

信用等级公告

联合[2017] 048 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 2017 年度第一期中期票据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
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。



云南省建设投资控股集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回之前长期存续

偿还方式: 公司于第 5 年和其后每个付息日有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息)赎回本期中期票据

发行目的: 补充流动资金和偿还银行借款

评级时间: 2017 年 1 月 10 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	148.38	192.75	225.95	210.39
资产总额(亿元)	611.65	1047.58	1542.60	2125.40
所有者权益(亿元)	139.66	306.85	377.18	557.13
短期债务(亿元)	167.89	161.30	231.70	204.12
长期债务(亿元)	112.30	265.07	477.20	745.52
全部债务(亿元)	262.85	422.19	689.91	949.63
营业收入(亿元)	596.06	612.90	616.28	539.76
利润总额(亿元)	7.66	13.59	17.53	13.27
EBITDA(亿元)	16.42	27.34	33.93	--
经营性净现金流(亿元)	4.93	-55.29	-19.88	-6.11
营业利润率(%)	4.70	6.69	7.74	7.21
净资产收益率(%)	3.32	3.41	3.71	--
资产负债率(%)	77.14	70.67	75.55	73.79
全部债务资本化比率(%)	65.27	57.88	65.27	63.02
流动比率(%)	120.92	125.75	132.56	162.07
全部债务/EBITDA(倍)	16.01	15.44	20.89	--
经营现金流/全部债务(%)	1.41	-11.90	-2.92	--
EBITDA 利息倍数	2.12	2.36	0.99	--

注: 公司 2013 年~2015 年财务数据为基于重组后的模拟值; 公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩 姚玥 孙鑫

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“云南建投”或“公司”)由原云南建工集团有限公司与中国有色金属工业第十四冶金建设公司、西南交通建设集团股份有限公司整合重组成立,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随着公司整合重组的完成,公司资产及权益规模明显扩大,专业资质和区域市场地位优势进一步巩固,公司保障房和棚户区改造等基础设施投资项目获得外部支持力度大,新签合同额充足,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,公司资产流动性较弱,债务规模增长快,投资业务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。

近年来,通过对业务多元化布局,公司收入及利润规模持续提升,工程承包实力显著增强,凭借其在云南省建筑行业龙头地位及充足的项目储备和云南省区位优势,未来有望维持稳定的经营及财务状况。公司经营活动现金流量和现金类资产对存续期内待偿还企业债券的保障能力强。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点;基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 云南省是中国西南对外开放的前沿,“一带一路”战略的提出有助于加快云南省对外开放通道建设速度,云南省属建筑企业面临良好发展机遇。

2. 随着公司整合重组的完成，公司资产及权益规模明显扩大，专业资质和区域市场地位优势进一步巩固。
3. 公司作为云南省重要的国有资本投资运营主体，得到了各级政府政策、资本注入、财政补助和项目资源等方面的大力支持。
4. 公司新签合同充足，为未来收入和利润增长提供良好支撑。
5. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 建筑行业竞争激烈，行业利润偏低。
2. 公司应收款项占比较大，存货规模大，资产流动压力较大。
3. 随着公司保障房及棚户区改造、PPP 项目建设的推进，公司债务规模快速增长，未来资金支出压力较大。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，若发生利息递延，公司可能面临利息累积支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与云南省建设投资控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与云南省建设投资控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因云南省建设投资控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由云南省建设投资控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、云南省建设投资控股集团有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回日有效；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 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“云南建投”）系经云南省人民政府批准，于 2016 年 4 月成立的国有独资公司，注册资本 100 亿元。2016 年 4 月 11 日，云南省人民政府《关于整合重组设立云南省建设投资控股集团有限公司的批复》（云政复【2016】29）批复，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持有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，同意省国资委以经评估后享有的股东权益作价出资，在云南建工基础上整合重组设立国有独资公司（即云南建投）。2016 年 6 月 28 日，省国资委《关于云南省建设投资控股集团有限公司吸收合并云南建工集团有限公司有关事宜的批复》，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 亿作为云南建投实收资本，剩余 11.14 亿元进入资本公积。截至 2016 年 6 月底，公司实收资本 260 亿元，注册资本 100 亿元，省国资委持有其 100%的股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：经营授权范围内的国有资产；水利水电、公路、港口、码头、铁路、轨道交通、市政道路、综合管廊、污水处理、能源、机场等基础设施投资建设和管理；酒店、旅游产业、文化产业的投资建设和管理；国内外工程总承包及发包，房屋建筑工程施工总承包，建筑工程劳务服务，房地产开发及经营，勘察设计，建筑施工及设备施工，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它商品及技术的进出口业务；对外工程所需设备、材料的出口，建筑科研开发及技术咨询，承办中外合资经营、合作生产业务，开展“三来一补”业务，按国家规定在海外举办各类企业及国内贸易；保险、银行业的投资。

截至 2016 年 9 月底，公司纳入合并范围二级子公司共计 49 家，其中，全资子公司 35 家，控股子公司 14 家。

截至 2015 年底，公司（模拟）合并口径资产总计为 1542.60 亿元，所有者权益合计为 377.18 亿元（含少数股东权益 39.74 亿元）；2015 年公司实现营业收入 616.28 亿元，利润总额 17.53 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并口径资产总计为 2125.40 亿元，所有者权益合计为 557.13 亿元（含少数股东权益 84.98 亿元）；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 539.76 亿元，利润总额 13.27 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司拟于 2017 年注册中期票据 10 亿元，本期计划发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元。本期中期票据募集资金中 2 亿元用于补充流动资金、8 亿元用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

赎回权

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

发行利率

本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。

前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

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

票面利率的计算公式为：当期票面利率=

当期基准利率+初始利差+300BPs。

本期中期票据采用单利按年计息，如有利息递延，则每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。

递延支付利息条款

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

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

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

偿付顺序

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

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率，如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

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

（3）本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司近年来经营情况良好，2013~2015 年分别实现营业收入 596.06

亿元、612.90 亿元和 616.28 亿元，净利润分别为 4.65 亿元、10.47 亿元和 14.00 亿元，公司每年根据《云南省省属企业国有资本收益收取管理暂行办法》（云财企[2008]223 号）和各年度《云南省财政厅关于报送国有资本经营预算收支计划的通知》中规定的可供出资人分配利润和上缴比例上缴国有资本收益，2008~2015 年累计上缴 3.89 亿元，具体情况见表 1。根据云南省财政厅、云南省国资委《关于逐步提高省属企业国有资本经营利润上缴比例等有关事项的通知》，云南省省属国有独资企业国有资本经营利润上缴比例在 2015 年分类执行上缴比例的基础上，自 2016 年起至 2020 年每年增加 5 个百分点。公司所属建筑施工类企业上缴比例将由 2015 年的 10%逐步增加，至 2020 年增加到 30%。

表 1 2008~2015 年公司申报国有资本收益情况
(单位: 万元)

年度	上缴金额	年度	上缴金额
2008	39.49	2012	3150.85
2009	132.89	2013	5477.83
2010	1270.00	2014	8789.89
2011	2462.58	2015	17541.14

资料来源：公司提供

另外，本期中期票据如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 300 个基点累计计息。总体来看，公司经营业绩良好，未来逐年持续分红的可能性大，且从成本角度分析，本期中期票据递延利息的重置利率调整幅度大，公司递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均

保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外

贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

公司所属行业为建筑施工行业。

1. 行业分析

（1）建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015年，全社会建筑业增加值46456亿元，比上年增长6.8%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6508亿元，同比增长1.6%，其中国有及国有控股企业1676亿元，同比增长6.0%。

图1 2011~2015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

2016年1~9月,全国建筑业总产值125792亿元,同比增长6.7%,增速比上年同期上升了4.4个百分点;全国建筑业企业完成房屋建筑施工面积为107.8亿平方米,同比增长1.6%。建筑业总产值增速反弹回涨。

2013年以来,由于受外围经济持续疲软,房地产调控基调从紧,以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响,全国固定资产投资增速持续放缓。2015年,全国固定资产投资(不含农户)562000亿元,同比名义增长9.8%。分产业看,第一产业投资15561亿元,比上年增长31.8%;第二产业投资224090亿元,增长8.0%;第三产业投资311939亿元,增长10.6%,其中基础设施投资101271亿元,增长17.2%,占固定资产投资(不含农户)的比重为18.4%。2016年1~6月份,全国固定资产投资(不含农户)258360亿元,同比名义增长9.0%。

2015年房地产行业有所回暖,全年全国房地产开发投资95979亿元,比上年名义增长1.0%,其中住宅投资增长0.4%。房屋新开工面积154454万平方米,比上年下降14.0%,其中住宅新开工面积下降14.6%。全国商品房销售面积128495万平方米,比上年增长6.5%,其中住宅销售面积增长6.9%。全国商品房销售额87281亿元,比上年增长14.4%,其中住宅销售额增长16.6%。2016年1~9月份,全国房地产开发投资74598亿元,同比名义增长5.8%;房屋新开工面积122655万平方米,同比增长6.8%;全国商品房销售面积105185万

平方米,同比增长26.9%。

考虑到基础设施投资规模持续增长,以及房地产行业有所回暖等因素,建筑业发展环境仍较好。

(2) 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后,方可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

中国建筑市场存在四类参与者:“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场,是中国建筑市场的领导者,规模上均达到世界500强的水平,在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	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	
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: 根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金,加之EPC、BT、BOT等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式,承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

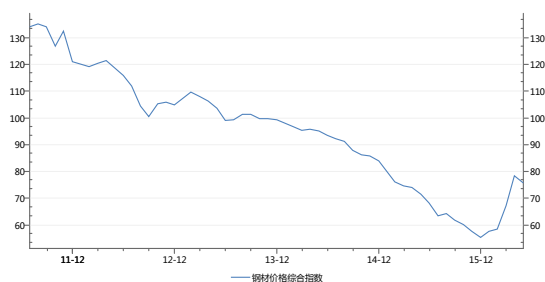
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制。

2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年至2015年12月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨，进入5月份后小幅回调，但整体价格累计涨幅仍保持在30%左右。

图2 近年钢材综合价格指数



资料来源：Wind 资讯

2013年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机后的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近2009年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业2013年获利的关键。进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与2013年走势相反，与2012年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。2015年1~6月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015年底降至79.25；同期，全国水泥均价降至266.60元/吨，同比下降18.91%。2016年1~2月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入3月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进6-7月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8-9月份受G20华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10月份，随着北方错峰停窑生产期临近和原材料煤炭价格的上升，水泥价格全面上涨。截至2016年10月底，全国水泥价格指数97.77，较2015年底增长23.34%。

