

跟踪评级公告

联合[2012] 932 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持楚雄州开发投资有限公司主体长期信用等级为AA⁻,评级展望由“负面”调整为“稳定”,并维持其2010年度15亿元公司债券的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月一日



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

楚雄州开发投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 楚雄债	15 亿元	2010/10/18-2017/10/18	AA	AA

跟踪评级时间: 2012 年 11 月 1 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
现金类资产(亿元)	10.37	12.74	8.65
资产总额(亿元)	166.75	245.91	243.12
所有者权益(亿元)	93.36	138.27	141.68
短期债务(亿元)	3.47	3.37	2.78
全部债务(亿元)	39.28	57.78	54.15
营业收入(亿元)	20.16	26.81	31.55
利润总额(亿元)	4.59	5.16	4.06
EBITDA(亿元)	6.89	5.93	5.58
经营性净现金流(亿元)	3.51	1.70	0.29
营业利润率(%)	14.68	14.92	11.65
净资产收益率(%)	4.54	3.43	2.64
资产负债率(%)	44.01	43.77	41.72
全部债务资本化比率(%)	29.61	29.47	27.65
流动比率(%)	223.60	219.67	216.62
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	9.75	9.71
经营现金流流动负债比(%)	9.83	3.49	0.62

分析师

李小建

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

楚雄州开发投资有限公司(以下简称“楚雄州开投”或“公司”)是云南省楚雄州基础设施建设和经营的主体,投资与经营受政府影响较大。跟踪期内,楚雄州地方经济持续发展,财政实力增强,对公司的支持延续;楚雄州政府已完成市委领导换届选举,各项工作正常开展;未来几年楚雄州债务偿还压力较为平均,且总体呈减轻态势;另外,姚安地震灾区统建房质量问题已得到解决。公司收入规模增长,投资支出规模下降,但公司对政府的应收账款及其他应收款规模大,对资金运营效率带来一定影响。

本期债券由公司合法拥有的下属子公司股权作质押担保,经云南振宇资产评估有限公司评估认定,质押资产价值比上年同期上升 3793.15 万元,评估值为债券发行额度的 1.60 倍,有助于提升债券偿付的安全性。

综合以上,联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级,评级展望调整为稳定,并维持“10 楚雄债”AA 的信用等级。

优势

1. 楚雄州地方经济持续发展,财政实力稳步增强,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,公司投资规模大幅下降,债务负担有所减轻。
3. 子公司股权质押资产评估升值,为债券偿付提供了进一步的保障。

关注

1. 公司应收款项规模大,对公司资金营运效率产生较大影响。
2. 公司业务运营具有一定公益性,盈利水平较低,财政补贴是公司利润的重要支撑。
3. 公司经营性净现金流呈下降趋势。
4. 公司间接融资渠道需拓宽。

一、企业基本情况

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2011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2011年底，公司拥有8家控股子公司。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21人。

截至2011年底，公司资产总额为243.12亿元，所有者权益合计为141.68亿元。2011年，公司实现营业收入31.55亿元，利润总额4.06亿元。

公司注册地址：楚雄市鹿城镇阳光大道283号；法定代表人：杨亚林。

二、外部环境

1. 区域经济

楚雄州近年来经济总量保持持续增长，如表1所示，2011年全州生产总值（GDP）482.50亿元，按可比价计算，比上年增长12.4%。其中：第一产业增加值108.32亿元，增长8.1%，拉动经济增长1.8个百分点；第二产业增加值208.43亿元，增长15.6%，拉动经济增长6.7个百分点；第三产业增加值165.75亿元，增长11.2%，拉动经济增长3.9个百分点。第一、第二、第三产业对生产总值增长的贡献率分别为

14.7%、53.6%和31.7%，分别比上年提升0.1个百分点、下降1.3个百分点和提高1.2个百分点。第一、二、三产业增加值占生产总值的比重为22.4：43.2：34.4，产业结构以第二产业为主。

表1 楚雄州经济总量发展情况（单位：亿元）

	2010年	2011年	同比增长（%）
地区生产总值	404.44	482.50	12.4
第一产业增加值	90.49	108.32	8.1
第二产业增加值	171.81	208.43	15.6
其中：工业增加值	106.32	125.97	16.2
第三产业增加值	142.14	165.75	11.2

