信用等级公告

联合[2018] 2062 号

联合资信评估有限公司通过对云南省建设投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南省建设投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“13 滇建工 MTN001”、“14 滇建工 MTN001”、“15 滇建工 MTN001”、“16 滇建工 MTN001”、“17 云建投 MTN001”、“18 云建投 MTN001”、“18 云建投 MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

云南省建设投资控股集团有限公司
跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
13 滇建工 MTN001	5 亿元	2018/10/24	AAA	AAA
14 滇建工 MTN001	5 亿元	2019/3/28	AAA	AAA
15 滇建工 MTN001	15 亿元	2020/10/21	AAA	AAA
16 滇建工 MTN001	15 亿元	2021/1/29	AAA	AAA
17 云建投 MTN001	10 亿元	2020/7/25	AAA	AAA
18 云建投 MTN001	15 亿元	2021/3/9	AAA	AAA
18 云建投 MTN002	15 亿元	2021/4/4	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	225.95	187.95	233.58	249.21
资产总额(亿元)	1542.60	2342.99	3040.46	3163.65
所有者权益(亿元)	377.18	587.72	733.68	825.85
短期债务(亿元)	215.08	224.00	378.68	370.23
长期债务(亿元)	474.83	758.69	919.44	954.73
全部债务(亿元)	689.91	982.69	1298.12	1324.96
营业收入 (亿元)	616.28	820.93	1112.05	238.18
利润总额 (亿元)	17.53	20.92	25.71	5.78
EBITDA(亿元)	33.93	41.87	49.67	--
经营性净现金流(亿元)	-19.88	8.66	22.03	3.13
营业利润率(%)	7.74	7.51	6.76	6.72
净资产收益率(%)	3.71	2.70	2.45	--
资产负债率(%)	75.55	74.92	75.87	73.90
全部债务资本化比率(%)	64.65	62.58	63.89	61.60
流动比率(%)	132.56	130.25	115.95	122.73
全部债务/EBTIDA(倍)	14.00	18.12	18.51	--
经营现金流动负债比(%)	-2.92	0.89	1.63	--
EBITDA 利息倍数	0.99	1.31	2.99	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

[1] “15 滇建工 MTN001”、“16 滇建工 MTN001”、“17 云建投 MTN001”、“18 云建投 MTN001”以及“18 云建投 MTN002”为永续中票，所列到期兑付日按第一次行权日计算。

评级观点

跟踪期内，云南省经济较快发展，云南省建设投资控股集团有限公司（以下称“云南建投”或“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，继续保持着较强的市场竞争力和显著的区域行业地位，并持续获得较大力度的外部支持，公司资产、收入规模保持快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到随着基础设施、棚户区改造等项目投资增加，公司债务规模大幅增长，债务负担重，未来资本支出压力大等因素可能对其信用状况产生不利影响。

云南省经济较快发展，基础设施投资大幅增长，为公司提供了良好的外部环境。同时，公司自身通过对业务多元化布局，收入及利润规模持续提升，凭借其在云南省建筑行业龙头地位及充足的项目储备和云南省区位优势，未来有望维持稳定的经营状况。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“13滇建工MTN001”、“14滇建工MTN001”、“15滇建工MTN001”、“16滇建工MTN001”、“17云建投MTN001”、“18云建投MTN001”、“18云建投MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内云南省经济较快发展，基础设施投资大幅增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为云南省重要的国有资本投资运营主体，得到了各级政府在政策、资本注入、财政补助和项目资源等方面的大力支持。

分析师

张龙景　王 妍

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

3. 公司新签合同充足，为未来收入和利润增长提供良好支撑。

关注

1. 建筑行业竞争激烈，建筑施工成本上涨，公司主营业务毛利率有所下降。
2. 公司应收款项、在建工程占比高，受限资产规模大，资产流动弱，资产质量一般。
3. 随着公司棚户区改造、PPP 项目建设的推进，公司债务规模快速增长，债务负担重，短期偿付压力大。

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。

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。

云南省建设投资控股集团有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为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”），截至2018年3月底，公司注册资本271.79亿元，实收资本275.58亿元[2]，云南省国资委持有其100%的股权。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司本部内设综合办、市场经营部、财务部、改革发展部、投融资业务管理部、投资风险控制部等17个职能部门，并设国际工程部、省外事业部、市政总承包等9个事业部以及党委工作部、工会等5个党群部门。公司纳入合并范围一级子公司共计48家，其中全资子公司42家、控股子公司6家。

截至2017底，公司资产总额3040.46亿元，所有者权益733.68亿元（含少数股东权益228.62亿元）；2017年公司实现营业收入1112.05亿元，利润总额25.71亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额3163.65亿元，所有者权益825.85亿元（含少数股东权益276.29亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入238.18亿元，利润总额5.78亿元。

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。

[2] 注册资本同实收资本不一致，主要系工商变更尚未完成。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评公司存续债券尚需偿还债券余额80.00亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付债券利息，既往付息情况良好。公司存续期债券募集资金主要用于偿还到期债务和补充营运资金。截至2018年6月底，存续债券募集资金均已使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13滇建工MTN001	5	5	2013/10/24	5年
14滇建工MTN001	5	5	2014/3/28	3+2年
15滇建工MTN001	15	15	2015/10/21	5+N*
16滇建工MTN001	15	15	2016/1/29	5+N*
17云建投MTN001	10	10	2017/7/25	3+N*
18云建投MTN001	15	15	2018/3/9	3+N*
18云建投MTN002	15	15	2018/4/4	3+N*
合计	**80**	**80**	--	--

注：N为续期数。
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业分析

公司主营业务为建筑施工，主要业务区域范围位于云南省。

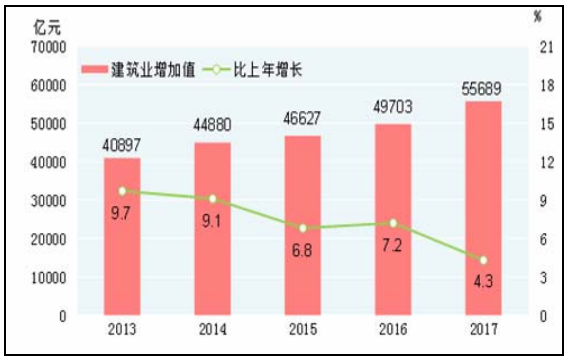
（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017年，全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%；增速同比

