

信用等级公告

联合[2010] 390 号

联合资信评估有限公司通过对楚雄州开发投资有限公司及其拟发行的 2010 年度 15 亿元市政项目建设债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

楚雄州开发投资有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

楚雄州开发投资有限公司

2010 年度 15 亿元市政项目建设债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年八月二十日

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）与楚雄州开发投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与楚雄州开发投资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，未因楚雄州开发投资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楚雄州开发投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、楚雄州开发投资有限公司 2010 年度 15 亿元市政项目建设债券信用等级自本期市政项目建设债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一零年八月二十日

楚雄州开发投资有限公司

2010 年度 15 亿元市政项目建设债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

评级时间: 2010 年 8 月 20 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(亿元)	91.32	147.04	166.75
所有者权益(亿元)	42.59	89.84	93.36
长期债务(亿元)	19.13	25.69	35.82
全部债务(亿元)	26.86	28.44	39.28
营业收入(亿元)	16.93	18.20	20.16
利润总额(亿元)	3.54	4.08	4.59
EBITDA(亿元)	5.24	6.12	6.89
经营性净现金流(亿元)	4.04	4.36	3.51
营业利润率(%)	16.11	16.33	14.68
净资产收益率(%)	7.65	4.40	4.54
资产负债率(%)	53.36	38.90	44.01
全部债务资本化比率(%)	38.67	24.05	29.61
流动比率(%)	180.32	205.53	223.60
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	4.65	5.70
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.35	0.41	0.46

分析师

刘新宇 王 健

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对楚雄州开发投资有限公司(以下简称“楚雄州开投”或“公司”)的评级反映了公司作为楚雄州基础设施建设和经营的主体,受益于地方经济快速发展的外部环境,以及地方政府给予的支持,公司收入和利润规模出现较快增长。联合资信同时也关注到楚雄市基础设施建设规模大,公司经营收益主要来自市政项目建设领域,未来投资与经营受政策指导影响较大;以及公司应收账款和其他应收款占比较大,款项回收存在一定不确定性等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

伴随楚雄州各项产业的稳步发展,以及地方基础设施建设需求将进一步提升,公司业务规模有望进一步扩张,地方政府对公司的持续支持也将为公司成长提供良好的外部环境。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司为本期债券设立专项偿债基金,提前定期归集偿债资金,对当期应偿付的本息具有一定保障作用;本期债券本金分期归集、分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险,同时,子公司股权质押为债券偿还提供了进一步的保障。总体来看,本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 楚雄州地方经济持续发展,可支配财政收入快速增长,为公司发展提供了有利的外部环境。
2. 分期归集和分期偿还本金的还款方式有助于降低集中偿付风险,专项偿债基金的设立对各期应偿付的本息具有一定保障作用。
3. 子公司股权质押为债券偿还提供了进一步的保障。

关注

1. 公司经营收益主要来自市政项目建设领域，未来投资与经营受政策指导影响较大。
2. 作为承担楚雄州基础设施建设和经营的主体，公司未来投资规模较大，存在一定的资本支出压力。
3. 楚雄州经济总量相对较小，人均指标低，基础设施建设规模大，财政对上级补贴依赖度较高。

一、主体概况

楚雄州开发投资有限公司（以下简称“楚雄州开投”或“公司”）是2003年8月20日经楚雄彝族自治州人民政府“楚政复【2003】42号”文件批准成立的国有独资有限责任公司，2005年10月楚雄州人民政府为盘活政府可控资产，完善国有资产营运监管体系，增强投融资能力，决定将禄丰县开发投资有限公司和楚雄市开发投资有限公司，以及州国资委控股、参股的四家州属经营性公司的股权整合进入楚雄州开发投资有限公司。截至2009年底，公司注册资本51000万元人民币。

公司主要职能是依照国家有关规定，按效益、效能的原则，授权对所属的国有存量资产进行管理和经营，确保国有资产保值和增值；实施政府性投资重点项目建设；对基础设施项目进行投资和经营管理等。截至2009年底，公司拥有7家控股子公司（见附件1）。公司目前下设办公室、财务部、投资评估部、项目管理部4个部门，公司本部在职员工17人。

截至2009年底，公司资产总额为166.75亿元，所有者权益合计为93.36亿元。2009年，公司实现营业收入20.16亿元，利润总额4.59亿元，净利润4.24亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为3.51亿元，现金及现金等价物净增加额为5.75亿元。

公司注册地址：楚雄市鹿城镇阳光大道283号；法定代表人：董继理。

二、本期债券及投资项目情况

1. 本期债券概况

公司计划于2010年发行15亿元市政项目建设债券（以下简称“本期债券”）。本期债券为7年期，自债券发行后第5、6、7年，每年按照20%、30%、50%比例偿还债券本金。本期债券采用固定利率，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，付息方式为每年付息一次。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金15亿元人民币，其中13亿元将用于姚安县城东南片区城市道路建设工程、武定县北部新区道路建设工程、大姚县东北片区建设工程、楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目和禄丰县城北片区市政道路建设工程，其余2亿元用于补充公司营运资金。上述五个项目总投资28.30亿元，均经有关部门批准，具体情况见表1。

表1 本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	项目核准批文	项目总投资	使用本期债券资金
姚安县城东南片区城市道路建设工程	楚发改投资[2008]107号	1.79	1.00
武定县北部新区道路建设工程	楚发改投资[2009]108号	7.39	3.50
大姚县东北片区建设工程	楚发改投资[2009]109号	3.51	1.50
楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	楚发改投资[2006]107号	8.38	4.00
禄丰县城北片区市政道路建设工程	楚发改投资[2008]177号	7.23	3.00
合计		28.30	13.00

注：以上有关数据取自相关部门对上述工程的批复文件

楚雄州城市道路建设比较滞后，道路等级普遍偏低，用于基础设施建设的投资远不能与城市发展速度相配套，项目建成后，有利于通过市政道路等基础设施建设改善人居环境和投资环境，进而带动楚雄州社会经济的全面发展。

（1）姚安县城东南片区城市道路建设工程项目

项目建设背景

姚安县城市道路基础设施建设相对滞后，大部分的道路设施仅为80年代和90年代初期的水平，道路状况差，以四级弹石路和等外级道路为主。落后的道路基础设施建设导致姚安与周边地区的交通联系不畅，并很大程度约束了县城与各乡镇之间的联系。

拟建的姚安县城东、南片区各道路在进一步完善姚安县城道路路网的同时，也缓解了城区交通压力，加强了县城与周边地区、各乡镇之间的衔接，对促进姚安县的社会稳定，改善

城市投资环境，推动社会经济的发展起到至关重要的作用。

项目建设规模及内容

姚安县城东片区道路建设，包括全长 1498 米的振兴中路建设和全长 765 米东城路建设工程；姚安县城南片区道路建设，包括全长 2212 米的梅葛大道工程，全长 434 米永乐路工程，全长 437 米的蜻蛉路工程和全长 432 米的建设路工程。

以上道路皆为城市 3 级次干道，为姚安县规划路网中的重要道路。

项目审批情况

该项目已由楚雄彝族自治州发展和改革委员会以《楚雄州发展和改革委员会关于姚安县城东南片区城市道路建设工程可行性研究报告的批复》（楚发改投资[2008]107 号）批准。

项目资金来源构成

该项目概算总投资额 1.79 亿，其资金来源为利用本次发行债券募集资金 1 亿元，其余为自筹和银行贷款。

(2) 武定县城北部新区道路建设工程

项目建设背景

武定县建国以来经济发展迅速，地区用地规模不断外扩，目前武定城区城市建设用地规模已增加到 2.68 平方公里。然而在城区建设与发展过程中也暴露出城市基础设施建设的一些问题，主要是交通不顺畅；用地结构失衡；建筑密度高；建筑风格在地域特色、尺度上缺乏整体性；局部地段道路密度不足，应急车辆无法通行，路网的系统性有待加强。武定县老城区用地结构已不能适应经济、社会的发展。

为了促进老城区功能有序疏散，引导城市整体功能提升，狮山镇北部新区内的建设和提升是非常必要的。同时通过本项目的建设，将提高和改善武定县基础设施建设，有效地加强与周边区域的交通联系，促进和带动武定县各功能组团的全面发展。对培育武定县经济和交通运输新的经济增长点，促进区域经济的进一步发展壮大，实现武定县建设成昆明次级区域

