

信用等级公告

联合〔2020〕608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2020年第二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，2020年第二期云南省建设投资控股集团有限公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月二十六日



2020 年第二期云南省建设投资控股集团有限公司

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：

本期债券发行规模：基础发行金额 10 亿元，弹性配售额 10 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：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于项目建设及补充营运资金

评级时间：2020 年 3 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	5
			盈利能力	2
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

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

评级观点：

云南省建设投资控股集团有限公司（以下称“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，联合资信也关注到，建筑行业竞争激烈，公司资产流动性偏弱，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。

公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额上限的覆盖程度很高。近年来，云南省经济较快发展，基础设施投资较快增长，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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，公司主体偿债风险极小，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 外部环境发展向好。**2017—2019 年，云南省生产总值持续增长，增速分别为 9.5%、8.9% 和 8.1%。2019 年，云南省固定资产投资（不含农户）比上年增长 8.5%，其中基础设施投资增长 6.1%。
- 外部支持力度大。**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。
- 业务持续性强。**2016—2018 年，公司国内新签合同额年均复合增长 32.44%，2018 年为 1879.42 亿元。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

- 主营业务毛利率下降。**2016—2018 年，公司建筑施工业务毛利率分别为 7.29%、6.00% 和 5.80%。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。

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

2. **资产流动性偏弱。**截至2018年底，公司应收款项、在建工程分别占资产总额27.62%和31.89%；受限资产规模1457.75亿元，占资产总额42.06%。公司资产流动性偏弱。
3. **债务负担较重。**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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	188.32	233.58	227.05	250.38
资产总额(亿元)	2342.83	3036.07	3465.62	3808.55
所有者权益(亿元)	588.33	731.86	931.58	1017.56
短期债务(亿元)	224.02	378.68	362.88	417.65
长期债务(亿元)	758.69	919.44	1090.52	1265.32
全部债务(亿元)	982.71	1298.12	1453.39	1682.97
营业收入(亿元)	825.77	1111.67	1160.50	895.50
利润总额(亿元)	22.37	25.92	30.09	20.78
EBITDA(亿元)	43.32	49.88	58.81	--
经营性净现金流(亿元)	8.66	22.03	58.37	48.02
筹资活动前现金流量净额(亿元)	-366.27	-388.33	-298.31	-224.18
营业利润率(%)	7.57	6.76	7.00	6.76
净资产收益率(%)	2.88	2.45	2.43	--
资产负债率(%)	74.89	75.89	73.12	73.28
全部债务资本化比率(%)	62.55	63.95	60.94	62.32
流动比率(%)	130.34	115.85	103.66	102.75
经营现金流流动负债比(%)	0.89	1.64	4.18	--
现金类资产/短期债务(倍)	0.84	0.62	0.63	0.60
EBITDA 利息倍数(倍)	1.14	0.82	0.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.68	26.03	24.71	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	747.19	994.71	1117.74	1319.18
所有者权益(亿元)	296.10	354.59	438.72	458.75
全部债务(亿元)	199.67	226.19	230.07	328.21
营业收入(亿元)	175.82	241.59	289.21	278.37
利润总额(亿元)	12.13	14.54	16.49	13.63
资产负债率(%)	60.37	64.35	60.75	65.22
全部债务资本化比率(%)	40.27	38.95	34.40	41.71
流动比率(%)	88.43	92.12	86.90	90.10
经营现金流流动负债比(%)	2.85	4.04	8.85	--

注：公司2019年三季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/01/14	张龙景 邱 成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2016/09/12	刘珺轩 孙 鑫	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/04/29	刘珺轩 焦 洁	建筑行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA	稳定	2011/07/12	韩 霞	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA ⁻	稳定	2010/04/30	谢凌艳 黄 静	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

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

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

2020 年第二期云南省建设投资控股集团有限公司 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 亿元作为实收资本，剩余 11.14 亿元计入资本公积。2016 年下半年至 2019 年三季度，公司累计收到国有资本金 28.84 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 2019 年 9 月底，公司注册资本 281.58 亿元，实收资本 295.69 亿元。云南省国资委持有公司 90.27% 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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 9 月底，公司本部内设综合办公室、市场营销部、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。公司纳入合并范围子公司共计 49 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。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 3808.55 亿元，所有者权益 1017.56 亿元（含少数股东权益 373.70 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 895.50 亿元，利润总额 20.78 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与改革委员会下发了《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。

公司本期计划发行 2020 年第二期云南省建设投资控股集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行金额上限 20 亿元，其中基础发行金额 10 亿元、弹性配售额 10 亿元。本期债券期限为 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。本期债券每年付息一次，到期一次还本。

2. 募集资金用途及募投项目概况

本期债券基础发行金额 10.00 亿元，其中 5.00 亿元用于香格里拉至丽江高速公路项目

（以下简称“香丽高速项目”），2.00 亿元用于文山州现代有轨电车 4 号线一期工程（以下简称“文山州 4 号线一期项目”），3.00 亿元用于云南通海杞麓湖国家湿地公园生态建设项目（以下简称“杞麓湖公园项目”）。如行使弹性配售选择权，总发行金额为 20 亿元，其中 5.00 亿元用于香丽高速项目，5.00 亿元用于文山州 4 号线一期项目，7.50 亿元用于杞麓湖公园项目，2.50 亿元用于补充营运资金。上述项目（以下简称“募投项目”）均采用 PPP 模式，在不同的发行规模下，具体的资金使用情况见下表。