流动资金压力大

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

(4) 建筑行业发展趋势

联合资信认为,短期内,宏观经济增速放缓,建筑行业与宏观经济的相关性高,加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱,应保持对建筑行业的谨慎态度;但从长期看,区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间,建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求,保持良好的发展前景。

2. 云南省经济发展和建筑行业概况

根据《云南省2015年国民经济和社会发展统计公报》,初步核算,2015年云南省生产总值(GDP)达13717.88亿元,比上年增长8.7%,高于全国1.8个百分点。其中,第一产业完成增加值2055.71亿元,增长5.9%;第二产业完成增加值5492.76亿元,增长8.6%,第三产业完成增加值6169.41亿元,增长9.6%。三次产业结构由上年的15.5:41.2:43.3调整为15.0:40.0:45.0。全省人均生产总值(GDP)达29015元,比上年增长8.1%。

工业经济平稳增长,2015年云南省全部工业增加值3925.18亿元,比上年增长6.7%。规模以上工业增加值3623.08亿元,增长6.7%。

从固定资产投资看,2015年云南省固定资产投资(不含农户)规模13069.39亿元,增长18.0%。较快的固定资产投资增速为云南省建筑业带来较好的发展机遇。

2015年,云南省房地产开发投资达2669.01亿元,比上年下降6.2%,其中,商品住宅投资1670.27亿元,下降8.7%;办公楼投资162.04亿元,增长21.1%;商业营业用房投资508.91亿元,下降4.5%。全年商品房施工面积20722.2万平方米,比上年增长3.4%;商品房屋竣工面积2546.74万平方米,增长42.4%;商品房销售面积3145.13万平方米,下降1.5%;商品房销售额1666.85亿元,增长4.4%。

2015年,云南省基础设施投资完成4314.54亿元,增长21.6%,增速较上年提高

1.6个百分点,占全省固定资产投资的比重达到33.0%。大量基础设施建设将拉动云南省建筑业需求快速增长,云南省属建筑企业面临较好发展机遇。

2009年7月,国家提出将云南建设成为面向西南开放的“桥头堡”,将使云南成为西南对外开放的前沿,云南将形成一个“八入滇”“四出境”的铁路网,与东南亚国家、南亚国家以及中东国家连接起来。2010年以来,政策得到逐步落实与大力推进,云南省城镇化建设及对外开放等通道建设进入高潮,建筑业拉动社会经济的作用日益显现。

2015年3月28日,国家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》(以下简称“‘一带一路’战略合作”),在“一带一路”战略合作中云南被定位为面向南亚东南亚的辐射中心,要求云南发挥优势,推进与周边国家的国际运输通道建设,打造大湄公河次区域经济合作新高地。根据“一带一路”战略合作,对云南来说,交通基础设施依旧是制约经济发展、“走出去、引进来”的最大瓶颈。因此,构筑起包括高铁、公路、航空、水运在内的全国领先立体化现代交通网络,无疑是云南加快推进与周边国家互联互通的物质基础,也将为下一步创造人流、物流、资金流、技术流源源汇聚的局面提供保证。

财政方面,2015年云南省财政总收入达3250.02亿元,比上年增长3.0%。全省地方公共一般预算收入1808.14亿元,比上年增长6.5%;全省地方公共一般预算支出完成4712.9亿元,比上年增长6.2%。

建筑业方面,2015年,云南省全社会建筑业增加值1574.48亿元,比上年增长14.8%。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3268.93亿元,比上年增长7.0%;实现利润120亿元,下降0.8%;上缴税金115亿元,下降2.3%。

整体看,云南省作为中国面向西南开放的

重要桥头堡、积极融入“一带一路”战略合作，近年来云南省经济迅速发展、财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大，未来经济发展前景良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模

公司主营业务为工程施工、房地产开发等，是一家跨行业、跨地区的大型企业集团，经营地域包括中国大陆地区以及也门、南非、泰国、老挝、柬埔寨、乌干达、伊拉克、马尔代夫、毛里求斯、沙特阿拉伯、缅甸等国家及地区。

公司主营业务为工程施工、房地产开发等，是一家跨行业、跨地区的大型企业集团，经营地域包括中国大陆地区以及也门、南非、泰国、老挝、柬埔寨、乌干达、伊拉克、马尔代夫、毛里求斯、沙特阿拉伯、缅甸等国家及地区。

截至2016年9月底，公司拥有建筑企业主项和增项资质共227项，其中总承包类资质110项，专业承包类资质96项，其他工程建筑相关资质21项。重组完成后，除原云南建工拥有建筑工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级资质外，十四冶公司和西南交建还拥有冶金工程施工总承包壹级、矿山工程施工总承包壹级资质。目前除通讯工程外，公司资质基本覆盖了所有工程资质，可承接房屋建筑、公路、铁路、市政公用、港口及航道、水利水电各类别工程的施工总承包、工程总承包和项目管理业务。

截至2016年9月底，公司集团累计获得全

国建筑工程鲁班奖29项，国家优质工程金奖1项，中国水利优质工程大禹奖1项，中国土木工程詹天佑大奖1项，国家优质工程银质奖55项，部省级优质工程奖450余项，国家级工法26项，发明专利21项、实用新型专利292项，主编国家行业标准9项，现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，全国和省级以上科技进步奖励及成果590余项。2015年，集团连续24次入选中国企业500强，位列305名；连续6次入选ENR250强（美国工程新闻录杂志），位列166位；在中国承包商80强中位列第13位，在中国100大跨国公司及跨国指数排名中位列第72位。

重组完成后，公司在云南省建筑行业的龙头地位进一步巩固，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”以及“投资、金融”、“工程承包”、“勘察、设计、科研、咨询”、“制造、物流、建材、装备”四大业务板块初步形成。

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

3. 人员素质

截至2016年底，公司高层管理人员12名，包括董事长、副董事长（其中1人兼任总经理）、副总经理、纪委书记和工会主席，其中9人具有研究生学历，3人具有大学本科学历。

陈文山先生，54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长、项目经理，云南省第六建筑工程公司二处副主任、主任，云南省第六建筑工程公司副经理，云南省建筑机械化施工公司经理，云南建工副总经理、党委委员、总经理、党委副书记、党委书记、董事长；现任公司董事长兼党委书记。

刘国强先生，46岁，研究生学历，高级工程师，历任云南建工集团总公司行政处职员、纪委业务主管、政工党支部副书记，省第二建

筑工程公司党委副书记、纪委书记、党委书记、董事长，云南工程建设总承包公司党委书记、董事长，云南建工总经理助理、副总经理、常委委员，十四冶建设集团有限公司党委书记、副董事长；现任公司总经理兼任党委副书记、副董事长。

截至2016年9月底，公司在职员工26400人，从文化素质水平来看，具有本科及以上学历的占39.59%，大专学历的占27.80%，高中及其他学历的占32.61%；从职称情况来看，具有初级职称的9550人，中级职称的4590人，高级职称的1960人；从年龄构成来看，30岁及以下的占41.59%，30岁至50岁的占45.76%，50岁以上的占12.65%。

整体看，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，职工构成基本符合建筑类企业特点。

4. 政府支持

云南建工是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。2016年，省国资委将其持有的十四冶公司、西南交建股权无偿划转至云南建工，并重组成立云南建投。公司子公司云

南省城乡建设投资有限公司（以下简称“城乡投公司”）作为云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司及棚户区改造工程重要的投融资公司，在资本金注入、财政补贴等方面获得了云南省各级政府的大力支持。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。

资金注入及资产重组

2013年，根据云南省国资委的批复文件（云国资产权[2013]141号和云国资产权[2014]8号），公司将收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金转增为国有资本，因此将公司资本公积中的61.85亿元转增实收资本。同期，公司收到国有资本经营预算资金、企业所得税、土地增资等合计增加实收资本0.79亿元。

2014年，根据云南省国资委《关于云南建工集团有限公司保障性住房建设及棚户区改造项目财政补贴收入转增国家资本金有关事宜的批复》（云国资产权[2014]355号），将收到的中央和省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金转增国家资本金6.08亿元；同期公司获得国有资本经营预算资金和建设用地划转增资合计0.41亿元。

表3 公司近年获得资本支持情况（单位：亿元）

时间	内容	金额	依据
2013年	国有资本经营预算资金	0.05	云财企[2013]293号
	企业所得税返还转增国家资本金	0.06	云国资统财函[2013]119号
	土地增资	0.68	云国资产权[2013]281
	收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金由资本公积转入实收资本	61.85	云国资产权[2013]141号和云国资产权[2014]8号
	合计	62.64	--
2014年	建设用地划转增资	0.20	云财资[2014]134号
	国有资本经营预算资金	0.21	--
	收到的保障性住房建设项目中的中央及省级专项补助资金计入实收资本	6.08	云国资产权[2014]355号
	合计	6.49	--
2015年	国有资本金	1.86	云财产业[2015]200号
	国有资本经营预算资金	0.25	云财资[2015]227号
	收到的保障性住房建设、棚户区改造项目中的中央	4.79	云国资产权[2016]10号

	及省级专项补助资金由资本公积转入实收资本		
	合计	6.91	--
2016 年 1~9 月	国有资本金	0.10	云财资[2016]95 号
	国有资本金	1.10	云财产业[2016]62 号
	国有资本金	0.54	云财产业[2016]127 号
	国有资本金	0.20	云财资[2016]211 号
	西南交建、十四冶公司净资产无偿划转	26.64	相关国有产权无偿划转协议
	资本公积、盈余公积、未分配利润转增实收资本	134.69	--
	合计	163.27	--
总计		239.31	--

资料来源：公司提供

2015 年，公司根据云南省国资委的批复文件（云国资产权[2016]10 号），将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，公司收到国有资本金 2.11 亿元。

2016 年 1~9 月，公司合计收到云南省财政厅拨付的国家资本金 1.94 亿元。

2016 年 4 月，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。根据《云南省国资委关于云南省建设投资控股集团有限公司吸收合并云南建工集团有限公司有关事宜的批复》，省国资委同意云南建投吸收合并云南建工，并以经评估后享有云南建工的股东权益 271.15 亿元作价出资，其中 260 亿元作为实收资本，剩余 11.15 亿元计入资本公积。