有所下降。

图 1　2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



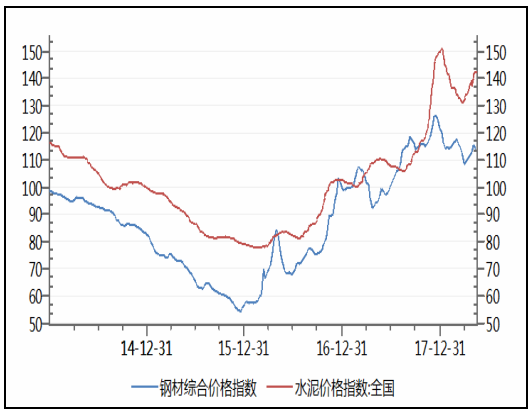
资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2　近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

（3）建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企

业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 区域经济

跟踪期内，云南省经济较快发展，产业结构不断优化，同时基础设施投资的大幅增长将进一步拉动云南省建筑业市场需求，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《云南省2017年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017年云南省生产总值达16531.34亿元，比上年增长9.5%，高于全国2.6个百分点。其中，第一产业完成增加值2310.73亿元，增长6.0%；第二产业完成增加值6387.53亿元，增长10.7%，第三产业完成增加值7833.08亿元，增长9.5%。三次产业结构由上年的14.8∶38.5∶46.7调整为14.0∶38.6∶47.4。全省人均生产总值达34545元，比上年增长8.8%。

2017年云南省固定资产投资（不含农户）18474.89亿元，增长18%。分三次产业看，第一产业投资896.00亿元，增长42.4%；第二产业投资2846.90亿元，下降0.1%，其中工业投资完成2846.40亿元，下降0.1%；第三产业投资完成14731.99亿元，增长20.9%。民间固定资产投资5974.87亿元，增长11.0%，占全省固定资产投资的比重为32.3%。基础设施投资完成7364.87亿元，增长32.3%，增速较上年回升3.3个百分点，占全省固定资产投资的比重达到39.9%。

2017年云南省全年房地产开发投资2786.25亿元，比上年增长3.6%，其中，商品住宅投资1743.91亿元，增长6.6%；办公楼投资144.36亿元，下降9.7%；商业营业用房投资485.77亿元，下降2.3%。全年商品房施工面积21085.35万平方米，比上年增长2.4%；商品房屋竣工面积2419.63万平方米，增长14.4%；商品房销售面积4327.18万平方米，增长18.9%；商品房销售额2561.19亿元，增长33.6%。

建筑业方面，2017年云南省全社会建筑业增加值2130.91亿元，比上年增长11.5%。全年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4726.36亿元，比上年增长22.2%；实现利润169.5亿元，增长15.1%；上缴税金160.5亿元，增长3.2%。

2018年1~3月，云南省生产总值3393.06亿元，同比增长9.3%。其中，第一产业完成增加值300.91亿元，增长5.1%；第二产业完成增加值1491.91亿元，增长11.2%，第三产业完成增加值1600.24亿元，增长8.2%。固定资产投资（不含农户）同比增长14.6%。建筑业总产值929.57亿元，同比增长20.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为云南省国资委。截至2018年3月底，公司注册资本271.79亿元，实收资本275.58亿元，云南省国资委持有其100%的股权。

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，同时伴随业务量的快速增长，公司区域行业龙头地位进一步巩固。

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，近两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，其中2015~2017年国内新签合同额年均复合增长约30%，区域行业龙头地位更加巩固。截至2018年3月底，公司已连续26次入选中国企业500强；连续8次入选ENR250强（美国工程新闻录杂志）位列159位，目前在中国承包商80强中位列第5位，中国建筑业竞争力200强企业第6位，在中国100大跨国公司及跨国指数排名中位列第83位。

跟踪期内，公司增加多项建筑企业主项、增项资质，获得多个建筑工程奖项。截至2017年底，公司拥有建筑企业主项和增项资质共387项，其中总承包类资质156项，专业承包类资质153项，其他工程建筑相关资质78项。目前云南建投、子公司云南建设总承包公司、云南建投第二建设有限公司、云南建投第三建设有限公司和云南建设第四建设有限公司分别拥有建筑施工总承包特级资质，云南建投第二建设有限公司还拥有市政公用工程施工总承包特级资质。截至2018年3月底，公司累计获得全国建筑工程鲁班奖34项，中国水利优质工程大禹奖1项，中国土木工程詹天佑大奖1项，国家优质工程奖66项，部省级优质工程奖496项，国家级工法26项，发明专利47项，实用新型专利615项，主编国家行业标准31项。

3. 外部支持

跟踪期内，云南省一般公共预算收入稳步增长，但财政自给能力弱，债务负担重。由于公司承接了大量保障房、棚改项目，同时又作为云南省重点骨干企业，公司持续获得云南省政府资本金注入、财政补贴方面的支持。

根据云南省财政厅公布的数据，2017年云南省地方一般公共预算收入1886.2亿元，比上年同口径增长6.2%，其中税收收入1233.8亿元，同比增长8.5%，非税收入652.3亿元，同比增长2.1%；地方一般公共预算支出5713亿元，增长13.8%，财政自给率33.02%。云南省获中央各项补助收入3010.8亿元。云南省政府性基金收入731.9亿元，增长69.5%；政府性基金支出614.5亿元，增长41.8%。截至2017年底，云南省政府债务余额6736.8亿元。总体看，云南省一般公共预算收入稳步增长，但财政自给能力弱，债务负担重。

公司子公司云南省城乡建设投资有限公司（以下简称“城乡投公司”）作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司，在资本金注入、财政补贴等方面获得云南省各级政府的大力支持，同时公司作为云南省国资委监管和管理的重点骨干企业之一，每年均获得一定金额的国有资本金注入支持。

2017年，根据云国资产权〔2017〕73号文件，公司将2015~2017年收到的财政补助资金转增国家资本金6.84亿元；根据云财资〔2017〕290号、云财资〔2017〕366号文件，公司收到云南省财政厅拨付的国家资本金2.3亿元。

2017年，公司分别收到棚户区、保障房三级财政补助资金0.81亿元、10.36亿元，计入“资本公积”科目；收到与经营活动相关补助1502.92万元，计入“其他收益”科目；收到与经营活动无关补助2536.08万元，计入“营业外收入”。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信

用代码：G1053010103680100N），截至2018年6月13日，公司已结清和未结清信贷信息中无关注和不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