城市的目标具有重要的战略意义。

项目建设规模及内容

建设武定县狮山镇北部新区内的元武公路等主干道 4 条 6411 米，狮山路等次干道 20 条 118058 米，静云街等支路 11 条 6168 米，桥梁 16 座，涵洞 120 道，给排水系统全部实现雨污分流；改造菜园河、乌龙江、白龙箐小河和狮山中沟、北沟，引入五龙河水源，建设水体景观，打造山水园林城。

项目审批情况

该项目已由楚雄彝族自治州发展和改革委员会以《楚雄州发展和改革委员会关于武定县城北部新区道路建设工程可行性研究报告的批复》（楚发改投资[2009]108 号）批准。

项目资金来源构成

该项目概算总投资额 7.39 亿，其资金来源为利用本次发行债券募集资金 3.5 亿元，其余为自筹和银行贷款。

(3) 大姚县城东北片区道路建设工程

项目建设背景

大姚县基础设施的薄弱极大的影响了整个县城的经济发展，主要是交通“瓶颈”制约严重。目前全县虽然实现了村村通公路，但公路等级偏低，除南永二级公路一条外，多数为四级公路和等外公路。

本项目的建设，能够进一步完善道路路网的同时，加强片区与片区之间的有效衔接，推动城市的快速发展；而西河河道综合整治既满足防洪与保护水体的需要，也将有效地改善大姚县城的城市环境，提高人们的生活质量，增强城市的吸引力和承载力，进一步改善投资环境，提升大姚县的竞争力。

项目建设规模及内容

市政道路工程包括长 1768 米、宽 40 米的城市主干道；长 1744 米、宽 16 米的城市次干道；全长 973 米的西河北路城市次干道和全长 1299 米的西河南路城市次干道。

西河河道治理工程，包括：河道建设工程 1650 米；河道整治净化工程 60000 平方米；湿

地生态公园建设工程 288656 平方米。

项目审批情况

该项目已由楚雄彝族自治州发展和改革委员会以《楚雄州发展和改革委员会关于大姚县城东北片区建设工程可行性研究报告的批复》（楚发改投资[2009]109 号）批准。

项目资金来源构成

该项目概算总投资额 3.51 亿，其资金来源为利用本次发行债券募集资金 1.5 亿元，其余为上级补助和县政府自筹。

（4）楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目

项目建设背景

近年来，随着楚雄市社会经济的发展和人口的增加，老城区可供开发利用的土地越来越少，很大程度制约了楚雄市经济发展和招商引资。启动东南片区的建设，正是为了夯实和改善其投资环境奠定基础，对发掘楚雄市新的经济增长点，推动地方经济的发展具有重要意义。

楚雄市东南片区是以商贸、金融、居住和工业为主，集行政办公、交通、休闲娱乐为一体的综合性片区。目前整个东南片区的开发建设已经启动，建设东南片区的道路及桥梁是开发整个东南片区的首要条件。通过东南片区道路、桥梁及基础设施的建设，能够较好的改善楚雄市整体投资环境，合理的开发利用土地，塑造良好的城市形象，辐射带动效果较大。该项目的建设对楚雄市的社会经济发展具有促进作用，能较好的体现社会效应、经济效应和环境效益的协调发展。

项目建设内容

东南片区道路、桥梁及配套设施建设，包括：楚雄市东南片区东西向 6 号路西段，长 228 米，红线宽 30 米道路及配套设施建设；青龙河沿河景观绿化带，面积 13.68 公顷；南北向 17 号道路中段，长 3581 米，红线宽 50 米道路及配套设施建设；南北向 20 号道路北段，长 4798 米，红线宽 40 米；东西向 6 号道路东段，长 2300 米，红线宽 36 米；东西向 8 号道路，长

2700 米，红线宽 36 米；南北向 18 号道路北段，长 2200 米，红线宽 36 米；彝海公园一期建设，面积 55 公顷。

项目审批情况

该项目已由楚雄彝族自治州发展和改革委员会以《楚雄州发展和改革委员会关于〈楚雄市东南片区道路及基础配套设施二期工程项目可行性研究报告〉的批复》（楚发改投资[2006]107 号）批准。

项目资金来源构成

该项目概算总投资额 8.38 亿，其资金来源为利用本次发行债券募集资金 3 亿元，其余为自筹和银行贷款。

（5）禄丰县城北片区市政道路建设工程

项目建设的背景

禄丰县是云南省重要的冶金工业基地，然而随着工业化的推进，禄丰城镇基础设施滞后的问题逐渐暴露，尤其以县城最为突出，形成了城围厂建，厂在城中的状况。城镇基础设施薄弱、交通承载能力差、集聚和辐射能力不强等问题限制了当地企业的发展空间，影响了禄丰的投资环境，阻碍了省级禄丰工业园区的建设步伐，已成为制约当地经济发展的“瓶颈”。

市政道路是禄丰县城北片区重要的运输网络，与工业园区北园和南园相连，运输任务十分繁重，在县城公路网建设中占有十分重要的位置。该项目的实施对于改善沿线的交通条件，增强道路通行能力，对禄丰县经济持续、快速增长，加快社会进步和提高人民生活水平，具有十分重要的政治意义和经济意义。

项目建设内容

一期市政道路建设：包括禄龙大道一期；世纪大街向北延长线一期；世纪大街至禄丰一中东西向 24 米街（学府路）；龙山大道一期；龙山大道桥；联络线一号桥、二号桥；星宿大街一号桥；世纪大街一号桥、二号桥。

二期市政道路建设：包括联络线向北延长线二期；星宿大街；金山南路向北延长线；龙山大道二期；禄龙大道二期；工业大道一号桥、

二号桥；联络线三号桥；星宿大街二号桥。

三期市政道路建设：包括星宿公园以西环状 24 米街；大北厂村以北环状 24 米街；环状 24 米街一号桥、二号桥。

项目审批情况

该项目已由楚雄彝族自治州发展和改革委员会以《楚雄州发展和改革委员会关于〈云南省禄丰县城北片区市政道路建设工程可行性研究报告〉的批复》（楚发改投资[2008]177 号）批准。

项目资金来源构成

该项目概算总投资额 7.23 亿，其资金来源为利用本次发行债券募集资金 4 亿元，其余为自筹和银行贷款。

三、区域环境

1. 楚雄州概况

楚雄彝族自治州成立于 1958 年，是中国 30 个少数民族自治州中的两个彝族自治州之一。楚雄州位于“滇中经济圈”的核心地带，地处中国西南边陲--云南省的中部偏北，综合经济实力在全国 30 个少数民族自治州中名列第八位。全州总面积 2.9 万平方公里，其中山区、半山区占 90%以上；总人口 270 万人，少数民族人口 86 万人，彝族人口 70 万人。全州辖双柏、姚安、禄丰、元谋等九个县，以及楚雄市一个县级市。

2. 楚雄州城市社会发展状况

随着城市发展规划的逐步实施，楚雄州城镇化水平逐年提高。截至 2009 年底，楚雄州城镇化率达到 31.0%。同时，伴随着楚雄州经济的发展，城镇居民收入水平也有一定程度的提高，如表 2 所示，2007~2009 年间，楚雄州城镇居民年均工资和城镇居民人均可支配收入均保持了一定的增长速度。

表2 楚雄州城镇化水平发展情况

	2007年	2008年	2009年	复合增长率(%)
城镇人口(万人)	268.4	269.0	270.1	0.32
城镇化率(%)	28.4	29.6	31.0	4.48
城镇居民人均可支配收入(元)	11701	13031	14319	10.62

资料来源：楚雄州 2007~2009 统计公报

城镇化率的提高和城镇居民收入水平的增长，不仅促进了个人所得税、城镇土地使用税的税项的增长，同时对促进第三产业发展也起到积极的作用。

3. 楚雄州经济发展状况

楚雄州近年来经济总量保持持续增长，如表 3 所示，2006~2008 年，楚雄州地区生产总值三年复合增长率达到 18.64%，其中第二、三产业增加值复合增长率分别达到了 21.70%和 18.13%。2008 年，楚雄州地区生产总值为 306.02 亿元，其中，二三产业增加值合计占比达到 89%，比 2006 年增加了 1.78 个百分点，楚雄州经济结构得到进一步优化。