2016 年，公司按注册资本金收购云南丽香高速公路投资开发有限公司（以下简称“丽香高速公司”），并将丽香高速公司收到的专项建设基金和高速公路补助资金合计 41.84 亿元，计入资本公积。

财政补助

2013 年，根据云南省国资委的批复文件（云国资备案[2012]130 号），城乡投公司将收到的 26.38 亿元各级财政部门拨入云南省保障性住房建设资金计入“资本公积”科目。

2014 年，各级财政部门拨入城乡投公司云

南省保障性住房建设资金 25.37 亿元以增加资本公积。同年，根据云南省国资委《关于请求省政府支持云南建工集团有限公司参与我省 2013-2017 年棚户区改造工作有关事宜的请示》（云国资规划[2014]300）及云南省财政厅的反馈意见函，经省政府同意，城乡投公司将开发建设的保障房项目所涉及房屋、土地及配建的商业资产及所实施的棚户区改造中以协议价出让取得的土地评估增值 126.95 亿元增加资本公积（评估报告编号：北京亚超评报字[2014]第 02087 号），由政府独享。

2015 年，公司将收到的 13.48 亿元各级财政部分拨入的保障房建设资金计入“资本公积”。

2016 年 1~9 月，城乡投公司收到的保障房建设的政府补助资金 3.27 亿元计入“资本公积”；西南交建收到临沧市临翔区住房和城乡建设局拨付棚户区改造项目（章嘎项目、南京凹项目、头塘街项目）补助资金共增加资本公积 0.07 亿元。

政策、税收及项目资源支持

整合重组期间，公司与玉溪、红河、昭通、曲靖、保山、楚雄等 11 个州市就新型城镇化、城市管廊、轨道交通、州际列车、水网建设等领域签订了战略合作协议。公司“走出去”重要项目“老挝万向赛色塔综合开发区”被中老两国政府共同确定为国家级合作项目，是中国第 11 个国家级境外开发园区。

公司积极参与各项民生工程建设，融资方

面获得了国开行 25 年中长期基准利率下浮 18% 的棚改贷款 700 亿元；进出口银行及农发行“两优”贷款；发改委长期限、低利率的专项建设债券资金 120 亿元。

税收方面，公司下属的 12 家高新技术企业，近三年获得的所得税优惠合计 1.38 亿元；公司保障房项目实行税收先征后返；整合重组事项对公司实行税收减免优惠政策。

整体看，公司持续获得云南省财政厅资本注入；城乡投公司是云南省内唯一省级城镇保障性住房投融资公司，城乡投公司和西南交建是云南省棚户区改造工程重要的投融资公司；两家子公司在资本金注入、财政补助方面得到云南省各级政府的大力支持；另外，公司的重组工作得到了云南省国资委的大力支持，资本实力大幅增加。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据云南建投的公司章程，公司是由云南省国资委履行出资人职责的国有独资有限责任公司。

公司不设股东会，由省国资委行使股东会职权，省国资委可以授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司合并、分立、解散、增加或减少注册资本、为子公司以外的他人提供担保和发行公司债券，必需由省国资委决定。公司设立董事会，为公司最高决策机构，对出资人负责，行使审定公司的经营方针、发展规划和年度经营计划草案、制定公司年度预、决算和清算方案等职权；董事会成员 10 人，其中职工董事 1 名，董事每届任期 3 年，任期届满，按有关规定决定是否连任；董事会设董事长（原则上同时担任党委书记）和副董事长，董事会下设发展战略、审计、薪酬考核、提名、风险管理 5 个专门委员会。

公司设监事会，监事会成员为 5 人，其中，

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

2. 管理水平

公司目前仍处于重组过渡期，组织机构方面，设安全生产部、财务部、投资风险控制部、投融资业务管理部、物资部、市场营销部、房地产部、技术中心、法律事务部等共 17 个职能部门；及国际工程部、省外事业部、市政总承包部、路桥总承包部、商品混凝土部、总承包部、直属总承包一部、直属总承包二部和设计研究院共 9 个事业部门；及 2 家关联公司，分别为云南建工第一建筑有限公司和云南天竺幕墙装饰工程有限公司和 5 个党群部门。部门设置合理，能够满足过渡期管理需要。

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、财务等的全面管控体系，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。投融资管理制度对从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。

总体看，公司在项目管理、投融资管理及财务控制方面执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营现状

2013年~2015年，公司分别实现营业收入596.06亿元、612.90亿元和616.28亿元；公司营业收入主要来自建筑工程板块，房地产及其他业务板块占比相对较小。2015年，公司建筑工程板块实现收入539.83亿元，较上年略有下降，主要系该板块中建筑工业产品销售收入下降，其中国内及国外建筑工程施工板块实现营业收入528.85亿元及9.88亿元，占营业收入比重分别为85.82%和1.78%。2013年~2015年，随着贸易规模的增长，公司贸易收入快速增长，年均复合增长61.27%，2015年为59.79亿元，占营业收入的9.70%；公司2014年新增保障房管营业收入，2015年为2.73亿元。公司其他业务主要包括建筑科研、勘察设计和设备租赁等业务，2015年实现收入8.41亿元。

表4 公司营业收入及成本构成表（单位：亿元、%）

项目	营业收入				营业成本				毛利率			
	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
建筑工程	511.06	551.58	539.83	484.50	474.15	502.14	480.62	447.58	7.22	8.96	10.97	7.62
其中：国内	495.57	533.58	528.85	471.32	461.26	486.77	471.07	435.95	6.92	8.77	10.93	7.50
国外	15.49	18.00	10.98	13.18	12.89	15.37	9.55	11.63	16.79	14.61	13.02	11.76
房地产	22.41	17.90	5.52	6.12	20.02	14.54	4.27	5.72	10.66	18.77	22.64	6.54
贸易	22.99	29.70	59.79	41.83	22.01	29.15	58.66	39.26	4.26	1.85	1.89	6.14
保障房管营业收入	--	2.05	2.73	2.09	--	--	--	--	--	100.00	100.00	100.00
其他	39.60	11.67	8.41	5.22	32.55	7.40	6.19	3.65	17.80	36.59	26.40	30.08
合计	596.06	612.90	616.28	539.76	548.73	553.23	549.74	496.21	7.94	9.74	10.80	8.07

资料来源：公司提供

注：本表2013~2015年数据为基于重组后模拟值，2016年1~9月数据为实际值。

毛利率方面，2013年~2015年，公司国内建筑施工板块毛利率持续上升，主要系市政类项目总承包量增长、投资施工一体化以及项目管控能力提升所致；房地产板块毛利率近三年持续走高（2014年达22.64%）主要系结算项目中毛利较低“三定项目”占比下降所致；贸易板块整体毛利率较低；保障房管营业收入只计提管理费和业务回报收入，不计营业成本，故毛利率为100%；综合上述因素影响，近三年公司综合毛利率呈上升趋势，2015年为10.80%。

2016年1~9月，公司实现营业收入539.76亿元，占2015年全年的87.58%。毛利率方面，2016年1~9月，公司综合毛利率较2015年有所下降，为8.07%，主要系毛利率较低的房建工程占比升高所致。

2. 国内建筑工程项目

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。

表5 近年公司建筑工程主要指标

	新签合同额 (亿元)	完成营业额 (亿元)	竣工面积 (万平方米)
2013年	803.17	529.00	947.11
2014年	859.18	528.86	893.98
2015年	890.27	875.55	1002.44

表7 2016年1~9月公司国内重要新签合同（单位：万元）

合同名称	合同额	业主方
云南滇中新区哨关路(一期)工程	427900.00	云南滇中新区管理委员会
云南滇中新区嵩昆路(一期)工程	386900.00	云南滇中新区管理委员会
云南省2013-2017年城市棚户区改造项目（一期）--保山市青华湖片区廖官园，沈官园棚户区改造项目	271067.61	云南省城乡建设投资有限公司
泸西至弥勒高速公路一期工程	525700.00	红河哈尼族彝族自治州人民政府
新安所至鸡街高速公路工程	392300.00	红河哈尼族彝族自治州人民政府
红河保税仓库厂房及配套设施建设项目	72951.60	红河综合保税区投资管理有限公司
昆明滇池国际会展中心8号地块项目施工总承包招标（三标段）	64898.81	云南新世纪滇池国际文化旅游会展投资有限公司
云南省质量技术监督综合技术检验检测基地建设项目设计施工总承包（EPC）	61950.00	云南省质量技术监督局
曲靖高铁片区站前广场、广场环路及西河路工程	60000.00	曲靖市城市建设投资开发有限责任公司

2016年1-9月	688.88	871.34	953.24
-----------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

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。

表6 近年公司国内建筑新签合同分类情况

（单位：亿元）

合同类别	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
房建	480.09	501.84	457.24	244.07
市政	54.89	60.27	100.86	116.84
路桥	33.66	29.89	79.89	177.52
其他	221.98	253.43	238.74	133.05
合计	790.62	845.43	876.73	671.48

资料来源：公司提供

从新签合同额看，近年来公司投资业务带动新签合同额不断增长，2013年~2015年分别为803.17亿元、859.18亿元和890.27亿元。公司国内建筑施工业务新签项目领域以房建、市政和路桥类为主，2015年，公司国内建筑新签合同额中房建项目、市政项目、和路桥项目分别占52.15%、11.50%和9.11%，市政项目占比呈上升趋势。公司国内建筑施工业务业主单位主要为政府部门、云南省大型国资委下属集团等。2016年1~9月，公司新签合同额为688.88亿元，为2015年全年水平的77.38%，主要包括红河州滇南中心城市群现代有轨电车示范线项目、泸西至弥勒高速公路工程等，公司项目储备充足。

滇西应用技术大学总部建设工程	59315.51	大理州滇西应用技术大学总部代建指挥部
合计	2322983.53	--

资料来源：公司提供

公司业务承揽方式以施工总承包为主，还有部分采取 BT 模式。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。BT 项目一般建设完

成后分期回购。截至 2016 年 9 月底，公司主要 BT 项目（不含保障房项目，保障房 BT 项目详见后文分析）总投资 43.91 亿元，已投资 30.99 亿元，累计已确认收入 27.38 亿元，已收到款项 5.03 亿元。