另外，就公司下属子公司云南京鹏房地产开发有限公司（以下简称“京鹏公司”）同重庆国际信托股份有限公司（以下简称“重庆信托”）信托借款偿付事件，根据《云南省房地产开发经营（集团）有限公司关于下属子公司云南京鹏房地产开发有限公司已全额还清重庆国际信托股份有限公司借款本息的公告》，该笔信托借款到期日为2018年5月26日，京鹏公司、重庆信托以及云南省房地产开发经营（集团）有限公司于2018年5月25日就该债务还本付息达成共识，并签署协议，对此笔借款本金及利息的剩余贷款本金延期6个月或京鹏公司也可选择提前偿还本金及利息。在约定期限内，京鹏公司已于2018年6月12日提前全额偿还本息，其中归还剩余本金2.80亿元，归还利息0.47亿元。

截至2018年7月9日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、高管人员及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，主营业务收入大幅增长，但由于建筑施工成本上涨，公司主营业务毛利率下降。

跟踪期内，公司仍以建筑施工为主业，主要负责云南省内公路、市政、保障房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。2017年公司主营业务收入同比增长34.67%，主要系建筑工程和贸易收入大幅增长。

从具体业务板块看，2017年公司建筑工程业务收入增长22.36%，主要系公司加大基础设施、保障房等项目投资规模从而带动建筑施工业务增长（2017年公司完成投资额650亿元，同比增长28.06%，2018年计划保持650亿投资规模）。公司贸易收入增长89.62%，主要系钢材价格上涨以及主要贸易商品成交量增加。公司房地产收入增长163.83%，主要系2017年销售结转较多，同时相应项目均价有所提升。另外，公司保障房管营收入较上年增长130.73%，主要系当期竣工交付较多所致。公司其他业务仍主要为建筑设备可研、勘察设计和建筑设备生产及租赁等业务，规模相对较小。

从毛利率看，2017年公司主营业务毛利率6.69%，较上年下降1.25个百分点，主要系建筑工程营业成本增长，建筑工程毛利率下降。公司贸易业务毛利率相对稳定，但毛利率水平较低。房地产业务毛利率受结转收入项目开发成本不同，毛利率提升至18.28%。由于公司仅将保障房建设管理费及投资收益部分确认收入，公司保障房管营业务毛利率仍处于较高水平。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入237.76亿元，较上年同期增长12.73%，主要系贸易收入增长。公司主营业务毛利率6.94%，较2017年略有上升。

表3　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
建筑工程	694.92	85.20	7.29	850.33	77.19	5.30	183.42	77.15	6.24
贸易	70.45	8.64	1.31	133.59	12.13	1.70	33.13	13.94	1.30
房地产	24.55	3.01	15.19	64.77	5.88	18.28	3.34	1.41	10.78
建筑工业	11.58	1.42	15.18	31.01	2.81	13.46	6.27	2.64	12.44

保障房管营收入	3.84	0.47	77.10	8.86	0.80	52.39	0.69	0.29	89.86
特许经营收入	4.58	0.56	70.29	5.91	0.54	63.35	1.27	0.53	52.76
其他	5.76	0.71	25.94	7.19	0.65	26.77	9.64	4.05	22.72
合计	**815.67**	**100.00**	**7.94**	**1101.66**	**100.00**	**6.69**	**237.76**	**100.00**	**6.94**

资料来源：公司提供

2．经营分析

（1）建筑工程业务

跟踪期内，公司投资加大带动建筑施工业务快速增长，项目储备充足，业务可持续性强。原材料价格上涨，建筑施工毛利率下降。

①　国内建筑工程项目

公司国内建筑业务板块主要系在云南省内进行的基础设施建设、棚户区改造建设、公路建设工程以及各类市政工程。跟踪期内公司建筑施工业务保持快速增长趋势，主要系公司加大了基础设施、棚户区改造等项目投资规模。

表4　近年公司国内建筑新签合同分类情况（单位：亿元、个）

项目	合同类别	2016年	2017年	2018 年 1-3 月
新签合同额	房建	450.00	480.81	183.17
	市政	173.76	213.55	63.73
	公路	227.20	506.12	96.25
	其他	220.55	375.98	71.99
	合计	**1071.51**	**1576.46**	**415.14**
新签项目数量		**1394**	**2202**	**438**
完工合同额		**800.95**	**1053.67**	**230.54**

资料来源：公司提供

从新签合同额看，近年来公司投资业务带动国内新签合同额不断增长，2017 年大幅增至 1576.46 亿元。公司国内建筑施工业务仍以房建、市政和路桥类为主，其中公路项目新签合同额增幅较大，主要系公司参与投资了较多高速公路 PPP 建设项目。2018 年 1~3 月，公司新签合同额为 415.14 亿元，为 2017 年全年水平的 26.33%。公司房建所签合同业主方主要为中央及地方大型房地产公司、地方性国有企业、国有投资公司等，市政、路桥所签合同业主方主要为当地政府、基础设施建设主管单位等。

表5　2017年公司国内新签合同中重点项目（单位：亿元）

合同名称	合同额	业主方
红河州南部高速公路工程（元阳至绿春段）	122.99	红河州元绿高速公路投资建设开发有限公
蒙自至屏边高速公路政府和社会资本合作（PPP）工程总承包	52.80	云南省建设投资控股集团有限公司
云南省高速公路网 S19 广南至兴街高速广南至那洒段政府和社会资本合作	47.15	文山市交通运输局
元江至蔓耗高速公路（玉溪段）	46.45	玉溪市元蔓高速公路投资建设开发有限公
红河州滇南中心城市群现代有轨电车示范线项目	40.41	红河州现代有轨电车有限公司
合计	**309.80**	**----**

资料来源：公司提供

从在建项目看，公司房建项目单个项目规模较小，业务集中度较低，截至 2017 年底公司主要房建项目包括滇池明珠广场项目、高新区职工住房、苏家村及东站新村片区旧城改建、昆明滇池国际会展中心等项目。公司市政项目以公司承接的 BT 项目为主，截至 2017 年底，主要在建市政项目包括长水机场至杨林经济技术开发区道路建设项目（一期）、曲靖市中心城区“五纵五横”城市主（次）干道改造项目、富源县城北片区、西片区 14 条市政道路新建、改扩建项目等。公司路桥项目主要为高速公路 PPP 项目，投资主体主要为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”），收益平衡方式主要为使用者付费和可行性缺口补助。截至 2017 年底，公司承接的前十大 PPP 项目合计总投资 1059.49 亿元，已完成投资 341.42 亿元。公司承接的 PPP 项目投资规模大、回款周期长。