资料来源：楚雄州2010~2011统计公报

2011年，楚雄州实现规模以上工业总产值353.31亿元，同比增长22.5%；实现工业增加值125.97亿元，同比增长16.2%。其中，烟草制品业、冶金化工业、医药制造业（规模以上）三大产业分别实现增加值53.81亿元、37.22亿元、2.45亿元，三大产业增加值合计占全部工业增加值的54.6%，占规模以上工业增加值的74.2%。全州规模以上工业企业实现利税总额79.33亿元，增长15.0%。其中：实现利润21.93亿元，增长11.8%；实现税金57.40亿元，增长16.3%。

从固定资产投资来看，2011年楚雄州实现全社会固定资产投资354.54亿元，同比增长26.3%。其中，城镇50万元以上投资264.77亿元，增长18.4%；农村投资89.77亿元，增长57.5%。按产业划分，第一产业投资17.41亿元，同比增长11.8%；第二产业投资125.41亿元，同比增长27.6%；第三产业投资211.72亿元，同比增长27.0%。全年新增固定资产140.15亿元，同比增长1.9%；新开工项目1078个，下降13.2%。

从财政收入来看，楚雄州地方财政可支配收入由一般预算收入、基金收入、转移支付和预算外收入构成，2011年楚雄州实现地方可支配收入150.42亿元，较上年同期增长21.26%，且以上级转移支付为主。其中，一般预算收入37.58亿元，同比增长22.42%。

从财政支出来看，2011 年楚雄州一般预算支出 126.76 亿元，同比增长 16.75%；财政总支出 153.73 亿元，同比增长 18.33%。总体来看，

在较大的转移支付力度下，楚雄州基本保持财政收支平衡。

表2 2010~2011年楚雄州财政收支状况（单位：亿元）

序号	科目	2010 年	2011 年	同比增长 (%)
财政收入				
1	一般预算收入	30.70	37.58	22.42
2	其中：税收收入	24.48	29.64	21.10
3	非税收入	6.22	7.94	27.62
4	转移支付收入	75.33	89.71	19.09
5	其中：专项收入	38.85	42.87	10.34
6	非专项收入	36.47	46.84	28.41
7	基金收入	14.78	20.17	36.46
8	预算外收入	3.24	2.97	-8.46
9	地方可支配收入总计	124.04	150.42	21.26
财政支出				
1	一般预算支出	108.58	126.76	16.75
2	上解上级支出	1.29	1.42	10.09
3	基金支出	17.10	22.36	30.82
4	预算外支出	2.93	2.91	-0.55
5	增设预算周转金支出	0.03	0.27	950.00
6	财政总支出	129.92	153.73	18.33

资料来源：楚雄州财政决算报告

2. 政府支持

公司承担基础设施建设投融资及其国有存量资产管理和经营职能，政府每年给予公司一定数额财政补贴，另外其为基础设施建设融资申请的部分银行贷款及债券还本付息由楚雄州财政局及各县财政局承担。

2011年，楚雄州政府给予公司基础设施建设补贴款2.47亿元，较上年同期减少11.15%，资金尚未到位，公司将其计入应收账款。

截至2011年底，公司全部债务54.15亿元，其中已纳入楚雄州财政预算的债务余额32.86亿元（含银行贷款和债券偿付），由州财政局按季度拨付公司偿债本息资金。2011年，楚雄州拨付公司还贷利息资金2.27亿元，公司作冲减其他应收款处理。

3. 重大事项跟踪

2011 年 4 月，楚雄彝族自治州州委副书记、州长杨红卫涉嫌严重违纪违法问题立案调查，随后被免除职务并移送司法机关，另外有多名涉案领导被免职。

2011 年 8 月，楚雄州州委举行八届一次会议，张太原继续担任中共楚雄州委书记一职；另有多名州委常委因换届进行调整。目前，楚雄州各项工作已平稳、有序开展。

从云南省审计厅 2011 年 2-4 月对楚雄州政府性债务的审计情况来看，2011 年楚雄州应偿还债务本金 39.38 亿元，2012 年应偿还债务本金 11.13 亿元，2013 年应偿还债务本金 12.41 亿元，2014 年应偿还债务本金 6.70 亿元，2015 年应偿还债务本金 6.60 亿元，2016 年及以后到期应偿还债务本金 21.32 亿元。目前各项债务均如期偿还，未来几年楚雄州债务偿还压力较

为平均，且债务负担整体呈下降趋势。

另外，2010年姚安地震灾区统建房出现严重质量问题，据报道，目前90户统建房已拆除重建、260户已加固补强，目前均已竣工通过验收。

三、公司经营与管理

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。2011年，公司实现营业收入31.56亿元，较上年同期增长17.67%，主要来源于道路桥梁施工收入的增长。公司收入中，道路桥梁施工、汽车运营分别占总收入的84.75%和5.56%。