表 1 本期债券募投项目及募集资金使用情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目总投资额	社会资本方投资额	公司持有项目公司股权	募集资金使用额度	
				按基础金额发行	基础金额+弹性配售
香丽高速项目	194.41	128.20	81.47	5.00	5.00
文山州 4 号线一期项目	29.82	27.58	62.74	2.00	5.00
杞麓湖公园项目	25.27	24.97	84.74	3.00	7.50
合计	249.50	180.75	--	10.00	17.50

资料来源：公司提供

香丽高速项目

香丽高速项目政府方为云南省交通运输厅，公司作为社会资本方持有项目公司 81.47% 的股权。香丽高速主线全长 124.55 公里，其中新建部分 118.01 公里，利用大理至丽江高速公路松园桥连接线改扩建 6.54 公里。香丽高速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。该项目已纳入财政部全国 PPP 综合信息平台项目库和云南省 PPP 项目信息监测服务平台，计划总投资 194.41 亿元，其中，国家安排中央专项建设基金 34.44 亿元，云南省政府和丽江市及迪庆州政府安排财政性资金 66.21 亿元，公司安排自有资金 38.88 亿元，剩余资金主要来自银行贷款和发行债券。

香丽高速项目建设期 5 年，收费运营期 30 年；项目主要收入来源为车辆通行费，并由政府方提供可行性缺口补助。截至 2019 年底，该

项目整体工程进度超过 90%，累计投入资金 188.07 亿元，未来尚需投入资金约 6.34 亿元。

文山州 4 号线一期项目

文山州 4 号线一期项目的政府方为文山州铁路筹建处（经文山州人民政府授权），公司作为社会资本方持有项目公司 62.74% 的股权，该项目已纳入财政部全国 PPP 综合信息平台项目库和云南省 PPP 项目信息监测服务平台。文山州 4 号线一期项目路线总长度 20.90km，设置地面车站 19 座、车辆段 1 座和控制中心 1 座。该项目计划总投资 29.82 亿元（其中项目资本金占 25%），预计建设期 30 个月、特许经营期 30 年；项目主要收入来源为票款和商业经营收入，并由政府方提供可行性缺口补助。

文山州 4 号线一期项目已于 2018 年 1 月开工，预计于 2020 年底完工，截至 2019 年底已投资 10.25 亿元，尚需投资约 19.57 亿元。项目进度方面，路基工程已完成 CFG 桩地基 67.96%、

挖方工程量 74.95%，车辆基地已完成土方填筑 96.95%、高压旋喷桩 95.74%，支线段（迎宾路段）已完成路基施工，正在进行轨道铺设。

杞麓湖公园项目

杞麓湖公园项目政府方为通海县林业局，公司作为社会资本方持有项目公司 84.74% 的股权。该项目建设内容包括湿地保护与恢复工程、科研监测点建设、生态旅游设施建设和农业农村面源污染治理工程等。该项目已纳入财政部全国 PPP 综合信息平台项目库和云南省 PPP 项目信息监测服务平台，计划总投资 25.27 亿元（其中项目资本金占 20%），运营期 26 年，项目回报机制为“使用者付费+可行性缺口补助”。

杞麓湖公园项目于 2019 年 8 月开工建设，预计于 2020 年底完工。截至 2019 年底，该项目已投资 9.83 亿元，尚需投资 15.44 亿元。项目进度方面，湿地公园施工已基本完成并通过初步验收，农业农村面源污染治理工程试验段正开展施工准备，清水入湖和沿湖截污及生态维护道路建设工程完成进度的 54.00%，南岸湖堤生态修复工程完成进度的 17.10%。

三、宏观经济和政策环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三第四季度同比增长 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 2 2016 - 2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况。2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

（1）消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

（2）工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，

占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点，运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

(3) 居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

(4) 财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较上年同期大增 2.91 万元。

(5) 就业形势基本稳定，但就业压力持续

存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

(1) 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人

(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级,限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫,必将在短期内加速中国经济下行,长期拖累2020年经济增长。

(2) 受新冠疫情影响,通胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延,药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升,必然推高一季度CPI,通胀压力进一步增加;另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降,将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期,延缓企业开工复业,甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭,又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力,对中国经济企稳回升构成较大挑战。

(3) 积极的财政政策更加积极有为,对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债限额8480亿元(其中一般债限额5580亿元、专项债限额2900亿元),合计提前下达2020年新增地方债限额18480亿元,财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日,财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》,提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款,在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上,中央财政按人民银行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来,财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部,陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施,大幅度减轻企业负担,支持企业复工复产,稳定社会就业。

(4) 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本,支持企业降低疫情影响,度过难关。

央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此次全面降准,释放长期资金约8000多亿元,有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来,央行连续降低了OMO操作利率和MLF利率,2月20日LPR报价下调,其中1年期报价4.05%,下调10BP,5年期报价4.75,下调5BP,信贷市场利率全面下行。同时,2月开市的前两天内(2月3—4日),在无逆回购到期的情况下,央行逆回购投放1.7万亿元,保持了市场流动性合理充裕,充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外,发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策,对疫情防控期间到期的公司债券,发行人生产经营正常的,将通过设立绿色通道等措施,支持发新还旧,积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