表8 截至2016年9月底公司主要BT项目情况（单位：万元）

项目名称	业主单位	总投资	已投资	累计已确认收入	已实际收到款项
长水机场至杨林经济技术开发区道路建设项目（一期）	云南省滇中产业发展集团有限责任公司	139011.24	123316.64	78406.75	--
曲靖市中心城区“五纵五横”城市主（次）干道改造项目	曲靖市城市建设投资开发有限责任公司	200000.00	108163.11	100556.23	19514.91
富源县城北片区、西片区 14 条市政道路新建、改扩建项目	富源县住房和城乡建设局	50000.00	43681.88	42548.05	10000.00
罗白、浸长片区失地农民安置小区二期(BT)建设项目施工总承包	安宁市人民政府金方街道办事处	23735.99	21775.00	23735.99	8784.18
蓬莱大道一期工程 BT 融资施工项目	宜良县金汇国有资产经营有限责任公司	26383.15	12969.50	28506.31	12000.00
合计		439130.38	309906.13	273753.33	50299.09

资料来源：公司提供

注：本表未包含保障房 BT 项目。

原材料采购方面，公司建筑领域需要采购大量原材料，主要包括钢材、水泥、混凝土等。近几年，公司主要原材料采购价整体呈现下降态势。2015 年，公司钢材平均采购价格下降至 2331.70 元/吨，水泥平均采购价格较上年小幅增长，为 280.32 元/吨，混凝土平均采购价格下降至 314 元/方。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”）、云南得胜钢铁公司、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集团统一采购。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。公司的大部分原料在国内采购。

公司建筑施工项目一般签订总价包干合同，公司投标项目的投标价格中包含材料价格风险包干幅度（一般风险包干幅度不大于 10%），同时，公司还会通过与业主单位协商，尽量降低包干幅度，对公司应对原材料价格波动风险具有一定的积极作用。

从在建项目看，截至 2016 年 9 月底，公司主要在建项目包括元阳至绿春高速公路项目、玉溪市大开门至戛洒高速公路项目等，前十大项目总合同价 1006.01 亿元。

表9 截至2016年9月底公司国内前十大在建项目情况统计

项目名称	业主单位	合同价(万元)	工期
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	1289300.00	3年
玉溪市大开门至戛洒高速公路项目	玉溪市人民政府	1083367.88	3年
曼耗至金平高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	809500	3年
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	675900	2年
泸西至弥勒高速公路	红河哈尼族彝族自治州人民政府	525702.05	3年
新安所至鸡街高速公路	红河哈尼族彝族自治州人民政府	392348.00	3年
香格里拉至丽江高速公路	云南省交通运输厅	2108300.00	5年
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	661900.00	3年
元江至曼耗高速公路(红河段)项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	2085900.00	3年
云南滇中产业聚集区(新区)哨关路项目	云南滇中新区管理委员会	427880.00	1年
合计		10060097.93	

资料来源: 公司提供

3. 对外承包工程

表10 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
2013年	20210	12954
2014年	23846	10569
2015年	25253	20793
2016年1-9月	26798	19734

资料来源: 公司提供

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。

公司国际工程部主要承担对外承包工程职能, 先后在也门、南非、泰国、老挝、乌干达、伊拉克、马尔代夫、毛里求斯、赤道几内亚、柬埔寨、沙特阿拉伯、缅甸等国家承接各类工程。目前, 公司对外承包工程占建筑工程的比重仍较小。2015年, 公司对外承包工程完

成营业额和新签合同额分别为20793万美元和25253万美元。

分地区来看, 截至2016年9月底, 公司主要对外工程承包项目集中在老挝、沙特和赤道几内亚地区, 主要在建项目为赤几体育学院项目、沙特阿尔大学宿舍项目、老挝首都万象综合开发项目等。

2016年1~9月, 公司海外项目主要新签合同为沙特阿尔北部边境大学医院项目联合承包协议和万象天阶一期工程。同期, 公司对外承包工程完成营业额和新签合同额分别为19734万美元和26798万美元, 主要新签合同有缅甸瑞贡联项目、怀帕湾水电站项目、老挝人民军103医院综合医疗楼、中方专家楼建筑安装工程等。

表11 截至2016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	合同价(万元)	工期
赤几体育学院项目	赤道几内亚共和国国家	163002.59	1080天
老挝首都万象综合开发项目	万象市公共工程建设及运输部	61750	720天
缅甸陶塔曼度假村项目	缅甸陶塔曼诚信公司	64000	12个月
沙特阿尔大学宿舍项目项目	沙特高教部	55401.51	1260天
老挝外交公寓项目	老挝吉达隆公司	40390.68	60个月
沙特阿尔大学医院项目	沙特高教部	40868	1486天
援吉布提国家图书档案馆项目	中国商务部	19505.12	36个月
老挝吉象水泥有限公司2500t/d熟料新型干法水泥生产线、厂区辅助设施、厂前区生活设施土建工程	云南电投对外能源合作开发有限公司	17458.71	2年
合计		462376.61	

资料来源: 公司提供

4. 基础设施投资业务

(1) 保障房项目及棚户区改造建设

公司下属城乡投公司系云南省唯一的省级保障房及棚户区改造项目投资建设主体, 负

责协调各区县开展保障房及棚户区改造项目的投融资任务。公司下属西南交建是省级棚户区改造项目的投资建设主体之一。

公司开展上述业务主要模式分为三种, 分

别为 BT 项目、省级统贷项目和政府购买服务项目。

BT 项目

城乡投公司以 BT 项目建设模式开展的保障房项目建设为传统回购业务，即公司与项目所在地政府签订 BT 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，BT 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。

2011 年，城乡投公司与楚雄、昭通 2 个区县签订了 BT 类保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房 2625 套，总建筑面积 15.75 万平方米，项目总投资 3.43 亿元，按照成本加成模式计算。该项目已完工，公司共收到 BT 回款 2.83 亿元。

2014 年，城乡投公司与玉溪、楚雄、保山 3 个州（市），4 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房约 2700 套，总建筑面积 25.5 万平方米，项目总投资约 9.19 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 2.57 亿元，累计已确认并受到回购款 0.36 亿元。

2015 年，公司新签订 3 个 BT 项目，分别为楚雄市 2015 年保障性住房建设项目、思茅区 2013 年保障房（普洱人家北侧地块）建设项目和鲁甸县 2012 年城镇保障性安居工程建设项目配套市政道路，项目总投资合计 4.25 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 0.25 亿元。

省级统贷项目

公司以省级统贷项目建设模式开展的项目在以下三方面区别于 BT 项目：一是项目投资规模大，建设资金主要来源由银团贷款或国开行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”）组成；二是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》）；三是项目建成后有后续租售运营，公司可自行管理、移交政府进行管理或委托第三方机构进行管理，其中移交政府进行管理时，项目依旧在公司账面，由政府以租金形式支付公司租金收入。待项目所在地政府清偿所有款项且公司取得约定管理费及回报后，公司将项目一次性移交政府。

财务方面，收到政府拨付三金时计入资本公积。按协议约定，公司因根据项目建设进度，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（西南交建目前按棚户区改造项目投资额的 1% 收取管理费、确认营业收入）。在实际确认收入时，公司存在延后计提情况。联合资信关注到，截至 2016 年 9 月底，公司尚未实际收到管理费。

因公司承接的保障房和棚户区改造项目均未竣工决算，其投资在财务上计入在建工程、预付款项和其他应收款。

①省级统贷保障房

2012 年，城乡投公司与昆明、楚雄等 8 个州（市），35 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房近 13 万套，其中进入银团贷款的保障性住房有 125892 套，总建筑面积 700 多万平方米，项目总投资 186.69 亿元（包括项目三级政府补助资本金 56.62 亿元、公司出资资金 10.00 亿元及银团贷款 120.00 亿元）。截至 2016 年 9 月底，三级政府补助资本金已全部到位并计入“资本公积”科目，其中中央及省级补助资金转增公司实收资本；银团贷款到位 115.78 亿元；项目已投资 210.16 亿元（含资本金），累计投资已超过概算投资，累计已确认收入 5.19 亿元。

2013 年，城乡投公司与楚雄、玉溪等 8 个州（市），28 个县（市、区）签订了保障性住房合作建设协议，拟建保障性住房近 6 万套，

其中进入银团贷款的保障性住房有6万套，总建筑面积363.86多万平方米，项目总投资114.95亿元（包括项目三级政府补助资本金30.46亿元及银团贷款84.49亿元）。截至2016年9月底，项目资本金到位32.43亿元，贷款到位34.88亿元，中期票据募集资金3.50亿元，项目已投资70.40亿元，累计已确认收入1.06亿元。

②棚户区改造项目

2014年，云南省政府下发了《云南省人民政府办公厅关于进一步加快推进棚户区改造工作的通知》，明确由城乡投公司、云南省城市建设投资集团有限公司和西南交建作为云南省棚户区改造的省级建设主体，与国开行等金融机构合作采取“统一授信、统一评审、统借统还”的模式进行建设。

城乡投公司负责云南省 2013~2017 年城市棚户区改造项目（一期及四期）（以下简称“一期项目”及“四期项目”）的建设工作。西南交建负责章嘎片区等14个地块的棚户区改造项目。

一期项目改造区域为保山市、昭通市、曲靖市、玉溪市等4个州（市、县）共10个城市规划区域；该项目总拆迁套数53907户，拆迁面积745.35万平方米。项目估算总投资403.83亿元。一期项目资本金总额80.94亿元，其中中央补助13.23亿元、省级补助3.68亿元，地方补助6.52亿元，企业自筹24.50亿元，软贷款33亿元。四期项目改造区域为云南省昆明市等8个

州（市），该项目估算总投资268.53亿元。资本金总额55.11亿元，其中中央补助8.85亿元、省级补助2.46亿元，地方政府筹集13.65亿元，企业自筹3.55亿元，软贷款26.605亿元。

截至2016年9月底，棚户区一期、四期项目资本金到位52.64亿元，贷款到位333.18亿元，累计已投资27027.亿元，已确认收入1.43亿元。

章嘎片区等14个地块的棚户区改造项目改造区域包括临沧市、文山州等地区，改造面积约2995亩，项目估算总投资123.24亿元，其中中央补助4.40亿元，省级补助1.22亿元，贷款111.52亿元（其中软贷款11.45亿元，计入资本金），企业和地方州市政府共筹集6.10亿元；截至2016年9月底，项目资本金到位11.24亿元，贷款到位57.50亿元，累计已投资56.53亿元，累计已确认0.69亿元。

跟踪期内，城乡投公司新签订1个鲁甸县西门大市场棚户区改造建设项目，计划总投资3.00亿元，该项目融资方式暂未确定。

总体看，公司保障房及棚户区改造项目资金需求压力较大；但受保障房及棚户区改造项目建设的带动，预计公司未来一段时间内新签合同量及工程项目开工量充足，同时，考虑到公司承建的保障房及棚户区改造项目均有明确的还款来源且城乡投公司与云南省财政厅签订了差额补偿协议，公司实际债务负担尚可。

