

信用等级公告

联合〔2020〕2921号

昆明交通产业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对昆明交通产业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

昆明交通产业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

昆明交通产业股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

昆明交通产业股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

担保方主体信用等级：AAA

本期发行规模：不超过 15 亿元（含）

债券期限：5 年

担保方：昆明市交通投资有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 9 月 4 日

分析师

张晶晶 登记编号（R0040219080003）

徐汇丰 登记编号（R0040218010006）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对昆明交通产业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为云南省昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，其业务具有很强的区域专营优势，外部发展环境良好，且在债务置换及政府补助等方面获得的外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到公司未来资本支出压力较大、部分股权投资收益存在不确定性、资金占用较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司交通场站、公共停车场、物流园区等项目的建成，公司交通产业资源进一步整合，公司经营规模有望稳步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由昆明市交通投资有限责任公司（以下简称“昆明交投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 外部发展环境良好。昆明市经济总量稳步增长，经济实力不断增强，公司外部发展环境良好。

2. 区域专营优势很强，获得外部支持力度较大。作为昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，公司业务具有很强的区域专营优势，在债务置换和政府补贴等方面获得的外部支持力度较大。

3. 增信措施有效提升了本期债券偿付的安全性。本期债券由昆明交投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性。

关注

1. 未来资本支出压力较大。公司在高速公路、公交场站、公共停车场和物流园等方面投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

2. 资金占用较大，股权投资收益存在一定不确定性。公司往来应收款规模较大，对资金形成较大占用；股权投资规模较大，收益受被投资企业经营状况影响大，存在一定的不确定性。

3. 面临一定的短期偿债压力。公司整体债务负担尚可，但短期债务规模较大，公司面临一定的短期偿债压力。

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
发行人（合并口径）				
资产总额（亿元）	791.73	769.28	783.67	811.07
所有者权益（亿元）	334.01	343.76	354.68	355.51
长期债务（亿元）	283.37	228.72	291.92	327.43
全部债务（亿元）	385.35	365.85	374.26	406.22
营业收入（亿元）	88.42	78.92	81.27	17.07
利润总额（亿元）	10.61	9.78	10.90	0.83
EBITDA（亿元）	16.33	16.32	18.80	--
经营性净现金流（亿元）	7.44	17.36	25.14	1.11
营业利润率（%）	3.18	2.92	5.53	1.94
净资产收益率（%）	3.21	2.86	3.03	--
资产负债率（%）	57.81	55.31	54.74	56.17
全部债务资本化比率（%）	53.57	51.56	51.34	53.33
流动比率（倍）	2.53	1.52	2.07	2.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.75	1.33	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.09	1.09	1.25	--

发行人（母公司）

资产总额（亿元）	579.51	649.37	649.52	658.01
所有者权益（亿元）	293.70	304.54	315.47	317.05
全部债务（亿元）	252.72	237.09	240.22	251.57
营业收入（亿元）	0.02	0.35	0.25	0.01
利润总额（亿元）	10.47	10.84	10.93	1.58
资产负债率（%）	49.32	53.10	51.43	51.82
全部债务资本化比率（%）	46.25	43.77	43.23	44.24

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,564.06	1,555.59	1,609.12
所有者权益（亿元）	673.44	692.94	710.20
营业收入（亿元）	188.01	210.67	277.35
利润总额（亿元）	11.27	14.30	17.05
资产负债率（%）	56.94	55.45	55.86

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债带息部分计入长期债务核算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计；5. 本报告中涉及公司 2017 年和 2018 年度的财务时点数据分别采用 2018 年和 2019 年度期初数据，涉及担保方 2017 年和 2018 年度的财务时点数据分别采用当年年底数据

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



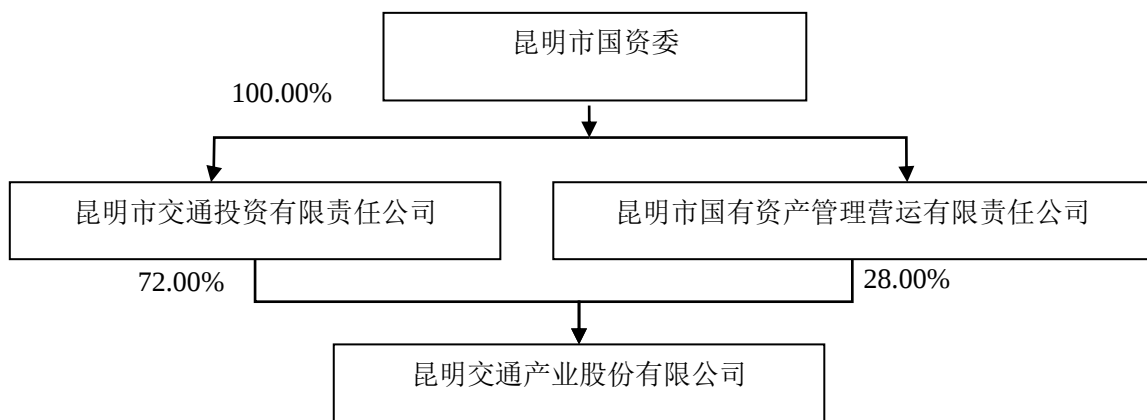
徐伟

联合信用评级有限公司

一、主体概况

昆明交通产业股份有限公司（以下简称“公司”或“昆明交产”）是经《关于成立昆明市交通产业股份有限公司的批复》（昆国资复〔2010〕175号文）批准，于2010年9月成立的股份有限公司，初始注册资本为10.00亿元，昆明市交通投资有限责任公司（以下简称“昆明交投”）持股80.00%，为公司的控股股东，昆明市国有资产管理营运有限责任公司（以下简称“昆明国资”）持股20.00%。2013年，昆明国资以货币方式对公司增资1.10亿元。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为11.10亿元，昆明交投和昆明国资分别持有公司72.00%和28.00%的股权，公司实际控制人为昆明市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昆明市国资委”）。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事高速公路运营、粮食购销、物资贸易、汽车销售及建筑施工等业务。截至2020年3月底，公司本部设财务管理部、综合管理部、资本运营部等9个职能部门；纳入公司合并范围的一级子公司共计12家；合并口径在职员工合计2,115人。

截至2019年底，公司合并资产总额783.67亿元，负债合计428.98亿元，所有者权益354.68亿元，其中归属于母公司所有者权益330.06亿元。2019年，公司实现营业收入81.27亿元，净利润10.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.76亿元；经营活动产生的现金流量净额25.14亿元，现金及现金等价物净增加额2.21亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额811.07亿元，负债合计455.55亿元，所有者权益355.51亿元，其中归属于母公司所有者权益331.11亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入17.07亿元，净利润0.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.05亿元；经营活动产生的现金流量净额1.11亿元，现金及现金等价物净增加额11.11亿元。

公司注册地址：昆明市盘龙路25号院1栋2楼、4楼；法定代表人：雷升逵。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券全称为“昆明交通产业股份有限公司2020年公开发行公司债券（第二期）”，发行规模不超过15.00亿元（含）。本期债券票面金额100元，按面值平价发行。本期债券期限为5年（含）。

本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司与簿记管理人确定本期债券的票面利率簿记建档区间，投资者直接向簿记管理人发出申购订单，簿记管理人负责记录申购订单，最终由公司与簿记管理人根据申购情况确定本期债券的最终发行利率。本期债券采用单利按年付息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券由昆明市交通投资有限责任公司（以下简称“昆明交投”）提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于满足公司生产经营需要，调整债务结构，补充流动资金。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施投资建设快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理, 并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来, 国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理, 并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制, 要求坚决遏制隐性债务增量, 并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年, 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变化和调整, 政府及监管部门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。

2019 年以来, 我国经济下行压力持续增大, 在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上, 政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持, 充分发挥基建逆经济周期调节作用, 一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看, 防范债务风险方面, 财政部先后下发财金(2019) 10 号和财办金(2019) 40 号文, 旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限, 严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月, 监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》, 指出在不新增隐性债务的前提下, 允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换, 推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中, 主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是, 由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少, 可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题, 不符合隐性债务置换要求, 非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面, 2019 年 9 月, 国务院印发《交通强国建设纲要》, 强调在交通基础设施建设领域补短板, 建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月, 中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出, 当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面, 2019 年 9 月, 国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》, 指出对“短板”领域的基础设施项目, 可适当降低资本金最低比例; 对基础设施领域, 允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具, 多渠道规范筹措投资项目资本金, 从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来, 国家进一步出台各种政策措施, 推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月, 中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入, 加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外, 2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月, 财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元, 对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看, 上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点, 为城投企业提供了项目储备空间, 同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力, 从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 1 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性, 对于规范合规的 PPP 项目, 纳入财政支出预算; 对于不合规的 PPP 项目, 应在限期内进行整改或予以清退
2019 年	国家发改委	2019 年新型城镇化建设	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通

4 月		重点任务	网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司是昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，近年来，昆明市经济总量稳步增长，财政实力不断增强，公司外部发展环境良好。

昆明地处中国西南地区、云贵高原中部，具有“东连黔桂通沿海，北经川渝进中原，南下越老达泰柬，西接缅甸连印巴”的独特区位，处在南北国际大通道和以深圳为起点的第三座东西向亚欧大陆桥的交汇点，是中国面向东南亚、南亚开放的门户城市，位于东盟“10+1”自由贸易区经济圈、大湄公河次区域经济合作圈、泛珠三角区域经济合作圈的交汇点。截至2019年底，昆明市下辖7个市辖区，1个县级市，3个县，3个自治县，常住人口695万人。

根据《昆明市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，昆明市分别实现地区生产总值4,857.64亿元、5,206.90亿元和6,475.88亿元，按可比价计算，分别同比增长9.7%、8.4%和6.5%，三次产业结构由4.3:38.4:57.3调整为4.2:32.1:63.7。2019年，昆明市人均生产总值为93,853元，较上年增长5.2%。

