跟踪评级公告

联合[2017] 1417 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，评级展望由稳定调整为负面，并维持“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/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

二零一九年七月七日

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：负面
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 楚雄债/10 楚雄开投债	7.50 亿元	2010/10/18	7 年	AA	AA
PR 楚雄投/13 楚雄开投债	12 亿元	2013/03/29	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 7 月 7 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	5.56	14.00	14.84
资产总额(亿元)	273.79	295.44	380.22
所有者权益(亿元)	154.43	160.79	158.12
短期债务(亿元)	17.41	6.54	11.81
长期债务(亿元)	52.62	68.53	139.88
全部债务(亿元)	70.03	75.07	151.59
调整湖全部债务(亿元)	70.49	79.39	154.66
营业收入(亿元)	27.36	35.20	43.72
利润总额 (亿元)	0.76	0.92	-5.38
EBITDA(亿元)	3.57	3.52	-2.39
经营性净现金流(亿元)	0.00	0.00	-7.32
营业利润率(%)	14.01	12.34	-6.32
净资产收益率(%)	0.33	0.44	-2.94
资产负债率(%)	43.60	45.58	58.41
全部债务资本化比率(%)	31.25	31.83	48.96
调整后全部债务资本化比率(%)	31.39	33.06	49.45
流动比率(%)	163.70	194.70	245.89
经营现金流动负债比(%)	0.00	0.00	-9.40
全部债务/EBITDA(倍)	19.63	21.32	-63.48
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.76	22.55	-64.72

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款。

分析师

张 宁 唐立倩

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： 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。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；地方政府通过注入资产以及项目回购等方面支持予以持续。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类款项规模大；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；公司盈利能力大幅下降；债务规模显著增长等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，收入占比较大的工程施工板块，受磨思公路工程款审计核减影响出现较大亏损，联合资信对公司的评级展望调整为负面。

“PR楚雄债/10楚雄开投债”和“PR楚雄投/13楚雄开投债”均以公司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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”的信用等级为 AA。

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，政府在资产持续注入、项目回购等方面给予公司持续的支持。
3. 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。
4. 跟踪期内，公司经营现金流入量对最高偿还本金峰值覆盖程度较高。

关注

1. 公司应收类款项规模不断增大，账龄偏长，对公司资金形成很大占用，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。
3. 跟踪期内，公司受磨思公路工程款审计核减影响出现较大亏损，盈利能力大幅下降。
4. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长。
5. 跟踪期内，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由楚雄州开发投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

楚雄州开发投资有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“楚雄州开投”或“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

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为楚雄州国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2016 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 2016 年底，公司资产总额 380.22 亿元，所有者权益合计 158.12 亿元（含少数股东权益 5.42 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 43.72 亿元，利润总额-5.38 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：赵克义。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2016 年底，联合资信所评公司存续债券待偿还债券本金合计 19.50 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并于 2016 年 10 月偿还“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”4.50 亿元的本金，2017 年 3 月偿还“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”4.00 亿元的本金。

表 1　截至 2016 年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
PR 楚雄债/10 楚雄开投债	15.00	2010/10/18	7 年	7.50	在债券存续期的第 5、6、7 年分别按照债券发行总额 20%、30%、50%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付
PR 楚雄投/13 楚雄开投债	20.00	2013/03/29	7 年	12.00	按年付息，债券存续期的 3~7 年按照发行总额的 20%偿还本金
合计	**35.00**	--	--	**19.50**	--

资料来源：联合资信整理

“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。目前全部项目均已开工建设，项目总投资额 28.30 亿元，截至 2016 年底已投资 30.04 亿元。

表 2　“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 2016 年底已投资额	截至 2016 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	7.67	3.50
大姚县东北片区建设工程	3.51	1.50	3.56	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	8.78	4.00

禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	3.00	8.12	3.00
合计	**28.30**	**13.00**	**30.04**	**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，截至 2016 年底已投资 26.59 亿元。

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

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀

升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力

支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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，2016 年全州实现生产总值（GDP）847.12 亿元，按可比价计算，比上年增长 11.0%。其中：第一产业增加值 162.63 亿元，增长 5.9%，拉动经济增长 1.2 个百分点；第二产业增加值 322.35 亿元，增长 13.8%，拉动经济增长 5.3 个百分点；第三产业增加值 362.14 亿元，增长 10.9%，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 10.7%、47.9%和 41.4%。第一、二、三产业增加值占生产总值的比重分别为 19.2%、38.1%、42.7%。全州人均生产总值（GDP）达 30962 元，比上年增长 10.8%。非公有制经济增加值 389.43 亿元，占 GDP 的比重为 46.0%

