

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 844 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⁻，评级展望调整为负面，维持“10楚雄债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月一日
评级业务专用章

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: 负面上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

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: 2011 年 11 月 1 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年
现金类资产(亿元)	10.37	12.74
资产总额(亿元)	166.75	245.91
所有者权益(亿元)	93.36	138.27
短期债务(亿元)	3.28	2.35
全部债务(亿元)	39.10	56.76
营业收入(亿元)	20.16	26.81
利润总额(亿元)	4.59	5.16
EBITDA(亿元)	6.89	5.93
经营性净现金流(亿元)	3.51	1.70
营业利润率(%)	14.68	14.92
净资产收益率(%)	4.54	3.43
资产负债率(%)	44.01	43.77
全部债务资本化比率(%)	29.52	29.10
流动比率(%)	223.60	219.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	9.57
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	23.54
经营现金流流动负债比(%)	9.83	3.49

分析师

刘新宇 刘俊宏

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,但2011年4月以来,楚雄州政府领导层发生较大幅度变动,并暴露出政府性投资额较大,债务规模较高,资金压力及未来偿债压力加大等问题。

跟踪期内,公司债务规模上升,受益于政府划拨导致的净资产同比大幅增长,公司债务负担指标并没有明显提高,但划拨资产创造收益能力及变现能力较弱。同期,公司对政府应收账款及其他应收款大幅上升,公司日常经营和债务偿还在很大程度上依赖于政府的政策及资金支持,楚雄州财政资金压力加大,可能相应影响公司对政府应收款项的回收效率。

本期债券由公司合法拥有的下属子公司股权作质押担保,经最新评估,质押资产价值比去年同期上升499390.97元,评估值为债券发行额度的1.58倍,有助于提升债券偿付的安全性。

综合以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望调整为负面,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,公司资产及权益规模大幅增长。
2. 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. 2011年4月以来,楚雄州政府领导层发生较大幅度变动。楚雄州财政面临较大的资金压力和债务压力,公司未来获得的政府支持力度和持续性可能存在一定不确定性。

2. 公司存在大量的针对政府的应收款项，未来应收款项回收存在不确定性。
3. 公司接受划拨资产主要为林木性资产和林权资产，创造收益能力及变现能力相对较弱。

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2010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2010年底，公司拥有7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2010年底，公司资产总额为245.91亿元，所有者权益合计为138.27亿元。2010年，公司实现营业收入26.81亿元，利润总额5.16亿元。

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，2010年全州生产总值（GDP）404.44亿元，按可比价计算，比上年增长11.3%。其中：第一产业增加值90.49亿元，增长3.0%，拉动经济增长0.6个百分点；第二产业增加值171.81亿元，增长15.0%，拉动经济增长6.2个百分点；第三产业增加值142.14亿元，增长12.2%，拉动经济增长4.5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

14.6%、54.9%和30.5%，分别比上年下降3.3个百分点、上升14.4个百分点和下降11.1个百分点。

表1 楚雄州经济总量发展情况（单位：亿元）

	2009年	2010年	同比增长 (可比价计算)
地区生产总值	342.35	404.44	11.3%
第一产业增加值	80.78	90.49	3.00%
第二产业增加值	142.52	171.81	15.00%
工业增加值	116.47	140.47	14.4%
建筑业增加值	26.05	31.33	
第三产业增加值	119.06	142.14	12.2%

资料来源：楚雄州2009~2010统计公报

初步核算，第一、二、三产业增加值占生产总值的比重为22.4：42.5：35.1。全社会劳动生产率（即按从业人员计算的人均GDP）为23947元/人。按常住人口计算的人均GDP为14949元，按公安户籍人口计算的人均GDP为15452元。非公有制经济增加值168.42亿元，占GDP的比重为42.1%，比上年上升0.8个百分点（按省可比口径计算）。