2017年，昆明市固定资产投资（不含农户）4,217.94亿元，同比增长7.6%；2018—2019年，昆明市固定资产投资（不含农户）分别同比增长5.5%和2.8%。分产业投资看，2019年昆明市第一产业投资增长9.2%，第二产业投资增长2.9%，第三产业投资增长2.7%。从支柱板块看，2019年昆明市工业投资增长2.8%，基础设施投资下降10.3%，房地产投资增长13.9%。2019年，昆明市交通投资下降11.5%。2019年，昆明市房地产开发投资中，住宅投资增长29.0%，办公楼投资增长46.1%；商业营业用房投资下降28.2%。2019年，昆明市商品房施工面积12,236.93万平方米，比上年增长18.9%；商品房竣工面积485.88万平方米，增长49.8%；商品房销售面积1,916.23万平方米，增长0.3%。

2017—2019年，昆明市一般公共预算收入分别为560.9亿元、595.6亿元和630.0亿元，分别同比增长8.2%、6.2%和5.8%，其中税收收入分别为411.0亿元、477.1亿元和509.3亿元；同期，一般公共预算支出分别为775.9亿元、756.8亿元和820.9亿元；2019年，昆明市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为76.75%，同比减少1.95个百分点。2017—2019年，昆明市政府性基金收入分别为385.0亿元、705.3亿元和955.8亿元。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

作为昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，公司业务具有很强的区域专营优势。

公司是昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，承担了昆明市主要高速公路基础设施建设以及铁路和机场相关基础设施建设。除公司外，昆明市从事基础设施建设的公司主要有昆明城建投资开发有限责任公司、昆明新都投资有限公司、昆明轨道交通有限公司（以下简称“昆明轨交”）、昆明产业开发投资有限公司、昆明农业发展投资有限公司等公司，上述公司均按照各自负责的行业、区域分工。其中，除昆明轨交负责昆明市区地铁建设，昆明市高速公路建设开发股份有限公司（以下简称“昆明高速”，昆明市国资委直接持股52%，为该公司控股股东和实际控制人）建设运营昆明绕城高速公路内环中线外，昆明市域范围内纳入地方高速公路网的高速公路主要由公司负责投资修建及运营，昆明市域范围内所有交通场站及立体停车场等亦由公司负责改造，公司在昆明市的交通基础设施建设行业占有主导地位，业务具有很强的区域专营优势。

2. 人员素质

公司管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，员工基本素质能够满足公司经营发展需要。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有董事 5 人、监事 3 人、高级管理人员 4 人。

雷升逵先生，中共党员，硕士研究生学历，高级会计师；曾任昆明云内动力股份有限公司资产管理办公室主任，昆明云内动力股份有限公司董事会秘书兼资产管理办公室主任，昆明云内动力股份有限公司董事、财务总监，昆明产业开发投资有限责任公司总经理，昆明交投董事长；2010 年 9 月至今任公司董事长。

王丽娟女士，中共党员，研究生学历，会计师；曾任昆明电气实业公司会计、财务部副经理，昆明市纺织工业公司会计主管，昆明城投会计部经理、下属企业昆明城路开发经营有限责任公司工会主席兼财务部经理，昆明绕城高速公路开发有限公司主任、分管财务副总经理、常务副总经理、总经理兼党支部书记，昆明高海公路建设投资开发有限责任公司总经理；2013 年 2 月至今任昆明交投副总经理，2011 年 11 月至今任公司董事，2014 年 10 月至今任公司总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有在职员工 2,115 人。从教育程度来看，大专及以下人员占 38.63%，本科人员占 60.47%，硕士及以上人员占 0.90%；从年龄构成看，30 岁以下占 39.86%、30 岁至 50 岁占 52.62%，50 岁以上占 7.52%。

3. 外部支持

近年来，公司在债务置换及政府补助等方面获得的外部支持力度较大。

（1）债务置换

2018 年，公司收到昆明市财政局拨付的地方政府债券置换资金 33.90 亿元，冲减公司对财政局的其他应付款 33.90 亿元。

（2）政府补助

2017—2019 年，公司收到的政府补助金额分别为 11.27 亿元、11.27 亿元和 11.31 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

五、公司管理

公司法人治理结构和内部控制体系较为完善，各项管理制度较为完备，能够满足公司日常经营与发展需求。

1. 治理结构

公司按照《公司法》及公司章程的要求，设立了包括股东大会、董事会和监事会在内的法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，由全体发起人（股东）组成。股东大会职权包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案以及对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等。

公司设董事会，成员为 5 人，非职工代表董事由股东大会选举产生；职工代表董事由公司职工通过职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 人，董事长为公司法定代表人，由董事会全体

董事过半数选举产生。董事会职权包括召集股东大会并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，审定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案以及制订公司的基本管理制度等。

公司设监事会，监事会成员 3 人，其中职工监事 1 名。监事由股东大会选举产生，职工代表担任的监事由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 人，由董事会决定聘任或解聘。经理对董事会负责，负责处理公司在开展生产经营活动中的各项日常具体事务。

2. 管理体制

公司本部设财务管理部、综合管理部、资本运营部等 9 个职能部门，并在财务管理、投融资管理、担保管理和安全生产等方面制定了一系列管理制度。

财务管理方面，公司通过健全内部岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，保障资金使用的安全性。对公司重大项目（含公司子公司重点项目）实行分管领导负责制和集体议事和决策机制。对资金使用计划和资金划拨严格执行审批程序，及时掌握各子公司的资金流向和资金存量，通过公司统筹安排，提高资金使用效率、降低资金成本和保障资金安全。

投融资管理方面，公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，公司所有投资项目在决策前，必须经过对投资项目的可行性研究，提出初选投资项目的投资建议书，经董事会审核通过后正式立项，成立项目组，由项目组负责项目的实施。融资管理基本原则是统一集中管理，分级负责。公司对不同融资方式详细制定了包括融资管理权限、融资业务管理、融资预算管理、融资统计与监督等内容。

担保管理方面，公司采用“分级管理、预算控制”的措施控制风险。公司本部负责管理本公司及下属各控股子公司的对外担保业务，通过年度预算控制整体对外担保总量并上报上一级公司审批。各子公司编制年度预算报送本部批准，并根据经本部平衡后的年度预算指标安排自身和所属公司的对外担保，控制对外担保总量，防范担保风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务已形成多元化发展格局，近年来，主营业务收入规模波动下降，贸易业务收入占比较高，主营业务毛利率维持在较低水平。受疫情影响，2020 年一季度，公司综合毛利率水平降幅明显。

公司具体业务涵盖高速公路运营、粮食购销、汽车销售、建筑施工和物资贸易等。2017—2019 年，公司营业收入波动下降，2018 年公司营业收入同比下降 10.74%，主要系建筑施工和汽车销售业务收入下降所致；2019 年营业收入同比增长 2.97%，主要系建筑施工和物资贸易业务收入增长所致。

2017—2019 年，随着通车高速公路持续稳定运营，公司高速公路通行费收入稳定增长。同期，公司汽车销售收入逐年下降，其中在 2019 年国内汽车行业整体增速下滑、乘用车销量负增长的影响下，公司汽车销售板块收入较上年下降 18.97%。公司建筑施工收入波动较大，物资贸易业务收入基本保持稳定。公司其他板块业务规模较小，对公司收入影响不大，其中 2018 年公司新增机场

停车费收入，主要系公司于 2018 年中标昆明长水国际机场停车楼（场）有偿转让经营服务项目，取得机场经营性停车楼（场）共计 5,480 个泊位 7 年经营权所致。

表 2 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高速公路通行费	3.07	3.49	-11.40	3.20	4.11	-34.29	3.47	4.33	-22.07	0.19	1.10	-264.06
机场停车费收入	--	--	--	0.33	0.43	6.35	0.61	0.76	-0.58	0.13	0.75	-27.36
建筑施工	18.76	21.35	8.61	10.08	12.95	9.07	13.73	17.11	15.56	1.84	10.86	14.08
汽车销售	21.89	24.90	4.59	19.33	24.82	6.78	15.66	19.51	7.54	3.23	19.01	13.42
物资贸易	42.23	48.05	0.18	42.01	53.96	0.78	43.90	54.70	1.73	10.68	62.85	0.24
粮食购销	1.66	1.88	3.50	2.76	3.55	2.36	2.16	2.69	3.66	0.76	4.45	3.04
其他	0.29	0.33	42.04	0.15	0.19	32.49	0.73	0.91	50.46	0.17	0.99	48.64
合计	87.89	100.00	2.88	77.86	100.00	2.04	80.26	100.00	4.67	16.99	100.00	1.75

资料来源：公司提供，联合评级整理

毛利率方面，2017—2019 年，公司综合毛利率波动增长，2019 年同比增加 2.58 个百分点，主要系建筑施工、汽车销售和物资贸易毛利率增长所致。

2017—2019 年，公司高速公路通行费毛利率持续为负，主要系新通车的黄马高速通行费收入规模较小，无法覆盖折旧费用，以及昆明东绕城高速公路实行收费优惠政策所致。2019 年，机场停车费毛利率水平较上年有所下降，主要系年度经营服务转让费有所增加所致。2017—2019 年，建筑施工业务毛利率持续增长，2019 年同比增加 6.48 个百分点，主要系公司加强项目管理导致新承接项目毛利率较高；同期，汽车销售业务毛利率持续增长，其中 2018 年毛利率同比增加 2.19 个百分点，主要系公司 2017 年汽车销售收入规模较大而供应商当年销售返利于次年才发放所致。2017—2019 年，物资贸易毛利率持续增长，2019 年为 1.73%，同比增长 0.94 个百分点，主要系部分贸易品种价格上涨以及公司加强成本控制所致；同期，粮食购销业务毛利率较为稳定。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.07 亿元，完成上年全年的 21.01%，收入构成较上年变动不大；综合毛利率为 2.15%，同比减少 4.47 个百分点，主要系受疫情影响所致。

2. 业务经营分析

（1）交通产业

公司交通产业板块涵盖高速公路建设运营、交通场站建设、公共停车场建设，高速公路运营业务持续稳步发展，但整体盈利能力较弱。公司交通产业在建及拟建项目投资规模较大，其中高速公路项目建设资金主要来源于政府财政资金，交通场站和公共停车场项目建设资金来源主要为自筹，公司未来投资压力较大。

