导致公司债务规模上升，或将进一步加重公司资金压力，且佳湖地产主营房地产开发及经营，考虑到昆明市房地产行业恢复情况欠佳，需持续关注佳湖地产未来业务开展和盈利能力变化情况。**

根据昆明市人民政按照《昆明市住房板块深化国企改革实施方案》，公司拟采用非公开有偿协议转让方式，并购昆明市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）持有的佳湖地产 90% 股权。根据市国资委与公司签署的《关于昆明佳湖房地产开发有限公司之股权转让协议》，市国资委同意根据本协议约定将其所持有的标的公司 90% 的股权（实缴出资额 4,500 万元人民币）转让至公司，公司同意按照本协议受让标的公司 90% 的股权（实缴出资额 4,500 万元人民币）。双方同意：以标的企业截止 2022 年 12 月 31 日的经审计的归属于母公司的所有者权益 1,132,663,327.32 元为基础，按照市国资委持股比例 90% 计算为：1,019,396,994.59 元，公司受让市国资委所持标的股权的对价为人民币 1,019,396,994.59 元（“转让价款”）。本次股权转让以非公

<sup>2</sup>原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

<sup>3</sup>原 2019 年北部山水新城（24 号地块）项目

开协议方式进行。佳湖地产财务杠杆率较低，营业收入及净利润占公司 2022 年合并报表的比重较大，此次对外投资有助于提高公司整体盈利能力。但本次有偿收购所需资金规模较大，将导致公司债务规模上升，或将进一步加重公司资金压力，且佳湖地产主营房地产开发及经营，考虑到昆明市房地产行业恢复情况欠佳，需持续关注佳湖地产未来业务开展和盈利能力变化情况，并及时评估其对公司未来经营和整体信用状况的影响。

## 财务风险

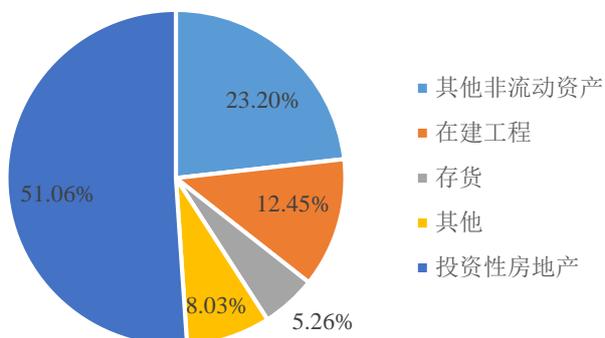
中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的持续支持，公司资产规模持续增长，具备较好的资本实力；但公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高，短期偿债指标表现较弱，面临较大的短期偿债压力；同时公司经营周转及债务偿还均对外部融资存在较强依赖性，受昆明市部分企业负面舆情的影响，公司流动性偏紧，需关注整体再融资环境变化对公司融资能力的影响。此外，公司面临较大的代偿风险。

## 资本实力与结构

*跟踪期内，公司地位仍较为突出，持续的股东支持提升了公司的资本实力。但受限资产规模较大，且限价商品房去化情况不及预期，一定程度影响公司的财务弹性，资产流动性一般；利润受公允价值变动损益及政府补助影响较大，公司财务杠杆率处于偏高水平且呈上升趋势，短期偿债压力较大。*