表3 楚雄州经济总量发展情况（单位：亿元）

	2007年	2008年	2009年	复合增长率
地区生产总值	253.57	306.02	342.35	16.19
第一产业增加值	63.47	74.28	80.78	12.82
第二产业增加值	103.24	127.78	142.52	17.49
工业增加值	87.01	107.82	116.47	15.70
建筑业增加值	16.23	19.96	26.05	26.69
第三产业增加值	86.87	103.96	119.06	17.07
人均地区生产总值(元)	9447.47	11376.21	12701.00	15.95

资料来源：楚雄州 2007~2009 统计公报

(1) 楚雄州工业、建筑业发展状况

2009 年楚雄州规模以上工业完成产值 237.11 亿元，比上年增长 3.9%（现价）；实现增加值 90.77 亿元，增长 10.1%。其中烟草制品业、医药制造业、冶金化工业（规模以上）实现增加值 75.66 亿元，增长 8.5%，占全部工业增加值的 65.0%，占规模以上工业增加值的 83.4%。2009 年全州规模以上工业企业实现利

税总额 60.64 亿元,增长 14.1%,实现税金 42.89 亿元,增长 6.6%。

烟草制品业是楚雄州重点发展的产业,2009 年实现增加值 43.47 亿元,占规模以上工业增加值的 47.9%。冶金化工业是楚雄州的另一个支柱产业,2009 年实现增加值 30.50 亿元,占规模以上工业增加值的 33.6%。除了上述主要产业以外,医药制造业近年来也发展迅速,形成了对支柱产业的有效补充。总体来看,楚雄州工业发展较为迅速,具有一定的区域竞争优势,是税收收入的稳定来源。

近年来,楚雄州建筑业企业总产值、实现利润、实现税金保持高速增长。截至 2009 年底,全州共有 167 个资质建筑企业,完成总产值 50.04 亿元,比上年增长 15.3%,实现利润 1.66 亿元,增长 27.7%,实现税金及附加 1.28 亿元,增长 21.9%。

楚雄州近年来工业、建筑业的高速发展,促进了增值税、营业税、企业所得税、城建附加税等税种的增加和物流贸易、金融服务等第三产业的发展,对促进地方财政收入水平的提高起到了积极作用。

4. 楚雄州土地收储及出让情况

楚雄州国土资源局土地储备中心负责楚雄州本级除开发区以外的所有土地开发、整理、收储、出让等工作。土地储备中心成立于 2001

年,2002 年开始正式运作。楚雄州土地的开发模式是以具体项目为导向,储备中心并不进行先行土地收储工作,而是等具体项目用地时再进行征地,或与农民先签协议,等项目土地出让后再付给补偿款。对于前期征地成本,则由财政局根据以前土地出让所得安排,征地成本约为 10~13 万元/亩。2006~2008 年楚雄州出让土地分别为 103 亩、100 亩和 100 亩,其中工业用地、商业用地、商住用地的出让价格分别为 9 万元/亩、45 万元/亩和 35~40 万元/亩。2009 年新增出让土地 6782 亩,平均出让价格 15.5 万元/亩。其中:商业用地 727.2 亩,平均出让价格 20.6 万元/亩;工业用地 1417.35 亩,平均出让价格 10.57 万元/亩;住宅用地 3497.55 亩,平均出让价格 19.74 万元/亩,公共用地 979.26 亩,平均出让价格 1.56 万元/亩;其他用地(划拨) 159.95 亩。

5. 楚雄州财政状况

2007 年以来,在区域经济持续发展的带动下,楚雄州财政收入稳步提高。2009 年楚雄州地方可支配收入总计达到了 95.12 亿元(未包括基金收入),三年复合增长率为 28.80%,保持较高的增长速度。从收入构成上来看,地方财政可支配收入包括一般预算收入、基金收入和上级补助收入等三部分,其具体明细见表 4。

表 4 2007~2009 年财政收入状况

单位:亿元

序号	科目	2007 年	2008 年	2009 年	复合增长率	计算方法
1	一般预算收入	17.95	22.7	25.58	19.38	2+3
2	其中:税收收入	14.42	18.63	20.95	20.53	2
3	非税收入	3.53	4.07	4.63	14.53	3
4	上级补助收入	39.19	50.53	69.54	33.21	5+6
5	其中:专项收入	14.7	24.49	36.34	57.23	5
6	非专项收入	24.49	26.04	33.20	16.43	6
7	基金收入*	0.2	0.78	--	--	7
8	地方可支配收入总计	57.34	74.01	95.12	28.80	1+4+7
9	财政总支出	57.10	70.04	99.66	32.11	10

注:1.资料来源:楚雄州财政局 2007~2009 年预决算报表

2.2009 年基金收入尚未获得

一般预算收入是财政收入来源中最稳定的部分，包括税收收入和非税收入两项，2008年上述两项占比分别为81.90%和18.10%。2007年以来，楚雄州一般预算收入稳步增长，其中税收收入三年复合增长率达到了20.53%，保持较快增速。非税收入主要由专项收费、行政性收费和罚没收入等项构成。

上级补助收入主要包括专项转移支付和非专项转移支付两项。其中专项转移支付针对专门的项目，这部分资金可自由支配程度较弱；非专项转移支付包括返还性收入和财力性转移支付两部分，该项由州政府统筹管理运用，可自由支配性较强；财政补贴资金主要依赖于楚雄州每年财政支出预算与财政收入预算的差额来决定，就目前楚雄州的一般预算财政实力来看，预计未来几年内上级补助收入仍为地方财政收入的重要组成部分。近年基金收入主要构成土地出让金收入。

四、政府支持

公司根据授权对所属的国有存量资产进行管理和经营，确保国有资产保值和增值，国有资产结构和质量的优化；运用控股方式，对州政府确定的城市基础设施项目、城市建设的政策性投资项目和符合政策导向并具有良好的经济效益和发展前景的其他相关项目进行开发、投资和管理，每年均收到政府一定额度的利息补贴。2007~2009年，楚雄州政府分别给予公司0.68亿元、1.31亿元和2.67亿元的资金补贴，公司将其反映在营业外收入中，并且依据楚雄州国税局有关规定免交所得税。此外，政府还给予了集团下属子公司一定的资金补贴，也反映在营业外收入中，2007~2008年这部分资金为1.14亿元和1.27亿元，这部分补贴主要由子公司自行调用。

2008年，楚雄州政府依据《楚雄州人民政府关于将部分州级国有资产划拨给州开发投资公司的决定》（楚政发〔2008〕38号）、《关于无偿划拨资产给楚雄州开发投资公司的通知》

（楚国资〔2008〕87号）两项文件，将州级部分房产和楚雄市鹿城南路和谐家园等两项共计10.29亿元资产拨付给公司；同期，依据《楚雄州人民政府关于将部分州级国有资产划拨给州开发投资公司的决定》（楚政发〔2008〕38号）、《关于南永公路产权划转州开发投资有限公司的通知》（楚国资〔2008〕89号）、《关于青山嘴水库在建工程产权划转州开发投资有限公司的通知》（楚国资〔2008〕90号）、《关于楚雄州职业教育中心在建工程产权划转州开发投资有限公司的通知》（楚国资〔2008〕91号）等文件，将合计为24.25亿元的南永公路一期、南永公路二期、青山嘴水库、职教中心一期等四项在建工程划拨给公司名下；依据《楚雄州人民政府关于将部分州级国有资产划拨给州开发投资公司的决定》（楚政发〔2008〕38号）以及《关于无偿划拨资产给楚雄州开发投资公司的通知》（楚国资〔2008〕87号文件，将价值8.98亿元的土地使用权划拨给本公司。

总体来看，楚雄州政府对本公司给予了较大力度的支持，公司的偿债能力有所增强。

五、公司治理与管理

1. 法人治理结构

公司按《公司法》和《中华人民共和国公司登记管理条例》等有关规定建立和完善法人治理结构，并按有关规定运作。公司不设股东会，董事会是公司的决策机构，董事长为公司的法定代表人。公司董事会由5人组成，董事长由楚雄州人民政府常务副州长兼任，董事会成员由出资人任命。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。目前设总经理1人，副总经理2人，下设办公室、财务部、投资评估部、项目管理部4个部门。公司的日常活动由总经理负责，公司总经理、副总经理由出资人任命。