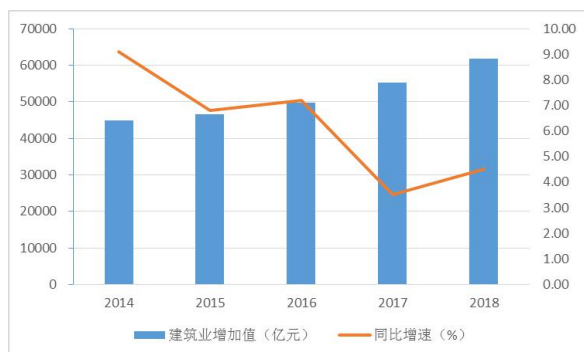
1. 行业概况

(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

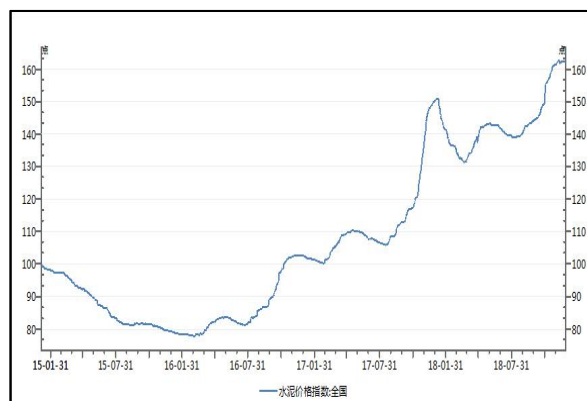
(2) 上游原材料供给及下游需求

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,受益于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。

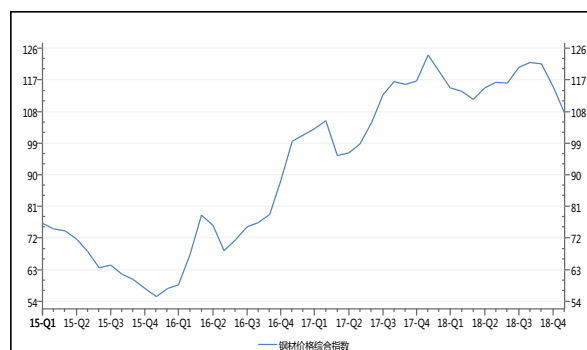
2018年,钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018年9月以来,钢材价格开始迅速下降。一方面是因为天气转冷致使工地施工受限,钢材需求季节性回落;另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面,采暖季限产仍未全面展开,产能利用率回落1.24个百分点至77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素,若后续各地环保限产全面开展并严格执行,供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

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12.03万亿元,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1-2月,全国基

基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较上年同期下降 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 3 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

	Skanska 瑞典斯堪斯卡	总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面
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

云南省经济持续增长，产业结构不断优化，同时固定资产投资的持续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，2016—2018 年，云南省生产总值分别为 14788.42 亿元、16531.34 亿元和 17881.12 亿元，增速分别为 8.7%、9.5% 和 8.9%，三次产业结构由 2016 年 15.0：38.4：46.6 调整为 2018 年 14.0：38.9：47.1。全省人均生产总值由 2016 年的 31265 元升至 2018 年的 37136 元。

2016—2017 年，云南省固定资产投资（不含农户）分别为 15662.49 亿元、18474.89 亿元，增速分别为 19.8%、18%。其中基础设施投资分别为 5565.29 亿元、7364.87 亿元，增速分别为 28.9%、32.3%。2018 年，云南省固定资产投资（不含农户）比上年增长 11.6%，其中基础设施投资增长 10.9%。

2016—2018 年，云南省全部工业增加值分别为 3891.20 亿元、4264.70 亿元和 4483.96 亿元，增速分别为 6.6%、10.3% 和 11.6%。其中云南省

全社会建筑业增加值分别为1806.22亿元、2123.68亿元和2482.34亿元，增速分别为14.6%、11.5%和10.6%。其中2018年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5458.52亿元，比上年增长15.5%；实现利润185亿元，增长13.2%；上缴税金230亿元，增长13.6%。

根据云南省统计局公布的最新数据，2019年，云南省实现生产总值23223.75亿元，同比增长8.1%，增速高于全国（6.1%）2.0个百分点。其中，第一产业完成增加值3037.62亿元，同比增长5.5%；第二产业完成增加值7961.58亿元，同比增长8.6%；第三产业完成增加值12224.55亿元，同比增长8.3%。2019年，规模以上工业增加值同比增长8.1%，增速比全国（5.7%）高2.4个百分点。全省固定资产投资（不含农户）同比增长8.5%，增速比全国（5.4%）高3.1个百分点。从重点领域看，全省民间投资同比增长20.3%，建筑安装投资增长6.6%，基础设施投资同比增长6.1%。

五、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2019年9月底，公司注册资本281.58亿元，实收资本295.69亿元。云南省国资委持有公司90.27%的股权，为公司实际控制人。

2. 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；公司拥有较多中高级职称以上的各类专业人员，整体职工素质较好。

公司现有高层管理人员8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5名。

公司董事长陈文山先生，57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，西南交建副董事长、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，云南建工副总经理。

