信用等级公告

联合〔2019〕1710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等级由AA^-下调至A^+，评级展望为负面；并将“13楚雄开投债/PR楚投停”信用等级由AA下调至AA^-，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十六日

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：

本次主体长期信用等级：A^+		评级展望：负面	
上次主体长期信用等级：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/PR 楚投停	4.00 亿元	2020/03/29	AA^-	AA	稳定

评级时间：2019 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	14.84	8.49	4.96
资产总额(亿元)	380.22	366.96	354.57
所有者权益(亿元)	158.12	156.69	152.71
短期债务(亿元)	11.81	15.96	18.19
长期债务(亿元)	139.88	115.81	86.32
全部债务(亿元)	151.59	131.77	104.51
营业收入(亿元)	43.72	29.20	37.81
利润总额 (亿元)	-5.38	-4.43	-4.27
EBITDA(亿元)	-2.39	-1.53	-2.05
经营性净现金流(亿元)	-7.32	0.76	7.83
应收类款项/资产总额(%)	50.49	50.98	48.38
营业利润率(%)	-6.32	8.17	5.48
净资产收益率(%)	-2.94	-2.42	-2.69
资产负债率(%)	58.41	57.30	56.93
全部债务资本化比率(%)	48.96	49.94	47.88
流动比率(%)	245.89	202.73	165.98
经营现金流动负债比(%)	-9.40	0.85	7.51
全部债务/EBITDA(倍)	-63.48	-86.16	-51.08

分析师 张 宁 张 铖
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主体。跟踪期内，楚雄州区域经济保持增长；政府在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；公司盈利能力很弱；公司筹资活动现金净流出且银行授信使用完毕；公司短期偿债压力很大；路桥股份面临重大诉讼等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，受公司计提坏账准备以及财务费用偏大影响，公司利润总额持续为负。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偿付产生较大影响，公司信用基本面持续恶化。

“13楚雄开投债/PR楚投停”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，回购执行情况尚可，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 A^+，评级展望为负面；并将“13 楚雄开投债/PR 楚投停”信用等级由 AA 下调至 AA^-，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，楚雄州区域经济保持快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，政府在财政补贴方面给予公司持续的支持。
3. 跟踪期内，“13楚雄开投债/PR楚投停”抵押股权价值略有提升，募投项目回购执行情况尚可。

关注

1. 公司应收类款项规模大，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弱。
3. 跟踪期内，受公司计提坏账准备以及财务费用偏大影响，公司利润总额持续为负。
4. 跟踪期内，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偿付产生较大影响。此外，联合资信将密切关注路桥股份大额应收工程款诉讼进展情况。
5. 跟踪期内，公司担保规模大幅增长，担保比率高，存在较大或有负债风险。
6. 跟踪期内，公司筹资活动现金流净流出且授信使用完毕，公司面临很大短期偿债压力。

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、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，股东仍为国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”，持股 32.89%）和楚雄州国资委（持股 67.11%），实际控制人仍为楚雄州国资委。截至 2018 年底，公司注册资本 76000 万元，实收资本 51000 万元[1]。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2018 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 2018 年底，公司资产总额 354.57 亿元，所有者权益合计 152.71 亿元（含少数股东权益 1.57 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 37.81 亿元，利润总额-4.27 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：祖凌。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2019 年 5 月底，联合资信所评公司存续“13 楚雄开投债/PR 楚投停”待偿还债券本金余额 4.00 亿元，并于存续期的 3~7 年分别偿还债券本金的 20%。公司已于 2019 年 3 月偿还“13 楚雄开投债/PR 楚投停”4.00 亿元的本金。

“13楚雄开投债/PR楚投停”（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2018年底已投资39.60亿元（已处于竣工决算状态），“13楚雄开投债/PR楚投停”募集资金已按规定用途全部使用。

此外，“13楚雄开投债/PR楚投停”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，有助于保障本息偿付的安全性。

表 1　截至 2019 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/PR 楚投停	20.00	4.00	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

[1] 实收资本与注册资本存在差异主要原因为 2017 年 12 月，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”。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2　2018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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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。

2018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，2018年全州实现生产总值（GDP）1024.33亿元，按可比价计算，比上年增长10.20%。其中：第一产业增加值181.25亿元，增长6.40%，拉动经济增长1.20个百分点;第二产业增加值417.12亿元，增长