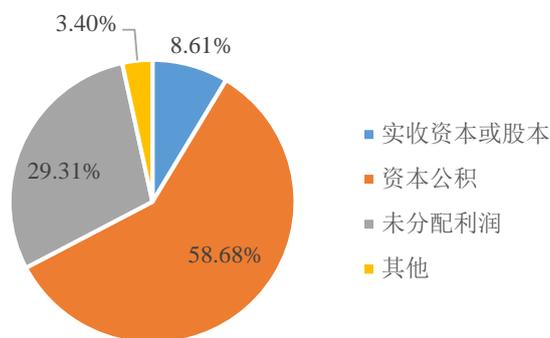
公司目前形成了保障性租赁住房的开发、建设、营运管理等业务，资产主要由上述业务形成的投资性房地产、其他非流动资产、存货和在建工程等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 80%。跟踪期内，上述资产结构较为稳定。随着保障性住房项目的持续投入、持有房产的评估增值等影响，预计公司非流动资产占比将进一步上升。公司投资性房地产主要为保障性租赁住房，近年来持续增加主要系部分保障性租赁住房项目完工转入及评估增值所致。在建工程呈逐年增长趋势，主要为龙江片区(大波村)、空港生活配套区地块、渔村 2013、地铁 3 号线虹桥村站旁等项目投入，2022 年末大幅增长 15.70 亿元，主要系上述项目成本增加所致；截至 2023 年 3 月末，公司在建工程账面价值为 74.53 亿元；公司其他非流动资产主要为存量公租房、预付工程款和土地款等；跟踪期内，公司其他非流动资产大幅增加主要系因国家开发银行转贷款（60.26 亿元）大幅增加所致，该部分资金主要投向昆明市各区县民生项目。流动资产主要由货币资金、存货、其他应收款等构成。其中，存货系公司最主要的流动资产，主要系青惠园、雅惠园等项目的限价商品房，但部分项目限价商品房的销售许可证尚在办理中；其他应收款主要系保证金、代垫费用及昆明市国资委同意下属公司的借款构成，2022 年末大幅增加 15.23 亿元，主要系应收补助资金、应返上缴租金及融资保证金增加所致。同期末，公司货币资金大幅下降主要系用于经营周转及债务偿付所致，截至 2023 年 3 月末，公司存量货币资金为 7.33 亿元，无受限货币资金。整体来看，公司持有较大规模的公租房，同时，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 2023 年 3 月末达到 353.37 亿元，占总资产比重大，且限价商品房去化情况不及预期，资产流动性一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司所有者权益小幅增加主要系根据市国资委文件（昆国资发[2022]33 号）《关于做好丽阳星城二期 367 套经济适用房无偿移交工作有关事宜的通知》，市国资委无偿划转丽阳星城二期 367 套经济适用房至公司，增加资本公积 1.51 亿元及政府专项债资金<sup>4</sup>增加所致。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，2022 年末未分配利润小幅增加。预计未来公司还将继续获得股东在资本金拨付和资产划转方面的支持，资本实力将持续增强。

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 2023 年 3 月末，公司总资本化比率为 58.77%，同时受未来项目建设投入或存上升压力。总体来看，随着项目建设的持续推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，净债务和财务杠杆水平或将持续增长。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	474.72	501.08	577.94	588.07
非流动资产占比	86.41	85.87	88.13	87.65
经调整的所有者权益合计	199.85	200.18	209.38	207.54
资产负债率	57.90	60.05	63.77	64.71
总资本化比率	49.47	53.05	57.83	58.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流有所改善，但主要因往来款收支影响，后期存在波动压力；项目投资及债务偿还将使得公司未来仍保持较大规模的融资需求，同时，受昆明市部分企业负面舆情的影响，公司债券发行短期化及成本增加趋势明显，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

<sup>4</sup> 2022 年公司收到政府专项债券 700,000,000.00 元用于北部山水新区租赁住房产品及配套商业设施项目，根据《昆明市人民政府办公厅关于进一步加强政府债券资金管理的通知》（昆政办【2017】14 号），公司将专项资金计入资本公积核算。

跟踪期内，公司收入来源仍较为单一，以房屋租赁业务收入为主，受益于新增限价商品房销售收入及房屋租赁出租率的提高及商业配套出租收入增加影响，公司当年营业收入大幅增长，但销售商品、提供劳务收到的现金规模因商品房销售业务期限错配，当期增长幅度较小，致使收现比有所下降。公司收入主要为租金收入，限价商品房去化情况不及预期，且易受房地产市场影响，经营获现能力仍然偏弱。

公司经营活动净现金流主要包括租金收入、限价商品房销售收入、其他往来款等。近三年公司经营活动净现金流呈现增长趋势，2022 年公司新增限价商品房收入，房屋租赁收入略有增长，叠加往来款收支大幅增加，当期经营活动净现金流流入规模明显增加。2023 年 1~3 月，公司经营活动净现金流呈现净流入。