高速公路

公司高速公路运营主体为本部。昆明市域范围内纳入地方高速公路网的高速公路均由公司负责投资修建及运营，截至 2019 年底，公司已投入运营的高速公路共 3 条，分别为昆明东绕城高速公路、高海高速公路和黄马高速公路，均为经营性公路，里程合计 87.65 公里。2017—2019 年及 2020 年 1—3 月，公司高速公路的车流量分别为 1989.43 万辆、2378.46 万辆、2509.02 万辆和 274.74 万辆；同期，通行费收入分别为 3.07 亿元、3.20 亿元、3.47 亿元和 0.19 亿元。

表3 截至2019年底公司运营路产情况（单位：亿元、公里、%）

路产名称	公路性质	总投资	里程	收费期限	持股比例
昆明东绕城高速公路	经营性	32.63	25.48	2007.01—2032.01	100.00
高海高速公路	经营性	23.57	31.43	2007.07—2037.07	81.50
黄马高速公路	经营性	50.93	30.74	2017.07—2047.07	70.21
合计	--	107.13	87.65	--	--

注：截至2019年底，黄马高速公路尚未完成全部竣工结算工作

资料来源：公司提供

表4 公司通行费收入及车流量情况（单位：亿元、万辆）

路产名称	通行费收入				车流量			
	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
昆明东绕城高速公路	2.12	1.47	1.47	0.06	1,436.29	1,472.75	1,477.99	123.45
高海高速公路	0.79	0.87	0.95	0.04	437.60	500.62	543.69	100.76
黄马高速公路	0.16	0.85	1.05	0.08	115.54	405.09	487.34	50.53
合计	3.07	3.20	3.47	0.19	1,989.43	2,378.46	2,509.02	274.74

注：表中通行费收入为不含税收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

昆明东绕城高速公路位于昆明市区东侧，北起于乌龙村北侧接昆明至曲靖高速公路，南止于广福路跨接昆明至玉溪高速公路，沿线连接昆明至石林高速公路、昆明新机场高速公路等主要交通干线路线，全长25.48公里，公路设计速度100公里/小时，双向六车道。东绕城高速公路于2006年底建成通车，于2007年1月开始收取车辆通行费，收费年限为25年，沿线设有2个服务区，5个收费站。根据昆人发〔2004〕29号文件，昆明市政府在昆明东绕城高速公路25年经营期内，每年给予财政性资金补偿1.26亿元（2016年以前反映在“营业收入”中，自2016年起，反映在“营业外收入”和“其他收益”中）。2017—2019年，昆明东绕城高速公路车流量稳步增长，分别为1,436.29万辆、1,472.75万辆和1,477.99万辆；同期，通行费收入有所下降，分别为2.12亿元、1.47亿元和1.47亿元，其中2018年通行费收入同比下降30.74%，主要系根据云交费〔2017〕45号文件，对持有“ETC运通卡”的货车实行通行费8折的优惠以及货车限行所致。

高海高速公路位于昆明市区西侧，起于高尧枢纽立交，止于西山区海口办事处海丰村，公路全线沿西山风景区及滇池交接地段，路线全长31.43公里，公路设计速度100公里/小时，双向六车道。高海高速公路于2006年底建成通车，于2007年7月开始收取车辆通行费，收费年限为30年，沿线设有3个服务区，5个收费站。2017—2019年，高海高速公路车流量持续增长，分别为437.60万辆、500.62万辆和543.69万辆；同期，通行费收入分别为0.79亿元、0.87亿元和0.95亿元。

黄马高速公路路线起点嵩明（小铺）至昆明高速公路止点（黄土坡），向南布线，经拓磨水库、浑水塘、段家营、赵家山、万溪冲、上庄子、小营等地，然后路线向西设置马金铺连接线经大营、化城塘、高家庄等地，止于马金铺并设置立交与昆玉高速公路相接，全长30.74公里，其中主线24.58公里，连接线6.16公里，公路设计速度100公里/小时，双向六车道。黄马高速公路于2017年建成通车，收费年限30年，沿线设有5个服务区，3个收费站。2017—2019年，黄马高速公路车流量快速增长，分别为115.54万辆、405.09万辆和487.34万辆；同期，通行费收入分别为0.16亿元、0.88亿元和1.08亿元。

除上述已投入运营的三条高速公路外，公司持有昆明高速 40% 的股份。截至 2019 年底，昆明高速已通车运营的高速公路为昆明绕城高速公路内环中线，收费里程 25.00 公里，已于 2014 年 8 月通车，收费年限 30 年。截至 2019 年底，权益法下确认的公司对昆明高速的投资为 164.91 亿元。2017—2019 年，公司按权益法确认昆明高速的投资收益分别为 1.13 亿元、1.15 亿元和 1.32 亿元。

收费标准方面，根据《云南省人民政府关于同意调整 26 条高速公路车辆通行费收费标准的批复》（云政复〔2015〕46 号）和《云南省人民政府关于同意呈贡至澄江和黄土坡至马金铺高速公路收取车辆通行费的批复》（云政复〔2015〕70 号），上述三条高速公路车辆通行费采取普通路段和 500 米以上桥梁隧道分别计算、合并收费的方式确定收费标准；货车采取按计重收费；客车按行车里程收费，对不同座位的客车收费费率标准有所不同。

表 5 截至 2019 年底公司运营路产收费标准

路产名称	车型收费（元/车公里）		计重收费（元/吨公里）	
	普通路段	计费桥隧	普通路段	计费桥隧
昆明东绕城高速公路	0.50	1.20	0.09	0.178
高海高速公路	0.50	1.20	0.09	0.134
黄马高速公路	0.50	0.89	0.09	0.150

资料来源：公司提供

根据交通运输部《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，自 2020 年 2 月 17 日 0 时起，至疫情防控工作结束，全国收费公路对所有车辆免收车辆通行费；5 月 6 日起已恢复收费。根据公司提供资料，2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日，公司累计免收高速公路通行费 1.09 亿元。

结算方式方面，公司运营的三条高速公路均为云南省联网高速公路，收费方式为半自动收费方式（MTC）和全自动收费方式（ETC）结合。MTC 模式下，收到通行费后次月中下旬，根据云南省高速公路联网管理中心下达的《现金通行费分账报表》将代收的其他高速公路路段通行费拨付至相关公司。ETC 模式下，在云南省高速公路联网管理中心收到通行费后次月中下旬直接拨付公司账户。

成本方面，2017—2019 年，公司高速公路养护支出分别为 0.66 亿元、0.53 亿元和 0.55 亿元；同期，公司高速公路计提折旧分别为 2.43 亿元、3.23 亿元和 3.25 亿元。2017—2019 年，高速公路运营补贴分别为 1.56 亿元、1.56 亿元和 1.37 亿元，主要为养护补助以及昆明东绕城高速公路的财政性资金补偿。

截至 2019 年底，公司在建高速公路共有 2 条，分别为滇中产业聚集区（新区）机场北高速公路（以下简称“机场北高速”）、昆明至倘甸高速公路（以下简称“昆倘高速”），总投资 123.66 亿元，已投资 29.73 亿元，尚需投资 93.93 亿元，其中需要公司负责出资金额为 41.28 亿元，尚需投资 16.75 亿元，公司资本支出压力可控。

表 6 截至 2019 年底公司在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

路产名称	里程	总投资	已投资	公司需投资金额		预计完工时间	投资计划		
				总投资	已投资		2020 年	2021 年	2022 年
机场北高速	17.67	41.28	24.53	41.28	24.53	2022/12	8.00	5.00	3.75

昆倘高速	50.18	82.38	5.20	--	--	2022/06	20.00	33.00	24.18
合计	67.85	123.66	29.73	41.28	24.53	--	28.00	38.00	27.93

资料来源：公司提供

机场北高速，全长 17.67 公里，其中主线长 11.72 公里，北航站楼连接线长 5.95 公里；主线共设特大桥 3 座，大桥 8 座，中桥 3 座，涵洞 4 道，通道 4 道，天桥 6 座；北航站楼连接线共设大桥 5 座，涵洞 1 道，通道 4 道，天桥 4 座。机场北高速项目总投资 41.28 亿元，由公司自筹，其中资本金比例为 30.00%。截至 2019 年底，该项目已投资 24.53 亿元。2020 年 6 月，机场北高速主线已经建成通车。

昆倘高速，全长 50.18 公里，起于西三环互通东侧，止于东村镇接武倘寻高速公路，采用 BOT 模式建设，公司作为政府方出资代表，代表政府出资（出资金额合计 15.75 亿元，全部来源于财政补助，其中资本金 14.97 亿元）并持有股份，与中标社会资本方中国中铁股份有限公司共同组建项目公司；截至 2019 年底，昆倘高速项目到位政府补助资金 1.72 亿元，预计于 2022 年 6 月竣工。

截至 2019 年底，公司无拟建高速公路项目。

交通场站建设

公司交通场站业务由子公司昆明交通场站开发运营有限公司（以下简称“场站公司”）负责运营。截至 2019 年底，公司已完工公交场站项目为雨花公交停车保养场项目（以下简称“雨花公交项目”）。雨花公交项目总建筑面积 8.49 万平方米，于 2011 年 8 月开工建设并于 2014 年 6 月竣工验收，总投资 3.96 亿元，通过项目配套酒店用房和商业用房的运营收入平衡资金投入。2017—2019 年，雨花公交项目分别实现收入 779.09 万元、502.00 万元和 818.02 万元；截至 2019 年底，该项目累计实现收入 3,454.36 万元。