15.40%，拉动经济增长6.10个百分点；第三产业增加值425.96亿元，增长7.00%，拉动经济增长2.90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11.40%、 60.20%和28.40%。

从固定资产投资来看，全年固定资产投资(不含农户)比上年增长25.6%，其中，产业投资增长47.4%，占固定资产投资的37.7%；工业投资增长24.0%，占固定资产投资的17.0%；民间投资增长68.2%，占固定资产投资的30.5%。

五．基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底，公司股东仍为国开基金（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。2018 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，对上级补助依赖大；政府继续在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，2018 年，楚雄州实现一般公共预算收入 86.69 亿元，同比增长 8.00%；政府性基金收入 50.43 亿元，同比减少 1.67%。一般公共预算收入中，税收收入 56.67 亿元，同比增长 14.10%；非税收入 30.01 亿元，同比下降 1.90%。2018 年，楚雄州一般公共预算支出 275.91 亿元，财政自给率为 31.42%，财政自给率低，对上级补助依赖大。

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政府补助等方面支持。2018 年，公司共获得客运燃油补贴收入 392.66 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，未发现公司有其他不良信贷信息记录。

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 2019 年 6 月 13 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清信贷记录中有 11 笔关注类贷款，主要是因为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。

截至 2019 年 6 月 13 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度以及法人治理执行情况良好。

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，公司不参与路桥股份经营管理。

跟踪期内，公司董事长以及总经理由赵克义先生以及周建琼女士分别变更为祖凌先生和尤勇先生。公司高级管理人员变更均为正常变更，对公司日常生产经营未产生重大影响。

祖凌，男，汉族，中共党员，中共云南省委党校行政管理专业研究生，1998 年 4 月参加工作，先后任元谋县公安局物茂派出所所长，元谋县花同乡党委副书记，元谋县花同乡党委副书记、乡长，元谋县元马镇党委副书记、镇长，元谋县委常委、县委办公室主任，元谋县财政局党组书记、局长，元谋县委常委、县人民政府常务副县长等职务。2019 年 3 月至今楚雄州国有资本运营集团有限公司董事长 2019 年 5 月起兼任公司董事长（法定代表人）。

尤勇，男，汉族，云南农业大学农业经济管理专业毕业。1996 年 8 月参加工作，先后在云南省双柏县工商银行、云南省楚雄州工商银行、楚雄州发展计划委员会工作，并任公司投资评估部副经理、经理。2019 年 3 月至今任公司总经理。

七、经营分析

跟踪期内，公司业务仍然分散在子公司层面，受收入占比较大的工程施工收入规模增加影响，公司收入规模有所增长，但盈利能力有所下降。

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。2018年，公司实现营业收入37.81亿元，同比增长29.48%，主要系路桥股份工程施工收入较上年增长所致；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，2018年该板块占比为78.22%；其他业务主要由客房、餐饮和代管服务收入等构成，2018年公司实现其他业务收入4.00亿元，同比增长6.95%。

从毛利率上看，2018年公司综合毛利率5.98%，较上年下降2.77个百分点，主要系其他业务板块毛利率下降所致。2018年公司其他收入板块毛利率42.78%，较上年下降17.03个百分点，主要系公司代管服务收入毛利率下降所致。

表3　公司2017~2018年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	213834.76	73.23	2.84	295709.30	78.22	2.53
汽车运营及相关服务	40753.63	13.96	-7.12	42308.31	11.19	-4.75
其他	37398.15	12.81	59.81	40039.78	10.59	42.78
合计	**291986.53**	**100.00**	**8.75**	**378057.39**	**100.00**	**5.98**

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，项目回购情况尚可，公司无在建项目；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，公司本部融入资金一部分用于基础设施建设项目，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，公司本部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2018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　楚雄（连汪坝）至南华县城一级公路项目回购情况　（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2018年底，楚雄州政府合计应支付回购款27.50亿元，已到位24.78亿元，其中2018年到位6.47亿元，若资金由政府出具则账面上

冲减“其他应收款“科目，若由其他平台暂时支付则计入“其他应付款”。

由于以前年度政策性银行通过公司统借统还的大规模资金已经拨付至下属各县市平台，2018年公司本部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3.55亿元；公司所借资金中，需于2018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，考虑到借款单位均为各县市平台公司，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，工程施工收入同比大幅增加；由于子公司路桥股份加强了市场管理新签合同额和年末在手合同额较上年大幅增长。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。同时，由于公司诉讼应收工程款规模大，对路桥股份资金流动性可能产生重大影响，联合资信将密切关注诉讼进展情况。