跟踪期内，公司投资活动产生的现金流量大幅净流出，主要系投资于昆明市各区县民生项目资金大幅增加及保障性租赁住房项目投资增加所致。随着市场化租赁项目及保障性租赁住房项目的逐步推进，根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计未来投资活动现金流将维持净流出状态。

公司主要通过债券发行和银行借款来弥补投资活动现金流缺口并满足债务本息的偿付需求。2022 年以来昆明市部分企业负面舆情对区域融资环境产生较大冲击，公司债券发行成本逐年走高使得利息支出规模逐年增加且发行期限短期化趋势明显，需关注整体再融资环境变化对公司融资能力的影响。总体来看，近年来公司资金平衡较为依赖对外债务融资，随着债务的陆续到期以及建设项目的不断推进，公司未来仍有较大融资需求，预计筹资活动现金收支规模均较大。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	2.15	5.85	13.58	18.85
投资活动产生的现金流量净额	-15.33	-7.47	-80.05	-16.46
筹资活动产生的现金流量净额	-1.25	13.21	46.74	3.20
现金及现金等价物净增加额	-14.44	11.60	-19.73	5.59
收现比	0.77	1.48	0.95	1.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**跟踪期内，公司债务持续增长，经营活动净现金流虽有所改善，但短期债务占比较高，且非受限货币资金保障能力不足，面临较大的短期偿债压力；利润受公允价值变动损益及政府补助影响较大，EBITDA 对利息的保障能力有所降低；此外，公司对外担保金额较大，其中对昆明柴石滩水库开发有限公司及昆明盛世桃源实业有限公司担保余额较大，存在较大的代偿风险。**

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，公司债务融资规模呈现持续上升态势，推升总资本化比率逐年增高，受未来项目建设投入影响或存在继续上升压力。公司债务主要由银行贷款、发行债券、融资租赁等构成，债务类型及渠道较多元，期限以 1~3 年及 3 年以上为主。具体来看，公司银行贷款和债券融资占比较高，银行贷款主要为信用借款、抵押贷款和保证借款为主，放款单位主要为国家开发银行、招商银行股份有限公司昆明支行、中信银行股份有限公司昆明分行、富滇银行股份有限公司等金融机构。公司非标融资平均融资成本约为

6.89%，放款单位主要为招银金融租赁有限公司、中车金融租赁有限公司、国银金融租赁股份有限公司、中原信托有限公司、远东租赁等机构。从期限结构看，截至 2023 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 0.35，短期债务占比较高，且公司非受限货币资金/短期债务仅为 0.07，保障能力处于很低水平。从到期分布来看，公司未来两年到期债务规模较大，面临较大的集中偿债压力。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（万元）

	成本	金额	1 年以内	1-3 年	3 年以上
银行借款	5.11%	836,536.74	55,786.00	80,782.33	699,968.41
债券融资	7.18%	1,260,146.00	1,007,500.00	252,656.00	0.00
非标融资	6.89%	254,366.94	89,216.37	66,356.38	98,794.19
其他	--	602,600.00	0.00	602,600.00	0.00
合计	--	2,953,649.68	1,152,502.37	1,002,394.71	798,762.60

