跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2112 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，评级展望为稳定，并维持“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/13楚雄开投债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月三十日

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公司债券跟踪评级报告

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
PR 楚雄债/10 楚雄开投债	15 亿元[1]	2010/10/18-2017/10/18	AA	AA
PR 楚雄投/13 楚雄开投债	20 亿元[2]	2013/03/29-2020/03/29	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	9.80	5.56	13.65
资产总额(亿元)	275.98	273.79	295.44
所有者权益(亿元)	152.72	154.43	160.79
长期债务(亿元)	57.16	53.08	72.85
全部债务(亿元)	74.69	70.49	79.39
营业收入(亿元)	25.79	27.36	35.20
利润总额 (亿元)	1.93	0.76	0.92
EBITDA(亿元)	4.31	3.57	3.52
经营性净现金流(亿元)	-0.16	0.00	0.00
营业利润率(%)	13.77	14.01	12.34
净资产收益率(%)	0.93	0.33	0.44
资产负债率(%)	44.66	43.60	45.58
全部债务资本化比率(%)	32.84	31.20	33.06
流动比率(%)	168.45	163.70	194.70
全部债务/EBITDA(倍)	17.32	19.62	22.55
经营现金流动负债比(%)	-0.25	0.00	0.00

注：1.长期应付款已调至长期债务及相关指标反映；2.现金类资产已扣除受限资金

分析师

张 宁　闫 蓉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：Http：//www. lhratings.com

[1]公司于 2015 年 10 月 28 日兑付“PR 楚雄债/10 楚雄开投债” 3 亿元。

[2]公司于 2016 年 3 月 29 日兑付“PR 楚雄投/13 楚雄开投债” 4 亿元。

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。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以及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。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提升等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司未来随着楚雄州经济持续发展以及财政实力不断增强，政府支持有望加强。同时随着公司承揽工程业务的增加，公司收入水平及盈利能力有望改善。

“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/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。“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/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，联合资信维持公司 AA 主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/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、债务本息偿还、项目回购等方面给予公司较大的支持力度。

3．公司债务结构较为合理，债务负担较轻。

4. 跟踪期内，“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/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。
5. 经营活动流入量对处于还款高峰期的待偿还本金覆盖程度较高

关注

1.公司应收款项规模不断增大，账龄偏长，对公司资金形成一定占用，资产流动性较弱。
2. 公司对营业收入占比较大的并表子公司云南路桥股份有限公司控制力有待提升。

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调控资产，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。2010年6月，为进一步壮大公司实力，楚雄州人民政府将双柏县开发投资有限公司股权整合进入楚雄州开发投资有限公司。截至2015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2015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、资产运营部、融资部6个职能部门。

截至2015年底，公司资产总额为295.44亿元，所有者权益合计为160.79亿元（含少数股东权益8.13亿元）。2015年，公司实现营业收入35.20亿元，利润总额0.92亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，中国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业环境

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债

保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

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建设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，全年全州实现生产总值（GDP）762.97 亿元，按可比价计算，比上年增长 10.1%。其中：第一产业增加值 152.82 亿元，增长 6.1%，拉动经济增长 1.1 个百分点；第二产业增加值 291.85 亿元，增长 11.1%，拉动经济增长 4.8 个百分点；第三产业增加值 318.29 亿元，增长 10.9%，拉动经济增长 4.2 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 10.9%、47.3%和41.8%。第一、二、三产业增加值占生产总值的比重分别为 20.0%、38.3%、41.7%。全州人均生产总值（GDP）达 27942 元，比上年增长 9.9%。非公有制经济增加值 347.53 亿元，占 GDP 的比重为 45.6%。

2015 年，楚雄州全年全年规模以上工业完成产值 577.78 亿元，比上年增长 6.3%（现价）；实现增加值 205.13 亿元，增长 10.0%。其中，烟草制品业、冶金化工业、医药制造业实现增加值 142.98 亿元，增长 7.7%，占全部工业增加值的 66.8%，占规模以上工业增加值的 69.7%。其中：烟草制品业实现增加值 86.14 亿元，占规模以上工业增加值的 42.0%；冶金化工业实现增加值 48.10 亿元，占规模以上工业增加值的 23.5%；医药制造业实现增加值 8.74 亿元，占规模以上工业增加值的 4.3%。全州规模以上工业企业实现利税总额 107.42 亿元，增长 5.3%。其中：实现利润 28.53 亿元，增长 12.0%；实现税金 78.89 亿元，增长 3.1%。

从固定资产投资来看，2015 全年规模以上固定资产投资 770.56 亿元，比上年增长 28.1%。其中：国有单位投资 407.79 亿元，增长 41.1%。按构成分，建筑工程投资 599.47 亿元，增长 34.3%；安装工程投资 29.37 亿元，下降 14.4%；设备购置 85.35 亿元，增长 75.1%；其他费用 56.37 亿元，下降 21.8%。全年新增固定资产 630.81 亿元，增长 87.4%。本年新开工项目 1412 个，下降 8.8%。