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，路桥股份主要具有公路工程施工总承包一级资质。2018 年，公司实现工程施工收入 29.57 亿元，同比增长 38.31%，主要系公司当期结转的工程项目较多所致。同期，工程施工板块毛利率 2.53%，较上年基本持平，仍维持在很低水平。

2018 年，路桥股份新签合同金额 31.25 亿元，同比增长 255.57%，主要系路桥股份加强了市场管理，新中标亿元以上项目增多所致。截至 2018 底，路桥股份在手合同金额为 35.98 亿元，主要以省内合同为主。

表 5　2017~2018 年公司工程施工板块合同情况

（单位：亿元）

	2017 年	2018 年
新签合同	**8.80**	**31.25**
新签合同个数	**9**	**16**
新签亿元以上项目合同金额	**7.22**	**29.45**
新签亿元以上项目个数	**3**	**10**
完工合同额	**14.43**	**21.57**
年末在手合同额	**26.30**	**35.98**
其中：云南省内	26.30	34.82
云南省外	--	1.16

资料来源：公司提供

路桥股份施工模式主要以工程总承包方式为主，2018 年路桥股份还以社会资本方的形式参与 PPP 项目建设。路桥股份采取 PPP 模式建的项目为个旧市大屯新区个屯路（延长线）项目合同总额 8.09 亿元以及个旧市第一批重要县乡道及农村公路改造项目 2.64 亿元，路桥股份作为社会资本方持股 70%，应投入资金本金合计 2.31 亿元，2018 年底已投入 0.38 亿元（后期资金平衡方式公司未提供）。截至 2018 年底，路桥股份在手合同中超过亿元以上的主要项目进展情况列示如下：

表 6　2018 年度路桥股份主要工程进展情况

（单位：亿元、%）

序号	工程项目	合同金额	累计完工进度	已结算金额
1	个旧市第一批重要县乡道及农村公路改造	2.64	16.97	0.45
2	个旧市大屯新区个屯路（延长线）	8.09	5.77	0.47
3	漾濞县 30 户以上自然村公路建设项目	1.60	73.12	1.17
4	楚姚高速公路第二合同段	3.74	62.10	2.32
5	澄川至江川高速第三工区	2.02	86.07	1.73
6	昆楚高速公路广通试验段	1.28	91.95	1.18
7	宁永高速第三	3.60	12.46	0.45

	合同段二分部			
8	昭泸高速彝镇段三标乌峰隧道（二标段）	2.37	25.61	0.61
9	凤庆县犀牛大桥项目	2.29	12.27	0.28
合计		**27.61**	**--**	**8.66**

资料来源：公司提供

截至 2018 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”）对路桥股份欠款账面价值为 17.84 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”）对公司的欠款账面价值为 1.61 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。截至 2018 年 4 月 30 日，磨思公司欠付路桥股份工程款利息、借款、借款利息总计 18.09 亿元。2018 月 7 月 9 日经云南省高级人民法院受理该案件，路桥股份于 2019 年 3 月 18 日获得胜诉。此后，磨思公司向中华人民共和国最高人民法院提起上诉，该案件将分别于 2019 年 6 月 20 日及 2019 年 6 月 25 日开庭审理。截至目前，原定于 2019 年 6 月 20 日开庭案件将推迟至 2019 年 6 月 26 日开庭，2019 年 6 月 25 日开庭审理案件尚未开庭，联合资信将密切关注该案件对公司现金流影响情况。

跟踪期内，汽车运营及相关服务收入规模较上年相对稳定，亏损程度有所减少。

公司汽车运营及相关服务业务主要通过子公司云南省楚雄交通运输集团有限公司履行其公共交通运输职能。

2018 年，公司实现汽车运营收入 2.51 亿元，较上年基本持平；全年未新增营运班线，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 1245 万人次，同比减少 12.20%。此外，公司其他汽车相关服务收入主要由驾校培训收入以及机动车技术检测收入构成。

2018 年公司汽车运营及相关服务业务收入总和为 4.23 亿元，同比小幅增长 3.81%；亏损程度有所减少，2018 年该板块毛利率为-4.75%。

八、财务分析

公司提供了 2018 年度财务报告，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 2018 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，公司难以变现的林权资产占比较大，整体看，公司资产质量差。