截至 2019 年底，公司主要在建公交场站项目为昆明市综合交通国际枢纽建设项目（以下简称“国际枢纽项目”）。国际枢纽项目总规划面积 9.94 万平方米，建设内容包括公交车及大型车辆地下停车场、对外停车场、交通换乘中心、配套用房、地上商业裙楼、高层 Loft、高层办公楼、公寓、酒店、住宅（含回迁房）和相应配套设施。项目总投资 64.96 亿元，其中资本金 19.96 亿元（占总投资的 30.73%），剩余资金来源为商业借款 25.00 亿元、项目收益债 8.00 亿元和保险债权计划 12.00 亿元；截至 2019 年底，项目已投资 20.38 亿元，尚需投资 44.58 亿元。根据《昆明市综合交通国际枢纽建设项目可行性研究报告》（以下简称“国际枢纽项目可研报告”），国际枢纽项目预计于 2022 年开始产生收入，在 36 年的运营期中通过租售各项物业、广告服务等方式共获得收入 311.59 亿元，税后净现金流量为 142.70 亿元，有息债务本息为 55.78 亿元。国际枢纽项目可研报告对项目收入预测较为乐观，项目收入实现存在一定不确定性。

截至 2019 年底，公司无拟建的公交场站项目。

公共停车场建设

公司公共停车场业务由子公司昆明市智慧停车建设运营有限公司（以下简称“智慧停车公司”）负责运营。公共停车场项目资金主要来源为公司自筹和银行贷款，未来通过停车场及配套设施运营收入以及智能停车系统相关收入来平衡资金投入。截至 2019 年底，公司在建公共停车场项目总投资 1.43 亿元，已投资 1.00 亿元，在建项目后续投资规模不大；公司拟建公共停车场项目总投资 23.85 亿元，主要为昆明首批公共停车设施项目。昆明首批公共停车设施项目拟建设 34 个停车场，共提供 14,799 个泊位，总投资 22.42 亿元，其中资本金占 20%（主要为政府扶持资金），银行贷款占 80%，未来拟通过停车收费、充电桩服务、商业综合体运营获得收益。

表 7 截至 2019 年底公司主要在建及拟建公共停车场项目情况（单位：个、亿元）

项目名称	泊位数	总投资	已投资	建设期	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
羊仙坡公共停车场项目	282	0.58	0.37	2019/12—2020/12	0.04	0.08	--
云客小区公共停车场项目	303	0.70	0.50	2019/12—2020/12	0.09	0.01	--
穿金路省农行过渡性公共停车场建设项目	255	0.07	0.06	2018/09—2019/11	0.01	--	--
昆船工业区南门项目	226	0.06	0.04	2018/11—2019/12	0.01	0.00	--
老西苑街道办事处公共停车场项目	140	0.03	0.03	2018/12—2019/11	--	--	--
在建项目合计	1,206	1.43	1.00	--	0.15	0.09	--
昆船工业区老旧小区交通环境提升改造项目	1,647	0.94	--	--	0.10	0.40	0.40
昆明首批公共停车设施项目	14,799	21.48	--	--	0.12	0.50	3.00
拟建项目合计	16,446	22.42	--	--	0.22	0.90	3.40
合计	17,652	23.85	1.00	--	0.37	0.99	3.40

注：尾差系四舍五入所致；穿金路省农行过渡性公共停车场建设项目、昆船工业区南门项目已完成施工，尚有部分工程尾款未支付；老西苑街道办事处公共停车场项目已完成施工，尚未进行竣工审计

资料来源：公司提供

其他

作为昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，公司参与机场相关基础设施建设。除负责机场北高速的建设外，公司参股云南机场集团有限责任公司（以下简称“云南机场集团”，云南省人民政府国有资产监督管理委员会持股 60.34%，为该公司控股股东和实际控制人），持有 26.01% 的股份。2018 年，公司代云南机场集团缴纳了新机场片区约 21 平方公里土地对应的土地出让金 108.77 亿元，账面增加对云南机场集团的股权投资，但暂不调整公司的持股比例，待昆明市人民政府与云南机场集团结算后作为增资扩股资金重新计算持股比例。截至 2019 年底，公司对云南机场集团投资的账面价值为 140.43 亿元。

（2）建筑施工

公司建筑施工板块包括建筑施工业务和建材销售业务，丰富了公司业务收入来源，对公司营业收入形成补充。近年来，公司新签合同金额大幅波动，或影响公司建筑施工业务收入的稳定性。

建筑施工

公司建筑施工业务由子公司昆明建投建设工程集团有限公司（以下简称“昆明建投”）负责运营。昆明建投具有国家房屋建筑工程施工总承包一级、市政工程总承包一级等多项专业资质，主要承接昆明市域内的项目。业务模式为传统的工程总承包模式，按工程进度确认收入，利润水平不高。

表 8 公司建筑施工合同签订情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新签合同数量	13	9	11
其中：亿元以上合同数量	8	0	3
新签合同金额	23.52	1.81	9.04
其中：亿元以上合同金额	22.57	0.00	6.98

资料来源：公司提供

2017—2019 年，新签合同数量及金额均波动较大。2018 年，由于市场投资回落、公司加强项目质量审核力度，公司新签合同金额同比大幅下降；2019 年，公司新签合同数量及金额均有所增

长，但整体规模较小。截至 2019 年底，公司在手合同数量 11 个，合同金额 9.04 亿元。

建材销售

公司将供应到具体施工项目的建材销售体现在建筑施工板块，将其他建材贸易体现在物流产业板块。公司建材销售业务主要由子公司昆明交投建材有限公司（以下简称“建材公司”）负责运营。公司建材销售产品主要为钢材、水泥、木材及电缆等，其中钢材销售为建材公司的核心业务。盈利模式方面，公司从上游供应商采购并加价卖给下游客户，赚取销售差价。采购方面，公司向规模较大的建材生产公司集中采购或通过代理商及经销商询价比较后择优采购；结算方式为预付货款或现款结算，采用预付货款结算时一般会获得价格优惠。销售方面，公司的下游客户主要是公司体系内投资的工程项目承包方以及昆明市部分重点工程项目的承包商（全部为央企和国有大型企业），实力较强，信用较好；公司结合采购价格、市场价格及后期价格趋势，与客户洽谈，结算方式为赊销和现款相结合的方式，赊销方式存在一定的账期（一般为 3 个月）。

2017—2019 年，公司分别实现建筑施工板块收入 18.76 亿元、10.08 亿元和 13.73 亿元，2018 年同比下降 46.27%，主要系公司暂停部分回款风险高的项目且新承接工程需对项目业主和项目本身的回款能力进行全面严格考评所致。

（3）物流产业

公司物流产业板块包括汽车销售、物资贸易、粮油购销和物流园区的建设运营。受汽车消费市场整体低迷的影响，公司汽车销售收入持续下降；受行业特征影响，公司物资贸易和粮食购销业务获利空间有限；物流园区项目尚处于建设期，尚未对公司营业收入形成贡献，同时公司物流项目的建设具有一定的投资压力，未来项目收入及现金流回款情况需持续关注。

汽车销售

公司汽车销售业务由子公司云南港鑫实业有限公司（以下简称“港鑫实业”）负责运营。港鑫实业是以汽车产业为主的专业化销售服务公司，是云南省唯一一家同时拥有吉利品牌 G 网和 L 网全系车型一级代理资格的经销商，也是猎豹品牌、三菱品牌省一级代理资格经销商，其盈利模式为从供应商购入商品车，根据供应商商务政策及自身销售政策加价后，通过 4S 店和二级经销网络进行销售。港鑫实业现拥有 15 个国际标准的品牌专营 4S 店，6 个子公司、8 个分公司及八十余家分销网络及维修网点。公司的商品车采购来源主要是浙江吉利、广汽三菱、湖南猎豹三大品牌汽车制造商或销售公司；结算方式为预付货款，主要以银行承兑汇票方式进行结算。销售方面，公司汽车销售的区域目前主要集中云南省范围内，主要销售客户是终端客户和二级经销商；结算方面，公司与终端客户的结算方式为现款结算，与二级经销商的结算方式为赊销结算，公司根据赊销车型情况向二级经销商收取车价 10~25% 保证金，在二级经销商实现整车销售后 3 天内回款。2017—2019 年，受汽车消费市场整体低迷的影响，公司汽车销售收入持续下降，分别为 21.89 亿元、19.33 亿元和 15.66 亿元，其中终端客户销售收入分别为 15.02 亿元、14.30 亿元和 11.04 亿元，二级经销商销售收入分别为 6.87 亿元、5.03 亿元和 4.62 亿元。2017—2019 年，公司汽车销售毛利率持续增长，分别为 4.59%、6.78% 和 7.54%，其中 2018 年同比增加 2.19 个百分点，主要系公司 2017 年汽车销售收入规模较大而供应商当年销售返利于次年才发放所致。

物资贸易

公司物资贸易业务主要由子公司建材公司、昆明良田和昆明金马粮食物流有限公司（以下简称“金马粮食”）负责运营，销售产品种类较多，包括钢材、电解铜和矿石等。盈利模式是从上家采购，加价后卖给下家，赚取销售差价。

采购方面，公司向规模较大的贸易企业或代理商集中采购，公司的供应商均为行业资信良好、经营能力较强的优质企业，在产品货源及价格上具有一定的优势。公司根据下游客户的需求量确定采购量，对供应商询价比较后择优购买，结算方式一般为预付货款或现款结算，采用预付货款结算的一般会获得一定的价格优惠。2019 年前五大供应商包括云南元强经贸有限公司、云南华云实业集团有限公司和云南浩华经贸有限公司等。

销售方面，与公司合作的下游企业主要是国有大型企业和商贸企业，实力较强，信用好，需求稳定。公司根据客户的购货需求，结合市场价格及后期价格趋势，与客户洽谈合同。结算方式以赊销和现款相结合的方式，赊销方式的有一定的账期（一般为 3 个月）。2019 年前五大销售客户包括山西阳煤化工国际商务有限责任公司、云南建投物流有限公司和云南工程建设总承包股份有限公司等。

2017—2019 年，公司物资贸易业务收入分别为 42.23 亿元、42.01 亿元和 43.90 亿元；毛利率分别为 0.18%、0.78%和 1.73%。受行业特征影响，公司物资贸易业务获利空间有限。

