

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1847 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将楚雄州开发投资有限公司主体长期信用等级由AA-调整为AA,评级展望为稳定,并维持“10楚雄债/10楚雄开投债”和“13楚雄债/13楚雄开投债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月三十日



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: 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 /10 楚雄开 投债	15 亿元	2010/10/18- 2017/10/18	AA	AA
13 楚雄债 /13 楚雄开 投债	20 亿元	2013/03/29- 2020/03/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 9 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	8.65	5.96	9.80
资产总额(亿元)	243.12	246.39	275.98
所有者权益(亿元)	141.68	144.89	152.72
短期债务(亿元)	2.78	10.53	17.53
全部债务(亿元)	54.15	53.35	74.69
营业收入(亿元)	31.55	27.96	25.79
利润总额(亿元)	4.06	4.12	1.93
EBITDA(亿元)	5.58	6.60	4.31
经营性净现金流(亿元)	0.29	-1.02	-0.16
营业利润率(%)	11.65	12.97	13.77
净资产收益率(%)	2.64	2.19	0.93
资产负债率(%)	41.72	41.20	44.66
全部债务资本化比率(%)	27.65	26.91	32.84
流动比率(%)	216.62	167.25	168.45
全部债务/EBITDA(倍)	9.71	8.08	17.32
经营现金流负债比(%)	0.62	-1.85	-0.25

分析师

田英 陈茜

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

跟踪期内, 楚雄州开发投资有限公司(以下简称“楚雄州开投”或“公司”)作为云南省楚雄州基础设施建设和经营的主体, 继续保持其在外经营环境、资产注入、债务本息偿还、财政补贴等方面的优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司资产流动性偏弱且应收款项规模大、以及公司对营业收入占比较大的并表子公司控制力有待进一步加强等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内, 楚雄州区域经济保持快速增长, 财政实力持续增强; 地方政府通过注入优质资产、加大到位补贴资金以增强支持力度, 同时在债务本息偿付及项目回购等方面支持予以持续。此外, 楚雄州政府计划出让较大规模土地用于偿还对公司的欠款, 对公司获得充足资金用于建设及还款起到较强支撑作用。

“10 楚雄债/10 楚雄开投债”和“13 楚雄债/13 楚雄开投债”均由公司合法拥有的下属子公司股权作质押担保, 经楚雄中大资产评估有限公司评估认定, 评估值略有增加, 分别为债券发行额度的 1.66 倍和 2.84 倍, 有助于提升债券偿付的安全性。“10 楚雄债/10 楚雄开投债”和“13 楚雄债/13 楚雄开投债”分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险; 募投项目均由政府回购, 回购执行情况良好, 有助于保障本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“10 楚雄债/10 楚雄开投债”和“13 楚雄债/13 楚雄开投债”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, 政府在优质资产持续注入、加大

到位补贴资金、债务本息偿还、项目回购等方面给予公司较大的支持力度；2014年以来，财政补贴逐步到位。

3. 公司债务结构较为合理，债务负担较轻。

4. 跟踪期内，“10楚雄债/10楚雄开投债”和“13楚雄债/13楚雄开投债”抵押股权价值略有提升，募投项目回购执行情况良好。

关注

1. 楚雄州基础设施建设规模大，财政对上级补贴依赖度较高。

2. 云南省道路桥梁建设竞争激烈，公司营业收入及利润持续下降；且公司对营业收入贡献较大的并表子公司云南路桥股份有限公司控制力有待进一步提升。

3. 公司应收款项规模大，账龄偏长，对公司资金形成一定占用；但2014年政府已制定回款计划，并承诺由指定土地的出让净收益作为还款保障。

4. 跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于楚雄州开发投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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2013年底，公司注册资本51000万元人民币，楚雄州国资委持有公司100%股权，楚雄州人民政府为公司实际控制人。

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2013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个职能部门。

截至2013年底，公司资产总额为275.98亿元，所有者权益合计为152.72亿元（含少数股东权益7.55亿元）。2013年，公司实现营业收入25.79亿元，利润总额1.93亿元。

公司注册地址：楚雄市鹿城镇阳光大道283号；法定代表人：杨照辉。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信

等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务

院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支

逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业环境

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，较上年名义增长19.30%。其中，固定资产投资（不含农户）436528亿元，增长19.6%；农户投资10547亿元，增长7.2%。东部地区投资179092亿元，较上年增长17.9%；中部地区投资105894亿元，增长22.2%；西部地区投资109228亿元，增长22.8%；东北地区投资47367亿元，增长18.4%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资9241亿元，较上年增长32.5%；第二产业投资184804亿元，增长17.4%；第三产业投资242482亿元，增长21.0%。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济

公司位于楚雄州楚雄市，是楚雄州基础设施建设和经营的主体，承担楚雄州基础设施投融资及其国有存量资产管理和经营职能，其发展与楚雄州区域经济的发展紧密相关。

楚雄州经济发展状况

楚雄州属于云南省下辖的自治州之一，地处云南省中部，东靠昆明市，西接大理白族自治州，南连普洱市和玉溪市，北临四川省攀枝花市。楚雄州辖1市9县，州人民政府驻楚雄市，距昆明市160千米。

近年来，楚雄州经济总量保持持续增长，根据楚雄州统计局公报显示，2013年，全州生

产总值（GDP）达到 632.50 亿元，按可比价算，比上年增长 10.6%。其中：第一产业增加值 145.28 亿元，增长 7.1%，拉动经济增长 1.5 个百分点；第二产业增加值 264.35 亿元，增长 12.3%，拉动经济增长 5.5 个百分点；第三产业增加值 222.87 亿元，增长 10.4%，拉动经济增长 3.6 个百分点。2013 年，楚雄州第一、第二、第三产业对生产总值增长的贡献率分别为 13.8%、52.4%和 33.8%，第一、二、三产业增加值占生产总值的比重为 23.0：41.8：35.2，产业结构以第二产业为主。

2013 年，楚雄州全年规模以上工业完成产值 485.83 亿元，增长 12.5%；实现工业增加值 160.83 亿元，增长 10.3%。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 68.95 亿元、51.67 亿元、4.39 亿元，三大产业增加值合计占全部工业增加值的 59.6%，占规模以上工业增加值的 77.7%。全州规模以上工业企业实现利税总额 96.89 亿元，增长 9.7%。其中：实现利润 21.90 亿元，增长 13.9%；实现税金 74.99 亿元，增长 8.5%。