表3 公司2010~2011年营业收入及毛利率情况（单位：万元；%）

项目	2010年			2011年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
道路桥梁施工	234433.76	87.43	17.20	267401.96	84.75	12.74
汽车运营	14905.36	5.56	8.23	17539.30	5.56	9.39
其他*	48619.90	18.13	--	30591.98	9.70	--
合计	268148.30	100.00	18.29	315533.25	100.00	14.82

资料来源：公司审计报告；

注：其他收入包括汽车修理销售、驾校培训、水利发电、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州及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。

公司本部主要行使项目投融资职能，并不承担项目建设，对外拨付项目资金主要分为两类，一类作为州统贷统还资金，针对具体项目，公司将项目资金拨付行业主管部门（如建设局、水利局等），由楚雄州财政局按季拨付本息资金；另一类资金作为县自贷资金，公司将资金拨付县级平台公司，由各县财政局按年度进行偿还。公司按资金实际拨付数额入账应收账款（未纳入州财政预算部分）、其他应收款（纳入州财政预算部分），在现金流量表中体现在“投资支付的现金”科目中，针对拨付资金，公司每年收取一定比率融资手续费。

2011年公司拨付资金主要用于楚雄东南片区桥梁路网及配套工程、姚安县城东南片区城

市道路建设、大姚县城东北片区建设、武定县北部新区道路、禄丰县城北片区市政道路建设工程（均为“10楚雄债”募投项目）等项目建设，截至2011年底项目投资约9亿元。

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。

跟踪期内，路桥股份主要进行磨思公路、昆明市轿子雪山旅游专线公路工程及武昆高速

第九合同段等项目的工程建设，当年实现营业收入 26.74 亿元，占公司主营业务收入的 84.75%，较上年同期有所增长。

表 4 2011 年路桥股份项目建设情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	2011 年新增投资额	截至 2011 年底投资额
磨思公路	325034.42	38270.02	298641.62
昆明市轿子雪山旅游专线公路工程	33481.11	27204.48	29115.18
武昆高速第九合同段	18014.24	10570.75	10983.28
元双路面工程	7934.95	7248.57	7248.57
昆明新机场土石方工程 TC 段	4468.59	1352.25	4468.59
昆明市政工程	5262.19	1367.63	5262.19
合计	394195.5	86013.7	355719.43

资料来源：公司提供

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，业务类型涵盖客运和货运两类业务。

截至 2011 年底，楚雄交运拥有高、中档营运车辆 1200 多辆，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。

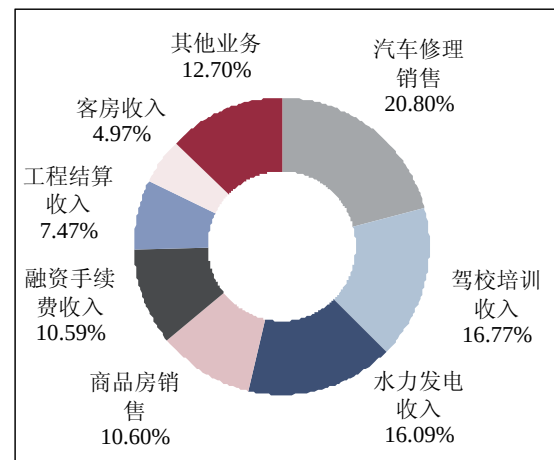
跟踪期内，由于运营规模扩大，2011 年实现汽车运营收入 1.75 亿元，营业利润率为

9.39%，较上年同期略有提升，盈利能力较为稳定。

4. 其他业务

2011 年，公司实现其他业务收入 3.06 亿元，主要包括汽车修理销售、驾校培训、水力发电、商品房销售等收入。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。

图 1 2011 年公司其他业务收入构成



资料来源：公司审计财务报告

5. 公司管理

跟踪期内，公司董事长、总经理等高管发生正常变更，董事长由杨亚林先生担任，总经理由周建琼女士担任。

公司董事长杨亚林先生，1964 年生，本科学历，曾任思茅市副市长、思茅地区地委副秘书长、办公室主任、宁洱县县委书记、普洱市副市长，现任楚雄州州委常委、常务副州长。

公司总经理周建琼女士，1964 年生，经济学学士，先后担任楚雄州审计局商粮基建科科长、投资科科长、经济责任审计科科长、楚雄州财政局党组成员、副局长。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2011 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。

截至 2011 年底，公司资产总额为 243.12 亿元，所有者权益合计为 141.68 亿元。2011 年，公司实现营业收入 31.55 亿元，利润总额 4.06 亿元。