烟草产业、天然药业、冶金化工业、绿色食品业、文化旅游业五大重点产业实现增加值192.85亿元，占GDP的47.7%。

全年规模以上工业完成产值298.72亿元，比上年增长24.4%；实现增加值106.32亿元，增长14.4%。

烟草制品业、医药制造业、冶金化工业（规模以上）实现增加值85.44亿元，增长13.6%，占全部工业增加值的60.8%，占规模以上工业增加值的80.4%。其中：烟草制品业实现增加值46.57亿元，占规模以上工业增加值的43.8%；医药制造业实现增加值1.35亿元，占规模以上工业增加值的1.3%；冶金化工业实现增加值37.52亿元，占规模以上工业增加值的35.3%。

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。

2010年楚雄州地方可支配收入总计达到了120.49亿元，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2。

表2 2010年财政收入状况

单位：亿元

序号	科目	2009 年	2010 年	同比增长
1	一般预算收入	25.58	30.70	20.02%
2	其中：税收收入	20.95	24.48	16.85%
3	非税收入	4.63	6.22	34.34%
4	上级补助收入	69.54	74.99	7.84%
5	其中：专项收入	36.34	64.86	78.48%
6	非专项收入	33.20	10.13	-69.49%
7	基金收入	13.39	14.8	10.53%
8	地方可支配收入总计	108.51	120.49	11.04%
9	财政总支出	99.66	108.6	8.97%

资料来源：楚雄州财政局 2010 年预决算报表

2010年楚雄州一般预算收入稳步增长，其中税收收入同比增长达到了16.85%，税收收入和非税收入两项占一般预算收入的比例分别为79.74%和20.26%。

2. 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。2009~2010年，楚雄州政府分别给予公司2.67亿元和2.78亿元的资金补贴，公司将其反映在营业外收入中。

3. 重大事项

跟踪期内，楚雄州政府领导层发生较大幅度变动：2011年4月28日，楚雄彝族自治州州长杨红卫涉嫌严重违纪违法问题被立案调查，云南省纪委4月底发布杨红卫被“双规”的消息，8月初发布其被“双开”并移送司法机关的消息；据报道，在杨红卫前后，有副州

长、州住建局局长等人被捕；分管工业的副州长和代管国土的州政府秘书长被免职；杨红卫在任时的党委领导班子中，有5位常委被调走。另外，楚雄州纪检监察机关已分别对州水务局局长、林业局局长进行诫勉谈话；对州发改委主任、工业和信息化委员会主任、环境保护局局长、禄丰县委书记、禄丰县政府县长予以通报批评等。

同时，楚雄州政府性投资额较大，政府性债务规模较高，楚雄州财政面临较大偿债压力。此外，姚安地震灾区灾民统建房出现严重质量问题，部分需要重建。楚雄州将面临较大资金压力。

三、公司经营与管理

公司具有较强的政府背景、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。

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。2010年，公司实现营业收入26.81亿元，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88.66%和9.50%，毛利率分别为17.67%和

15.56%。

表3 公司2010年营业收入及毛利率情况

单位：万元；%

项目	2010 年		
	金额	占比	毛利率
道路桥梁施工	237734.59	88.66	17.67
汽车运营及相关服务	25480.98	9.50	15.56
其他*	4932.73	1.84	--
合计	268148.3	100.00	18.29

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。

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。

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。

2010 年公司新涉及的投资项目包括：双柏县河口河小型水库建设项目、永仁县尼白租中型水库除险加固工程、全州 77 件小型病险水库除险加固、元谋县—双柏县 162 公里二级公路建设项目，全州 8 条通乡油路建设项目、楚雄州职业教育中心建设项目、武定县北部新区道

路建设工程、禄丰县北片区道路建设工程、姚安县城东南片区城市道路建设工程项目等。

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。

跟踪期内，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 80%左右，2010 年公司工程施工业务收入为 237734.59 万元，占营业收入的比重为 87.77%，比上年有所增加，营业利润率为 17.67%，基本保持稳定。