截至2019年9月底，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%。

3. 技术水平及竞争力

公司建筑施资质齐全，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9月底，公司拥有建筑企业主体项和增项资质共564项，其中总承包类资质180项，专业承包类资质275项，其他工程建筑相关资质109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、云南建设第四建设有限公司和云南建设第五建设有限公司均拥有建筑施工总承包特级资质，云南建投还拥有公路工程总承包特级资质。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。

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，比上年增长75.9%；政府性基金预算支出1266.8亿元，比上年增长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

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260亿元作为实收资本，剩余11.14亿元计入资本公积。同期，公司收到云南省财政厅拨付的国家资本金4.94亿元，计入实收资本。

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，计入实收资本科目。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，计入实收资本科目。

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—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，计入实收资本科目。

2019 年 1—9 月，公司收到云南省财政厅拨付的资本金 14.11 亿元，计入实收资本科目。

财政补助

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。

2019 年 1—9 月，公司获得保障房三级财政补助资金，企业扶持、奖励等补助资金合计 6.46 亿元，计入资本公积科目。

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（授信机构版）》（报告编号：2020022112162488463157），截至 2020 年 2 月 21 日，公司未结清及已结清信贷信息中无关注类和不良类信贷信息。公司过往债务履约情况较好。

截至 2020 年 3 月 12 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 8 人，其中职工董事 1 名、外部董事 1 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 4 人，其中 2 名监事由云南省国资委委派，2 名职工监事由公司通过民主选举产生；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。近年来，公司施工项目增长快、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，完善投资风险控制体系建设，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。近年来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4 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			2019 年 1—9 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	694.92	85.20	7.29	901.01	81.81	6.00	938.25	81.82	5.80	727.12	81.27	5.95
贸易	70.45	8.64	1.31	133.59	12.13	1.70	133.21	11.62	2.35	105.53	11.79	2.71
房地产	24.55	3.01	15.19	29.95	2.72	16.48	36.19	3.16	14.10	30.13	3.37	17.96
建筑工业	11.58	1.42	15.18	14.76	1.34	13.46	12.97	1.13	10.96	7.55	0.84	10.28

保障房管营业收入	3.84	0.47	77.10	3.99	0.36	100.00	4.98	0.43	100.00	2.45	0.27	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	13.39	1.50	51.81
其他	5.76	0.71	25.94	12.07	1.10	21.38	11.28	0.98	14.86	8.55	0.96	18.79
合计	815.67	100.00	7.94	1101.28	100.00	6.68	1146.71	100.00	6.54	894.72	100.00	7.08

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。较2016年，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%。

2019年1—9月，公司实现主营业务收入894.72亿元，为2018年全年收入的78.03%；当期，公司主营业务毛利率为7.08%。

2. 业务经营分析

(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。随着原材料价格上涨，建筑施工毛利率有所下降。

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建设项目所致。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项目所致。2019年1—9月，公司新签合同额为1594.33亿元，相当于2018年全年水平的84.83%。

表5 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	2019年1—9月
房建	450.00	480.81	832.89	653.13
市政	173.76	213.55	244.02	236.09
路桥	227.20	506.12	218.98	335.14
其他	220.55	375.98	583.53	369.97
合计	1071.51	1576.46	1879.42	1594.33

注：2016-2018年及2019年1-9月公司PPP类项目新签施工合同额占比分别约为38.66%、35.44%、17.09%和23.75%

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9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741.39亿元。公司承接的PPP项目投资规模大、回款周期长，未来仍有一定的投资压力。

表6 截至2019年9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	55.00	208.59	163.38	161.09	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	90.00	194.41	177.52	185.21	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	55.00	143.83	123.02	36.29	3	30
玉溪市大开门至戛洒高速公路项目	玉溪市人民政府	70.00	108.34	87.49	96.77	--	--
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	70.00	78.17	65.63	43.77	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	51.00	72.33	40.41	15.21	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	90.00	68.27	52.15	49.58	3	30
保山市中心城区地下综合管廊项目	保山市住房和城乡建设局	52.60	67.60	51.43	65.30	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	70.00	62.43	52.80	45.15	3	30
元江至蔓耗高速公路（玉溪段）项目	玉溪市人民政府	70.00	55.52	44.24	43.02	--	--
合计	--	--	1059.49	858.07	741.39	--	--

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。2016-2018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7 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%）

资料来源：公司提供

② 国外建筑工程

公司国际工程部主要承担对外承包工程职能，先后在也门、南非、泰国、老挝、乌干达、伊拉克、马尔代夫、毛里求斯、赤道几内亚、柬埔寨、沙特阿拉伯、缅甸等国家承接各类工程。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9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8 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
2019 年 1—9 月	44574.69	28031.41

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9 截至2019年9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	--

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，2017 年以来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。2017 年以来，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，占年度贸易收入的 38.60%，客户集中度一般。