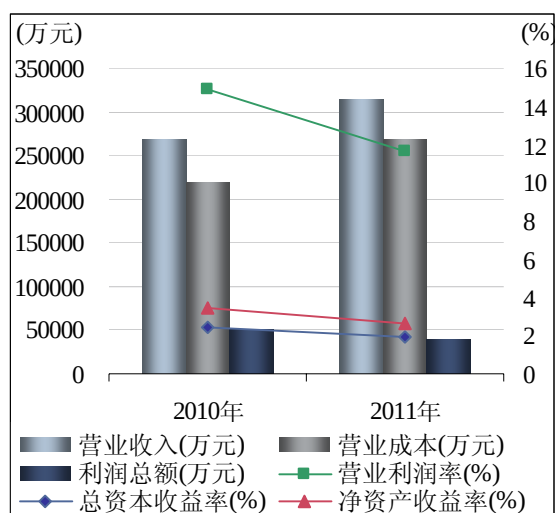
2. 盈利能力

公司主营业务分散在子公司层面，主要包括道路桥梁施工和汽车运营收入两部分。2011 年，公司营业收入和营业成本分别为 31.55 亿元和 26.88 亿元，较上年同期分别增长 17.67% 和 22.66%，主要来源于道路桥梁施工业务的扩张。受道路桥梁施工业务毛利率下降的影响，公司营业利润率有所下降，2011 年为 11.65%。

从期间费用来看，公司管理费用占比较高，2011 年期间费用 1.83 亿元，较上年同期增长 25.32%，主要来源于管理、财务费用的增加。

2011 年，公司实现营业利润 1.57 亿元，较上年同期下降 33.22%；公司营业外收入是主营业务的重要补充，2011 年为 2.51 亿元；在营业外收入（主要系财政补贴）的补充下，2011 年公司实现利润总额 4.06 亿元，较上年同期下降 21.22%。

图 2 2010~2011 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利水平来看，2011 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.91% 和 2.64%，较上年同期有所下降。总体来看，公司业务运营具有一定公益性，财政补贴是公司利润的重要支撑；相对于较大的资产规模，公司盈利水平较低。

3. 现金流及保障

在经营活动方面，2011 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 17.30 亿元，较上年同期大幅下降，主要系道路桥梁工程款项尚未收到所致，现金收入比为 54.83%，较上年同期下降 57.08 个百分点，公司收入实现质量较差；公司购买商品、接受劳务支付现金 19.59 亿元，较上年同期有所下降。另外，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2011 年分别为 13.15 亿元和 9.16 亿元，主要系下属子公司同相关单位的往来款项。2011 年，公司经营活动产生现金流量净额 0.29 亿元，较上年同期大幅减少。

在投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出主要体现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金，2011 年分别为 1.05 亿元和 3.47 亿元，投资支出规模较上年同期大幅减少。其中，投资支付的现金主要系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。2011 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -4.45 亿元，投资净流出规模较上年同期大幅减少。

从筹资现金流来看，2011 年公司吸收投资收到现金 2.67 亿元，系子公司发生；借款收到现金和收到其他与筹资活动有关现金分别为 5.55 亿元和 4.91 亿元，筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金。在融资规模大幅回落的影响下，2011 年公司筹资活动产生现金流量净额 0.07 亿元，较上年同期大幅下降。

综合来看，跟踪期内公司投资规模大幅回落，经营活动产生现金流的能力一般，需要依

赖对外融资。

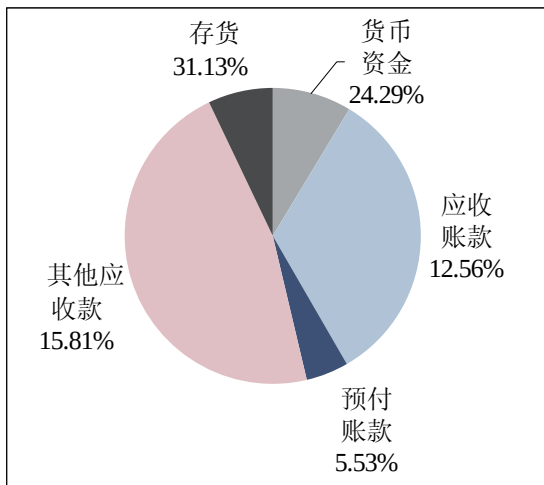
4. 资产及债务构成

资产

截至 2011 年底，公司资产总额 243.12 亿元，较上年同期略有减少；从构成来看，公司流动资产和非流动资产分别占 41.95% 和 58.05%，公司资产结构变动不大。