注：1、公司债务到期分布包含国开行转借款 60.26 亿元；2、公司到期债务分布为融资口径数据与财务口径有所差异；3、一年以内到期债务规模含债券行权部分。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府补助大幅增加，致使当期公司经营性业务利润呈盈利状态，公允价值变动损益主要为房产评估增值，该部分增值易受房地产市场行情影响，具有较大的不确定性，对利润总额影响较大。公司经营活动获现能力仍然偏弱，加之债务规模持续增长，自有资金对债务本息的覆盖能力有限。EBITDA 对债务本息覆盖倍数有所下降，考虑到公司的公允价值变动损益并无实际现金流入，剔除该因素影响，覆盖能力较弱。公司债务规模持续增长，经营付现压力增大，仍面临较大的资金周转压力。未来公司拟进行保障房项目、市场化租赁项目等项目投资，预计通过自有资金和融资方式筹集资金，近年来受云南省市场环境及昆明市部分企业负面舆情影响，公司债券发行成本逐年走高使得利息支出规模逐年增加且发行期限短期化趋势明显，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及云南省整体融资环境的变化。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	195.65	226.17	287.10	295.81
短期债务占比	15.65	33.18	36.60	34.84
公允价值变动收益	12.14	6.47	-1.79	-0.15
其他收益	3.63	3.62	12.67	0.42
经营性业务利润	-2.40	-3.08	4.08	-1.56
EBITDA	20.44	13.04	13.01	-1.94
EBITDA 利息覆盖倍数	1.72	1.06	0.79	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.18	0.47	0.82	--
非受限货币资金/短期债务	0.32	0.28	0.02	0.07

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 353.37 亿元，占当期末总资产的 60.09%，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。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 52.47 亿元，占当期净资产的 25.28%，系对昆明市国有企业的担保，担保规模较大，存在一定的或有负债风险。其中对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担保余额 3.87 亿元，存在较大的代偿风险。

表 14：截至 2023 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	53.84
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	22.71
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	48.08
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	52.82
昆明市辖区直管公房 1196686.89 平方米的房屋及土地使用权	71.14
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，剩余借款金额为信用借款	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）官渡区不动产权第 0143094 号、云（2017）官渡区不动产权第 0143093 号两块土地使用权及在建工程，抵押总价为：38,796 万元，剩余借款金额为信用借款	15.78
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 5890 套住房	31.58
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）盘龙区不动产权第 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）盘龙区不动产权第 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
滇池明珠不动产权证	5.93
铭惠园商业部分建筑资产及地下车位	2.97
23 号地块土地抵押：云(2022)盘龙区不动产权第 0374403 号 和在建工程及建成后地上建筑物	6.11
24 号地块土地抵押：云(2020)盘龙区不动产权第 0047421 号、云(2020)盘龙区不动产权第 0048290 号和在建工程及建成后地上建筑物	4.84
<b>合计</b>	<b>353.37</b>

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

表 15：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
昆明新融投资有限责任公司	2.34
昆明新都投资有限公司	4.95
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
昆明滇池投资有限责任公司	4.52
昆明发展投资集团有限公司	6.00
昆明产业开发投资有限责任公司	11.80
昆明市城乡兴业开发有限责任公司	1.00
昆明市高速公路建设开发股份有限公司	7.00
昆明新置投资发展有限公司	2.00

昆明自来水集团有限公司	7.00
云南云内动力集团有限公司	2.00
<b>合计</b>	<b>52.47</b>

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

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

- 2023 年，公司仍作为昆明市公租房建设及运营的唯一主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各板块业务运营稳定，收入及盈利水平将较以前基本稳定，新增限价商品房销售业务稳步开展，盈利能力有所提升。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 15~20 亿元，无新增股权类投资。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年净新增债务类融资约 15~40 亿元。

### 预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	53.05	57.83	53.57~65.47
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.72	1.06	0.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性偏紧，未来一年流动性来源受区域融资环境和自身融资能力影响较大。**

近年来公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 7.33 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源，但规模较小。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 434.09 亿元，尚未使用授信额度为 80.24 亿元，具备一定的备用流动性。此外，昆明市经济基础相对较好，但区域内企业流动性相对紧张，企业间临时拆借资金的空间有限；作为昆明市公租房建设及运营的唯一主体，可持续获得政府的资金支持；近年来公司在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 36 亿元，受区域融资环境恶化影响，昆明市 2022 年以来城投债呈净流出状态，需持续关注云南省整体融资环境的变化及相关政策对公司再融资能力的影响。

<sup>5</sup>中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于保障性租赁住房板块及市场化租赁板块项目投资，资金需求约 16 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 103 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至约 16 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。