表10 2016—2018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 9 月底，公司已完工在售项目未售面积合计 174.64 万平方米，预计后期销售回款金额合计 168.29 亿元，其中 2020 年预计回款 37.44 亿元；在建地产项目总投资 325.65 亿元，已完成投资 102.14 亿元。公司土地储备较充足，截至 2019 年 9 月底，公司合计剩余可开发土地 1073.23 万平方米，其中有 894.09 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11 截至2019年9月底公司主要在售、在建房地产项目情况（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	天水嘉园、嘉和小区、元江高桥御景、安居家园、金江锦城、汇智中心、航空艺术港等	61.98	48.12	阳宗海明湖湾项目、意思桥康旅小镇项目、清风明月项目	180.89	16.65
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、云南建投保山发展大厦项目	26.25	14.42	昆明经开区康惠馨苑项目、云南建投发展中心、云南建投保山发展大厦项目	31.42	19.36
云南建投房地产开发经营有限公司	兴锦嘉园项目、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、玉溪高铁新城（一期）玉溪锦府项目	--	53.00	兴冶广场项目、玉溪高铁新城（一期）玉溪锦府项目	37.90	20.28
云南建投开发投资有限公司	腾瑞·幸福里项目、洱海寰球时代项目、龙悦华府项目、夏洒·外滩项目	83.29	52.75	洱海寰球时代项目、龙悦华府项目、临沧碧桂园项目、临沧限价安置房项目、援疆果香四季温泉旅游度假区	70.55	40.96
云南省海外投资有限公司	老挝万象市万象中心项目	3.12	--	--	4.89	4.89
合计		174.64	168.29	--	325.65	102.14

注：兴冶广场项目商业 A、B、C、D；地下车位及公寓 2 栋、4 栋、5 栋未拿到预售证，未计入销售面积；玉溪高铁新城（一期）玉溪锦府项目也未拿到预售证，未计入销售面积

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科目，收到政府拨付资金时计入长期应付款科目。

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9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

1056.74亿元，已回款444.36亿元。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12 截至2019年9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	5.03	4.32
	2014年保障房项目	玉溪、楚雄、保山	8.70	8.10	7.16
	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	1.60	1.09
小计			16.01	15.06	12.90
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	221.31	159.97
	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	100.37	61.01
	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	356.10	128.62
	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	259.23	60.47
	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	104.67	21.39
小计			1097.24	1041.68	431.46
合计			1113.25	1056.74	444.36

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。

八、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，纳入公司合并范围一级子公司共计51家，较上年年底增加3家，均为新设新增。2019年1—9月，公司划出1家子公司，另将1家子公司调整为孙公司。公司上述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，资产流动性偏弱。

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13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	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	248.35	6.52
应收账款	485.42	20.72	655.14	21.58	546.43	15.77	507.80	13.33
预付款项	59.71	2.55	66.82	2.20	69.75	2.01	81.89	2.15
其他应收款	355.88	15.19	357.81	11.79	291.09	8.40	312.16	8.20
存货	177.83	7.59	216.29	7.12	274.35	7.92	326.75	8.58
流动资产	1272.78	54.33	1559.19	51.36	1447.96	41.78	1524.94	40.04
可供出售金融资产	28.77	1.23	43.56	1.43	48.59	1.45	50.13	1.32
长期应收款	145.76	6.22	111.67	3.68	119.65	3.45	126.15	3.31
投资性房地产	15.78	0.67	24.66	0.81	69.80	2.01	66.31	1.74
固定资产	58.61	2.50	64.89	2.14	68.36	1.97	61.24	1.61
在建工程	466.45	19.91	768.64	25.32	1105.33	31.89	1297.94	34.08
无形资产	53.40	2.28	58.41	1.92	116.51	3.36	198.72	5.22
其他非流动资产	279.92	11.95	372.41	12.27	451.51	13.03	452.96	11.89
非流动资产	1070.06	45.67	1476.88	48.64	2017.66	58.22	2283.61	59.96
资产合计	2342.83	100.00	3036.07	100.00	3465.62	100.00	3808.55	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年三季度财报整理

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。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14 截至2018年底公司前五名应收款情况

(单位: 亿元、%)

债务人名称	账面余额	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责任公司	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结构看, 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15 截至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所致。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责任公司和云南锡业(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、元江至曼耗（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%、37.05%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中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 16 截至 2018 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	期末余额	受限原因
货币资金	29.06	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	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额为 3808.55 亿元，较 2018 年底增长 9.90%，主要体现为货币资金、存货、在建工程以及无形资产的增加。其中，存货增加 52.40 亿元，系建造合同形成的已完工未结算资产增加所致；在建工程增加 192.61 亿元，系保障房、棚户区改造及高速公路项目建设投入增加所致；无形资产增加 82.21 亿元，系高速公路特许经营权转入所致；其他资产科目变动相对较小。

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；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永续期债权15.00亿元和工商银行永续期债权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%，主要系基投公司下属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。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计

1017.56亿元，较上年底增长9.23%，主要体现为实收资本、资本公积、其他权益工具的增加。其中实收资本增加14.11亿元，系公司收到云南省财政厅拨付的资本金所致；资本公积增加6.46亿元，主要系公司收到保障房三级财政补助资金所致；其他权益工具增加9.98亿元，主要系当期公司发行债券“19云建投MTN001”所致。