截至 2011 年底，公司流动资产合计 101.98 亿元，较上年同期有所减少。其中，占比较大的科目分别为其他应收款、应收账款、货币资金和存货。

图 3 截至 2011 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 8.65 亿元，其中银行存款占 92.44%，另有少量现金和其他货币资金。

跟踪期内，公司应收账款增长 11.67%，截至 2011 年底账面余额为 33.80 亿元，公司累计计提坏账准备 1.10 亿元，账面价值 33.70 亿元，其中子公司应收账款合计 24.62 亿元。从账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占 27.75%，账龄在一到三年内的应收账款占 58.32%，账龄在三年以上应收账款占 13.93%。从欠款单位来看，主要系楚雄州财政局及其相关单位的欠款，前五名欠款单位金额占应收款总额的 72.81%。

表 5 公司应收账款前五名欠款单位情况

单位名称	年末欠款金额 (万元)	占应收账款总额 的比例 (%)
楚雄彝族自治州财政局	115355.22	33.15
德钢公司	50000.00	14.37
普洱磨思高速公路开发经营有限公司	67949.43	19.53
个旧个屯公路隧道开发经营有限公司	10982.89	3.16
南华县开发投资公司	9088.72	2.61
合计	253376.26	72.81

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司预付款项有所减少，2011 年底为 4.81 亿元，主要系预付路桥工程款项，账龄多集中在一年以内（占 69.65%），账龄在一到三年内的预付款占 24.71%，账龄在三年以上的预付款占 5.64%。

跟踪期内，伴随着款项的逐步收回，公司其他应收款有所减少，2011 年底账面余额为 47.82 亿元，公司计提坏账准备 0.49 亿元，账面价值为 47.33 亿元。其中，账龄在一年以内、一到三年内和三年以上的其他应收款分别占 10.26%、70.56% 和 19.18%。其他应收款欠款单位比较集中，主要系楚雄州及下属各县财政局的欠款，其中楚雄州财政局对公司欠款已纳入年度财政预算，按季拨付公司还本付息资金，坏账风险不大。

表 6 公司其他应收款前五名欠款单位情况

单位名称	年末欠款金额 (万元)	占其他应收款总额 的比例 (%)
楚雄彝族自治州财政局	323893.36	67.73
楚雄市财政局	10123.04	2.12
禄丰县财政局	33586.36	7.02
个旧市交通局	12000.00	2.51
云南锁蒙高速公路有限公司	7497.18	1.57
合计	387099.93	80.94

资料来源：公司审计报告

截止2011年底，公司合并报表口径的应收账款33.70亿元，其他应收款47.33亿元，合计81.03亿元，其中：公司本部应收款56.28亿元（具体为应收账款23.42亿元，其他应收款32.86亿元），其余24.75亿元应收款项系公司下属路桥股份等各家子公司正常经营中形成的相关往来款项，从各子公司经营性质、经营领域和经营规模来说属正常经营中形成的往来款项。

公司本部 56.28 亿元应收账款和其他应收款中有 32.86 亿元其他应收款是根据公司融资额度、融资年限和利率，按照与各银行签订的还本付息合同由楚雄州财政逐项拨款归还银行，并且已列入财政预算，并逐年拨款到位；13.21 亿属于公司应收各县市开发投资公司或各县市财政的款项，由县市开投公司或财政按与公司签订的合同，逐笔还本付息，各县市已到期的还本付息资金公司已按时收回。另外，10.21 亿元为公司应收楚雄州财政的款项，属于州财政补贴款，目前部分款项尚未到位的原因主要是近年来财力较紧张，全州发展对资金的需求较旺盛所致。但对未到位的资金额度楚雄州政府进行了清理，并由楚雄州财政进行了确认，在此基础上制订了按年度逐步到位的计划和方案，楚雄州人民政府决定用二至三年的时间从财政增收部分中解决一部分，调整财政支出结构解决一部分或通过等价优质资产注入方式解决一部分。

跟踪期内，公司存货大幅增长，2011 年底为 7.48 亿元，主要系路桥股份已完工尚未结算的工程投资。

截至 2011 年底，公司非流动资产 141.14 亿元，较上年同期略有增长。主要构成科目包括无形资产（占 41.48%）、固定资产（占 18.51%）、在建工程（占 18.22%）、生产性生物资产（占 12.79%）、长期应收款（占 8.37%）。

跟踪期内，公司长期应收款同比增长 11.67%，2011 年底账面余额 12.56 亿元，公司累计计提坏账准备 0.75 亿元，账面净值 11.81 亿元，共包含两笔账款：对普洱磨思高速公路