截至 2018 年底，公司资产总额 354.57 亿元，同比小幅减少 3.38%。

表 7　2017~2018 年公司资产构成情况 （单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	84933.33	2.31	49561.00	1.40
应收账款	381318.89	10.39	394249.01	11.12
预付款项	42739.75	1.16	50657.45	1.75
其他应收款	1248898.64	34.03	1126657.84	31.78

存货	51947.36	1.42	107721.44	3.04
流动资产合计	**1810660.19**	**49.34**	**1730255.51**	**48.80**
长期应收款	240585.95	6.56	194470.12	5.48
固定资产	423820.96	11.55	421352.44	11.88
在建工程	244782.54	6.67	251576.33	7.10
生产性生物资产	180838.06	4.93	180632.85	5.09
无形资产	686531.70	18.71	686430.33	19.36
非流动资产合计	**1858946.11**	**50.66**	**1815464.57**	**51.20**
资产总计	**3669606.30**	**100.00**	**3545720.08**	**100.00**

注：其他应收款不包括应收利息及应收股利
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司流动资产 173.03 亿元，同比减少 4.44%。公司货币资金 4.96 亿元，同比大幅减少 41.65%，主要系公司当年借款规模大幅减少所致。从其构成来看主要以银行存款（占 96.57%）为主，受限资金 0.18 亿元，主要为履约保证金；公司应收账款 39.42 亿元，较上年基本持平，主要由楚雄州财政局欠款 13.05 亿元（应收补贴款）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 34.42%）以及 3 年以上（占比 50.99%），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 49.93%，集中度一般。应收账款合计计提坏账准备 1.54 亿元，主要由路桥股份以及禄丰县开发投资有限公司（以下简称“禄丰开投”）坏账准备构成；公司预付款项 5.07 亿元，同比增长 18.53%，主要由预付工程款构成，账龄在 2 年以内占比 63.91%，综合账龄较短；公司其他应收款余额为 112.67 亿元，同比减少 9.79%，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 37.44%，集中度一般。从账龄来看，主要集中在 2 年以上（占比 66.03%）账龄较长。其他应收款合计计提坏账准备 1.19 亿元，主要由路桥股份坏账构成；公司存货 10.77 亿元，同比大幅增长 107.37%，主要由已完工未结算的工程施工增加所致。此外，公司当期核减存货跌价准备 2.47 亿元主要系 2016 年 12 月 12 日由于广西阳鹿高速公路有限公司（以下简称“阳鹿公司”）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，2017 年路桥股份针对未确认的部分计提存货跌价准备 2.47 亿元，2018 年针对已确认债权中下浮部分补充确认营业收入，相应结转存货跌价准备，造成当期存货跌价准备金额变动。

截至 2018 年底，公司非流动资产 181.55 亿元，同比小幅减少 2.34%。公司长期应收款账面余额 19.45 亿元，同比减少 19.17%，主要系磨思公司拨付磨思公路部分回款所致，公司长期应收款共包含两笔账款：对磨思公司长期应收款 17.84 亿元和对个屯公司长期应收款 1.61 亿元。2018 年，公司对这两个项目累计计提坏账 1.43 亿元；公司固定资产账面原值 49.56 亿元，累计折旧 7.43 亿元，账面净值 42.13 亿元，同比减少 0.43%，较上年变化不大。公司固定资产中，房屋建筑物占 92.12%，另有部分机械设备、运输工具等；公司在建工程 25.16 亿元，同比增长 2.78%，较上年基本持平，主要由楚雄（连汪坝）至南华县城公路工程项目 10.01 亿元以及职教中心 11.39 亿元构成；公司生产性生物资产 18.06 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 68.64 亿元，较上年基本持平，主要由土地使用权（占 37.81%）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%。

截至 2018 年底，公司受限资产包括货币资金、固定资产、房屋土地、应收账款以及持有的交行股票合计 25.19 亿元，占资产总额的比重为 7.10%，受限比例一般。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模及结构无重大变化；公司有息债务规模有所减少，仍以长期债务为主，考虑到公司未提供其他应付款中的全部有息债务，公司实际债务负担高于指标值。