表17 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		2019 年 9 月	
	金额	占比	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	217.92	7.81
应付票据	21.47	1.22	36.11	1.57	74.00	2.92	81.72	2.93
应付账款	527.71	30.08	601.74	26.11	586.21	23.13	623.55	22.34
其他应付款	143.75	8.19	220.70	9.58	280.43	11.07	317.16	11.36
一年内到期的非流动负债	78.93	4.50	116.06	5.04	106.35	4.20	118.01	4.23
流动负债	976.48	55.66	1345.91	58.41	1396.80	55.12	1484.17	53.18
长期借款	682.12	38.88	873.81	37.92	1069.08	42.19	1199.11	42.96
应付债券	76.57	4.36	45.63	1.98	21.44	0.85	66.21	2.37
非流动负债	778.03	44.34	958.29	41.59	1137.24	44.88	1306.81	46.82
负债总额	1754.51	100.00	2304.21	100.00	2534.04	100.00	2790.99	100.00
实收资本	264.94	45.03	274.09	37.45	281.58	30.23	295.69	29.06
其他权益工具	29.55	5.02	69.34	9.47	142.17	15.26	152.15	14.95
资本公积	119.01	20.23	122.60	16.75	131.35	14.10	137.80	13.54
少数股东权益	149.35	25.39	227.77	31.12	326.30	35.02	373.70	36.73
所有者权益合计	588.33	100.00	731.86	100.00	931.58	100.00	1017.56	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2019年三季度财报整理

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合计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年以内的占76.10%、1~2年的占14.97%、2年以上的占比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、棚户区改造项目贷款增加所致。

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。

截至2018年底，公司全部债务1453.39亿元，较年初增长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%。

截至2019年9月底，公司负债总额2790.99亿元，较2018年底增长10.14%，主要体现为短期借款、应付账款、其他应付款、长期借款和应付债券增长。其中长期借款增加130.03亿元，系项目贷款增加所致；应付债券增加44.77亿元，主要系公司当期发行了债券“19滇云南建投

ZR001”“19云建投债01”和“19云建G1”。

截至2019年9月底，公司全部债务1682.97亿元，较2018年底增长15.80%，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2018年底有所上升，分别为73.28%、62.32%和55.43%。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1279.95亿元，调整后全部债务1697.60亿元，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62.52%、55.71%。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，公司盈利能力有所下降。

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、0.92亿元和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，公司总资产收益率持续下降，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%。

2019年1—9月,公司实现营业收入895.50亿元,同比增长14.52%;利润总额20.78亿元,同比增长18.14%。公司营业利润率为6.76%,较上年同期上升0.30个百分点。

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量年均复合增长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246.01亿元(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。

2019年1—9月,公司销售商品、提供劳务收到的现金为732.64亿元,现金收入比为81.81%;公司购买商品、接受劳务支付的现金531.28亿元。2019年1—9月,公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为168.14亿元和233.15亿元,款项性质与上年基本一致,经营活动现金流量净额为48.02亿元。2019年1—9月,公司支付投资活动延续了往年的净流出态势,净流出规模有所缩减,投资活动现金流量净额为-272.20亿元。2019年1—9月,公司筹资活动现金流入644.43亿元。其中公司吸收投资收到的现金121.08亿元,主要为公司收到的国有资本金、财政补助资金及少数股东投资款;取得借款收到现金520.54亿元。同期,公司筹资活动现金流出385.66亿元,以偿还债务、偿付利息为主;公司筹资活动现金流量净额为258.77亿元。

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9月底,公司流动比率、速动比率分别下降至102.75%、80.73%。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,所获外部支持力度大。综合考虑,公司整体偿债能力极强。

截至2019年9月底,公司获得的银行授信总额度为2889.34亿元,其中已使用额度为1930.48亿元,未使用额度为958.86亿元,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3。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9月底,公司对外担保6笔、担保余额合计1.21亿元,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,存在一定的代偿风险。

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、基投公司等投资建设项目较多,融资规模较大所致。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%、34.40%,债务负担较轻;短期债务184.45亿元、现金类资产83.04亿元,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。

九、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上限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很小。

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,本期债券按金额上限发行后,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%,公司债务负担略有上升。

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上限的2.17倍、2.49倍和2.94倍,EBITDA对本期债券发行金额上限的保障能力较好。2016—2018年,公司经营活动现金流入

量对本期债券发行金额上限的覆盖倍数分别为 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上限的覆盖倍数分别为 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上限的覆盖程度很高，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的风险极低。

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》，若本期债券于 2020 年发行，本期债券 5 年存续期内，香丽高速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，预计可实现净收益 38.30 亿元，相当于本期债券用于该项目部分本金的 7.66 倍；若本期债券于发行后第三年末集中回售，本期债券存续期内香丽高速项目预计可实现净收益 18.49 亿元，相当于本期债券用于该项目部分本金的 3.70 倍。整体看，香丽高速项目在本期债券存续期内的预期净收益对本期债券用于该项目部分本金的保障能力强。

根据《文山州城市轨道交通现代有轨电车示范项目 4 号线（含支线）一期工程 PPP 项目实施方案》和《云南通海杞麓湖国家湿地公园生态建设政府和社会资本方合作（PPP）项目实施方案》，在本期债券存续期内，上述项目产生的收入以及地方政府提供的可行性缺口补助可覆盖本期债券用于上述项目部分的利息。

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。

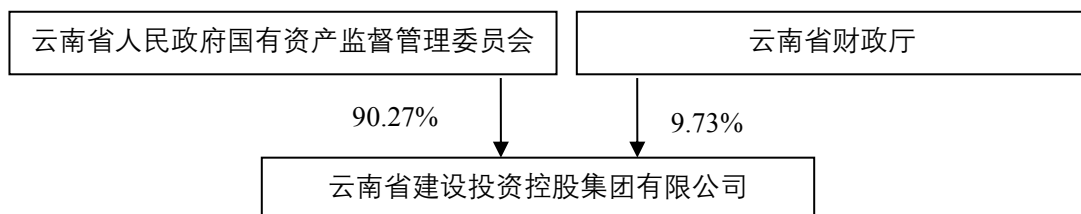
十、结论

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，公司资产流动性偏弱，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。