表6　截至2017年底公司前十大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	施工合同额	已投资	建设期	运营期
元江至蔓耗高速公路（红河段）项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	55%	208.59	163.38	69.56	3	30
云南省香格里拉至丽江高速公路工程	云南省交通运输厅	90%	194.41	177.52	124.64	5	30
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	123.02	10.08	3	30
玉溪市大开门至戛洒高速公路项目	玉溪市人民政府	70%	108.34	--	45.54	--	--
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	65.63	10.17	3	30
滇南中心城市群现代有轨电车示范线项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	51%	72.33	40.41	14.28	2	30
广南至兴街高速公路广南至那洒段	文山壮族苗族自治州人民政府	90%	68.27	52.15	15.03	3	30
保山市中心城市地下综合管廊项目	保山市住房和城乡建设局	52.60%	67.6	51.43	28.26	2	30
红河州蒙自至屏边高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	62.43	52.80	8.95	3	30
元江至蔓耗高速公路（玉溪段）项目	玉溪市人民政府	70%	55.52	--	14.91	--	--
合计	--		**1059.49**	--	**341.42**	--	--

资料来源：公司提供

从原材料采购方面看，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。2017 年，公司钢材及混凝土平均采购价格有所增长，其中 2017 年钢材平均采购价格较上年增长 28.40%；混凝土平均采购价格较上年增长 8.89%；水泥平均采购价格有所下降。

表7　公司主要原材料采购情况

材料名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
混凝土	采购量（万立方米）	485.15	866.21	209.51
	平均采购价（元/立方米）	336.40	366.32	368.91
水泥	采购量（万立方米）	226.47	158.55	44.43
	平均采购价（元/立方米）	298.68	267.41	296.49
钢材	采购量（万立方米）	200.37	228.83	52.25
	平均采购价（元/立方米）	2568.34	3297.86	3744.07

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公司混凝土部采购量（占比约为 42%）。

② 国外建筑工程项目

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。2017年公司对外承包工程新签合同额44492

万美元，较上年增长8.06%；完成营业额33499万美元，较上年减少8.38%。2018年一季度，公司新签合同额27729万美元，完成营业额6760万美元。截至2017年底，公司主要对外在建项目包括赤道几内亚体育学院项目、缅甸陶塔曼度假村项目、沙特阿尔大学宿舍项目项目等，主要在建项目签约合同总额267.64亿元。

表8　截至2017年底公司境外前十大在建项目情况统计

项目名称	业主单位	合同额（万元）	工期
赤几体育学院项目	赤道几内亚共和国国家	2320007.00	1080 天
老挝数字广播电视全国网项目	云南无线数字电视文化传媒有限公司	90274.01	36 个月
柬埔寨昊利旅游娱乐综合体项目土建工程	Gloden Sun Sky EntertainmentCo.,LTD	70000.00	20 个月
缅甸陶塔曼度假村项目	缅甸陶塔曼诚信公司	64000.00	12 个月
缅甸第二中央商务区（一区）	First Myanmar constructionco,Ltd	33230.32	545 天
达贡高尔夫度假村项目	宝运集团有限公司	25950.83	24 个月
印尼泗水垃圾处理厂气化发电项目	PT.Sumber Organik	20000.00	18 个月
援吉布提国家图书档案馆项目	中国商务部	19505.12	36 个月
沙特 FADHILI 天然气处理项目钢结构、设备管道安装工程	沙特阿拉伯石油公司	17616.61	22 个月
老挝人民军 103 医院综合医疗楼、中方专家楼建筑安装工程	第四军院大学第一附属医院	15768.98	518 天
合计		**2676352.87**	--

资料来源：公司提供

（2）贸易业务

跟踪期内，公司贸易品种、交易结算方式、上下游渠道等未发生变化。受钢材价格上涨以及交易量增加的影响，公司贸易收入大幅增长。

公司贸易业务经营主体为物流公司以及公司混凝土部，贸易品种主要为钢材、水泥、混凝土和焦炭。2017年公司贸易收入133.59亿元，较上年大幅增长，主要系受整体市场影响，公司钢材及混凝土销售单价出现不同程度的上涨，同时焦炭交易量增加。

公司主要供货方有云南德胜钢铁有限公司、昆明钢铁有限公司、华新水泥有限公司、云南水泥建材集团有限公司等，均为地方行业中规模较大、信誉度较高的企业。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上海铜道电子商务有限公司、云南昆钢国际贸易有限公司等，以云南省内企业为主。2017年前五大销售客户52.25亿元，占比39.64%，客户集中度一般。

表9　公司近两年贸易业务经营情况

商品品种	销售金额（含税，亿元）		销售单价（元/吨）		采购单价（元/吨）	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
钢材	44.56	78.00	2603.39	3341.23	2568.34	3297.86
水泥	2.19	4.33	299.02	273.97	298.68	267.41
混凝土	12.57	29.20	337.66	348.56	336.40	366.32
焦炭	0.46	22.06	--	--	--	--
合计	**59.78**	**133.59**	/		/	

资料来源：公司提供

（3）房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务各项经营指标大幅上涨，土地储备充足，在建项目投资规模大，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。

受房地产市场环境影响，2017 年公司新开工面积、竣工面积、签约销售面积均较上年大幅增长。截至 2018 年 3 月底，公司主要已完工在售项目有建义家园、建礼家园、建信商业中心等，未售面积 27.99 万平方米，预计回款金额 16.94 亿元，预计 2018 年回款 10.57 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司在建地产项目主要为兴锦嘉园、阳宗海明湖湾项目、大理嘉策广场项目等，总投资 170.35 亿元，已投资 38.34 亿元。

表10　公司房地产业务主要经营情况（单位：万平方米、元/平方米）

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
新开工面积	22.30	40.28	0.00
竣工面积	11.68	77.52	0.00
期末土地储备面积	116.90	178.41	181.80
签约销售面积	11.11	45.26	0.86
签约销售均价	6512.35	6770.00	6902.00

资料来源：公司提供

从土地储备情况看，截至 2018 年 3 月底，公司剩余可开发土地 181.80 万平方米，土地储备充足，但主要集中于云南和贵州县镇级地区，拿地均价相对较低，主要用于商业住宅开发，受区域房地产景气度和房地产调控政策的影响较大。

（4）保障房建设及棚户区改造

跟踪期内，公司无新增保障房及棚户区改造项目，存续项目有序推进；上述项目均有配套贷款，公司自身融资压力较小；跟踪期内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，联合资信将对后续项目移交回款情况保持持续关注。

公司下属子公司城乡投公司以及西南交通建设集团股份有限公司（以下简称“西南交建”）承担着协调各区县开展保障房及棚户区改造项目的投融资任务。公司承接的保障房、棚改项目分代建类和省级统贷类。