表12 公司省级统贷项目情况（单位：亿元）

项目名称	区域	总投资额	已投资额	累计确认收入
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	210.16	5.19
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	70.40	1.06
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	170.43	1.16
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	99.84	0.37
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	56.53	0.69
鲁甸县西门大市场棚户区改造建设项目	昭通市鲁甸县	3.00	--	--
合计		1100.24	607.36	8.47

资料来源：公司提供

注：在实际确认收入时，公司存在延后计提情况。

PPP 项目和政府购买项目

公司通过 PPP 模式和政府购买模式积极

参与高速公路、市政道路、水利水电等基础设施投资建设业务。2016 年公司设立了基础设施

投资公司，今后城乡投公司将作为保障房、棚户区改造投融资建设主体，基础设施公司将作为基础设施投资项目主体，对公司 PPP 和政府购买项目进行管理。

以城乡投公司 2015 年新签订的云南省 2015-2019 年农村危房改造和抗震安居工程省级统贷项目为例，2015 年，城乡投公司与云南省住建厅签订《政府购买服务协议》，约定由公司每年完成 10 万户农村危房改造、500 个省级示范村的基础设施建设，分五年完成。资金来源方面，项目计划总投资 350.00 亿元，云南省住建厅筹集 200.00 亿元，公司向银行贷款 150.00 亿元。

云南省住建厅购买公司服务的协议总价款为 283.60 亿元，支付计划为 2016~2034 年分 19 年支付，该笔总服务价款的测算来自 150.00 亿元银行贷款本息，服务费基本覆盖总投资，公司主要通过施工利润获取收益。

以红河州泸西至弥勒高速公路项目为例，公司作为社会资本方与红河哈尼族彝族自治州人民政府共同出资设立项目公司，投资、建设、运营、管理、移交红河州泸西至弥勒高速公路，项目总投资 74.97 亿元，资金来源包括

政府负责筹集项目总投资的 30%，红河州对应年度财政预算、国家及省级补助资金等政府补贴资金，剩余部分由公司和项目公司筹集，项目资本金占总投资的 35%，建设期 3 年，由公司作为施工单位，特许经营期 30 年，期内项目公司有权对所有通过项目的车辆收取通行费，对沿线服务设施、广告项目采取自主经营、合资、合作经营等商业形式进行开发；试运营开始后，项目公司收入不能覆盖约定运营成本和合理回报（合理利润率以商业银行中长期贷款利率水平为基准上浮一定比例）时，政府在对应年度内予以足额补贴（可行性缺口补助），根据项目合同，政府应将当年运营补贴支出数额列入年度财政预算和地方债务进行管理，并提供相应的红河州政府人大决议或合法有效的审批文件（正式决议暂无）。

截至 2016 年 9 月底，公司参与的 PPP 项目和政府购买项目总投资 1439.47 亿元，已投资 207.47 亿元。公司已签订 PPP 协议的项目全部通过协议约定方式纳入财政预算，但尚未获得相关人大决议文件。公司面临较大资本支出压力。

表13 公司PPP和政府购买项目情况（单位：亿元）

项目名称	合作单位	持股比例	总投资	已投资	合作期	收益平衡方式
泸西至弥勒高速公路一期工程	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	52.57	26.83	2015.11-2045.11，建设期3年	通行费、租金、可行性缺口补助
新安所至鸡街高速公路工程	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	39.23	18.33	2015.11-2045.11，建设期3年	通行费、租金、可行性缺口补助
昆明呈贡至澄江高速公路项目	昆明交通产业股份有限公司	100%	30.46	23.8	2013.11-2043.11，建设期2年	通行费、租金、可行性缺口补助
云南省香格里拉至丽江高速公路工程	云南省交通运输厅	100%	210.83	63.99	2015-2045，建设期5年	通行费、租金、可行性缺口补助
云南省石林至锁龙寺高速公路后续工程	红河哈尼族彝族自治州人民政府	100%	14.31	14.18	2015.5-2016.12，建设期1年	通行费、租金、可行性缺口补助
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%	66.19	12.73	2015.8-2045.8，建设期2年	通行费、租金、可行性缺口补助
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	70%	208.59	9.01	2016.8-2046.8，建设期3年	通行费、租金、可行性缺口补助
云南滇中新区嵩昆路（一期）工程	云南滇中新区管理委员会	90%	38.69	16.75	2016.1-2031.1，建设期1年	政府购买
云南滇中新区哨关路（一期）工程	云南滇中新区管理委员会	90%	42.79	11.93	2016.3-2031.3，建设期1年	政府购买
云南省 2015-2019 年农村危房改造和抗震安居工程省级统贷项目	全省 16 个州（市）	100%	350	--	未定	政府购买
玉溪市大开门至夏洒高速公路项目	玉溪市人民政府	70%	108.34	4.67	未定	通行费、租金、可行性缺口补助

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	60%	67.59	5.25	未定	通行费、租金、可行性缺口补助
元阳至绿春高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	128.93	0	2016.12-2046.12, 建设期3年	通行费、租金、可行性缺口补助
蔓耗至金平高速公路项目	红河哈尼族彝族自治州人民政府	70%	80.95	0	2016.12-2046.12, 建设期3年	通行费、租金、可行性缺口补助
合计			1439.47	207.47		

资料来源：公司提供

注：香格里拉至丽江高速、元阳至绿春高速和蔓耗至金平高速PPP协议尚未签订，正在与政府落实合作方案细节，均已获得开工许可证。

5. 房地产业务

公司在做强建筑工程的基础上，自 2009 年起逐步发展房地产业务，但受近年来房地产行业景气度下降影响公司新开工及完工房地产项目大幅减少。公司房地产业务包括代建的“三定项目”（即定价、定客户、定利润）、商品房及经济适用房建设项目。

从“三定项目”来看，公司代建项目主要是指公司不作为项目开发商而是作为项目代理者参与项目开发，由委托单位取得土地使用权，以委托单位名义办理相关规划报建审批手续，公司负责按委托方的意向进行项目开发建设、组织验收、协助工程结算和房屋销售等管理工作。代建开发项目的资金全部由委托单位提供，公司不垫付资金。公司向委托单位收取管理费（按总投资额的 2%~4%）并确认收入。公司“三定项目”经营风险较小，毛利率水平较低，业主主要为云南省内的事业单位。近年来，公司“三定项目”逐渐减少，截至 2016 年 9 月底，在建项目中仅有苏家村代建项目（规划总用地面积 4.19 万平方米，代建服务费暂估 5000 万元）。

目前公司房地产开发以商品房开发销售业务为主。2015 年，公司房地产板块新开工面积为 25.84 万平方米，较 2014 年有所回升；实现营业收入较上年持续下降主要系受房地产行业景气度下降影响公司前期新开工项目较少、在售面积下降所致。2015 年，公司签约销售面积 2.57 万平方米，公司房地产项目周期较长，去化速度较慢。

表14 公司房地产业务主要指标

（单位：万平方米、万元、元/平方米）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
新开工面积	51.91	8.80	25.84	22.30
竣工面积	97.68	45.25	22.14	11.44
期末土地储备面积	121.63	118.85	98.53	116.90
签约销售面积	17.39	7.97	2.57	2.75
签约销售金额	12.57	5.52	1.81	1.78
签约销售均价	7230.48	6923.34	7057.97	6481.09

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司主要在建项目房地产项目 7 个，总投资 44.99 亿元，已投资 38.05 亿元，2016 年 1~9 月施工面积 51.66 万平方米。

土地资产方面，公司房地产开发土地获取方式以招拍挂为主，截至 2016 年 9 月底，土地储备面积 116.90 万平方米。

总体来看，受房地产行业景气度下降影响，公司放缓房地产板块发展速度，对该板块项目的签订持谨慎态度，近年来，公司房地产业务施工面积及收入均较上年有所下降。

6. 贸易业务

公司贸易业务经营主体包括云南建投物流有限公司和云南建投混凝土部，贸易品种主要为钢材、水泥和混凝土，2015 年销售金额分别为 48.85 亿元、1.46 亿元和 7.65 亿元。2013 年~2015 年，公司贸易业务收入分别为 22.99 亿元、29.70 亿元和 59.79 亿元，业务毛利率分别为 4.26%、1.85%和 1.89%。

公司贸易供货方均为地方行业中规模较大企业，信誉度较高，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，主要结算方式情况如表 14 所示。

表15 公司主要贸易品种销售采购情况（单位：万元、元/吨、元/方）

商品品种	销售金额			销售单价			采购单价		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
钢材	231190.60	186170.41	488467.27	3953.31	3400.00	2369.99	3833.92	3342.27	2331.70
水泥	40121.00	31542.55	14604.18	312.47	358.11	302.14	295.63	332.11	280.32
混凝土	123414	98369	76515	415	406	321	330	323	314
合计	394725.6	316081.96	579586.45	/	/	/	/	/	/

资料来源：公司提供

表 16 公司物资贸易业务上下游及结算方式情况

商品品种	主要上游供货方	采购结算方式	主要下游采购方	销售结算方式
钢材	云南德胜钢铁有限公司、武钢集团昆明钢铁有限公司、红河钢铁有限公司、玉溪新兴钢铁有限公司	货到付款现款	集团内部单位及业主客户	账期 15 天内结算
水泥	宜良红狮水泥有限公司、芒市西南水泥有限公司、云南昆钢嘉华水泥建材有限公司、华新水泥有限公司、拉法基瑞安水泥有限公司、云南宜良西南水泥有限公司	账期 15 天内结算	集团内部单位及业主客户	账期 15 天内结算
混凝土	主要为建工物流、云南恒冠贸易、安宁汇鑫及华宁玉珠等供应商	月结	集团内部单位及业主客户	月结

资料来源：公司提供

7. 经营效率

从经营效率看，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数 2013 年~2015 年加权平均值分别为 3.73 次、6.06 次和 0.65 次，2015 年分别为 2.73 次、4.85 次和 0.48 次。总体看，公司整体经营效率一般。