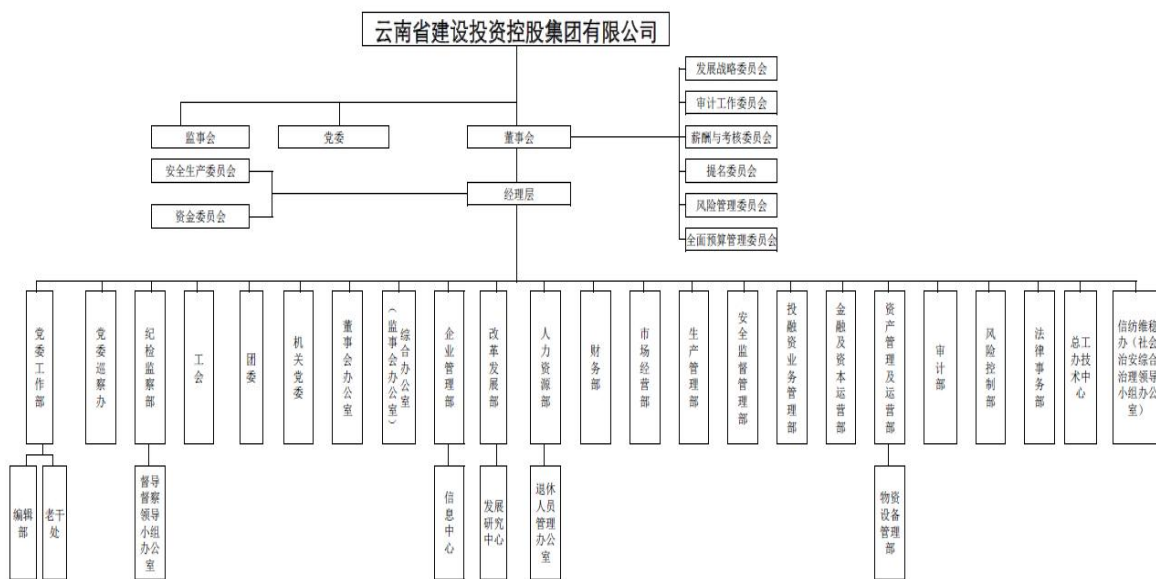
公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额上限的覆盖程度很高。近年来，云南省经济较快发展，基础设施投资较快增长，为公司提供了良好的外部环境。同时，公司自身通过对业务多元化布局，收入及利润规模持续提升，凭借其在云南省建筑行业龙头地位及充足的项目储备，未来有望维持稳定的经营状况。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织机构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股 比例 (%)	享有的 表决权 (%)
1	云南工程建设总承包股份有限公司	建筑施工	142158.64	61.16	61.16
2	云南建投第二建设有限公司	建筑施工	39988.74	100.00	100.00
3	云南建投第三建设有限公司	建筑施工	46411.67	100.00	100.00
4	云南建投第四建设有限公司	建筑施工	62012.76	65.02	65.02
5	云南建投第五建设有限公司	建筑施工	33932.84	100.00	100.00
6	云南建投第六建设有限公司	建筑施工	15861.47	100.00	100.00
7	云南建投第二安装工程公司	建筑施工	13292.12	100.00	100.00
8	云南建投第一水利水电建设有限公司	建筑施工	32968.69	100.00	100.00
9	云南建投基础工程有限责任公司	建筑施工	5000.00	100.00	100.00
10	云南建投建筑机械有限公司	建筑施工	16975.44	100.00	100.00
11	云南省房地产开发经营（集团）有限公司	房地产开发	173989.97	100.00	100.00
12	云南建投物流有限公司	建筑物流	10000.00	100.00	100.00
13	云南省城乡建设投资有限公司	保障房投资	1488995.29	80.68	80.68
14	云南建工城建投资开发有限公司	未开展业务	2000.00	100.00	100.00
15	云南省建筑工程设计院	工程设计	509.92	100.00	100.00
16	云南省建筑科学研究院	建筑科研	431.66	100.00	100.00
17	云南建投第九建设有限公司	建筑施工	6609.39	100.00	100.00
18	云南建投物业管理有限公司	物业服务	500.00	100.00	100.00
19	云南省建筑劳务公司	建筑劳务	100.00	100.00	100.00
20	云南省建筑技工学校	建筑技能培训	604.08	100.00	100.00
21	云南建设租赁有限公司	未开展业务	300.00	100.00	100.00
22	云南省建设机电物资公司	未开展业务	668.22	100.00	100.00
23	云南中建工程公司	未开展业务	4908.64	100.00	100.00
24	云南建筑工程设计院印刷厂	未开展业务	18.32	100.00	100.00
25	云南建工云岭水泥有限公司	建筑材料	8000.00	60.00	60.00
26	云南建投钢结构股份有限公司	钢结构工程	49154.57	100.00	100.00
27	云南省海外投资有限公司	海外投资	106000.00	100.00	100.00
28	云南建投资产运营有限公司	资产投资	100450.00	100.00	100.00
29	云南建投股权投资基金管理有限公司	融资代理	2000.00	100.00	100.00
30	云南建投建材科技有限责任公司	建筑材料	6497.74	100.00	100.00
31	云南建投第七建设有限公司	建筑施工	6164.50	100.00	100.00
32	云南建投第十建设有限公司	建筑施工	6673.82	100.00	100.00
33	云南建投安装股份有限公司	建筑施工	8165.12	76.89	76.89
34	云南建投绿色高性能混凝土股份有限公司	混凝土销售	31239.00	89.65	89.65
35	云南建投集团财务有限公司	金融业务	100000.00	100.00	100.00
36	云南建设基础设施投资股份有限公司	基础设施投资	650000.00	92.31	92.31
37	云南省旅游健康产业投资有限公司	旅游产业投资	1000.00	100.00	100.00
38	中国有色金属工业第十四冶金建设公司	建筑施工	31079.11	100.00	100.00