① 代建项目

公司与项目所在地政府签订代建协议，无需公司参与项目后续运营，自项目竣工验收合格后移交给所在地政府。所在地政府将工程费用按工程进度拨付公司，代建费（建设进度成本加成 2.00%~2.50%）每半年拨付一次，待审计部门完成项目总投资审定后 7 个工作日内一次性将余额拨付公司。账务方面，代建项目投资计入长期应收款，收到政府拨付资金时计入长期应付款。

② 省级统贷项目

公司以省级统贷项目建设模式开展的项目建设资金主要来源为银团贷款及三级政府补助资金（中央补助资金、省级补助资金和地方配套资金，以下简称“三金”）；银团贷款本息偿付资金来源由项目所在地土地出让金返还、15%配建商业设施的销售收入、不超过建设套数 40%“先租后售”收入共同构成，对上述收入仍不能涵盖贷款本息的，由云南省财政安排财政性资金偿还（已签订《差额补足协议》）；项目建成后公司自行管理、移交政府进行管理或委托第三方机构进行管理。

财务方面，收到政府拨付三金时计入资本公积。按协议约定，公司应根据项目建设进度，按投资额的 3.00%收取管理费并按投资额的

2.00%确认建设业务回报（两项合计 5%），计入营业收入，其中管理费计入开发间接费\综合服务费，业务回报计入应收账款\保障房投资回报。

公司省级统贷项目均有银行配套借款，通常借款期限为 15~20 年。各州市政府按借款合同中约定的还款计划将资金支付给公司后由公司进行借款偿还，公司将其偿还的建设资金计入“处置固定资产和其他长期资产收回的现金”。

跟踪期内，公司无新增统贷项目，仍为原有的保障房和棚户区改造项目。前期存续项目总投资1113.62亿元，截至2018年3月底已完成投资833.71亿元。公司省级统贷保障房项目均已完工，省级统贷棚户区改造项目部分子项目主体仍在施工。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司主要保障房及棚改项目建设情况（单位：亿元）

建设模式	项目名称	区　域	计划总投资额	已投资额
代建项目	2011年保障房项目	楚雄、昭通	3.43	5.04
	2014年保障房项目	玉溪、楚雄、保山	8.70	6.67
	楚雄市2015年保障性住房建设项目	楚雄	0.41	0.33
	思茅区2013年保障房（普洱人家北侧地块）建设项目	思茅区	3.47	--
	鲁甸县2012年城镇保障性安居工程建设项目配套市政道路	昭通市鲁甸县	0.37	0.16
小　计			**16.38**	**12.20**
省级统贷项目	2012年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目	昆明、楚雄等8个州（市）	186.69	186.00
	2013年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目	楚雄、玉溪等8个州（市）	114.95	94.76
	2013—2017年保山棚户区改造（一期）项目	保山市、昭通市、曲靖市、玉溪市	403.83	285.03
	2013—2017年云南省棚户区改造（四期）项目	昆明市等8个州（市）	268.53	189.32
	西交章嘎片区等14个地块的棚户区改造项目	临沧市、文山州等	123.24	66.40
小　计			**1097.24**	**821.51**
合　计			**1113.62**	**833.71**

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率看，2017 年公司销售债权周转次数较上年有所下降，为 1.95 次，存货周转次数较上年上升，为 5.16 次，总资产周转次数较上年变动较小，为 0.41 次。总体看，公司整体经营效率一般。

4. 未来发展

公司未来将致力提升“五大核心竞争力”，包括投融资能力、工程总承包能力、“走出去”能力、综合管控能力和资源整合能力。公司将紧抓国家“一带一路”和云南辐射中心定位的重大战略机遇，坚持“工程总承包+投资引领”双轮驱动模式；推动资本金资本、技术标准、建筑劳务“走出去”；坚持以内控体系建设为抓手，信息化建设为支撑；坚持主材集中采购供应及大宗材料采购，持续提升生产、经济、职能管理；坚持以市场化为导向，强化市场、资本、产业“三个结合”，充分利用三家整合后形成的集团品牌、资金、人才、专业施工优势，强化资源整合力度，不断优化业务布局。2018 年公司确立了完成投资额 650 亿元，实现营业收入 1300 亿元，新签合同额 1500 亿元，实现利润 30 亿元以上，资产总额超 3500 亿元，净

资产 1080 亿元，资产负债率控制在 70%以内等经济指标任务。

表12　近三年公司基础设施、保障房等项目投资情况（单位：亿元）

投资领域	2015年	2016年	2017 年
基础设施	--	162.40	359.68
保障房	66.01	26.67	18.03
房地产	32.07	38.11	49.18
棚户区改造	107.37	238.95	173.61
股权	94.18	13.42	13.46
经营性项目	51.65	20.99	-
其他	2.42	7.02	36.04
合计	353.70	507.56	650.00

资料来源：公司提供。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018年1~3月财务数据未经审计。

合并范围方面，2017年底公司纳入合并范围一级子公司共计48家，较上年底增加5家，均为非同一控制下合并新增，合并范围的变化对公司合并口径财务数据可比性影响较小。

1．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，公司资产总额快速增长。公司资产中应收账款、在建工程占比高，受限资产规模大，资产质量一般。

2017年公司资产总额同比增长29.77%，主要来自应收账款、在建工程和其他非流动资产的增加。

表13　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	186.72	7.97	232.27	7.64	247.62	7.83
应收账款	480.12	20.49	659.56	21.69	657.88	20.79
预付款项	60.11	2.57	66.82	2.20	80.79	2.55
其他应收款	355.82	15.19	357.36	11.75	386.48	12.22
存货	183.23	7.82	216.29	7.11	226.65	7.16
流动资产	**1272.84**	**54.33**	**1563.58**	**51.43**	**1633.20**	**51.62**
可供出售金融资产	28.77	1.23	43.56	1.43	44.56	1.41
长期应收款	145.76	6.22	111.67	3.67	121.28	3.83
固定资产	58.24	2.49	64.39	2.12	63.50	2.01
在建工程	466.45	19.91	768.64	25.28	812.43	25.68
无形资产	53.36	2.28	58.41	1.92	58.07	1.84
其他非流动资产	279.92	11.95	372.41	12.25	372.69	11.78
非流动资产	**1070.15**	**45.67**	**1476.88**	**48.57**	**1530.45**	**48.38**
资产合计	**2342.99**	**100.00**	**3040.46**	**100.00**	**3163.65**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2018年一季度财报整理。