楚雄州财政收入及地方政府债务水平

根据《楚雄州地方政府债务余额及综合财力统计表》显示，2015 年，楚雄州地方综合财力 295.88 亿元，其中一般预算收入占 23.05%，上级补助收入占 48.62%，基金收入占 11.05%，上级补助收入占比较高，地方财政收入稳定性一般。

从地方一般预算收入看，2015 年，楚雄州全年完成一般预算收入 68.19 亿元，同比增长 7.0%，其中：税收收入 45.94 亿元，增长 1.0%；非税收入 22.25 亿元，增长 21.9%。一般公共预算支出 216.23 亿元，增长 5.4%。

表 1　楚雄州地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	余额
（一）一般公共预算收入	2631146	（一）直接债务余额	2088895.81
1、税收收入	459362	1、外国政府贷款	283.01
2、非税收入	222526	2、国际金融组织贷款	4095.79
3、地方政府一般债务收入	425000	（1）世界银行贷款	4095.79
4、转移性收入	1524258	（2）亚洲开发银行贷款	
一般性转移支付收入	708701	（3）国际农业发展基金会贷款	
专项转移支付收入	614291	（4）其他国际金融组织贷款	
税收返还收入	115492	3、国债转贷资金	115.2
接受其他地区援助		4、农业综合开发借款	
债券转贷资金上年结余		5、解决地方金融风险专项借款	99.11
调入资金	32578	6、国内金融机构借款	480507.03
上年结余收入	53196	（1）政府直接借款	
5、其他一般公共预算收入		（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	480507.03

（二）政府性基金收入	327194	7、债券融资	867302
1、国有土地使用权出让收入	110237	（1）中央代发地方政府债券	580500
2、车辆通行费收入		（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	286802
3、城市基础设施配套费收入		8、粮食企业亏损挂账	
4、地方教育附加收入		9、向单位，个人借款	31536.88
5、上级补助收入	55002	10、拖欠工资和工程款	185301.18
6、上年结余	40398	11、其他	519655.61
7、调入资金		（二）担保债务余额	70027.11
8、债券转贷收入	106000	1、政府担保的外国政府贷款	
9、地方政府专项债务收入		2、政府担保的国际金融组织贷款	
10、政府性基金转移收入		（1）世界银行贷款	
11、其他政府性基金收入	15557	（2）亚洲开发银行贷款	
（三）国有资本经营收入	453	（3）国际农业发展基金会贷款	
1、利润收入	392	（4）其他国际金融组织贷款	
2、股利、股息收入		3、政府担保的国内金融机构借款	6889.69
3、产权转让收入		4、政府担保的融资平台债券融资	
4、清算收入	54	5、政府担保向单位，个人借款	
5、上年结余		6、其他	63137.42
6、其他国有资本经营预算收入	7		
综合财力=（一）+（二）+（三）	**2958793**	**地方政府债务余额=（一）+（二）×50%**	**2123909.37**
债务率=（年末债务余额/综合财力）×100%			**71.78%**

资料来源：楚雄州财政局

地方政府债务方面，截至 2015 年底，楚雄州政府直接债务余额 208.89 亿元，担保债务余额 7.00 亿元，楚雄州政府全部债务余额 212.39 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率（地方政府债务余额/地方综合财力）为 71.78%，楚雄州地方政府债务负较重。

总体来看，楚雄州经济总量保持持续增长；地方综合财力中，上级补助收入占比高，地方财政收入稳定性一般；地方债务负担较重。

五．基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 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 2015 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、融资部、资产运营部 6 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《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，政府将州级部分行政事业单位的房地产产权、部分公路路权、在建工程资产产权划拨给公司，共记5.52亿元，并在“资本公积”中反映。

（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。截至 2013 年底，公司应获得补贴 7.50 亿元，其中到位资金 1.07 亿元，并且按照公司经审计的财务报表统计，2009-2013 年 5 年间共计获得财政补贴 11.79 亿元，平均 2.35 亿元/年，超过楚政复[2009]55 号文的 1.5 亿元/年的标准，因此 2014～2015 公司并未计提该款项。账务处理上，政府承诺的财政补贴在“营业外收入”科目中反映，其中，尚未到位款项在“应收账款中”反映，已到位资金现金流量表体现在“收到其他与经营活动有关的现金”中反映。

2015 年公司共获得补贴收入 715.69 万元，并在“营业外收入”中反映。

（3）项目回购

“PR楚雄债/10楚雄开投债”募投项目

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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2　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，2011～2015 年楚雄州政府已按照协议约定将相关回购款支付至公司账户，公司作冲减“其他应收款”处理。

