信用评级公告

联合〔2021〕4144号

联合资信评估股份有限公司通过对云南省建设投资控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18滇建Y2”“19云建G1”和“19滇建Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

云南省建设投资控股集团有限公司公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
18 滇建 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
19 云建 G1	AAA	稳定	AAA	稳定
19 滇建 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 滇建 Y2	8.10 亿元	8.10 亿元	2021/11/21
19 云建 G1	15.00 亿元	15.00 亿元	2022/9/10
19 滇建 Y1	6.00 亿元	6.00 亿元	2021/11/18

注：1.含权债券所列到期兑付日按最近一次行权日计算；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 16 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	企业管理	2
			经营分析	2
			基础素质	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是云南省内大型龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体。跟踪期内，云南省经济持续发展，基础设施投资增长较快，公司持续获得有力的外部支持，收入和利润增长较快。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性偏弱，债务规模增长较快，债务负担较重，面临一定的集中偿付压力等因素可能对其信用状况产生不利影响。

未来随着云南省经济持续发展，公司凭借其在云南省建筑行业龙头地位及充足的项目储备，未来业务有望维持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 滇建 Y2”“19 云建 G1”和“19 滇建 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2020 年，云南省实现地区生产总值 24521.90 亿元，比上年增长 4.0%；固定资产投资（不含农户）比上年增长 7.7%，其中基础设施投资增长 7.3%。
2. **外部支持力度大。**跟踪期内，公司持续获得政府在资本金注入、股权划拨以及政府补助方面的有力支持。
3. **业务持续性强。**2020 年，公司国内新签合同额为 1898.24 亿元，同比增长 47.48%。公司建筑工程板块新签合同额充足，为未来收入和利润增长提供良好支撑。

关注

1. **资产流动性偏弱。**2021 年 3 月底，公司应收类款项、在建工程和其他非流动资产合计占资产总额 65.46%；受限资产规模 2581.30 亿元，占资产总额 41.70%。公司资产流动性偏弱。

分析师：

倪昕 （登记编号 R0040218020005）

兰雅 （登记编号 R0150221010017）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **债务负担较重。**跟踪期内，公司有息债务规模较快增长。2021 年 3 月底全部债务 2660.16 亿元，较 2019 年底增长 42.71%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.26%、56.02%和 50.52%，公司债务负担较重。

3. **PPP 项目投资规模大，对资金占用严重。**2021 年 3 月底，公司承接的主要 PPP 项目合计总投资 1235.87 亿元，已完成投资 432.94 亿元，尚需投资 802.93 亿元，PPP 项目投资周期长，对公司资金占用严重。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	226.49	348.78	318.16	276.93
资产总额（亿元）	3461.23	4051.12	6011.90	6190.02
所有者权益（亿元）	930.29	1070.52	2080.63	2088.46
短期债务（亿元）	384.65	460.41	574.80	528.19
长期债务（亿元）	1107.67	1403.58	1982.09	2131.97
全部债务（亿元）	1492.32	1864.00	2556.89	2660.16
营业收入（亿元）	1152.05	1321.80	1505.01	380.02
利润总额（亿元）	29.39	34.78	40.74	9.19
EBITDA（亿元）	58.08	70.74	96.47	--
经营性净现金流（亿元）	58.37	125.30	50.59	27.73
营业利润率（%）	6.93	6.56	8.19	6.88
净资产收益率（%）	2.36	2.09	1.27	--
资产负债率（%）	73.12	73.57	65.39	66.26
全部债务资本化比率（%）	61.60	63.52	55.13	56.02
流动比率（%）	103.60	95.77	85.60	85.00
经营现金流动负债比（%）	4.19	8.14	2.65	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.76	0.55	0.52
全部债务/EBITDA（倍）	25.69	26.35	26.50	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.94	0.96	0.99	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1117.74	1397.52	2368.88	2451.47
所有者权益（亿元）	438.72	476.76	1182.03	1152.99
全部债务（亿元）	272.69	376.68	489.71	426.38
营业收入（亿元）	289.21	528.76	593.41	143.56
利润总额（亿元）	16.49	22.67	44.30	4.24
资产负债率（%）	60.75	65.89	50.10	52.97
全部债务资本化比率（%）	38.33	44.14	29.29	27.00
流动比率（%）	86.90	95.73	73.56	70.30
经营现金流动负债比（%）	8.85	13.41	13.33	--

注：1. 公司 2021 年度一季报财务数据未经审计；2. 由于会计政策变更及差错更正，表格中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告中经追溯调整的上期数，2019 年财务数据为 2020 年审计报告中经追溯调整的上期数；3. 除公司本部 2021 年 3 月底全部债务数据未做调整外，其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息部分已计入长期债务

评级历史：

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 云建投 CP002	A-1	AAA	稳定	2021/4/26	倪昕 兰雅 徐羚晏	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
21 云建投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/2/24	倪昕 兰雅 徐羚晏 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 云建投 CP002	A-1	AAA	稳定	2020/10/19	张婷婷 邱成 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 云建投 CP001	A-1	AAA	稳定	2020/7/21	张婷婷 邱成 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 云建投债 03/ 20 云建 03	AAA	AAA	稳定	2020/7/21	张婷婷 邱成 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 云建投 MTN001 19 云建投 MTN002 20 云建投 MTN001 19 云建投债 01/ 19 云建 01 19 云建投债 02/ 19 云建 02 20 云建投债 01/ 20 云建 01 20 云建投债 02/ 20 云建 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/24	张婷婷 高志杰 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
18 滇建 Y2 19 云建 G1 19 滇建 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/6/11	倪昕 张蔚	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 云建投债 02/ 20 云建 02	AAA	AAA	稳定	2020/3/26	张龙景 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读原文
20 云建投 CP001	A-1	AAA	稳定	2020/3/13	张龙景 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 云建投债 01/ 20 云建 01	AAA	AAA	稳定	2020/1/14	张龙景 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读原文
19 滇建 Y1	AAA	AAA	稳定	2019/10/31	尹丹 倪昕	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 云建 G1	AAA	AAA	稳定	2019/8/23	尹丹 倪昕	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 云建投债 02/ 19 云建 02	AAA	AAA	稳定	2019/8/13	张龙景 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 云建投债 01/ 19 云建 01	AAA	AAA	稳定	2019/5/24	张龙景 邱成	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文
20 云建投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/5/24	张龙景 邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读原文

19 云建投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/5/24	张龙景 邱成	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文
18 滇建 Y2	AAA	AAA	稳定	2018/10/23	杨世龙 杨婷	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 云建投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/8/7	张龙景 王妍	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

云南省建设投资控股集团有限公司公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）以其持有的云南省水利水电投资有限公司（以下简称“云南水投”）99.66%股权向公司增资，公司注册资本金增加至1034.70亿元。2021年3月底，公司注册资本1034.70亿元，实收资本1078.53亿元，公司股东仍为云南省国资委（持股比例 97.35%）和云南省财政厅（持股比例 2.65%），公司实际控制人为云南省国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。2021年3月底，公司本部内设综合办公室、市场经营部、财务部和投融资业务管理部等20个职能部门；纳入合并范围子公司60家。

2020年底，公司资产总额6011.90亿元，所有者权益 2080.63 亿元（其中少数股东权益531.00 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入1505.95亿元，利润总额40.74亿元。

2021年3月底，公司资产总额6190.02亿元，所有者权益 2088.46 亿元（其中少数股东权益544.85亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入380.33亿元，利润总额9.19亿元。

公司住所：云南省昆明经济技术开发区信息产业基地林溪路188号。法定代表人：陈文山。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评“20云建投CP001”“20云建投CP002”“19云建投债01/19云建01”“19云建投债02/19云建02”“20云建投债01/20云建01”“20云建投债02/20云建02”“20云建投债03/20云建03”“19云建投MTN001”“19云建投MTN002”“20云建投MTN001”“21云建投MTN001”“18滇建Y2”“19云建G1”和“19滇建Y1”尚需偿还债券余额合计159.10亿元。截至本跟踪评级报告出具日，“19云建投债01/19云建01”“19云建投债02/19云建02”“20云建投债01/20云建01”“20云建投债02/20云建02”“19云建投MTN001”“19云建投MTN002”“20云建投MTN001”“18滇建Y2”“19云建G1”和“19滇建Y1”已按期支付利息，其余债券尚未开始偿付利息。

跟踪期内，“20云建投CP001”“20云建投CP002”“20云建投债01/20云建01”“19云建投MTN001”“19云建投MTN002”“20云建投MTN001”“21云建投MTN001”“18滇建Y2”“19云建G1”和“19滇建Y1”募集资金已全部用于偿还到期债务和补充营运资金。