从固定资产投资来看，2013 年楚雄州实现全社会固定资产投资 451.79 亿元，同比增长 30.0%。其中，城镇投资 354.61 亿元，增长

22.4%；农村投资 97.18 亿元，增长 67.9%。按产业划分，第一产业投资 21.57 亿元，同比增长 78.3%；第二产业投资 156.41 亿元，同比增长 4.5%；第三产业投资 273.81 亿元，同比增长 47.4%。全年新增固定资产 205.41 亿元，同比增长 29.6%；新开工项目 624 个，下降 0.3%。

财政收入方面，2013 年，楚雄州全年完成地方财政总收入 140.46 元，比上年增长 12.9%。

楚雄州财政收入及地方政府债务水平

根据《楚雄州财政收入统计表》，2013 年楚雄州地方可控财力 203.19 亿元，较上年的 186.08 亿元增长 9.19%；其中，地方一般预算收入占比 27.74%、上级补助收入占比 57.66%、基金收入占比 13.52%、预算外财政专户资金占比 1.08%，上级补助收入占比高，地方财政收入稳定性一般。

从地方一般预算收入情况看，2013 年楚雄州公共财政预算收入为 56.37 亿元，较上年增长 21.70%。其中税收收入 42.66 亿元（占 75.68%）、非税收收入 13.71 亿元（占 24.32%），非税收收入主要包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入、国有资源（资产）有偿使用收入及其他收入等。

表 1 楚雄州财政收入统计表（单位：亿元、%）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	复合增长率
一般预算收入	37.58	46.32	56.37	22.47
税收收入	29.64	36.33	42.66	19.97
非税收入	7.94	9.99	13.71	31.40
基金收入	20.17	25.57	27.48	16.72
土地出让金	18.55	23.67	26.12	18.66
其他	1.61	1.89	1.36	-8.09
上级补助收入	89.71	112.04	117.15	14.27
返还性收入	10.56	11.14	11.30	3.44
一般性转移支付	36.28	43.99	51.18	18.77
专项转移支付	42.87	56.91	54.67	12.93
预算外财政专户资金	2.97	2.16	2.19	-14.13
地方可控财力	150.42	186.08	203.19	16.22

资料来源：楚雄州财政决算报告

表 2 楚雄州地方政府债务余额及综合财力统计表

地方财力（2013 年度）	金额(万元)	地方债务（截至 2014 年 5 月）	金额(万元)
（一）地方一般预算收入	563703.00	（一）直接债务余额	1390525.64
1、税收收入	426600.00	1、外国政府贷款	311.40
2、非税收入	137103.00	2、国际金融组织贷款	5166.66

(二) 上级补助收入	1171521.00	(1) 世界银行贷款	5166.66
1、一般性转移支付收入	511794.00	(2) 亚洲开发银行贷款	
2、专项转移支付收入	546697.00	(3) 国际农业发展基金会贷款	
3、税收返还收入	113030.00	(4) 其他国际金融组织贷款	
(三) 国有土地使用权出让收入	266373.00	3、国债转贷资金	162.00
1、国有土地使用权出让金	261225.00	4、农业综合开发借款	54.50
2、国有土地收益基金	2567.00	5、解决地方金融风险专项借款	103.41
3、农业土地开发资金	2581.00	6、国内金融机构借款	508055.29
4、新增建设用地有偿使用费		(1) 政府直接贷款	
(四) 预算外财政专户收入	30857.00	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	508055.29
		7、债券融资	249255.70
		(1) 中央代发地方政府债券	11501.00
		(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	238255.70
		8、粮食企业亏损挂账	
		9、向单位、个人借款	23305.58
		10、拖欠工资和工程款	145863.47
		11、其他	457746.63
		(二) 担保债务余额	72662.10
		1、政府担保的外国政府贷款	
		2、政府担保的国际金融组织贷款	
		3、政府担保的国内金融机构借款	8522.60
		4、政府担保的融资平台债券融资	
		5、政府担保向单位、个人借款	
		6、其他	64139.50
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	2032454.00	地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	1426856.69
		债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)*100%	70.20%

资料来源：楚雄州财政局

注：预算外财政专户收入和表 1 不一致，系统口径不同所致。

地方政府债务方面，截至 2014 年 5 月底，楚雄州政府直接债务余额 139.05 亿元，担保债务余额 7.27 亿元，楚雄州政府全部债务余额 142.69 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 70.20%，楚雄州地方政府债务总体水平偏高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，公司注册资本 51000 万元人民币，楚雄州国资委持有公司 100% 股权，楚雄州人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模

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。作为楚雄州基础设施建设和经营的主体，公司通过子公司楚雄市开发投资有限公司、禄丰县开发投资有限公司及双柏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。截至 2013 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。

3. 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，跟踪期内，公司持续得到地方政府在资金本注入、资产划拨、政府补助、项目回购和流动性支持等方面大力支持。

(1) 资产注入

根据禄丰县人民政府出具的《禄丰县人民政府关于将部分土地资产划入禄丰县开发投资有限公司的通知》（禄政通[2013]119号），将禄国用（2009）第012761号等6宗国有土地（资产

已缴纳土地出让金)无偿划入禄丰县开发投资有限公司,并按评估价值8.28亿元入账。

根据楚雄州国资委出具的《楚雄州国资委关于变更省投融资担保有限公司参股股份的批复》(楚国资[2013]35号),将楚雄州财政局出资并持有的云南省投融资担保有限公司9.41%股权,变更为公司持有,入账价值为1882.00万元。

根据楚雄州国资委出具的《楚雄州国资委关于将州财政局所持股权和股份划转州开发投资公司的通知》(楚国资[2014]23号),将楚雄州财政局所持云南滇能集团楚雄水电开发有限公司股权5.91%(即股份769万元)和交通银行671.67万股股份(投资877.07万元)划转至公司,目前正在办理划转手续。