“PR楚雄投/13楚雄开投债”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）
2014 年	25000.00	2021 年	35000.00
2015 年	25000.00	2022 年	30000.00
2016 年	80000.00	2023 年	30000.00
2017 年	75000.00	2024 年	30000.00
2018 年	70000.00	2025 年	30000.00
2019 年	65000.00	2026 年	30000.00
2020 年	55000.00	2027 年	25119.92
合计			605119.92

资料来源：公司提供

2014～2015年，楚雄州政府应支付回购款合计5.00亿元，已全部拨付到位。

（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2015年底，公司全部债务79.39亿元，其中已纳入楚雄州财政预算的债务余额47.82亿元（纳入地方债务的债券偿付余额包括在BT回购款中)。

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），2014年，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，目前土地正处于收储、整理过程。

总体看，跟踪期内，楚雄州政府尚有部分财政补贴款没有到位，但考虑到2015年楚雄州政府对公司在资产注入、还款来源保障等方面支持力度较大，其对公司业务发展的支持尚可。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、管理体制无重大变动。

公司在高级管理人员方面，2015 年 12 月根据《楚雄州人民政府关于卢显亮等同志任免职的通知》，公司副总经理马麟因工作调整不在公司任职，由朱明生接任。

公司副总经理，朱明生先生，男，汉族，中共党员。先后任元谋县老城乡乡党委副书记，楚雄州发改委固定资产投资科副科长、社会事业发展科科长、社会科科长等职务。2015 年 12 月至今，担任公司副总经理。

跟踪期内，公司高级管理人员发生正常变动，对公司经营影响不大。

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。2015年，公司实现营业收入35.20亿元，同比上升28.65%，主要系工程施工业务收入规模增加所致。公司营业收入以工程施工业务为主，其2015年收入占比达79.50%，系子公司路桥股份贡献，该子公司仅为并表关系，无高管人员委派和财务控制，不参与该公司经营管理，公司对重要子公司的掌控能力有待进一步提升；汽车运营及相关服务业务占比为13.40%。2015年，其他收入2.47亿元，较上年增长0.65亿元，主要为融资手续费和水利发电收入增加所致。

从毛利率上看，2015 年工程施工业务实现毛利率 12.07%，较 2014 年下降 2.28 个百分点，主要系工程施工成本增加所致。2015 年汽车运营及相关服务毛利率为 20.01%，同比上升 1.40 个百分点，主要系公司下属子公司新增的

汽车检测及维护业务规模扩展，营业收入增加　　所致。

表4　公司2014~2015年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	208616.83	76.25	14.35	280190.90	79.50	12.07
汽车运营及相关服务	46818.95	17.11	18.61	47150.40	13.40	20.01
其他*	18163.59	6.64	43.00	24652.33	7.00	43.61
合计	**273599.37**	**100.00**	16.98	**351993.63**	**100.00**	**15.34**

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 2015 年底，公司共有主要的在建项目 7 个，西南片区工程是下属子公司双柏县开投在建的城市基础设施项目，其余均为募投项目（项目采用 BT 方式进行回购，西南片区工程、楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路在公司及子公司“在建工程”科目反映，其他项为县、市开投公司负责施工，公司拨付款项在“其他应收款”中反映。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 70.44 亿元，资金来源为发行债券、自有资金及银行贷款，截至 2015 年底已完成投资 48.04 亿元。目前公司主要的在建项目如下所示：

表 5　截至 2015 年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	西南片区工程	1.35	1.42	2015 年
2	楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路	40.79	18.64	2016 年
3	姚安县城东南片区城市道路建设工程	1.79	1.91	2016 年
4	武定县北部新区道路建设工程	7.39	7	2017 年
5	大姚县东北片区建设工程	3.51	3.51	2016 年
6	楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	8.38	8.36	2017 年
7	禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	7.2	2017 年
合计		**70.44**	**48.04**	--

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。

公司通过市场化的竞争方式，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 2015 年底，公司主要在建项目已基本完工，剩余项目主要集中于 2018 年完工。2015 年，公司新签合同 26.16 亿元，同比上年增长 6.96%，其中，新签订省内项目 11 个，合同金额 19.80 亿元；省外项目 1 个，合同金额 6.36 亿元，项目工期 18 个月，新增海外项目 3 个，合同金额 5.45 亿元。2015 年，路桥股份主要在建工程和进展情况列式如下：

表 6　2015 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（亿元）	累计完工进度(%)
1	海东物流基地道路工程	10.50	61.52
2	红石公路二合同段	5.63	93.78
3	待工第五合同	3.86	99.22
4	宣普公路八合同段	3.65	97.26
5	龙瑞十合同段	3.66	93.72
6	楚南一级公路土建第四合同段	3.21	71.65
7	广西阳鹿公路第四标段	6.82	85.34
8	香格里拉市内环市政工程	3.37	24.63
合计		40.70	--