2021年3月底，公司存续债券中募投项目建设情况为：“19云建投债01/19云建01”“19云建投债02/19云建02”和“20云建投债02/20云建02”募集资金中用于香格里拉至丽江公路项目分别为10.00亿元、5.00亿元和5.00亿元，该项目已完工，募集资金分别使用10.00亿元、5.00亿元和5.00亿元；“20云建投债02/20云建02”募集资金中2.00亿元用于文山州4号线一期项目，该项目已完成项目进度66.15%，使用募集资金2.00亿元，3.00亿元用于杞麓湖公园项目，该项目已完成项目进度94.86%，使用募集资金3.00亿元；“20云建投债03/20云建03”募集资金中7.50

亿元用于蔓耗至金平高速公路项目，该项目已完成项目进度93.46%，使用募集资金7.50亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 云建投 CP001	20.00	20.00	2020/6/24	1
20 云建投 CP002	10.00	10.00	2020/10/28	1
19 云建投债 01/19 云建 01	20.00	20.00	2019/7/18	3+2
19 云建投债 02/19 云建 02	10.00	10.00	2019/11/14	3+2
20 云建投债 01/20 云建 01	15.00	15.00	2020/3/2	3+2
20 云建投债 02/20 云建 02	10.00	10.00	2020/5/6	3+2
20 云建投债 03/20 云建 03	10.00	10.00	2020/9/21	3+2
19 云建投 MTN001	10.00	10.00	2019/2/28	3+N
19 云建投 MTN002	10.00	10.00	2019/10/31	3
20 云建投 MTN001	10.00	10.00	2020/4/14	3
21 云建投 MTN001	5.00	5.00	2021/3/8	2
18 滇建 Y2	8.10	8.10	2018/11/21	3+N
19 云建 G1	15.00	15.00	2019/9/10	3
19 滇建 Y1	6.00	6.00	2019/11/18	2+N
合计	**159.10**	**159.10**	--	--

注：N 为可续期数
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，**三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30

CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善**。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿

元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

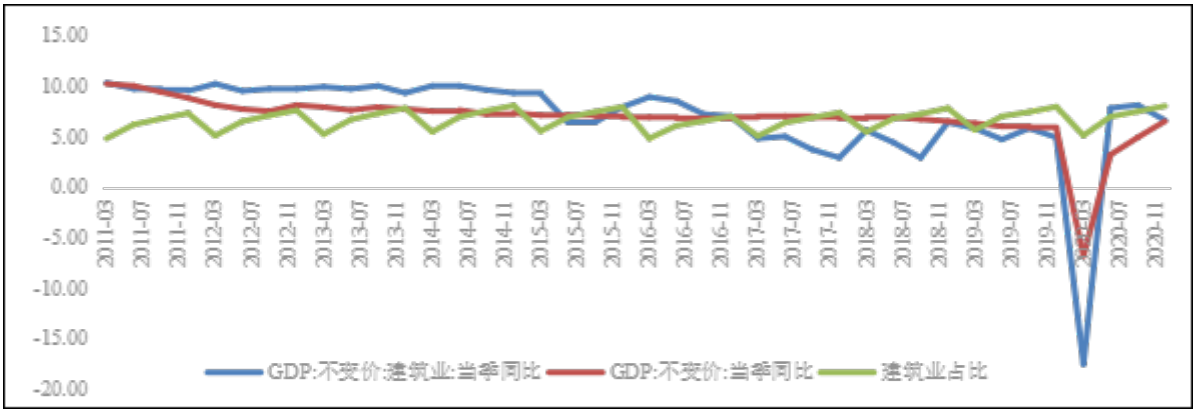
1. 行业概况

（1） 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

图1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

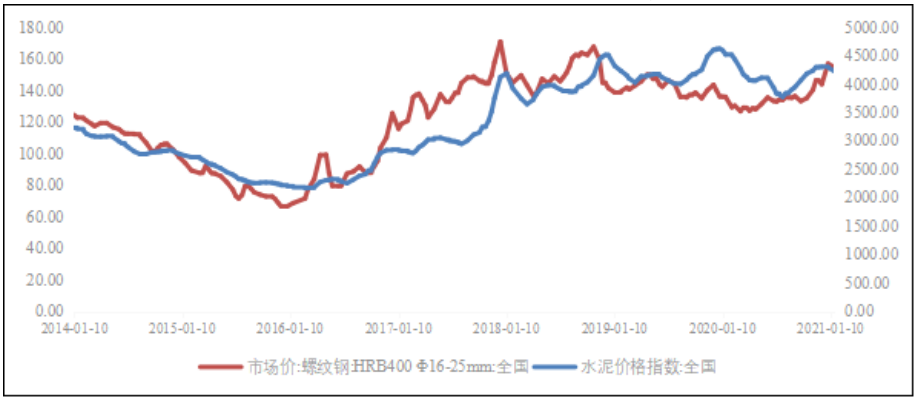
（2）　上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3） 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

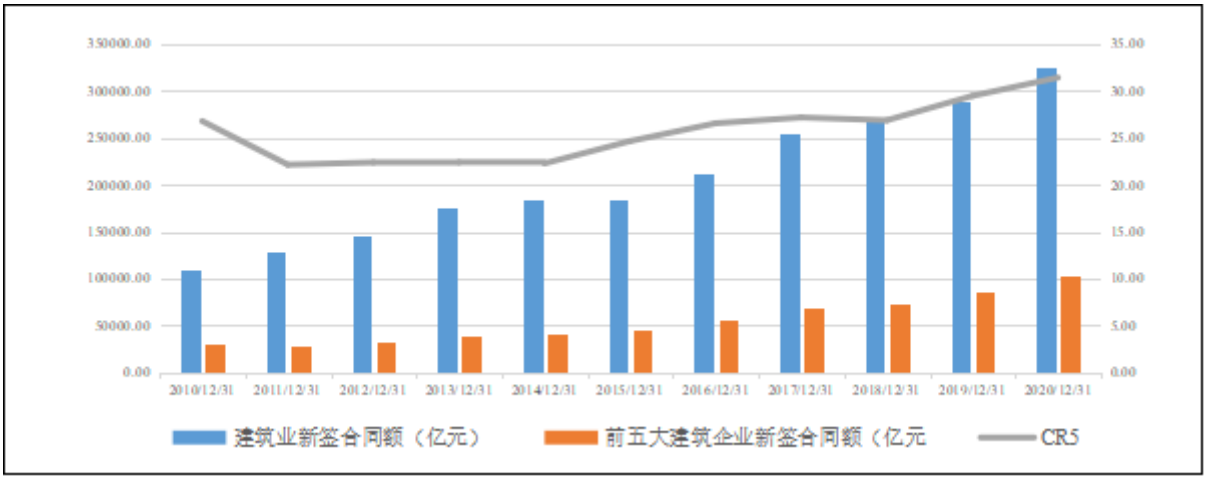
作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业

新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3　2010—2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）　建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

2.　区域经济环境

跟踪期内，云南省经济持续发展，一般预算收入稳步增长。公司发展的外部环境良好。

根据《云南省 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，云南省实现地区生产总值 24521.90 亿元，比上年增长 4.0%；三次产业结构由上年的 13.1：34.3：52.6 调整至 14.7：33.8：51.5。2020 年，云南省全省人均生产总值为 50299 元。

2020 年，云南省固定资产投资（不含农户）比上年增长 7.7%。同期，云南省新开工项目个数同比增长 34.9%。从三次产业看，第一产业投资增长 37.8%，第二产业增长 5.3%，第三产业增长 6.3%。基础设施投资增长 7.3%，贡献率为 38.5%，拉动增长 3.0 个百分点。房地产开发投资同比增长 8.5%，贡献率为 29.9%，拉动增长 2.3 个百分点，基建和房地产依然是拉动云南投资的主要动力。

2020 年，云南省全部工业增加值 5457.96 亿元，比上年增长 2.4%。其中，全社会建筑业增加值 2834.06 亿元，比上年增长 6.5%。云南省全省具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成总产值 6724.82 亿元，比上年增长 9.8%；实现利润 268.77 亿元，增长 5.5%；上缴

税金 180.99 亿元，下降 6.0%。

根据云南省财政厅及人民政府公布的数据，2020 年，云南省完成地方一般公共预算收入 2116.69 亿元，比上年增长 2.1%。其中，税收收入 1453.07 亿元，同比增长 0.2%，占一般公共预算收入的 68.65%；非税收入完成 663.62 亿元，同比增长 6.5%。同期，云南省政府性基金收入为 1558.5 亿元，同比下降 2%。财政支出方面，2020 年，云南省公共预算支出完成 6974.01 亿元，比上年增长 3.0%。2020 年，云南省财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 30.35%，较上年下降 0.28 个百分点，公共财政预算的缺口主要由上级补助来弥补，财政自给能力弱。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东云南省国资委以其持有的云南水投 99.66%股权向公司增资。2021 年 3 月底，公司注册资本金增加至 1034.70 亿元，实收资本增至 1078.53 亿元。公司控股股东及实际控制人仍为云南省国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司保持着较高的技术水平，专业资质和区域市场地位优势显著。