(2) 资金补贴及财政贴息

在获得资产注入的同时,鉴于公司的特殊经营职能,政府在资金上也给予公司支持,具体表现在财政补贴方面。

根据《楚雄州人大常委会对《楚雄州人民政府关于对州开发投资有限公司城投债券存续期内给予财政补贴的议案》的决定》(楚人发[2009]42号)和《楚雄州人民政府关于州开发投资公司城投企业债券存续期内给予财政补贴的批复》(楚政复[2009]55号),楚雄州人民政府决定在2009~2016年的城投债券存续期内每年对州开发投资有限公司安排不低于1.5亿元的财政补贴作为对债券募集资金投资项目支付的建设资金或成本补偿,每年入账金额以财政具体安排为准。2011~2013年,楚雄州政府给予公司财政补贴分别为2.47亿元、2.87亿元和1.12亿元,其中市政基础建设项目补贴分别为2.43亿元、2.84亿元和1.07亿元,公司将其反映在营业外收入中。2013年以前年度,公司并未收到财政补贴,故计入“应收账款”科目;2013年公司确认市政基础建设项目补贴1.07亿元,系以实际收到的金额入账(在“收到其他与经营活动有关的现金”科目体现)。

根据楚雄州财政局出具的《楚雄州财政局关于解决未到位财政补贴资金的函》(楚财建函

[2014]11号),截至2013年底,楚雄州人民政府应安排公司的财政补贴资金7.50亿元,2013年已拨付1.07亿元,2014年9月底前已拨付到位剩余的6.43亿元,同时州政府承诺2014年当年的财政补贴资金于2014年底前拨付到位。

(3) 项目回购

“10楚雄债”募投项目

“10楚雄债”募集资金投资建设的5个项目(即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)采取BT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。项目总投资28.30亿元,公司以该工程作为募投项目于2010年发行15亿元公司债券,其中13亿元用于项目建设,发行期限为7年;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。项目回购安排如下:

表3 项目回购情况

支付时间	支付回购款(万元)	支付时间	支付回购款(万元)
2011年	13000.00	2016年	53000.00
2012年	13000.00	2017年	63000.00
2013年	23000.00	2018年	54000.00
2014年	33000.00	2019年	51000.00
2015年	43000.00	2020年	54000.00
合计			400000.00

资料来源:公司提供

该项目从2011年开始回购,从近年BT协议的执行情况看,2011~2013年楚雄州政府已按照协议约定将相关款项支付至公司账户,公司作冲减其他应收款处理。2014年回购款项3.30亿元已于2014年9月24日拨付到位。

“13楚雄债”募投项目

公司就楚雄(连汪坝)至南华县城公路工程与楚雄州政府签订了政府回购协议,根据协议,项目总投资为人民币40.33亿元;公司以该工程作为募投项目于2013年发行20亿元公司债

券，发行期限为7年；项目回购期为2014年～2027年，回购金额为60.51亿元（其中债券存续期总回购款为39.5亿元）。项目回购安排如下：

表4 项目回购情况

支付时间	支付回购款(万元)	支付时间	支付回购款(万元)
2014年	25000	2021年	35000
2015年	25000	2022年	30000
2016年	80000	2023年	30000
2017年	75000	2024年	30000
2018年	70000	2025年	30000
2019年	65000	2026年	30000
2020年	55000	2027年	25119.92
合计	605119.92		

资料来源：公司提供

2014年，楚雄州政府应支付回购款2.50亿元，截至2014年9月25日全部拨付到位。

（4）还款来源保障

公司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。截至2013年底，公司全部债务74.69亿元，其中已纳入楚雄州财政预算的债务余额33.06亿元（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。2013年，公司共计提还贷利息资金2.00亿元（计入“其他应收款”），期末楚雄州将还贷利息资金拨付至公司，公司作冲减其他应收款处理，截至2013年底公司其他应收款中无应收楚雄州财政局还贷利息。

根据《楚雄彝族自治州人民政府关于楚雄州开发投资有限公司应收款项还款安排的通知》（楚政发[2014]9号函），楚雄州人民政府承诺将合计14991.53亩可出让土地的净收益用于保障公司应收账款15.39亿元和其他应收款

33.06亿元的支付。

根据楚雄州各县市最近土地成交情况分析，用于偿付公司应收账款和其他应收款的土地扣除相关税费后有望形成52.59亿元净收益，对应收账款和其他应收款覆盖程度尚可。

总体看，跟踪期内，楚雄州政府对公司的支持力度进一步加大，其持续稳定的支持对公司业务发展提供有力支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理制度、管理体制无重大变动。

七、经营分析

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。2013年，公司实现营业收入25.79亿元，同比下降7.78%，主要系工程施工业务减少所致。公司营业收入以工程施工业务为主，其2013年收入占比达79.39%，辅以汽车运营及相关服务业务（占14.82%）。

近年来省内道路桥梁建设发展相对平缓，业内竞争较为激烈，公司承揽的工程施工业务减少。2013年，工程施工占营业收入比重为79.39%，较2012年下降2.74个百分点。从毛利率上看，2013年工程施工业务实现毛利率15.41%，较2012年上升1.32个百分点，主要系随着公司强化管理、控制项目风险、降低成本费用，且以前年度承揽的工程项目收入确认大部分集中在后期所致。

表5 公司2012～2013年营业收入及毛利率情况（单位：万元；%）

项目	2012年			2013年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	229657.65	82.13	14.09	204722.11	79.39	15.41
汽车运营及相关服务	34439.52	12.32	13.53	38223.11	14.82	13.59
其他*	15523.39	5.55	--	14923.54	5.79	--
合计	279620.56	100.00	16.12	257868.77	100.00	16.77

注：其他收入包括房地产业务、工程结算、商品房销售、客房、餐饮收入等。

资料来源：公司审计报告

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、禄丰县开发投资有限公司及双柏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、禄丰县开发投资有限公司及双柏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。

在城市基础设施建设方面，截至 2014 年 6 月底，公司共有主要的在建项目 6 个，为“10 楚雄债”和“13 楚雄债”募投项目，均采用 BT 方式进行回购，具体回购情况见“政府支持-项目回购”部分。公司主要在建项目投资总额 69.09 亿元，资金来源为发行债券、自有资金及银行贷款，截至 2014 年 6 月底已完成投资 33.17 亿元。目前公司主要的在建项目如下所示：

表 6 截至 2014 年 6 月底公司主要在建城市基础设施项目

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	已完成投资 额(亿元)	预计完工 时间
1	楚雄东南片区道路及基础设施二期工程	8.38	8.01	2017 年
2	姚安县城东南片	1.79	1.80	2016 年