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。

2015 年，楚雄交运各客运站点窗口售票收入达 2.74 亿元，比 2014 年增长 4.58%；全年新增营运班线 11 条，累计营运班线 313 条，其中省际班线 5 条、市际班线 73 条、县际班线 65 条、县内班线 170 条；完成客运量 1620 万人次，同比增长 18.16%；旅客周转率 113298 万人公里，同比增长 10.32%。

2015 年，在其他相关服务业务方面主要为，楚雄交运保修及加工制作收入达 636 万元，亚飞汽车销售收入 2552 万元，成品油销售收入 1123 万元，汽车综合性能检修站收入 364 万元，机动车驾驶培训收入 1356 万元，总体比 2014 年有所增长。

2015 年公司汽车运营及相关服务业务收入为 4.72 亿元，同比有所增长。

4. 其他收入

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、融资手续费和水

利发电收入等构成。2015 年其他收入为 2.47 亿元。

八、募集资金使用情况

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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，截至目前已全部使用完毕。目前全部项目均已开工建设，项目总投资额 28.30 亿元，截至 2015 年底已投资 27.98 亿元。

表 7 “PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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 2015 年底已投资额	截至 2015 年底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	1.91	1.00
武定县北部新区道路建设工程	7.39	3.50	7.00	3.50
大姚县东北片区建设工程	3.51	1.50	3.51	1.50
楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	8.38	4.00	8.36	4.00
禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	3.00	7.20	3.00
合计	**28.30**	**13.00**	**27.98**	**13.00**

资料来源：公司提供

“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”

“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”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 40.79 亿元，其中债券融资占项目总投资的 49.59%。

截至 2015 年底，募集资金已投入项目 14.80 亿元。目前项目已开工建设，截至 2015 年底已投资 18.64 亿元。

总体来看，“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”、“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”已按规定用途使用。

九、财务分析

公司提供了 2015 年度审计报告，并经亚太（集团）会计师事务所有限公司深圳分所对该报表审计，并由其出具了标准无保留意见。

从合并范围来看，截至 2015 年底，纳入合并范围的子公司为 8 家，合并范围未发生变化。

截至 2015 年底，公司资产总额为 295.44 亿元，所有者权益合计为 160.79 亿元（含少数股东权益 8.13 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 35.20 亿元，利润总额 0.92 亿元。

1. 盈利能力

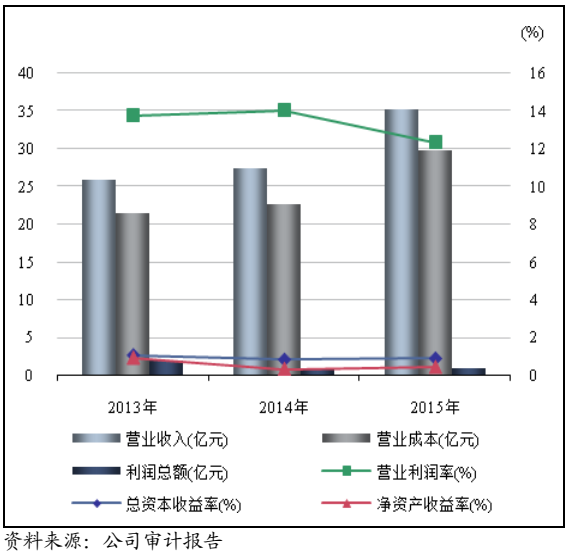
公司主营业务分散在子公司层面，主要包括道路桥梁施工和汽车运营收入两部分。2015 年，公司实现营业收入 35.20 亿元，较 2014 年上升 28.65%，主要系工程施工项目收入增加所致。2015 年公司营业成本 29.80 亿元，较 2014 年上升 31.20%，主要系近年来工程施工成本、汽车运营成本及人工成本方面持续增长，且增长幅度较大所致；2015 年公司实现营业利润 0.70 亿元，同比增加 6.88%。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用，2015 年期间费用为 3.24 亿元，同比降低 6.36%。其中，公司财务费用为 1.54 亿元，同比上升 5.10%，主要系 2015 年度为公司银行借款还本付息的高峰期，且母公司及下属子公司新增融资规模较大，产生的融资费用增加所致。2015 年财务费用占营业收入比的比例为 9.20%，公司对期间费用的控制较好。

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。2015 年，公司营业外收入 0.29 亿元，同比增加 80.02%，主要系部分子公司获得财政补贴收入、固定资产产生的净收益以及获得的呆账收入等非稳定性营业外收入所致。

从盈利指标看，2015 年公司营业利润率为 12.34%，较 2014 年下降 1.67 个百分点。2015 年受营业收入增加影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.89%和 0.44%，同比分别上升 0.04 个百分点和 0.11 个百分点。