39	西南交通建设集团股份有限公司	建筑施工	61022.36	86.19	100.00
40	云南建投路面工程有限公司	建筑施工	7920.00	100.00	100.00
41	云南建投老挝独资有限公司	建筑施工	--	100.00	100.00
42	中国云南建投赤道几内亚建筑公司	建筑施工	14.87	100.00	100.00
43	云南建投马来西亚有限公司	建筑施工	170.00	100.00	100.00
44	云南建投印度建筑公司	建筑施工	96.25	100.00	100.00
45	云南移民产业投融资有限公司	移民工程	30000.00	100.00	100.00
46	云南建投缅甸有限公司	建筑施工	--	100.00	100.00
47	赣州市金投工程建设有限公司	建筑施工	5000.00	90.00	90.00
48	昆明东交城市建设投资有限公司	基础设施投资	1700.00	85.00	85.00
49	老挝建设工程质量检验检测有限公司	工程质量检测	--	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件3 截至2018年底公司重大未决诉讼情况

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	--

资料来源:公司提供

附件 4 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	188.32	233.58	227.05	250.38
资产总额（亿元）	2342.83	3036.07	3465.62	3808.55
所有者权益（亿元）	588.33	731.86	931.58	1017.56
短期债务（亿元）	224.02	378.68	362.88	417.65
长期债务（亿元）	758.69	919.44	1090.52	1265.32
调整后长期债务（亿元）	759.17	929.59	1104.83	1279.95
全部债务（亿元）	982.71	1298.12	1453.39	1682.97
调整后全部债务（亿元）	983.19	1308.27	1467.71	1697.60
营业收入（亿元）	825.77	1111.67	1160.50	895.50
利润总额（亿元）	22.37	25.92	30.09	20.78
EBITDA（亿元）	43.32	49.88	58.81	--
经营性净现金流（亿元）	8.66	22.03	58.37	48.02
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-366.27	-388.33	-298.27	-224.18
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	81.81
营业利润率（%）	7.57	6.76	7.00	6.76
总资产收益率（%）	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	55.43
调整后长期债务资本化比率（%）	56.34	55.95	54.25	55.71
全部债务资本化比率（%）	62.55	63.95	60.94	62.32
调整后全部债务资本化比率（%）	62.56	64.13	61.17	62.52
资产负债率（%）	74.89	75.89	73.12	73.28
流动比率（%）	130.34	115.85	103.66	102.75
速动比率（%）	112.13	99.78	84.02	80.73
经营现金流流动负债比（%）	0.89	1.64	4.18	--
现金短期债务比（倍）	0.84	0.62	0.63	0.60
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：公司 2019 年三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；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 5 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.79	65.93	83.04	109.10
资产总额(亿元)	747.19	994.71	1117.74	1319.18
所有者权益(亿元)	296.10	354.59	438.72	458.75
短期债务(亿元)	123.85	169.38	184.45	255.07
长期债务(亿元)	75.82	56.81	45.62	73.14
全部债务(亿元)	199.67	226.19	230.07	328.21
营业收入(亿元)	175.82	241.59	289.21	278.37
利润总额(亿元)	12.13	14.54	16.49	13.63
EBITDA(亿元)	15.77	20.95	20.63	--
经营性净现金流(亿元)	10.65	23.07	55.15	11.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	1.84	2.11	--
存货周转次数(次)	86.80	57.29	7.89	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.28	0.27	--
现金收入比(%)	128.53	133.80	113.12	135.60
营业利润率(%)	12.67	10.31	8.58	5.32
总资本收益率(%)	2.63	3.03	2.56	5.61
净资产收益率(%)	3.17	3.15	2.95	9.63
长期债务资本化比率(%)	20.39	13.81	9.42	13.75
全部债务资本化比率(%)	40.27	38.95	34.40	41.71
资产负债率(%)	60.37	64.35	60.75	65.22
流动比率(%)	88.43	92.12	86.90	90.10
速动比率(%)	87.49	91.41	76.83	80.40
经营现金流动负债比(%)	2.85	4.04	8.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.66	10.80	11.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	3.27	4.99	--

注：公司本部 2019 年三季度财务数据未经审计；EBITDA=利润总额+费用化利息支出；EBITDA 利息倍数=EBITDA/费用化利息支出

附件 6 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 7-1 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 7-2 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 7-3 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 2020 年第二期云南省建设投资控股集团有限公司 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。