公司设监事，由其对公司的经营状况及财产保值、增值进行监督。监事由出资人任命或

职工代表大会选举产生。

总体看，公司已设置了较合理的组织架构，法人治理较为完善，但由于公司的经营特性，公司在人员任命、经营管理等方面受到政府的一定影响。

2. 管理制度

为规范公司运作，确保国有资产安全和保值增值，公司制定了一系列管理制度，从生产经营、财务管理、人力资源等方面加强了对公司的管理。

公司建立并实施了《工作汇报通报制度》，规定总经理每年12月以书面形式定期向董事长汇报公司下年度工作计划和融资计划；每年1月以书面报告形式定期向董事长汇报公司上年度工作及融资计划执行情况，董事会审议执行情况并形成书面决议向楚雄州政府报告；董事长或董事长授权总经理，根据公司阶段性工作重点不定期向楚雄州政府汇报年度融资计划、用款计划和经营方案执行情况；公司规定各部室每季度定期以总经理办公会议或书面形式向总经理汇报上季度工作情况及本季度工作重点，并不定期以书面形式向分管部室副总经理汇报阶段性工作；公司办公室不定期督查部室总经理办公会议工作部署落实情况等。

融资项目管理方面，为加强公司融资建设项目的组织和管理，保证工程进度和资金使用安全，公司依照楚雄州发改委制订的《楚雄州融资建设项目管理办法（试行）》（以下简称“办法”）进行项目管理。《办法》对融资建设项目的建议书、可行性研究报告、初步设计的拟定和前期规划、土地、环保等审批环节进行严格规定，控制基本建设程序。项目资金管理上，公司依据项目建设单位用款计划编制总用款计划，报州级计划主管部门和财政部门备案后向金融机构办理相关贷款手续，各用款单位必须在与公司签订委托监管协议的银行开立专用账户，用于存放拨付项目建设资金，建设资金不得挪作它用。融资建设项目实行全过程审

计制度，州级计划、财政、审计、监察等部门和公司融资建设项目资金使用情况定期进行、不定期专项监督检查；项目建设管理上，融资建设项目实行项目法人责任制、招投标制、监理制，《办法》要求项目建设单位建立信息报告制度，按月向上级主管部门和公司报送报表和资料。

人力资源管理方面，公司对各部室在编人员及聘用人员分别进行公务员管理和现代企业人事制度管理。公司执行干部任期制、聘任制、交流制、员工合同制，在每年核定的工资总额内与目标责任制挂钩；公司对出勤、加班及公休假管理进行明确，并量化业务绩效考核。此外，公司还通过董事会、总经理办公会、员工大会等会议制度对员工进行激励和约束，提高工作效率。

在对公司管理方面，楚雄州开投拥有控股子公司7家，分别从事公路桥梁施工建设、汽车运营等相关业务。公司对其中的云南路桥股份有限公司（下称“路桥股份”）和云南省楚雄交通运输集团有限公司（下称“楚雄交运”）两家子公司持股比例在50%以下，掌控能力有待进一步提升。（具体请详见附件1）。

3. 人员素质

公司董事长董继理先生，大学学历，在职研究生。现任中共楚雄州委常委、常务副州长。历任云南省大理州政府办公室科长；大理州土地局副局长、局长；中共洱源县委副书记、县长；中共巍山县委书记；中共大理州州委常委、组织部部长。

公司董事兼总经理王旭先生，大学学历。历任云南省大姚县财政局长、国有资产管理局局长；大姚县人民政府副县长、常务副县长、县委常委；楚雄州开发投资有限公司副总经理。

截至2009年底，公司本部有在职员工17人。按学历构成划分，公司员工全部为大专以上学历。按职称划分，公司拥有中级职称的员工为6人，占总人数的35.29%；按年龄构成划分，公

司员工年龄全部在31-50岁之间。

总体来看，公司高管具有政府工作背景和较强的专业素质，管理水平较高。公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

六、公司经营

公司现有业务涵盖工程施工、汽车运营等领域，其主要经营主体为下属子公司，表5列出了公司2007~2009年营业收入情况。2009年，公司实现营业收入20.16亿元，其中，道路桥梁

施工、汽车运营及相关服务收入分别占总收入的84.49%和11.11%，毛利润分别占公司合计毛利润的82.82%和9.89%。

可以看出，2007~2009年公司经营情况有所波动，2008年道路桥梁施工收入占营业收入比重下降，2009年有所上升，道路桥梁施工业务毛利率逐年下降；汽车运营及相关服务收入逐年增长，毛利率呈波动上升趋势；2008年房地产收入快速增长的影响，公司其他业务收入增长较快，带动营业收入同比增长7.47%，2009年房地产开发收入快速萎缩，影响公司其他业务收入同比减少54.80%。

表5 公司2007~2009年营业收入及毛利率情况

单位：万元；%

项目	2007 年			2008 年			2009 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
道路桥梁施工	141839.38	83.77	21.49	144409.14	79.35	19.46	170305.85	84.49	17.28
汽车运营及相关服务	16139.11	9.53	12.10	17950.40	9.86	10.51	22404.87	11.11	15.68
其他*	11346.74	6.70	--	19622.73	10.78	--	8869.41	4.40	--
合计	169325.24	100.00	20.92	181982.28	100.00	19.45	201580.13	100.00	17.63

1、资料来源：公司审计报告；

2、其他收入包括房地产业务，工程结算、驾校培训、商品房销售、客房、餐饮收入等。

1. 对外融资及城市基础设施建设投资

作为楚雄州政府基础设施建设和经营的主体，公司自成立始终负责为下属市县基础设施建设筹措资金的任务，并和国家开发银行、农业发展银行、中国建设银行股份有限公司、中国交通银行股份有限公司等金融机构建立起长期合作关系，对外融资渠道畅通。

公司融入资金一部分用于下属子公司——楚雄市开发投资有限公司及禄丰县开发投资有限公司的基础设施建设项目，另外，大部分资金以往来款项的方式拨付给下属各市县，并收取一定的利差作为本部的营业收入，利差依据具体项目而定。

在基础设施投资建设方面，公司通过子公司楚雄市开发投资有限公司及禄丰县开发投资有限公司行使城市基础设施建设及投融资职能。

2009年公司参与续建和新建城镇基础设施

项目涉及12个行业，共计1088项，目前已有170项工程完工并投入使用，在建的918项工程正在加紧施工。各项目累计完成工程总投资82.82亿元。2009年公司新涉及的投资项目包括：青山嘴大（二）型水库建设项目，元双二级公路建设项目，全州76件中型和小（一）型水库除险加固工程项目、12条农村公路建设项目和全州中小学危房改造项目。

公司运营模式是：由公司对外融入资金进行前期投资建设，然后政府针对其中一部分项目采取BT方式进行回购，回款金额及回款时间根据投资项目的具体情况而有所不同，但基本原则是每年的回款应足以偿付当年应偿还借款本息。

公司涉及的投资项目包括：青山嘴水库建设工程、楚雄全州农村公路的路基改造和弹石路面铺筑工程、通乡油路建设项目州内部分大中专院校以及县市重点中学的改扩建、州职教

中心建设项目、州、县两级人民医院改扩建工程以及州级疾病防控体系项目建设、禄丰世界恐龙谷建设项目和德钢技改扩建项目等关系到楚雄州长远发展战略全局的重大基础设施和关键产业建设项目。

2. 道路桥梁施工

公司道路桥梁施工业务主要通过下属二级子公司——路桥股份来完成。路桥股份成立于1999年1月,公司类型为非上市股份有限公司,注册资本3.5亿元人民币。

路桥股份是经云南省人民政府批准由云南省第四公路桥梁工程有限公司投资设立的,由十家法人股东组成,是跨行业、跨所有制、跨地域、集团性的、具有对外经营许可权和公路工程施工总承包一级、桥梁工程专业承包一级、隧道工程专业承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级资质企业。具有地域综合优势、经济综合优势,是云南省交通系统第一家规范的股份公司。

路桥股份成立以来,共修筑各种等级公路4000余公里,完成土石方2亿余立方米,高等级路面400多万平方米,各类大中型桥梁300余座,总计长约4万米,隧道3万余米。2004年3月份,公司中标承建了国际项目--昆明至曼谷公路老挝境内磨丁至楠伦桥段,总长84公里。该项目的实施,标志着该公司已进入国际市场。

公司先后被国务院发展研究中心、国家建设部评为“中国500家最大经营规模建筑效益建筑企业”,2005年公司被评为中国交通百强企业第45名,被评为云南省最具影响力企业第25名。