公司是云南省内龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体。2016 年重组完成，公司确立了云南省建筑行业的龙头地位，近三年公司又通过建立基础设施投资、城乡建设投资、海外投资、房地产开发投资和旅游健康产业“五大投资平台”，并加大基础设施、城乡建设以及房地产投资规模带动了建筑施工业务大幅增长，2020 年国内新签合同额 1898.24 亿元，业务主要集中在云南省内，公司区域龙头地位明显。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有建筑企业主项和增项资质共 732 项，其中总承包类资质 212 项，专业承包类资质 367 项，其他工程建筑相关资质 153 项。截至 2020 年底，公司累计获得全国建筑工程鲁班奖 43 项，中国水利优质工程大禹奖 2 项，中国土木工程詹天佑大奖 2 项，国家优质工程奖 77 项，拥有国家级企业技术中心 1 个，院士工作站 2 个，博士后工作站 1 个；获国家级工法 26 项；获专利 1737 项，其中发明专利 90 项、实用新型专利 1647 项。获国家级、部省级科技成果 1500 余项；主（参）编国家行业标准 24 项。

3. 外部支持

跟踪期内，公司在资本金注入、股权划拨及政府补贴方面持续获得有力的外部支持。

公司作为云南省内大型龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体，继续获得了外部有力支持。2020 年，公司收到股东注入资本金 43.83 亿元，计入实收资本；收到政府保障房建设补助资金 2.30 亿元，计入资本公积；收到其他专项补助资金 1.91 亿元计入资本公积；收到政府补助资金 2.16 亿元，计入其他收益。2020 年 8 月，云南省国资委将持有云南省水利水电投资有限公司 99.66%股权无偿划转至公司，增加公司实收资本 729.01 亿元。2021 年 4 月，公司收到云南省财政厅投入资本金 5.36 亿元，计入实收资本。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷，信贷履约情况良好。

根据企业信用报告（授信机构版，中征码：5301010001203470），截至2021年5月12日，公司本部无未结清关注类和不良类贷款信息。

截至2021年5月28日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司新增总经理 1 名，新增外部专职董事 3 名，新增副总经理 3 名。除此之外，公司法人治理结构、管理体制、管理制度

无重大变化。

根据云南省人民政府印发的《关于郭金华等八名同志任免的通知》（云政任〔2021〕35号），云南省人民政府决定任命吕兵为云南省建设投资控股集团有限公司总经理。

吕兵，男，1971年出生，曾任共青团开远市委书记，共青团红河州委书记，红河州绿春县委书记，红河州弥勒市委书记，红河州政府党组成员、秘书长，红河州直属机关工作委员会副书记（兼），迪庆州委常委、宣传部长，省发展和改革委员会副主任、党组成员，省纪委省监委驻省交通运输厅纪检监察组组长，省交通运输厅党组成员。

八、重大事项

跟踪期内，为了加快推进深化国有企业三年行动方案，做强做优做大省属企业，全面盘活水利水电资源、发展云南水利水电事业，推进云南省水利基础设施建设，根据云南省人民政府批复《云南省人民政府关于省建设投资控股集团有限公司整合重组水利水电投资有限公司有关事项的批复》（云政复〔2020〕30号），云南省国资委将持有的云南水投99.66%的股权无偿划转至公司，云南水投作为公司的二级企业管理，不再列为省属企业。云南水投是云南省最重要的水利工程项目建设开发和运营主体，主要收入来自售水、售电和贸易业务，2019年上述业务收入分别为9.31亿元、0.39亿元和8.03亿元。2020年7月，云南水投完成工商变更。

2020年底，云南水投总资产1302.93亿元，总负债353.65亿元，净资产949.28亿元，2020年，云南水投实现营业收入8.05亿元，净利润-2.77亿元。联合资信将持续关注公司整合之后各业务板块经营情况。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受建筑工程收入快速增长影响，公司主营业务收入增长较快，综合毛利率有所提高。

跟踪期内，公司仍以建筑施工为主业，主要负责云南省内的公路、市政、保障房及棚户区改造项目建设，以及国外部分国家及地区的工程施工建设。2020年，公司主营业务收入同比增长13.81%，主要系建筑工程收入增长所致。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021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
建筑施工	1092.96	83.43	5.26	1197.41	80.31	7.02	304.19	80.80	4.27
贸易	129.55	9.89	1.61	195.57	13.12	3.18	45.21	12.01	1.79
房地产	41.57	3.17	28.10	32.73	2.19	22.33	8.56	2.27	26.80
建筑工业	9.19	0.70	11.77	11.70	0.78	13.14	2.23	0.59	11.68
保障房管营收入	4.53	0.35	98.29	5.92	0.40	98.67	1.46	0.39	100.00
特许经营收入	13.65	1.04	57.34	21.81	1.46	60.71	8.79	2.33	81.78
其他	18.61	1.42	11.61	25.86	1.73	4.82	6.05	1.61	6.57
合计	**1310.04**	**100.00**	**6.63**	**1491.00**	**100.00**	**8.01**	**376.49**	**100.00**	**6.74**

注：1. 公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致；2. 云南水投发生的售水、售电和贸易等收入暂纳入公司合并口径的贸易及其他收入进行核算

资料来源：公司提供

从收入构成方面看，2020年，随着施工产值增加，公司建筑施工收入较上年增长9.56%；贸易业务较上年增长50.96%，主要系公司贸易业务范围拓展所致；房地产收入受行业景气度

影响较上年下降 21.26%；建筑工业收入较上年增长 27.38%；保障房管营收入主要为保障房管理费收入，较上年增长 30.85%，系完成投资额增加所致；随着高速公路投入运营，公司特许经营权收入较上年增长 59.78%。

从毛利率方面看，2020年，受收入占比较高的建筑施工业务毛利率上升影响，公司主营业务综合毛利率较上年有所上升。2020年，公司建筑施工业务毛利率较上年增加1.76个百分点至7.02%，主要系新技术、新材料、新设备、新工艺在公司集团内的推广运用所致；随着贸易量的增长，公司与上游供应商议价能力增强，以及水泥、油料等部分贸易品种毛利率提升，公司贸易业务毛利率较上年增加1.57个百分点至3.18%；房地产业务受行业景气度、销售项目价格、地块成本、区位等因素影响，毛利率较上年下降至22.33%；公司与政府签订协议确定管理费与投资收益，公司仅将管理费及投资收益部分计入收入导致公司保障房管营业务毛利率仍很高。

2021年1－3月，公司实现主营业务收入376.49亿元，相当于2020年全年主营业务收入的25.25%，主营业务毛利率6.74%。

2. 业务经营分析

（1）建筑施工

2020 年，公司市政项目及公路项目新签合同快速上升。公司项目储备充足，业务可持续性强。PPP 项目投资规模大、回款周期长，对资金占用严重。

① 国内建筑工程

公司国内建筑业务板块主要系在云南省内进行基础设施建设、棚户区改造建设、公路建设工程以及各类市政工程，运营模式较上年无变化。公司国内建筑施工业务业主单位仍主要为政府部门、云南省国资委下属大型集团等。

2020 年，为补齐高速公路建设短板，云南省委、省政府启动实施县域高速公路“互联互通”工程，该工程包含国家高速公路项目 8 个，地方高速公路项目 70 个，规划里程合计 6024 公里，匡算投资总额 10241 亿元。受此影响，公司市政项目及路桥项目新签合同额较上年分别增长 120.37%和 175.36%，带动全年公司国内建筑施工业务新签合同额同比大幅增长 47.48%。2021 年 1－3 月，公司国内建筑施工新签合同额 776.11 亿元，以路桥和房建施工为主。

表4 公司国内建筑施工领域新签合同额

（单位：亿元）

合同类别	2019年	2020年	2021年1－3月
房建	820.51	776.43	222.00
市政	149.71	329.92	74.19
路桥	178.63	491.87	406.36
其他	138.25	300.03	73.56
合计	**1287.10**	**1898.24**	**776.11**

注：1. 其他建筑施工业务主要包括水利水电工程、机电设备与安装和矿山工程等业务；2. 2019－2020 年公司 PPP 类项目新签施工合同额占比分别为 31.35%和 24.57%
资料来源：公司提供

公司业务承揽方式以施工总承包为主，从结算方式看，公司施工总承包项目一般按工程进度支付 70%~80%的工程款，竣工完成时再支付整个合同金额的 10%，到结算时支付整个合同金额的 5%~7%，剩余一般为工程保修金。

近年来，公司通过投资大量 PPP 项目参与到基础设施建设项目中，同时通过参与 PPP 项目实现“投资引领”发展战略，即通过参股 PPP 项目公司的形式间接获取项目建筑施工订单。目前公司下属子公司云南建设基础设施投资股份有限公司（以下简称“基础设施公司”）作为基础设施 PPP 项目的实施主体，对 PPP 项目的投资、融资、建设工作进行统一管理。基础设施 PPP 项目建设资金来源主要为政府补助、银行借款以及公司自筹资金，收益平衡方式主要为使用者付费和可行性缺口补助。