综上所述，公司流动性偏紧，未来一年流动性来源受区域融资环境和自身融资能力影响较大。

## ESG 分析<sup>6</sup>

**中诚信国际认为，公司在环境争议事件管理等方面表现较好；公司制度、员工激励机制、培养体系较为健全；公司内部控制体系有待进一步优化，ESG 综合表现较好，ESG 对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但公司会对项目建设实施全流程的环境影响评估及监测，截至目前公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，公司涉及的诉讼均为租赁合同纠纷，均系租户租赁公司公租房未按照合同约定缴纳租金引起的诉讼，单笔诉讼标的均较小。公司的未决诉讼对公司的合法存续、持续经营以及债权融资计划发行的本息偿付均不会产生重大实质影响。

治理方面，公司立足公租房建设及运营主业，同时布局相关衍生业务，战略定位较为清晰，并建立了较为健全的法人治理结构，公司下设股东会、董事会、监事会和经营管理层。股东会由全体股东组成，由昆明市国资委召集和主持。根据管理需要，公司下设招标合同部、综合开发部、财务部、投融资部、资产管理部和成本控制部等共计 14 个部门。公司已经形成了较为健全的治理结构和管理制度，为公司未来的发展提供了较为稳定和可靠的制度保障，治理风险可控。

## 外部支持

**中诚信国际认为，昆明市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

昆明市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 2022 年，昆明市实现地区生产总值 7,541.37 亿元，增长 3.0%。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。

**同时，昆明市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：**

1) 区域重要性较强：公司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、营运管理等工作，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，业务具有较强的垄断性，自成立以来

<sup>6</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

承接了昆明市核心城区众多公共租赁住房建设项目。

2) 与政府的关联度高: 公司实际控制人为昆明市国资委, 根据市政府发展战略, 承担保障性安居工程相关职责, 享有三金补助以及政府债务置换资金支持, 股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大: 公司在政策支持、资产注入、专项资金拨付等方面给予公司大力支持。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 号文), 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, 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, 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月, 公司确认的政府补助分别为 3.63 亿元、3.62 亿元、12.67 亿元和 0.42 亿元。

表 17: 昆明市市级类平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
昆明市安居集团有限公司	昆明市国资委 65.05%	昆明市公租房唯一建设及运营主体	577.94	209.38	63.77	7.65	0.70	112.05
昆明市城建投资开发有限责任公司	昆明市国资委 84.42%	昆明市重要的土整及基建平台	742.49	302.73	59.23	35.20	0.34	40.00
昆明轨道交通集团有限公司	昆明市国资委 90.00%	昆明市轨道交通建设和运营主体	1,529.56	476.24	68.86	6.29	0.79	70.00
昆明市交通投资有限责任公司	昆明市国资委 90.00%	昆明市最大的交通类投资主体	1,829.09	762.42	58.32	570.29	13.71	129.90
昆明市高速公路建设开发股份有限公司	昆明市国资委 46.80%	昆明市高速公路投资建设及运营的重要主体	653.74	212.75	67.46	76.42	0.81	60.00
昆明交通产业股份有限公司	昆明市交通投资有限责任公司 72.00%	昆明市交通基础设施建设的重要主体, 公司承接了昆明市多条重要高速公路的建设及运营	869.05	384.77	55.73	65.13	6.28	85.54
昆明产业开发投资有限责任公司	昆明市国资委 91.16%	昆明市重要的基础设施投融资和产业投资运营主体	946.74	370.20	60.90	105.04	2.57	91.77
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	昆明市国资委 80.00%	昆明市重要的土地整理主体和唯一保障性住房建设主体	658.02	343.92	47.73	3.49	1.15	55.49
昆明滇池投资有限责任公司	昆明市国资委 90.00%	云南省滇池流域水污染治理的唯一投资建设主体及昆明市最重要的污水处理企业	715.48	281.68	60.63	22.38	-12.95	41.20
昆明新都投资有限公司	昆明市国资委	公司是昆明市呈贡	--	--	--	--	--	17.00