截至 2018 年底，公司所有者权益 152.71 亿元，同比小幅减少 2.54%；从权益结构来看较上年无重大变化；公司资本公积 131.67 亿元，同比减少 0.13%。

表 8　2017~2018 年公司负债和所有者权益构成情况　（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	199692.34	9.50	356929.84	17.68
预收款项	95661.32	4.55	18199.17	0.90
其他应付款	394977.80	18.78	434415.11	21.52
一年内到期的非流动负债	123019.22	5.85	163243.70	8.09
流动负债合计	**893146.98**	**42.48**	**1042469.15**	**51.64**
长期借款	963851.81	45.84	788332.97	39.05
应付债券	194279.71	9.24	74864.48	3.71
非流动负债合计	**1209583.18**	**57.52**	**976182.22**	**48.36**
负债合计	**2102730.16**	**100.00**	**2018651.37**	**100.00**
实收资本(或股本)	51000.00	3.25	51000.00	3.34
资本公积	1315022.54	83.93	1316679.86	86.22
所有者权益合计	**1566876.14**	**100.00**	**1527068.70**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司负债201.87亿元，同比减少4.00%。公司流动负债104.25亿元，同比增长16.72%，主要系应付账款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债增加所致；公司短期借款1.86亿元，同比减少48.45%，主要系质押借款较上年减少所致，公司短期借款主要由抵押借款构成（占比94.09%）；公司应付账款35.69亿元，同比增长78.74%，主要是系子公司路桥股份对供应商的工程结算款相应增加所致；公司预收款项1.82亿元，同比减少80.98%，主要由子公司路桥股份本期未完工预收的款项构成；公司其他应付款43.44亿元，同比增长9.98%，主要系公司对楚雄彝族自治州人民医院借款以及楚雄州交通投资有限责任公司借款增加所致；公司一年内到期的非流动负债16.32亿元，同比增长32.70%，主要由一年内到期的长期借款9.21亿元、一年内到期的长期应付款3.11亿元以及一年内到期的应付债券4.00亿元构成。

截至2018年底，公司非流动负债合计97.62亿元，同比减少19.30%，主要系长期借款和应付债券减少所致；其中，长期借款78.83亿元，同比减少18.21%，主要以信用借款（占86.73%）

为主；应付债券7.49亿元，同比减少61.47%，主要系公司于2018年归还“13楚雄开投债/PR楚投停”“16云路01”以及“16云路02”合计本金12.00亿元所致；长期应付款7.57亿元，较上年增长112.37%，主要系融资租赁款较上年增加所致；公司专项应付款3.42亿元，同比增长166.47%，主要由专项建设资金3.39亿元构成。

截至2018年底，公司有息债务合计104.51亿元，同比减少20.69%，长期债务占比为82.59%。从负债指标看，跟踪期内，受长期借款及应付债券减少影响，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，2018年底分别为56.93%、40.63%和36.11%。若将长期应付款以及其他应付款中有息债务（由于公司未提供其他应付款中全部有息债务，本报告仅将其他应付款前五名中有息债务纳入有息债务核算）考虑在内，公司调整后全部债务、调整后全部债务资本化比率以及调整后长期债务资本化比率分别为140.29亿元、47.88%、38.07%，债务负担水平一般（公司未提供近三年债务分期兑付情况），考虑到公司未提供其他应付款中的全部有息债务，公司实际债务负担高于指标值。

3. 盈利能力

跟踪期内，受道路桥梁施工收入增长影响，公司收入规模有所上升；由于对未能及时收回的款项计提了较大规模资产减值损失以及财务费用偏大，公司营业利润持续大幅亏损，公司盈利能力很弱。

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。2018年，公司实现营业收入37.81亿元，同比增长29.48%，主要系工程施工收入较上年增长所致。2018年公司营业成本35.55亿元，同比增长33.41%，增幅高于营业收入增幅；受此影响，2018年公司营业利润率为5.48%，较上年下降2.69个百分点，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，其中由于公司获得融资的渠道主要为融资成本较高的融资租赁款以及与其他公司拆借款导致公司财务费居高不下，2018年期间费用为4.25亿元，同比增长9.15%，由于收入规模的增长相应期间费用占营业收入的比例为11.25%，较上年有所降低，公司对期间费用的控制能力一般。

2018年，公司计提资产减值损失2.63亿元，同比减少20.68%，全部为坏账损失，主要由公司子公司禄丰开投与路桥股份坏账损失构成。受此以及财务费用规模偏大影响，公司营业利润为-4.53亿元，持续亏损。