公司将基础设施 PPP 项目运营期产生的收入计入“特许经营收入”，主要包括通行费收入和其他沿线开发与运营收入。2020 年，公司实现特许经营收入 21.81 亿元，占公司主营业务收入比重较小。2021 年 3 月底，公司进入运营

期的基础设施 PPP 项目共有 12 个。

2021 年 3 月底，公司在建前十大 PPP 项目合计总投资 1235.87 亿元，已完成投资 432.94 亿元，尚需投资约 802.93 亿元。公司承接的 PPP 项目回款周期长，对资金占用严重，待投资规模大，对公司造成一定的投资压力。

表5　2021年3月底公司前十大PPP项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	合作单位	持股比例	预计总投资额	已投资额	合作期	收益平衡方式
永德（链子桥）至耿马（勐简）高速公路	临沧市人民政府	70%	180.55	78.52	2019.09-2052.09	使用者付费+可行性缺口补助
鹤庆至剑川至兰坪高速公路政府与社会资本合作（PPP）项目	大理白族自治州人民政府、怒江傈僳族自治州人民政府	69%	177.42	32.13	2020.01-2054.01	使用者付费+可行性缺口补助
施甸至勐简高速公路施甸至链子桥段	保山市人民政府	70%	145.1	57.58	2019.09-2052.09	使用者付费+可行性缺口补助
元阳至绿春高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	55%	143.83	79.96	2017.09-2052.12	使用者付费+可行性缺口补助
大理漾濞至云龙至兰坪高速云龙至兰坪段	大理白族自治州人民政府、怒江傈僳族自治州人民政府	70%	114.7	20.24	2020.12-2054.12	使用者付费+可行性缺口补助
广南（那洒）至西畴（兴街）高速公路 PPP 项目	文山壮族苗族自治州	90%	105.09	15.20	2020.09-2053.09	使用者付费+可行性缺口补助
景谷至宁洱高速公路 PPP 项目	普洱市人民政府	59%	99.17	7.45	2021.06-2054.06	使用者付费+可行性缺口补助
云南省大理州大理市环洱海流域湖滨缓冲带生态修复与湿地建设工程 PPP 项目	大理白族自治州人民政府	59%	98.74	63.60	2019.09-2049.09	使用者付费+可行性缺口补助
红河州金平县金平至金水河高速公路 PPP 项目	金平县人民政府	69%	93.10	5.20	2020.10-2053.10	使用者付费+可行性缺口补助
蔓耗至金平高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	78.17	73.06	2017.11-2050.12	使用者付费+可行性缺口补助
合计	--	--	**1235.87**	**432.94**	--	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司建筑领域需要采购大量原材料，主要包括钢材、水泥、混凝土等，采购主要由子公司云南建投物流有限公司（以下简称“物流公司”）以及云南建投绿色高性能混凝土股份有限公司（以下简称“混凝土公司”）承担，所采购的原材料同时用于公司建筑施工业务以及公司外部销售。2020 年，公司水泥平均采购价格较上年增长 16.06%至 459.47 元/吨，混凝土和钢材平均采购价格小幅下降。

表6　公司主要原材料采购情况（单位：万吨、万方、元/吨、元/方、亿元）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	采购量	平均价格	总金额	采购量	平均价格	总金额	采购量	平均价格	总金额
钢材	337.34	4441.84	149.84	359.30	4370.09	157.02	79.05	4626.32	36.57
水泥	231.70	395.89	9.17	231.22	459.47	10.62	142.65	403.36	5.75
混凝土	970.22	322.81	31.32	1140.44	317.91	36.26	152.63	310.17	4.73
合计	--	--	**190.33**	--	--	**203.90**	--	--	**47.06**

注：由于采购量涉及多家单位，无法完全统计，表中采购量数据仅为物流公司以及混凝土公司采购量（占比约为 42%）；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

② 国外建筑工程

公司国际工程部主要承担对外承包工程职能，先后在也门、南非、泰国、老挝、乌干达、伊拉克、马尔代夫、毛里求斯、赤道几内亚、柬埔寨、沙特阿拉伯、缅甸等国家承接各类工程，目前整体业务规模相对较小。项目承揽方

面，2020 年，公司境外承包项目新签合同金额为 8.33 亿美元，较上年小幅下降 2.16%。

2021 年 3 月底，公司主要境外施工项目合同总价 160.40 亿元，累计确认收入 104.69 亿元，累计回款 73.13 亿元，回款较为滞后。

表7　公司对外承包工程完成情况统计表

（单位：万美元）

项目	2019年	2020年
新签合同额	85095.00	83253.13
完成营业额	38797.00	53412.88

注：本表中“完成营业额”指公司当年由建筑施工业务获得的工程价款及相关费用，故与“营业收入”数据有所差异
资料来源：公司提供

表8　2021年3月底公司境外前十大在建项目情况统计（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同价	累计确认收入	累计回款	工期
老挝首都万象至磨丁高速公路万象至万荣段	老中联合高速公路开发有限公司	682417.00	618055.97	509954.94	36 个月
格鲁-吉格贝国际新机场项目	贝宁共和国基础设施交通部	402346.00	33121.41	-	36 个月
赤几欧亚拉国家体育学院项目	赤道几内亚共和国政府	232007.00	167720.78	65943.32	66 个月
老中东岩石化股份有限公司成品油精制项目	老中联合投资有限公司	73839.90	64805.57	19028.76	29 个月
柬埔寨昊利旅游娱乐综合体项目土建工程	Golden Sun Sky Entertainment Co.,LTD	70000.00	71931.00	74852.41	20 个月
沙巴金帆船酒店及住宅项目	Golden Wave Sdn Bhd 金海浪有限公司 TYKH-JS-20180006	69540.00	8072.62	7900.27	32 个月
老挝万象赛色塔综合开发区二期核心启动区项目	老中联合投资有限公司	22000.00	18511.69	13061.52	12 个月
印尼泗水垃圾处理厂气化发电项目	印度尼西亚 PT.Sumber Organik	20000.00	41638.96	19438.57	20 个月
援吉布提国家图书档案馆项目	中国商务部	19505.12	19505.55	17477.96	30 个月
援柬埔寨教育环境与设施改善项目	柬埔寨王国财政经济部、教育青年与体育部	12299.49	3491.73	3689.85	24 个月
合计		**1603954.51**	**1046855.28**	**731347.60**	--

资料来源：公司提供

（2）贸易业务

跟踪期内，公司贸易品种保持稳定，受贸易量增长、部分贸易品种毛利率增长及成本管控能力提升的影响，贸易收入和毛利率均同比大幅上升，但毛利率仍处于较低水平。

公司贸易业务经营主体为物流公司、混凝土公司和云南水投，贸易品种主要为钢材、水泥、混凝土和焦炭。2020 年，物流公司通过“云上营家”供应链平台积极拓展云南省外市场，基础设施公司等子公司新增贸易相关业务，公司贸易业务收入较上年大幅增长 50.96%至 195.57 亿元；毛利率较上年增长 1.57 个百分点至 3.18%，但仍处于较低水平。2021 年 1－3 月，公司贸易业务收入 45.21 亿元，毛利率 1.79%。

跟踪期内，公司贸易业务供应商仍以云南省企业为主，主要有云南元强经贸有限公司、武钢集团昆明钢铁股份有限公司、云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司、曲靖聚汇通供应链管理有限公司等，均为地方行业中规模较大、信誉度较高的企业，前五大供应商采购额合计占比 44.38%。同供货方结算方式上，公司各类商品贸易的结算方式根据实际客户情况及交易品种不同有一定差异，一般钢材、焦炭采用货到付款，水泥账期内 15 天内结算，混凝土月结。公司主要销售客户有雪松大宗商品供应链集团有限公司、曲靖市博辰铝业有限责任公司和广东省建筑工程集团有限公司等，前五大客户销售额合计占比 19.68%，集中度较低。

表9　2019—2020年公司贸易业务经营情况

商品品种	销售金额（含税，亿元）		销售单价（元/吨）		采购单价（元/吨）	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
钢材	151.60	160.24	4494.03	4459.79	4441.84	4370.09
水泥	9.80	10.66	422.77	461.23	395.89	459.47
混凝土	38.17	43.43	364.41	349.99	322.81	317.91
焦炭	7.85	7.34	2152.86	1111.07	2089.09	1102.28
合计	**207.42**	**221.67**	--	--	--	--

注：1. 云南水投及其他子公司发生的贸易销售金额未包含在本表格中，故销售额变动与贸易收入的变动不完全一致；2. 2021 年一季度数据未获取

资料来源：公司提供

（3）房地产业务

跟踪期内，公司签约销售面积和金额均有所下降，土地储备较充足，在建项目投资规模较大，地产项目开发进度受到区域房地产景气度和调控政策的影响。

公司从事房地产开发的子公司主要有云南省房地产开发经营（集团）有限公司（以下简称“省房集团”）、云南省城乡建设投资有限公司（以下简称“城乡投公司”）、云南建投开发投资有限公司、云南建投房地产开发经营有限公司以及云南省海外投资有限公司。其中，省房集团具备国家一级房地产开发资质，拥有云南建工房地产开发有限公司、曲靖市云建房地产开发有限公司等子公司，项目主要位于云南省内。