从固定资产投资来看，2016 年规模以上固定资产投资 1009.45 亿元，比上年增长 31.0%。其中：国有单位投资 568.79 亿元，增长 39.5%。按构成分，建筑工程投资 878.91 亿元，增长 46.6%；安装工程投资 26.36 亿元，下降 10.2%；设备购置 49.28 亿元，下降 42.3%；其他费用 54.90 亿元，下降 2.6%。2016 年新增固定资产 708.39 亿元，增长 12.3%。本年新开工项目 2058 个，增长 45.8%。

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，2016 年，楚雄州地方综合财力 323.60 亿元，其中一般公共预算收入总计占 86.80%，政府性基金收入占 13.18%，国有资本运营收入占 0.02%。从地方一般预算收入看，2016 年，楚雄州全年完成一般预算收入 73.64 亿元，同比增长 8.00%，其中：税收收入 46.55 亿元，增长 1.30%；非税收入 27.09 亿元，增长 21.80%。

表 3 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（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	余额
（一）一般公共预算收入	2808812	（一）直接债务余额	2084656.18
1、税收收入	465494	1、外国政府贷款	264.91
2、非税收入	270948	2、国际金融组织贷款	3251.97
3、地方政府一般债务收入		（1）世界银行贷款	3251.97
4、转移性收入	1576148	（2）亚洲开发银行贷款	
一般性转移支付收入	803948	（3）国际农业发展基金会贷款	
专项转移支付收入	556783	（4）其他国际金融组织贷款	
税收返还收入	121024	3、国债转贷资金	94.00
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	12620.54
调入资金	34864	6、国内金融机构借款	240922.32
上年结余收入	59529	（1）政府直接借款	
5、其他一般公共预算收入	496222	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	240922.32
（二）政府性基金收入	426581	7、债券融资	1469272.00
1、国有土地使用权出让收入	153295	（1）中央代发地方政府债券	1289000.00
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	180272.00
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	14033.18
5、上级补助收入	20215	10、拖欠工资和工程款	79506.76
6、上年结余	21255	11、其他	264690.50
7、调入资金		（二）担保债务余额	68945.76
8、债券转贷收入	224000	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	7816	（2）亚洲开发银行贷款	
（三）国有资本经营收入	560	（3）国际农业发展基金会贷款	
1、利润收入	560	（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	6031.84
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		5、政府担保向单位，个人借款	
5、上年结余		6、其他	62913.92
6、其他国有资本经营预算收入			
综合财力=（一）+（二）+（三）	**3235953**	**地方政府债务余额=（一）+（二）×50%**	**2119129.06**
债务率=（债务余额/综合财力）×100%		**65.48%**	

资料来源：楚雄州财政局

地方政府债务方面，截至 2016 年底，楚雄州政府直接债务余额 208.47 亿元，担保债务余额 6.89 亿元，楚雄州政府全部债务余额 211.91 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 65.48%，楚雄州地方政府债务负担一般。

总体来看，楚雄州经济总量保持持续增长；地方综合财力以转移性收入收入为主；地方债务负担一般。

六．基础素质分析

1. 股权状况

截至 2016 年底，公司注册资本 51000 万元实收资本 51000 万元，公司股东及实质控制人未发生变化，仍为楚雄州国资委。

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，跟踪期内，公司持续得到地方政府在资产划拨、政府补助以及项目回购等方面大力支持。

（1）资产注入

2016 年，根据根据楚财资【2015】64 号通知，政府将楚雄州商务局、粮食局、水务局、交通运输局、检察院、教育局等单位占有的土地房屋及构筑物国有资产无偿划拨给公司。其中，土地总面积 23721.30m^2，已入账土地价值 10.37 万元；房屋及构筑物面积建筑面积 27502.30 m^2，账面价值 3777.52 万元，共计 3787.89 万元。实际执行中，公司完成对楚雄州商务局和粮食局的房屋及土地资产产权证过户工作，并对划拨时无入账价值的商务局土地进行了评估，评估价值 419.99 万元，其余按划拨时价值入账，共入账 644.45 万元。

（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，尚未到位资金在“应收账款”反映，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 2.36 亿元/年，超过楚政复[2009]55 号文的 1.5 亿元/年的标准，因此 2014～2016 年，公司并未计提该款项。

2016 年公司共获得补贴收入 30.10 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；公司应收的回购款总额为 40 亿元，分 10 年支付。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）
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，2011～2016 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40.79亿元；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5 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

截至2016年底，楚雄州政府合计应支付回购款13.00亿元，已全部拨付到位。

（4）还款来源保障

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2016年楚雄州政府对公司在资产注入和项目回购等方面支持力度较大，其对公司业务发展的支持尚可。

3. 企业信用记录

根据企业提供的企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1053230100003240K），截至2017年5月22日，公司有11笔已结清不良、关注类贷款，13笔未结清的关注类贷款。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。公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度无重大变动、管理体制执行情况良好。

公司主要收入来源于云南路桥股份有限公司（以下简称“路桥股份”），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。