粮食购销

公司粮食购销业务由昆明良田粮食转运有限公司（以下简称“昆明良田”）和金马粮食负责运营。公司粮食购销业务产品主要为大米、面粉、油脂、大豆、包谷等，业务范围主要集中于云南省范围内。业务模式方面，公司采用“以需定销、以销订采”的模式，根据市场需求采购适合的产品，再根据客户的需求进行配送。结算方面，公司与上游供应商结算方式主要为现款现货，与下游客户结算方式为赊销，账期不超过 3 个月。2017—2019 年，公司分别实现粮食购销收入 1.66 亿元、2.76 亿元和 2.16 亿元，2018 年同比增长 66.70%，主要系公司新增豆粕、豆油等粮食品种所致；2019 年同比下降 21.94%，主要系受子公司业务重组及其经营场所调整影响。

物流园区建设

公司主要通过自有资金对物流园区进行投资建设，项目建成后，通过物业销售和出租来平衡投资并获得相应收益。截至 2019 年底，公司在建物流园区项目总投资 57.34 亿元，已投资 19.07 亿元，尚需投资 38.27 亿元。

表 9 截至 2019 年底公司在建物流园区项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	建设期	占地面积	总投资	已投资	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
中汽港鑫国际汽车汽配城一期建设项目	2019/10—2022/10	262.92	38.36	13.97	6.00	6.00	12.39
昆明凉亭粮食转运站迁建建设项目	2016/01—2022/12	322.04	18.98	5.10	5.00	5.00	5.00
合计	--	584.96	57.34	19.07	11.00	11.00	17.39

资料来源：公司提供

中汽港鑫国际汽车汽配城一期建设项目，主要为汽车配件、物流综合、商贸出口、2S 店等商业活动设施及相关附属设施建设。截至 2019 年底，该项目总投资 38.36 亿元，已投资 13.97 亿元。项目收入主要为物业出租收入和销售收入及酒店、停车位、充电桩的运营收入等。

昆明凉亭粮食转运站迁建建设项目是云南省“四个一百”重点工程项目、昆明市“十三五”规划重点建设项目及云南省重点建设的省级粮食产业园区。该项目将分期建设粮食仓库、食用植物油罐、粮食中转仓、粮油加工车间、物流配送中心、物流交易中心、公寓以及相关配套设施。截

至 2019 年底，该项目总投资 18.98 亿元，已投资 5.10 亿元。项目收入主要为物业出租收入、粮食中转收入、粮油储备收入、自营粮油购销收入等。

截至 2019 年底，公司拟建物流园区项目为云南港鑫国际汽车城一期建设项目，建设内容包括汽车展示中心、汽车服务中心、汽车会所、汽车塔及商务楼建筑等，总建筑面积 19.02 万平方米，项目总投资 10.89 亿元。2020—2022 年，该项目分别计划投资 1.50 亿元、3.00 亿元和 3.10 亿元。

3. 未来发展

未来，公司将继续稳步发展高速公路的建设和运营业务，推进交通场站、公共停车场、物流园区等自营项目的建设，推动公司交通产业资源进一步整合，实现产业集聚效应。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面，2017—2019 年，公司重要会计政策的变更主要涉及相关报表项目汇总或分类列报，对会计核算科目的核算内容、核算方法及核算结果无影响。

截至 2020 年 3 月底，纳入公司合并范围内的一级子公司共 12 家，2017 年以来公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模波动增长，受 2018 年增加对云南机场集团股权投资影响，资产构成变化为以非流动资产为主；往来应收款规模较大，对公司资金形成较大占用；股权投资规模较大，收益受被投资企业经营状况影响大，存在一定的不确定性，公司资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额波动增长。截至 2019 年底，公司合并资产总额较年初增长 1.87%。2017—2019 年，公司资产构成中非流动资产占比逐年加大。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年复合增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	419.90	53.04	286.32	37.22	266.62	34.02	-20.32	290.63	35.83
货币资金	90.98	11.49	48.53	6.31	48.74	6.22	-26.81	57.47	7.09
其他应收款	246.77	31.17	157.16	20.43	154.38	19.70	-20.91	165.26	20.38
存货	40.51	5.12	43.91	5.71	32.71	4.17	-10.13	31.29	3.86
非流动资产	371.83	46.96	482.96	62.78	517.04	65.98	17.92	520.44	64.17
可供出售金融资产	48.07	6.07	156.84	20.39	156.84	20.01	80.63	156.84	19.34
长期股权投资	180.15	22.75	181.43	23.58	184.76	23.58	1.27	184.91	22.80
固定资产	105.16	13.28	94.20	12.25	91.56	11.68	-6.69	90.99	11.22
在建工程	26.33	3.33	34.44	4.48	67.30	8.59	59.88	71.03	8.76
资产总计	791.73	100.00	769.28	100.00	783.67	100.00	-0.51	811.07	100.00

注：上表其他应收款中不含应收利息和应收股利
资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产逐年下降。截至 2019 年底，公司流动资产较年初下降 6.88%，主要系存货减少所致。

2017—2019 年，公司货币资金波动下降。截至 2019 年底，公司货币资金较年初变化不大，其中受限货币资金合计 4.78 亿元，为共管资金和银行承兑汇票保证金，受限比例 9.81%，公司货币资金较为充裕。

2017—2019 年，公司其他应收款逐年下降。截至 2019 年底，公司其他应收款较年初变化不大，其他应收款主要为公司与其股东昆明交投及昆明市其他国有企业之间的往来款。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 0.97 亿元，规模较小，公司共计提 1.09 亿元坏账准备，计提比例 0.70%。公司前五大其他应收款账面余额为 130.14 亿元，占其他应收款账面余额的比例为 83.71%，集中度很高。

2017—2019 年，公司存货波动下降。截至 2019 年底，公司存货较年初下降 25.49%，主要系开发成本的减少所致。公司存货主要是待开发土地及物资贸易业务形成的库存商品，其中待开发土地主要是四块土地，土地面积合计 58.19 万平方米，账面价值 27.25 亿元。

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长。截至 2019 年底，公司非流动资产较年初增长 7.06%。

2017—2018 年，公司可供出售金融资产大幅增长。2019 年底，公司可供出售金融资产较 2017 年底大幅增长 226.26%至 156.84 亿元，主要系昆明交投代公司支付对云南机场集团的投资款 108.77 亿元，公司账面增加对云南机场集团的股权投资所致。

2017—2019 年，公司长期股权投资逐年增长。截至 2019 年底，公司长期股权投资较年初变化不大，其中对昆明高速、昆明基础设施投资建设有限公司、昆明中北公交有限责任公司和昆明昆尚高速公路投资发展有限公司的股权投资账面余额分别为 164.91 亿元、18.08 亿元、0.06 亿元和 1.72 亿元。公司股权投资规模较大，收益受被投资企业经营状况影响大，存在一定的不确定性。

2017—2019 年，公司固定资产逐年下降。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值较年初增长 2.80%，公司固定资产主要由高海公路、绕城公路以及黄马公路构成，累计计提折旧 20.82 亿元；固定资产成新率 83.02%，成新率尚可。

2017—2019 年，公司在建工程逐年增长。截至 2019 年底，公司在建工程较年初增长 95.39%，主要系对港鑫汽车城项目、呈贡 42 号路项目、取消省界收费站建设项目、曲靖港鑫门店扩展装修项目、耀阳项目以及大理汽车城等项目的投资所致。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 811.07 亿元，较年初增长 3.50%。其中，流动资产占 35.83%，非流动资产占 64.17%。公司资产结构较年初变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 111.03 亿元，受限比例为 13.69%，其中受限货币资金、固定资产、投资性房地产、在建工程、应收账款及无形资产账面价值分别为 2.23 亿元、87.50 亿元、1.31 亿元、18.22 亿元、0.41 亿元和 1.36 亿元；除上受限资产情况外，公司还存在部分高速公路收费权质押情况。

3. 负债和所有者权益

公司债务规模有所波动，以长期债务为主，整体债务负担尚可，但短期债务规模较大，公司面临一定的短期偿债压力。

2017—2019 年，公司负债总额波动下降。截至 2019 年底，公司负债总额较年初增长 0.81%。公司负债构成以非流动负债为主。

表 11 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年均复合 增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	166.20	36.31	188.66	44.34	128.64	29.99	-12.02	119.64	26.26
短期借款	11.80	2.58	15.53	3.65	27.02	6.30	51.33	28.39	6.23
其他应付款	42.75	9.34	30.92	7.27	27.04	6.30	-20.47	23.13	5.08
一年内到期的非 流动负债	71.16	15.55	80.38	18.89	45.59	10.63	-19.96	24.51	5.38
非流动负债	291.52	63.69	236.87	55.66	300.35	70.01	1.50	335.91	73.74
长期借款	94.54	20.65	95.75	22.50	116.01	27.04	10.77	135.80	29.81
应付债券	106.53	23.27	69.63	16.36	106.57	24.84	0.02	121.63	26.70
长期应付款	68.63	14.99	60.36	14.18	58.54	13.65	-7.64	59.19	12.99
负债合计	457.73	100.00	425.53	100.00	428.98	100.00	-3.19	455.55	100.00

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债波动下降。截至 2019 年底，公司流动负债较年初下降 31.82%。

2017—2019 年，公司短期借款逐年增长。截至 2019 年底，公司短期借款较年初增长 74.01%，主要系公司新增对交通银行股份有限公司云南省分行借款 3.00 亿元、恒丰银行股份有限公司昆明分行借款 7.00 亿元、中国进出口银行云南省分行借款 1.30 亿元等所致。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年下降。截至 2019 年底，公司其他应付款较年初下降 12.56%。公司其他应付款主要由往来款及项目款构成。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降 43.28%，主要为一年内到期的长期借款 12.07 亿元、一年内到期的应付债券 22.99 亿元、一年内到期的长期应付款 10.25 亿元及一年内到期的其他长期负债 0.28 亿元。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长。截至 2019 年底，公司非流动负债较年初增长 26.80%。

2017—2019 年，公司长期借款逐年增长。截至 2019 年底，公司长期借款较年初增长 21.16%，其中质押借款、抵押借款、保证借款分别为 35.59 亿元、3.30 亿元和 77.12 亿元；质押物主要是高速公路收费权，抵押物是土地使用权、高速公路路面资产及附属设施，担保人主要是昆明交投及其他关联方。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长。截至 2019 年底，公司应付债券较年初增长 53.06%，主要系 2019 年发行多期公司债、中期票据及 PPN 所致。