8. 未来发展

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

公司将充分依托“五大核心竞争力”，继续

全力打造基础设施投资、城乡建设投资、海外投资、房地产开发投资和旅游健康产业“五大投资平台”，优化“投资、金融”、“工程承包”、“勘察、设计、科研、咨询”、“制造、物流、建材、装备”四大业务板块布局，力争到 2020 年实现总资产超 4000 亿元，净资产超 800 亿元、营业收入 1500 亿元的目标。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2013 年~2015 年财务数据基于“整合重组后的公司架构和业务架构于 2012 年 1 月 1 日已经存在，即自 2012 年 1 月 1 日开始十四冶公司和西南交建成为公司的子公司并纳入合并范围”假设的模拟值。公司提供的 2013 年的财务报告和模拟财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具标准无保留意见的审计结论），公司提供的 2014~2015 年连审财务报告和模拟财务报表已经中审众环事务所（特殊普通合伙）审计（出具标准无保留意见的审计结论），2016 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2013 年公司合并范围增加

了云南建工高分子材料有限公司（于2013年新设立的全资二级子公司）；2014年公司新纳入合并范围内设立二级子公司云南建工集团曲靖建材有限公司，注册资本4000万元，持股比例50%，由于生产经营计划受公司控制，故纳入公司合并范围，同年公司通过购买方式将云南建工云岭水泥有限公司纳入合并范围，持股比例60%，注册资本800万元；2015年公司通过新设立纳入合并范围二级子公司7家，其中云南建工集团财务有限公司为全资子公司，注册资本10.00亿元，其余红河州现代有轨电车有限公司等6家均为控股子公司，注册资本合计5.58亿元；2016年1~9月，公司新设立二级全资子公司云南建设基础设施投资股份有限公司和云南省旅游健康产业投资有限公司，注册资本分别为60.00亿元和20.00亿元，通过收购将昆明呈澄高速公路有限公司纳入合并范围，持股比例100%，注册资本5.07亿元。截至2016年9月底，公司纳入合并范围二级子公司共计49家。合并范围的变化对公司合并口径财务数据具有一定影响。

截至2015年底，公司合并口径资产总计为1542.60亿元，所有者权益合计为377.18亿元（含少数股东权益39.74亿元）；2015年公司实现营业收入616.28亿元，利润总额17.53亿元。

截至2016年9月底，公司合并口径资产总计为2125.40亿元，所有者权益合计为557.13亿元（含少数股东权益84.98亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入539.76亿元，利润总额13.27亿元。

2. 资产质量

2013年~2015年，由于公司工程承接量的增加、各级财政拨入省保障性住房建设资金以及资产评估增值的影响，公司资产总额快速增长，年复合增长58.81%，主要来自应收账款、其他应收款和在建工程的增加，截至2015年底，公司资产总计为1542.60亿元。

公司资产结构以流动资产为主，截至2015年底，公司资产总额中，流动资产占58.55%，

非流动资产占41.45%。

2013年~2015年，公司流动资产持续快速增长，年均复合增长46.17%。截至2015年底，公司流动资产903.12亿元，较上年底增长54.57%，主要来自货币资金、应收账款和其他应收款的增加；流动资产主要由货币资金（占24.87%）、应收账款（占32.52%）、存货（占15.49%）和其他应收款（占21.46%）构成。

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，2013年~2015年，公司货币资金年复合增长23.70%。截至2015年底，公司货币资金224.57亿元，较上年增长17.14%。截至2015年底，公司现金类资产中受限资金为22.94亿元，占货币资金的10.22%，主要是保证及存单质押金。整体看，公司货币资金充足。

2013年~2015年，随着工程承揽量增长和质量保证金沉淀，公司应收账款快速增长，年均复合增长59.86%，款项性质主要为应收工程进度款和质保金。截至2015年底，公司应收账款账面价值为293.72亿元；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72.20%，1~2年的占19.40%，2~3年的占5.31%，3年以上的占3.09%；公司对应收账款共计提坏账准备1.58亿元，计提比例较低。2016年6月底（经审计）应收账款中前五名欠款单位欠款额合计27.93亿元，账龄均在2年以内，占应收账款余额的比重为7.84%，集中度低。

表17 截至2016年6月底公司前五名应收账款情况

（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄
云南丽香高速公路投资开发有限公司	13.07	1年以内
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	5.82	1年以内
昆明国家高新技术产业开发区国有资产经营有限公司	3.13	1年以内，1-2年
保山市博盛投资管理开发有限公司	3.00	1年以内
绥江县人民政府	2.92	1年以内，1-2年
合计	27.93	

资料来源：审计报告

公司预付款项主要为预付货款及工程款等。2013年~2015年，公司预付款项快速增长，年均复合增长27.16%。截至2015年底，公司预付款项为41.79亿元，较上年底增长29.97%，主要系城乡投公司预付保障房、棚户区改造工程款所致。从账龄来看，账龄在1年以内的预付账款占83.33%，公司预付账款账龄较短。

2013年~2015年，公司其他应收款规模快速增长，年均复合增长107.68%。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。截至2015年底，其他应收款账面价值为193.81亿元。从采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款账龄看，账龄在1年以内的占比为72.62%，1~2年的占比为16.95%，2~3年的占比为5.56%，3年以上的占比为4.87%，公司其他应收款账龄较长；公司计提其他应收款坏账准备0.80亿元，计提比例低。截至2016年6月底（经审计），公司其他应收款前五名合计96.54亿元，占全部其他应收款的36.96%，集中度一般。

表18 截至2016年6月底公司前五名其他应收款情况
(单位：亿元)

单位名称	金额	账龄
保山中心城区棚户区改造建设指挥部	45.21	1年、1-2年
昭阳区棚户区改造建设指挥部	23.26	1年、1-2年
沾益县西河片区棚户区改造项目指挥部	11.70	1年、1-2年
腾冲县棚户区改造建设指挥部	10.03	1年以内
玉溪市抚仙湖水务管理有限责任公司	6.35	1年以内
合计	96.54	

资料来源：审计报告

2013年~2015年，由于公司开发规模扩张的同时去化速度较慢，公司存货快速增长，年复合增长39.83%。截至2015年底，公司存货为139.91亿元。截至2015年底，工程施工占存货账面价值的35.03%，房地产开发成本占51.60%，房地产开发产品占3.47%，原材料占3.81%；其余为自制半成品及在产品、周转材料、库存商品等。截至2015年底，公司对原材

料和库存商品计提跌价准备0.05亿元，未对工程施工、房地产开发成本和商品等计提跌价准备。

截至2015年底，公司其他流动资产7.64亿元，主要为委托贷款3.11亿元和预交税金3.13亿元。

非流动资产

2013年~2015年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长83.95%，主要体现为长期应收款和在建工程的增加。截至2015年底，公司非流动资产合计639.48亿元，较上年底增长38.03%。公司非流动资产主要包括长期应收款（占12.43%）、固定资产（占5.18%）和在建工程（占70.97%）。

2013年~2015年，公司长期应收款快速增长，分别为3.61亿元、26.59亿元和79.49亿元。2013年底公司长期应收款主要为公司办公楼拆迁补偿1.74亿元和应收工程款项1.87亿元（主要为水库工程产生的应收款项，因预计回款时间超过一年，故计入该科目）；2014年公司长期应收款增加22.98亿元，主要为五里多片区土地一级整理应收款和BT项目款；2015年长期应收款增长来自于BT项目款（2015年底为41.55亿元）和五里多片区土地一级整理应收款的增加（2015年底为35.36亿元）。

2013年~2015年，公司固定资产快速增长，年均增长39.74%。截至2015年底，公司固定资产原值为48.63亿元，累计折旧15.47亿元，减值准备80.83万元，公司固定资产账面价值为33.14亿元，较上年底增长22.77%。从构成来看，固定资产账面价值中，以房屋、建筑物（占70.67%）、机器设备（占18.33%）和运输工具（占7.52%）为主。固定资产成新率为68.16%。

2013年~2015年，随着保障房、棚户区改造项目土地评估增值和开发规模扩大，公司在建工程快速增长，年均复合增长93.45%。截至2015年底，公司在建工程为453.86亿元，较上年底增长28.48%，主要为保障房棚户区项目（441.80亿元）、嵩明锦绣兰书苑廉租房项目

(5.65亿元)和红河州新安所至鸡街高速公路建设项目(2.20亿元)等。

截至2016年9月底,公司资产总额为2125.40亿元,较2015年底增长37.78%。其中,流动资产占55.40%,非流动资产占44.60%,资产结构较去年底变化不大。

根据云南省人民政府《关于整合重组设立云南省建设投资控股集团有限公司的批复》(云政复【2016】29),同意以2015年12月31日为基准日,由省国资委将十四冶公司的全部国有出资权益及持有西南交建54.73%的股份,无偿划转给云南建工集团有限公司持有,同意省国资委以经评估后享有的股东权益作价出资,将云南建工集团有限公司整合重组设立国有独资公司。云南建工以2015年12月31日为评估基准日进行了资产评估,2016年6月20日,北京亚超资产评估有限公司云南分公司以北京亚超评报字(2016)第02036号出具了评估报告,净资产评估值为271.15亿元,净资产评估增值118.32亿元,其中流动资产评估增值0.47亿元,非流动资产评估增值118.85亿元,非流动负债评估增值1.00亿元,评估增值涉及资产科目主要包括存货、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产,上述科目截至2016年6月底分别较2015年底增长31.12%、290.50%、48.58%、14.17%和130.94%。除评估增值以外,截至2016年9月底,公司应收账款370.75亿元,较2015年底增长26.23%,主要系受公司上游产业如房地产等行业不景气的影响,工程结算金额的收款比例下降及应收质保金累积等影响;其他应收款增长主要系棚户区改造项目货币补偿款尚未结算;其他流动资产增长系发放委托贷款增加;长期应收款增长来自BT项目款的增加;固定资产增加为公司收购三级控股子公司增加的公路资产,无形资产增长主要系合并昆明呈澄高速公路有限公司增加的高速公路特许经营权,其他非流动资产增加来自回迁安置屋由在建工程转入所致。

截至2016年9月底,公司应收账款、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产和在建工程中应收账款、在建保障房项目、房屋使用权和土地使用权抵质押融资194.93亿元,抵押涉及的资产金额合计482.54亿元,公司所有权受限资产规模较大。

总体看,公司资产规模持续快速增长。公司货币资金持有量大;流动资产中的应收款项(应收账款+其他应收款)占比较大,对资产流动性有一定影响;非流动资产中保障房棚户区改造项目占比大,受限资产占比大,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013年~2015年,公司所有者权益合计(含少数股东权益)分别为139.85亿元、307.22亿元和377.18亿元,年均复合增长64.23%,主要来自资本公积的增加。截至2015年底,公司归属于母公司所有者权益合计337.44亿元,其中实收资本占28.73%、资本公积占57.66%、盈余公积占4.50%、未分配利润占7.67%;少数股东权益为39.74亿元,占所有者权益合计的10.54%。