此外，营业外收入对公司利润总额形成补充。2018年，公司营业外收入0.39亿元，同比增长84.79%，其中补贴收入392.66万元。2018年，公司利润总额-4.27亿元。

2018年受公司当年持续计提较大规模资产减值损失以及财务费用居高不下影响，公司总资本收益率和净资产收益率持续表现为负，分别为-1.10%和-2.69%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流净额受往来款以及往来拆借款影响较大，经营活动获现能力有所下降；投资活动表现为净流出；由于路桥股份融资渠道受限以及公司本部未承担大规模的政策性银行统借统还职能，公司取得借款收到的现金大幅下降，公司筹资活动现金流入以融资租赁以及与其他公司资金拆借为主，公司筹资活动净现金流持续净流出，筹资压力很大。

经营活动现金流入方面，2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金22.93亿元，同比减少18.82%，主要系路桥股份工程回款较上年减少所致；受此影响，现金收入比下降至60.66%；受公司与其他单位之间往来款、往来拆借款影响（路桥股份往来拆借款在该现金流反映）以及保证金波动影响公司收到/支付其他与经营活动有关的现金波动幅度较大，2018年

分别为 44.43 亿元和 36.53 亿元。2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 19.40 亿元，同比减少 20.17%，主要系路桥股份资金链紧张，部分工程款尚未拨付所致。2018 年，公司经营活动现金流量净额增长至 7.83 亿元。

2018 年，公司投资活动现金流入为 1.02 亿元，主要体现为收到其他与投资活动有关的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金构成，其中收到其他与投资活动有关的现金 0.61 亿元主要由路桥股份收到股东投入的项目建设款构成；2018 年公司投资活动现金流出为 1.92 亿元，同比增长 101.29%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-0.89 亿元。

公司筹资活动现金流入主要来源于收到其他与筹资活动有关的现金。其中，2018 年由于路桥股份融资渠道受限以及公司本部未承担大规模的政策性银行统借统还职能，公司取得借款收到的现金下降至 3.84 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、母公司以及子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，2018 年为 19.11 亿元，同比减少 74.89%。2018 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及其他子公司拨付县市公司的借款构成，2018 年为 5.11 亿元，同比大幅减少 89.64%。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-10.53 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力很弱；受公司亏损影响，公司长期偿债能力很弱；公司对外担保比率高，存在较大或有负债风险；融资渠道有待拓宽，公司整体偿债能力很弱。

截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别 165.98%和 155.64%。截至 2018 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.09 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，公司面临很大短期偿债压力。

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。

由于公司子公司楚雄市开发投资有限公司（以下简称“市开投”）以及禄丰开投对外担保总额大幅上升，2018 年底公司对外担保大幅上升至 74.51 亿元，同比增长 69.77%，担保比率 48.79%，主要系对楚雄市城乡建设投资有限公司担保 53.89 亿元，被担保企业均为国有企业，且运营情况正常。总体看，公司担保比率高，存在较大或有负债风险。

表 9　截至 2018 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保人名称	担保金额（万元）	担保单位
楚雄州惠彝城乡建设投资有限公司	2000.00	公司本部
楚雄市城乡建设投资有限公司	438899.00	公司本部
楚雄市城乡建设投资有限公司	100000.00	市开投
楚雄市供排水有限公司	71905.69	市开投
楚雄市扶贫开发投资有限公司	35000.00	市开投
楚雄市人民医院	12404.67	市开投
云南省楚雄东兴中学	5086.94	市开投
云南省楚雄紫溪中学	3179.34	市开投
楚雄交投商贸有限公司	6000.00	市开投
禄丰县置业投资有限公司	27000.00	禄丰开投
禄丰创新开发投资有限公司	14000.00	禄丰开投
云南元通水务有限公司	10000.00	禄丰开投
禄丰县第一中学	5000.00	禄丰开投
禄丰县人民医院	4000.00	禄丰开投
禄丰县职业高级中学	3000.00	禄丰开投

云南禄丰县第三中学	3000.00	禄丰开投
禄丰金山古镇运营管理有限公司	2500.00	禄丰开投
云南阳光道桥股份有限公司	91.95	路桥股份
云南阳光道桥股份有限公司	2000.00	路桥股份
合计	**745067.59**	--