图1　2013～2015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，2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金27.99亿元，较2014年增长17.73%，主要系公司控股子公司路桥股份公司2015年确认的工程施工收入大幅增加所致；现金收入比为79.52%，公司收入实现质量一般；公司收到其他与经营活动有关的现金主要是收到各类政府补助、项目保证金及往来款项，2015年为25.55亿元，同比降低13.36%，一方面系，楚雄州财政因调整补贴资金，并未足额补贴到位，所以政府补助减少比率较大，一方面系，2015年公司以前年度较大型工程施工项目大部分已完工，相应的应收账款及下级承包项目保证金大部分已结清所致；2015年公司经营活动现金流入量为53.54亿元。经营活动现金流出方面，2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金为19.27亿元，同比增加31.10%，主要系公司子公司路桥股份有限公司2015年新增工程项目增长幅度较大所致；同期公司支付其他与经营活动有关的现金为30.92亿元，同比降低13.63%，主要由支付保证金、子公司同相关单位的往来款项构成。2015年，公司经营活动现金流量净额为5.87万元。

公司投资活动现金流入较少，主要体现为取得投资收益收到的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金构成。2015年公司取得投资收益收到的现金0.12亿元，主要是子公司云南省第四公路桥梁工程公司取得参股公司股权投资收益产生的；2015年公司投资活动现金流出为6.04亿，同比增加3.92%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2015年公司固定资产、无形资产等支付的现金5.65亿元，同比大幅增加266.61%，主要系母公司2016年新增在建工程4.47亿元及其他子公司锦星酒店有限公司、控股子公司路桥股份公司新增或购建固定资产所致。2015年，公司投资活动现金流量净额为-5.80亿元。

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，2015 年公司取得借款收到的现金为 27.95 亿元，同比增加 85.98%，主要系公司 2015 年进行政府债务置换，很大程度上降低了公司应偿还政府债务，增大融资空间，所以 2015 年新增融资比率较上一年度增长幅度较大；收到的其他与筹资有关的现金 25.49 亿元，主要下属子公司发生的融资租赁款、母公司收回的其他县市公司借款资金、以及州级财政拨付的委托拨款资金及偿付借款的财政资金，以及收回的定期质押存款等构成。2015 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。2015 年公司支付的其他与筹资活动有关的现金为 9.48 亿元，同比减少 36.09%，主要为支付借款、融资租赁每期租金、定期存单质押款、汇票保证金及拨付县市公司的往来款构成。 2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 14.00 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入有所增长，经营活动获现能力一般，投资活动支出保持一定规模，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需求，公司外部融资需求较高。

3. 资产及债务构成

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 295.44 亿元，较 2014 年底基本持平。其中流动资产占 40.10%，非流动资产占 59.90%，公司资产以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产118.47亿元，同比增长11.32%。公司流动资产主要以货币资金（占11.82%）、应收账款（占26.39%）、其他应收款（占47.40%）、存货（占10.10%）和预付账款（4.25%）为主。

截至2015年底，公司货币资金14.00亿元，以银行存款（占97.14%）为主；其中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2015年底为0.25亿元；剔除受限资金后公司货币资金13.65亿元。

截至 2015 年底，公司预付款项 5.03 亿元，同比减少 35.28%，主要为预付路桥工程款项；其中账龄在 1 年以内的占 63.42%，1～2 年的占 20.68%，2～3 年的占 6.36%，3 年以上的占 9.54%。截至 2015 年底预付账款中前五名合计占 31.21%。

截至2015年底，公司应收账款31.26亿元，同比增长17.57%，主要系下属子公司路桥股份有限公司本期已完工项目业主扣留的质量保证金还未到付款期，业主未进行支付形成。从账龄来看，账龄在1年以内的占30.05%，1～2年的占3.56%，2～3年的占0.82%，3年以上的占65.57%，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，前五名欠款单位金额占应收款帐总额的75.45%，集中度较高。公司应收账款累计计提坏账准备0.72亿元，计提比率为2.25%。

表 8 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（亿元）	占应收账款总额的比例（%）
应收州财政补贴款	13.05	41.68
德钢公司	5.00	15.99
大理海东开发市政建设有限公司	3.23	10.33
应收市财政补贴款	1.32	4.22
应收禄丰县财政补贴款	1.01	3.23
合计	**23.61**	**75.45**

资料来源：公司审计报告

截至2015底，公司其他应收款余额为56.15亿元，同比变化不大，公司其他应收款主要为楚雄州财政欠款。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70.29%，其中应收楚雄州财政局27.65亿元；从账龄来看，账龄在1年以内的占26.12%，1～2年的占10.87%，2～3年的占45.01%，3年以上的占18.00%；公司其他应收款累计计提坏账准备0.71亿元，计提比率为1.25%。

表 9 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（亿元）	占其他应收款总额的比例（%）
州财政应偿还借款	27.65	49.24