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。

跟踪期内，由于运营规模扩大，公司汽车运营及相关服务业务收入同比大幅增长，2010 年实现营业收入 25480.98 万元，营业利润率为 15.56%，基本保持上年水平，盈利能力较为稳定。

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族文化大观园彝人民居商贸城的开发收入。中国彝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、高快客运站及汽配市场、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。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2010 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 2010 年底，公司资产总额为 245.91 亿元，所有者权益合计为 138.27 亿元。2010 年，公司实现营业收入 26.81 亿元，利润总额 5.16 亿元。

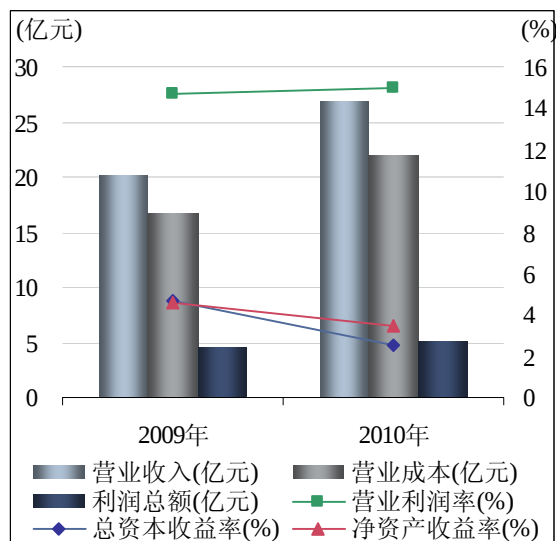
2. 盈利能力

公司主营业务分散在子公司层面，主要包括工程施工和汽车运输收入两部分。2010 年，公司营业收入和营业成本分别为 26.81 亿元和 21.91 亿元，较 2009 年分别增长 33.02%和 31.96%，营业收入和营业成本增幅较大，主要来源于工程施工收入的快速增长。2009~2010 年，公司营业利润率分别为 14.68%和 14.92%，主营业务利润分别为 2.96 和 4.00 亿元，2010 年度出现较大幅度上升。

跟踪期内，公司利润总额和净利润平稳上升，分别同比增长 12.38%和 12.04%。2010 年实现利润总额和净利润 5.16 亿元和 4.75 亿元。

2010 年，公司总资产收益率为 2.56%，较 2009 年的 4.68%下降 2.12 个百分点；公司净资产收益率为 3.43%，较 2009 年的 4.54%下降 1.11 个百分点。

图1 公司收入利润及盈利能力变化



资料来源：公司审计报告

总体来看，受益于经营的扩张，公司跟踪期内收入和利润规模稳步上升，但整体盈利能力有所下降。

3. 现金流及保障

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。2010 年公司经营活动现金净流量为 1.69 亿元，公司经营活动现金获取能力有所下降。

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 2009~2010 年投资支付的现金一项分别为 9.08 亿元和 19.88 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。2010 年公司投资活动现金净流出为 21.55 亿元，同比增长 99.55%。筹资活动前现金流为 -19.85 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，2009 年以前筹资活动的现金流入和流出基本上以银行借款的融入和

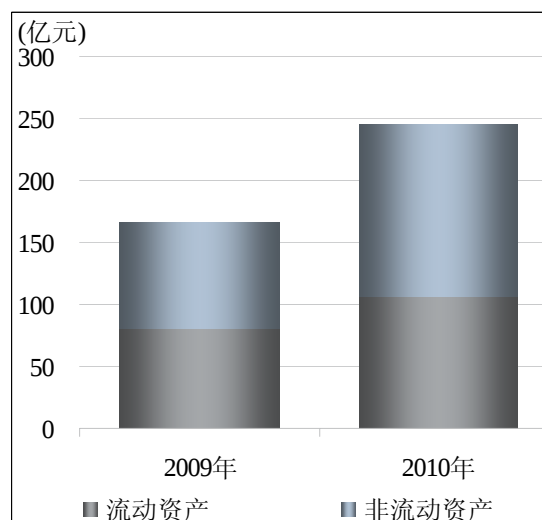
本金利息的归还为主，2010 年公司新发 15 亿元公司债券。2010 年公司筹资活动现金流入 29.35 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 22.13 亿元。