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

或有诉讼方面，截至2018年4月30日，磨思公司欠付路桥股份工程款利息、借款、借款利息总计18.09亿元，磨思公司拒不支付拖欠公司上述款项，路桥股份于2018月7月9日经云南省高级人民法院受理该案件，并于2019年3月18日获得胜诉。此后，磨思公司向中华人民共和国最高人民法院提起上诉，该案件将分别于2019年6月20日及2019年6月25日开庭审理。截至目前，原定于2019年6月20日开庭案件将推迟至2019年6月26日开庭，2019年6月25日开庭审理案件尚未开庭。

此外，路桥股份承建的广西阳鹿高速NO.4合同段土建工程，2016年12月12日阳鹿公司破产重组，破产重整期间，公司向管理人申报了3.88亿元的债权，管理人对2.47亿元不予确认，2017年公司将不予确认部分计提坏账准备，2018年公司将已确认债权中实际可收回金额下浮部分向南宁中院提起破产债权确认诉讼，债权合计 1.47亿元。目前该案件已经庭审完毕，等待法院判决。

截至2018年底，公司获得授信总额38.10亿元，并已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。总体看，公司整体偿债能力很弱。

6.母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额242.59亿元，同比减少4.31%，较上年基本持平。其中流动资产占46.92%、非流动资产占53.08%，以非流动资产为主。2018年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的68.42%，占比较大。

截至2018年底，母公司所有者权益合计131.61亿元，同比增长0.02%，较2017年底无明显变化。其中实收资本占3.88%，资本公积占85.76%。母公司所有者权益占合并报表权益总额的86.18%，占比很高。

截至2018年底，母公司负债合计110.99亿元，同比减少8.98%。其中流动负债占31.72%、非流动负债占68.28%，以非流动负债为主。2018年底，公司资产负债率为45.75%，较上年下降2.35个百分点。母公司负债占合并报表负债的54.98%，占比较大。

2018年，母公司实现营业收入0.26亿元，同比增长99.60%。同期，母公司营业利润率97.50%，较上年增长7.65个百分点；利润总额0.12亿元。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重小。

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较弱；“13楚雄开投债/PR楚投停”采用股权质押的担保方式，有助于提升债券偿付的安全性。

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7.50亿元，均于2020年到期，2018年底公司现金类资产为一年内到期债券本金的0.66倍，保障程度较弱。

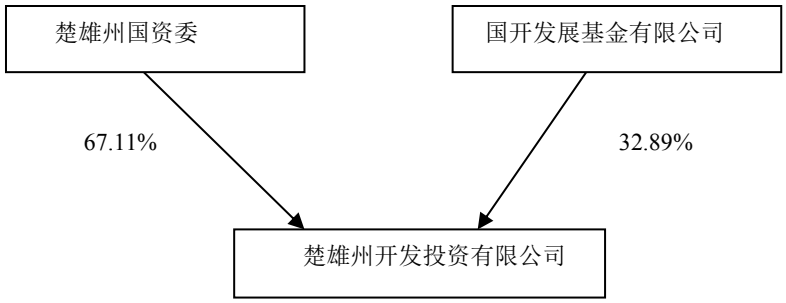
“13楚雄开投债/PR楚投停”采用股权质押的担保方式。公司以其持有的楚雄市开发投资有限公司100%的股权和双柏县开发投资有限公司100%的股权设定质押为本期债券提供担保。质押股权的担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现质权的费用。以2018年12月31日为评估基准日，经楚雄中大资产评估有限公司按成本法评估（楚中大评报字〔2019〕第017号，报告出具日期2019年5月6日），公司持有的两项股权投资市场价值为581481.30万元，评估价值比去年同期上升