2020 年，公司房地产业务收入为 32.73 亿元，较上年下降 21.26%；毛利率为 22.33%，较上年下降 5.77 个百分点。公司房地产业务收入和毛利率主要受行业景气度、销售项目价格、地块成本、区位等因素的综合影响。2020 年，公司签约销售金额为 54.28 亿元，签约销售面积 78.91 万平方米，均较上年有所下降。2020 年底，公司预收账款中待结转的预收房款金额为 44.51 亿元。

表 10　公司房地产业务经营情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
签约销售面积（万平方米）	92.81	78.91	3.84
签约销售金额（亿元）	67.18	54.28	3.44
签约销售均价（元/平方米）	7238.44	6878.72	8961.37

资料来源：公司提供

2021 年 3 月底，公司主要在售和在建房地产项目计划总投资 534.50 亿元，累计投资 445.87 亿元，未来存在较大的投资压力；未售面积合计 171.95 万平方米，预计后期销售回款金额合计 124.55 亿元，业务持续性较好。公司土地储备较为充足，2021 年 3 月底，公司合计剩余可开发土地 877.51 万平方米，主要位于老挝万象市区，用于老挝万象国际商业旅游中心和万象赛色塔综合开发区项目开发。由于公司土地储备主要位于海外，未来的开发进度存在一定的不确定性。

表11　2021年3月底公司主要在售、在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

单位名称	未售面积	预计销售回款余额	总投资	已投资
省房集团	65.65	38.44	325.4	252.39
城乡投公司	39.39	18.41	31.42	25.49
云南建投房地产开发经营有限公司	18.72	12.42	84.08	82.56
云南建投开发投资有限公司	45.07	55.28	88.71	80.54
云南省海外投资有限公司	3.12	--	4.89	4.89
合计	**171.95**	**124.55**	**534.50**	**445.87**

资料来源：公司提供

（4）保障房建设及棚户区改造

跟踪期内，公司保障房及棚户区改造业务运营稳定，项目投资规模大，但均有配套贷款和财政资金支持，公司自身融资压力较小；省级统贷项目陆续进入回款移交期，受政府债务置换影响，目前各州市政府回款情况良好。

公司在云南省范围内承担保障房及棚户区改造建设业务，由城乡投公司及西南交通建设集团股份有限公司（以下简称“西南交建公司”）负责。城乡投公司系云南省唯一的省级城镇保障房项目投资建设主体，负责协调省内各区县开展保障房及棚户区改造项目的投融资任务；西南交建公司是省级棚户区改造项目的投资建设主体之一。跟踪期内，公司该业务模式未发生变化，仅确认管理费用及投资回报收入。公司保障房及棚户区项目大部分配有财政资金及中长期贷款，建设资金有一定保障。

2021 年 3 月底，公司主要在建保障房项目总投资金额合计 128.39 亿元，已投资金额合计 111.55 亿元，尚需投资 16.84 亿元，后续投资压力不大。2021 年 3 月底，公司主要在建棚户区改造项目总投资 798.60 亿元，已实现投资 744.26 亿元，后续尚需投资 54.34 亿元。

表12　2021年3月底公司主要在建保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	已投金额	业主单位	开工时间	预计竣工时间
2013 年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目	114.95	102.85	项目所在地人民政府	2013 年 9 月	2015 年 11 月以后陆续竣工
2014 年保障房项目	9.19	8.35		2014 年 3 月	2017 年 1 月以后陆续完工
2015 年保障房项目	4.25	0.35		2015 年 1 月	2017 年 2 月以后陆续完工
合计	**128.39**	**111.55**	--	--	--

资料来源：公司提供

表13　2021年3月底公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	区域	总投资额	已投资额	累计确认收入
2013-2017 年保山棚户区改造（一期）项目	城乡投公司	保山市、昭通市、曲靖市、玉溪市	403.83	356.69	3.99
2013-2017 年云南省棚户区改造（四期）项目	城乡投公司	昆明市等 8 个州（市）	268.53	267.65	3.65
西交章嘎片区等 14 个地块的棚户区改造项目	西南交建公司	临沧市、文山州等	126.24	119.92	2.76
合计			**798.60**	**744.26**	**10.40**

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率看，2020 年，公司销售债权周转次数 3.05 次，同比有所增长；公司存货周转次数和总资产周转次数均同比小幅下降，分别为 4.23 次和 0.30 次。总体看，公司经营效率一般。

4. 未来发展

公司未来将继续打造基础设施投资、城乡建设投资、海外投资、房地产开发投资和旅游健康产业“五大投资平台”，优化“投资、金融”“工程承包”“勘察、设计、科研、咨询”“制造、物流、建材、装备”四大业务板块布局。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行审计，并出具了标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2020 年，公司新增一家子公司云南水投，注销子公司云南中建工程公司和云南建筑工程设计院印刷厂。跟踪期内，公司合并范围新增子公司规模大，对合并口径财务数据可比性有一定影响。由于会计政策变更

及前期差错更正，公司相应进行追溯调整，影响 2019 年度资产负债表和利润表相关科目，本报告中 2019 年底合并资产负债表数据和 2019 年度合并利润表数据来自 2020 年财务报表追溯调整后的期初数（上期数）。

2. 资产质量

跟踪期内，随着基础设施、棚户区改造等项目投资加大及云南水投的合并，公司资产总额快速增长。公司资产中应收类款项、在建工程和其他非流动资产占比高，受限资产规模大，资产流动性偏弱。

2020 年底，公司资产总额 6011.90 亿元，较上年底增长 48.40%；结构上仍以非流动资产为主。公司应收账款、其他应收款、在建工程、无形资产和其他非流动资产占比较大，资产流动性偏弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	345.25	8.52	314.26	5.23	270.91	4.38
应收账款	470.02	11.60	511.24	8.50	503.73	8.14
其他应收款	277.98	6.86	295.77	4.92	301.80	4.88
存货	273.53	6.75	377.22	6.27	205.85	3.33
流动资产	**1473.81**	**36.38**	**1632.70**	**27.16**	**1618.89**	**26.15**
长期应收款	121.63	3.00	148.60	2.47	161.77	2.61
在建工程	1478.48	36.50	1532.51	25.49	1268.14	20.49
无形资产	305.30	7.54	569.79	9.48	937.70	15.15
其他非流动资产	431.05	10.64	1751.47	29.13	1816.60	29.35
非流动资产	**2577.31**	**63.62**	**4379.19**	**72.84**	**4571.13**	**73.85**
资产合计	**4051.12**	**100.00**	**6011.90**	**100.00**	**6190.02**	**100.00**

注：2019年数据为2020年审计报告中经追溯调整的期初数
资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年底，公司流动资产 1632.70 亿元，较上年底增长 10.78%；结构上主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底下降 8.98%，货币资金中有 34.11 亿元受限资金，受限比例为 10.85%，主要为银行汇票存款和保证金。公司应收账款 511.24 亿元，较上年底增长 8.77%；按账龄计提坏账的应收账款平均账龄较长；公司累计计提坏账 13.22 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 49.33 亿元，占比为 9.41%，集中度低。公司存货 377.22 亿元，较上年底增长 37.90%，主要系建筑施工建造合同形成的已完工未结算资产增加所致；公司存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占 48.87%）、房地产开发成本（占 36.28%）和房地产开发产品（占 8.03%）构成，累计计提跌价准备 1.54 亿元。公司其他应收款 295.77 亿元，较上年底增长 6.40%；结构上主要为征拆补偿款、借款、押金和往来款等。

2020 年底，公司非流动资产 4379.19 亿元，较上年底增长 69.91%，主要系合并云南水投所致；公司非流动资产主要由在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2020 年底，公司长期应收款 148.60 亿元，较上年底增长 22.17%，主要系应收 BT 项目款增加所致；结构上主要为 BT 项目款（70.00 亿元）、代垫拆迁资金（8.73 亿元）、农危改和抗震安居资金（33.85 亿元）和土地一级整理资金（34.80 亿元）。公司在建工程 1532.51 亿元，较上年底增长 3.65%；公司在建工程主要为保障房棚户区项目、高速公路和综合管廊项目等。公司无形资产主要由特许经营权构成，2020 年底为 569.79 亿元，较上年

底增长 86.63%，主要系当期嵩昆路、呈澄高速、红石公路、大戛高速、新鸡高速、保施高速、广那高速、泸弥高速等 PPP 项目完工转入所致；无形资产累计摊销 24.52 亿元，未计提跌价准备。公司其他非流动资产 1751.47 亿元，较上年底增长 306.33%，主要系合并云南水投所致（包括各州县水库及加固工程、农村饮水安全项目、农村灌溉工程、水土保持工程等）。