跟踪期内，根据楚雄州人民政府关于赵克义等同志任免职的通知（楚政通【2015】45号），公司董事长由赵克义任担任。

赵克义先生，研究生学历，公司董事长（兼）、法定代表人，历任大理州洱源县人民政府办公室副主任；大理州洱源县三营乡党委书记、三营镇党委书记；中共祥云县委常委、组织部长、县委副书记；中共永仁县委副书记、县长、县委书记等职务。现任，楚雄州委常委、常务副州长兼公司董事长职务。

跟踪期内公司高层管理人员发生正常变动，对公司经营影响不大。

八、经营分析

1. 经营概况

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。2016年，公司实现营业收入43.72亿元，同比增长24.20%，主要系新增反映在其他业务收入中的工程垫付款利息补偿收入所致。公司营业收入以工程施工业务为主，其2016年收入占比达65.53%；汽车运营及相关服务业务占比为9.07%，2016年实现收入3.96亿元，同比减少16.10%，主要是私家车不断增加，对汽车客运市场造成了压缩，影响了汽车运营行业及相关服务业务的营业收入所致。2016年，其他收入11.11亿元，主要由新增的工程垫付款利息补偿

8.16亿元构成。

从毛利率上看，2016 年工程施工业务毛利率-37.84%，表现为亏损，一方面是因为路桥股份总承包普洱磨思高速公路经云南省审计厅审计，对磨思高速公路工程进行了 5.55 亿元的工程收入价款核减所致，一方面系“营改增”导致本期营业收入减少所致。2016 年汽车运营及相关服务毛利率为-1.93%，同样表现为亏损，主要系汽车运营收入下降的同时人工成本、油胎料等运营成本大幅增加所致。同期，公司其他业务板块实现毛利率 78.29%，较上年增加 34.68 个百分点，主要市因为工程垫付利息补偿收入较高且无相关成本产生所致。

表6　公司2015~2016年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	280190.90	79.50	12.07	286514.89	65.53	-37.84
汽车运营及相关服务	47150.40	13.40	20.01	39648.83	9.07	-1.93
其他*	24652.33	7.00	43.61	111080.95	25.40	78.29
合计	**351993.63**	**100．00**	**15.34**	**437244.68**	**100．00**	**-5.08**

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

2. 业务经营分析

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 2016 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 2016 年底已完成投资 58.05 亿元。目前公司主要的在建项目如下所示：

表 7　截至 2016 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）
1	西南片区工程	1.35	1.42
2	楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路	40.79	26.59
3	姚安县城东南片区城市道路建设工程	1.79	1.91

4	武定县北部新区道路建设工程	7.39	7.67
5	大姚县东北片区建设工程	3.51	3.56
6	楚雄市东南片区道路及基础设施二期工程项目	8.38	8.78
7	禄丰县城北片区市政道路建设工程	7.23	8.12
合计		70.44	58.05

资料来源：公司提供

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。

2017 年 2 月，云南省审计厅对路桥股份总承包施工的磨黑至思茅高速公路（以下简称“磨思公路”）项目进行竣工决算审计，审定云南路桥多计工程价款 5.55 亿元，根据规定公司需要对多计的工程款进行核减。受磨思公路工程价款审减影响，2016 年，公司一次性冲减营业收入 5.16 亿元[1]。2016 年，路桥股份实现营业收入 36.31 亿元。

截至 2016 年底，路桥股份完工合同金额 36.31 亿元，公司新签合同金额为 35.83 亿元，同比增加 36.90%；年末在手合同金额为 58.62 亿元，其中省内合同 52.22 亿元。

此外，2016 年，公司开始通过合作经营方式获取施工项目，与云南省公路开发投资有限责任公司（以下简称“云南公投”）共同投资成立两个子公司，分别为云南公投建设集团第四工程有限公司(以下简称“云南公投第四工程”）和云南云岭高速公路建设集团第九工程有限公司（以下简称“第九工程”），云南路桥均持股 49.00%。云南公投作为业主方，公司为施工劳务提供方，项目施工过程中的主要材料由云南公投提供，从而有效降低了公司在项目建设过程中的资金垫付压力。2016 年，公司合作经营项目合同金额 18.96 亿元，预计可为公司带来一定收益。

2016年，路桥股份主要在建工程和进展情况列式如下：

表 8　2016 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	龙瑞高速十合同	3.86	97.86
2	普宣公路八合同	3.64	97.48
3	普宣路面二合同	1.79	96.35
4	瑞陇高速第二合同	4.07	95.76
5	龙瑞高速路面工程 B02 合同	2.45	97.80
6	龙瑞高速路面工程 B04 合同	1.76	98.17
7	龙瑞高速路面工程 BH01 合同	1.24	97.88
8	待功高速土建五合同段	4.32	96.98
9	石红高速土建二合同	5.99	97.46
10	香格里拉市内环市政工程	3.37	64.20
11	功东高速公路 1 合同 3 工区	4.97	38.50
12	功东高速公路 1 合同 2 工区	3.82	54.65
13	G214 上洱段改造工程下山口段	3.22	43.20
14	河南机西高速公路二期 ZT-1 标段	6.17	24.52
15	小磨公路改扩建工程第十二标段	3.82	76.82
16	华丽高速土建五合同	3.36	25.29
合计		57.85	--