2007~2009年,公司道路桥梁施工业务收入逐年增加,收入占公司营业收入的比重基本维持在八成左右,2009年公司工程施工业务收入为170305.85万元,占营业收入的比重为84.49%,比上年有所增加。

3. 汽车运营及相关服务

公司汽车运营及相关服务业务主要通过子公司云南省楚雄交通运输集团有限公司(下称“楚雄交运”)履行其公共交通运输职能。楚雄交运于2001年5月正式挂牌成立,为楚雄州内唯一一家国家专业二级运输企业,其下辖9个分公司和14个二级经营实体,在楚雄州境内的9县1市都拥有一、二级汽车客运站和30多个乡村客运站点。客运营运线路辐射滇西8地州和昆明、玉溪、宣威及四川攀枝花等地,在楚雄州内覆盖各主要乡镇的客运经营网络;货运业务遍布云南全省和西南、华南、华中等地。

楚雄交运现有资产总额约2.06亿元,2009年完成营运总收入1.84亿元,拥有高、中档营运车辆1038多辆。楚雄交运在楚雄州境内9县1市为人民群众提供城市公交、出租服务和城乡公交、乡村客运服务,并建有一汽、二汽、神龙富康、天津夏利、云内动力、以及昌河和哈飞等多个汽车特约服务站和楚雄州第一、第二汽车综合性能检测站,能从事汽车大修和汽车一、二类维修作业和提供汽车销售和维修服务、石化与配件轮胎销售、汽车驾驶与技术培训、货物配载及物流配送、客车途中例检等服务。

楚雄交运实行资产经营责任制和经营合同制,根据各自经营类型和经营情况进行相关指标考核。各县分公司按属地管理原则,在当地缴纳应缴的各种税费及社会保障等费用,会计报表报公司汇总核算,企业所得税由公司汇总统一汇算缴纳,公司进行宏观调控,各经营单位按签订的责任制目标考核实施。

2007~2009年,由于运营规模扩大,公司汽车运营及相关服务业务收入年均增长率为17.82%,在公司营业收入中所占比重逐年增长。

4. 其他业务

公司其他业务收入主要包括房地产、餐饮、客房服务等业务。其中近年的房地产开发收入主要为公司下属的路桥股份负责整体开发的中

国彝民族文化大观园彝人民居商贸城的开发收入。中国彝民族文化大观园彝人民居商贸城建设项目占地约 1700 亩，计划总投资 10 亿元左右，开发周期为 5.5 年。项目主要建设总长约 1.8 千米的商业步行街、高铁客运站及汽配市场、住宅及其相关公共设施等。公司其他业务项目占比较小，各项细分收入数额相对少，对公司整体收入和利润水平影响不大。

七、财务分析

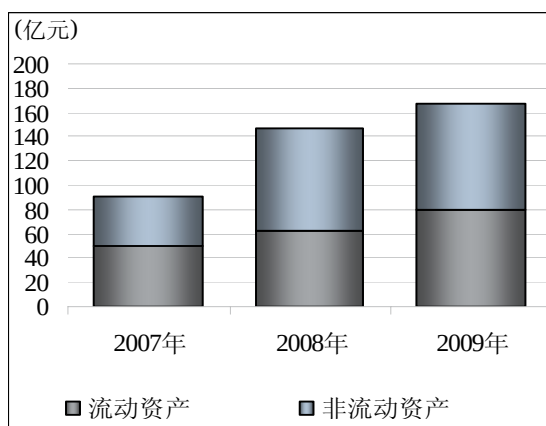
1. 财务概况

公司提供了 2007~2009 年合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所有限公司深圳分所对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。审计报告合并范围包括集团本部和下属 7 家子公司（见附件 1），财务数据可比性强。

截至 2009 年底，公司资产总额为 166.75 亿元，所有者权益合计为 93.36 亿元。2009 年，公司实现营业收入 20.16 亿元，利润总额 4.59 亿元，净利润 4.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 3.51 亿元。

2. 资产构成

图 1 公司近年总资产构成



资料来源：公司审计报告。

2007~2009 年，由于政府资产划拨，公司总资产规模迅速扩张，年均增长 35.11%，截至 2009 年底，公司资产总额为 166.75 亿元，其中

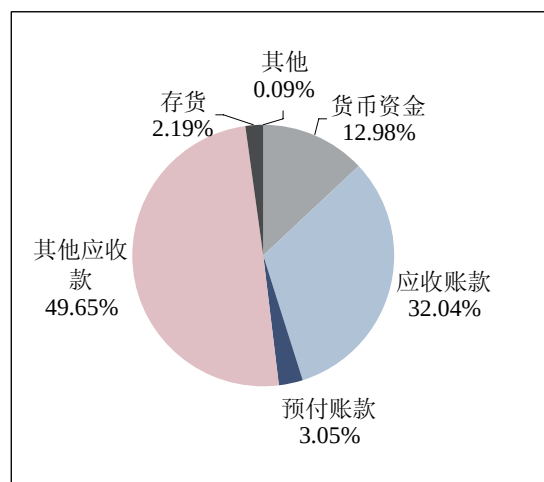
流动资产 79.89 亿元，非流动资产 86.86 亿元，其构成见图 1 所示。

公司近三年流动资产年均增长 25.60%，保持稳步增长趋势，截至 2009 年底其主要构成为货币资金、应收账款和其他应收款等三项（如图 2 所示）。

截至 2009 年底，公司货币资金为 10.37 亿元，其中 10.19 亿元为可自由支配的现金和银行存款；其它应收款为 0.17 亿元。

截至 2009 年底，公司应收账款金额为 25.60 亿元，其中账龄在一年以内占比为 59.79%，1~2 年占比为 13.34%，2~3 年占比为 16.68%，3 年以上占比为 10.19%，其中金额较大的欠款单位为个旧个屯公路隧道开发经营有限公司和普洱磨思高速公路开发经营有限公司，占应收账款总额的 21.37%，公司应收账款较为分散，未来回收存在一定不确定性，截至 2009 年底，公司计提应收账款坏账准备 1.19 亿元。截至 2009 年底，公司其他应收款为 39.67 亿元，其中 1 年以内的占比 52.51%，1-2 年的占比 23.71%，2-3 年的占比 12.79%，3 年以上的占比 10.98%。主要欠款单位包括楚雄彝族自治州财政局（占比 55.47%），普洱磨思高速公路开发经营有限公司（占 9.68%）。公司计提坏账准备 0.67 亿元，计提比例较低。公司流动资产中其他项占比较小，对整体影响不大。

图 2 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告。

政府性划拨使得公司非流动资产规模快速增长，截至 2009 年底，公司固定资产金额为 21.88 亿元，其中大部分为无收益的事业单位房屋建筑物。公司在建工程金额为 31.62 亿元，其中 12.02 亿元为 2008 年 12 月增加的南永公路；无形资产为 29.27 亿元，主要系土地使用权，土地资产主要用作向银行融资的抵押、质押物，短期内无对外出让规划；生产性生物资产为 3.49 亿元，主要为林业资产；长期投资为 0.15 亿元，占比较小。

综上所述，近年公司合并资产增长较快，资产结构偏向非流动资产，变现能力较弱，变现价值随市场及时间变化，不确定性较大。公司整体资产质量一般。

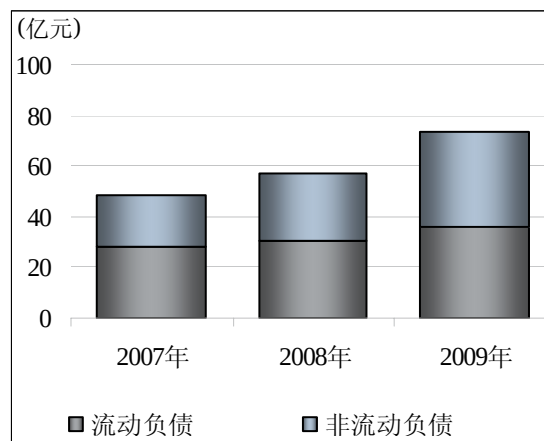
在母公司层面，由于政府资产划拨反映在本部层面，因此资产总额大幅增长，截至 2009 年底，母公司流动资产、固定资产、在建工程和无形资产分别为 46.03 亿元、12.61 亿元、24.30 亿元和 7.62 亿元，分别占整个集团的 57.62%、57.63%、76.85%和 26.03%。

