信用等级公告

联合[2018] 1435 号

联合资信评估有限公司通过对楚雄州开发投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将楚雄州开发投资有限公司主体长期信用由 AA 下调至 AA^-，评级展望为负面；维持“13 楚雄开投债/楚投暂停”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

楚雄州开发投资有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次发行人主体长期信用等级：AA- 评级展望：负面
上次发行人主体长期信用等级：AA 评级展望：负面

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果	评级展望
13 楚雄开投债/楚投暂停	8.00 亿元	2020/03/29	AA	AA	稳定

评级时间：2018 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	14.00	14.84	8.49
资产总额(亿元)	295.44	380.22	366.96
所有者权益(亿元)	160.79	158.12	156.69
短期债务(亿元)	6.54	11.81	15.96
长期债务(亿元)	68.53	139.88	115.81
全部债务(亿元)	75.07	151.59	131.77
营业收入(亿元)	35.20	43.72	29.20
利润总额 (亿元)	0.92	-5.38	-4.43
EBITDA(亿元)	3.52	-2.39	-1.53
经营性净现金流(亿元)	0.00	-7.32	0.76
营业利润率(%)	12.34	-6.32	8.17
净资产收益率(%)	0.44	-2.94	-2.42
资产负债率(%)	45.58	58.41	57.30
全部债务资本化比率(%)	31.83	48.96	45.68
流动比率(%)	194.70	245.89	202.73
经营现金流动负债比(%)	0.00	-9.40	0.85
全部债务/EBITDA(倍)	21.32	-63.48	-86.16

分析师
张 宁 李 丹

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；政府在资产注入以及政府补贴方面给予公司持续的支持。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二级子公司云南路桥股份有限公司（以下简称“路桥股份”）控制力弱以及公司盈利能力很弱等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，受路桥股份对未能收回的已完工未结算债权计提资产减值损失影响，公司利润总额持续为负。作为公司收入主要来源的工程施工板块新签合同数量大幅下降且金额很小，公司已完工项目中个旧项目和磨思公路项目应收账款金额仍较大，资金回收时间依旧存在较大不确定性，由此导致的现金流不足将对公司债务兑付产生较大影响，公司信用基本面持续恶化。

“13楚雄开投债/楚投暂停”以公司拥有的下属子公司股权作质押担保；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，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 下调至 AA-，评级展望为负面；维持“13 楚雄开投债/楚投暂停”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，政府在资产注入以及政府补贴方面给予公司持续的支持。
2. 跟踪期内“13楚雄开投债/楚投暂停”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. 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二级子公司路桥股份控制力有待提升。
3. 跟踪期内，受公司对未能收回的已完工未结算债权计提资产减值损失影响，公司利润总额持续为负。
4. 跟踪期内，公司工程施工板块新签合同及在手合同金额小，且公司已完工项目中个旧项目和磨思公路项目应收账款金额仍较大，资金回收时间依旧存在较大不确定性，由此导致的现金流不足将对公司债务兑付产生较大影响。
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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2017 年 12 月，根据国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）与公司签订的协议，公司将与国开基金以前年度所形成的长期借款中 2.50 亿元转增资本(已办理工商登记变更手续)，但并未将相关借款转至“实收资本”。公司股东变为国开基金（持股 32.89%）和楚雄州国资委（持股 67.11%）。公司实际控制人未发生变化，仍为楚雄州国资委。截至 2017 年底，公司注册资本 76000 万元，实收资本 51000 万元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2017 年底，公司拥有 8 家子公司。公司目前内设办公室、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 2017 年底，公司资产总额 366.96 亿元，所有者权益合计 156.69 亿元（含少数股东权益 3.45 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 29.20 亿元，利润总额-4.43 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

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评公司存续“13 楚雄开投债/楚投暂停”待偿还债券本金余额 8.00 亿元，并于存续期的 3~7 年偿还债券本金的 20%。公司已于 2018 年 3 月偿还“13 楚雄开投债/楚投暂停”4.00 亿元的本金。