	83.86%	新区基础设施建设核心主体，主要负责昆明市呈贡新区的土地一级开发、相关基础设施及公共设施建设等业务							
昆明市国有资产管理运营有限责任公司	昆明市国资委 80.45%	昆明市重要的铁路及基础设施投资建设主体	411.33	206.25	49.86	40.04	2.56	13.50	
昆明发展投资集团有限公司	昆明市国资委 100.00%	公司是昆明市深化政府投融资体制改革、经营城市公共经济资源的重要产业实体和昆明市城市建设的重要主体	179.20	69.54	61.19	28.87	0.82	15.20	
昆明农业发展投资有限公司	昆明市国资委 90.00%	昆明市重要的农业基础设施投资主体	--	--	--	--	--	--	--
昆明市城乡兴业开发有限责任公司	昆明市国资委 100.00%	--	--	--	--	--	--	--	--

注：债券余额为截至 2023 年 6 月 4 日余额，不包含境外债。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，昆明市政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，昆明安居与昆明交产、贵阳城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，政府均对其有很强支持能力，并对上述公司均具有较强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，昆明市和贵阳市等的行政地位、经济财政综合实力差异不大，区域债务压力相近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。昆明安居与昆明交产实际控制人均为昆明市国资委，业务所涉及区域均集中于昆明市，主要负责昆明市的公租房建设、土地整理、基础设施建设等相关业务；贵阳城投主要负责贵阳市的基础设施、土地整理等相关业务。昆明市和贵阳市的区域债务压力和市场融资环境接近，政府对当地平台企业的支持能力处于同一档次，对它们均有强支持意愿。

其次，昆明安居的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务竞争力均较强；但可比对象债务规模偏高，盈利能力较弱，普遍存在自我造血能力不足，面临一定流动性压力等问题。

然后，昆明安居的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产、权益规模和营收规模处于比较组末位，总体资本实力及盈利水平偏弱；但公司债务规模财务杠杆率处于比较组中下水平，未来仍有一定融资空间；EBITDA 对利息覆盖能力处于前列；经营活动贡献的现金净流入居于末尾；与可比对象相比，公司债券融资余额较高，可用银行授信一般，再融资能力较强。

表 18：2022 年同行业对比表

	昆明安居	昆明交产	贵阳城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	昆明市	昆明市	贵阳市

GDP (亿元)	7,541.37	7,541.37	4,921.17
GDP 增速 (%)	3.0	3.0	2.0
人均 GDP (万元)	8.91	8.91	8.06
一般公共预算收入 (亿元)	505.20	505.20	402.16
公共财政平衡率 (%)	58.52	58.52	55.36
政府债务余额 (亿元)	2,230.56	2,230.56	2,604.22
控股股东及持股比例	昆明市国资委 65.05%	昆明市交通投资有 限责任公司 72.00%	贵阳产业发展控股集 团有限公司 100.00%
职能及地位	昆明市公租房 唯一建设及运 营主体	昆明市交通基础设 施建设的重要主体，公 司承接了昆明市多条 重要高速公路的建设 及运营	贵阳市最重要的城市 基础设施项目投融资 和建设主体
核心业务及收入占比	房屋租赁 53.83%、建设 管理费 1.23%、商品房 销售 36.48%	建筑工程 21.39%、 整车销售 18.49%、 通行费收入 5.22%、 物资贸易 47.33%	工程施工 19.89%、 销售业务 65.98%、 房屋租赁 3.16%
总资产 (亿元)	577.94	869.05	2,020.86
所有者权益合计 (亿元)	209.38	384.77	893.05
总债务 (亿元)	287.10	--	647.77
总资本化比率 (%)	57.83	--	42.04
营业总收入 (亿元)	7.65	65.13	86.43
净利润 (亿元)	0.70	1.60	8.79
EBITDA (亿元)	13.01	--	18.25
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.79	--	0.63
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	13.58	83.60	3.09
可用银行授信余额 (亿元)	80.24	--	327.62
债券融资余额 (亿元)	112.05	85.54	155.18