2017—2019 年，公司长期应付款逐年下降。截至 2019 年底，公司长期应付款较年初下降 3.00%，公司长期应付款主要为融资租赁款项。公司主要的融资租赁合作方包括鑫桥联合融资租赁有限公司、太平石化金融融资租赁有限公司和华融金融租赁股份有限公司等。本报告将长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算。

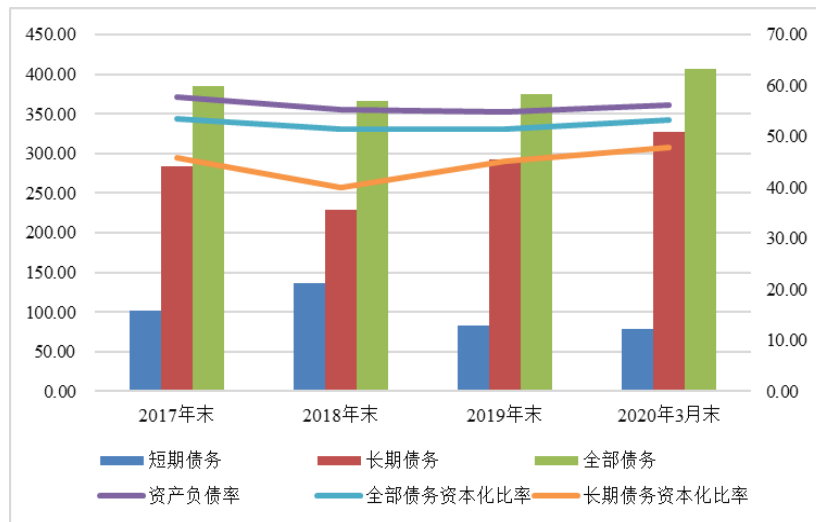
2017—2019 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 1.45%。截至 2019 年底，公司全部债务 374.26 亿元，较年初增长 2.30%。其中，短期债务占 22.00%，长期债务占 78.00%。短期债务 82.34 亿元，较年初下降 39.96%。长期债务 291.92 亿元，较年初增长 27.63%。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.74%、51.34%和 45.15%，较年初分别减少 0.57 个百分点、减少 0.21 个百分点和增加 5.19 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 455.55 亿元，较年初增长 6.19%。其中，流动负债占 26.26%，

非流动负债占 73.74%，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 406.22 亿元，较年初增长 8.54%。其中，短期债务 78.79 亿元（占 19.40%），较年初下降 4.30%。长期债务 327.43 亿元（占 80.60%），较年初增长 12.16%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.17%、53.33%和 47.94%，较年初分别增加 1.43 个百分点、1.99 个百分点和 2.80 个百分点。公司整体债务负担适中，但短期债务规模大，公司面临一定的短期偿债压力。

图 2 公司负债及债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

公司权益规模逐年增长，权益构成以资本公积为主，稳定性较强。

2017—2019 年，公司所有者权益规模逐年增长。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 354.68 亿元，较年初增长 3.18%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.06%，少数股东权益占比为 6.94%。归属于母公司所有者权益 330.06 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.36%、75.33%和 19.08%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 355.51 亿元，较年初增长 0.23%，权益规模和构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入有所波动，营业利润对政府补助依赖度高，整体盈利能力较弱。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
营业收入	88.42	78.92	81.27	-4.13	17.07
营业成本	85.42	76.42	76.60	-5.30	16.71
费用总额	4.71	5.12	6.39	16.41	1.50
其中：销售费用	1.06	1.38	1.37	13.47	0.32
管理费用	0.98	0.97	1.22	11.65	0.38
财务费用	2.68	2.77	3.80	19.24	0.81

投资收益	1.26	1.30	1.64	13.89	0.00
利润总额	10.61	9.78	10.90	1.34	0.83
营业利润率	3.18	2.92	5.53	--	1.94
总资本收益率	1.87	1.74	2.05	--	0.46
净资产收益率	3.21	2.86	3.03	--	0.93

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

公司营业收入主要来自物资贸易、汽车销售、建筑施工、高速公路通行费及粮食购销业务。2017—2019 年，公司营业收入和营业成本均波动下降，利润总额波动增长。

2017—2019 年，公司费用总额逐年增长。2019 年，公司期间费用总额较上年增长 24.70%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 21.37%、19.11% 和 59.53%。其中，财务费用为 3.80 亿元，较上年增长 37.25%，主要系利息支出增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 5.33%、6.49% 和 7.86%，公司费用控制能力逐年下降。

2017—2019 年，公司实现其他收益分别为 11.26 亿元、11.27 亿元和 11.31 亿元，主要为公司获得的针对高速公路运营的补助；其他收益占营业利润比重分别为 106.58%、115.41% 和 104.05%，对营业利润影响大。公司营业利润对政府补助依赖度高。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率和总资本收益率均波动增长，净资产收益率波动下降。2019 年，上述三项指标分别为 5.53%、2.05% 和 3.03%。公司整体盈利能力较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.07 亿元，较上年同期增长 1.32%；实现净利润为 0.83 亿元，较上年同期下降 61.25%。

5. 现金流

公司经营性现金净流入规模逐年增加，收入实现质量较好；公司投资活动呈持续净流出状态，在建的自营项目尚需投资规模较大，公司存在一定的外部融资需求。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	84.83	89.42	90.74	3.43	22.83
收到其他与经营活动有关的现金	43.04	30.55	32.81	-12.69	22.98
购买商品、接受劳务支付的现金	78.25	84.69	81.38	1.98	25.53
支付其他与经营活动有关的现金	36.03	14.59	13.90	-37.90	17.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16.95	21.84	19.96	8.51	6.10
经营活动产生的现金流量净额	7.44	17.36	25.14	83.81	1.11
投资活动产生的现金流量净额	-21.96	-21.41	-20.17	--	-7.30
筹资活动产生的现金流量净额	8.70	-37.19	-2.76	--	17.30
现金收入比	95.94	113.30	111.66	--	133.72

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金净流入规模逐年增长。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年增长 44.82%，主要系公司主营业务形成净现金流入增加所致。收入实现质量方面，2019 年公司现金收入比为 111.66%，较上年减少 1.64 个百分点，公司经营获现能力很强。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金净流出规模基本保持稳定。2019 年，公司投资活动产生的现金净流出规模较上年有所下降，主要系公司购建固定资产、使用权资产、无形资产、其他长期资产支付的现金减少所致。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额波动较大。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量仍为净流出状态，但净流出规模同比显著减少，主要系当年公司融资规模扩大，带动筹资活动现金流入规模增长所致。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 1.11 亿元；投资活动现金净流出 7.30 亿元；筹资活动现金净流入 17.30 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标均较弱，但考虑到公司作为昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，获得的外部支持力度较大，整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	2.53	1.52	2.07	2.43
速动比率	2.28	1.28	1.82	2.17
现金短期债务比	0.89	0.36	0.60	0.73
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.77	0.75	1.33	--
EBITDA 全部债务比	0.04	0.04	0.05	--

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均波动下降。截至 2020 年 3 月底，上述指标较年初有所上升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 16.33 亿元、16.32 亿元和 18.80 亿元，波动增长。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比较稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司合并口径共获得银行授信额度合计 577.43 亿元，其中已使用 283.54 亿元，尚未使用为 293.89 亿元。公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的《企业信用记录》（统一社会信用代码：915301005600794235），截至 2020 年 8 月 12 日，公司本部已结清和未结清信贷信息中无关注类或不良类未结清的记录，公司过往履约情况良好。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 25.99 亿元，担保比率 7.31%，被担保方均为昆明市国有企业，目前经营状况正常，公司或有负债风险相对可控。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保人	担保起止时间	担保余额
1	昆明市高速公路建设开发股份有限公司	2015.06.25—2020.06.25	18,000.00
2	昆明元翔建设发展有限公司	2015.01.23—2033.01.23	34,375.00

3	昆明东南绕城高速公路开发有限公司	2016.01.18—2036.01.18	49,148.00
4	昆明市基础设施投资建设有限公司	2018.12.12—2020.12.12	50,000.00
5	昆明市基础设施投资建设有限公司	2018.12.19—2020.12.18	50,000.00
6	云南昆交投供应链管理有限公司	2020.01.02—2022.01.01	38,400.00
7	云南昆交投供应链管理有限公司	2020.02.27—2022.02.26	20,000.00
合计			259,923.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自于母公司，母公司对子公司控制力度较强，母公司债务负担适中。

公司主营业务主要由子公司负责运营，收入主要来自子公司，母公司对子公司控制力度较强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 649.52 亿元（占合并口径的 82.88%），所有者权益为 315.47 亿元，负债为 334.05 亿元，全部债务 240.22 亿元（占合并口径的 64.18%），其中短期债务 44.83 亿元，长期债务 195.39 亿元；母公司资产负债率 51.43%，全部债务资本化比率 43.23%，母公司债务负担适中。2019 年，母公司营业收入为 0.25 亿元（占合并口径的 0.30%），净利润为 10.93 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 658.01 亿元，所有者权益为 317.05 亿元，负债为 340.97 亿元，全部债务 251.57 亿元，其中短期债务 36.65 亿元，长期债务 214.92 亿元；母公司资产负债率 51.82%，全部债务资本化比率 44.24%。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 0.01 亿元，净利润 1.58 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 406.22 亿元，本期拟发行债券规模不超过 15.00 亿元（含），占公司全部债务的 3.69%，对公司现有债务规模影响不大。

以 2020 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 56.17%、53.33%和 47.94%上升至 56.96%、54.23%和 49.06%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 18.80 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 1.25 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 123.58 亿元，为本期债券发行额度的 8.24 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综上，并考虑到公司在昆明市交通基础设施建设及运营方面具有的区域专营优势及获得的外部支持，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、担保分析

1. 担保条款

本期债券由昆明交投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

昆明交投承担保证责任的期间为本期债券的存续期及本期债券到期之日起两年。本期债券持有人或本期债券债权代理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者本期债券持有人或本期债券债权代理人在保证期间向公司主张债权后未在诉讼时效期限届满之前要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保方概况