13楚雄开投债/楚投暂停”（该债券已纳入政府债务）发行额度20.00亿元，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2017年底已投资39.60亿元（已处于竣工决算状态），“13楚雄开投债/楚投暂停”募集资金已按规定用途全部使用。

此外，“13楚雄开投债/楚投暂停”以公司拥有的下属子公司股权作质押担保；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。

表 1　截至 2018 年 5 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 楚雄开投债/楚投暂停	20.00	8.00	2013/03/29	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，

		倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

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。

2017年，楚雄州经济持续稳定增长，为公司提供了良好的外部环境。

根据楚雄州统计局公报显示，2017年全州实现生产总值（GDP）937.37亿元，按可比价计算，比上年增长10.80%。其中：第一产业增加值171.02亿元，增长6.30%，拉动经济增长1.20个百分点；第二产业增加值366.11亿元，增长13.10%，拉动经济增长5.20个百分点；第三产业增加值400.24亿元，增长10.60%，拉动经济增长4.4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11.10%、47.90%和41.00%。全州人均生产总值（GDP）达34192元，比上年增长10.5%。非公有制经济增加值432.33亿元，占GDP的比重为46.1%。

从固定资产投资来看，全年固定资产投资（不含农户）1290.33亿元，比上年增长27.80%。其中：产业投资428.92亿元，增长7.50%，占固定资产投资的33.20%，工业投资223.34亿元，增长11.00%，占固定资产投资的17.30%。民间投资396.50亿元，增长0.4%，占固定资产投资的30.70%。

五．基础素质分析

1. 股权状况

2017 年 12 月，根据国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）与公司签订的协议，公司将与国开基金以前年度所形成的长期借款中 2.50 亿元转增资本(已办理工商登记变更手续)，但并未将相关借款转至“实收资本”，公司股东变为国开基金（持股 32.89%）和楚雄州国资委（持股 67.11%）。公司实际控制人未发生变化，仍为楚雄州国资委。截至 2017 年底，公司注册资本 76000 万元，实收资本 51000 万元。

2. 外部支持

跟踪期内，楚雄州财政收入持续增长，财政自给率低，对上级补助依赖较大；楚雄州政府继续在资产注入以及财政补贴方面给予公司一定支持。

根据楚雄州财政局提供的数据，2017 年，楚雄州实现一般公共预算收入 80.26 亿元，同比增长 8.99%；政府性基金收入 50.43 亿元，同比增长 16.41%；国有资本运营收入 853 万元。一般公共预算收入中，税收收入 49.66 亿元，同比增长 6.69%；非税收入 30.60 亿元，同比增长 12.96%。2017 年，楚雄州一般公共预算支出 248.69 亿元，财政自给率为 32.27%，财政自给率较低，对上级补助依赖较大。

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以及政府补助等方面支持。

2017 年，根据楚财资【2014】57 号通知，公司将以前年度政府注入的文化活动中心房屋及构筑物，按划拨价值 3.25 亿元入账，未来公司将盘活该资产并取得相关收益；2017 年公司共获得客运燃油补贴收入 339.08 万元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，无未结清和已结清不良信贷信息记录。

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 2018 年 5 月 16 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 26 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、高管人员无重大变动、管理制度执行情况良好。

公司主要收入来源于二级子公司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，不参与路桥股份经营管理。

七、经营分析

跟踪期内，公司业务仍然分散在子公司层面，收入规模大幅下降，盈利能力有所好转但仍维持在较低水平。

公司现有业务涵盖工程施工、汽车运营等领域，其主要经营主体均为下属子公司。2017 年，公司实现营业收入29.20亿元，同比减少33.22%，主要系受路桥股份工程量下降以及公司未于2017年确认工程垫付款利息补偿收入影响导致工程施工及其他板块收入下降所致；从

其收入构成来看，工程施工收入仍是公司收入来源的重要组成部分，2017年该板块占比为73.23%；其他业务主要由工程垫付款利息补偿、客房、餐饮和融资手续费等构成，2017年公司实现其他业务收入3.74亿元，同比大幅减少66.34%，主要系公司当年未确认毛利率很高的工程垫付款利息补偿收入所致。