楚雄烟厂新区建设项目指挥部	1.94	3.46
市财政局(贷款本金）	1.44	2.56
禄丰县西河水库工程项目	1.34	2.39
广西阳鹿高速公路有限公司	1.1	1.96
合　计	.39.47	59.61

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货11.97亿元，同比增长20.64%，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9.89亿元（占82.62%），另有部分原材料、低值易耗品及库存商品。

截至 2015 年底，公司非流动资产 176.97 亿元，同比小幅增长 5.74%。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。

截至2015年底公司可供出售金融资产0.89亿元。主要由楚雄州人民政府划入公司的交通银行股份0.45亿元及云南滇能楚雄水电开发有限公司股权0.08亿元、划入公司的云南省投融资担保有限公司股权0.19亿元构成。

截至2015年底，公司长期应收款账面余额20.59亿元，同比变化不大，公司累计计提坏账准备1.63亿元，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20.38亿元和对个旧个屯公路隧道开发经营有限公司长期应收款0.21亿元。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2015年底，公司固定资产账面原值23.88亿元，累计折旧5.30亿元，账面净值18.58亿元，成新率77.81%。公司固定资产中，房屋建筑物占82.73%，另有部分生产、施工、机械设备。

截至2015年底，公司在建工程46.25亿元，同比增长16.14%，主要系职教中心、楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目、非金硅工程项目投入增加所致；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（11.39亿元），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2015年底，公司生产性生物资产18.10亿元，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68.58亿元，同比变化不大，公司无形资产主要是土地使用权（占37.88%）和商用林地（占62.22%）；公司土地使用权中出让地占27.15%，划拨地占72.85%，其中24.64%土地使用权已用作银行借款抵押。

整体看，公司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。非流动资产以无形资产和在建工程为主，变现能力较弱，资产质量不高。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 160.79 亿元，同比增长 4.12%，主要系资本公积和未分配利润的增加所致；截至 2015 年底，资本公积 127.33 亿元，同比增长 4.53%，主要系母公司新增入账在建工程职教中心等部分资产记入资本公积所致；截至 2015 年底，归属于母公司权益中实收资本占 3.34%、资本公积占 83.41%、盈余公积占 1.02%、未分配利润占 12.08%，公司所有者权益较稳定，权益质量一般。

截至2015年底，公司负债合计134.65亿元，同比增加12.81%；其中流动负债占45.19%，非流动负债占54.81%。

截至2015年底，公司流动负债60.85亿元，同比减少6.40%，其中应付账款（占36.95%）、其他应付款（占37.09%）、短期借款（占10.26%）、和预收账款（占8.29%）占比较大。

截至2015年底，公司短期借款6.24亿元，具体为信用借款1.66亿元、质押借款0.19亿元、

抵押借款1.34亿元和保证借款3.05亿元构成。

截至2015年底，公司预收款项5.04亿元，同比减少34.83%，主要系下属子公司路桥股份有限公司以前年度预收工程保证金及工程款大量结清，导致预收款项余额大幅减少所致。

截至2015年底，公司应付账款22.48亿元，主要是财政委托拨款、与政府单位等的统贷统还资金以及工程款构成，较2014年增加22.93%，主要系母公司新增委托拨款及下属子公司应付未付的工程劳务款所致。

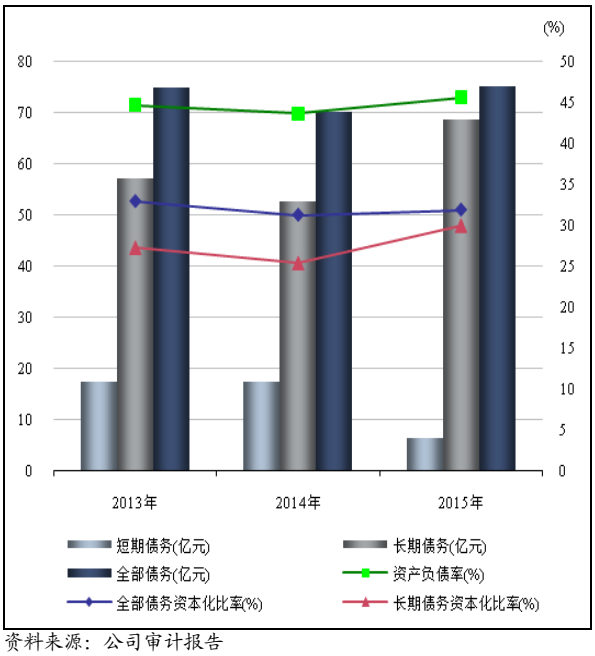
截至2015年底，公司其他应付款22.57亿元，主要由往来款和施工保证金构成，较2014年底增长27.97%，主要系下属子公司路桥股份有限公司及其他子公司收取的工程承包保证金、质保金、代扣款项、备用金等资金增长所致。