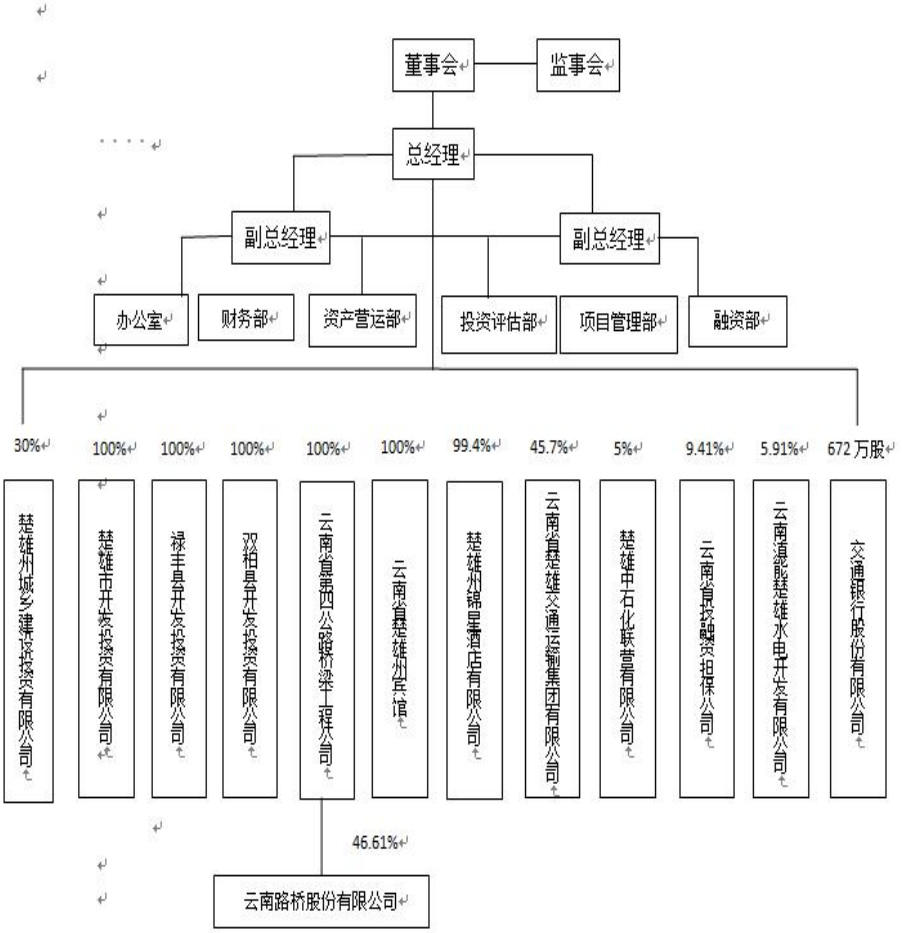
854.71 万元，为“13 楚雄开投债/PR 楚投停”发行余额的 14.54 倍，有助于提升债券偿付的安全性。

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 A^+，评级展望为负面；并将“13 楚雄开投债/PR 楚投停”信用等级由 AA 下调至 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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.84	8.49	4.96
资产总额(亿元)	380.22	366.96	354.57
所有者权益(亿元)	158.12	156.69	152.71
短期债务(亿元)	11.81	15.96	18.19
调整后短期债务（亿元）	21.52	36.92	46.41
长期债务(亿元)	139.88	115.81	86.32
调整后长期债务（亿元）	142.85	119.38	93.89
全部债务(亿元)	151.59	131.77	104.51
调整后全部债务（亿元）	164.37	156.29	140.29
营业收入(亿元)	43.72	29.20	37.81
利润总额(亿元)	-5.38	-4.43	-4.27
EBITDA(亿元)	-2.39	-1.53	-2.05
经营性净现金流(亿元)	-7.32	0.76	7.83
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.25	0.76	0.97
存货周转次数(次)	4.78	4.28	4.45
总资产周转次数(次)	0.13	0.08	0.10
现金收入比(%)	77.71	96.74	60.66
应收类款项/资产总额(%)	50.49	50.98	48.38
营业利润率(%)	-6.32	8.17	5.48
总资本收益率(%)	-0.91	-0.62	-1.10
净资产收益率(%)	-2.94	-2.42	-2.69
长期债务资本化比率(%)	46.94	42.50	36.11
调整后长期债务资本化比率（%））	47.46	43.24	38.07
全部债务资本化比率(%)	48.96	45.68	40.63
调整后全部债务资本化比例（%）	50.97	49.94	47.88
资产负债率(%)	58.41	57.30	56.93
流动比率(%)	245.89	202.73	165.98
速动比率(%)	236.59	196.91	155.64
经营现金流动负债比(%)	-9.40	0.85	7.51
全部债务/EBITDA(倍)	-63.48	-86.16	-51.08
调整后全部债务/EBITDA(倍)	-64.72	-88.49	-73.90

注：调整后全部债务=其他应付款中有息债务+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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　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。

附件 4-3　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