	区城市道路建设工程			
3	大姚县城东北片区建设工程	3.51	3.02	2016 年
4	武定县北部新区道路建设工程	7.39	5.47	2017 年
5	禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	5.76	2017 年
6	楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路	40.79	9.11	2017 年
总计		69.09	33.17	-

资料来源：公司提供

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。路桥股份成立以来，共修筑各种等级公路 4000 余公里，其中高速公路近 500 公里，完成土石方 2 亿余立方米，高等级路面 1600 多万平方米，各类大中型桥梁 500 余座，总计长约 12 万米，隧道 4 万余米。

公司先后主导投资建设了个屯公路隧道工程项目、景永二级公路、老挝磨丁至楠伦桥段项目、楚雄民居商贸城、景谷威远江水电站、大理泛亚汽车城、昆明至石林高速公路、普尔磨思高速公路及锁蒙公路等项目，总投资额达 85 亿元。截至 2013 年底，公司主要在建项目已基本完工，剩余项目主要集中于 2014 年和 2015 年完工。2013 年，路桥股份主要在建工程和进展情况列式如下：

表 7 2013 年度路桥股份主要工程进展情况

序号	工程项目	合同总收入 (万元)	累计完工进度 (%)
1	磨思高速公路施工总承包	473858.72	100.00
2	锁蒙公路三合同	79634.99	100.00
3	锁蒙公路一合同	77364.39	100.00
4	广西阳鹿公路第 4 标	68218.27	74.20

	段		
5	昆绕西北段七合同段	52280.30	100.00
6	轿子雪山二合同	43576.98	100.00
7	待功高速土建五合同	38638.52	35.52
8	其他	297421.20	-
主要项目合计		1130993.36	-

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楚雄交运履行其公共交通运输职能。楚雄交运现拥有高、中档营运车辆 1111 辆，其中，各种档次旅游车辆 30 多辆，城市出租车 150 多辆，其他各种客运、货运车辆共 1000 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，公司进行调控，各经营单位按签订的责任制目标考核实施。

2013 年，楚雄交运各客运站窗口售票收入达 2.28 亿元，比 2012 年增长 13%；全年新增营运班线 8 条，累计营运班线 291 条，其中省际班线 6 条、市际班线 63 条、县际班线 65 条、县内班线 157 条；完成客运量 1188 万人次，同比增长 10%；旅客周转率 92759 万人公里，同比增长 10%；全年实现客运收入 2.28 万元，比 2012 年增长 13%。

在其他服务业务方面，2013 年楚雄交运保修及加工制作收入达 565 万元，亚飞汽车销售收入 3151 万元，成品油销售收入 995 万元，汽车综合性能检修站收入 292 万元，机动车驾驶培训收入 1111 万元，各方面均比 2012 年有不同程度的增长。

2011~2013 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 13.34%，2013 年为 3.82 亿元。

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。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。

5. 发展规划

根据楚雄州城市发展总体规划和楚雄州政府的要求，围绕楚雄州城市基础设施建设总体目标，基础设施、路桥建设、路网建设、环境建设必须满足城市发展需求的社会效益为主，超前规划，达到如下目标：

(1) 基础设施：对现有的城区基础设施进行改造，投资建设新的基础设施建设项目，以适应城镇化发展的需要。

(2) 路桥建设：按照目前市区道路的布局，对影响交通通畅的路网进行改、扩建，并根据市内道路的延伸发展建造新公路、桥梁等，以适应城市快速发展的需要。

(3) 环境建设：按照城市创建的要求和规划，采用多元化建设战略，对城市环境进行综合整治，改造和新建公园、绿化、娱乐等设施，以提升城市的品位，改善城市的形象。

目前，公司已发展成为拥有 8 家子公司，产业涉及城市基础设施、公用事业、区域性开发等领域的一家大型综合类企业。经过数年发展，公司将在产业结构上基本完成框架性布局，城市基础设施、公用事业、区域性开发成为公司支柱产业。

八、募集资金使用情况

“10 楚雄债”：

“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 2013 年底，募集资金已投入项目 12 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 2014 年 8 月底已投资 24.06 亿元。

表 8 “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 2014 年 8 月底已投资额	截至 2014 年 8 月底债券募集资金投资额	2014 年 1~8 月投资额
姚安县城东南片区城市道路建设工程	1.79	1.00	1.80	1.00	--
武定县北部新区道路建设工程	7.39	3.50	5.47	2.50	1.23
大姚县东北片区建设工程	3.51	1.50	3.02	1.50	0.39
楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	8.38	4.00	8.01	4.00	0.43
禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	3.00	5.76	3.00	0.67
合计	28.30	13.00	24.06	12.00	2.72

资料来源：公司提供

“13 楚雄债”：

“13 楚雄债”发行额度 20 亿元，全部用于楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目建设，项目总投资额 40.33 亿元，其中债券融资占项目总投资的 49.59%。

截至 2014 年 8 月底，募集资金已投入项目 9.11 亿元。目前项目已开工建设，截至 2014 年 8 月底已投资 9.59 亿元。

九、财务分析

公司提供了 2013 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 2013 年底，公司合并资产总额为 275.98 亿元，所有者权益合计 152.72 亿元（含少数股东权益 7.55 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 25.79 亿元，利润总额 1.93 亿元。

1. 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。近年来，由于省内道路桥梁建设发展相对平缓，业内竞争较为激烈，公司承揽的道路桥梁施工业务有所减少，公司营业收入持续下降。2013 年，公司实现营业收入 25.79 亿元，较 2012 年下降 7.78%，主要由工程施工收入构成（占 79.39%）。公司营业成本也随之持续下降，2013 年公司营业成本 21.46 亿元，较 2012 年下降 8.50%；2013 年公司实现营业利润 0.72 亿元。

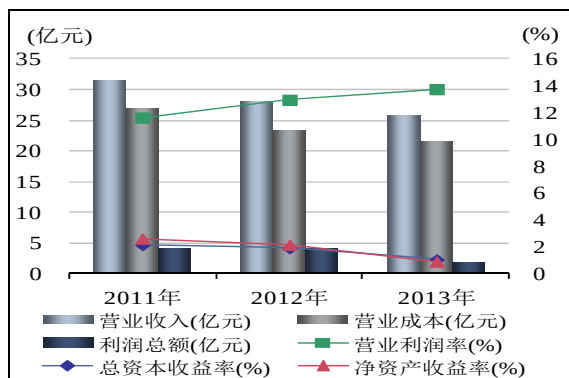
公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用，2013 年期间费用为 2.55 亿元。公司期间费用占营业收入的比重持续上升，2013 年为 9.90%，较 2012 年上升 1.96 个百分点，主要由于营业收入的持续下降所致。