从毛利率上看，2017年公司综合毛利率8.75%，表现为盈利，主要系工程施工板块当年未出现亏损并小幅盈利所致。由于公司长期应收款长时间未能收回，因此当年公司未确认毛利率很高的工程垫付款利息补偿，公司其他业务收入板块毛利率下降至59.81%。

表3　公司2016~2017年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	286514.89	65.53	-37.84	213834.76	73.23	2.84
汽车运营及相关服务	39648.83	9.07	-1.93	40753.63	13.96	-7.12
其他	111080.95	25.40	78.29	37398.15	12.81	59.81
合计	**437244.68**	**100．00**	**-5.08**	**291986.53**	**100.00**	**8.75**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司城市基础设施建设项目已基本进入回购期，项目回购情况良好；公司以往来款拨付下属各县市平台公司资金较上年大幅减少。

作为楚雄州政府基础设施建设和经营的主体，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，公司主要采取对外融入资金进行前期投资建设，然后政府针对其中大部分项目采取 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。公司目前已无较大规模在建项目，大部分项目基本进入回购期。

目前公司进入回购期的主要城市基础设施建设项目为楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路，该项目总投资 40.79 亿元，项目回购期为2014～2027 年，回购金额为 60.51 亿元。截至2017 年底，该项目累计投资额为 39.60 亿元，已处于竣工决算期。其中，针对土地拆迁等款项反映在“其他应收款”中，其余在“在建工程”中反映。

表4　项目回购情况　　（单位：万元）

支付时间	支付回购款	支付时间	支付回购款
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2017年底，楚雄州政府合计应支付回购款20.50亿元，已到位18.31亿元，其余款项已于2018年拨付到位（账面上冲减“其他应收款”）。

2017年，公司以往来款的形式拨付下属各县市平台公司的资金大幅下降至48.69亿元，主要系公司针对该部分资金是以政府购买服务的方式融入资金，由于2017年政府出台关于政府购买服务范围的限定，公司相应融资规模大幅下降所致；公司所借资金中，需于2017年兑付

的借款各县市平台公司基本已经归还完毕，但仍存在少量由公司垫付资金的情况，考虑到借款单位均各县市平台公司，借款不能收回的风险较低。

跟踪期内，公司工程施工业务仍以公路、桥梁等为主，受近年新签合同额和年末在手合同额持续下降影响，工程施工收入同比大幅下降。公司已完工项目中个旧项目和磨思公路项目应收账款金额仍较大，资金回收时间依旧存在较大不确定性。

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，公司实现工程施工收入 21.38 亿元，同比减少 25.38%。同期，由于公司未出现上年的大规模收入核减，工程施工板块毛利率上升至 2.84%，但仍维持在很低水平。

2017 年，路桥股份新签合同金额 8.80 亿元，同比减少 30.16%，主要系近年来云南交通投资建设集团有限公司（以下简称“云南交投”）整合了省内的交通建设资源，路桥股份相对于其较强区域垄断优势来看竞争力明显不足。截至 2017 底，路桥股份在手合同金额为 26.30 亿元，全部为省内合同。

表 5　2015~2017 年公司工程施工业绩变化情况

（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年
新签合同	20.16	12.60	8.80
完工合同	28.00	28.15	14.43
年末在手合同	45.30	27.01	26.30
其中：云南省内	28.79	22.35	26.30

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，路桥股份合同金额超过 5 亿元以上的项目共三个，主要在建工程和进展情况列示如下：

表 6　2017 年度路桥股份主要工程进展情况

（单位：亿元、%）

序号	工程项目	合同总收入	累计完工进度	已结算金额
1	功东高速公路 1 合同 3 工区	5.00	63.08	2.14
2	郑州机场至周口西华高速公路二期主体 A 类 TXIIZT-1 标段	6.36	45.48	2.80
3	海东滇西国际物流中心西片区道路工程	10.50	98.90	10.38
合计		**21.86**	**--**	**15.32**