昆明交投是根据《昆明市人民政府关于成立昆明市交通投资有限责任公司及组建公司董事会和监事会的批复》（昆政复〔2003〕29号），于2003年11月19日由昆明市国资委出资成立的国有独资公司，初始注册资本为5,000.00万元。后经昆明市国资委多次增资，截至2019年底，昆明交投注册资本和实收资本均为120.46亿元，昆明市国资委为昆明交投唯一股东和实际控制人。

昆明交投主要承担昆明市交通基础设施建设以及相关衍生产业的运营，具体业务涵盖高速公路、加油（气）站特许经营权、公交场站、公共停车场、土地一级开发、房地产开发、物流园区、物资贸易、汽车销售、粮食购销和建筑施工等。

截至2019年底，昆明交投本部设有董事会工作部、综合管理部、财务管理部、审计部、人力资源部、合同预算部、土地管理部、资本运营部、投资管理部、物流产业发展事业部、高速公路管理事业部、安全与环保管理部、党群工作部、纪检监察室等14个职能部门；拥有纳入合并范围的一级子公司7家。

截至2019年底，昆明交投资产总额1,609.12亿元，所有者权益710.20亿元（其中少数股东权益122.71亿元）；2019年，昆明交投实现营业收入277.35亿元，利润总额17.05亿元。

昆明交投注册地址：昆明市盘龙路25号院1栋2楼、4楼；法定代表人：雷升逵。

3. 外部支持

昆明交投成立以来，得到了昆明市政府多方面的有力支持。

（1）债务置换

2015年，昆明交投收到昆明市财政局拨付的债务置换资金82.61亿元，新增政府债券资金4.70亿元；2016—2018年，昆明交投分别收到昆明市财政局拨付的债务置换资金6.36亿元、32.53亿元和34.73亿元。

（2）资本注入

2006—2010年，昆明交投收到昆明市人民政府增资款115.14亿元；2015年和2018年，昆明交投分别收到昆明市人民政府增资款0.82亿元和4.00亿元，计入“实收资本”。截至2019年底，昆明交投实收资本为120.46亿元。

2010—2014年，昆明市国资委持续通过将土地收益权等资产以国有资本金形式注入昆明交投及昆明交投子公司，增加昆明交投资本公积。2015年，昆明市财政局共拨付给昆明交资产子金马粮食2.36亿元，增加金马粮食资本公积；2017年，昆明市财政局拨付昆明交投寺瓦路连接线改扩建应急建设资金和黄马高速公路补助资金共2.51亿元，计入“资本公积”；2019年，昆明

市财政局拨付昆明交投黄马高速公路补助资金 0.81 亿元，计入“资本公积”。截至 2019 年底，昆明交投资本公积为 375.57 亿元。

（3）股权划拨

2010 年 9 月，根据昆明市国资委《关于土投公司、交投公司、产投公司、国资公司有关资产业务划转的通知》（昆国资发〔2010〕105 号），昆明高海土地发展有限责任公司 100%的股权划转至昆明交投。

2010 年 9 月，根据昆明市国资委《关于昆明交通产业股份有限公司出资事宜的批复》（昆国资复〔2010〕195 号），将绕城公路公司 100%股权划转到昆明交投子公司昆明交产。

（4）财政补贴

2017—2019 年，昆明交投获得的政府补贴分别为 12.10 亿元、17.98 亿元和 16.45 亿元，其中高速公路运营补贴分别为 1.56 亿元、1.56 亿元和 1.37 亿元，计入“其他收益”或“营业外收入”。

4. 经营分析

昆明交投主要从事昆明市的交通基础设施建设及相关衍生产业的运营，收入主要来自与交通、城镇化建设、物流和建筑施工；近年来，昆明交投营业收入快速增长，综合毛利率有所波动。

受益于物流产业收入的持续增长，2017—2019 年，昆明交投营业收入持续增长，年均复合增长 21.46%，2019 年为 277.35 亿元，同比增长 31.65%。

2017—2019 年，受益于黄马高速公路的建成通车以及昆明交产中标昆明长水国际机场停车楼（场）经营权，昆明交投交通产业收入持续增长，年均复合增长 26.24%，2019 年为 5.01 亿元，同比增长 40.07%。2017—2019 年，昆明交投城镇化产业建设开发收入快速增长，年均复合增长 53.58%，2019 年为 22.35 亿元，同比增长 84.52%，主要系昆明交投完工交付的项目较多导致商品房销售收入增加。2017—2019 年，昆明交投物流产业收入持续增长，年均复合增长 24.09%，主要系昆明交投贸易品种增加及贸易规模增长导致物资销售收入快速增长，2019 年为 238.36 亿元，同比增长 29.62%。受昆明交投加强项目质量审核力度的影响，2017—2019 年，昆明交投建筑施工收入持续下降，年均复合下降 28.29%，2019 年为 9.65 亿元，同比变化不大。

表 16 昆明交投营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
交通产业	3.15	1.67	-9.03	3.58	1.70	-29.07	5.01	1.81	-14.42
城镇化产业建设开发	9.48	5.04	21.94	12.11	5.75	12.62	22.35	8.06	13.21
物流产业	154.80	82.34	1.31	183.90	87.29	1.93	238.36	85.94	2.07
建筑施工	18.76	9.98	8.61	9.74	4.62	9.39	9.65	3.48	22.15
其他	1.17	0.62	5.17	0.23	0.11	9.18	0.95	0.34	24.02
主营业务	187.36	99.65	2.94	209.56	99.47	2.37	276.32	99.63	3.45
其他业务	0.65	0.35	88.05	1.11	0.53	83.34	1.03	0.37	88.50
合计	188.01	100.00	3.23	210.67	100.00	2.80	277.35	100.00	3.77

注：2017 年营业收入数据采用 2018 年审计报告的期初数

资料来源：联合评级根据昆明交投审计报告整理

2017—2019 年，昆明交投综合毛利率有所波动，分别为 3.23%、2.80%和 3.77%，其中 2018 年同比下降 0.43 个百分点，主要系交通产业和城镇化产业建设开发毛利率下降所致，2019 年同比

提升 0.97 个百分点，主要系城镇化产业建设开发收入占比和毛利率均上升以及建筑施工和交通产业毛利率增长所致。2017—2019 年，昆明交投交通产业毛利率波动下降，分别为-9.03%、-29.07%和-14.42%，主要系新通车的黄马高速通行费收入规模较小，无法覆盖折旧费用，以及昆明东绕城高速公路实行收费优惠政策。2017—2019 年，昆明交投城镇化产业建设开发毛利率波动下降，分别为 21.94%、12.62%和 13.21%，2018 年同比大幅下降主要系部分房地产项目完成结算，昆明交投补结转 2016 年和 2017 年的营业成本差额。2017—2019 年，受益于物资销售和汽车销售毛利率的持续增长，昆明交投物流产业毛利率持续增长，分别为 1.31%、1.93%和 2.07%。2017—2019 年，昆明交投建筑施工毛利率快速增长，2019 年为 22.15%，同比增长 12.76 个百分点，主要系昆明交投加强项目管理导致新承接项目毛利率较高。

5. 财务分析

(1) 财务概况

昆明交投提供了 2017—2019 年财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2019 年底，昆明交投拥有纳入合并范围的一级子公司 7 家。2018 年，昆明交投合并范围新增昆明金滨房地产开发有限公司，减少无锡万方通信技术有限公司。2019 年，昆明交投合并范围新增楚雄云辰智慧城市发展投资有限公司和昆明耀阳项目管理有限公司。总体看，合并范围变化的子公司规模相对较小，昆明交投财务数据可比性较强。

(2) 资产质量

近年来，昆明交投资产规模波动增长，以存货、其他应收款和在建工程为主，非流动资产规模占比持续增长。其中，存货以土地一级开发成本为主，收益实现受土地市场和房地产政策影响大；应收类款项主要是昆明市下属企事业单位往来款，对资金形成明显占用；在建工程主要为项目投入，增长较快；昆明交投资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，昆明交投资产规模波动增长，年均复合增长 1.43%。截至 2019 年底，昆明交投资产总额 1,609.12 亿元，较上年底增长 3.44%。从构成看，昆明交投流动资产和非流动资产占比大致相当，截至 2019 年底分别占 49.12%和 50.88%。

流动资产

2017—2019 年，昆明交投流动资产持续下降，年均复合下降 8.29%。2018 年底，昆明交投流动资产 798.14 亿元，较 2017 年底下降 15.07%，主要系存货和货币资金减少所致。截至 2019 年底，昆明交投流动资产 790.34 亿元，较 2018 年底略有减少。昆明交投流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

2017—2019 年，昆明交投货币资金年均复合下降 25.94%，2018 年底，昆明交投货币资金 84.86 亿元，较 2017 年底下降 41.20%，主要用于项目投资和偿还债务；截至 2019 年底，昆明交投货币资金 79.17 亿元，较 2018 年底下降 6.71%，主要由银行存款（占 90.18%）构成，受限货币资金 7.57 亿元，主要为共管资金和银行承兑汇票保证金。

2017—2019 年，昆明交投应收账款波动增长，分别为 30.11 亿元、26.56 亿元和 30.69 亿元。截至 2019 年底，昆明交投应收账款较 2018 年底增长 15.55%，共计提坏账准备 1.30 亿元，应收账款主要由昆明交投土地一级开发、建筑施工和物资贸易业务产生。从集中度来看，截至 2019 年底，昆明交投应收账款前五名合计占 40.62%，集中度一般，主要为云南省内事业单位和国有企业。昆

明交投涉及民营企业的应收账款主要是建筑施工业务形成，系昆明交投在 2016 年收购昆明建投合并报表后形成，收购时已约定如果该部分应收账款形成坏账，所有坏账由昆明建投另一股东昆明博广投资有限公司承担。

2017—2019 年，昆明交投预付款项快速增长，年均复合增长 21.15%。截至 2019 年底，昆明交投预付款项 32.40 亿元，较 2018 年底增长 43.20%，主要为预付货款；预付款项综合账龄较短，具体来看，1 年以内的占 83.39%，1~2 年的占 0.69%，2~3 年的占 13.89%，3 年以上的占 2.03%。从集中度来看，昆明交投预付款项前五名合计占 46.04%，集中度一般。