3. 负债及所有者权益

2007~2009 年公司所有者权益年均增长 48.06%，所有者权益增长较快，其主要原因是政府划拨资产所产生的资本公积增加所致。截至 2009 年底，公司所有者权益为 93.36 亿元，主要包括股本、资本公积、盈余公积和未分配利润等几项，归属于母公司的所有者权益中股本和资本公积合计占比为 89.74%，公司所有者权益结构较为稳定。

2007~2009 年，在公司业务规模的不断拓展和对外借款不断增加的带动下，公司负债总额稳步上升，三年年均增长 22.73%，截至 2009 年底，公司负债总额为 73.39 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 35.73 亿元和 37.66 亿元。

图3 2007~2009年底公司负债构成情况

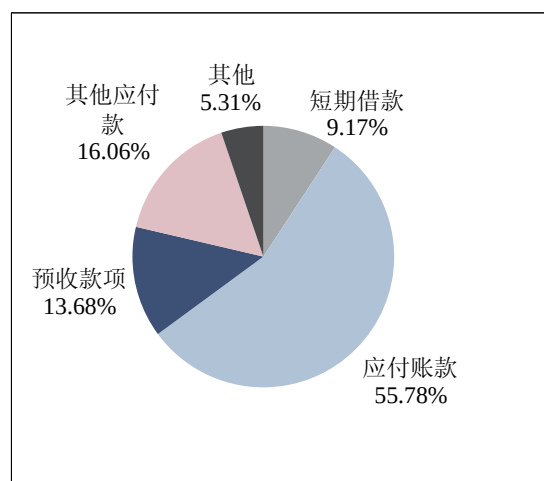


资料来源：公司审计报告。

公司流动负债近三年年均增长 12.79%，保持稳步增长趋势。截至 2009 年底，公司流动负债主要由短期借款、预收账款、应付账款和其他应付款等几项构成，其构成情况如图 4 所示。

截至 2009 年底，公司的短期借款为 3.28 亿元，年均下降 32.93%；预收款项和其他应付款分别为 4.89 亿元和 5.74 亿元，主要为相关单位的往来款；应付账款为 19.93 亿元，主要为子公司代州政府贷入财政委托拨款，公司 2009 年短期债务为 3.47 亿元，年均下降 33.02%，短期债务规模呈减少趋势。

图4 2009年底公司流动负债构成



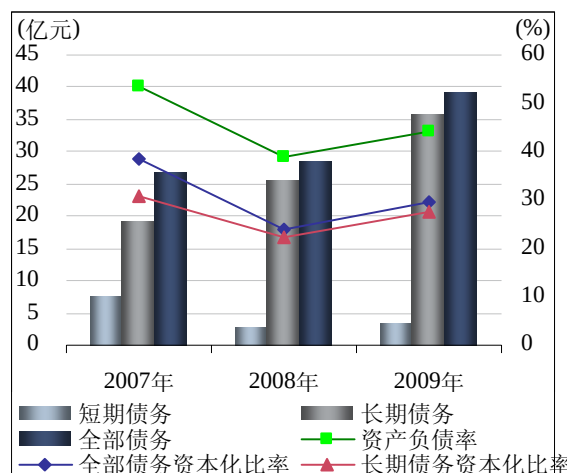
资料来源：公司审计报告。

公司 2007~2009 年底的非流动负债年均增长 35.08%，保持较高的增长幅度，截至 2009

年底为 37.66 亿元,其中长期借款为 35.82 亿元,公司 2009 年长短期债务合计为 39.28 亿元,年均增长 20.94%,占负债总额的比例为 53.52%,债务占比较为适中。

截至 2009 年底,母公司流动负债总额为 10.86 亿元,非流动负债为 29.90 亿元,同期,母公司短期债务为 1.89 亿元,长期债务金额为 29.90 亿元,总债务占合并口径的 80.93%。

图5 公司债务负担变化情况



资料来源: 公司审计报告

在政府划拨资产导致资本公积增加的影响下,公司 2008 年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降,2009 年公司债务规模增加,上述指标分别升至 44.01%、29.61%和 27.73%,整体上公司债务负担波动中有所下降。

4. 盈利能力

公司主营业务分散在子公司层面,主要包括工程施工和汽车运输收入两部分。2007~2009 年,公司营业收入逐年增长,年均增长率为 9.11%;2007~2009 年公司营业利润率分别为 16.11%、16.33%和 14.68%,毛利润分别为 3.54 亿元、3.53 亿元和 3.55 亿元,2007 年出现上升基本保持稳定。

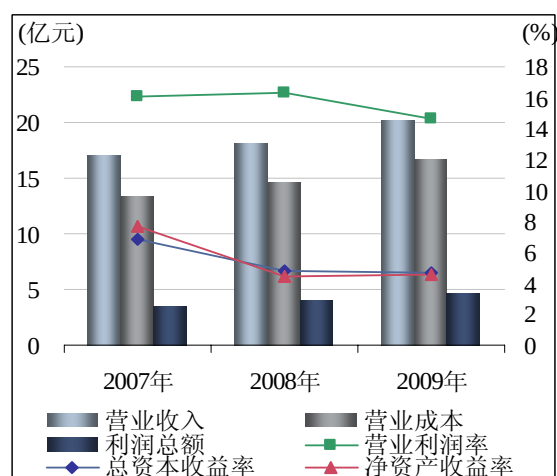
在期间费用方面,公司近三年管理费用占营业收入比分别为 3.40%、3.47%和 4.40%,占比较有所提高;财务费用占营业收入的比为

0.72%、1.00%和 0.13%,占比下降,考虑到有部分利息支出以资本化形式反映在在建工程中,因此实际的利息支出金额应高于上述指标。

2007~2009 年,公司利润总额和净利润较快上升,三年复合增长率分别达到了 13.90%和 14.04%,2009 年达到 4.59 亿元和 4.24 亿元。

从母公司层面来看,2009 年,公司本部营业收入和净利润分别为 804.18 万元和 2.68 亿元,分别占合并口径的 0.40%和 63.21%。

图6 公司利润及盈利能力变化情况



资料来源: 公司审计报告

5. 现金流量

在经营活动方面,公司销售和购买商品所收到和支付的现金增幅高于公司业务规模及收入成本支出规模增幅,而收到和支付与其他活动有关的现金则主要反映的是相关单位的资金往来以及政府拨付的补贴款项。2009 年公司经营活动现金净流量为 3.51 亿元,公司经营活动生成现金的能力有所下降。

在投资活动方面,公司投资活动现金流入量较少,现金流基本上以流出为主,其中 2007~2009 年投资支付的现金一项分别为 10.10 亿元、11.56 亿元和 9.08 亿元,主要反映的是公司以统贷统还形式将融入资金投向下属各县市所形成的投资支出,该项基本上等同于全部投资活动的现金流出额。2009 年公司投资活动现金净流出为 10.80 亿元,筹资活动前现金流为-7.29 亿元,公司投资活动现金流出规模较大,需要

借助于对外融资。

从筹资现金流来看，筹资活动的现金流入和流出基本上以银行借款的融入和本金利息的归还为主。2009年公司收到的其他与筹资活动有关的现金流为4.28亿元，主要反映的是公司通过其他非金融渠道融入的借款。2009年公司筹资活动净现金流为13.03亿元，可弥补投资活动的资金空缺。

从母公司层面来看，2009年母公司经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为0.49亿元、-10.83亿元和13.77亿元，分别占合并口径的13.96%、100.28%和105.68%，可以看出，母公司层面集中了整个集团的大部分投资活动和筹资活动，其现金周转量较大。

综合来看，公司经营活动产生现金流的能力尚可，投资活动资金支出规模较大，对外部融资的依赖性较强。

6. 偿债能力

截至2009年底，公司流动比率和速动比率分别为223.60%和218.71%；经营现金流动负债比为9.83%，考虑到流动资产中应收款项占比较大，其对流动负债的实际覆盖能力可能要低于上述指标。同期，公司现金类资产对短期债务的比率为299.69%，现金类资产对短期债务的保障能力较强，总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2007~2009年，公司EBITDA逐年增长，三年分别为5.24亿元、6.12亿元和6.89亿元；同期，全部债务/EBITDA倍数3年平均为5.27倍，EBITDA对债务保障程度较好。

截至2009年底，公司分别对楚雄彝族自治州国有资本投资经营有限公司的6000万元银行贷款、楚雄师范学院的3000万元银行贷款、楚雄州职业教育中心的20800万元银行贷款提供担保，占同期公司净资产的3.19%，担保比例不大。