资料来源：公司提供

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

[1]此次项目工程款审减路桥股份需按照有关规定核减主营业务收入5.55 亿元，审计后结转剩余尾款0.49 亿元，另外，审计认为施工单位少记宁洱立交联络线尾工预留款0.1亿元，已与磨思公司进行计量结算时已核减，因此实际冲减主营业务收入5.16亿元。

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。

2016年，公司实现汽车运营收入2.47亿元；全年新增营运班线22条，累计营运班线482条，其中省际班线6条、市际班线67条、县际班线86条、县内班线323条；完成客运量1406万人次，同比增长5.00%。

2016年，在其他相关服务业务方面主要为，驾校培训收入 7440.01 万元以及机动车技术检测收入 1007.63 万元。2016 年公司汽车运营及相关服务业务收入为 3.96 亿元。

4. 其他业务

其他业务主要由房地产业务，工程结算、商品房销售、客房、餐饮、融资手续费和水利发电等构成，2016 年将新增工程垫付款利息补偿计入该板块核算。2016 年公司其他收入为 11.11 亿元，较上年低大幅增长 8.64 亿元。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度审计报告，亚太（集团）会计师事务所有限公司深圳分所对该合并报表进行了审计，并由其出具了标准无保留意见。

从合并范围来看，截至 2016 年底，纳入合并范围的子公司为 8 家，合并范围未发生变化。公司财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 380.22 亿元，所有者权益合计 158.12 亿元（含少数股东权益 5.42 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 43.72 亿元，利润总额-5.38 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 380.22 亿元，同比增长 28.70%。其中流动资产占 73.01%，非流动资产占 26.99%，公司资产以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产191.62亿元，同比增长61.75%。公司流动资产主要以货币资金（占7.74%）、应收账款（占20.10%）、其他应收款（占65.76%）、存货（占3.78%）和预付账款（2.55%）为主。

截至2016年底，公司货币资金14.84亿元，以银行存款（占97.71%）为主；其中其他货币资金0.28亿元，主要为保函保证金、汇票保证金、质押存单及滋生利息，全部为受限资金。

截至 2016 年底，公司预付款项 4.89 亿元，主要由预付工程款构成，同比减少 2.77%，其中账龄在 1 年以内的占 52.75%，1～2 年的占 22.83%，2～3 年的占 15.97%，3 年以上的占 8.45%。截至 2016 年底预付账款中前五名合计占 35.23%。

截至 2016 年底，公司应收账款 38.52 亿元，同比增长 23.22%，主要系子公司路桥股份承建的大理经济开发区龙山隧道项目等 G214 上洱段改造工程下山口段项目产生的应收账款较上年增加所致。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 44.22%，1～2 年的占 0.34%，2～3 年的占

2.47%，3 年以上的占 52.97%，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 66.51%，集中度较高。公司应收账款累计计提坏账准备 1.02 亿元，计提比率为 2.58%。

表 9　公司应收账款前五名欠款单位情况

单位名称	年底欠款金额（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	3.75	10.33
大理市东城区市政工程有限责任公司	2.29	5.78
云南公投建设集团第四工程有限公司	2.21	5.58
合计	**26.29**	**66.51**

资料来源：公司审计报告

截至2016底，公司其他应收款余额为126.02亿元，同比增长124.42%，公司新增对县级平台公司的借款所致。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43.46%；从账龄来看，账龄在1年以内的占76.95%，1～2年的占11.56%，2～3年的占2.66%，3年以上的占8.83%，账龄较短；公司其他应收款累计计提坏账准备0.86亿元，计提比率为0.68%。

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（亿元）	占其他应收款总额的比例（%）
武定县开发投资有限公司	15.32	12.07
南华县开发投资公司	10.69	8.43
元谋县开发投资有限公司	10.22	8.05
州财政应偿还借款(本金)	10.02	7.90
大姚县开发投资有限公司	8.89	7.01
合　计	**55.14**	**43.46**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货7.25亿元，同比减少39.46%，主要系子公司路桥股份于2016年结算了理海东滇西物流基地道路等工程项目，已完工尚未结算的工程施工大幅减少所致；公司存货构成中已完工尚未结算的工程施工4.93亿元（占68.00%），另有部分原材料、低值易耗品及库存商品等。

截至 2016 年底，公司非流动资产 188.60 亿元，同比增长 6.57%。公司非流动资产以长期应收款（占 14.55%）、固定资产（占 20.64%）、在建工程（占 14.99%）、生产性生物资产（占 9.58%）及无形资产（占 36.44%）为主。