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。

4. 资本及债务构成

2009~2010 年，政府向公司划入了双柏县开发投资有限公司资产，因此使得总资产总额同比增长 47.47%。截至 2010 年底，公司资产总额 245.91 亿元，其中流动资产 106.66 亿元，非流动资产 139.25 亿元。近两年资产构成见图 2 所示。

图2 2009-2010年公司总资产构成



资料来源：公司审计报告

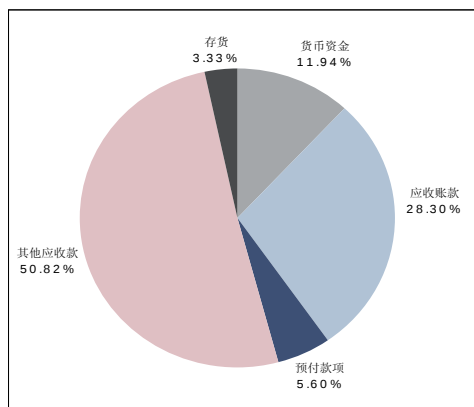
公司流动资产保持了稳步增长，2010 年达到 106.66 亿元，其中占比较大的几项分别为其他应收款、应收账款、货币资金和预付款项。（见图 3 所示）。

2009~2010 年，公司货币资金同比增长 22.81%。2010 年底货币资金为 12.73 亿元，占流动资产总额的比重为 11.94%，占比相对较低。

2009~2010 年，公司应收账款同比增长 17.90%，2010 年末公司应收账款净额为 30.18 亿元。其中账龄在一年以内的占比 58.77%，账

龄在一到三年的占比 35.78%，账龄在三年以上的占比为 5.45%。几家较大的欠款单位分别为楚雄彝族自治州财政局、德钢公司、普洱磨思高速公路开发经营有限公司，其中楚雄州财政局欠款为 9.11 亿元，截至 2010 年底，公司计提坏账准备 0.95 亿元。

图3 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2010 年，公司其他应收款同比增长为 36.65%。2010 年，公司其他应收款 54.21 亿元，其中账龄在一年以内的其他应收款占比 46.11%，账龄在一到三年区间的其他应收款占比 43.06%，账龄在三年以上的其他应收款占比为 10.82%。公司的其他应收款相对集中，前 5 家欠款单位欠款占其他应收款的比重为 83.53%，主要欠款方为楚雄州财政局、楚雄市财政局、禄丰县财政局，欠款额分别为 36.47 亿元、4.29 亿元和 3.19 亿元；政府性欠款合计占其他应收款的比例为 81.07%。

考虑到楚雄州未来仍有较大资金压力，公司上述应收款项未来能否及时回收面临较大不确定性，而公司作为政府背景较强的公司，未来日常经营和债务偿还在很大程度上依赖于政府的政策及资金支持，若对政府的应收账款若不能及时归还到位，公司将面临很大资金压力。

跟踪期内，公司依照楚政复2010年【84】号文件，接受了政府划入的双柏县开发投资有限公司资产。截至2010年底，双柏县开发投资

有限公司总资产40.64亿元，其中无形资产25.52亿元，均为林地使用权，生产性生物资产14.55亿元，均为林木资产。

受益于资产划拨，跟踪期内公司非流动资产增长迅速，同比增长 60.31%。截至 2010 年底，公司非流动资产合计 139.25 亿元，其中占比较大的几个科目分别为无形资产、固定资产、在建工程和生产性生物资产。