2013年~2015年,公司实收资本分别为83.53亿元、90.03亿元和96.93亿元;2014年,公司将收到的中央和省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金6.08亿元转增实收资本(根据云国资产权[2014]355号),并将国有资本经营预算资金0.21亿元计入实收资本,同时根据云财资[2014]134号,安宁温泉会议中心建设用地划转后公司增加国家资本金0.20亿元,计入实收资本;2015年,公司将收到的中央和省本级财政拨付的部分保障性住房建设、棚户区改造项目专项补贴资金4.79亿元转增实收资本(根据云国资产权[2016]10号),并根据云财产业[2015]200号和云财资【2015】227号,将收到的国有资本金1.86亿元和0.25亿元计入实收资

本。

近三年，公司资本公积快速增长，年均复合增长184.14%。2014年，公司资本公积变动来自子公司云南建工第二建设有限公司改制评估增值3.01亿元、子公司城乡投公司保障房和棚户区改造项目协议价取得土地评估增值126.95亿元、收到财政拨入保障房建设资金25.37亿元、其他被投资单位资本公积减少0.44亿元；基于十四冶公司和西南交建自2012年1月1日起纳入公司合并范围的假设，2012年度至2015年度的合并比照同一控制下企业合并进行，将十四冶及西南交建归属于母公司的净资产转入资本公积，2014年十四冶公司、西南交建归属于母公司的净资产变动额分别为-0.26亿元及1.03亿元转入2014年资本公积。2015年，公司资本公积变动主要来自子公司云南省第三建筑工程公司改制评估增值2.42亿元、子公司城乡投公司收到财政拨入保障房建设资金13.48亿元、保障房建设资金由资本公积转增实收资本4.79亿元、2015年十四冶公司、西南交建归属于母公司的净资产变动额-0.79亿元和4.16亿元。

截至2015年底，公司其他权益工具14.78亿元，为公司发行的永续中票“15滇建工MTN001”。近三年，公司未分配利润年均复合增长59.40%，截至2015年底为28.93亿元。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计557.13亿元，较上年底增长47.71%，主要来自实收资本的增加。公司2016年1~9月收到云南省财政厅拨付的国家资本金1.94亿元；根据省政府批复的云南建投设立方案，十四冶、西交集团股权划转云南建工，以省国资委享有云南建工评估后净资产作价出资设立云南建投，西南交建净资产7.60亿元、十四冶公司净资产19.04亿元无偿划转至云南建工计入实收资本；模拟财务报表中，于2016年1月1日实收资本以省国资委批复的260亿元确定，资本公积转实收资本的金额以云南建工资本公积的金额为限，不足部分依次由盈余公积、未分配利润结

转实收资本，直至实收资本达到260亿元；2016年1~9月资本公积、盈余公积和未分配利润分别转增实收资本118.00亿元、2.29亿元和14.40亿元。截至2016年9月底，公司资本公积156.97亿元，其中2016年1~9月收到拨付的保障房建设资金3.27亿元，将丽香高速公司纳入合并范围后，其已收到专项建设基金和财政补助增加资本公积41.84亿元，重组资产评估增值58.04亿元，转入实收资本118.00亿元；公司其他权益工具29.55亿元，增长主要来源于2016年1月发行的永续中票“16滇建工MTN001”（发行额度15亿元）。

截至2016年9月底，公司所有者权益中实收资本占46.70%、其他权益工具占5.30%、资本公积占28.18%、未分配利润4.21%、其他综合收益占0.02%、少数股东权益占15.25%。

整体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比大，所有者权益稳定性较好。

负债

负债方面，2013年~2015年，公司负债合计分别为471.80亿元、740.37亿元和1165.42亿元，年均复合增长57.17%。从负债结构来看，近三年，公司负债结构以流动负债为主，但非流动负债占比逐年上升。截至2015年底，流动负债占公司负债总额的比重为58.46%，非流动负债占比为46.24%。

2013年~2015年，公司流动负债年均复合增长39.61%，主要来自短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增加。截至2015年底，公司流动负债合计681.29亿元，主要包括短期借款、应付账款和其他应付款，这三项占流动负债的比重分别为21.27%、42.94%和13.23%。

2013年~2015年，公司短期借款不断增长，年均复合增长12.00%；截至2015年底为144.89亿元，公司短期借款包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，分别占比为15.10%、13.12%、25.71%和46.07%。

2013年~2015年，随着公司业务规模的扩

张，公司应付账款快速增长，年均复合增长65.95%，主要为应付分包款和材料款，截至2015年底为292.53亿元，较上年增长99.87%；账龄以1年以内为主，占比达83.25%。近三年，公司其他应付款波动增长，年复合增长43.18%，截至2015年底为90.14亿元，较上年下降15.81%；公司其他应付款主要为往来款、代收代扣款、保证金、质保金和借款及借款利息等。

表19 截至2015年底公司其他应付款按性质分类情况
(单位：万元、%)

单位名称	金额	占比
往来款	439052.46	48.71
代收代扣款	164277.17	18.23
保证金、质保金	131348.86	14.57
借款及借款利息	38230.92	4.24
应付投资款	3325.00	0.37
合计	776234.41	86.12

资料来源：审计报告

2013~2015年，公司其他流动负债年均复合增长184.07%，主要来源于公司应付短期融资券的增加。截至2015年底，公司其他流动负债为12.82亿元，较上年大幅增，主要为应偿还的短期融资券，属于有息应付款。

2013年~2015年，公司非流动负债年均复合增长98.99%，主要来源于长期借款和应付债券的增加。截至2015年底，公司非流动负债为484.13亿元，其中长期借款占82.14%，应付债券占15.94%。近三年，公司长期借款年均复合增长103.35%，截至2015年底为397.66亿元，其中39.48%质押借款，36.49%为抵押借款，10.09%为保证借款，13.93%为信用借款。截至2015年底，公司应付债券为77.17亿元，由云南建工和十四冶公司发行的中期票据、私募债和公司债构成。截至2015年底，公司长期应付款为2.51亿元，由应付融资租赁款、保障房回购款和土地补偿款构成，其中应付融资租赁款为有息应付款。

截至2016年9月底，公司负债总额1568.27

亿元，较2015年底增长34.57%，主要系长期借款中信用借款增长明显所致。预计负债增加系公司三级子公司云南云路红石公路投资有限公司收购石锁公路项目，为确保红石公司会计账务核算的完整性，根据云南省公路局《关于云南公路红石公路投资有限公司预计公路资产与负债及确认收入与费用等相关问题的批复》，按预计投资额作为石锁公路的估计价值确认预计负债，待以后有确凿证据时再对已确认的预计负债进行调整。从债务结构看，流动负债占46.33%，非流动负债占53.67%，流动负债比重较2015年底有所下降。

近几年，由于业务扩展需求，公司债务规模大幅扩张，2013年~2015年，年均复合增长62.01%。截至2015年底，公司有息债务总额为689.91亿元。从有息债务结构来看，短期债务占全部债务的比重为33.58%；长期债务占全部债务的比重为69.17%。

近三年公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，2013年~2015年，资产负债率分别为77.14%、70.67%和75.55%，全部债务资本化比率分别为65.27%、57.88%和65.27%；长期债务资本化比率呈逐年上升趋势，2013年~2015年分别为44.02%、45.92%和55.85%。若考虑将公司发行“15滇建工MTN001”计入长期债务，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将进一步上升。

截至2016年9月底，公司全部债务合计949.63亿元，较2015年底增长37.65%，主要系长期借款的增加所致。公司有息债务中短期债务占21.49%，长期债务占78.51%。从债务指标看，2016年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.79%和63.02%，较2015年底分别下降1.76个和2.25个百分点，长期债务资本化比率为57.23%，较2015年底上升1.38个百分点。考虑到公司发行“15滇建工MTN001”和“16滇建工MTN001”的永续性质，若将其计入长期债务，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率会进一步

上升。

总体看，公司近年来所有者权益中实收资本和资本公积的规模和占比均有所增加；近年来公司债务规模大幅上升，公司非流动负债占比持续上升，负债水平较高。

4. 盈利能力

2013年~2015年，公司营业收入规模保持相对稳定，年均复合变动率1.68%，2015年为616.28亿元。2013年~2015年，公司营业成本年均复合变动率0.09%，增速略慢于营业收入，2015年，公司营业成本为549.74亿元。近三年公司营业利润率持续上升，分别为4.70%、6.69%和7.74%。

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。2013年~2015年，公司期间费用率持续上升，三年分别为3.42%、4.47%和4.99%，公司管理费用快速增长，三年复合增长率26.65%，2015年为21.51亿元。整体看，公司期间费用仍保持较低水平、控制情况较好，但随公司重组和业务规模的扩大，控制难度有所上升。

2013年~2015年，公司分别实现营业外收入0.71亿元、1.55亿元和1.33亿元，主要为政府补助。公司利润总额主要来源于主营业务。2013年~2015年，公司利润总额分别为7.66亿元、13.56亿元和17.53亿元，年均复合增长51.32%。

从主要盈利指标看，2013年~2015年，公司总资产收益率和净资产收益率持续上升，三年加权平均值分别为3.71%和3.54%，2015年分别为4.44%和3.71%。

2016年1~9月，公司实现营业收入539.76亿元，占2015年全年的87.58%；利润总额13.27亿元，占2015年全年的75.68%，其中公司获得投资收益1.02亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益；公司营业利润率为7.21%。