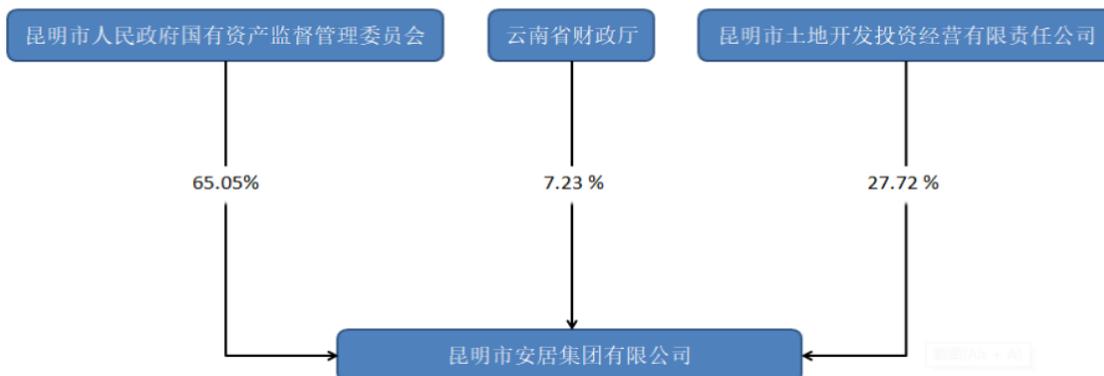
注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 16 日数据，不包含境外债；2、昆明交产实际控制人为昆明市国资委，贵阳城投实际控制人为贵阳市国资委；3、贵阳城投银行授信为 2022 年末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

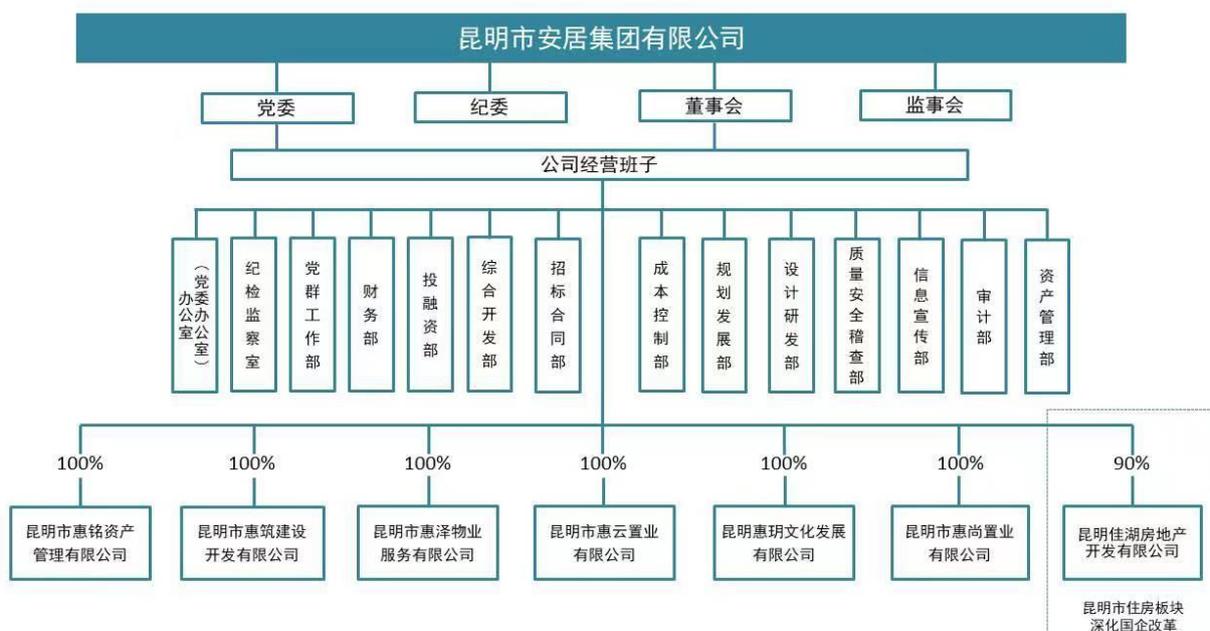
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持昆明市安居集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 昆租 02”、“21 昆明公租房 MTN001”、“22 昆明公租房 MTN001”、“22 昆明公租房 MTN002”、“22 昆租 02”和“23 昆租 01”的债项信用等级为 **AA+**；维持“22 昆明公租房 CP001”和“22 昆明公租房 CP002”的债项信用等级为 **A-1**。