此外，营业外收入（主要是财政补贴收入）是公司利润的重要组成部分。2013 年，公司营业外收入 1.24 亿元，占利润总额的比重为 64.08%。

从盈利指标看，公司营业利润率持续增长，2013 年为 13.77%，较 2012 年上升 0.80 个百分点。2013 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.08% 和 0.93%，同比分别下降 0.85

个百分点和 1.26 个百分点，主要受净利润持续下降所致。

图1 2011~2013年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

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。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金22.95亿元，较2012年增长13.78%，现金收入比为89.01%，较2012年上升16.87个百分点，公司收入实现质量有所提升；公司收到其他与经营活动有关的现金规模较大，2013年为39.12亿元，主要是收到各类政府补助、项目保证金及往来款项；2013年公司经营活动现金流入量为62.07亿元。经营活动现金流出方面，2013年公司购买商品、接受劳务支付的现金为24.77亿元，较2012年增长40.84%；公司支付其他与经营活动有关的现金主要是支付保证金、子公司同相关单位的往来款项。2013年，公司经营活动现金流量净额为-0.16亿元，公司经营活动产生的现金流量不足，平衡压力较大。

公司投资活动现金流入较少，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，2013年公司投资支付的现金0.72亿元，主要为公司土地收储开发的短期投资资金；支付其他与投资活动有关的现金0.52亿元，主要为

支付收储土地开发资金。2013年，公司投资活动现金流量净额为-1.34亿元。

公司筹资活动现金流入主要来源于借款收到的现金，以及收到其他与筹资活动有关的现金。其中，2013年公司收到的其他与筹资有关的现金35.59亿元，主要为2013年公司发行债券收到的现金、及下属县市返款的县市城市新区道路、县市工业园区、县市抗旱应急、县市病险水库、县市产业建设等专项建设资金。2013年筹资活动现金流出主要体现为偿还债务所支付的现金、支付其他与筹资活动有关的现金。2013年公司支付的其他与筹资活动有关的现金为26.50亿元，主要为支付借款、汇票保证金、拨付下属县市的往来款项等。2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额为2.74亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入持续增长，经营活动获现能力一般，投资活动支出保持一定规模，公司转借下属县市的资金在筹资活动现金流中体现，公司外部融资需求较高。

3. 资产及债务构成

资产

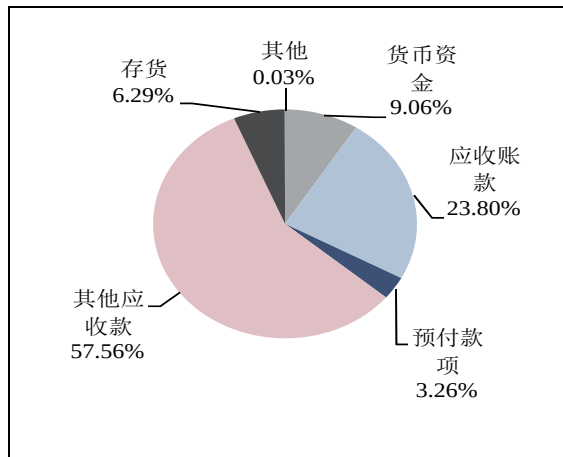
截至2013年底，公司资产总额275.98亿元，较2012年底增长12.01%，主要来自其他应收款、存货和在建工程的增加；其中流动资产占39.16%，非流动资产占60.84%，公司资产以非流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产108.08亿元，较2012年底增长17.87%，主要系货币资金、其他应收款和存货增加所致。公司流动资产主要以货币资金（占9.06%）、应收账款（占23.80%）、其他应收款（占57.56%）和存货（占6.29%）为主。

截至2013年底，公司货币资金9.80亿元，主要由银行存款（占63.53%）和其他货币资金（占36.09%）构成；其他货币资金主要为保函保证金、汇票保证金、质押存单及滋生利息，截至2013年底为3.54亿元；剔除受限资金后公

司货币资金6.26亿元。

图2 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司预付款项3.52亿元，同比下降8.47%，主要为预付路桥工程款；其中账龄在1年以内的占57.66%，1~2年的占19.79%，2~3年的占19.36%，3年以上的占3.19%。2013年底预付账款中前五名合计占30.50%。

截至2013年底，公司应收账款25.72亿元，同比下降14.02%，主要系公司本部部分与其他单位往来款重分类至其他应收款所致。从账龄来看，账龄在1年以内的占16.59%，1~2年的占12.18%，2~3年的占10.58%，3年以上的占60.64%，账龄时间较长。从欠款单位来看，主要系楚雄州财政局及其相关单位的财政补贴款、应收德钢公司节能减排项目款5.00亿元及路桥股份的应收工程款4.29亿元，前五名欠款单位金额占应收款总额的80.63%，集中度较高。公司应收账款累计计提坏账准备0.55亿元，计提比率为2.09%。根据楚雄州财政局出具的《楚雄州财政局关于解决未到位财政补贴资金的函》（楚财建函[2014]11号），根据《楚雄州人大常委会对《楚雄州人民政府关于对州开发投资有限公司城投债券存续期内给予财政补贴的议案》的决定》（楚人发[2009]42号）和《楚雄州人民政府关于州开发投资有限公司城投企业债券存续期内给予财政补贴的批复》（楚政复

[2009]55号），楚雄州人民政府决定在2009~2016年的城投债券存续期内每年对州开发投资有限公司安排不低于1.5亿元的财政补贴作为对债券募集资金投资项目支付的建设资金或成本补偿。截至2013年底，楚雄州人民政府应安排公司的财政补贴资金7.50亿元，2013年已拨付1.07亿元，2014年8月底前已拨付4.42亿元，2013年底前未到位的2.01亿元财政补贴资金于2014年9月底拨补到位（已于2014年9月23日拨付到位），2014年当年的财政补贴资金于2014年底前拨付到位。联合资信将密切关注未来公司财政补贴资金到位情况。