2017年底，公司流动资产1563.58亿元，同比增长22.84%，主要来自货币资金、应收账款及存货增加。公司货币资金232.27亿元，同比增长24.40%，其中受限资金为12.39亿元（占比5.33%），主要是保证及存单质押金。公司应收账款659.56亿元，同比增长37.37%，主要为应收工程进度款和质保金，从采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄结构来看，1年以内的占67.03%，1~2年的占19.14%，2~3年的占8.80%，3年以上的占5.03%，计提坏账准备3.80亿元。应收账款中前五名欠款单位欠款额合计51.21亿元，占比7.72%，集中度较低。其他应收款357.36亿元，同比增长0.43%，主要为工程质量保证金、往来款和城乡投公司代付拆迁补偿款等。从采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款账龄看，账龄在1年以内的占比为40.46%，1~2年的占比为44.92%，2~3年的占比为9.88%，3年以上的占比为4.74%，计提坏账准备0.82亿元。公司其他应收款前五名合计164.66亿元，占比45.98%，集中度一般。公司存货为216.29亿元，同比增长18.05%，主要系房地产开发成本增加，其中房地产开发成本占73.03%，房地产开发产品占18.24%，原材料占4.70%。

表14　2017年底公司前五名其他应收款情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	占其他应收账款总额的比例
保山中心城区棚户区改造建设指挥部	拆迁补偿款	81.89	22.86
昭阳区棚户区改造建设指挥部	拆迁补偿款	45.45	12.69
云南石锁高速公路有限公司	代垫款	19.73	5.51
曲靖市南部新城棚户区改造建设工作领导小组指挥部	拆迁补偿款	11.20	3.13
宣威是人民政府	货币补偿款	6.40	1.79
合计	--	**164.66**	**45.98**

资料来源：审计报告

2017 年底，公司非流动资产合计 1476.88 亿元，同比增长 38.01%，主要体现为在建工程和其他非流动资产的增加。公司可供出售金融资产 43.56 亿元，同比增长 51.42%，主要系新增昭通市昭沪高速公路投资开发有限公司股权投资 8.50 亿元、新增云南弥玉高速公路投资开发有限公司股权投资 4.00 亿元、增加富滇银行股份有限公司股权投资款 2.25 亿元。公司长期应收款 111.67 亿元，同比下降 23.38%，其中应收 BT 项目款 38.34 亿元、五里多片区土地一级整理 33.86 亿元、农危改和抗震安居资金 33.52 亿元。公司固定资产账面价值 64.39 亿元，同比增长 10.55%，从构成来看，房屋建筑物占 84.14%，机器设备占 9.38%%。公司在建工程为 768.64 亿元，同比增长 64.78%，主要系保障房棚户区改造项目以及香丽高速、元江至蔓耗高速等主要高速公路项目投入增加。公司无形资产 58.41 亿元，较上期变动较小，其中土地使用权 28.30 亿元、特许经营权 30.67 亿元。公司其他非流动资产 372.41 亿元，同比增长 33.04%，其中完工待移交保障房棚户区项目 313.61 亿元，占比 84.21%。

2017 年底公司货币资金（各类保证金及冻结）、应收账款、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产、在建工程和其他非流动资产由于借款抵押涉及的资产金额合计 564.06 亿元，占总资产 18.55%，公司受限资产规模较大。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 3163.65 亿元，较 2017 年底增长 4.05%。其中，货币资金增加 15.35 亿元、其他应收款增加 29.12 亿元、在建工程增加 43.79 亿元，其他科目变动相对较小。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，稳定性一般；伴随业务规模的扩张，公司债务规模大幅增长，目前债务负担较重。

2017年底公司所有者权益合计（含少数股东权益）733.68亿元，同比增长24.83%，主要

来自其他权益工具和少数股东权益的增加。公司实收资本274.09亿元，较2016年底增加9.14亿元，主要系公司当期将政府补助资金转增国家资本金6.84亿元，同时收到云南省财政厅拨付的国家资本金2.30亿元。公司资本公积122.60亿元，较2016年底增加9.02亿元，主要系当期收到棚户区、保障房三级财政补助资金和资本公积转增实收资本综合影响所致。公司其他权益工具69.34亿元，占比大幅增至31.16%，主要系公司2017年发行永续中票“17云建投MTN001”、可续期公司债“17云建Y1”、“17云建Y3”，共募集资金40.00亿元。公司少数股东权益228.62亿元，同比大幅增长52.87%，主要系子公司基础设施投资公司以PPP模式投资项目成立多家合资子公司，带动公司少数股东权益大幅增加。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计825.85亿元，较上年底增长12.56%，主要来自其他权益工具和少数股权权益的增加。其他权益工具增加主要系公司发行永续中票“18云建投MTN001”。

表15　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	123.61	7.04	226.52	9.82	215.94	9.24
应付账款	526.74	30.01	603.57	26.16	594.65	25.44
其他应付款	146.64	8.35	215.08	9.32	218.69	9.35
一年内到期的非流动负债	78.93	4.50	116.06	5.03	119.16	5.10
流动负债	**977.24**	**55.67**	**1348.49**	**58.46**	**1330.73**	**56.92**
长期借款	682.12	38.86	873.81	37.88	929.01	39.74
非流动负债	**778.03**	**44.33**	**958.29**	**41.54**	**1007.06**	**43.08**
负债总额	**1755.27**	**100.00**	**2306.79**	**100.00**	**2337.79**	**100.00**
实收资本	264.94	45.08	274.09	37.36	275.58	33.37
其他权益工具	29.55	5.03	69.34	9.45	99.30	12.02
资本公积	119.01	20.25	122.60	16.71	131.62	15.94
少数股东权益	149.55	25.45	228.62	31.16	276.28	33.45
所有者权益合计	**587.72**	**100.00**	**733.68**	**100.00**	**825.85**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2018年一季度财报整理。

2017年底，公司负债2306.79亿元，同比增长31.42%，主要来自短期借款和长期借款的增加。公司流动负债占比较高。

2017年底，公司流动负债1348.49亿元，同比增长37.99%，主要来自短期借款、应付账款的增加。公司短期借款226.52亿元，同比增长83.25%，其中信用借款156.07亿元、保证借款53.65亿元、抵质押借款16.76亿元。公司应付账款603.57亿元，同比增长14.58%，主要为应付材料款、工程款，从账龄看，1年以内占比73.69%，1~2年占比16.25%，2年以上占比10.06%。公司其他应付款为215.08亿元，同比增长46.68%，主要系往来款增加。公司其他应付款主要由往来款、代收代扣款、保证金（质保金）、保障房还贷资金等构成，其中往来款占69.33%。公司一年内到期的非流动负债116.06亿元，其中一年内到期的长期借款76.98亿元、一年内到期的应付债券38.68亿元。