截至 2016 年底，公司长期应收款账面余额 27.44 亿元，同比增长 33.24%，公司累计计提坏账准备 0.74 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 26.47 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 0.97 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2016年底，公司固定资产账面原值45.20亿元，累计折旧6.27亿元，账面净值38.93亿元，同比增加109.49%，主要是因为在建工程转入20.24亿元。公司固定资产中，房屋建筑物占91.29%，另有部分机械设备、运输工具等。

截至2016年底，公司在建工程28.27亿元，同比下降38.87%，主要系青山嘴水库（7.29亿元）以及南永公路（12.89亿元）转入固定资产所致；重大项目主要包括楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目13.35亿元、职教中心项目11.39亿元。

截至2016年底，公司生产性生物资产18.07亿元，同比下降0.18%，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68.72亿元，同比增加0.20%，公司无形资产主要是土地使用权（占37.86%）和商用林地（占62.14%）；公司土地使用权中出让地占48.69%，划拨地占51.31%，其中37.95%土地使用权已用作银行借款抵押。

跟踪期内，公司流动资产以应收账款和其他应收款为主，应收账款回收周期偏长。非流动资产以无形资产和在建工程为主，变现能力较弱，同时考虑到，公司公益性资产占比较大，整体看，公司资产质量差。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 158.12 亿元，同比下降 1.66%；截至 2016 年底，资本公积 129.38 亿元，同比增长 1.61%，主要系新划入粮食局、商务局及职教中心房屋土地资产所致；截至 2016 年底，归属于母公司权益中实收资本占 3.21%、资本公积占 81.31%、盈余公积占 0.98%、未分配利润占 10.29%，公司所有者权益较稳定。

负债

截至2016年底，公司负债222.10亿元，同比增长64.94%，主要系其他应付款以及预收款项增加所致；从其构成来看，流动负债占35.09%，非流动负债占64.91%。

截至2016年底，公司流动负债77.93亿元，同比增长28.07%，其中应付账款（占27.62%）、其他应付款（占39.22%）、短期借款（占7.27%）、预收账款（占12.50%）和一年内到期的非流动负债（占7.41%）占比较大。

截至2016年底，公司短期借款5.66亿元，同比减少9.28%，具体为信用借款1.80亿元、质押借款2.60亿元、抵押借款1.16亿元和保证借款0.10亿元构成。

截至2016年底，公司应付账款21.52亿元，同比减少4.26%，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。

截至2016年底，公司预收款项9.74亿元，同比增长93.15%，主要系子公司路桥股份本期未完工预收的款项大幅增加所致。

截至2016年底，公司其他应付款30.56亿元，主要由往来款和施工保证金构成，较2015年底增长35.41%，主要系往来款增长所致。

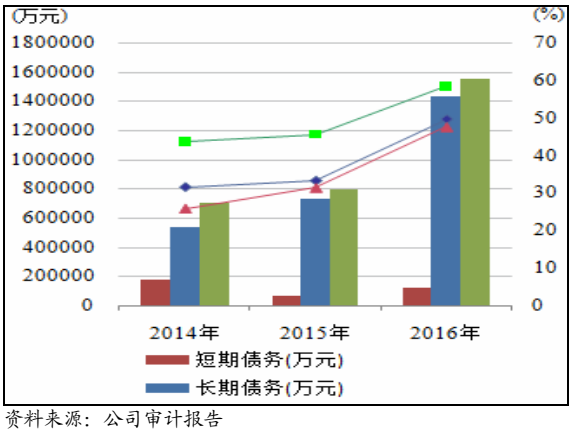
截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债5.77亿元，同比大幅增长2053.68%，主要由一年内到期的长期借款4.69亿元和一年内到期的长期应付款1.08亿元构成。

截至2016年底，公司非流动负债合计144.17亿元，同比增长95.33%，主要系长期借款增加所致；其中，长期借款103.89亿元，以信用借款（占87.79%）、抵押借款（占5.50%）以及质押借款（占6.21%）为主；应付债券35.98亿元，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3.50亿元公司债券、2015年6月发行的1.10亿元公司债券以及2016年3月和8月发行的公司债券合计8亿元构成；专项应付款1.14亿元，同比增长38.88%，主要系专项建设资金增加3.70亿元所致；长期应付款2.96亿元，较上年下降31.37%，全部由融资租赁款构成，该指标已在调整后全部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 2016 年底公司有息债务合计151.59 亿元，其中长期债务占 92.21%。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快速上升，2016 年底分别为58.41%、48.96%和 46.94%。若将长期应付款考虑在内，公司调整后全部债务及调整后全部债务资本化比率分别为 154.66 亿元和 49.45%。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务结构以长期债务为主，债务负担快速上升。