截至目前2009年底，公司（合并口径）获

得银行授信405917万元，未使用15000万元，公司间接融资渠道畅通。

八、对本期债券的保护分析

（一）子公司股权质押

公司将合法拥有的禄丰县开发投资有限公司的100%股权，云南省第四公路桥梁工程公司100%股权，以及云南省楚雄交通运输集团有限公司45.7%的股权作为质押标的为本期债券提供质押担保。

太平洋证券股份有限公司作为本期债券全体债券持有人的债权代理人，代表本期债券全体债券持有人即本期债券的质权人签署本协议，并根据本协议的相关约定或质权人的相应授权代理质权人行使对质押股权的权利，在公司不能按期兑付本期债券利息或本金的十个工作日内，按本协议约定的方式对质押股权进行处置，是本期债券的质权代理人。

以2009年12月31日为评估基准日，经河南亚太联华资产评估有限公司按照成本法（资产基础法）评估（亚评报字[2010]34号），公司持有的上述长期股权投资市场价值为2,366,063,628.67元，为债券发行额的1.58倍，质押股权的担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现质权的费用。

按照协议约定，质押股权设定质押的期限应能够覆盖本期债券存续期间。因特殊情况不能覆盖本期债券存续期间的，公司应在原有质押期限到期前续办新的质押登记，直至质押期限覆盖本期债券存续期间。

为确保质押股权的安全，保障本期债券全体债券持有人的合法权益，本协议由太平洋证券股份有限公司对质押股权进行监管。

在本协议项下质押股权设定质押的期限内，如公司未能按照《2010年楚雄州开发投资有限公司市政项目建设债券募集说明书》的规定，按期兑付本期债券利息或本金的十个工作日内，太平洋证券股份有限公司可以根据法律、

法规允许的方式实现质权。

北京市德恒律师事务所出具了关于《股权质押协议》和《质押资产监管协议》的法律意见书，北京市德恒律师事务所认为该《股权质押协议》和《质押资产监管协议》的条款和内容，符合法律、法规及相关规范性文件的规定，为当事人真实意思表示，合法、有效。

总体看，子公司股权质押为债券偿还提供了进一步的保障。但公司提供股权质押的子公司其资产以林权为主，因为林权变现能力较弱，因此未来市政项目建设债券发生违约时，其林权能否迅速及时变现则存在一定不确定性，同时，公司质押的资产是以 2009 年 12 月 31 日为评估基准日进行评估的，未来这部分资产的实际价值将受市场公允价值变动影响。

（二）本期债券募集资金投资项目产生的经营性收益是本期债券的重要偿债来源

本期债券募集资金投资建设的 5 个项目将采取“BT”（建设—移交）建设模式，并在建成后移交给楚雄州政府，由楚雄州财政局向楚雄州开发投资有限公司分期支付回购款项。公司应收的回购款包括回购项目投资额和投资利息/建设资金利息总额为 40 亿元，分 10 年支付。以 BT 模式建设所形成的应收账款是公司的经营性收入，本期债券重要的偿付资金来源。

（三）偿债基金的按时计提为本期债券按时、足额偿还提供了有力保障

公司将设立专项偿债基金，通过对该账户的专项管理，提前准备本期债券的到期应付本息，按约定偿付本期债券本息。按照公司、太平洋证券股份有限公司（债权代理人）及中国工商银行股份有限公司楚雄分行（监管银行）签署的《账户及资金监管协议》，公司将在中国工商银行股份有限公司楚雄分行开立偿债账户。同时，公司将从公司日常生产经营所产生的收入及代建回购资金中提取部分资金作为本息偿债基金，专门用于本期债券本息的兑付工作，以确保本期债券本息按期兑付，保障投资者利益。公司承诺按以下进度提取并固化本息

偿债基金：

表6 偿债基金归集金额表（单位：亿元）

支付时间	当期支付额	当年支付本金金额
2011 年	1.3	
2012 年	1.3	
2013 年	2.3	
2014 年	3.3	
2015 年	4.3	3
2016 年	5.3	4.5
2017 年	6.3	7.5

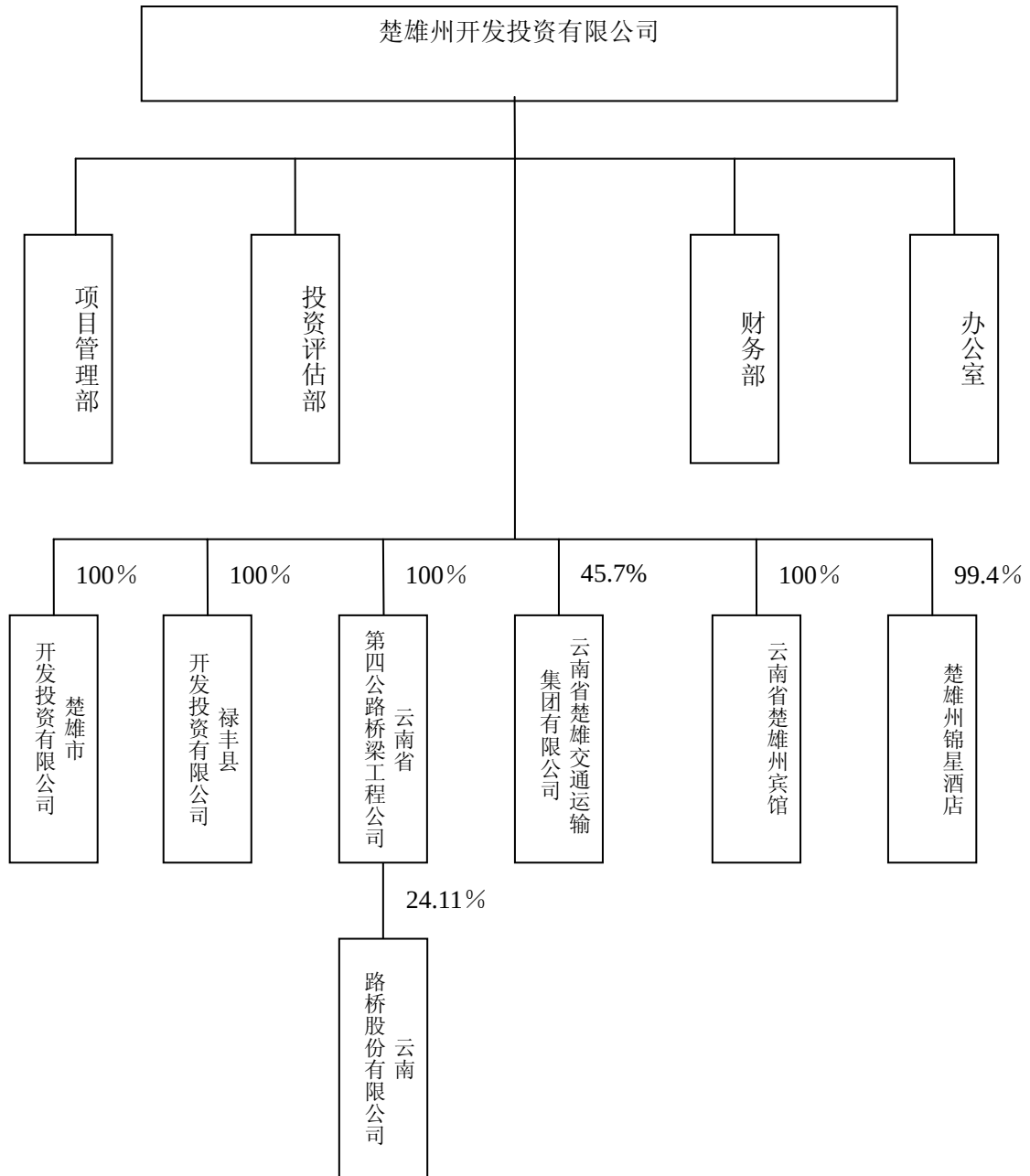
资料来源：公司提供

九、综合评价

楚雄州开投是楚雄州本级基础设施建设和经营的主体。受益于地方经济快速增长的外部环境，以及地方政府给予的支持，公司收入和利润规模呈现快速增长。

本期债券分期归集、分期偿还本金的还款方式有助于降低集中偿付风险，公司设立专项偿债基金，对当期应偿付债券具有一定保障作用；子公司股权质押也为债券偿还提供了进一步的保障。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司组织结构图（2009 年底）