开发经营有限公司长期应收款 9.87 亿元、对个旧个屯公路隧道开发经营有限公司长期应收款 1.94 亿元。

跟踪期内，公司固定资产同比减少 13.24%，主要系双柏县太和江林场等 8 家国有林场土地使用权调整至无形资产所致。2011 年底固定资产账面原值 33.05 亿元，累计折旧 2.93 亿元，账面净值 30.12 亿元。公司固定资产中，房屋建筑物占 87.13%，另有部分生产、施工、机械设备，公司部分固定资产已用作银行贷款抵押。

跟踪期内，公司在建工程略有增长，2011 年底为 25.71 亿元，重大项目包括南永公路项目（12.02 亿元）、青山嘴水库项目（6.22 亿元）、职教中心项目（6.00 亿元），系之前年度资产整合拨入公司资产，工程完工后将转为固定资产。

跟踪期内，公司生产性生物资产变动不大，2011 年底为 18.05 亿元，主要是太和江林场等十五家国有林场的林木资产。

跟踪期内，公司无形资产增长 6.84%，主要系部分土地使用权从固定资产调整至无形资产所致。截至 2011 年底，公司无形资产 58.54 亿元，主要系土地使用权（占 99.99%以上），部分已用作银行借款抵押。

公司流动资产中应收账款和其他应收款占比高且账龄偏长；非流动资产主要系土地使用权及林木资产，变现能力较弱。总体来看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

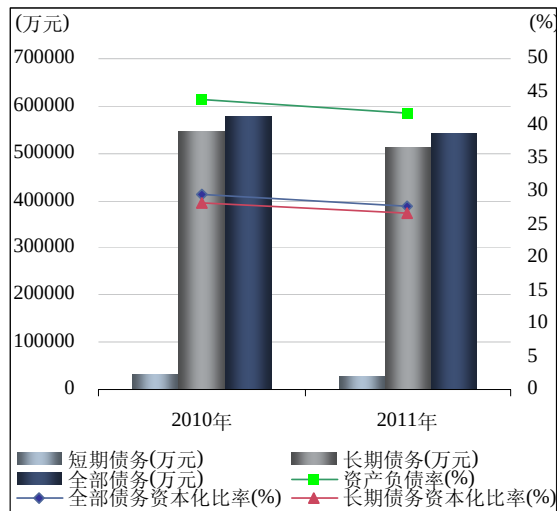
跟踪期内，公司所有者权益略有增长，2011 年底为 141.68 亿元，其中实收资本占 3.6%、资本公积占 80.57%、盈余公积占 0.76%、未分配利润占 10.29%、少数股东权益占 4.77%。总体来看，公司所有者权益较稳定。

跟踪期内，公司负债规模较上年同期下降 5.76%，2011 年底为 101.44 亿元。其中，流动负债和非流动负债分别占 46.41%和 53.59%。

从有息债务来看，2011 年底公司全部债务 54.15 亿元，较上年同期下降 6.28%，其中短期

债务 2.78 亿元，长期债务 51.37 亿元。受债务规模下降的影响，公司债务负担较上年同期有所减轻，2011 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 41.72%、26.62%和 27.65%。总体来看，公司债务负担适中。

图 4 公司债务负担变化情况



资料来源：公司审计报告

5. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率略有下降，2011 年分别为 216.62%和 200.72%。受

跟踪期内公司经营活动现金流量净额大幅下降的影响，公司经营现金流动负债比较上年同期下降 2.87 个百分点，2011 年为 0.62%。总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，受利润总额下降的影响，跟踪期内公司 EBITDA 有所下降，2011 年为 5.58 亿元，全部债务/EBITDA 为 9.71 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较弱。

截至 2011 年底，公司对外担保总额 1.80 亿元，担保比率为 1.27%，分别是为楚雄师范学院、楚雄职业教育中心提供银行借款担保，对外担保总额较小，或有负债风险不大。

截至 2011 年底，公司无可使用授信额度。

五、募集资金使用情况和债项保护措施

“10 楚雄债”发行额度 15 亿元，其中 13 亿元用于项目建设，2 亿元补充公司营运资金。截至 2012 年 6 月，募集资金已投入项目 10.1 亿元，目前全部项目均已开工建设，项目总投资额 28.30 亿元，截至 2012 年 6 月底已投资 13.72 亿元。

表 7 “10 楚雄债”募集资金投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	使用本期债券资金	截至 2012 年 6 月已投资额	截至 2012 年 6 月债券募集资金投资额
姚安县城东南片区城市道路建设工程	1.79	1.00	1.28	0.70
武定县北部新区道路建设工程	7.39	3.50	2.91	2.40
大姚县东北片区建设工程	3.51	1.50	1.46	1.10
楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	8.38	4.00	5.26	4.10
禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	3.00	2.81	1.80
合计	28.30	13.00	13.72	10.10