图1　2014～2016年公司债务情况



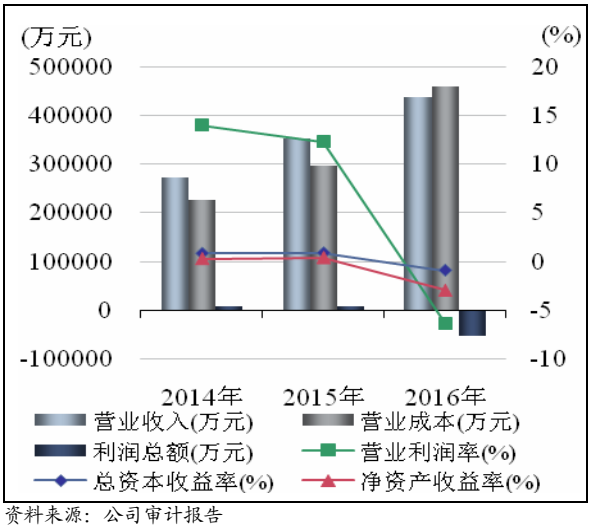
资料来源：公司审计报告

3. 盈利能力

公司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。2016 年，公司实现营业收入 43.72 亿元，同比增长 24.22%，主要系公司于 2016 年新增工程垫付款利息补偿收入 8.16 亿元所致。2016 年公司营业成本 45.95 亿元，同比增长 54.19%，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；从盈利指标看，2016 年公司营业利润率由正转负为-6.32%，主要是受工程施工成本大幅增加影响。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用，2016 年期间费用为 3.50 亿元，同比增长 8.16%。2016 年期间费用占营业收入比的比例为 8.01%，公司对期间费用的控制较好。

图2　2014～2016年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

此外，营业外收入是公司利润的重要补充。2016 年，公司营业外收入 0.27 亿元，同比下降 6.49%，主要由部分子公司获得财政补贴收入 30.10 万元、固定资产产生的净收益 0.07 亿元以及其他收入 0.17 亿元构成。

2016年受公司工程施工板块利润表现为亏损影响，公司总资本收益率和净资产收益率均表现为负，分别为-0.91%和-2.94%。

总体来看，跟踪期内，受工程施工板块业务亏损影响公司表现为亏损，公司盈利能力大幅下降。

4. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 33.98 亿元，同比增长 21.39%，主要系公司于 2016 年新增工程垫付款利息补偿收入 8.16 亿元所致；现金收入比为 77.71%，公司收入实现质量一般；2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 17.88 亿元，同比下降 30.03%，主要是收到项目保证金及往来款项，2016 年大幅下降主要系公司以前年度较大型工程施工项目大部分已完工，相应的下级承包项目保证金大部分已结清所致；2016 年公司经营活动现金流入量为 51.87 亿元。经营活动现金流出方面，2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 27.54 亿元，同比增加 42.94%，主要系公司子公司路桥股份有限公司 2016 年新增工程项目增长幅度较大所致；公司支付其他与经营活动有关的现金主要由支付保证金、子公司同相关单位的往来款项构成，2016 年为 26.35 亿元，同比下降 14.78%，主要公司子公司路桥股份承担的大型工程较往年有所减少项目保证金的缴付金额有所减少所致。2016 年，公司经营活动现金流量净额为-7.32 亿元。

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。2016 年公司取得投资收益收到的现金 0.30 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；2016 年公司投资活动现金流出为 3.01 亿元，同比下降 50.23%。2016 年公司固定资产、无形资产等支付的现金 2.16 亿元，同比下降 61.70%，主要由 2016 年以前年度较大型工程施工项目大部分已完工，相应的投资减少所致。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-2.61 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，2016 年公司取得借款收到的现金为 128.15 亿元，同比增长 358.51%，主要系公司新增浦发银行扶贫基金 60.83 亿元、国开行借款 9.41 亿元所致；收到其他与筹资活动有主要系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，2016 年为 56.45 亿元，同比增长 121.48%，主要系收到债务置换 14 亿元以及收回各县市借款增加 19 亿元所致。2016 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。公司支付其他与筹资活动有关的现金主要由公司拨付县市公司的借款构成，2016 年为 142.44 亿元，同比大增 1402.63%，主要是因为公司增加拨付县市平台公司的扶贫借款 86.88 亿元、转借省铁投委托贷款 2.50 亿元、转借国开基金 10.07 亿元以及其拨付其他借款等所致。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 10.83 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入有所下降，经营活动获现能力弱；由于大型在建工程已基本完工，投资活动支出有所减少；公司作为楚雄州重要的融资平台，承担着为下属县市平台公司融资的职能，2016年公司筹资规模大幅上升。

5. 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大幅上升，2016 年底分别为 245.89%和 236.59%，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，公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力来看，跟踪期内受利润总额表现为亏损影响，公司EBITDA表现为负，2016年为-2.39亿元，调整后全部债务/EBITDA为-64.72倍，EBITDA对全部债务没有保障能力。