资料来源：公司提供

此外，2016 年起，公司还作为施工劳务提供方，通过合作经营方式获取施工项目，从而有效降低了公司在项目建设过程中的资金垫付压力。2017 年，公司通过此种方式实现投资收益 2485.88 万元。2018 年至今，公司通过此种方式获取的合同仅有个旧市大屯新区个屯路延长线项目合同总额 8.08 亿元。

截至 2017 年底，已完工的磨思公路项目中普洱磨思高速公路开发经营有限公司（以下简称“磨思公司”）对路桥股份欠款余额为 24.17 亿元；个旧至大屯公路隧道 BOT 项目（以下简称“个旧项目”）中个旧个屯公路隧道开发经营有限公司（以下简称“个屯公司”）对公司的欠款余额为 1.57 亿元。以上两个项目，应收款金额依旧较大，偿还时间依旧存在较大不确定性，对公司现金流产生很大影响。2017 年 10 月 13 日，根据云南省人民政府出具的《云南省人民政府关于授权省国资委对云南省设计院集团等 78 户企业履行出资人职责的通知》（云政发【2017】63 号），明确将磨思公司移交给云南交投，2018 年，云南交投回款 2.70 亿元。

跟踪期内，汽车运营及相关服务收入规模较上年相对稳定，亏损程度进一步加深。

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。

2017年，公司实现汽车运营收入2.48亿元，较上年基本持平；全年新增营运班线13条，累计营运班线495条，其中省际班线8条、市际班线71条、县际班线89条、县内班线327条；完成客运量1418万人次，同比小幅增长1.21%。此外，公司其他项目服收入重要由驾校培训收入以及机动车技术检测收入构成。

2017年公司汽车运营及相关服务业务收入总和为4.08亿元，同比小幅增长3.03%。由于人工成本、油胎料等运营成本大幅增加，公司该板块业务亏损程度进一步扩大，2017年毛利率下降至-7.12%。

八、财务分析

公司提供了2017年度审计报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该合并报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，截至2017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。

1. 资产质量

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。非流动资产中无形资产和在建工程占比较大，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。

截至2017年底，公司资产总额366.96亿元，同比小幅减少3.49%。

表7　2016~2017年公司资产构成情况　（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	148379.94	3.90	84933.33	2.31
应收账款	385173.75	10.13	381318.89	10.39
预付款项	48931.70	1.29	42739.75	1.16
其他应收款	1260158.15	33.14	1248898.64	34.03
存货	72457.31	1.91	51947.36	1.42
流动资产合计	**1916229.40**	**50.40**	**1810660.19**	**49.34**
长期应收款	274398.31	7.22	240585.95	6.56
固定资产	389260.64	10.24	423820.96	11.55
在建工程	282741.94	7.44	244782.54	6.67
生产性生物资产	180697.93	4.75	180838.06	4.93
无形资产	687181.07	18.07	686531.70	18.71
非流动资产合计	**1885983.02**	**49.60**	**1858946.11**	**50.66**
资产总计	**3802212.42**	**100.00**	**3669606.30**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司流动资产 181.07 亿元，同比减少 5.51%。公司货币资金 8.49 亿元，同比大幅减少 42.76%，主要系公司于 2017 年偿还大量借款所致。从其构成来看主要以银行存款（占 97.88%）为主，受限资金 0.12 亿元，主要为履约保证金；公司应收账款 38.13 亿元，较上年基本持平，主要由楚雄州财政局欠款 13.05 亿元、德钢公司节能减排项目欠款 5.00 亿元以及应收其他公司工程款等构成。账龄主要集中在 1 年以内（占 44.26%）以及 3 年以上（占比 54.42%），综合账龄时间较长。应收账款前五名欠款单位金额占应收款帐总额的 66.21%，集中度较高；公司预付款项 4.27 亿元，同比减少 12.21%，主要由预付工程款构成，账龄在 2 年以内的（占比 97.19%）；公司其他应收款余额为 124.89 亿元，同比略微减少 0.89%，主要由公司对各县级平台公司的借款及往来款构成。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，主要集中在 2 年以内（占比 92.08%）账龄较短；公司存货 5.19 亿元，同比减少 28.31%，主要系子公司路桥股份计提存货跌价准备 2.47 亿元所致（具体解释详见盈利能力部分）；公司存货构成中已完工尚未结算的工程施工 4.93 亿元（占 89.21%），另有部分原材料、低值易耗品及库存商品等。