2021 年 3 月底，公司资产 6190.02 亿元，其中非流动资产 4571.13 亿元，资产规模和结构较 2020 年底变化不大。

2021 年 3 月底，公司受限资产规模 2581.30 亿元，占到资产总额的 41.70%，主要系项目建设抵质押融资所致；其中受限货币资金 32.78 亿元，受限应收账款 40.23 亿元，受限存货 12.26 亿元，受限投资性房地产 6.00 亿元，受限固定资产 57.18 亿元，受限无形资产 777.33 亿元，受限在建工程 979.72 亿元，受限其他非流动资产 637.47 亿元，受限长期应收款 38.32 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内，受合并云南水投影响，公司所有者权益进一步大幅增长，实收资本占比大幅提高，所有者权益稳定性较好。公司负债总额持续增长，负债结构较为均衡；公司有息债务增长较快，债务负担较重，2021 年及 2022 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益为 2080.63 亿元，较上年底增长 94.36%，主要系实收资本和资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 74.48%，少数股东权益占比为 25.52%，少数股东权益较上年底增长 26.33%，主要系基础设施公司下属 PPP 项目公司收到政府代表方资本金投入和补助资金增加所致。公司归属于母公司所有者权益 1549.62 亿元，其中实收资本和资本公积分别占 69.60%和 22.69%。其中实收资本 1078.53 亿元，较上年底增长 252.82%，主要系合并云南水投所致。公司其他权益工具主要为发行的可续期中期票据、可续期公司债等金融工具，2020 年底为 87.00 亿元，较上年底减少 41.67%，主要系可续期中期票据“15 滇建工 MTN001”“17 云建投 MTN001”、可续期公司债“17 云建 Y1”“17 云建 Y3”和兴业银行可续期债权融资等产品到期所致。

2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 2088.46 亿元，规模和结构较上年底变动不大。整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2020 年底，公司负债总额 3931.27 亿元，较上年底增长 31.89%；结构上看，流动负债占比较上年底有所下降，公司负债相对较为均衡。

2020 年底，公司流动负债 1907.27 亿元，较上年底增长 23.94%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。2020 年底，公司短期借款 299.68 亿元，较上年底增长 44.01%；公司短期借款主要为信用借款（占 56.20%）和保证借款（占 42.81%）。公司应付账款 870.59 亿元，较上年底增长 20.51%，主要系应付工程款和材料款增长所致。公司预收款项 118.84 亿元，较上年底增长 30.02%，主要系预收房屋销售款、工程款等增长所致。公司其他应付款 309.93 亿元，较上年底增长 23.20%，主要系应付往来款规模增长所致；公司其他应付款主要为往来款、代收代扣款、保障房还贷资金、应付借款和保证金及质保金。公司一年内到期的非流动负债 155.66 亿元，较上年底增长 15.42%，主要系当期从非流动负债转入借款规模增长所致。公司其他流动负债 48.20 亿元，较上年底增加 39.60 亿元，主要系短期应付债券增加所致。本报告将其他应付款和其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算。

2020 年底，公司非流动负债 2024.00 亿元，较上年底增长 40.39%；结构上主要由长期借款和应付债券构成。2020 年底，公司长期借款 1759.19 亿元，较上年底增长 36.88%，主要系

高速公路项目投资带动项目贷款规模增长所致；公司长期借款主要为质押借款（占83.31%）。公司应付债券176.79亿元，较上年底增长81.85%，主要系当期发行中期票据、一般公司债券、债权融资计划及境外美元债所致。公司长期应付款63.32亿元，较上年底增长74.35%，主要系应付融资租赁款增长所致；本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2020年底，公司全部债务2556.89亿元，较上年底增长37.17%，增长较快；其中短期债务占22.48%，长期债务占77.52%，以长期债务为主。受合并云南水投增加实收资本影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底大幅下降。

表15　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	460.41	574.80	528.19
长期债务	1403.58	1982.09	2131.97
全部债务	1864.00	2556.89	2660.16
资产负债率	73.57	65.39	66.26
全部债务资本化比率	63.52	55.13	56.02
长期债务资本化比率	56.73	48.79	50.52

注：其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息部分已计入长期债务
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021年3月底，公司负债总额4101.56亿元，较上年底增长4.33%。其中流动负债占46.44%，非流动负债占53.56%，公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债规模和结构较上年底变化不大。

2021年3月底，公司全部债务2660.16亿元，较2020年底增长4.04%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅上升，分别为66.26%、56.02%和50.52%。考虑到公司其他权益工具中含有可续期债，公司实际债务负担高于上述指标值。公司债务负担仍较重。

2021年4－12月、2022－2023年，公司分别需偿还的债务规模为506.94亿元、379.89亿元和238.09亿元，2021年及2022年公司面临一定的集中偿付压力。

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，营业利润率有所上升，财务费用增长较快，期间费用控制能力尚可，公司整体盈利能力较好。

2020年，公司营业收入1505.01亿元，同比增长13.86%；营业成本1376.06亿元，同比增长11.95%，公司营业利润率8.19%，同比增长1.63个百分点。

期间费用方面，2020年，公司期间费用总额为77.20亿元，较上年增长30.23%，主要系财务费用增长所致。其中，财务费用较上年增长99.34%，主要债务规模增长所致。2020年，期间费用率为5.13%，较上年底提高0.64个百分点。整体看，公司期间费用控制能力尚可。

2020年，公司投资收益4.21亿元，较上年下降42.15%，主要为权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益。同期，公司其他收益2.20亿元，较上年增长13.24%，主要为取得的政府补助；公司营业外收入1.18亿元，主要为土地差价补偿、无需支付的款项、违约罚款等收入。公司实现利润总额40.74亿元，同比增长17.14%。

从盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.41%和1.27%，同比均有所下降。公司整体盈利能力较好。

表16　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年1－3月
营业总收入	1322.69	1505.95	380.33
营业收入	1321.80	1505.01	380.02
期间费用	59.28	77.20	19.26
投资收益	7.28	4.21	2.18
利润总额	34.78	40.74	9.19
营业利润率	6.56	8.19	6.88
总资本收益率	1.51	1.41	--
净资产收益率	2.09	1.27	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 380.02 亿元，相当于 2020 年的 25.25%；利润总额 9.19 亿元，营业利润率为 6.88%，较 2020 年下降 1.31 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，随着公司经营规模扩大，公司经营活动现金流入和流出规模有所增长，但净流入规模同比下降；随着高速公路等基础设施建设项目持续投资，公司投资活动持续净流出；公司在建项目未来仍有较大投资需求，叠加公司较大规模的存量债务，公司未来仍有较大的对外融资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1334.34 亿元，同比增长 7.96%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；经营活动现金流出 1283.75 亿元，同比增长 15.59%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 50.59 元，较上年下降 59.63%。2020 年，公司现金收入比为 73.76%，较上年下降 2.36 个百分点。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 124.90 亿元，同比增长 21.17%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出 559.00 亿元，同比增长 13.78%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增长所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 434.10 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 1006.70 亿元，同比增长 10.26%，主要系融资规模增长所致；筹资活动现金流出 652.36 亿元，同比增长 21.30%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 354.34 亿元，同比下降 5.56%。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入量	1235.94	1334.34	373.52
经营活动现金流出量	1110.64	1283.75	345.78
经营活动产生的现金流量净额	125.30	50.59	27.73
投资活动产生的现金流量净额	-388.21	-434.10	-148.52
筹资活动产生的现金流量净额	375.22	354.34	78.79
现金收入比	76.12	73.76	75.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额 27.73 亿元，投资活动现金流量净额-148.52 亿元，筹资活动现金流量净额 78.79 亿元。

6. 偿债能力

公司长期偿债能力指标表现一般，存在一定短期偿债压力；考虑到公司地位及获得有力的外部支持，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020年底，公司流动比率和速动比率持续下降，分别为85.60%和65.83%。2020年，公司经营现金流动负债比较上年大幅下降至2.65%，主要系经营活动净现金流规模下降、流动负债规模增加所致。2020年底和2021年3月底，公司现金类资产对短期债务保障倍数分别为0.55倍和0.52倍，现金类资产对短期债务保障能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA持续增长，同比增长36.38%至96.47亿元。同期，公司EBITDA利息倍数为0.99倍，EBITDA对利息支出的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA为26.50倍。公司长期偿债能力指标表现一般。

2021 年 3 月底，公司共获得国内主要商业银行及其他金融机构总授信额度 3721.40 亿元，未使用授信额度 960.88 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

2021 年 3 月底，公司对外担保金额 5.18 亿元，担保比率 0.25%。公司对外担保主要系子公司云南晟邦融资担保有限公司（以下简称“晟邦担保”）担保业务形成。晟邦担保为原中国有色金属工业第十四冶金建设公司下属子公司，从事对外担保业务。公司通过重大资产重