2017年底，公司非流动负债为958.29亿元，同比增长23.17%，主要系基础设施、棚改区改造项目项目贷款增加所致。公司长期借款873.81亿元，同比增长28.10%，其中质押借款占比63.99%、抵押借款占比16.14%、信用借款占比15.88%。公司应付债券45.63亿元，同比减少40.41%，主要系“12滇建工MTN001”“14滇建工PPN002”等债券到期兑付。公司长期应付

款22.49亿元，较上期大幅增加，主要系本期收到地方政府新增债券转贷资金以及新增融资租赁款增加所致。

截至2018年3月底，公司负债总额2337.79亿元，较2017年底增长1.34%，主要系长期借款增长所致。较2017年底，公司长期借款增加55.20亿元，应付债券减少19.91亿元，其他科目变动相对较小。

随着业务规模扩张，公司债务规模大幅增长，2017年底全部债务1298.12亿元，同比增长32.10%，其中短期债务占比29.17%，长期债务占比70.83%。公司资产负债率、全部债务资本化比率较上年略有上升，长期债务资本化比率略有下降，2017年底分别为75.87%、63.89%和55.62%。若将长期应付款中应付融资租赁款纳入有息债务核算，公司调整后长期债务929.59亿元，调整后全部债务1308.27亿元，调整后全部债务资本化比率为64.07%。

2018年3月底，公司全部债务1324.96亿元，较2017年底增长2.07%，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率较2017年底有所下降，分别为73.90%、61.60%和53.62%。若将长期应付款中应付融资租赁款纳入有息债务核算，公司调整后长期债务964.88亿元，调整后全部债务1335.11亿元，调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率分别为61.78%、53.88%。考虑到公司较大规模的永续债券，公司实际债务杠杆高于上述指标值，公司债务负担较重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润规模有所增长，但建筑施工行业竞争激烈，同时施工成本上涨，公司建筑施工业务盈利能力较弱。

2017年公司实现营业收入1112.05亿元，同比增长35.46%；营业成本1031.55亿元，同比增长37.32%，增速快于营业收入。当期公司营业利润率较上年下降0.75个百分点至6.76%。

从期间费用看，公司期间费用主要由管理费用、财务费用构成，2017年公司管理费用30.50亿元，同比增长3.26%；财务费用15.46亿元，同比增长41.05%。公司期间费用率下降至0.80个百分点至4.25%。整体看，公司期间费用保持较低水平、控制情况较好。

2017年，公司实现投资收益0.92亿元、资产处置收益0.40亿元，获政府补助0.40亿元。公司利润总额25.71亿元，同比增长22.88%。

从主要盈利指标看，2017年公司总资本收益率下降1.35个百分点至1.69%，净资产收益率下降0.25个百分点至2.45%。盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 238.18 亿元，较上年同期增长 12.73%；利润总额 5.78 亿元，较上年同期增长 16.14%。公司营业利润率为 6.72%，较上年同期下降 0.83 个百分点。

4．现金流分析

跟踪期内，随项目投资规模增加，公司投资活动现金流出持续大幅增长，经营活动产生的现金流量净额有限，公司对外部筹资存在很强的依赖。

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入快速增长，其中销售商品、提供劳务收到的现金795.32亿元，同比增长23.87%；收到其他与经营活动有关的现金125.07亿元，同比下降17.68%，主要为往来款和保证金。公司现金收入比由上年78.21%下降至71.52%，收现质量有待提高。公司经营活动现金流出快速增长，其中购买商品、接受劳务支付的现金625.03亿元，同比增长14.43%；支付其他与经营活动有关现金192.84亿元，同比增长12.68%，主要为往来款和支付的保证金。公司经营活动产生的现金流量净额为22.03亿元，同比增长154.57%。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入大幅增长，其中处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金72.35亿元，同比增长119.41%，主要为棚改和保障房建设项目收到政府支付的还款资金；收到其他与投资活动有关现金42.31亿元，同比下降21.73%，主要为收

回委托贷款、预收代建项目建设资金。公司投资活动现金流出快速增长，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金412.95亿元，同比下降2.35%，主要系保障房、棚户区等项目的建设支出；支付其他与投资活动有关的现金82.36亿元，同比增长154.49%，主要为BT项目投资款和支付的委托贷款。公司投资活动产生的现金流量净额为-410.36亿元。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入快速增长，其中吸收投资收到的现金为125.59亿元，同比增长59.94%，主要为收到的项目资本金、其他权益工具及政府注资款等；取得借款所收到的现金为646.68亿元，同比增长18.15%；收到其他与筹资活动有关的现金12.55亿元，主要为银行承兑汇票贴现资金。公司筹资活动现金流出快速增长，其中偿还债务支付的现金271.34亿元，同比增长11.64%，分配股利、利润或偿付利息支付的现金76.73亿元，同比增长68.39%。公司筹资活动产生的现金流量净额429.39亿元，同比增长25.01%。

2018年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为191.81亿元，现金收入比为80.53%；公司购买商品、接受劳务支付的现金181.61亿元。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为172.00亿元和152.87亿元，款项性质与上年基本一致，经营活动现金流量净额为3.13亿元。同期，公司支付投资活动延续了往年的净流出态势，由于公司下属城乡投公司保障房棚改支出规模较大，投资活动现金流量净额为-107.45亿元。同期，公司筹资活动现金流入209.77亿元，其中公司吸收投资收到的现金90.83亿元，主要为子公司吸收少数股东投资的现金和城乡投公司收到财政部门拨入保障房建设资金；取得借款收到借款118.94亿元。公司筹资活动现金流出92.58亿元，以偿还债务、偿付利息为主。公司筹资活动现金流量净额为117.19亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务规模大，短期偿付压力大。考虑到公司间接融资渠道畅通，外部支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别下降至115.95%和99.91%。2018年3月底公司流动比率和速动比率较2017年底略有上升，分别为122.73%和105.70%。2017年，公司经营现金流动负债比由上年0.89%上升至1.63%。公司短期债务规模大，现金类资产尚不能完全覆盖，短期偿付压力大。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为49.67亿元，全部债务/EBITDA为18.51倍，调整后全部债务/EBITDA为18.72倍。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，因此公司整体偿债能力尚可。

截至2018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2461.69亿元，未使用授信额度1606.82亿元。公司间接债务融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保金额2.11亿元，担保比率3.77%，担保比率低，或有负债风险较小。