表9 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	130518.06	49.68
德钢公司	50000.00	19.03
楚雄市财政局	13237.16	5.04
禄丰县财政局	10100.00	3.84
云南锁蒙高速公路有限公司	7973.86	3.04
合计	211829.08	80.63

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司其他应收款余额为62.21亿元，较2012年底增长30.22%，主要系随着基础设施建设资金拨付，收款单位计入涉及项目的县市财政，公司其他应收款大幅增加；公司其他应收款主要为楚雄州财政、下属各县市财政的欠款及项目保证金等款项。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的61.29%，其中应收楚雄州财政局33.06亿元；从账龄来看，账龄在1年以内的占51.67%，1~2年的占2.24%，2~3年的占2.50%，3年以上的占43.59%；公司其他应收款累计计提坏账准备0.77亿元，计提比率为1.22%。根据《楚雄彝族自治州人民政府关于楚雄州开发投资有限公司应收款项还款安排的通知》（楚政发[2014]9号函），楚雄州人民政府承

诺将合计14991.53亩可出让土地的净收益用于保障公司对财政的应收账款15.39亿元和其他应收款33.06亿元支付，有利于公司整体资产质量的提升。

表 10 公司其他应收款前五名欠款单位情况

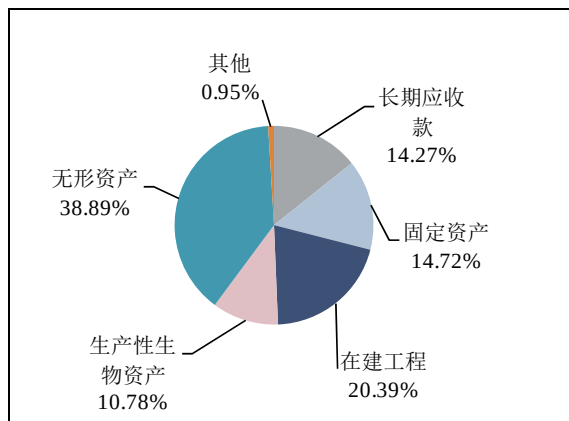
单位名称	年末欠款金额（万元）	占其他应收款总额的比例（%）
楚雄彝族自治州财政局	330621.94	52.50
武定县开发投资有限公司	19384.12	3.08
禄丰县西河水库工程项目	14407.80	2.29
元谋开发投资有限公司	13430.85	2.13
云南省公路开发投资有限责任公司	8100.00	1.29
合 计	385944.71	61.29

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司存货6.80亿元，较2012年底大幅增长62.71%，主要系子公司路桥股份已完工尚未结算的工程施工大幅增加所致；公司存货构成中已完工尚未结算的工程施工6.35亿元（占93.34%），另有部分原材料、低值易耗品及库存商品。

截至 2013 年底，公司非流动资产 167.89 亿元，较 2012 年底增长 8.53%，主要系在建工程和无形资产的增加所致。公司非流动资产以长期应收款、固定资产、在建工程、生产性生物资产及无形资产为主。

图 3 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司长期应收款账面余额25.49亿元，较2012年底下降4.61%，公司累计计提坏账准备1.54亿元，账面净值23.95亿元，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21.43亿元和对个旧个屯公路隧道开发经营有限公司长期应收款2.52亿元。因普洱磨思高速公路项目和个屯公路隧道项目建设完工后，在项目工程款回收过程中，因工程款未及时足额拨付，公司将该款项计入长期应收款。

截至2013年底，公司固定资产账面原值29.62亿元，累计折旧4.91亿元，账面净值24.71亿元，成新率83.42%。公司固定资产中，房屋建筑物占87.89%，另有部分生产、施工、机械设备。

截至2013年底，公司在建工程34.23亿元，较2012年底增长31.62%，主要系楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目投入增加所致（在“支付其他与筹资活动有关的现金”中反映）；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。

截至2013年底，公司生产性生物资产18.11亿元，主要是太和江林场等十五家国有林场的林木资产；无形资产65.30亿元，较2012年底增长11.57%，主要系禄丰县划入6宗土地使用权所致。同时，2013年公司划出无形资产2.09亿元，其中国土局收回土地使用权（划拨地）1.99亿元，另有未取得权证的土地977.18万元核销；公司无形资产主要是土地使用权（占34.64%）和商用林地（占65.35%）；公司土地使用权中出让地占48.61%，划拨地占51.39%，其中57.71%土地使用权已用作银行借款抵押。

整体看，公司非流动资产以变现能力较弱的无形资产和生产性生物资产为主，其余资产多为房屋建筑物、在建工程及长期应收款，非流动资产质量不高。流动资产以应收账款和其他应收款为主，回收周期偏长，货币资金占比

较低。考虑到跟踪期内楚雄州政府对公司应收款项拨付到位，并对其他应收款回款时点做出了明确规定在一定程度上有利于公司资产质量的提升。

负债及所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益152.72亿元，较2012年底增长5.40%，主要系资本公积和未分配利润的增加所致；资本公积120.65亿元，较2012年底增长5.58%，主要系禄丰县划入6宗土地使用权所致；公司资本公积主要为地方政府划入的股权、行政房产及土地资产；南永公路项目、青山嘴水库项目、职教中心项目等在建工程，其中公益性资产6.22亿元（即青山嘴水库项目）。截至2013年底，公司所有者权益合计152.72亿元；其中归属于母公司的所有者权益145.17亿元，少数股东权益7.55亿元；归属于母公司权益中实收资本占3.51%、资本公积占83.11%、盈余公积占1.04%、未分配利润占12.24%。公司所有者权益较稳定，权益质量一般。

截至2013年底，公司负债合计123.26亿元，同比增长21.44%，主要来自其他应付款、应付债券的增加；其中流动负债占52.05%，非流动负债占47.95%。

截至2013年底，公司流动负债64.16亿元，较2012年底增长17.04%，其中短期借款（占11.33%）、应付账款（占32.37%）、其他应付款（占26.66%）和一年内到期的非流动负债（占9.95%）占比较大。