组获得晟邦担保实际控制权以来，对担保业务进行了整顿与梳理，自 2016 年 6 月以来暂停该公司担保业务，预计未来不再新增对外担保业务。

2020 年底，公司涉及的重大未决诉讼涉案金额 17.91 亿元，其中作为原告 15.35 亿元，作为被告涉诉金额 2.56 亿元，可能对公司经营产生一定影响，联合资信将对上述诉讼进展情况保持关注。

考虑到公司债务增长主要系保障房棚改项目贷款、PPP项目贷款增加所致，保障房项目银团贷款本息偿付资金来源由多种方式组成，PPP项目均有各地州政府可行性缺口补助，同时公司作为云南省龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体，所获外部支持力度大。综合考虑，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控力度较强。跟踪期内，公司收入仍主要来源于子公司，但由于部分子公司计提大额坏账准备，母公司利润总额超过合并口径利润总额。母公司所有者权益稳定性一般，盈利能力较强，债务负担适中。

公司合并范围内子公司较多，主营业务由公司本部、建筑施工子公司、基础设施公司等运营，其中 2020 年母公司营业收入占合并营业收入的 39.84%。公司子公司大部分通过同一控制下的企业合并、划转或投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

2020 年底，母公司资产总额 2368.88 亿元，较上年底增长 69.51%，主要系合并云南水投所致。其中，流动资产 720.80 亿元（占 30.43%），非流动资产 1648.08 亿元（占 69.57%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.73%）、应收账款（占 17.04%）、其他应收款（占 48.64%）和存货（占 10.13%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 3.71%）、长期股权投资（占 91.89%）和其他非流动资产（占 2.43%）构成。

2020 年底，母公司负债总额 1186.86 亿元，较上年底增长 28.90%。其中，流动负债 979.86 亿元（占 82.56%），非流动负债 207.00 亿元（占 17.44%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 18.50%）、应付账款（占 27.30%）、其他应付款（占 34.30%）和预收款项（占 8.46%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 33.40%）和应付债券（占 64.11%）构成。受合并云南水投影响，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 50.10%和 29.29%，均较上年大幅下降。

2020 年底，母公司所有者权益为 1182.03 亿元，较上年底增长 147.93%。其中，实收资本 1078.53 亿元（占 91.24%）、其他权益工具 91.57 亿元（占 7.75%）、资本公积 2.82 亿元（占 0.24%）、盈余公积 7.64 亿元（占 0.65%）。

2020 年，母公司营业收入为 593.41 亿元，利润总额为 44.30 亿元。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 2451.47 亿元，所有者权益为 1152.99 亿元。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 143.56 亿元，利润总额 4.24 亿元。

十一、 存续期内债券偿债能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强，但仍面临一定集中兑付压力。

截至 2020 年底，公司存续债券余额共 314.72 亿元，包括超短期融资券 9.99 亿元，一般短期融资券 29.97 亿元，一般公司债 14.99 亿元，一般企业债 63.88 亿元，一般中期票据 27.97 亿元，私募债 0.99 亿元，海外债 32.49 亿元，理财直融计划 47.44 亿元，可续期中期票据 49.92 亿元，可续期公司债券 14.08 亿元，其他可续期融资产品 23.00 亿元。若考虑公司发行的可续期中期票据、可续期公司债券和其他可续期融资产品均在第一个行权日兑付，则截至 2020 年底公司一年内待偿还债券本金为 105.98

亿元。2022 年公司待偿还债券本金为 114.83 亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至 2020 年底，公司现金类资产 318.16 亿元，对 2021 年到期债权余额的保障倍数为 3.00 倍；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对公司存续债券待偿还本金峰值的覆盖倍数分别为 11.62 倍、0.44 倍和 0.84 倍，具体如下表：

表 18　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	105.98
未来待偿债券本金峰值	114.83
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	3.00
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	11.62
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.44
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.84

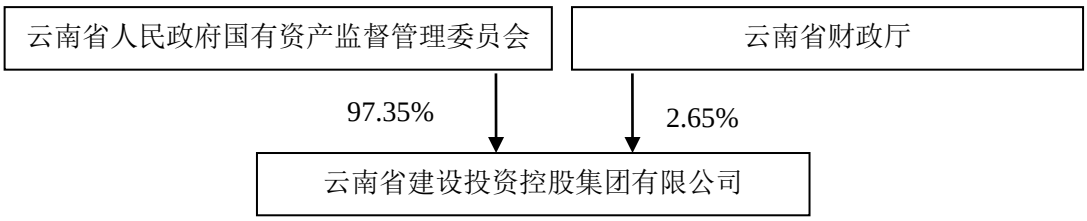
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，2020 年底公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力强，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力偏弱。

十一、结论

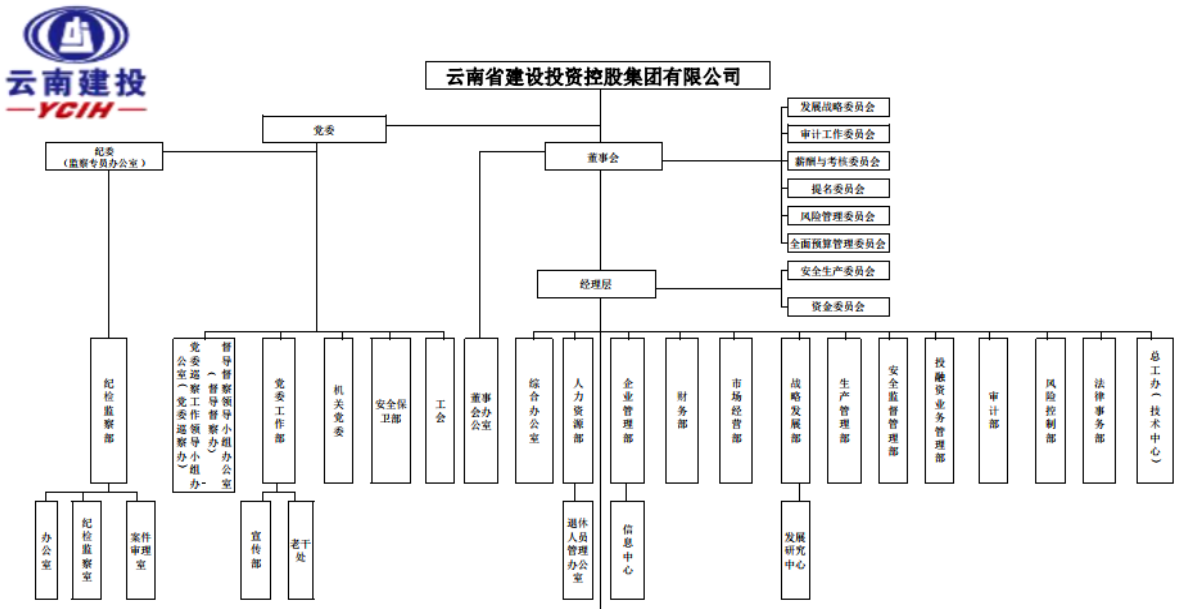
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 滇建 Y2”“19 云建 G1”和“19 滇建 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　2021 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　2021 年 3 月底公司主要子公司情况

企业名称	注册地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有表决权（%）	取得方式
云南建投集团财务有限公司	云南·昆明	金融业务	100000.00	100.00	100.00	投资设立
云南工程建设总承包股份有限公司	云南·昆明	建筑施工	142158.64	61.16	61.16	投资设立
云南建投安装股份有限公司	云南·昆明	建筑施工	8165.12	76.89	76.89	投资设立
云南建投第一水利水电建设有限公司	云南·昆明	建筑施工	47760.49	87.11	87.11	投资设立
云南建投基础工程有限责任公司	云南·昆明	建筑施工	5000.00	100.00	100.00	投资设立
云南建设基础设施投资股份有限公司	云南.昆明	基础设施投资	696500.00	86.14	86.14	投资设立
云南省城乡建设投资有限公司	云南·昆明	保障房投资	1529505.62	78.54	80.68	投资设立
云南省海外投资有限公司	云南·昆明	海外投资	106000.00	100.00	100.00	投资设立
云南省房地产开发经营（集团）有限公司	云南·昆明	房地产开发	176539.97	100.00	100.00	投资设立
云南建投物流有限公司	云南·昆明	建筑物流	60000.00	100.00	100.00	投资设立
云南建投钢结构股份有限公司	云南·昆明	钢结构工程	49154.57	100.00	100.00	投资设立
云南建投绿色高性能混凝土股份有限公司	云南·昭通	混凝土销售	44627.20	62.75	89.65	投资设立
云南建投资产运营有限公司	云南·昆明	资产投资	100450.00	100.00	100.00	非同一控制下的企业合并
云南建投马来西亚有限公司	马来西亚	建筑施工	170.00	100.00	100.00	投资设立
云南建投印度建筑公司	印度	建筑施工	96.25	100.00	100.00	投资设立
中国云南建投赤道几内亚建筑公司	赤道几内亚	建筑施工	14.87	100.00	100.00	投资设立
中国有色金属工业第十四冶金建设公司	云南.昆明	建筑施工	31079.11	100.00	100.00	无偿划转
西南交通建设集团股份有限公司	云南.昆明	建筑施工	61022.36	86.19	86.19	无偿划转
云南建设租赁有限公司	云南·昆明	租赁服务	300.00	100.00	100.00	投资设立
云南建工城建投资开发有限公司	云南·昆明	城市建设投资	2000.00	100.00	100.00	投资设立
云南省水利水电投资有限公司	云南·昆明	城市建设投资	292877.20	99.66	99.66	无偿划转