截至 2010 年底，公司无形资产 54.79 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；公司固定资产 30.11 亿元，以房屋建筑物和土地为主，其中已有部分用作银行贷款抵押，共计获得银行贷款 9250 万元；公司在建工程金额 25.03 亿元，以公路、水库和水电站的建设工程为主；公司生产性生物资产 18.04 亿元，主要为林业资产。

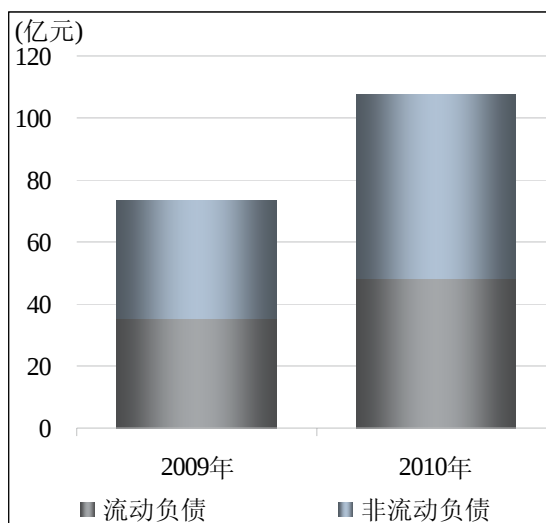
综上，公司非流动资产以变现能力较弱的无形资产和生物资产为主，其余资产多为房屋建筑物和在建工程，变现价值随市场和经济环境的变动而变动，具有一定的不确定性。流动资产以其他应收款为主，回收周期偏长，货币资金占比较低。

总体来看，公司资产质量一般。

截至 2010 年底，公司所有者权益同比增长 48.10%，主要是公司将新划入的双柏县开发投资有限公司资产记入资本公积所致。2010 年底所有者权益合计 138.27 亿元，主要包括资本公积、未分配利润、盈余公积和股本，其中资本公积占比 82.56%，公司的所有者权益结构相对稳定。

2009~2010 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，同比增长 46.66%，截至 2010 年底，公司负债总额为 107.64 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 48.55 亿元和 59.08 亿元。

图4 2009-2010年公司负债构成

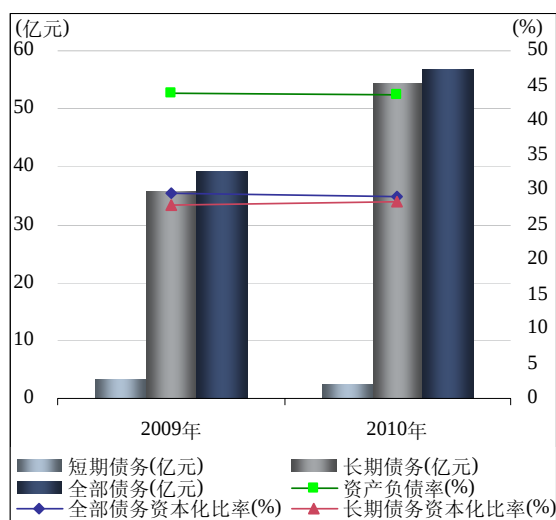


资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司的流动负债同比增长35.90%，主要来源于预收款项的快速增加。截至2010年底，公司流动负债合计48.55亿元，其中占比较大的几项分别为应付账款、预收账款和其他应付款。

2010年底，公司应付账款余额21.60亿元，欠款前5名占比60.02%，多为欠地方财政和国有企业的财政委托拨款和统贷统还资金。2010年末预收款项和其他应付款余额分别为13.46和7.95亿元，多为往来工程款。

图5 公司债务负担变化情况



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受公司发行15亿元公司债券所致，公司负债总额大幅上升。2010年底，公司非流动负债余额59.08亿元，其中长期借款39亿元，应付债券15亿元。