截至2013年底，公司短期借款7.27亿元，具体为质押借款（占44.84%）、抵押借款（占18.71%）、保证借款（占15.82%）和信用借款（占20.63%）；截至2013年底，公司应付票据3.87亿元，较2012年底大幅增加2.97亿元，主要为华夏银行和中信银行的银行承兑汇票；截至2013年底，公司预收款项4.98亿元，较2012年底下降20.26%，主要为预收云南佳邑公司、浙江菊韵人家置业投资管理公司的业务往来款及城建投资开发有限公司的工程款项。

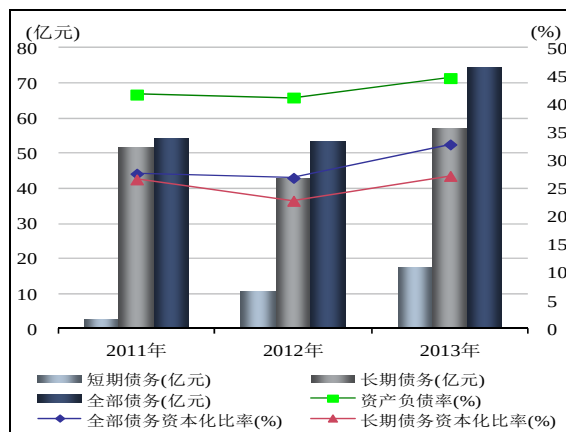
截至2013年底，公司应付账款20.77亿元，主要是路桥股份经营性应付账款（8.48亿元）、财政委托拨款（4.10亿元）和与政府单位等的统贷统还资金（合计6.52亿元）。

截至2013年底，公司其他应付款17.11亿元，较2012年底增长26.41%，主要为与职工互助储金会、国运开发投资公司等的往来款，以及投标保证金；截至2013年底，公司一年内到期的长期负债为6.39亿元，较2012年底增长61.16%，主要由于部分长期借款转入一年内到期的长期负债所致。

截至2013年底，公司非流动负债合计59.10亿元，较2012年底增长26.61%，主要来自应付债券的增加；其中，长期借款22.16亿元，以信用借款（占49.89%）、抵押借款（占22.85%）和保证抵押借款（占24.59%）为主；应付债券35.00亿元，为公司2010年10月发行的7年期市政项目建设债券15亿元和2013年3月发行的7年期公路项目建设债券20亿元；专项应付款1.53亿元，较2012年底下降49.17%，主要系部分省交通厅站点资金和专项建设资金转出所致。

从有息债务来看，公司债务构成以长期债务为主，截至2013年底公司有息债务合计74.69亿元，其中长期债务占76.54%。从负债指标看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均持续上升，2013年底分别为44.66%、32.84%和27.24%。

图4 2011~2013年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司债务以长期债务为主，结构较为合理，且债务负担轻。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率略有上升、速动比率略有下降，2013 年分别为 168.45% 和 157.85%，但应收账款和其他应收款数额大，回款时间不确定，实际偿付能力低于指标值。受跟踪期内公司经营活动现金流量净额大幅下降的影响，公司经营现金流流动负债比由正转负，2013 年为 -1.85%。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，跟踪期内公司 EBITDA 较去年同期有所下降，2013 年为 4.31 亿元，全部债务/EBITDA 为 17.32 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。考虑到楚雄州政府对基础设施建设的财政补贴以及公司有息债务中部分纳入楚雄州财政预算，公司具备长期偿债能力。

跟踪期内，公司存续期内债券总额为 35 亿元，具体为 2010 年 10 月发行的 15 亿元企业债券（即“10 楚雄债”）和 2013 年 3 月发行的 20 亿元公司债券（即“13 楚雄债”）。由于“10 楚雄债”和“13 楚雄债”均设计提前偿还条款，“10 楚雄债”将于 2015~2017 年每年分别偿还本金 3 亿元、4.5 亿元和 7.5 亿元，“13 楚雄债”将于 2016~2020 年每年偿还本金 4 亿元，期间还款高峰在 2017 年。2012~2013 年公司 EBITDA 值分别为 6.60 亿元和 4.31 亿元，分别为 2017 年待偿还债券本金的 0.57 倍和 0.37 倍，EBITDA 值对待偿还债券的覆盖能力较弱。

2012~2013 年公司经营活动的现金流入量分别为 36.09 亿元和 62.07 亿元，分别为 2017 年待偿还债券本金的 3.14 倍和 5.40 倍，对待偿还债券的覆盖程度较高；2013 年公司经营活动现金流量净额为 -0.16 亿元，经营活动现金流量净额对待偿还债券不具有保障能力。

截至 2013 年底，公司对外担保总额 2.60 亿元，担保比率 1.70%，主要系对楚雄职业教

育中心（1.50 亿元）和云南第二公路桥梁工程公司（1.10 亿元）提供的担保，目前上述企业均正常运营，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年 6 月底，公司获得授信总额 20.01 亿元，已使用额度 20.01 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1053230100003240K），截至 2014 年 6 月 27 日，公司无已结清的不良信贷记录，未结清的关注类贷款共 19 笔。根据国家开发银行云南省分行出具的说明，公司并未出现违约现象。

十、存续债券保护条款分析

“10 楚雄债”：

“10 楚雄债”设计提前偿还条款，在债券存续期的第 5、6、7 年末分别按照债券发行总额的 20%、30%、50% 的比例偿还债券本金。

“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、赔偿金及实现质权的费用。

以 2013 年 12 月 31 日为评估基准日，经楚雄中大资产评估有限公司按成本法评估（楚中大评报字[2014]第 057 号，报告出具日期 2014 年 7 月 4 日），公司持有的三项股权投资市场价值为 248836.89 万元，评估价值比去年同期上升 1153.38 万元，为本期债券发行额的 1.66 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

楚雄州与公司就“10 楚雄债”募投项目签署了建设回购协议，本期债券募投项目总回购款为 40.00 亿元（其中债券存续期内回购款为 24.10 亿元），为本期发债本金的 2.67 倍（存续期内回购款保障倍数为 1.61 倍），且本期债券还本

付息的现金流与项目回购款的现金流较为匹配，债券当年的还本付息资金基本可以通过当年项目的回购款解决。

“10 楚雄债”募投项目采用 BT 模式建设，从 2011 年开始回购，从近年 BT 协议的执行情况看，2011~2013 年楚雄州政府已按照协议约定将相关款项支付至公司账户，公司作冲减其他应收款处理。2014 年回购款项 3.30 亿元已于 2014 年 9 月 24 日拨付到位。