资料来源：公司提供

“10 楚雄债”将公司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，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。

以 2011 年 12 月 31 日为评估基准日，经云南振宇资产评估有限公司按成本法评估（云振宇评报字[2012]第 170 号，报告出具日期 2012

年 8 月 7 日), 公司持有的三项股权投资市场价值为 240449.45 亿元, 评估价值比去年同期上升 3793.15 万元, 为本期债务发行额的 1.60 倍, 有助于提升债券偿付的安全性。

“10 楚雄债”募投项目采用 BT 模式建设, 从 2011 年开始回购, 2011 年应收回购款 1.3 亿元 (已于 2011 年 10 月收到回购款), 2012 年应收回购款 1.3 亿元 (因尚未到回购时间而未回购, 楚雄州人民政府已同意按 BT 回购协议按时足额回购)。

跟踪期内, 股权质押资产对“10 楚雄债”保障情况有所提升, “10 楚雄债”募投项目回购情况良好。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望调整为稳定, 并维持“10 楚雄债”AA 的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	103692.79	127343.95	86543.01	-8.64
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	256007.32	301826.33	337039.69	14.74
预付款项	24361.93	59755.89	48142.25	40.57
应收利息				
应收股利				
其他应收款	396681.62	542071.62	473253.13	9.23
存货	17485.49	35547.66	74840.97	106.89
一年内到期的非流动资产	97.48	0.93	8.56	-70.37
其他流动资产	583.81	37.42	8.56	-87.89
流动资产合计	798910.45	1066603.81	1019836.17	12.98
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	0.48	0.48	0.48	
长期应收款	0.00	105772.76	118112.07	
长期股权投资	1473.34	1668.88	2311.54	25.26
投资性房地产				
固定资产	218793.58	301166.42	261283.04	9.28
在建工程	316164.35	250296.66	257141.25	-9.82
工程物资	5.10	20.80	7.33	19.87
固定资产清理	471.93	9.02	9.02	-86.17
生产性生物资产	34911.00	180425.80	180511.76	127.39
油气资产				
无形资产	292674.47	547903.19	585363.71	41.42
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	990.50	1638.05	2604.89	62.17
递延所得税资产	3029.66	3388.79	3855.32	12.81
其他非流动资产	123.58	206.30	150.30	10.28
非流动资产合计	868637.98	1392497.14	1411350.71	27.47
资产总计	1667548.43	2459100.95	2431186.88	20.75

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	32750.00	23250.00	21370.00	-19.22
交易性金融负债				
应付票据			3000.00	
应付账款	199310.61	215983.78	221184.49	5.34
预收款项	48860.50	134574.12	78999.12	27.15
应付职工薪酬	4603.96	4737.14	7090.52	24.10
应交税费	12375.36	16821.18	21034.99	30.37
应付利息	0.00	58.60	66.64	
应付股利				
其他应付款	57390.96	79488.52	114248.28	41.09
预计负债				
一年内到期的非流动负债	1900.00	10400.00	3450.00	34.75
其他流动负债	99.08	235.81	351.27	88.29
流动负债合计	357290.47	485549.15	470795.30	14.79
非流动负债：				
长期借款	358167.50	394143.50	363688.00	0.77
应付债券	0.00	150000.00	150000.00	
长期应付款	2908.47	6225.19	5036.54	31.59
专项应付款	15566.63	40421.28	24832.53	26.30
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	0.00	48.68	46.05	
非流动负债合计	376642.60	590838.66	543603.12	20.14
负债合计	733933.07	1076387.81	1014398.42	17.56
所有者权益：				
实收资本(或股本)	51000.00	51000.00	51000.00	0.00
资本公积	739439.80	1141568.82	1141568.82	24.25
减：库存股				
盈余公积	5083.62	7872.48	10801.74	45.77
未分配利润	85303.93	119441.85	145773.81	30.72
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	880827.35	1319883.15	1349144.37	23.76
少数股东权益	52788.01	62830.00	67644.09	13.20
所有者权益合计	933615.36	1382713.15	1416788.46	23.19