截至 2016 年底，公司对外担保总额 48.06 亿元，担保比率 30.39%，主要系对楚雄市城乡建设投资有限公司担保 43.89 亿元，上述企业为国有企业，且运营情况正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 11　截至 2016 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保人	担保金额	业务种类
楚雄城建投资开发有限公司	20000.00	贷款
楚雄市城乡建设投资有限公司	438899.00	贷款
武定工业开发投资有限公司	10000.00	贷款
云南阳光道桥股份有限公司	3402.47	贷款
云南第三公路桥梁工程有限责任公司	2800.00	贷款
中国云南路建集团股份公司	2500.00	贷款
云南阳光道桥股份有限公司	2000.00	贷款
中国云南路建集团股份公司	1000.00	贷款
合计	**480601.47**	--

注：公司对楚雄市城乡建设投资有限公司提供本息担保总额为 43.89 亿元，截至本报告出具日根据楚雄市城乡建设投资有限公司实际提款金额为产生的实际担保余额为 10.61 亿元。

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司获得授信总额 173.41 亿元，已使用额度 117.30 亿元，公司间接融资

渠道有待拓宽。

或有诉讼方面，2017 年 3 月公司子公司路桥股份接到广西阳鹿高速公路有限公司管理人通知书，要求各债权人于 2017 年 4 月 12 日前书面申报债权，并于 2017 年 4 月 21 日在南宁市中级人民法院 1 号法庭召开第一次债权人会议。截至 2017 年 4 月 21 日子公司路桥股份已申报债权总额 3.88 亿元。下一步债权人委员会将对各债权人申报的债权进行审核确认。

十、存续债券偿债能力分析

偿债能力分析

跟踪期内，经联合资信所评公司存续期内债券剩余额度为 19.50 亿元，由于“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”均设置提前偿还条款，“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，且“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”已于 2017 年 3 月偿付本金 4 亿元。2016 年公司 EBITDA 为-2.39 亿元，对 2017 年待偿还债券本金没有保障能力。

2016 年公司经营活动的现金流入量为 51.87 亿元，分别为 2017 年待偿还债券本金的 6.92 倍，对待偿还债券的覆盖程度较高；2016 年公司经营活动现金流量净额为-7.32 亿元，经营活动现金流量净额对待偿还债券没有保障能力。

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”以公司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 2016 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[2017]第 012 号，报告出具日期 2017 年 6 月 15 日），公司持有的三项股权投资市场价值为 264143.37 万元，评估价值比去年同期上升 5915.65 万元，为“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”剩余待偿还本金的 3.52 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“PR楚雄债/10楚雄开投债”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。

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”采用股权质押的担保方式。公司以其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 2016 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[2017]第 011 号，报告出具日期 2017 年 6 月 15 日），公司持有的两项股权投资市场价值为 580627.59 万元，评估价值比去年同期上升 828.63 万元，为本期债券发行余额的 4.84 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“PR楚雄投/13楚雄开投债”本金的3.03倍（存续期内回购款保障倍数为1.98倍），且“PR楚雄投/13楚雄开投

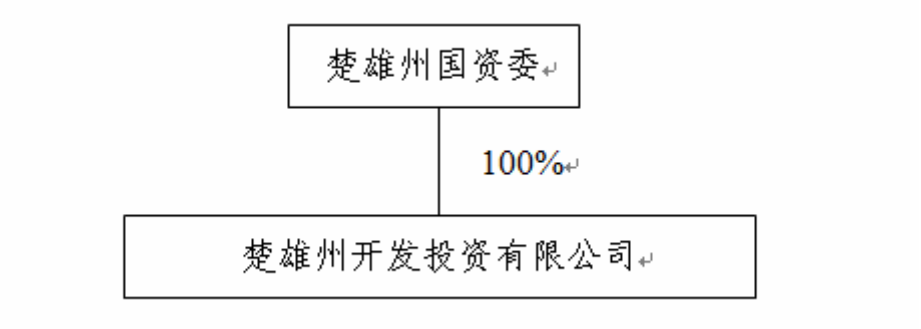
债”还本付息的现金流与项目回购款的现金流较为匹配，债券当年的还本付息资金基本可以通过当年项目的回购款解决。