截至2015年底，公司非流动负债合计73.80亿元，较2014年底增加35.79%，主要系长期借款增加所致；其中，长期借款14.18亿元，以信用借款（占69.14%）和抵押借款（占28.64%）为主；应付债券36.55亿元，为公司2010年10月发行的7年期市政项目建设债券15亿元、2013年3月发行的7年期公路项目建设债券20亿元、路桥股份2014年2月发行的3.44亿元公司债券和2015年6月发行的1.09亿元公司债券；专项应付款0.82亿元，较2014年底减少0.37亿元，主要系专项建设资金转出所致；长期应付款4.32亿元，较上年增长3.86亿元，全部由融资租赁款构成，该指标已在长期债务及相关指标中列示。

从有息债务来看，公司债务构成以长期债务为主，截至2015年底公司有息债务合计79.39亿元，其中长期债务占91.76%。从负债指标看，跟踪期内，受长期借款增加影响，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有所上升，2015年底分别为45.58%、33.06%和31.18%。

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。

图2　2013～2015年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

4. 偿债能力

跟踪期内，受流动资产规模增加影响，公司流动比率和速动比率略有上升，2015年分别为194.70%和175.03%，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。总体来看，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债能力来看，跟踪期内公司EBITDA较去年同期略有下降，2015年为3.52亿元，全部债务/EBITDA为22.55倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。考虑到楚雄州政府对公司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，公司整体偿债能力好于指标值。

截至2015年底，公司对外担保总额5.28亿元，担保比率3.42%，主要系对楚雄城建投资开发有限公司（2.00亿元）、楚雄州职业教育园区管理委员会（1.50亿元）、武定工业开发投资有限公司1.00亿元、云南第三公路桥梁工程有限公司0.28亿元和云南阳光道桥股份有限公司0.50亿元，目前上述企业均正常运营，公司或有负债风险较小。

截至2015年底，公司获得授信总额31.77亿元，已使用额度31.77亿元，公司间接融资

渠道亟待拓宽。

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 2016 年 7 月 23 日，公司已结清的关注类贷款共 6 笔，未结清的关注类贷款共 18 笔。根据国家开发银行云南分行出具的说明，按照其资产质量分类标准，公司在该行贷款列入关注类，属正常贷款。总体看，公司过往债务履约情况良好。

十、存续债券偿债能力分析

偿债能力分析

跟踪期内，公司存续期内债券剩余额度为 28 亿元，具体为 2010 年 10 月发行的 12 亿元企业债券（即“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”）和 2013 年 3 月发行的 16 亿元公司债券（即“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”）。由于“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”均设计提前偿还条款，“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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，“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”将于 2016~2020 年每年偿还本金 4 亿元，期间还款高峰在 2017 年。2015 年公司 EBITDA 为 3.52 亿元，分别为 2017 年待偿还债券本金的 0.31 倍，EBITDA 值对待偿还债券的覆盖能力较弱。

2015 年公司经营活动的现金流入量为 53.54 亿元，分别为 2017 年待偿还债券本金的 4.66 倍，对待偿还债券的覆盖程度较高；2015 年公司经营活动现金流量净额为 5.87 万元，经营活动现金流量净额对待偿还债券保障能力很弱。

保护条款分析

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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。

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，经云南玺玉正资产评估有限公司按成本法评估（玺玉评 C 字[2016]第 017 号，报告出具日期 2016 年 6 月 20 日），公司持有的三项股权投资市场价值为 258227.72 万元，评估价值比去年同期上升 4508.73 万元，为本期债券发行额的 1.75 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

楚雄州与公司就“PR楚雄债/10楚雄开投债”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。

“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”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，截至 2015 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。

跟踪期内，股权质押资产对“10 回购款楚雄债/10 楚雄开投债”保障情况有所提升。

“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”

“PR楚雄投/13楚雄开投债”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%。

“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”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 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，经云南玺玉正资产评估有限公司按成本法评估（玺玉评 C 字[2015]第 016 号，报告出具日期 2016 年 6 月 20 日），公司持有的两项股权投资市场价值为 579798.96 万元，评估价值比去年同期上升 2308.69 万元，为本期债券发行额的 2.90 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

楚雄州与公司就“PR楚雄投/13楚雄开投债”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。

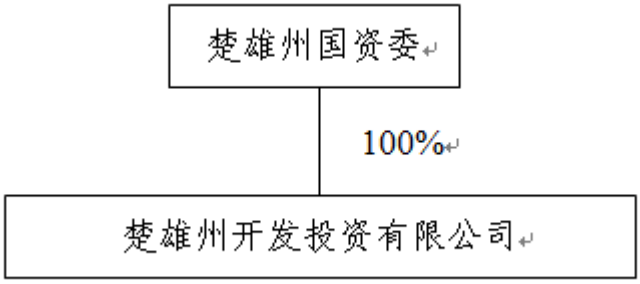
“PR楚雄投/13楚雄开投债”募投项目BT截至2015年底，楚雄州政府应支付回购款合计5.00亿元，已全部拨付到位。