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。

“13 楚雄债”：

“13 楚雄债”设置债券本金分期兑付条款，本期债券的本金在债券存续期的第 3 年至第 7 年分期兑付，每年偿还本金 20%。

“13 楚雄债”采用股权质押的担保方式。公司以其合法持有的楚雄市开发投资有限公司 100% 的股权和双柏县开发投资有限公司 100% 的股权设定质押为本期债券提供担保。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 2013 年 12 月 31 日为评估基准日，经楚雄中大资产评估有限公司按成本法评估（楚中大评报字[2014]第 058 号，报告出具日期 2014 年 7 月 4 日），公司持有的两项股权投资市场价值为 568848.23 万元，评估价值比去年同期上升 3854.90 万元，为本期债券发行额的 2.84 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

楚雄州与公司就“13 楚雄债”募投项目签署了建设回购协议，本期债券募投项目总回购款为 60.51 亿元（其中债券存续期内回购款为 39.5 亿元），为本期发债本金的 3.03 倍（存续期内回购款保障倍数为 1.98 倍），且本期债券还本付息的现金流与项目回购款的现金流较为匹配，债券当年的还本付息资金基本可以通过当年项目的回购款解决。

“13 楚雄债”募投项目 BT 回款从 2014 年开始，楚雄州政府应支付回购款 2.50 亿元，截至

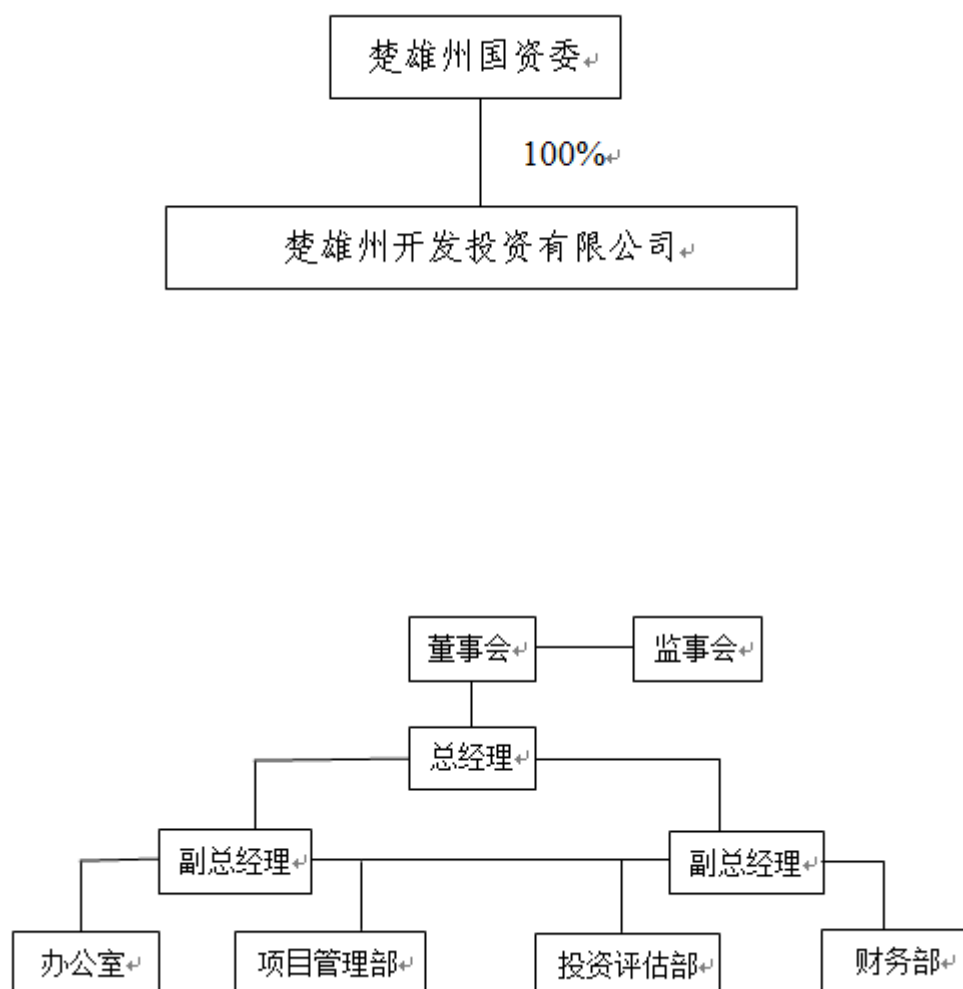
2014 年 9 月 25 日全部拨付到位。

跟踪期内，股权质押资产对“13 楚雄债”保障情况有所提升，分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险，“13 楚雄债”募投项目有政府回购的支持，更好地保障本息偿付的安全性。

十一、结论

基于以上，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA，评级展望为稳定，并维持“10 楚雄债/10 楚雄开投债”和“13 楚雄债/13 楚雄开投债”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.65	5.96	9.80
资产总额(亿元)	243.12	246.39	275.98
所有者权益(亿元)	141.68	144.89	152.72
短期债务(亿元)	2.78	10.53	17.53
长期债务(亿元)	51.37	42.82	57.16
全部债务(亿元)	54.15	53.35	74.69
营业收入(亿元)	31.55	27.96	25.79
利润总额(亿元)	4.06	4.12	1.93
EBITDA(亿元)	5.58	6.60	4.31
经营性净现金流(亿元)	0.29	-1.02	-0.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.99	0.88	0.93
存货周转次数(次)	4.87	4.02	3.91
总资产周转次数(次)	0.13	0.11	0.10
现金收入比(%)	54.83	72.14	89.01
营业利润率(%)	11.65	12.97	13.77
总资本收益率(%)	2.16	1.93	1.08
净资产收益率(%)	2.64	2.19	0.93
长期债务资本化比率(%)	26.61	22.81	27.24
全部债务资本化比率(%)	27.65	26.91	32.84
资产负债率(%)	41.72	41.20	44.66
流动比率(%)	216.62	167.25	168.45
速动比率(%)	200.72	159.63	157.85
经营现金流动负债比(%)	0.62	-1.85	-0.25
全部债务/EBITDA(倍)	9.71	8.08	17.32

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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/主营业务收入×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 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。