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	44373.58	46223.72	103692.79	52.87
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	182204.03	252547.01	256007.32	18.54
预付账款	27812.86	12246.93	24361.93	-6.41
应收利息				
应收股利				
其他应收款	227452.80	289874.91	396681.62	32.06
存货	24553.98	17348.27	17485.49	-15.61
一年内到期的非流动资产		106.37	97.48	
其他流动资产	2.90	344.57	583.81	1319.51
流动资产合计	506400.14	618691.79	798910.45	25.60
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资			0.48	
长期应收款				
长期股权投资	4746.26	2923.37	1473.34	-44.28
投资性房地产				
固定资产	110896.11	210359.94	218793.58	40.46
在建工程	50012.64	306494.25	316164.35	151.43
工程物资			5.10	
生产性生物资产	34911.00	34911.00	34911.00	
油气资产				
无形资产	203429.94	293187.88	292674.47	19.95
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	653.37	724.87	990.50	23.13
递延所得税资产	1979.85	3015.13	3029.66	23.70
其他非流动资产	134.71	7.11	123.58	-4.22
非流动资产合计	406764.08	851688.69	868637.98	46.13
资产总计	913164.22	1470380.48	1667548.43	35.11

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	72804.50	27530.00	32750.00	-32.93
交易性金融负债				
应付票据	4432.00			-100.00
应付账款	100180.68	171066.86	199310.61	41.05
预收款项	52929.59	44233.29	48860.50	-3.92
应付职工薪酬	5090.60	5851.41	4603.96	-4.90
应交税费	10618.09	9355.38	12375.36	7.96
应付利息				
应付股利				
其他应付款	34587.79	42906.62	57390.96	28.81
一年内到期的非流动负债		8.25	1900.00	
其他流动负债	195.52	73.08	99.08	-28.81
流动负债合计	280838.78	301024.89	357290.47	12.79
非流动负债：				
长期借款	191318.00	256893.00	358167.50	36.82
应付债券				
长期应付款	5114.57	4716.37	2908.47	-24.59
专项应付款	9985.64	9357.62	15566.63	24.86
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	206418.21	270966.99	376642.60	35.08
负债合计	487256.99	571991.88	733933.07	22.73
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	51000.00	51000.00	51000.00	0.00
资本公积	293144.84	725917.71	739439.80	58.82
减：库存股				
盈余公积	1089.87	2403.57	5083.62	115.97
未分配利润	29099.61	54845.62	85303.93	71.21
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	374334.33	834166.90	880827.35	53.40
少数股东权益	51572.90	64221.70	52788.01	1.17
所有者权益（或股东权益）合计	425907.23	898388.60	933615.36	48.06
负债和所有者权益（或股东权益）总计	913164.22	1470380.48	1667548.43	35.11

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	169325.24	181982.28	201580.13	9.11
减: 营业成本	133908.65	146591.54	166047.03	11.36
营业税金及附加	8130.11	5681.26	5939.12	-14.53
销售费用	1596.58	967.08	998.53	-20.92
管理费用	5749.79	6306.05	8875.12	24.24
财务费用	1221.22	1815.99	264.73	-53.44
资产减值损失	4347.45	5703.09	489.55	-66.44
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)				
投资收益(损失以“—”号填列)	2831.80	10.14	12.40	-93.38
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	17203.24	14927.41	18978.46	5.03
加: 营业外收入	18446.10	26055.27	27010.88	21.01
减: 营业外支出	278.15	156.03	103.07	-39.13
其中: 非流动资产处置损失	48.38	0.13		-100.00
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	35371.19	40826.64	45886.27	13.90
减: 所得税费用	2773.02	1298.02	3492.94	12.23
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	32598.17	39528.62	42393.33	14.04
其中: 归属于母公司所有者的净利润	18968.00	27059.71	33138.36	32.18
少数股东损益	13630.17	12468.91	9254.97	-17.60

附件 4-1 合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	92358.80	99344.40	182729.26	40.66
收到的税费返还			63.66	
收到其他与经营活动有关的现金	73656.26	100801.22	92056.01	11.79
经营活动现金流入小计	166015.07	200145.62	274848.93	28.67
购买商品、接受劳务支付的现金	79612.88	73442.62	114913.96	20.14
支付给职工以及为职工支付的现金	7783.36	5816.14	8342.61	3.53
支付的各项税费	1336.43	5628.91	2555.14	38.27
支付其他与经营活动有关的现金	36899.99	71697.01	113911.61	75.70
经营活动现金流出小计	125632.65	156584.67	239723.32	38.14
经营活动产生的现金流量净额	40382.41	43560.95	35125.61	-6.74
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	2993.84	9744.00	168.83	-76.25
取得投资收益收到的现金	4.73	15.01	1017.73	1366.66
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	32.75	132.53	320.52	212.85
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	3972.27	3583.06	26.90	-91.77
投资活动现金流入小计	7003.60	13474.60	1533.98	-53.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4956.12	7218.04	8592.98	31.67
投资支付的现金	100989.37	115618.38	90762.64	-5.20
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		315.48		
支付其他与投资活动有关的现金	1173.49	1688.95	10159.89	194.24
投资活动现金流出小计	107118.98	124840.84	109515.52	1.11
投资活动产生的现金流量净额	-100115.38	-111366.25	-107981.53	3.85
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	100.00	100.00		-100.00
取得借款收到的现金	137760.80	196505.00	157303.31	6.86
收到其他与筹资活动有关的现金	7880.83	54136.04	42839.71	133.15
筹资活动现金流入小计	145741.63	250741.04	200143.02	17.19
偿还债务支付的现金	58967.45	149765.05	61080.80	1.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9987.75	7758.62	8057.16	-10.18
支付其他与筹资活动有关的现金	8642.61	23560.65	680.21	-71.95
筹资活动现金流出小计	77597.80	181084.31	69818.17	-5.15
筹资活动产生的现金流量净额	68143.83	69656.73	130324.85	38.29
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.02	-1.29	0.14	
五、现金及现金等价物净增加额	8410.87	1852.72	57468.79	161.39
加：期初现金及现金等价物余额	35962.74	44373.58	46223.72	13.37
六、期末现金及现金等价物余额	44373.61	46226.30	103692.51	52.87

附件 4-2 合并现金流量表（续）

（单位：人民币万元）

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	32598.17	39528.62	42393.33
加：资产减值准备	4570.97	6023.65	568.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2371.68	2733.29	3180.90
无形资产摊销	53.73	43.72	150.53
长期待摊费用摊销	26.42	163.42	100.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	92.75	-0.41	-66.68
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）		-119.95	
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	37.05		
财务费用（收益以“－”号填列）	-860.31	2350.38	704.90
投资损失（收益以“－”号填列）	-2836.92	-3873.69	-9.97
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-626.34	-955.14	5.23
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）			
存货的减少（增加以“－”号填列）	4196.87	2762.66	1754.41
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-36978.80	-30617.09	-58489.71
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	37737.13	25521.49	44834.08
其他			
经营活动产生的现金流量净额	40382.41	43560.95	35125.61

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	1.18	0.84	0.79
存货周转次数(次)	5.03	7.00	9.53
总资产周转次数(次)	0.21	0.15	0.13
现金收入比(%)	54.55	54.59	90.65
盈利能力			
营业利润率(%)	16.11	16.33	14.68
总资本收益率(%)	6.25	4.64	4.51
净资产收益率(%)	7.65	4.40	4.54
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	31.00	22.24	27.73
全部债务资本化比率(%)	38.67	24.05	29.61
资产负债率(%)	53.36	38.90	44.01
偿债能力			
流动比率(%)	180.32	205.53	223.60
速动比率(%)	171.57	199.77	218.71
经营现金流动负债比(%)	14.38	14.47	9.83
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	4.65	5.70
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.22	-0.24	-0.19
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.09	-3.89	-3.71
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.35	0.41	0.46
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.11	1.33	1.83
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.27	0.29	0.23
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.40	-0.45	-0.49

附件 6 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 楚雄州开发投资有限公司

2010 年度 15 亿元市政项目建设债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

楚雄州开发投资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（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。楚雄州开发投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，楚雄州开发投资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楚雄州开发投资有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现楚雄州开发投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如楚雄州开发投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至楚雄州开发投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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楚雄州开发投资有限公司、主管部门、交易机构等。