附件 2 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	201580.13	268148.30	315533.26	25.11
减：营业成本	166047.03	219108.46	268764.85	27.22
营业税金及附加	5939.12	9021.37	10008.71	29.82
营业费用	998.53	1243.29	1497.73	22.47
管理费用	8875.12	11389.41	12307.57	17.76
财务费用	264.73	1968.39	4492.51	311.95
资产减值损失	489.55	1968.71	2962.03	145.98
加：公允价值变动收益				
投资收益	12.40	25.62	175.23	275.91
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	18978.46	23474.30	15675.09	-9.12
加：营业外收入	27010.88	28349.66	25083.64	-3.63
减：营业外支出	103.07	255.93	133.72	13.90
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	45886.27	51568.03	40625.01	-5.91
减：所得税费用	3492.94	4071.97	3163.93	-4.83
四、净利润	42393.33	47496.06	37461.08	-6.00

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	182729.26	300083.73	173020.41	-2.69
收到的税费返还	63.66	18.23		
收到其他与经营活动有关的现金	92056.01	70793.64	131504.09	19.52
经营活动现金流入小计	274848.93	370895.59	304524.50	5.26
购买商品、接受劳务支付的现金	114913.96	243864.19	195860.82	30.55
支付给职工以及为职工支付的现金	8342.61	12360.87	9729.89	7.99
支付的各项税费	2555.14	2437.45	4384.33	30.99
支付其他与经营活动有关的现金	113911.61	95279.15	91643.65	-10.31
经营活动现金流出小计	239723.32	353941.66	301618.68	12.17
经营活动产生的现金流量净额	35125.61	16953.93	2905.82	-71.24
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	168.83	626.50		
取得投资收益收到的现金	1017.73	65.15	198.79	-55.80
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	320.52	582.07	249.57	-11.76
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	26.90	837.64	188.00	164.34
投资活动现金流入小计	1533.98	2111.35	636.36	-35.59
购建固定资产、无形资产等支付的现金	8592.98	14993.41	10504.56	10.56
投资支付的现金	90762.64	198795.06	34661.49	-38.20
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	10159.89	3796.71		
投资活动现金流出小计	109515.52	217585.19	45166.05	-35.78
投资活动产生的现金流量净额	-107981.53	-215473.84	-44529.69	-35.78
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	1083.36	26693.00	
取得借款收到的现金	157303.31	271458.04	55522.96	-40.59
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	42839.71	20988.09	49124.58	7.08
筹资活动现金流入小计	200143.02	293529.49	131340.54	-18.99
偿还债务支付的现金	61080.80	65402.01	122947.56	41.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8057.16	5738.41	513.30	-74.76
支付其他与筹资活动有关的现金	680.21	1054.74	7175.60	224.79
筹资活动现金流出小计	69818.17	72195.17	130636.45	36.79
筹资活动产生的现金流量净额	130324.85	221334.33	704.09	-92.65
四、汇率变动对现金的影响	0.14	-3.22	-3.48	
五、现金及现金等价物净增加额	57469.07	22811.20	-40923.26	

附件 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	42393.33	47496.06	37461.08	-6.00
加: 资产减值准备	568.58	1968.71	2939.00	127.35
固定资产折旧及其他	3180.90	5031.49	9727.72	74.88
无形资产摊销	150.53	33.04	86.66	-24.12
长期待摊费用摊销	100.01	131.81	401.69	100.42
处置固定资产、无形资产等损失	-66.68	5.15	-5.71	-70.73
固定资产报废损失	0.00	1.53	21.74	
公允价值变动损失				
财务费用	704.90	2366.45	4014.09	138.63
投资损失	-9.97	-25.62	-5762.54	2304.36
递延所得税资产减少	5.23	-285.15	-617.77	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	1754.41	-18062.17	-41905.28	
经营性应收项目的减少	-58489.71	-186092.70	-13747.49	-51.52
经营性应付项目的增加	44834.08	164385.34	10292.63	-52.09
其他				
经营活动产生的现金流量净额	35125.61	16953.93	2905.82	-71.24

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	0.79	0.96	0.99
存货周转次数(次)	9.50	8.26	4.87
总资产周转次数(次)	0.12	0.13	0.13
现金收入比(%)	90.65	111.91	54.83
盈利能力			
营业利润率(%)	14.68	14.92	11.65
总资本收益率(%)	4.67	2.55	2.16
净资产收益率(%)	4.54	3.43	2.64
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	27.73	28.24	26.61
全部债务资本化比率(%)	29.61	29.47	27.65
资产负债率(%)	44.01	43.77	41.72
偿债能力			
流动比率(%)	223.60	219.67	216.62
速动比率(%)	218.71	212.35	200.72
经营现金流动负债比(%)	9.83	3.49	0.62
全部债务/EBITDA(倍)	5.70	9.75	9.71
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.34	-0.08
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.71	-78.84	-8.44

附件 5 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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 6 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。