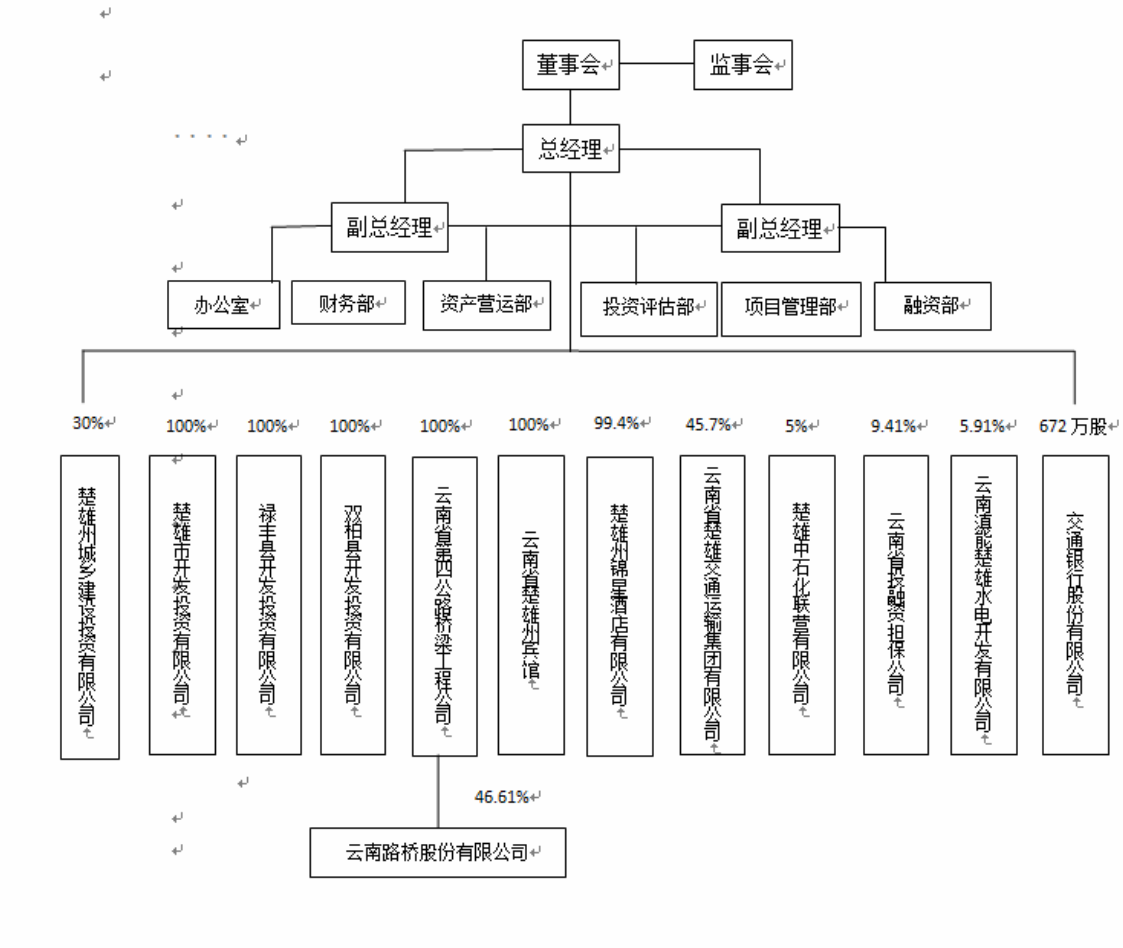
跟踪期内，股权质押资产对“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”保障情况有所提升，分期偿还的还款方式有助于降低集中偿付风险，“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”募投项目有政府回购的支持，更好地保障本息偿付的安全性。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“PR 楚雄债/10 楚雄开投债”和“PR 楚雄投/13 楚雄开投债”的信用等级为 AA。

附件 1　公司股权及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.56	14.00	14.84
资产总额(亿元)	273.79	295.44	380.22
所有者权益(亿元)	154.43	160.79	158.12
短期债务(亿元)	17.41	6.54	11.81
长期债务(亿元)	52.62	68.53	139.88
全部债务(亿元)	70.03	75.07	151.59
调整后全部债务（亿元）	70.49	79.39	154.66
营业收入(亿元)	27.36	35.20	43.72
利润总额(亿元)	0.76	0.92	-5.38
EBITDA(亿元)	3.57	3.52	-2.39
经营性净现金流(亿元)	0.00	0.00	-7.32
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.05	1.22	1.25
存货周转次数(次)	2.71	2.72	4.78
总资产周转次数(次)	0.10	0.12	0.13
现金收入比(%)	86.90	79.52	77.71
营业利润率(%)	14.01	12.34	-6.32
总资本收益率(%)	0.85	0.91	-0.91
净资产收益率(%)	0.33	0.44	-2.94
长期债务资本化比率(%)	24.32	31.18	46.94
全部债务资本化比率(%)	31.25	31.83	48.96
调整后全部债务资本化比例（%）	31.39	33.06	49.45
资产负债率(%)	43.60	45.58	58.41
流动比率(%)	163.70	194.70	245.89
速动比率(%)	148.37	175.03	236.59
经营现金流动负债比(%)	0.00	0.00	-9.40
全部债务/EBITDA(倍)	19.63	21.32	-63.48
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.76	22.55	-64.72

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款。

附件 3　主要财务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+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	
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
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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。