2017 年底，公司非流动资产 185.89 亿元，同比小幅减少 1.43%。公司长期应收款账面余额 27.44 亿元，同比减少 24.06%，共包含两笔账款：对磨思公司长期应收款 22.47 亿元和对个屯公司长期应收款 1.59 亿元。2017 年，公司对这两个项目计提坏账 1.53 亿元；公司固定资产账面原值 49.36 亿元，累计折旧 6.97 亿元，账面净值 42.38 亿元，同比增长 8.88%，主要是因为政府注入文化活动中心所致。公司固定资产中，房屋建筑物占 91.67%，另有部分机械设备、运输工具等；公司在建工程 24.06 亿元，同比减少 38.87%，主要是由于楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目当年将部分投资款转入其他应收款中反映；公司生产性生物资产 18.08 亿元，较上年基本持平，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 68.65 亿元，产主要由土地使用权（占 37.82%）和商用林地（占 62.16%）构成；公司土地使用权中出让地占 41.30%、划拨地占 58.70%，其中 36.63%土地使用权已用作银行借款抵押。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模及结构无重大变化，权益质量差；公司债务规模有所减少，仍以长期债务为主，考虑到公司权益中大规模的公益性资产，公司实际债务负担较重。

2017 年底，公司所有者权益 156.69 亿元，同比小幅减少 0.91%；从权益结构来看较上年无重大变化；公司资本公积 131.50 亿元，同比增长 1.64%，主要系划入文化中心房产 3.25 亿元，同时由于二级子公司划出，相应减少资本公积 1.13 亿元所致。考虑到公司权益中大规模的林场等公益性资产，公司所有者权益质量差。

表 8　2016~2017 年公司负债和所有者权益构成情况 （单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	215244.04	9.69	199692.34	9.50
预收款项	97399.73	4.39	95661.32	4.55
其他应付款	305611.14	13.76	394977.80	18.78
一年内到期的非流动负债	57727.22	2.60	123019.22	5.85
流动负债合计	**779309.41**	**35.09**	**893146.98**	**42.48**

长期借款	1038945.20	46.78	963851.81	45.84
应付债券	359834.65	16.20	194279.71	9.24
非流动负债合计	**1441655.20**	**64.91**	**1209583.18**	**57.52**
负债合计	**2220964.61**	**100.00**	**2102730.16**	**100.00**
实收资本(或股本)	51000.00	3.23	51000.00	3.25
资本公积	1293811.32	81.82	1315022.54	83.93
所有者权益合计	**1581247.81**	**100.00**	**1566876.14**	**100.00**

资料来源：公司提供

2017年底，公司负债210.27亿元，同比减少5.32%。公司流动负债89.31亿元，同比增长14.61%，主要系其他应付款增加所致；公司短期借款3.61亿元，同比减少36.26%，主要系信用借款和质押借款较上年减少所致；公司应付账款19.97亿元，同比减少7.23%，主要是财政委托拨款以及与政府单位等的统贷统还资金构成；公司预收款项9.57亿元，较上年无重大变化，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；公司其他应付款39.50亿元，同比增长29.34%，主要系公司对楚雄州惠彝城乡建设投资有限公司往来款增加8.63亿元所致；公司一年内到期的非流动负债12.30亿元，主要由一年内到期的长期借款7.22亿元、一年内到期的长期应付款1.08亿元以及应付债券4.00亿元构成。