2009~2010年公司债务规模上升较快，长期债务是全部债务的主要构成部分，但受益于政府划拨导致的净资产同比大幅增长，公司债务负担指标并没有明显提高，2010年底，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43.77%、29.10%和28.24%，同2009年基本持平。公司接受划拨资产规模较大，但划拨资产创造收益能力及变现能力较弱。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率稳步上升，2010年两项指标分别为219.67%和212.35%。但由于近年来公司经营活动现金流量净额有所下滑，而公司的负债规模一直上升，经营性现金净流量对公司流动负债的保障程度有所降低，2010年，公司经营现金流动负债比为3.49%。总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2009~2010年公司EBITDA略有下降，分别为6.89亿元和5.93亿元。全部债务/EBITDA逐步上升，分别为5.67倍和9.57倍，EBITDA对全部债务的保护能力下降。

截至2010年底，公司分别为楚雄师范学院、楚雄职业教育中心提供银行借款担保，担保金额共计2.38亿元，占同期公司净资产比重的1.72%，对外担保比率较低，但被担保单位均无经营性收入，未来上述担保仍存在一定代偿风险。

截至2010年底，公司无可使用授信额度。

五、债项保护措施

“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。

以2010年12月31日为评估基准日，经昆明国域资产评估有限公司按照成本法评估（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2366563019.64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，评估价值比去年同期上升499390.97元，有助于提升债券偿付的安全性。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级维持为AA⁻，评级展望调整为负面，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	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	103692.79	127343.95	22.81
交易性金融资产			
应收票据	0.00	20.00	--
应收账款	256007.32	301826.33	17.90
预付款项	24361.93	59755.89	145.28
应收利息			
应收股利			
其他应收款	396681.62	542071.62	36.65
存货	17485.49	35547.66	103.30
一年内到期的非流动资产	97.48	0.93	-99.04
其他流动资产	583.81	37.42	-93.59
流动资产合计	798910.45	1066603.81	33.51
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资	0.48	0.48	0.00
长期应收款	0.00	105772.76	--
长期股权投资	1473.34	1668.88	13.27
投资性房地产			
固定资产	218793.58	301166.42	37.65
在建工程	316164.35	250296.66	-20.83
工程物资	5.10	20.80	307.82
固定资产清理	471.93	9.02	-98.09
生产性生物资产	34911.00	180425.80	416.82
油气资产			
无形资产	292674.47	547903.19	87.21
开发支出			
商誉			
长期待摊费用	990.50	1638.05	65.38
递延所得税资产	3029.66	3388.79	11.85
其他非流动资产	123.58	206.30	66.94
非流动资产合计	868637.98	1392497.14	60.31
资产总计	1667548.43	2459100.95	47.47

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	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	32750.00	23250.00	-29.01
交易性金融负债			
应付票据			
应付账款	199310.61	215983.78	8.37
预收账款	48860.50	134574.12	175.43
应付职工薪酬	4603.96	4737.14	2.89
应交税费	12375.36	16821.18	35.92
应付利息	0.00	58.60	--
应付股利			
其他应付款	57390.96	79488.52	38.50
一年内到期的非流动负债	1900.00	10400.00	447.37
其他流动负债	99.08	235.81	138.01
流动负债合计	357290.47	485549.15	35.90
非流动负债：			
长期借款	358167.50	394143.50	10.04
应付债券	0.00	150000.00	--
长期应付款	2908.47	6225.19	114.04
专项应付款	15566.63	40421.28	159.67
预计负债			
递延所得税负债			
其他非流动负债	0.00	48.68	--
非流动负债合计	376642.60	590838.66	56.87
负债合计	733933.07	1076387.81	46.66
所有者权益：			
实收资本（或股本）	51000.00	51000.00	0.00
资本公积	739439.80	1141568.82	54.38
减：库存股			
盈余公积	5083.62	7872.48	54.86
未分配利润	85303.93	119441.85	40.02
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	880827.35	1319883.15	49.85
少数股东权益	52788.01	62830.00	19.02
所有者权益合计	933615.36	1382713.15	48.10
负债和所有者权益总计	1667548.43	2459100.95	47.47