总体看，公司工程承包实力能力较强，近

年来营业收入保持稳定，利润规模持续增长；但建筑施工行业竞争激烈，利润空间较小，公司建筑施工业务盈利能力处于行业平均水平。

5. 现金流分析

经营活动方面，近三年，公司经营活动现金流入分别为636.69亿元、612.92亿元和555.67亿元，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，2015年分别为454.96亿元和100.49亿元；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。2013年~2015年，公司现金收入比分别为78.19%、74.46%和73.82%，收现质量有待提高。2013年~2015年，公司经营活动现金流出波动中有所下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金波动增长和支付与其他经营活动有关现金流快速下降所致；2015年公司经营活动现金流出为575.55亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金404.91亿元，支付其他与经营活动有关的现金117.28亿元，主要为往来款、支付的保证金及押金和期间费用。公司往来款呈净流出且规模较大，2013年~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额由正转负且波动较大，分别为4.93亿元、-55.29亿元和-19.88亿元。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入波动增长，三年复合增长52.86%。2015年，公司投资活动现金流入19.55亿元。2013年~2015年，公司收到其他与投资活动有关现金分别为2.32亿元、26.95亿元和9.52亿元，主要为收回委托贷款、理财产品、BT回购款及棚改项目补助资金，2014年规模较大系收回理财产品13.98亿元和委托贷款11.50亿元。公司投资活动现金流出近三年年均复合增长48.61%，2015年为259.39亿元。2015年公司投资活动现金流出中购建固定资产等长期资产支付的现金177.46亿元，主要系保障房、棚户区项目的建设支出；投资支付的现金为29.22亿元，主要为公司购买可供出售金融资产；支付其他与投

资活动有关的现金52.71亿元，主要包括公司发放委托贷款5.10亿元、支付理财产品本金5.72亿元和BT项目投资款41.89亿元。2013年~2015年，公司投资活动产生的现金净流出额分别为109.07亿元、90.80亿元和239.83亿元。

2013年~2015年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-104.15亿元、-146.08亿元和-259.71亿元，公司存在较大的外部筹资压力。

公司筹资活动产生的现金流入以吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金为主。2013年~2015年，公司筹资活动现金流入分别为294.92亿元、409.07亿元和539.73亿元。近年来公司吸收投资收到的现金波动增长，2015年为57.77亿元，主要为各级政府财政部门拨入云南省保障性住房建设的三级政府补助资金（反映于实收资本和资本公积的增加）、子公司吸收少数股东投资的现金、永续中票和国开行农发行专项债券基金；2013年~2015年公司取得借款所收到的现金年均增长40.78%，2015年为460.33亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金主要包括借款及开票保证金以及保障房棚户区还贷资金，2015年为21.63亿元。2013年~2015年，随着债务规模的增长，公司筹资活动现金流出波动增长，三年年均复合增长率21.80%。2015年公司筹资活动现金流出241.13亿元，其中偿还债务支付的现金197.82亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金34.76亿元，支付其他与筹资活动有关的现金8.55亿元，主要为支付信用证开票保证金、融资手续费及归还非金融机构借款等。2013年~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为132.38亿元、164.87亿元和298.60亿元。

2016年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为368.28元，为2015年全年水平的80.95%，现金收入比为68.23%；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为114.66亿元和84.35亿元，款项性质与上年基本一致，经

营活动现金流量净额为-6.11亿元。同期，公司支付投资活动延续了往年的净流出态势，由于公司下属城乡投公司保障房开发支出规模较大，投资活动现金流量净额为-346.33亿元。同期，公司筹资活动现金流入583.09亿元，其中公司吸收投资收到的现金59.09亿元，主要为子公司吸收少数股东投资的现金、城乡投公司收到财政部门拨入保障房建设资金和发行永续中票收到的现金；取得借款收到借款475.60亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务、偿付利息为主，2016年1~9月，公司筹资活动现金流量净额为332.93亿元。

整体看，近年来公司筹资活动前现金流量净额均为负，公司为满足业务规模的扩大，存在较大外部筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年~2015年，公司流动比率和速动比率加权平均数分别为128.19%和108.23%，受流动资产增长较快影响，两项指标均有所上升，2015年分别为132.56%和112.02%。2016年9月底，公司流动比率和速动比率进一步上升至162.07%和135.86%。2013年~2015年，公司经营现金流流动负债比分别为1.41%、-11.90%和-2.92%。考虑公司经营现金流入规模及现金类资产规模较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013年~2015年，公司EBITDA持续增长，分别为16.42亿元、27.34亿元和33.93亿元；由于公司债务规模和利息支出快速增长，近三年，公司EBITDA利息倍数分别为2.12倍、2.36倍和0.99倍；全部债务/EBITDA保持较高，分别为16.01倍、15.44倍和20.89倍；但联合资信同时关注到，公司债务增长主要系城乡投公司承建保障房项目、PPP项目贷款增加所致，根据公司与云南省财政厅于2012年和2013年分别签署的《云南省财政厅与城乡投公司签订的差额补偿协议》，若公司还本付息存在缺口，由省财政安排财政性

资金偿还，PPP项目均有各地州政府可行性缺口补助，因此公司整体偿债能力尚可。

截至2016年9月底，公司获得银行授信额度为1811.68亿元，尚未使用额度为718.68亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1053010103680100N），截至2017年1月5日，公司无未结清关注和不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及云南省区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到云南省政府对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司本期中期票据发行额度10亿元，占公司2016年9月底长期债务及全部债务的1.53%和1.13%，本期中期票据的发行对公司现有债务总额和债务结构影响较小。

截至2016年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.79%、63.02%和57.23%，以公司2016年9月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至73.91%、63.27%和57.56%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还银行贷款，本期中期票据发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的1.64倍、2.73倍和3.39倍，EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

2013~2015年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖倍数分别为63.67倍、61.29倍和55.57倍。2013年经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖倍数分别为0.49倍、-5.53倍和-1.99倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。

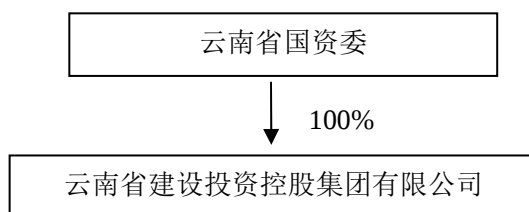
总体来看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，本期中期票据偿还风险极低。

十、结论

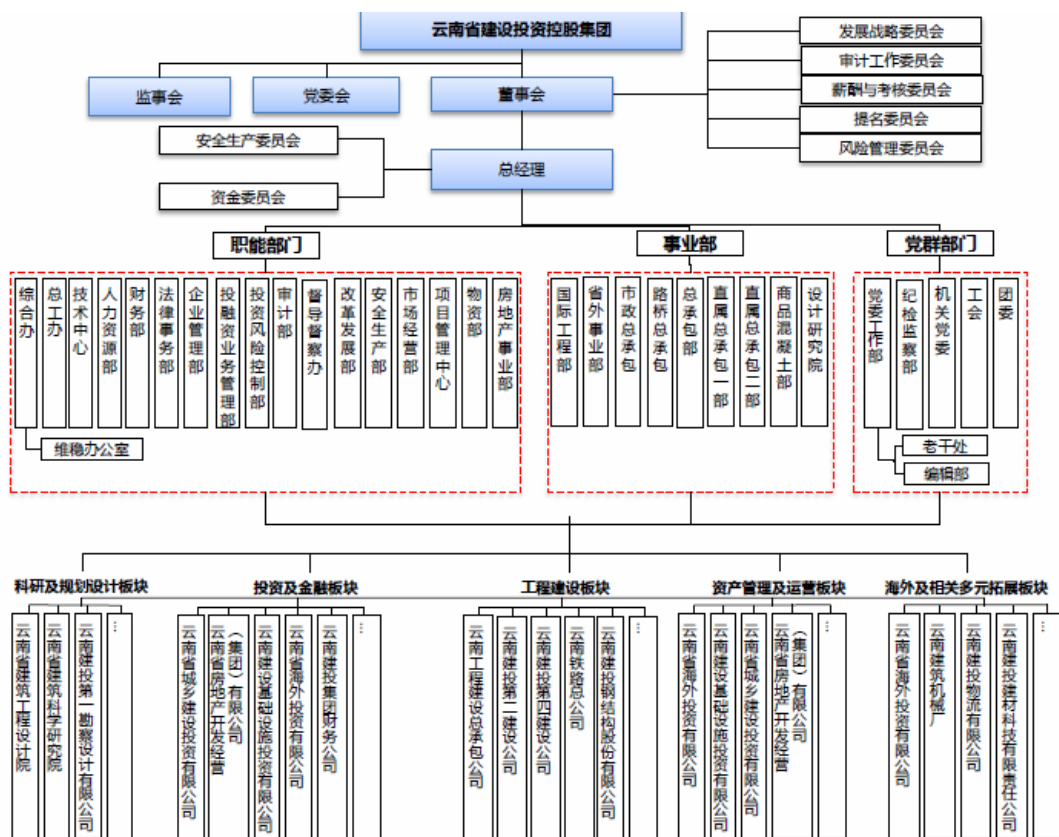
随着中国经济的发展和城市化进程的加快，中国对基础设施建设需求仍有较大空间。经过重组整合，公司作为云南省龙头建筑企业和重要的国有资本投资运营主体，在区域经营环境、专业资质及市场竞争地位等方面拥有显著优势；公司保障房和棚户区改造等基础设施投资项目获得外部支持力度大，新签合同额充足，业务有望获得持续发展。整体看，公司主体信用风险极低。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；同时，本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小，且公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。结合公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	148.38	192.75	225.95	210.39
资产总额(亿元)	611.65	1047.58	1542.60	2125.40
所有者权益(亿元)	139.66	306.85	377.18	557.13
短期债务(亿元)	167.89	161.30	231.70	204.12
长期债务(亿元)	112.30	265.07	477.20	745.52
全部债务(亿元)	262.85	422.19	689.91	949.63
营业收入(亿元)	596.06	612.90	616.28	539.76
利润总额(亿元)	7.66	13.59	17.53	13.27
EBITDA(亿元)	16.42	27.34	33.93	--
经营性净现金流(亿元)	4.93	-55.29	-19.88	-6.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.11	4.49	2.73	--
存货周转次数(次)	7.67	6.99	4.85	--
总资产周转次数(次)	0.97	0.74	0.48	--
现金收入比(%)	78.19	74.46	73.82	68.23
营业利润率(%)	4.70	6.69	7.74	7.21
总资本收益率(%)	2.95	3.01	4.44	--
净资产收益率(%)	3.32	3.41	3.71	--
长期债务资本化比率(%)	44.02	45.92	55.85	57.23
全部债务资本化比率(%)	65.27	57.88	65.27	63.02
资产负债率(%)	77.14	70.67	75.55	73.79
流动比率(%)	120.92	125.75	132.56	162.07
速动比率(%)	119.50	103.33	112.02	135.86
经营现金流动负债比(%)	1.41	-11.90	-2.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.12	2.36	0.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.01	15.44	20.89	--

注：公司 2013 年~2015 年财务数据为基于重组后的模拟值；2016 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 云南省建设投资控股集团有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。云南省建设投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现云南省建设投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送云南省建设投资控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