2017年底，公司非流动负债合计120.96亿元，同比减少16.10%，主要系长期借款和应付债券减少所致；其中，长期借款96.39亿元，同比减少7.23%，主要以信用借款（占87.10%）为主；应付债券19.43亿元，同比减少46.01%，主要系公司于2017年归还“PR楚雄债/10楚雄开投债”本金7.50亿元，“16云路01”本金4亿元所致；长期应付款3.56亿元，较上年增长20.02%，全部由融资租赁款构成。

从有息债务来看，由于 2017 年公司未借入大量款项，2017 年底公司有息债务合计 131.77 亿元，同比减少 13.13%，长期债务占比为 87.89%。从负债指标看，跟踪期内，受长期借款减少影响，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小幅下降，2017 年底分别为 57.30%、45.68%和 42.50%。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 135.33 亿元和 46.34%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模大幅下降；由于对未确认债权计提了较大规模资产减值损失，公司营业利润持续亏损，公司盈利能很弱。

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。2017 年，公司实现营业收入 29.20 亿元，同比减少 33.22%，主要系公司未于 2017 年确认工程垫付款利息补偿收入以及工程施工收入较上年下降所致。2017 年公司营业成本 26.65 亿元，同比减少 42.01%，主要系近年来随着工程量的下降工程施工成本随之下降所致；从盈利指标看，由于没有上年的收入核减，2017 年公司营业利润率为 8.17%，但仍维持在较低水平。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用，2017 年期间费用为 3.90 亿元，同比增长 11.25%，主要系由于 2016 年公司借入大量款项，2017 年利息支出较往年增加导致财务费用上升所致。相应期间费用占营业收入的比例上升至 13.34%，但公司对期间费用的控制能力仍维持在较高水平。

2017 年，路桥股份计提资产减值损失 3.32

亿元，主要系当年由于广西阳鹿高速公路有限公司（以下简称“阳鹿公司”）资金链断裂，进入破产重整，路桥股份以其负责施工的广西阳鹿公路第四标段工程向其申报债权 3.88 亿元，阳鹿公司确认债权 1.41 亿元，路桥股份针对未确认的部分计提资产减值损失 2.47 亿元所致。受此影响，公司营业利润为-4.59 亿元，亏损严重。

此外，营业外收入对公司利润的形成一定补充。2017 年，公司营业外收入 0.21 亿元，同比下降 22.54%，主要由燃油补贴以及资产盘活收入构成。

2017 年受公司当年计提较大规模资产减值损失影响，公司总资本收益率和净资产收益率持续表现为负，分别为-0.62%和-2.42%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入受往来款增加影响有所增加，经营活动获现能力有所提高；由于大型在建工程已基本完工，投资活动支出有所减少；2017年公司筹资规模有所下降，但仍维持在较高水平。

经营活动现金流入方面，2017 年，由于公司工程施工板块收入的下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金 28.25 亿元，同比减少 16.87%；由于公司收回了一部分以前年度应收工程款项，现金收入比上升至 96.74%；2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 32.97 亿元，同比大幅增长 84.41%，主要系路桥股份收到的往来款较上年增加 16.00 亿元；2017 年公司经营活动现金流入量为 61.23 亿元。经营活动现金流出方面，2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 21.98 亿元，同比减少 20.17%，主要系路桥股份工程承接量较上年下降所致；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，2017 年为 34.76 亿元，同比增长 31.89%； 2017 年，公司经营活动现金流量净额为 0.76 亿元。

2017 年，公司投资活动现金流入为 0.35 亿元，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；2017 年公司投资活动现金流出为 0.95 亿元，同比下降 68.37%，主要系取得子公司等支付的现金流为负所致。2017 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.43 亿元，同比下降 33.94%，主要由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。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-0.60 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，2017 年公司取得借款收到的现金下降至 23.40 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金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等财政资金构成，2017 年为 76.11 亿元，同比增长 34.83%。2017 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，2017 年为 49.33 亿元，同比大幅减少 65.37%。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-6.34 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱；受公司亏损影响，公司长期偿债能力很弱；公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 202.73%和 196.91%。截至 2017 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.53 倍。同时，考虑到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，公司短期债务支付能力较弱。

