

信用等级公告

联合[2018] 309 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长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定云南省建设投资控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，云南省建设投资控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月七日



云南省建设投资控股集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
 本期中期票据信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

本期中期票据基础发行金额: 5 亿元
 本期中期票据发行金额上限: 10 亿元
 本期中期票据期限: 公司赎回之前长期存续
 偿还方式: 公司于第 3 个和其后每个付息日有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据
 募集资金用途: 偿还集团本部及下属子公司到期有息负债

评级时间: 2018 年 8 月 7 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 | 188.32 | 233.58 | 249.21 |
| 资产总额(亿元) | 1542.05 | 2342.83 | 3040.46 | 3163.65 |
| 所有者权益(亿元) | 377.02 | 588.33 | 733.68 | 825.85 |
| 短期债务(亿元) | 215.11 | 224.02 | 378.68 | 370.23 |
| 长期债务(亿元) | 474.79 | 758.69 | 919.44 | 954.73 |
| 全部债务(亿元) | 689.91 | 982.71 | 1298.12 | 1324.96 |
| 营业收入(亿元) | 616.28 | 825.77 | 1112.05 | 238.18 |
| 利润总额(亿元) | 17.43 | 22.37 | 25.71 | 5.78 |
| EBITDA(亿元) | 24.93 | 43.32 | 49.67 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -19.88 | 8.66 | 22.03 | 3.13 |
| 营业利润率(%) | 7.75 | 7.57 | 6.76 | 6.72 |
| 净资产收益率(%) | 3.69 | 2.88 | 2.45 | -- |
| 资产负债率(%) | 75.55 | 74.89 | 75.87 | 73.90 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.66 | 62.55 | 63.89 | 61.60 |
| 流动比率(%) | 132.55 | 130.34 | 115.95 | 122.73 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 27.68 | 22.68 | 26.14 | -- |
| 经营现金流/流动负债(%) | -2.92 | 0.89 | 1.63 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.01 | 1.14 | 0.82 | -- |

注: 2015 年、2016 年财务数据分别取自 2016 年、2017 年财报期初数; 公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

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。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司资产及权益规模保持快速增长,专业资质和区域市场地位优势显著,保障房和棚户区改造等基础设施投资项目获得外部支持力度大,新签合同额充足,为公司未来持续发展奠定良好基础。同时,联合资信关注到建筑行业竞争激烈,公司资产流动性弱,债务规模增长快,债务负担较重,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,未来有望维持稳定的经营状况。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具,同时,赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 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。

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

2. 公司作为云南省重要的国有资本投资运营主体, 得到了各级政府政策、资本注入、财政补助等方面的大力支持。
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. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 区别于普通中期票据, 具有一定特殊性。
2. 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。
3. 公司应收款项、在建工程占比高, 受限资产规模大, 资产流动性弱, 资产质量一般。
4. 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, 债务负担较重, 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“云南建投”）系经云南省人民政府批准，于 2016 年 4 月成立的国有独资公司，注册资本 100 亿元。2016 年 4 月 11 日，云南省人民政府同意以 2015 年 12 月 31 日为基准日，由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”或“省国资委”）将中国有色金属工业第十四冶金建设公司（以下简称“十四冶公司”）的全部国有出资权益及其持有的西南交通建设集团股份有限公司（以下简称“西南交建”）54.73% 的股份，无偿划转给云南建工集团有限公司（以下简称“云南建工”）持有。2016 年 6 月 28 日，省国资委同意以经评估后省国资委享有云南建工的股东权益 271.14 亿元作价出资到云南建投。其中 260 亿元作为云南建投实收资本，剩余 11.14 亿元计入资本公积。2016 年下半年至 2018 年一季度，公司累计收到国有资本金 8.74 亿元。另外，2017 年公司将 6.84 亿元财政补助资金转增国家资本金。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¹。云南省国资委持有其 100% 的股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：经营授权范围内的国有资产；水利水电、公路、港口、码头、铁路、轨道交通、市政道路、综合管廊、污水处理、能源、机场等基础设施投资建设和管理；酒店、旅游产业、文化产业的投资建设和管理；国内外工程总承包及发包，房屋建筑工程施工总承包，建筑工程劳务服务，房地产开发及经营，勘察设计，建筑施工及设备施工，商品混凝土、混凝土预制构件、外掺料及其他建筑构件的生

产及销售，普通货运及泵送，建筑预构件生产及建筑机械制造，自营和代理除国家组织统一联合经营的 16 种出口商品和国家实行核定公司经营的 12 种进出口商品以外的其他商品及技术的进出口业务；对外工程所需设备、材料的出口，建筑科研开发及技术咨询，承办中外合资经营、合作生产业务，开展“三来一补”业务，按国家规定在海外举办各类企业及国内贸易；保险、银行业的投资。

截至 2017 年底，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 年底，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。

二、本期中期票据概况

公司计划注册并发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行金额 5 亿元，发行金额上限 10 亿元，募集资金全部用于偿还集团本部及下属子公司到期有息负债。

本期中期票据在条款设置上区别于普通

¹ 注册资本、实收资本不一致系工商变更尚未完成。

中期票据，具有一定特殊性。

赎回权

本期中期票据于公司依照发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

发行利率

本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差。

如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

递延利息支付

除非发生强制付息事件，在本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 自第 4 个计息年度起，本期中期票据每 3 年重置一次票面利率，如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(2) 本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。根据云南省财政厅、云南省国资委《关于逐步提高省属企业国有资本经营利润上缴比例等有关事项的通知》，云南省省属国有独资企业国有资本经营利润上缴比例在 2015 年分类执行上缴比例的基础上，自 2016 年起至 2020 年每年增加 5 个百分点。公司所属建筑施工类企业上缴比例由 2015 年的 10% 逐步增加，至 2020 年增加到 35%。2016~2017 年公司分别上缴财政利润 2.76 亿元、3.80 亿元。公司经营业绩良好，未来持续分红的可能性大。另外，本期中期票据如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息，从成本角度分析，本期中期票据递延利息的重置利率调整

0.01%。

²初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，期限为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

³当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，期限为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到

幅度大，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金

融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，我国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音

响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。

总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

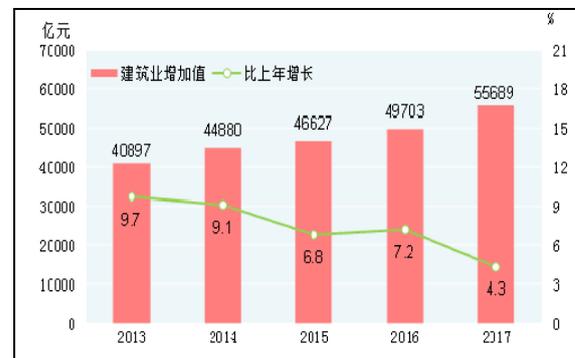
四、行业及区域经济环境

公司所属行业为建筑施工行业。

（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

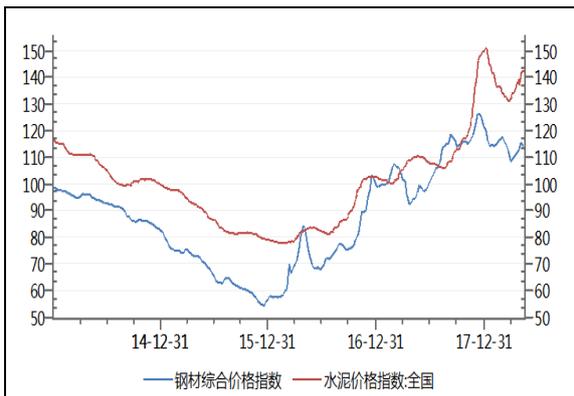
（2）上游原材料供给及下游需求

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由于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 1 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. 云南省经济发展和建筑行业概况

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。

根据云南省国民经济和社会发展统计公报，2015~2017年，云南省生产总值分别为13679.09亿元、14788.42亿元和16531.34亿元，增速分别为8.7%、8.7%和9.5%，三次产业结构三次产业结构由2015年15.1:39.8:45.1调整为2017年14.0:38.6:47.4。全省人均生产总值由2015年的29015元升至2017年的34545元。

2015~2017年，云南省固定资产投资（不含农户）分别为13069.39亿元、15662.49亿元和18474.89亿元，增速分别为18.0%、19.8%和18%。其中基础设施投资分别为4314.54亿元、5565.29亿元和7364.87亿元，增速分别为21.6%、28.9%和32.3%。

2015~2017年，云南省全部工业增加值分别为3882.66亿元、3891.20亿元和4264.70亿元，增速分别为6.8%、6.6%和10.3%。其中云南省全社会建筑业增加值分别为1574.48亿元、1806.22亿元和2130.91亿元，增速分别为14.8%、14.6%和11.5%。其中2017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，同比增长22.2%；实现利润169.5亿元，同比增长15.1%；上缴税金160.5亿元，同比增长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

公司为云南省国资委全资拥有并履行出资人职能的国有独资公司，其实际控制人为云南省国资委。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。

2. 企业规模及竞争力

公司建筑施工资质齐全，业务范围广，技术水平较高，区域内行业地位突出，整体竞争力较强。

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”，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%，2017年为1576.46亿元，业务主要集中在云南省内。公司区域行业龙头地位进一步巩固。

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. 人员素质

公司高层管理人员文化和专业水平高，具有丰富的建筑行业从业经历和管理经验，高管团队的整体素质好；公司拥有较多的中高级以上各类专业人员，职工素质较好。

公司现有高层管理人员12名，包括董事长、副董事长（其中1人兼任总经理）、副总经理、纪委书记和工会主席，其中9人具有研究生学历，3人具有大学本科学历。

陈文山先生，55岁，研究生学历，高级工程师，历任云南省第六建筑工程公司二处工长、项目经理，云南省第六建筑工程公司二处副主任、主任，云南省第六建筑工程公司副经理，云南省建筑机械化施工公司经理，云南建工副总经理、党委委员、总经理、党委副书记、党委书记、董事长；现任公司董事长兼党委书记、法定代表人。

刘国强先生，47岁，研究生学历，高级工程师，历任云南省第二建筑工程公司党委副书记、纪委书记、党委书记、董事长，云南工程建设总承包公司党委书记、董事长，云南建工总经理助理、副总经理、常委委员，十四冶建设集团有限公司党委书记、副董事长；现任公司总经理兼任党委副书记、副董事长。

截至2017年底，公司在职工27609人；从文化素质水平来看，具有本科及以上学历的占51.2%、大专学历的占24.4%、高中及其他学历的占24.4%；从职称情况来看，具有中级职称的5686人，高级、副高级职称的2402人；从年龄构成来看，30岁及以下的占41.66%、30岁至50岁的占49.92%、50岁以上的占8.42%。

4. 政府支持

云南省一般公共预算收入稳步增长，但财政预算收支缺口大，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%，财政自给能力弱。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，政府债务率超100%，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”）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，在资本金注入、财政补贴等方面获得了云南省各级政府的大力支持。公司子公司西南交建也通过参与棚户区改造项目获得了财政补助支持。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。

资本金注入及资产重组

2015年，根据云南省国资委的批复文件（云国资产权[2016]10号），云南建工收到的保障性住房建设项目补助资金由资本公积转增实收资本4.79亿元；同期，云南建工收到国有资本金2.11亿元。

2016年，云南省国资委将其持有的十四冶公司全部国有出资权益及持有的西南交建54.73%股份无偿划转给云南建工，西南交建、十四冶公司归属母公司的净资产合计26.64亿元计入实收资本。云南省国资委同意以经评估后省国资委享有云南建工的股东权益271.14亿元作价出资到云南建投。其中260亿元作为云南建投实收资本，剩余11.14亿元计入资本公积。公司收到云南省财政厅拨付的国家资本金4.94亿元。

2017年,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。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。

财政补助

2015年,公司将收到各级财政部分拨入的保障房建设资金的13.48亿元。

2016年,公司收到保障房建设的政府补助资金6.71亿元;收到各级省补央补资金共计1.69亿元;收到“走出去”专项补助资金0.05亿元。

2017年,公司收到棚户区、保障房三级财政补助资金分别为0.81亿元、10.36亿元;收到其他补助资金4039.00万元。

5. 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。

截至2018年8月2日,未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构,运行情况良好。

公司不设股东会,由云南省国资委行使股东会职权,云南省国资委可以授权公司董事会行使股东会的部分职权,决定公司的重大事项,但公司合并、分立、解散、增加或减少注册资本、为子公司以外的他人提供担保和发行公司债券,必需由云南省国资委决定。公司设

董事会,为公司最高决策机构,对出资人负责,行使审定公司的经营方针、发展规划和年度经营计划草案、制定公司年度预、决算和清算方案等职权;董事会成员10人,其中职工董事1名,董事每届任期3年,任期届满,按有关规定决定是否连任;董事会设董事长和副董事长,董事会下设发展战略、审计、薪酬考核、提名、风险管理5个专门委员会。

公司设监事会,监事会成员为5人。其中,3名监事由云南省国资委委派、2名职工监事由公司职代会选举产生;监事任期每届3年,任期届满可连任。公司设总经理(原则上同时担任党委副书记、副董事长)、副总经理,总经理对董事会负责,行使主持公司的生产经营和管理工作等职权。

2. 管理体制

公司部门设置合理,内控管理制度健全且执行情况良好。

组织机构方面,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。

内部管理制度方面,公司已统一财务管理、投融资管理、生产经营管理、机关运行、人事管理和对外形象,目前管理制度以原云南建工管理制度为基础,建立健全了投资、经营、财务等全面管控体系,按照五级分类,建立了48个应用指引。

项目管理方面,公司坚持推进集团化经营,实行内部集中协调管理,经营运作高端资源和大项目,“保工期、保质量、保安全、保廉政、控成本、树形象”的工作目标要求。公司制定了《“五位一体”项目综合管理办法》,从质量、安全、进度、技术、效益(成本)五方面综合管理项目,一个项目一套账、一个项目一结算、一个项目一审计。公司近年来施工

项目增长快、地域分散且建设周期长，特别是海外工程，受气候状况、劳动力、设备能力以及合同履行期间的成本波动、项目范围变动、原材料和零部件的价格变动及相关国家经济政治局势影响严重，客观上增加了公司项目管理的难度。

安全生产方面，为进一步加强集团安全生产管理，规范作业人员的操作行为，减少生产安全事故，公司组织相关单位编制了《建筑施工安全技术操作规程》，包括土方工程、模板工程施工、大模板工程施工等各类施工安全操作规程。公司全面开展了隐患治理和隐患跟踪排查工作，建立了重点项目监督管理制度。

投融资管理方面，公司建立了投融资项目的评审、决策、管理体系和风险控制体系。投融资管理制度对投资方向的政策研究、项目立项、尽职调查、可行性研究报告的编制评审，项目的业务能力评估和财务能力评估，投资评审会、行政班子会和董事会的决策等一系列的决策流程，投资实施环节的优化方案，项目验收和审计后评价进行了规定。公司设立了风险总监、投融资业务管理部和投资风险控制部，完善风险控制体系建设，对投资项目进行全生命周期的事前、事中、事后全面管理和风险控制，确保投资程序合法、决策科学、管理规范，严控项目投资风险。

财务集中管理方面，公司实行全面预算管理；资金管理上，一是集团统一信贷管理，严控施工单位的信贷规模，实行限额管理，从源头上控制项目的垫款施工；二是日常营运资金全面集中上收，全部通过集团财务公司统一归集结算；三是坚持执行集团统一的财务“三本

制度”和对二级子公司和实行财务总监委派制，实行集团高度集权管理；四是加强财务检查监督，对下属单位实行定期和不定期结合的检查方式。

七、经营分析

1. 经营概况

公司形成了以建筑工程为主业，辅以建材贸易、房地产开发等多元化业务架构。近三年公司主营业务收入持续快速增长，但由于建筑施工成本上涨，公司主营业务毛利率持续下降。

公司以建筑施工业务为主业，涵盖房屋建筑、路桥、市政、钢结构以及水利水电等工程施工。近三年公司加大了基础设施投资、城乡建设投资以及房地产开发投资规模，带动了建筑施工业务量的增长。公司建筑施工业务主要由下属的云南工程建设总承包股份有限公司、云南建投第二建设有限公司、云南建投第三建设有限公司等十余家单位承接；基础设施投资主要由子公司云南建设基础设施投资股份有限公司（以下简称“基投公司”）通过PPP模式承接，以云南省内路网、市政、水网投资建设项目为主；城乡建设投资业务主要为城乡投公司和西南交建承接的保障房和棚户区改造项目。子公司云南省房地产开发经营（集团）有限公司、云南省海外投资公司等主要从事房地产开发投资业务。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2015年 | | | 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 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 建筑工程 | 528.88 | 86.57 | 10.90 | 694.92 | 85.20 | 7.29 | 850.33 | 77.19 | 5.30 | 183.42 | 77.15 | 6.24 |
| 贸易 | 59.79 | 9.79 | 1.89 | 70.45 | 8.64 | 1.31 | 133.59 | 12.13 | 1.70 | 33.13 | 13.94 | 1.30 |
| 房地产 | 5.52 | 0.90 | 22.68 | 24.55 | 3.01 | 15.19 | 64.77 | 5.88 | 18.28 | 3.34 | 1.41 | 10.78 |
| 建筑工业 | 10.95 | 1.79 | 14.49 | 11.58 | 1.42 | 15.18 | 31.01 | 2.81 | 13.46 | 6.27 | 2.64 | 12.44 |
| 保障房管营业收入 | 2.73 | 0.45 | 100.00 | 3.84 | 0.47 | 77.10 | 8.86 | 0.80 | 52.39 | 0.69 | 0.29 | 89.86 |
| 特许经营收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 4.58 | 0.56 | 70.29 | 5.91 | 0.54 | 63.35 | 1.27 | 0.53 | 52.76 |

| | | | | | | | | | | | | |
|----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|---------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 其他 | 3.03 | 0.50 | 24.69 | 5.76 | 0.71 | 25.94 | 7.19 | 0.65 | 26.77 | 9.64 | 4.05 | 22.72 |
| 合计 | 610.90 | 100.00 | 10.66 | 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

2015~2017年，公司分别实现主营业务收入610.90亿元、815.67亿元和1101.66亿元，年均复合增长34.29%；公司主营业务收入主要来自建筑工程和贸易板块，其他业务板块收入占比相对较小。2015~2017年，公司建筑工程收入逐年大幅增长，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。2015~2017年，公司贸易收入年均复合增长49.48%，主要系钢材价格上涨以及主要贸易商品成交量增加所致。2017年，公司房地产收入同比大幅增长，主要系2017年销售结转项目较多，同时相应项目均价有所提升。公司其他业务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。另外，公司特许经营收入主要是昆明呈澄高速公路（呈贡-澄江高速公路）、云南石锁高速公路（石林-锁龙寺高速公路）、红河州泸弥高速和的红河州新鸡高速通行费收入和其他沿线开发与运营收入。

毛利率方面，2015~2017年，公司国内建筑施工板块毛利率持续下降，主要系建筑工程营业成本增长所致；贸易板块整体毛利率持续处于较低水平；房地产板块毛利率波动较大，主要系结转收入项目毛利率不同，以及原材料、资金成本变化所致；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。综合上

述因素影响，近三年公司综合毛利率持续下降，2017年为6.69%。

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。

2. 经营分析

(1) 建筑工程业务

公司投资规模加大带动建筑施工业务快速增长，项目储备充足，业务可持续性较强。随原材料价格上涨，建筑施工毛利率下降。

① 国内建筑工程

公司国内建筑业务板块以工业与民用建筑施工为主，此外还包括路桥施工及市政工程，以及与之配套的混凝土生产与销售、钢结构工程、建筑物流、机电设备安装和水利水电工程等相关业务。国内建筑工程项目集中在云南省内。

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以房建、市政和路桥类为主，其中路桥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%。

表3 近年公司国内建筑新签合同分类情况（单位：亿元）

| 合同类别 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年1~3月 |
|------|--------|---------|---------|-----------|
| 房建 | 457.24 | 450.00 | 480.81 | 183.17 |
| 市政 | 100.86 | 173.76 | 213.55 | 63.73 |
| 路桥 | 79.89 | 227.20 | 506.12 | 96.25 |
| 其他 | 252.28 | 220.55 | 375.98 | 71.99 |
| 合计 | 890.27 | 1071.51 | 1576.46 | 415.14 |

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，一方面通过参与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。财政部（财金〔2016〕90号）规定：“对于涉及工程建设、设备采购或服务外包的PPP项目，已经依据政府采购法选定社会资本合作方的，合作方依法能够自行建设、生产或者提供服务的，按照《招标投标法实施条例》第九条规定，合作方可以不再进行招标。”根据上述规定，对于PPP项目投资方采购和后续建设

服务可以“两标”合“一标”，因此公司作为社会资本参与的PPP项目，其后续建设工程施工工程可直接交由公司下属建筑施工单位进行执行，获得建筑施工收入。另一方面，通过PPP项目后续收益平衡措施，获取经营收益或管理费收入。目前公司下属子公司基投公司作为基础设施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。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4 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 | 预计总投资额 | 施工合同额 | 已投资额 | 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。近三年，公司钢材及混凝土平均采购价格逐年递增，水泥平均采购价格波动增长。

公司的原材料供应商以云南省内企业为主，主要包括武钢集团昆明钢铁股份有限公司（以下简称“昆钢”）、云南德胜钢铁有限公司、

云南羊甫物资贸易有限公司、云南国资水泥东骏有限公司、云南国资水泥富民有限公司和云南江川翠峰水泥有限公司等企业。从原材料采购方式看，为提高公司的议价能力，降低成本，钢材、水泥等大宗原材料全部由公司统一采购。在钢铁采购方面，公司与昆钢等当地企业订立长期供应合同，据此合同，价格将会根据当时市价定期调整。公司未与供应商签订长期固定价格供应合同的原因主要是由于钢材及水泥在近几年中有较大的价格波动，且供应商有较强的议价能力。另外，为降低高额的运输费用，水泥和沙石等原材料通常需要在当地购买。

表5 公司主要原材料采购情况

| 项目 | 2018年1-3月 | | | 2017年 | | |
|-----|------------|-----------|---------|------------|-----------|---------|
| | 采购量(万吨、万方) | 平均价格(元/吨) | 总金额(亿元) | 采购量(万吨、万方) | 平均价格(元/吨) | 总金额(亿元) |
| 钢材 | 52.25 | 3744.07 | 19.56 | 228.83 | 3297.86 | 75.46 |
| 水泥 | 44.43 | 296.49 | 1.32 | 158.55 | 267.41 | 4.24 |
| 混凝土 | 209.51 | 368.91 | 7.73 | 866.21 | 366.32 | 31.73 |
| 合计 | / | / | 28.61 | / | / | 111.44 |
| 项目 | 2016年 | | | 2015年 | | |
| | 采购量(万吨、万方) | 平均价格(元/吨) | 总金额(亿元) | 采购量(万吨、万方) | 平均价格(元/吨) | 总金额(亿元) |
| 钢材 | 200.37 | 2568.34 | 51.46 | 152.39 | 2331.7 | 35.53 |
| 水泥 | 226.47 | 298.68 | 6.76 | 112.30 | 280.32 | 3.15 |
| 混凝土 | 485.15 | 336.40 | 16.32 | 221.81 | 314.00 | 6.96 |
| 合计 | / | / | 74.55 | / | / | 45.64 |

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

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。2015~2017年，公司对外承包工程新签合同额、完成营业额均呈快速增长趋势，但目前整体业务规模相对较小。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58.84亿元。

表6 公司对外承包工程完成情况统计表
(单位：万美元)

| | 新签合同额 | 完成营业额 |
|-----------|-------|-------|
| 2015年 | 25253 | 20793 |
| 2016年 | 41175 | 36562 |
| 2017年 | 44492 | 33499 |
| 2018年1~3月 | 27729 | 6760 |

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7 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 | 232007.00 | 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 |
| 柬埔寨吴利旅游娱乐综合体项目土建工程 | Gloden Sun Sky Entertainment Co., 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 construction co, 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 |
| 援吉布提国家图书馆档案馆项目 | 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 | | 588352.90 | / |

注：赤几体育学院项目、沙特阿尔大学宿舍项目项目、沙特阿尔大学医院项目不是投资项目，只统计已完成产值。

资料来源：公司提供

(2) 贸易业务

受钢材、混凝土价格上涨以及交易量增加影响，公司贸易收入持续大幅增长。

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。2015~2017年，公司贸易收入大幅增长，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，同时钢材、混凝土以及焦炭的交易量增加。2015~2017年，公司贸易业务毛利率分别为1.89%、1.31%和1.70%，处于较低水平。

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8 近三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） | | |
|------|-------------|-------|--------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
| 钢材 | 48.85 | 44.56 | 78.00 | 2369.99 | 2603.39 | 3341.23 | 2331.70 | 2568.34 | 3297.86 |
| 水泥 | 1.46 | 2.19 | 4.33 | 302.14 | 299.02 | 273.97 | 280.32 | 298.68 | 267.41 |
| 混凝土 | 7.65 | 12.57 | 29.20 | 321.00 | 337.66 | 348.56 | 314.00 | 336.40 | 366.32 |
| 焦炭 | -- | 0.46 | 22.06 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合计 | 57.96 | 59.78 | 133.59 | / | / | / | / | / | / |

资料来源：公司提供

(3) 房地产业务

公司土地储备充足，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为云南省房地产开发经营（集团）有限公司（简称“省房集团”），该公司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六家子公司。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，预计后期销售回款金额16.94亿元，其中2018年预计回款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。

从土地储备情况看，截至2017年底，公司剩余可开发土地178.41万平方米，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。

表9 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 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|----------|-------|--------|--------|
| 新开工面积 | 25.84 | 22.30 | 40.28 |
| 竣工面积 | 22.14 | 11.68 | 77.52 |
| 期末土地储备面积 | 98.53 | 116.90 | 178.41 |
| 签约销售面积 | 2.57 | 11.11 | 45.26 |

| | | | |
|--------|---------|---------|---------|
| 签约销售均价 | 7057.97 | 6512.35 | 6770.00 |
|--------|---------|---------|---------|

资料来源：公司提供

(4) 保障房建设及棚户区改造

公司保障房及棚户区改造项目投资规模大，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”。

截至 2018 年 3 月底，公司保障房和棚户区改造项目总投资 1113.62 亿元，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 10 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，2015~2017年，公司销售债权周转次数波动下降，2017年为1.94次；存货周转次数持续上升，2017年为5.23次；总资产周转次数变动较小，2017年为0.41次。总体看，公司经营效率一般。

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。公司计划2018年完成投资额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。

八、财务分析

公司提供了2015~2017年度合并财务报告。中审众环事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

公司2015~2016年财务数据是基于“整合重组后的公司架构和业务架构视同整合重组前一直存在”假设下模拟形成。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。近三年公司合并口径财务数据可比性较强。

1. 资产质量

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。

2015~2017年，公司资产总额年均复合增长40.42%。2017年底，公司资产总计3040.46亿元，同比增长29.78%，主要来自应收账款、在建工程和其他非流动资产的增加。

2015~2017年，公司流动资产年均复合增长31.62%。2017年底，公司流动资产1563.58亿元，同比增长22.85%，主要来自货币资金、应收账款及存货增加。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2015年 | | 2016年 | | 2017年 | | 2018年3月 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 224.57 | 14.56 | 186.72 | 7.97 | 232.27 | 7.64 | 247.62 | 7.83 |
| 应收账款 | 293.54 | 19.04 | 485.42 | 20.72 | 659.56 | 21.69 | 657.88 | 20.79 |
| 预付款项 | 41.42 | 2.69 | 59.71 | 2.55 | 66.82 | 2.20 | 80.79 | 2.55 |

| | | | | | | | | |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 其他应收款 | 193.79 | 12.57 | 355.88 | 15.19 | 357.36 | 11.75 | 386.48 | 12.22 |
| 存货 | 139.94 | 9.07 | 177.83 | 7.59 | 216.29 | 7.11 | 226.65 | 7.16 |
| 流动资产 | 902.57 | 58.53 | 1272.78 | 54.33 | 1563.58 | 51.43 | 1633.20 | 51.62 |
| 可供出售金融资产 | 29.23 | 1.90 | 28.77 | 1.23 | 43.56 | 1.43 | 44.56 | 1.41 |
| 长期应收款 | 79.49 | 5.15 | 145.76 | 6.22 | 111.67 | 3.67 | 121.28 | 3.83 |
| 固定资产 | 33.25 | 2.16 | 58.61 | 2.50 | 64.39 | 2.12 | 63.50 | 2.01 |
| 在建工程 | 453.86 | 29.43 | 466.45 | 19.91 | 768.64 | 25.28 | 812.43 | 25.68 |
| 无形资产 | 23.82 | 1.54 | 53.40 | 2.28 | 58.41 | 1.92 | 58.07 | 1.84 |
| 其他非流动资产 | 1.55 | 0.10 | 279.92 | 11.95 | 372.41 | 12.25 | 372.69 | 11.78 |
| 非流动资产 | 639.48 | 41.47 | 1070.06 | 45.67 | 1476.88 | 48.57 | 1530.45 | 48.38 |
| 资产合计 | 1542.05 | 100.00 | 2342.83 | 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

为维持较快的业务增长速度，公司持有的货币资金量一直维持在较高水平，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。

2015~2017年，随着工程承揽量增长和质保金沉淀，公司应收账款年均复合增长49.90%，款项性质主要为应收工程进度款和质保金。2017年底，公司应收账款659.56亿元，同比增长35.87%。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。

公司预付款项主要为预付货款及工程款等。2015~2017年，公司预付款项年均复合增长27.02%。2017年底，公司预付款项为66.82亿元，同比增长11.90%。从账龄来看，账龄在1年以内的预付账款占61.16%。

2015~2017年，公司其他应收款年均复合增长35.80%。2017年底，公司其他应收款357.36亿元，同比增长0.42%，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。

表12 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

2015~2017年，由于公司开发规模的扩张，公司存货年均复合增长24.32%。2017年底，公司存货216.29亿元，同比增长21.63%，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%。

2015~2017年，公司非流动资产年均复合增长51.97%，主要体现为长期应收款、在建工程和其他非流动资产的增加。2017年底，公司非流动资产合计1476.88亿元，同比增长38.02%。

2015~2017年，公司可供出售金融资产年

均复合增长 22.07%。2017 年底，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。

2015~2017 年，公司长期应收款年均复合增长 18.53%。2017 年底，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。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 39.16%。2017 年底，公司固定资产账面价值 64.39 亿元，同比增长 9.86%。从构成来看，房屋建筑物占 84.14%、机器设备占 9.38%。

2015~2017 年，随着保障房、棚户区改造项目土地评估增值和开发规模扩大，公司在建工程年均复合增长 30.14%。2017 年底，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。

2015~2017 年，公司无形资产年均复合增长 55.60%。2017 年底，公司无形资产 58.41 亿元。其中土地使用权 28.30 亿元、特许经营权 30.67 亿元（主要为高速公路收费权）。

2015~2017 年，公司其他非流动资产大幅增长。2017 年底，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

公司所有者权益快速增长，少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般；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。

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 39.50%。2017 年底，公司所有者权益合计 733.68 亿元，同比增长 24.71%，主要来自其他权益工具和少数股东权益的增加。

2015~2017 年，公司实收资本年均复合增长 68.15%。2017 年底，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。

2015~2017 年，公司资本公积年均复合下降 20.61%。其中 2016 年公司资本公积大幅减少，主要系当期公司资本公积股本溢价评估增值增加 57.43 亿元、收到补助资金以及由于收购产生的差异合计增加资本公积 6.19 亿元，同期由于整合重组事项冲回减少资本公积 23.15 亿元，以及转增实收资本 116.00 亿元。

2017 年底，公司其他权益工具 69.34 亿元，同比大幅增长，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。2017 年底，公司少数股东权益 228.62 亿元，同比大幅增长 53.08%，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13 公司主要负债和所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

| 项目 | 2015年 | | 2016年 | | 2017年 | | 2018年3月 | |
|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 144.89 | 12.43 | 123.63 | 7.04 | 226.52 | 9.82 | 215.94 | 9.24 |
| 应付账款 | 292.38 | 25.10 | 527.71 | 30.01 | 603.57 | 26.16 | 594.65 | 25.44 |
| 其他应付款 | 89.58 | 7.73 | 143.75 | 8.35 | 215.08 | 9.32 | 218.69 | 9.35 |
| 一年内到期的非流动负债 | 40.85 | 3.50 | 78.93 | 4.50 | 116.06 | 5.03 | 119.16 | 5.10 |
| 流动负债 | 680.93 | 58.46 | 976.48 | 55.67 | 1348.49 | 58.46 | 1330.73 | 56.92 |
| 长期借款 | 397.63 | 34.12 | 682.12 | 38.86 | 873.81 | 37.88 | 929.01 | 39.74 |
| 应付债券 | 77.17 | 6.62 | 76.57 | 4.36 | 45.63 | 1.98 | 25.71 | 1.10 |
| 非流动负债 | 484.10 | 41.54 | 778.03 | 44.33 | 958.29 | 41.54 | 1007.06 | 43.08 |
| 负债总额 | 1165.03 | 100.00 | 1754.51 | 100.00 | 2306.79 | 100.00 | 2337.79 | 100.00 |
| 实收资本 | 96.93 | 25.71 | 264.94 | 45.03 | 274.09 | 37.36 | 275.58 | 33.37 |
| 其他权益工具 | 14.78 | 3.92 | 29.55 | 5.02 | 69.34 | 9.45 | 99.30 | 12.02 |
| 资本公积 | 194.53 | 51.60 | 119.01 | 20.23 | 122.60 | 16.71 | 131.62 | 15.94 |
| 少数股东权益 | 39.68 | 10.52 | 149.35 | 25.39 | 228.62 | 31.16 | 276.28 | 33.45 |
| 所有者权益合计 | 377.02 | 100.00 | 588.33 | 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。

负债方面,2015~2017年,公司负债年均复合增长40.71%。2017年底,公司负债2306.79亿元,同比增长31.48%,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。

2015~2017年,公司流动负债年均复合增长40.73%。2017年底,公司流动负债1348.49亿元,同比增长38.10%,主要来自短期借款、应付账款的增加。

2015~2017年,公司短期借款年均复合增长25.04%。2017年底,公司短期借款226.52亿元,同比增长83.23%。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。

2015~2017年,随着公司业务规模的扩张,公司应付账款年均复合增长43.68%。2017年底,公司应付账款603.57亿元,同比增长14.37%,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%。

2015~2017年,公司其他应付款年均复合增长54.95%。2017年底,公司其他应付款为215.08亿元,同比增长49.62%,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%。

2017年底,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。

2015~2017年,公司非流动负债年均复合增长40.70%。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。

2015~2017年,公司长期借款年均复合增长48.24%。2017年底,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%。

2017年底,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。

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。

2015~2017年,随着业务规模扩张,公司

有息债务规模年均复合增长37.17%。2017年底，公司全部债务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%。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率变动较小，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，2017年底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

公司营业收入和利润总额保持增长，但建筑施工行业竞争激烈，同时施工成本上涨，公司盈利能力较弱。

2015~2017年，公司营业收入年均复合增长34.33%，2017年为1112.05亿元，同比增长34.67%。2015~2017年，公司营业成本年均复合增长36.99%，2017年公司营业成本1031.55亿元，同比增长36.60%。2015~2017年，公司营业利润率波动下降，分别为7.75%、7.57%和6.76%。

从期间费用看，管理费用和财务费用为公司期间费用的主要部分。2015~2017年，公司期间费用率有所下降，三年分别为4.99%、4.98%和4.25%，公司管理费用快速增长，三年复合增长率19.07%，2017年为30.50亿元。整体看，公司期间费用保持较低水平、控制情况较

好。

2015~2017年，公司分别取得投资收益0.41亿元、0.49亿元、0.92亿元；公司分别实现营业外收入1.33亿元、1.34亿元和0.78亿元，主要为政府补助。2015~2017年，公司利润总额分别为17.43亿元、22.37亿元和25.71亿元，年均复合增长21.44%。

从主要盈利指标看，2015~2017年，公司总资产收益率逐年下降，2017年为1.70%，净资产收益率逐年下降，2017年为2.45%。

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

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，2015~2017年，公司经营现金流入年均复合增长29.03%，2017年为925.07亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2017年分别为795.32亿元、125.07亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款、保证金、利息收入和政府补助。2015~2017年，公司现金收入比分别为73.82%、77.76%和71.52%，收现质量有待提高。2015~2017年，公司经营活动现金流出年均复合增长25.26%，2017年为903.04亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金625.03亿元，支付其他与经营活动有关的现金192.84亿元，主要为往来款、支付的保证金及押金和期间费用。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增加，2017年为22.03亿元。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入大幅增长，2017年为120.04亿元，主要系保障房、棚改项目政府回购增加。其中2017年收到其他与投资活动有关现金为42.31

亿元，主要为收回委托贷款、理财产品、BT回购款以及棚改项目补助资金等。公司投资活动现金流出年均复合增长43.00%，2017年为530.40亿元，主要系保障房、棚户区等项目的建设支出。其中2017年支付其他与投资活动有关的现金82.36亿元，主要为BT项目投资款和支付的委托贷款。2015~2017年，公司投资活动产生的现金净流出额持续增加，2017年为410.36亿元。

2015~2017年，公司筹资活动现金流入年均复合增长21.52%，2017年为784.82亿元，主要为吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金。其中2017年公司吸收投资收到的现金125.59亿元，主要为公司收到的项目资本金、其他权益工具及政府注资款等。2015~2017年，公司筹资活动现金流出年均复合增长21.41%。2017年公司筹资活动现金流出355.44亿元，主要为偿还债务、偿付利息支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金净流入持续增加，2017年为429.39亿元。

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资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资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，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2017年底分别为115.95%和99.91%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为-2.92%、0.89%和1.63%。2018年3月底，公司流动比率、速动比率较2017年底上升至122.73%、105.70%，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，2015~2017年，公司EBITDA持续增长，分别为24.93亿元、43.32亿元和49.67亿元；全部债务/EBITDA分别为27.68倍、22.68倍和26.14倍；调整后全部债务/EBITDA分别为27.76倍、22.70倍和26.34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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额上限为10亿元，相当于公司2017年底长期债务及全部债务的1.09%和0.77%，本期中期票据的发行对公司现有债务总额和债务结构影响小。

2017年底，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分别为75.87%、63.89%和55.62%，以公司2017年底财

务数据为基础，不考虑其他因素，倘若本期中期票据发行金额为10亿元，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将分别上升至75.95%、64.07%和55.89%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期有息债务，本期中期票据发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额上限的2.49倍、4.33倍和4.97倍，EBITDA对本期中期票据发行金额上限的保障能力较好。2015~2017年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限的覆盖倍数分别为55.57倍、79.48倍和92.51倍，经营活动现金流量净额对本期中期票据发行金额上限的覆盖倍数分别为-1.99倍、0.87倍和2.20倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限覆盖程度很高，本期中期票据到期不能偿还风险极低。

十、结论

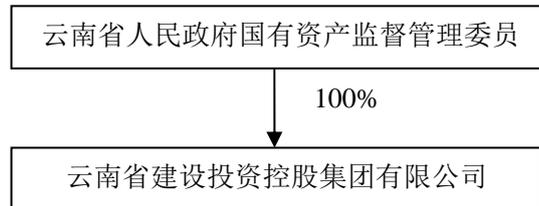
经过重组整合，公司作为云南省龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体，在区域经营环境、专业资质及市场竞争地位等方面拥有显著优势；公司保障房和棚户区改造等基础设施投资项目获得外部支持力度大，新签合同额充足，业务有望获得持续发展。同时，联合资信关注到建筑行业竞争激烈，公司资产流动性弱，债务规模增长快，债务负担较重，未来资本支出压力大等因素可能对其信用状况产生不利影响。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。本期中期

票据的发行对公司现有债务影响小，且公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限覆盖程度很高。

结合公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



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 | 188.32 | 233.58 | 249.21 |
| 资产总额(亿元) | 1542.05 | 2342.83 | 3040.46 | 3163.65 |
| 所有者权益(亿元) | 377.02 | 588.33 | 733.68 | 825.85 |
| 短期债务(亿元) | 215.11 | 224.02 | 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(亿元) | 476.96 | 759.17 | 929.59 | 964.88 |
| 全部债务(亿元) | 689.91 | 982.71 | 1298.12 | 1324.96 |
| 调整后全部债务(亿元) | 692.07 | 983.19 | 1308.27 | 1335.11 |
| 营业收入(亿元) | 616.28 | 825.77 | 1112.05 | 238.18 |
| 利润总额(亿元) | 17.43 | 22.37 | 25.71 | 5.78 |
| EBITDA(亿元) | 24.93 | 43.32 | 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 | 1.94 | -- |
| 存货周转次数(次) | 3.93 | 4.75 | 5.23 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.40 | 0.43 | 0.41 | -- |
| 现金收入比(%) | 73.82 | 77.76 | 71.52 | -- |
| 营业利润率(%) | 7.75 | 7.57 | 6.76 | 6.72 |
| 总资本收益率(%) | 3.68 | 3.12 | 1.70 | -- |
| 净资产收益率(%) | 3.69 | 2.88 | 2.45 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 55.74 | 56.32 | 55.62 | 53.62 |
| 调整后长期债务资本化比率(%) | 55.85 | 56.34 | 55.89 | 53.88 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.66 | 62.55 | 63.89 | 61.60 |
| 调整后全部债务资本化比率(%) | 64.73 | 62.56 | 64.07 | 61.78 |
| 资产负债率(%) | 75.55 | 74.89 | 75.87 | 73.90 |
| 流动比率(%) | 132.55 | 130.34 | 115.95 | 122.73 |
| 速动比率(%) | 112.00 | 112.13 | 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) | 27.68 | 22.68 | 26.14 | -- |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 27.76 | 22.70 | 26.34 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.01 | 1.14 | 0.82 | -- |

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+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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% |
| 营业收入年复合增长率 | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 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 | |
| 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% |

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 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。

联合资信评估有限公司关于 云南省建设投资控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

云南省建设投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

云南省建设投资控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对云南省建设投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，云南省建设投资控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注云南省建设投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现云南省建设投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对云南省建设投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如云南省建设投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对云南省建设投资控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与云南省建设投资控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。