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	变动率(%)
一、营业收入	201580.13	268148.30	33.02
减: 营业成本	166047.03	219108.46	31.96
营业税金及附加	5939.12	9021.37	51.90
营业费用	998.53	1243.29	24.51
管理费用	8875.12	11389.41	28.33
财务费用	264.73	1968.39	643.55
资产减值损失	489.55	1968.71	302.15
加: 公允价值变动收益			
投资收益	12.40	25.62	106.59
其中: 对合营企业投资收益			
汇兑收益			
二、营业利润	18978.46	23474.30	23.69
加: 营业外收入	27010.88	28349.66	4.96
减: 营业外支出	103.07	255.93	148.30
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.54	--
三、利润总额	45886.27	51568.03	12.38
减: 所得税费用	3492.94	4071.97	16.58
四、净利润	42393.33	47496.06	12.04

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 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	64.22
收到的税费返还	63.66	18.23	-71.37
收到其他与经营活动有关的现金	92056.01	70793.64	-23.10
经营活动现金流入小计	274848.93	370895.59	34.95
购买商品、接受劳务支付的现金	114913.96	243864.19	112.21
支付给职工以及为职工支付的现金	8342.61	12360.87	48.17
支付的各项税费	2555.14	2437.45	-4.61
支付其他与经营活动有关的现金	113911.61	95279.15	-16.36
经营活动现金流出小计	239723.32	353941.66	47.65
经营活动产生的现金流量净额	35125.61	16953.93	-51.73
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	271.09
取得投资收益收到的现金	1017.73	65.15	-93.60
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	320.52	582.07	81.60
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	3013.43
投资活动现金流入小计	1533.98	2111.35	37.64
购建固定资产、无形资产等支付的现金	8592.98	14993.41	74.48
投资支付的现金	90762.64	198795.06	119.03
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	-62.63
投资活动现金流出小计	109515.52	217585.19	98.68
投资活动产生的现金流量净额	-107981.53	-215473.84	99.55
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	--
取得借款收到的现金	157303.31	271458.04	72.57
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	-51.01
筹资活动现金流入小计	200143.02	293529.49	46.66
偿还债务支付的现金	61080.80	65402.01	7.07
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8057.16	5738.41	-28.78
支付其他与筹资活动有关的现金	680.21	1054.74	55.06
筹资活动现金流出小计	69818.17	72195.17	3.40
筹资活动产生的现金流量净额	130324.85	221334.33	69.83

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	变动率(%)
将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	42393.33	47496.06	12.04
加: 资产减值准备	568.58	1968.71	246.25
固定资产折旧及其他	3180.90	5031.49	58.18
无形资产摊销	150.53	33.04	-78.05
长期待摊费用摊销	100.01	131.81	31.80
处置固定资产、无形资产等损失	-66.68	5.15	-107.72
固定资产报废损失	0.00	1.53	--
公允价值变动损失			
财务费用	704.90	2366.45	235.71
投资损失	-9.97	-25.62	157.00
递延所得税资产减少	5.23	-285.15	-5553.22
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	-1129.53
经营性应收项目的减少	-58489.71	-186092.70	218.16
经营性应付项目的增加	44834.08	164385.34	266.65
其他			
经营活动产生的现金流量净额	35125.61	16953.93	-51.73

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	0.79	0.96
存货周转次数(次)	9.53	8.26
总资产周转次数(次)	0.13	0.13
现金收入比(%)	90.65	111.91
盈利能力		
营业利润率(%)	14.68	14.92
总资本收益率(%)	4.68	2.56
净资产收益率(%)	4.54	3.43
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	27.73	28.24
全部债务资本化比率(%)	29.52	29.10
资产负债率(%)	44.01	43.77
偿债能力		
流动比率(%)	223.60	219.67
速动比率(%)	218.71	212.35
经营现金流动负债比(%)	9.83	3.49
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	23.54
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	9.57
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.35
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.71	-78.84

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。