九、存续期内债券偿债能力

公司一年内到期债券规模较大，但现金类资产对短期到期债券覆盖程度高。公司EBITDA对未来集中到期债券覆盖程度较高。整体看，公司对存续期内债券的偿还保障能力较好。

截至2017年底，公司存续债券余额154.60亿元（含永续债券），一年内到期兑付债券38.68亿元，2020年可能将达到存续债券待偿本金峰值45.00亿元，主要为永续债券。2017年底公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖程度

高；经营活动现金流入量对公司未来待偿本金峰值覆盖程度高，EBITDA对公司未来待偿本金峰值覆盖程度一般，经营活动现金净额对未来待偿本金峰值覆盖程度较低。整体看公司对存续期内债券的偿还保障能力较好。

表16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

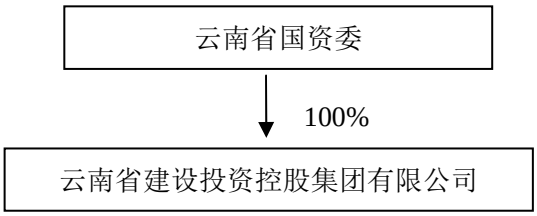
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	38.68
未来待偿债券本金峰值	45.00
现金类资产/一年内到期债券余额	6.04
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	20.56
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.49
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.10

资料来源：根据公司审计报告整理。

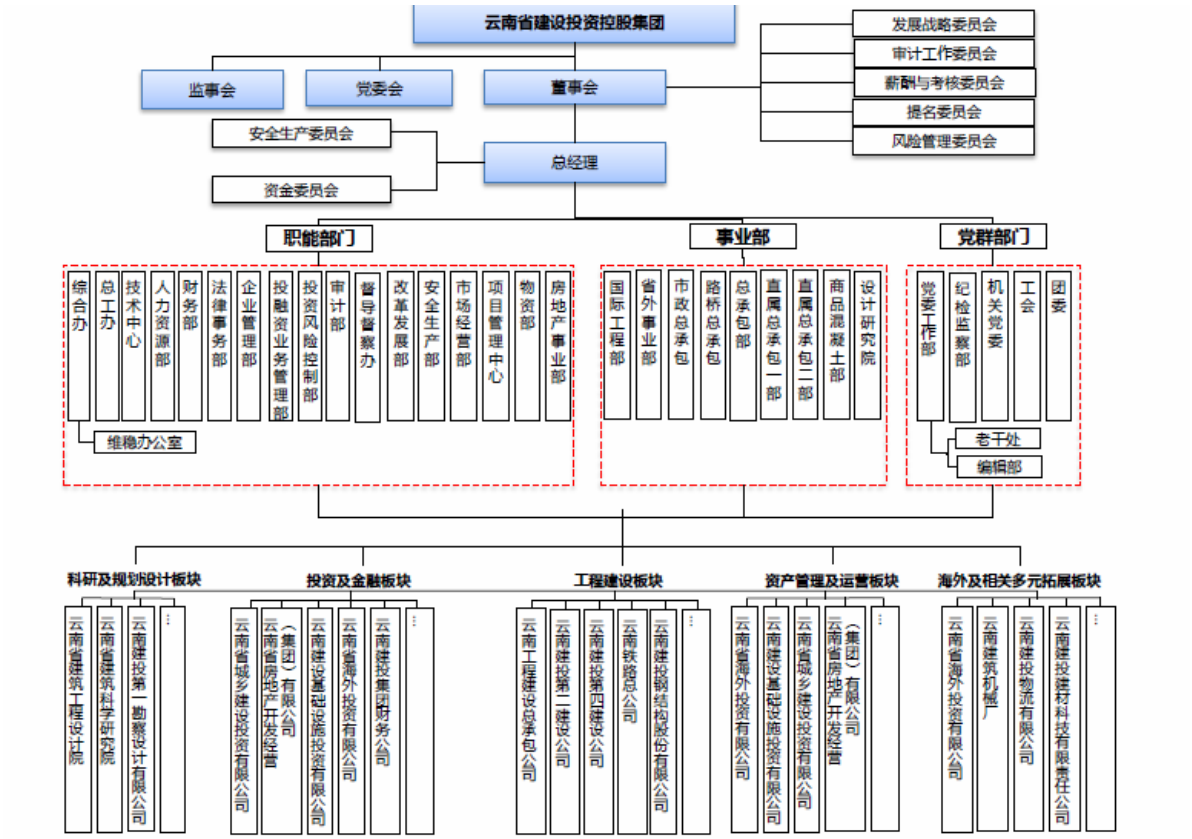
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“13滇建工MTN001”、“14滇建工MTN001”、“15滇建工MTN001”、“16滇建工MTN001”、“17云建投MTN001”、“18云建投MTN001”、“18云建投MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	225.95	187.95	233.58	249.21
资产总额(亿元)	1542.60	2342.99	3040.46	3163.65
所有者权益(亿元)	377.18	587.72	733.68	825.85
短期债务(亿元)	215.08	224.00	378.68	370.23
长期债务(亿元)	474.83	758.69	919.44	954.73
调整后长期债务	476.99	759.17	929.59	964.88
全部债务(亿元)	689.91	982.69	1298.12	1324.96
调整后全部债务(亿元)	692.07	983.17	1308.27	1335.11
营业收入(亿元)	616.28	820.93	1112.05	238.18
利润总额(亿元)	17.53	20.92	25.71	5.78
EBITDA(亿元)	33.93	41.87	49.67	--
经营性净现金流(亿元)	-19.88	8.66	22.03	3.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.09	2.11	1.95	--
存货周转次数(次)	3.93	4.65	5.16	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.42	0.41	--
现金收入比(%)	73.82	78.21	71.52	--
营业利润率(%)	7.74	7.51	6.76	6.72
总资本收益率(%)	4.52	3.05	1.70	--
净资产收益率(%)	3.71	2.70	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	55.73	56.35	55.62	53.62
全部债务资本化比率(%)	64.65	62.58	63.89	61.60
调整后全部债务资本化比率(%)	64.72	62.59	64.07	61.78
资产负债率(%)	75.55	74.92	75.87	73.90
流动比率(%)	132.56	130.25	115.95	122.73
速动比率(%)	112.02	111.50	99.91	105.70
经营现金流动负债比(%)	-2.92	0.89	1.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	18.12	18.51	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.06	18.13	18.72	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.99	1.31	2.99	--

注：　2018 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务债务+长期应付款中有息部分。

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-营业税金及附加）/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	
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+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

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　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

附件 4-3　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。