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，EBITDA对全部债务没有保障能力。

截至 2017 年底，公司对外担保总额 47.38

亿元，担保比率 30.24%，主要系对楚雄市城乡建设投资有限公司担保 43.89 亿元，被担保企业为国有企业，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 9　截至 2017 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	1950.07	售后回租
云南第三公路桥梁工程有限责任公司	3000.00	贷款
合计	**473849.07**	--

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

由于路桥股份连续两年亏损以及地方财政出台指导目录对政府购买服务做出明确规定，公司融资渠道严重受阻。截至 2017 年底，公司获得授信总额大幅下降至 42.44 亿元，并已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力一般，经营活动现金流入量对未来债券偿还峰值保障能力较强。跟踪期内，股权质押资产对“13楚雄开投债/楚投暂停”保障情况有所提升。

截至本跟踪评级报告出具之日，公司存续期内待偿还的债券本金合计为15.50亿元。其中，一年内到期的债券本金为4.00亿元（“16云路02”4.00亿元），2017年公司现金类资产为一年内到期债券本金的2.12倍，保障程度一般。

除去一年内到期债券，公司未来待偿还债券本金峰值为7.50亿元。2017年，公司经营活动现金流入量以及经营活动净现金流量对未来待偿还债券本金峰值的覆盖倍数分别为8.16倍和0.10倍。经营性现金流入量对未来待偿还债券本金峰值保障程度较强。

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	4.00
未来代偿债券本金峰值	7.50
现金类资产/一年内到期债券余额	2.12
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	8.16
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.10
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	--