资料来源：公司提供

附件 1-4　2020 年底公司重大未决诉讼情况

序号	诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额（万元）
1	2020 年 8 月 13 日，云南建投第六建设有限公司诉被告安宁林源房地产开发有限公司建设工程施工合同纠纷，要求被告支付工程款、逾期利息 8105.18 万元。	8105.18
2	2019 年 10 月 17，云南建投第三建设有限公司诉保山市博盛投资管理开发（集团）有限公司建设工程施工合同纠纷，要求被告支付工程款、逾期利息 11129.85 万元。	11129.85
3	2018 年 1 月 17 日，云南建投第三建设有限公司诉云南盈隆房地产开发有限公司、官渡区官渡街道办事处官渡社区居民委员会、官渡区官渡街道办事处官渡社区居民委员会第七村民小组建设工程施工合同纠纷，要求被告支付工程款、逾期利息 20021.68 万元。	20021.68
4	2019 年 10 月 31 日，原告云南工程建设总承包股份有限公司诉昆明大润房地产开发有限公司建设施工合同纠纷，要求被告支付工程款、逾期利息、停工损失、相关费用 10354.74 万元。	10354.74
5	2017 年中国有色金属工业第十四冶金建设公司因施工合同纠纷诉被告瑞丽市融腾房地产开发有限责任公司，要求被告支付工程款及利息 9241.07 万元。	9241.07
6	2017 年 6 月中国有色金属工业第十四冶金建设公司诉宜良县元鹏房地产开发有限公司，要求被告宜良县元鹏房地产开发有限公司支付工程款、损失及垫资利息共计 20,771.02 万元。	20771.02
7	2019 年 2 月中国有色金属工业第十四冶金建设公司诉云南集成广福房地产开发有限公司，要求被告云南集成广福房地产开发有限公司支付工程款及利息共计 12625.23 万元。	12625.23
8	2018 年 12 月中国有色金属工业第十四冶金建设公司诉昆明恒益元盛生物科技有限公司、上海添堡国际有限公司、云南红土航空有限公司，要求解除合同，被告一二承担工程款及逾期支付利息 1.55 亿，判令被告三针对工程款及利息承担连带保证。	15482.69
9	2019 年 8 月云南建投第十四建设有限公司诉云南创利房地产开发有限公司借款纠纷，请求判决被告支付借款本金、利息及其他费用共计 24502.21 万元。	24502.21
10	2016 年 3 月，北大荒粮食集团锦州粮食贸易有限公司起诉孙公司云南泛亚农业合作开发有限公司和子公司云南省海外投资有限公司，要求泛亚农业支付粮款 4045.61 万元，支付违约金 407.19 万元，并由海投公司、中储粮景洪直属库、中储粮德宏直属库承担补充赔偿责任；事实理由为 2015 年 7 月北大荒和泛亚农业签订了《玉米购销合同》，北大荒按约定发出了货物 16312.96 吨玉米，但泛亚农业未履行付款义务，粮款 4045.61 万元。	4045.61
11	2017 年 2 月，吉林银行股份有限公司大连分行诉吉林市绿孚生态农业有限公司及集团孙公司云南泛亚农业合作开发有限公司，要求吉林市绿孚生态农业有限公司支付原告国内信用证偿付业务协议书中约定本金 7743 万元及相应罚息，原告就吉林市绿孚生态农业有限公司对云南泛亚农业合作开发有限公司应收账款 7000 万元质权有效，有权以质物处置所得价款优先受偿，并要求云南泛亚农业合作开发有限公司在上述出质债权额度内向原告履行债务清偿责任。	7000.00
12	2016 年 12 月，原告中国有色金属工业第十四冶金建设公司起诉无锡万健置业有限公司，要求被告无锡万健置业有限公司支付无锡万健商业广场项目的工程款、保证金、利息等其他费用共计 21308.57 万元。	21308.57
13	2018 年 6 月，兴业银行股份有限公司昆明分行因连带担保纠纷案诉云南省水利水电投资有限公司下属子公司云南水投融生投资开发有限公司、马仕龙、付福莲，请求被告承担连带担保责任，赔偿原告债务本金 10118.96 万元,并承担违约利息; 本担保案另有昆明恒嘉地产提供的价值 1.2 亿元的土地担保（担保该借款 7000 余万元部分）	10118.96
14	2019 年 8 月 19 日，原告深圳金粤幕墙装饰工程有限公司因建设工程施工纠纷诉云南工程建设总承包股份有限公司、云南省设计院集团有限公司，要求被告支付工程款本金、利息、违约金、其他费用共计 2958.35 万元。	2958.35
15	2020 年 11 月 17 日，原告云南盛宏建筑劳务分包有限公司因建设工程施工合同纠纷诉云南工程建设总承包股份有限公司、孔忠华。要求被告支付工程款、违约金、利息共计 1481.93 万元。	1481.93
合计	--	**179147.09**

资料来源：公司审计报告

附件2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	226.49	348.78	318.16	276.93
资产总额（亿元）	3461.23	4051.12	6011.90	6190.02
所有者权益（亿元）	930.29	1070.52	2080.63	2088.46
短期债务（亿元）	384.65	460.41	574.80	528.19
长期债务（亿元）	1107.67	1403.58	1982.09	2131.97
全部债务（亿元）	1492.32	1864.00	2556.89	2660.16
营业收入（亿元）	1152.05	1321.80	1505.01	380.02
利润总额（亿元）	29.39	34.78	40.74	9.19
EBITDA（亿元）	58.08	70.74	96.47	--
经营性净现金流（亿元）	58.37	125.30	50.59	27.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.92	2.60	3.05	--
存货周转次数（次）	4.33	4.46	4.23	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.35	0.30	--
现金收入比率（%）	74.92	76.12	73.76	75.52
营业利润率（%）	6.93	6.56	8.19	6.88
总资本收益率（%）	1.63	1.51	1.41	--
净资产收益率（%）	2.36	2.09	1.27	--
长期债务资本化比率（%）	54.35	56.73	48.79	50.52
全部债务资本化比率（%）	61.60	63.52	55.13	56.02
资产负债率（%）	73.12	73.57	65.39	66.26
流动比率（%）	103.60	95.77	85.60	85.00
速动比率（%）	83.70	78.00	65.83	74.19
经营现金流动负债比（%）	4.19	8.14	2.65	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.76	0.55	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	0.94	0.96	0.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.69	26.35	26.50	--

注：1. 公司 2021 年度一季报财务数据未经审计；2. 由于会计政策变更及差错更正，表格中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告中经追溯调整的上期数，2019 年财务数据为 2020 年审计报告中经追溯调整的上期数；3. 其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息部分已计入长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	83.06	166.02	99.20	63.42
资产总额（亿元）	1117.74	1397.52	2368.88	2451.47
所有者权益（亿元）	438.72	476.76	1182.03	1152.99
短期债务（亿元）	219.07	252.97	283.88	211.42
长期债务（亿元）	53.62	123.71	205.83	214.96
全部债务（亿元）	272.69	376.68	489.71	426.38
营业收入（亿元）	289.21	528.76	593.41	143.56
利润总额（亿元）	16.49	22.67	44.30	4.24
EBITDA（亿元）	17.44	23.68	45.32	--
经营性净现金流（亿元）	55.15	106.55	130.58	55.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.11	4.92	5.24	--
存货周转次数（次）	7.89	8.76	8.55	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.42	0.32	--
现金收入比率（次）	113.12	91.95	79.27	98.79
营业利润率（%）	8.58	6.60	11.39	7.60
总资本收益率（%）	1.82	2.11	2.05	--
净资产收益率（%）	2.95	3.77	2.90	--
长期债务资本化比率（%）	10.89	20.60	14.83	15.71
全部债务资本化比率（%）	38.33	44.14	29.29	27.00
资产负债率（%）	60.75	65.89	50.10	52.97
流动比率（%）	86.90	95.73	73.56	70.30
速动比率（%）	76.83	89.48	66.11	69.50
经营现金流动负债比（%）	8.85	13.41	13.33	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.66	0.35	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.63	15.91	10.81	--

注：1. 公司 2021 年度一季报财务数据未经审计；2. 由于会计政策变更及差错更正，表格中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告中经追溯调整的上期数，2019 年财务数据为 2020 年审计报告中经追溯调整的上期数；3. 2018－2020 年，其他应付款、其他流动负债中有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息部分已计入长期债务；4. 未获取公司本部资本化利息数据，故 EBITDA 利息倍数无法计算

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。