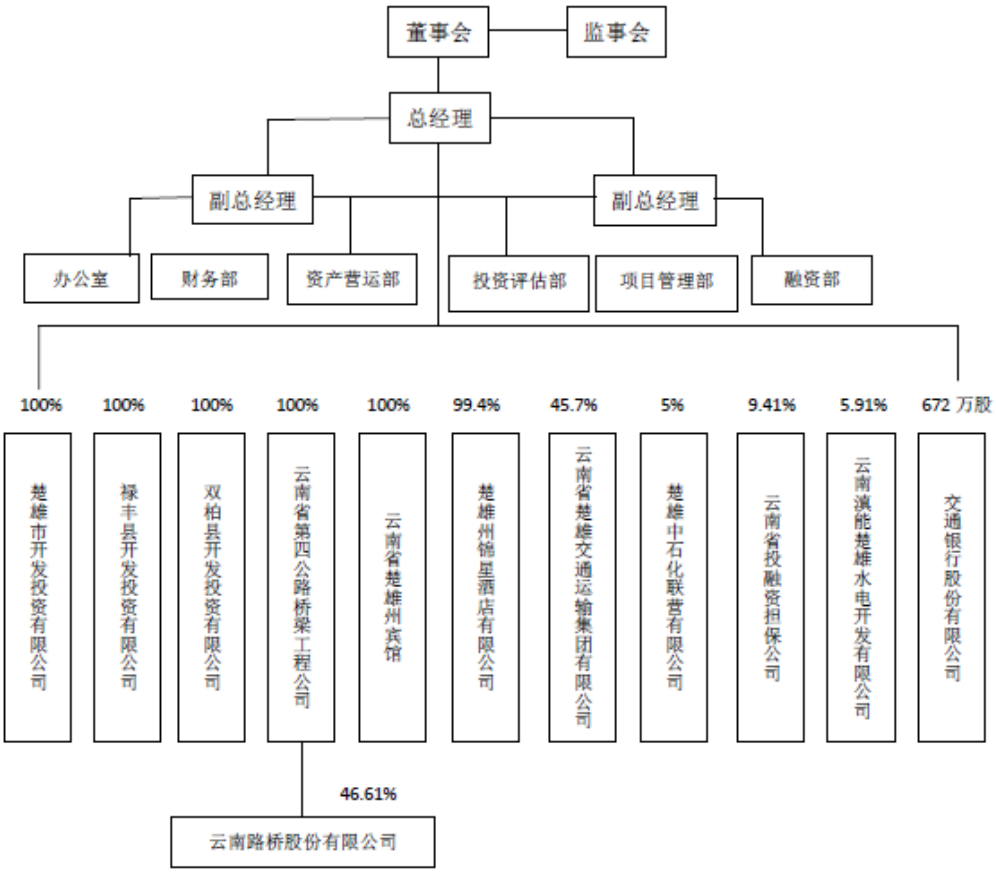
跟踪期内，股权质押资产对“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”保障情况有所提升，分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险，“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”募投项目有政府回购的支持，更好地保障本息偿付的安全性。

十一、结论

基于以上，联合资信维持公司 AA 主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.80	5.31	13.65
资产总额(亿元)	275.98	273.79	295.44
所有者权益(亿元)	152.72	154.43	160.79
短期债务(亿元)	17.53	17.41	6.54
长期债务(亿元)	57.16	53.08	72.85
全部债务(亿元)	74.69	70.49	79.39
营业收入(亿元)	25.79	27.36	35.20
利润总额(亿元)	1.93	0.76	0.92
EBITDA(亿元)	4.31	3.57	3.52
经营性净现金流(亿元)	-0.16	0.00	0.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.93	1.05	1.22
存货周转次数(次)	3.91	2.71	2.72
总资产周转次数(次)	0.10	0.10	0.12
现金收入比(%)	89.01	86.90	79.52
营业利润率(%)	13.77	14.01	12.34
总资本收益率(%)	1.08	0.85	0.89
净资产收益率(%)	0.93	0.33	0.44
长期债务资本化比率(%)	27.24	24.32	31.18
全部债务资本化比率(%)	32.84	31.20	33.06
资产负债率(%)	44.66	43.60	45.58
流动比率(%)	168.45	163.70	194.70
速动比率(%)	157.85	148.37	175.03
经营现金流动负债比(%)	-0.25	0.00	0.00
全部债务/EBITDA(倍)	17.32	19.62	22.55

注：1.长期应付款已调至长期债务及相关指标反映；2.现金类资产已扣除受限资金

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	（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+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。