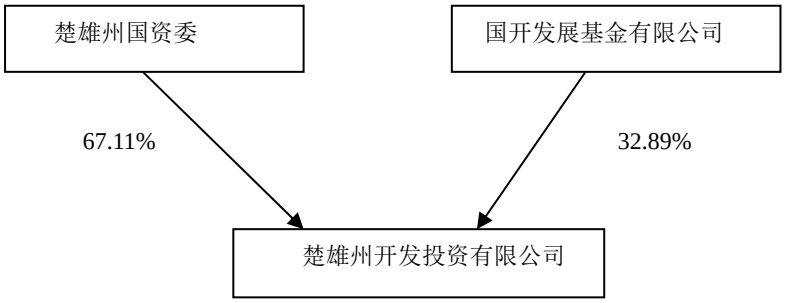
资料来源：联合资信综合整理

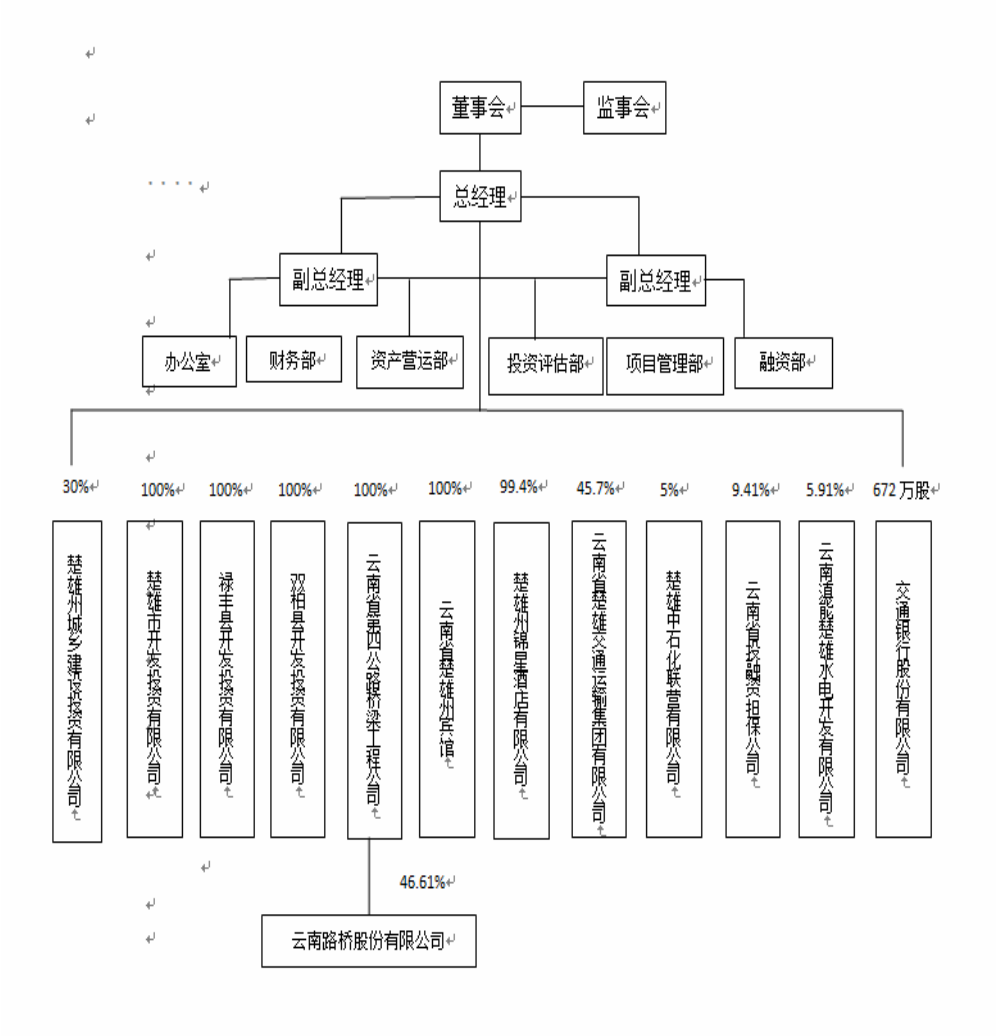
“13 楚雄开投债/楚投暂停”采用股权质押的担保方式。公司以其持有的楚雄市开发投资有限公司 100%的股权和双柏县开发投资有限公司 100%的股权设定质押为本期债券提供担保。质押股权的担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现质权的费用。以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，经楚雄中大资产评估有限公司按成本法评估（楚中大评报字[2018]第 018 号，报告出具日期 2018 年 5 月 21 日），公司持有的两项股权投资市场价值为 580627.59 万元，评估价值比去年同期上升 292.13 万元，为“13 楚雄开投债/楚投暂停”发行余额的 7.26 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 下调至 AA⁻，评级展望为负面；维持“13 楚雄开投债/楚投暂停”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.00	14.84	8.49
资产总额(亿元)	295.44	380.22	366.96
所有者权益(亿元)	160.79	158.12	156.69
短期债务(亿元)	6.54	11.81	15.96
长期债务(亿元)	68.53	139.88	115.81
全部债务(亿元)	75.07	151.59	131.77
调整后全部债务（亿元）	79.39	154.66	135.33
营业收入(亿元)	35.20	43.72	29.20
利润总额(亿元)	0.92	-5.38	-4.43
EBITDA(亿元)	3.52	-2.39	-1.53
经营性净现金流(亿元)	0.00	-7.32	0.76
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.22	1.25	0.76
存货周转次数(次)	2.72	4.78	4.28
总资产周转次数(次)	0.12	0.13	0.08
现金收入比(%)	79.52	77.71	96.74
营业利润率(%)	12.34	-6.32	8.17
总资本收益率(%)	0.91	-0.91	-0.62
净资产收益率(%)	0.44	-2.94	-2.42
长期债务资本化比率(%)	31.18	46.94	42.50
全部债务资本化比率(%)	31.83	48.96	45.68
调整后全部债务资本化比例（%）	33.06	49.45	46.34
资产负债率(%)	45.58	58.41	57.30
流动比率(%)	194.70	245.89	202.73
速动比率(%)	175.03	236.59	196.91
经营现金流动负债比(%)	0.00	-9.40	0.85
全部债务/EBITDA(倍)	21.32	-63.48	-86.16
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.55	-64.72	-88.49

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

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。