## 附一：昆明市安居集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 5 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%
昆明佳湖房地产开发有限公司	佳湖地产	90.00%



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：昆明市安居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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	103,450.95	218,569.39	17,392.95	73,269.42
非受限货币资金	97,450.95	213,418.35	16,081.95	73,269.42
应收账款	22,190.52	147.84	195.76	116.78
其他应收款	118,515.68	123,272.64	275,561.73	271,718.65
存货	394,155.15	359,669.92	304,163.07	296,576.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	441,045.37	562,311.04	719,295.88	745,273.06
无形资产	233.23	123.20	269.70	248.37
总资产	4,747,209.59	5,010,824.45	5,779,418.21	5,880,727.13
其他应付款	66,132.12	61,104.61	132,517.27	123,404.98
短期债务	306,163.98	750,414.59	1,050,880.23	1,030,658.07
长期债务	1,650,336.75	1,511,293.53	1,820,081.19	1,927,419.02
总债务	1,956,500.73	2,261,708.12	2,870,961.42	2,958,077.09
总负债	2,748,695.06	3,009,049.81	3,685,593.61	3,805,295.73
利息支出	119,125.78	123,562.86	165,048.70	0.00
经调整的所有者权益合计	1,998,514.53	2,001,774.63	2,093,824.60	2,075,431.40
营业总收入	59,117.71	48,915.22	76,483.25	24,299.28
经营性业务利润	-23,963.77	-30,755.59	40,818.09	-15,638.08
其他收益	36,275.60	36,177.79	126,728.02	4,182.68
投资收益				3.68
营业外收入	226.39	293.27	226.94	53.22
净利润	57,937.37	1,649.57	6,980.26	-18,393.20
EBIT	203,258.17	126,800.24	126,810.64	-19,384.34
EBITDA	204,434.49	130,407.13	130,140.23	-19,384.34
销售商品、提供劳务收到的现金	45,690.20	72,299.08	73,031.69	32,888.26
收到其他与经营活动有关的现金	132,066.51	140,696.02	178,602.04	237,814.66
购买商品、接受劳务支付的现金	2,153.89	6,354.73	8,893.65	3,608.30
支付其他与经营活动有关的现金	147,840.61	139,901.04	100,785.30	80,656.71
吸收投资收到的现金				
资本支出	153,343.17	74,681.37	182,309.61	164,624.85
经营活动产生的现金流量净额	21,477.22	58,508.71	135,786.45	188,523.50
投资活动产生的现金流量净额	-153,343.17	-74,681.37	-800,509.61	-164,624.85
筹资活动产生的现金流量净额	-12,508.75	132,140.07	467,386.71	31,977.82
现金及现金等价物净增加额	-144,374.70	115,967.40	-197,336.40	55,876.47
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	74.21	74.31	53.80	50.11
期间费用率(%)	173.95	208.03	164.20	130.86
应收类款项/总资产(%)	3.00	2.49	4.79	4.64
收现比(X)	0.77	1.48	0.95	1.35
资产负债率(%)	57.90	60.05	63.77	64.71
总资本化比率(%)	49.47	53.05	57.83	58.77
短期债务/总债务(%)	15.65	33.18	36.60	34.84
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.18	0.47	0.82	--
总债务/EBITDA(X)	9.57	17.34	22.06	-38.15
EBITDA/短期债务(X)	0.67	0.17	0.12	-0.08
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.72	1.06	0.79	--

注：1、中诚信国际根据昆明安居提供的其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 2019~2020 年两年连审审计报告、2021~2022 年审计报告及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、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；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

### 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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	
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn