

信用等级公告

联合〔2019〕510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及其拟发行的2019年度第一期公司债券的信用状况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年度第一期公司债券的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月十四日



云南省建设投资控股集团有限公司 2019 年度第一期公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行金额: 人民币 20.00 亿元
本期债券期限: 5 年, 在存续期的第 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
偿还方式: 每年付息一次, 到期偿还本金
募集资金用途: 用于项目建设及补充营运资金

评级时间: 2019 年 5 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	188.32	233.58	227.05
资产总额(亿元)	2342.83	3036.07	3465.62
所有者权益(亿元)	588.33	731.86	931.58
短期债务(亿元)	224.02	378.68	362.88
长期债务(亿元)	758.69	919.44	1090.52
全部债务(亿元)	982.71	1298.12	1453.39
营业收入(亿元)	825.77	1111.67	1160.50
利润总额(亿元)	22.37	25.92	30.09
EBITDA(亿元)	43.32	49.88	58.81
经营性净现金流(亿元)	8.66	22.03	58.41
营业利润率(%)	7.57	6.76	7.00
净资产收益率(%)	2.88	2.45	2.43
资产负债率(%)	74.89	75.89	73.12
全部债务资本化比率(%)	62.55	63.95	60.94
流动比率(%)	130.34	115.85	103.66
全部债务/EBITDA(倍)	22.68	26.03	24.71
经营现金流流动负债比(%)	0.89	1.64	4.18
EBITDA 利息倍数(倍)	1.14	0.82	0.95

分析师

张龙景 邱 成

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

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, 建筑工程板块新签合同额充足, 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。

公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额覆盖程度高; 募投项目在本期债券存续期内净收益足以覆盖本期债券本金。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券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。
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、财政补助等方面的大力支持。
3. 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. 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，资产流动性弱，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 年度第一期公司债券信用评级报告

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 2019 年一季度，公司累计收到国有资本金 14.73 亿元。另外，2017 年，公司将政府补助资金转增国家资本金 6.84 亿元。2018 年 12 月，云南省国资委将其持有的公司 9.95% 股权无偿划转至云南省财政厅。截至 2018 年底，公司注册资本 275.58 亿元，实收资本 281.58 亿元¹。云南省国资委持有公司 90.05% 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；向境外派遣各类劳务人员（不含港澳台地区）；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。

公司本部内设综合办公室、市场经营部、财务部、改革发展部、投融资业务管理部以及风险控制部等 23 个职能部门。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围一级子公司共计 51 家。其中全资子公司 43 家，控股子公司 8 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 3465.62 亿元，所有者权益 931.58 亿元（含少数股东权益 326.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 1160.50 亿元，利润总额 30.09 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

2019 年 5 月 18 日，国家发展和改革委员会向云南省发展改革委下发了《关于云南省建设投资控股集团有限公司发行公司债券核准的批复（发改企业债券〔2019〕64 号）》，同意公司公开发行公司债券不超过 100 亿元，所筹集资金 50 亿元用于房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业等符合国家产业政策的项目，50 亿元用于补充营运资金。

¹ 注册资本与实收资本不一致系工商变更尚未完成

公司本期计划发行云南省建设投资控股集团有限公司 2019 年度第一期公司债券（以下简称“本期债券”），发行金额 20 亿元。本期债券期限为 5 年期，在存续期的第 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集资金 20 亿元，其中 10 亿元用于香格里拉至丽江公路项目（简称“募投项目”），10 亿元用于补充营运资金。

2. 募投项目概况

香格里拉至丽江公路项目实施主体为公司下属孙公司云南丽香高速公路投资开发有限公司。香格里拉至丽江高速公路项目主线全长 124.55 公里，其中：新建 118.01 公里，利用大丽至丽江高速公路松园桥连接线改扩建 6.54 公里。香格里拉至丽江公路主线采用双向四车道高速公路标准建设，设计时速为 80 公里/小时，路基宽度为 24.5 米；全线共设置 7 个收费站。

募投项目总投资为 194.41 亿元，截至 2019 年 3 月底已累计投入资金 150.08 亿元，未来尚需投入资金 44.33 亿元。募投项目计划建设期为 2015-2020 年，实际开工日期为 2016 年 7 月 9 日，预计完工时间为 2020 年 6 月 30 日。截至目前，募投项目路基工程已完成挖方总工程量的 94.09%、填方总工程量 84.43%，桥梁工程已完成桩基浇筑 99.08%、墩柱浇筑 95.70%、盖梁 94.59%、T 梁预制 83.95%，隧道工程已完成单幅掘进 82.11%、仰拱 79.63%、二次衬砌 76.94%。

根据云南省交通规划设计研究院出具的《丽江（白汉场）至香格里拉高速公路工程可行性研究报告》，募投项目建设期 5 年，运营期 30 年，建成后将以高速公路收费收入作为主要收入来源。在运营期前 20 年内，募投项目预计可实现收入 409.10 亿元，扣除相应的经营成本 14.26 亿元和税金及附加 13.26 亿元后，预计可实现净收益 381.59 亿元，足以覆盖项目总投资。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；

M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好

三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

一、行业及区域经济环境

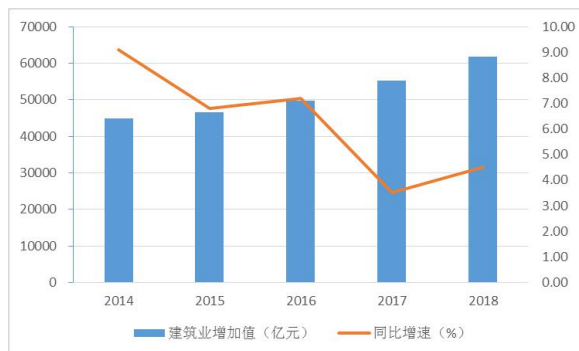
公司所属行业为建筑施工行业。

（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的投资支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅

下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1 2014~2018 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

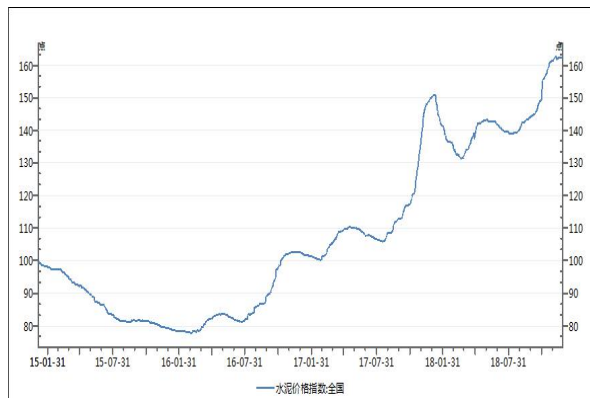
钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求

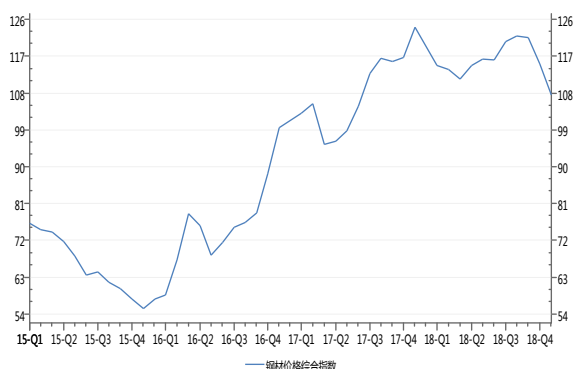
致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

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；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018年以来下行态势明显。2018年1~12月，全国房地产开发投资完成12.03亿元，较上年同期增长9.50%，房屋新开工面积同比增长17.20%。与此同时，2018年1~12月，全国商品房销售面积同比仅增长1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降7.80%。随着棚改货币化

的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018年1~12月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长3.8%，较去年同期下降15.2个百分点，增速较1~9月回升0.5个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018年四季度基建投资增速企稳回升，结束了2017年底以来连续9个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018年1~12月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.9%，增速较前三季度回升0.7个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长3.3%，增速较前三季度回升1.1个百分点。

2018年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（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。

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。

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

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下

行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐性债务风险，财政部加强了对PPP项目的监管，将大量不合规的PPP项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规PPP项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压

力。

(5) 建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

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%。

根据云南省统计局12月份统计月报，2018年1~12月，云南省生产总值17881.12亿元，同比增长8.9%。其中，第一产业完成增加值2498.86亿元，增长6.3%；第二产业完成增加值6957.44亿元，增长11.3%，第三产业完成增加值8424.82亿元，增长7.6%。固定资产投资（不含农户）同比增长11.6%。

二、基础素质分析

1. 股权状况

公司是经云南省人民政府同意，以股权划转并整合重组方式设立，即由云南省国资委先将持有的十四冶公司和西南交建股权无偿划转至云南建工，再在云南建工基础上整合重组设立。2018年12月，根据《云南省人民政府关于印发云南省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（云政发〔2018〕54号），云南省国资委无偿将其持有的公司9.95%股权无偿划转至云南省财政厅。截至2018年底，公司注册资本275.58亿元，实收资本281.58亿元。云南省国资委持有公司90.05%的股权，为公司实际控制人。

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2016~2018年国内新签合同额年均复合增长32.44%，2018年为1879.42亿元，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2019年3月底，公司拥有建筑企业主项和增项资质共531项，其中总承包类资质173项，专业承包类资质252项，其他工程建筑相关资质106项。目前云南建投、子公司云南建投总承包公司、云南建投第二建设有限公司、云南建投第三建设有限公司、云南建投第四建设有限公司和云南建投第五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2019年3月底，公司累计获得全国建筑工程鲁班奖37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1项，国家优质工程奖67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、省级工法550项；获专利930项，其中发明专利55项、实用新型专利859项；登记软件著作权30项。获国家级、省部级科技成果750余项；主（参）编国家行业及地方标准75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7名，包括董事长1名、副董事长2名（其中1人兼任总经理职务）、副总经理4名。

公司董事长陈文山先生，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。

公司副董事长兼总经理李家龙先生，50岁，本科学历，高级工程师；曾任昆明理工大学团委副书记、团委书记，共青团云南省委办公室副主任、主任，共青团云南省委宣传部部长，楚雄州双柏县委副书记、代理县长、县长、县委书记，楚雄州人民政府副州长，西南交通建设集团股份有限公司副董事长、党委副书记。

公司副董事长后永宁先生，58岁，本科学历，注册会计师；曾任云南财贸学院教师，中石化云南分公司处长、副总会计师、总会计师，云南建工集团有限公司副总经理、副董事长。

公司副总经理王晓方先生，55岁，本科学历，电气工程师、一级建造师；曾任云南省第一安装工程公司第三分公司经理，云南省第一安装工程公司副总经理，云南建工安装股份有限公司总经理，云南建工集团有限公司总经理助理，云南建工安装股份有限公司总经理，云南建工副总经理，云南建工安装股份有限公司董事长，云南建工集团有限公司副总经理。

截至2018年底，公司在职员工28228人；从文化素质水平来看，具有本科及以上学历的占54.98%、大专学历的占24.71%、高中及其他学历的占20.31%；从职称情况来看，具有中级职称的员工占22.41%，高级、副高级职称的员工占9.64%；从年龄构成来看，30岁及以下的占38.54%、30岁至50岁的占53.07%、50岁以上的占8.39%。

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,2018年云南省地方一般公共预算收入1994.3亿元,比上年决算数增长5.7%。其中,税收收入1423.2亿元,增长15.3%。地方一般公共预算支出6074.9亿元,增长6.3%,财政自给率32.83%,财政自给能力弱。云南省政府性基金预算收入1287.3亿元,比上年决算数增长75.9%;政府性基金预算支出1266.8亿元,比上年决算数增长106.2%。截至2018年底,云南省政府债务余额7139.8亿元,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〔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。

2018年,根据云国资统财〔2018〕72号文件,公司收到云南省财政厅拨付的资本金8.00亿元,同时将2015年、2016年收到的6.51亿元国际航线培育省级专项资金缴还省级国库,当期公司实收资本净增加1.49亿元。根据云国资统财〔2018〕266号文件,公司收到云南省财政厅拨付的资本金6.00亿元。

财政补助

2015年,公司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。

2018年,公司收到与日常经营活动相关的政府补助资金3578.26万元;收到企业生产扶持资金、奖励款等与日常经营活动无关的政府补助资金3748.98万元。

5. 企业信用记录

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2019年4月16日,公司未结清信贷信息中无关注类和不良类信贷信息;已结清信贷信息中有1笔欠息,欠息金额78.22万元,欠息日期2018年5月21日,根据昆明市呈贡区农村信用合作联社洛羊信用社提供的情况说明,该欠息主要系利息划拨不准确,还息不及时造成,不属于恶意拖欠。公司过往债务履约情况良好。

截至2019年5月14日,未发现公司被列入

全国失信被执行人名单。

三、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。

公司股东会由全体股东组成，行使决定公司的经营方针、投资计划，审议批准公司年度预算方案、决算方案等职权。公司设董事会，对出资人负责，根据授权范围行使投资者职权，决定公司的其他重大事项。目前公司董事会成员9人，其中职工董事1名、外部董事2人。董事每届任期3年，任期届满，按有关规定决定是否连任。董事会下设发展战略、审计、薪酬考核、提名、风险管理、全面预算管理六个专门委员会。

公司设监事会，目前监事会成员为2人，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、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公室、市场经营部、财务部、改革发展部、投融资业务管理部以及风险控制部等23个职能部门。

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、可研报告的编制评审，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。

四、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。2016~2018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省建设投资控股集团有限公司省外事业部、云南省建设投资控股集团有限公司国际工程部和云南省建设投资控股集团有限公司路桥总承包部等8个事业部以及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和云南建投第三建设有限公司等31家子公司承接；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模式承接云南省内路网、市政、水网投资建设项目；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	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	901.01	81.81	6.00	938.25	81.82	5.80
贸易	70.45	8.64	1.31	133.59	12.13	1.70	133.21	11.62	2.35
房地产	24.55	3.01	15.19	29.95	2.72	16.48	36.19	3.16	14.10
建筑工业	11.58	1.42	15.18	14.76	1.34	13.46	12.97	1.13	10.96
保障房管营收入	3.84	0.47	77.10	3.99	0.36	1000	4.98	0.43	100.00
特许经营收入	4.58	0.56	70.29	5.91	0.54	63.35	9.83	0.86	43.72
其他	5.76	0.71	25.94	12.07	1.10	21.38	11.28	0.98	14.86
合计	815.67	100.00	7.94	1101.28	100.00	6.68	1146.71	100.00	6.54

资料来源：公司提供

2016~2018年，公司分别实现主营业务收入815.67亿元、1101.28亿元和1146.71亿元，年均复合增长18.57%。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。2016~2018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。2017~2018年，公司贸易收入大幅增长，主要系钢材价格上涨以及主要贸易商品成交量增加所致。2016~2018年，公司房地产收入波动较大，主要系各期销售结转项目规模

及价格存在较大差异。公司其他业务主要为建筑设备科研、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、红河州新鸡高速通行费收入及其他沿线开发与运营收入。

毛利率方面，2016~2018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，2018年为6.54%。

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，2018年大幅增至1879.42亿元。公司国内建筑施工业务以房建、市政和路桥类为主。2017年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年房建项目新签合同额增幅较大，主要系当期公司承接了云南省易地扶贫搬迁、河南军民融合航天产业基地等房建项目。

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	2016年	2017年	2018年
房建	450.00	480.81	832.89
市政	173.76	213.55	244.02
路桥	227.20	506.12	218.98
其他	220.55	375.98	583.53
合计	1071.51	1576.46	1879.42

注：2016~2018年公司PPP类项目新签施工合同额占比分别约为38.66%、35.44%和17.09%

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2019年3月底，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643.42亿元。公司承接的PPP项目投资规模大、回款周期长。

表4 截至2019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	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	139.18	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	170.08	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	30.30	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	87.49	81.92	--	--
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	36.23	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	15.18	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	41.77	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%	67.60	51.43	61.03	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	34.58	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	44.24	33.15	--	--
合计	--		1059.49	858.07	643.42	--	--

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，公司钢材平均采购价格逐年递增，水泥平均采购价格波动增长，混凝土平均采购价格波动下降。

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			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	254.21	4439.05	112.85	228.83	3297.86	75.46
水泥	166.27	379.86	6.32	158.55	267.41	4.24
混凝土	913.74	321.02	29.33	866.21	366.32	31.73
合计	/	/	148.49	/	/	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。2016~2018年，公司对外承包工程新签合同额呈快速增长趋势，但目前整体业务规模相对较小，其中2018年新签合同额大幅增长主要系当期公司签订了老挝首都万象至磨丁高速公路项目（万象-万荣段），签约合同金额约10.19亿美元。截至2019年3月底，公司主要对外在建项目包括老挝首都万象至磨丁高速

公路万象至万荣段、赤几欧亚拉国家体育学院项目等，主要在建项目签约合同总额人民币151.83亿元。

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
2016 年	41175	36562
2017 年	44492	33499
2018 年	137672	23216

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2019年3月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
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	36 个月
格鲁-吉格贝国际新机场项目提前启动协议	贝宁共和国基础设施交通部	360000.00	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	66 个月
柬埔寨吴利旅游娱乐综合体项目土建工程	Golden Sun Sky Entertainment Co.,LTD	70000.00	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	32 个月
缅甸第二中央商务区（一区）	First Myanmar construction co.,Ltd.,	33230.00	18 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	20 个月
援吉布提国家图书档案馆项目	中国商务部	19505.00	30 个月
沙特 FADHILI 天然气处理项目钢结构、设备管道安装工程	中石化南京工程有限公司（SNEI）	17616.00	22 个月
中柬文化创意园	云南演艺集团有限公司	14028.00	18 个月
合计		1518343.00	/

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。近两年，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。2016~2018 年，公司贸易业务毛利率分别为 1.31%、1.70%和 2.35%，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。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。2018 年公司前五大客户销售金额 51.42 亿元，占年度贸易收入 38.60%，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）		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
钢材	44.56	78.00	118.10	2603.39	3341.23	4645.90	2568.34	3297.86	4439.05
水泥	2.19	4.33	6.70	299.02	273.97	403.27	298.68	267.41	379.86
混凝土	12.57	29.20	35.81	337.66	348.56	359.59	336.40	336.32	321.02
焦炭	0.46	22.06	29.18	--	--	2468.33	--	--	2439.08

资料来源：公司提供

(3) 房地产业务

公司土地储备较充足，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（简称“省房集团”）、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

开发有限公司等六家子公司。

截至2019年3月底，公司已完工在售项目未售面积合计156.63万平方米，预计后期销售回款金额合计137.04亿元，其中2019年预计回款29.90亿元；在建地产项目总投资321.01亿元，已完成投资103.32亿元。公司土地储备较充足，截至2019年3月底，公司合计剩余可开发土地1098.16万平方米，其中有894万平方米位于老挝万象市区，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。

表9 2019年3月底开投公司和省房集团在售、在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

单位名称	在售项目	未售面积	预计销售回款	在建项目	总投资	已投资
省房集团	嘉丽泽、航空艺术巷、南悦城等20个项目	98.24	82.13	阳宗海“意思桥康旅小镇”示范区项目、昆明一条龙大健康休闲旅游度假区三区商务中心、阳宗海明湖湾旅游休闲度假区（包括了云岭山项目）、昭通发展大厦	241.51	48.52
城乡投公司	昆明经开区康惠馨苑项目、云南建投楚雄发展中心、玉溪市中心城区2014年1500套限价商品房项目、云南建投保山发展大厦项目	24.63	17.74	昆明经开区康惠馨苑项目、云南建投楚雄发展中心项目、玉溪市中心城区2014年1500套限价商品房项目、云南建投保山发展大厦项目	40.02	21.93
云南建投房地产开发有限公司	兴锦嘉园、兴冶广场、翠逸园、毕节大方慕俄格文化产业园西城门楼片区	22.69	19.99	兴冶广场	20.00	14.24
云南建投开发投资有限公司	大理洱海寰球时代项目、腾瑞幸福里项目、嘎洒外滩项目	7.93	10.34	大理洱海寰球时代项目	8.89	8.83
云南省海外投资有限公司	万象中心	3.14	6.84	赛色塔开发一期	10.59	9.80
合计		156.63	137.04	-	321.01	103.32

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”）承担着协调云南省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2019年3月底，公司保障房和棚户区改造项目总投资1113.25亿元，已完成投资1019.74亿元，已回款370.48亿元。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 2019 年 3 月底公司主要在建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	已回款
代建项目	2011年保障房项目	楚雄、昭通	3.43	4.57	3.38
	2014年保障房项目	玉溪、楚雄、保山	8.70	8.10	5.40
	楚雄市2015年保障性住房建设项目	楚雄	0.41	0.33	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	1.30	0.82
小 计			16.01	14.30	9.93
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	191.58	144.36
	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	100.79	54.67
	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	362.27	107.37
	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	249.82	44.09
	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	100.98/	10.06
小 计			1097.24	1005.44	360.55
合 计			1113.25	1019.74	370.48

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率看，2016~2018年，公司销售债权周转次数持续下降，2018年为1.93次；存货周转次数波动下降，2018年为4.38次；总资产周转次数持续下降，2018年为0.36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。

五、财务分析

公司提供了2016~2018年度合并财务报告，中审众环会计师事务所（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。2017年，公司根据财政部发布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）的相关规定

变更了相应会计政策，并进行追溯调整；此外公司也对前期会计差错进行了更正。2018年，公司根据财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）的相关规定变更了相应会计政策，并对比较数据进行追溯调整；此外公司也对前期会计差错进行了更正。因此，本报告2016年财务数据、2017年财务数据分别使用公司2017年审计报告、2018年审计报告的期初数。

从合并范围看，2016年公司通过新设新增纳入合并范围子公司共18家；2017年公司通过非同一控制下合并新增子公司11家；2018年底，公司纳入合并范围一级子公司共计51家，较上年末增加3家，均为新设新增。近三年，公司新设新增子公司资产规模相对较小，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，资产流动性弱，资产质量一般。

2016~2018年，公司资产总额年均复合增长21.62%。截至2018年底，公司资产总计3465.62亿元，较年初增长14.15%，主要来自在建工程的增加。

2016~2018年，公司流动资产年均复合增长6.66%。截至2018年底，公司流动资产1447.96亿元，较年初下降7.13%，主要系应收账款和其他应收款大幅减少所致。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年末		2017年末		2018年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	186.72	7.97	232.27	7.65	224.86	6.49
应收账款	485.42	20.72	655.14	21.58	546.43	15.77
预付款项	59.71	2.55	66.82	2.20	69.75	2.01
其他应收款	355.88	15.19	357.81	11.79	291.09	8.40
存货	177.83	7.59	216.29	7.12	274.35	7.92
流动资产	1272.78	54.33	1559.19	51.36	1447.96	41.78

可供出售金融资产	28.77	1.23	43.56	1.43	48.59	1.45
长期应收款	145.76	6.22	111.67	3.68	119.65	3.45
投资性房地产	15.78	0.67	24.66	0.81	69.80	2.01
固定资产	58.61	2.50	64.89	2.14	68.36	1.97
在建工程	466.45	19.91	768.64	25.32	1105.33	31.89
无形资产	53.40	2.28	58.41	1.92	116.51	3.36
其他非流动资产	279.92	11.95	372.41	12.27	451.51	13.03
非流动资产	1070.06	45.67	1476.88	48.64	2017.66	58.22
资产合计	2342.83	100.00	3036.07	100.00	3465.62	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

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。2016~2018年，公司货币资金年均复合增长9.74%。截至2018年底，公司货币资金224.86亿元，较年初下降3.19%。其中受限资金为29.06亿元（占比12.92%），主要是汇票、保函、土地复垦、农民工、按揭贷款担保等保证金，法定存款准备金及冻结资金。

2016~2018年，公司应收账款年均复合增长6.10%，款项性质主要为应收工程进度款。截至2018年底，公司应收账款546.43亿元，较年初下降16.59%。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56.58%，1~2年的占19.93%，2~3年的占11.37%，3年以上的占12.12%，计提坏账准备4.82亿元，计提比例为0.88%。应收账款中前五名欠款单位欠款额合计52.03亿元，占比9.52%，集中度较低；前五名欠款单位主要为各地国有企业和政府机构，资金回收风险一般。

表12 2018年底公司前五名应收款情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	账目余额	占其他应收账款总额的比例
贵州兴仁登高新材料有限公司	17.20	3.15
赤道几内亚共和国政府	10.68	1.95
曲靖市城市建设投资开发有限公司	8.09	1.48
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	8.04	1.47
云南滇中保障房建设有限公司	8.02	1.47
合计	52.03	9.52

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为预付货款及工程款等。2016~2018年，公司预付款项年均复合增长8.08%。截至2018年底，公司预付款项为69.75亿元，较年初增长4.38%。从账龄来看，账龄在1年以内的预付账款占68.90%。

公司其他应收款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。2016~2018年，公司其他应收款年均复合下降9.60%。截至2018年底，公司其他应收款291.09亿元，较年初下降18.65%，主要系当期往来款减少所致。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38.43%，1~2年的占25.41%，2~3年的占28.99%，3年以上的占7.17%，计提坏账准备0.66亿元。公司其他应收款账龄较长，坏账准备计提少。公司其他应收款前五名合计99.02亿元，占比34.08%，集中度一般。

表13 2018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
昭阳区棚户区改造建设指挥部	拆迁补偿款	29.93	10.30
保山中心城区棚户区改造建设指挥部	拆迁补偿款	24.46	8.42
云南石锁高速公路有限公司	代垫款	21.80	7.50
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	15.43	5.31
广南县土地房屋征收与补偿安置办公室	拆迁补偿款	7.40	2.55
合计	--	99.02	34.08

资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司存货快速增长，年均复合增长24.21%。截至2018年底，公司存货274.35亿元，较年初增长26.84%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产当期大幅增长。公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产占35.42%，房地产开发成本占存货账面价值的43.47%，房地产开发产品占14.49%，原材料占3.75%，其余为库存商品、周转材料等。

2016~2018年，公司非流动资产年均复合增长37.32%。截至2018年底，公司非流动资产合计2017.66亿元，较年初增长36.62%，主要系在建工程、其他非流动资产大幅增长所致。

2016~2018年，公司可供出售金融资产年均复合增长29.96%。截至2018年底，公司可供出售金融资产48.59亿元，较年初增长11.54%，主要系认购了云南省工业投资控股集团有限公司和云南锡业（控股）集团有限责任公司各2.00亿元公司债所致。

2016~2018年，公司长期应收款年均复合增长下降9.40%。截至2018年底，公司长期应收款119.65亿元，较年初增长7.15%，主要系五里多片区土地一级整理导致当期应收款增长所致。其中应收BT项目款39.86亿元、五里多片区土地一级整理40.94亿元、农危改和抗震安居资金33.87亿元。

2016~2018年，公司投资性房地产年均复合增长110.35%。截至2018年底，公司投资性房地产69.80亿元，较年初增长183.02%，主要系公司将原计入固定资产和存货的土地使用权转入投资性房地产所致。

2016~2018年，公司固定资产年均复合增长8.00%。截至2018年底，公司固定资产账面价值68.36亿元，较年初增长5.35%。从构成来看，房屋建筑物占87.29%、机器设备占7.86%。

2016~2018年，随着保障房、棚户区改造及公路建设工程项目开发规模扩大，公司在建工程年均复合增长53.94%。截至2018年底，

公司在建工程为1105.33亿元，较年初增长43.80%，主要系保障房棚户区项目成本和保山中心城市地下综合管廊建设工程等工程成本大幅增加。其中保障房棚户区项目账目余额444.52亿元、保山中心城市地下综合管廊建设工程账面余额55.97亿元、红河州泸西至弥勒高速公路建设工程一期项目账面余额50.14亿元、香丽高速公路项目部在建工程项目账面余额120.49亿元、元江至蔓耗（红河段）高速公路建设工程账面余额94.25亿元。

2016~2018年，公司无形资产年均复合增长47.71%，主要系高速公路特许经营权转入所致。截至2018年底，公司无形资产116.51亿元，较年初增长99.47%。其中土地使用权31.21亿元、特许经营权83.94亿元（主要为高速公路收费权）。

2016~2018年，公司其他非流动资产年均复合增长27.00%。截至2018年底，公司其他非流动资产451.51亿元，较年初增长21.24%，主要系当期新增预付股权收购款40亿元、保障房棚户区完工转入20.20亿元所致。其中，保障房棚户区项目完工待移交账面余额330.80亿元、预付工程款40.65亿元、预付股权收购款40.00亿元。

2016~2018年，公司应收类款项占资产总额的比重分别为42.13%、37.04%和27.62%。公司应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用。

截至2018年底，公司货币资金（各类保证金及冻结）、应收账款、存货（借款抵押及法院查封）、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1457.75亿元，占资产总额的42.06%，公司受限资产规模大。

表14 截至2018年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末余额	受限原因
货币资金	29.06	各类保证金及冻结资金
存货	3.55	借款抵押
投资性房地产	1.00	借款抵押
固定资产	9.26	借款抵押

无形资产	85.21	借款抵押
在建工程	937.06	借款抵押
其他非流动资产	333.15	借款抵押
长期应收款	35.52	借款质押
应收账款	23.94	借款质押
合计	1457.75	--

数据来源：公司审计报告

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。

2016~2018年，公司所有者权益年均复合增长25.84%。截至2018年底，公司所有者权益合计931.58亿元，较年初增长27.29%，主要来自其他权益工具和少数股东权益的增加。

2016~2018年，公司实收资本年均复合增长3.09%。截至2018年底，公司实收资本281.58亿元，较2017年底增长2.73%，主要系公司收

到云南省财政厅的国家资本金7.49亿元。

2016~2018年，公司资本公积年均复合增长5.06%。截至2018年底，公司资本公积131.35亿元，较年初增长7.14%，主要系收到棚户区、保障房三级财政补助资金所致。

2016~2018年，公司其他权益工具年均复合增长119.35%，主要系发行永续中票和可续期债券所致。截至2018年底，公司其他权益工具142.17元，较年初增长105.04%，主要系2018年发行永续中票“18云建投MTN001”15亿元、永续中票“18云建投MTN002”15亿元、“18滇建Y2”8.10亿元以及兴业银行可续期债权15.00亿元和工商银行可续期债权20.00亿元所致。

截至2018年底，公司少数股东权益326.30亿元，较年初增长43.26%，主要系基础设施公司下属PPP项目公司收到政府资本方资本金投入和补助资金等增加。

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 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	123.63	7.05	226.52	9.83	182.53	7.20
应付票据	21.47	1.22	36.11	1.57	74.00	2.92
应付账款	527.71	30.08	601.74	26.11	586.21	23.13
其他应付款	143.75	8.19	220.70	9.58	280.43	11.07
一年内到期的非流动负债	78.93	4.50	116.06	5.04	106.35	4.20
流动负债	976.48	55.66	1345.91	58.41	1396.80	55.12
长期借款	682.12	38.88	873.81	37.92	1069.08	42.19
应付债券	76.57	4.36	45.63	1.98	21.44	0.85
非流动负债	778.03	44.34	958.29	41.59	1137.24	44.88
负债总额	1754.51	100.00	2304.21	100.00	2534.04	100.00
实收资本	264.94	45.03	274.09	37.45	281.58	30.23
其他权益工具	29.55	5.02	69.34	9.47	142.17	15.26
资本公积	119.01	20.23	122.60	16.75	131.35	14.10
少数股东权益	149.35	25.39	227.77	31.12	326.30	35.02
所有者权益合计	588.33	100.00	731.86	100.00	931.58	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

负债方面，2016~2018年，公司负债年均复合增长20.18%。截至2018年底，公司负债总额2534.04亿元，较年初增长9.97%，主要来自其他应付款和长期借款的增加。公司负债结构

相对均衡。

2016~2018年，公司流动负债年均复合增长19.60%。截至2018年底，公司流动负债1396.80亿元，较年初增长3.78%，主要来自其

他应付款的增加。

2016~2018年，公司短期借款年均复合增长21.51%。截至2018年底，公司短期借款182.53亿元，较年初下降19.42%。其中信用借款98.25亿元、保证借款79.84亿元、抵质押借款4.44亿元。

2016~2018年，随着公司业务规模的扩张，公司应付票据及应付账款连续增长，年均复合增长9.64%。截至2018年底，公司应付票据及应付账款660.21亿元（其中应付账款586.21亿元），较年初增长3.51%，主要为应付材料款、工程款。从应付账款账龄看，1年以内占76.10%、1~2年占14.97%、2年以上占比8.93%。

2016~2018年，公司其他应付款年均复合增长39.67%。截至2018年底，公司其他应付款为280.43亿元，较年初增长27.07%，主要系往来款、质保金、保证金以及借款等增加。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71.16%。

2016~2018年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长16.08%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债106.35亿元，较年初下降8.37%。其中一年内到期的长期借款84.47亿元、一年内到期的应付债券19.32亿元、一年内到期的长期应付款2.56亿元。

2016~2018年，公司非流动负债年均复合增长20.90%。截至2018年底，公司非流动负债为1137.24亿元，较年初增长18.67%，主要系基础设施、棚改区改造项目项目贷款增加所致。

2016~2018年，公司长期借款年均复合增长25.19%。截至2018年底，公司长期借款1069.08亿元，较年初增长22.35%，主要系PPP投资带动项目贷款规模增长所致。其中质押借款占72.87%、抵押借款占6.42%、保证借款占6.16%和信用借款占14.55%。2019~2020年，公司到期长期借款分别为107.23亿元和131.27亿元。

2016~2018年，公司应付债券年均复合下

降47.08%。截至2018年底，公司应付债券21.44亿元，较年初下降53.01%，主要系一年内到期债券较多所致。2019~2020年，公司到期应付债券分别为21.25亿元和11.00亿元。

2018年底，公司全部债务1453.39亿元，较2017年底增长11.96%。2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率较上年均有所下降，分别为73.12%、60.94%和53.93%。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1104.83亿元，调整后全部债务1467.71亿元，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61.17%、54.25%。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。

2016~2018年，公司营业收入年均复合增长18.55%，2018年为1160.50亿元，同比增长4.39%。2016~2018年，公司营业成本年均复合增长19.31%，2018年公司营业成本为1074.99亿元，同比增长4.24%。2016~2018年，公司营业利润率波动下降，分别为7.57%、6.76%和7.00%。

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。2016~2018年，公司期间费用率波动下降，三年分别为4.98%、4.19%和4.31%；公司管理费用持续增长，三年复合增长率5.88%，2018年为32.78亿元。整体看，公司期间费用保持较低水平、控制情况较好。

2016~2018年，公司分别取得投资收益0.49亿元、0.92亿元、1.03亿元；分别实现营业外收入1.34亿元、1.01亿元和0.94亿元，主要为政府补助。2016~2018年，公司利润总额分别为

22.37亿元、25.92亿元和30.09亿元，年均复合增长15.98%。

从主要盈利指标看，2016~2018年，公司总资本收益率持续下降，分别为1.94%、1.70%和1.69%；净资产收益率持续下降，分别为2.88%、2.45%和2.43%。

4. 现金流分析

公司投资需求旺盛，投资活动现金流呈持续大规模流出状态，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，2016~2018年，公司经营活动现金流入年均复合增长15.70%，2018年为1064.02亿元，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，2018年分别为863.17亿元、196.54亿元。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。2016~2018年，公司现金收入比分别为77.76%、71.54%和74.38%，收现质量有待提高。2016~2018年，公司经营活动现金流出年均复合增长13.10%，2018年为1005.64亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金656.34亿元，支付其他与经营活动有关的现金252.17亿元（主要为往来款、支付的保证金及押金和期间费用）。2016~2018年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增加，2018年为58.37亿元。

投资活动方面，2016~2018年，公司投资活动现金流入年均复合增长14.06%，2018年为117.22亿元，同比下降2.34%。其中2018年收到其他与投资活动有关现金为32.41亿元，主要为收回委托贷款和BT项目回购款。公司投资活动现金流出年均复合增长0.95%，2018年为473.91亿元，同比下降10.65%，主要系保障房、棚户区等项目的建设支出减少。其中2018年支付其他与投资活动有关的现金49.66亿元，主要为BT项目投资款和支付的委托贷款。2016~2018年，公司投资活动产生的现金流净额呈持续大规模流出状态，2018年为-356.68亿元。

2016~2018年，公司筹资活动现金流入年均复合增长14.07%，2018年为833.77亿元，主要为吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金。其中2018年公司吸收投资收到的现金197.85亿元，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。2016~2018年，公司筹资活动现金流出年均复合增长37.21%，2018年为559.71亿元，主要为偿还债务、偿付利息支付的现金。2016~2018年，公司筹资活动现金净流入波动下降，2018年为274.06亿元。

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，外部支持力度大，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2018年底分别为103.66%和84.02%。2016~2018年，公司经营现金流动负债比分别为0.89%、1.64%和4.18%。2019年3月底，公司流动比率上升至104.65%，速动比率上升至84.22%。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，2016~2018年，公司EBITDA持续增长，分别为43.32亿元、49.88亿元和58.81亿元；调整后全部债务/EBITDA分别为22.70倍、26.23倍和24.96倍。公司长期偿债能力弱。由于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，外部支持力度大。综合考虑，公司整体偿债能力极强。

截至2018年底，公司获得的银行授信总额为2639.18亿元，其中已使用额度为1692.85亿元，未使用额度为956.33亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司涉及的重大未决诉讼

涉案金额17.86亿元，其中公司作为原告涉诉金额7.60亿元，作为被告涉诉金额10.26亿元，具体见附件2。公司未决诉讼涉案金额较大，若未来发生诉讼清偿，将对公司业绩和偿债能力产生一定影响。

截至2019年3月底，公司对外担保10笔、担保金额合计2.31亿元，单户最高0.90亿元。担保方主要为公司下属子公司云南晟邦融资担保有限公司、云南京鹏房地产开发有限公司、大理东昇置业有限公司，被担保单位主要为民营企业和个人。目前公司对外担保债务均已逾期，尚未进行代偿。

7. 母公司财务概况

母公司资产总额、负债总额及营业收入占合并报表的比重较低；母公司短期偿付压力大，盈利能力弱。

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额1117.74亿元，母公司资产总额占合并报表资产总额的32.25%，公司下属子公司较多，资产较为分散。

截至2018年底，母公司所有者权益合计438.72亿元。母公司所有者权益主要由资本公积和其他权益工具构成，占合并报表所有者权益的47.09%。

截至2018年底，母公司负债合计679.02亿元，母公司负债占合并报表负债的26.80%，占比较低，主要系下属子公司城乡投公司、云南建设基础设施投资股份有限公司等投资建设的项目较多，融资规模较大。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为60.75%、35.28%，债务负担较轻；短期有息债务184.44亿元、现金类资产83.01亿元，现金类资产不足以覆盖短期有息债务，母公司短期偿付压力大。

2018年，母公司实现营业收入289.21亿元，占合并报表营业收入的24.92%，母公司营业收入主要来自路桥总承包部、市政总承包部等下属事业部产生的建筑施工收入；母公司利

润总额为16.49亿元，占合并报表利润总额的54.80%。母公司利润总额占合并报表的比重均较高。2018年，母公司净资产收益率为2.95%，盈利能力弱。

六、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额20.00亿元，分别相当于公司2018年底调整后长期债务及调整后全部债务的1.81%和1.36%，本期债券的发行对公司现有债务总额和债务结构影响较小。

截至2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为73.12%、61.17%和54.25%，以公司2018年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至73.27%、61.49%和54.70%，公司债务负担有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2016~2018年，公司EBITDA分别为本期债券发行金额的2.17倍、2.49倍和2.94倍，EBITDA对本期债券发行金额的保障能力较好。2016~2018年，公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额的覆盖倍数分别为39.74倍、46.25倍和53.20倍，经营活动现金流量净额对本期债券发行金额的覆盖倍数分别为0.43倍、1.10倍和2.92倍。公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额覆盖程度高，同时考虑到公司所获外部支持力度大，公司本期债券到期不能偿还风险极低。

3. 募投项目偿债能力分析

根据云南省交通规划设计研究院出具的《丽江（白汉场）至香格里拉高速公路工程可行性研究报告》，募投项目建设期5年，运营期30年，建成后将以高速公路收费收入作为主要收入来源。

本期债券 5 年存续期内，募投项目预计可实现收入 41.65 亿元，扣除相应的经营成本 1.98 亿元和税金及附加 1.37 亿元后，募投项目

在本期债券存续期内预计可实现净收益 38.30 亿元，足以覆盖本期债券本金。

表16 募投项目收益测算（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	合计
经营收入	4.80	7.27	8.24	10.08	11.26	41.65
经营成本	0.37	0.38	0.40	0.41	0.42	1.98
税金及附加	0.16	0.24	0.27	0.33	0.37	1.37
净收益	4.27	6.65	7.57	9.34	10.47	38.30

资料来源：《丽江（白汉场）至香格里拉高速公路工程可行性研究报告》

4. 债权保护条款分析

为了保证募集资金专款专用以及按时足额还本付息，公司与国家开发银行云南省分行（以下简称“国开行云南分行”）、国开证券股份有限公司共同签署了《2019 年云南省建设投资控股集团有限公司企业债券资金账户开立和监管协议》。根据该协议，公司拟在国开行云南分行开立唯一的募集资金专项账户和唯一的偿债资金专项账户，国开行云南分行对公司募集资金的使用进行形式审查，并按季向公司及国开证券股份有限公司出具专项对账单。国开证券股份有限公司有权采取现场调查、书面问询等方式行使监督权，倘若发生或预计募集说明书约定的违约事项，国开证券股份有限公司有权要求国开行云南分行停止募集资金专户中任何资金的划出。总体看，专项募集、偿债账户的设立及相关协议的签订有助于本期债券资金的归集与合规使用。

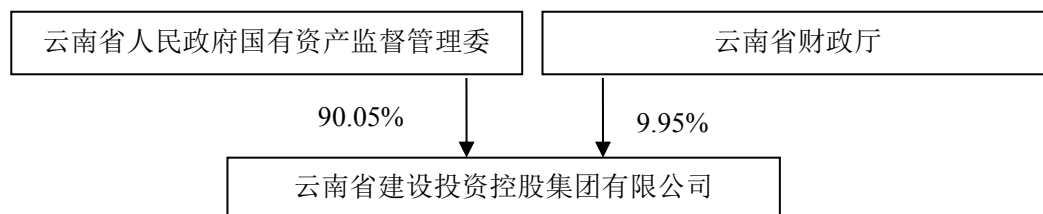
来资本支出压力大等因素可能对其信用状况产生不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额覆盖程度高；募投项目在本期债券存续期内净收益足以覆盖本期债券本金。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

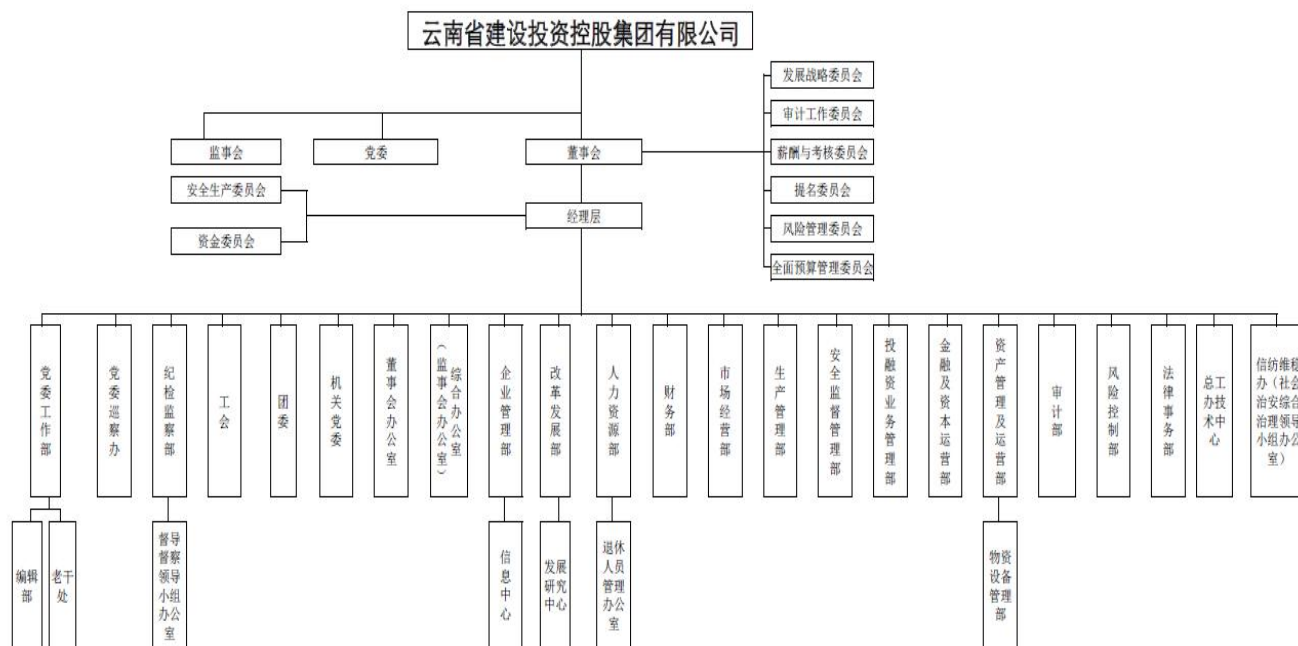
七、结论

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，建筑工程板块新签合同额充足，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

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 2018 年底公司组织机构图



附件 2 2018 年底云南省建设投资控股集团有限公司 主要重大未决诉讼情况

序号	案件	涉案金额 (万元)	进展情况
1	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	一审胜诉、二审未判决
2	云南泛亚农业合作开发有限公司起诉大连良运集团粮食购销有限公司解除双方签订的《粮食采购合同》, 并返还预付货款及违约金。	3456.41	一审驳回起诉, 二审撤销一审裁定, 发回重审, 发回重审裁定, 本案需以该刑事案件的处理结果为依据, 裁定中止审理
3	云南泛亚农业合作开发有限公司起诉大连良运集团粮食购销有限公司解除双方签订的《粮食采购合同》, 并返还预付货款及违约金。	1429.86	一审驳回起诉, 二审发回重审, 发回重审未判决
4	云南泛亚农业合作开发有限公司起诉深圳中垦绿农产品有限公司支付粮食货款及利息。	1237.00	一审胜诉, 二审未判决
5	2017 年 3 月广东中建地产有限公司、广州银行股份有限公司海珠支行因与云南石锁高速公路有限公司合同纠纷向云南省高级人民法院提起诉讼, 要求云南石锁高速公路有限公司偿还其借款本金、利息及相关费用合计 65,186.48 万元, 并由云南云路红石公路投资有限公司对石锁公司的债务承担连带清偿责任。	65186.48	一审败诉, 二审未判决
6	原告云南盛世屋宇建筑安装工程有限公司起诉中国有色金属工业第十四冶金建设公司, 要求被告支付晋宁县工业园区晋城市政道路及土地整理工程建设—移交(BT)项目(一标段)工程建设款。	12633.77	一审驳回原告盛世屋宇的全部诉讼请求, 二审未判决。
7	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, 要求被告支付无锡万健商业广场项目的工程款及利息。	21308.57	一审审理中
8	原告中国有色金属工业第十四冶金建设公司起诉云南康宸房地产开发有限公司/云南康宸房地产开发有限公司东川分公司, 要求被告支付东川康宸商业中心项目的工程款。	12597.27	一审胜诉, 二审未开庭
9	原告中国有色金属工业第十四冶金建设公司起诉云南君润房地产开发有限公司, 要求被告支付武定君润城项目的工程款及利息。	10250.51	一审审理中
10	原告中国有色金属工业第十四冶金建设公司起诉大理纳思物业有限公司, 要求被告支付纳思·城市春天的工程款。	10200.00	一审审理中
11	原告中国有色金属工业第十四冶金建设公司起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, 要求被告就铁皮石斛项目签订的建设工程合同支付工程款。	15482.69	一审审理中
12	原告鹤庆北衙矿业有限公司起诉中国有色金属工业第十四冶金建设公司, 要求被告支付鹤庆北衙项目额工程款。	20750.00	一审审理中
合计		178578.17	--

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	188.32	233.58	227.05
资产总额（亿元）	2342.83	3036.07	3465.62
所有者权益（亿元）	588.33	731.86	931.58
短期债务（亿元）	224.02	378.68	362.88
长期债务（亿元）	758.69	919.44	1090.52
调整后长期债务（亿元）	759.17	929.59	1104.83
全部债务（亿元）	982.71	1298.12	1453.39
调整后全部债务（亿元）	983.19	1308.27	1467.71
营业收入（亿元）	825.77	1111.67	1160.50
利润总额（亿元）	22.37	25.92	30.09
EBITDA（亿元）	43.32	49.88	58.81
经营性净现金流（亿元）	8.66	22.03	58.41
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.11	1.94	1.93
存货周转次数（次）	4.75	5.23	4.38
总资产周转次数（次）	0.43	0.41	0.36
现金收入比（%）	77.76	71.54	74.38
营业利润率（%）	7.57	6.76	7.00
总资本收益率（%）	1.94	1.70	1.69
净资产收益率（%）	2.88	2.45	2.43
长期债务资本化比率（%）	56.32	55.68	53.93
调整后长期债务资本化比率（%）	56.34	55.95	54.25
全部债务资本化比率（%）	62.55	63.95	60.94
调整后全部债务资本化比率（%）	62.56	64.13	61.17
资产负债率（%）	74.89	75.89	73.12
流动比率（%）	130.34	115.85	103.66
速动比率（%）	112.13	99.78	84.02
经营现金流流动负债比（%）	0.89	1.64	4.18
全部债务/EBITDA（倍）	22.68	26.03	24.71
调整后全部债务/EBITDA（倍）	22.70	26.23	24.96
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	0.82	0.95

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分。

附件 4 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

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 年度第一期公司债券的跟踪评级安排

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 2 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。