2017—2019 年，昆明交投其他应收款（不含应收利息和应收股利）波动增长。截至 2019 年底，昆明交投其他应收款 222.63 亿元，较 2018 年底下降 2.30%，主要为往来款项。从账龄来看，1 年以内占 20.65%，1~2 年的占 7.56%，2~3 年的占 3.32%，3 年及以上的占 68.47%，账龄较长。截至 2019 年底，昆明交投其他应收款前五名合计 178.53 亿元，占期末其他应收款总额的 78.40%，集中度较高，主要为昆明市事业单位和国有企业。昆明交投按账龄分析法计提坏账准备 0.67 亿元，计提比例 63.05%。

2017—2019 年，昆明交投存货年均复合下降 12.38%。2018 年底，昆明交投存货 373.87 亿元，较 2017 年底下降 21.42%，主要系土地出让结转抵消所致。截至 2019 年底，昆明交投存货 365.26 亿元，较 2018 年底下降 2.30%，主要包括土地一级开发成本 205.85 亿元、片区综合整治成本 45.96 亿元和开发成本 43.79 亿元。年底昆明交投对建造合同形成的已完工未结算资产计提存货跌价准备 67.62 万元。

2017—2019 年，昆明交投其他流动资产波动增长，年均复合增长 10.48%。2018 年底，昆明交投其他流动资产 61.94 亿元，较 2017 年底增长 26.50%，主要系片区综合整治垫付款项增加所致。截至 2019 年底，昆明交投其他流动资产 59.76 亿元，较 2018 年底变化不大，主要为片区综合整治垫付款项，占 91.77%。

非流动资产

2017—2019 年，昆明交投非流动资产持续增长，年均复合增长 14.52%。截至 2019 年底，昆明交投非流动资产 818.78 亿元，较 2018 年底增长 8.10%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致；构成以在建工程、可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产为主。

2017—2019 年，昆明交投可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 65.21%。2018 年底，昆明交投可供出售金融资产 172.20 亿元，较 2017 年底大幅增长 171.47%，主要系昆明交投增加对云南机场集团的股权投资所致。截至 2019 年底，昆明交投可供出售金融资产 173.13 亿元，较 2018 年底变化不大，主要为对云南机场集团和昆明交产资本运营有限公司的股权投资，分别占 81.11% 和 9.94%，截至 2019 年底昆明交投在上述两家公司的持股比例分别为 26.00% 和 17.50%。

2017—2019 年，昆明交投长期股权投资持续增长，年均复合增长 1.39%。截至 2019 年底，昆明交投长期股权投资 172.72 亿元，较 2018 年底增长 1.96%，主要系追加对昆明昆倘高速公路投资发展有限公司投资以及确认投资损益所致。昆明交投长期股权投资主要由对昆明高速、昆明中北公交有限责任公司和昆明昆倘高速公路投资发展有限公司的投资构成，占比分别为 98.97%、0.03% 和 1.00%，2019 年对昆明高速的投资实现收益 1.59 亿元。

2017—2019 年，昆明交投固定资产持续下降，年均复合下降 5.88%。截至 2019 年底，昆明交投固定资产 102.38 亿元，较 2018 年底下降 2.81%，主要由黄马公路（47.17 亿元）、绕城公路（23.54 亿元）、高海公路（16.20 亿元）和乡乡通等公路资产（10.69 亿元）构成。

2017—2019 年，昆明交投在建工程持续增长，年均复合增长 12.97%，主要系工程项目持续投入所致。截至 2019 年底，昆明交投在建工程 209.73 亿元，较 2018 年底增长 23.01%，主要为昆明铁路枢纽改扩建工程、贵昆路城区段工程、云南长水机场北高速公路项目以及昆明市综合交通国际枢纽项目等。

2017—2019 年，昆明交投商誉均为 10.02 亿元，主要为合并昆明交产、上海宽频科技股份有限公司（以下简称“上海宽频”）等形成。

2017—2019 年，昆明交投其他非流动资产快速增长，年均复合增长 26.61%。2018 年底，昆明交投其他非流动资产 105.59 亿元，较 2017 年底增长 34.46%。截至 2019 年底，昆明交投其他非流动资产 125.88 元，较 2018 年底增长 19.22%，主要为禄大公路项目（81.68 亿元）、全市行政村公路（20.48 亿元）及道路改扩建等公益性项目。

截至 2019 年底，昆明交投受限资产合计 137.14 亿元，占资产总额的 8.52%，主要为用于抵质押的固定资产（占 62.56%）、应收类款项（占 13.95%）、投资性房地产（占 8.10%）、在建工程（占 5.71%）和货币资金（占 5.52%）等。

（3）负债及所有者权益

负债

近年来昆明交投有息债务规模有所波动，以长期债务为主，整体债务负担尚可，但 2020 年存在集中偿付压力。

2017—2019 年，昆明交投负债总额有所波动。截至 2019 年底，昆明交投负债总额 898.92 亿元，较 2018 年底增长 4.21%，主要系应付债券增加所致。从构成看，截至 2019 年底，昆明交投流动负债和非流动负债分别占 47.65%和 52.35%。

2017—2019 年，昆明交投流动负债波动增长，年均复合增长 7.41%。截至 2019 年底，昆明交投流动负债 428.34 亿元，较 2018 年底下降 1.52%，主要由其他应付款（占 47.87%）、一年内到期的非流动负债（占 28.49%）、短期借款（占 9.11%）和应付账款（占 5.59%）构成。

2017—2019 年，昆明交投短期借款快速增长，年均复合增长 62.38%。截至 2019 年底，昆明交投短期借款 39.02 亿元，较 2018 年底大幅增长 136.08%，其中保证借款占 12.05%，信用借款占 87.95%。

2017—2019 年，昆明交投应付票据持续增长，年均复合增长 9.68%。截至 2019 年底，昆明交投应付票据 19.28 亿元，较 2018 年底增长 10.15%，全部为银行承兑汇票。

2017—2019 年，昆明交投应付账款波动增长，年均复合增长 13.22%。截至 2019 年底昆明交投应付账款 23.94 亿元，较 2018 年底增长 48.34%，主要系应付工程款增加所致。从账龄来看，1 年以内的占 58.10%，1~2 年的占 21.95%，2~3 年的占 13.30%，3 年以上的占 6.65%，综合账龄较短。

2017—2019 年，昆明交投预收款项有所波动，截至 2019 年底为 8.09 亿元，较 2018 年底下降 61.97%，主要系交房结转所致。从账龄来看，1 年以内的占 64.33%，1~2 年的占 34.14%，2~3 年的占 1.15%，3 年以上的占 0.39%，综合账龄较短。

2017—2019 年，昆明交投其他应付款持续增长，年均复合增长 6.27%。截至 2019 年底为 205.02 亿元，较 2018 年底增长 3.91%，主要系往来款增加所致。昆明交投其他应付款主要为往来款（186.10 亿元）和项目款（10.42 亿元），往来款单位主要为昆明市财政局以及云南省内事业单位、国有企业，项目款主要为黄马高速相关应付款。

2017—2019 年，昆明交投一年内到期的非流动负债有所波动。截至 2019 年底，昆明交投一年内到期的非流动负债 122.04 亿元，较 2018 年底下降 2.11%，主要系一年内到期的应付债券减少所致。

2017—2018 年，昆明交投其他流动负债均为 30.00 亿元，主要系“18 昆交产 SCP003”“18 昆交产 SCP004”“18 昆交产 SCP005”“18 昆交产 SCP006”和“18 昆交产 SCP007”，截至 2019 年底，上述债券已到期偿还。其他流动负债中的有息部分已纳入短期债务核算。

2017—2019 年，昆明交投非流动负债年均复合下降 4.81%。2018 年底，昆明交投非流动负债 427.68 亿元，较 2017 年底下降 17.65%，主要系长期借款和应付债券减少所致。截至 2019 年底，昆明交投非流动负债 470.58 亿元，较 2018 年底增长 10.03%，主要系应付债券增长所致。昆明交投非流动负债主要由长期借款（占 47.11%）、应付债券（占 27.89%）和长期应付款（占 20.69%）构成。

2017—2019 年，昆明交投长期借款年均复合下降 13.40%。截至 2019 年底，昆明交投长期借款 221.69 亿元，较 2018 年底下降 12.43%，主要系信用借款减少所致，长期借款以质押借款（占 40.25%）、信用借款（占 39.49%）和保证借款（占 17.42%）为主。

2017—2019 年，昆明交投应付债券波动增长，年均复合增长 3.95%。截至 2019 年底，昆明交投应付债券 131.22 亿元，较 2018 年底大幅增长 70.26%，主要系“昆明交投 6.2% N2022（美元债）”“19 昆交 01”“19 昆交 03”“19 昆交 05”“19 昆交产 PPN001”“19 昆交产 PPN002”“19 昆交产 PPN003”发行所致。昆明交投应付债券由公司债（含私募债）（56.91 亿元）、中期票据（29.80 亿元）、美元债（20.93 亿元）、非公开定向债务融资工具（19.86 亿元）和企业债券（3.72 亿元）构成。

2017—2019 年，昆明交投长期应付款持续增长，年均复合增长 12.16%。其中，长期应付款（不含专项应付款）变化不大，截至 2019 年底为 65.77 亿元，较 2018 年底增长 0.69%，主要由融资租赁款构成，已纳入长期债务核算。2017—2019 年，昆明交投专项应付款快速增长，年均复合增长 75.37%。2018 年底，昆明交投专项应付款 19.28 亿元，较 2017 年底增长 87.54%，主要系新增五条铁路征地拆迁债务分摊资金 14.91 亿元和昆枢铁路扩能改造征地拆迁补助资金 2.00 亿元所致。截至 2019 年底，昆明交投专项应付款 31.61 亿元，较 2018 年底增长 63.98%，主要系新增五条铁路征地拆迁债务分摊资金 5.14 亿元所致。

2017—2019 年，昆明交投其他非流动负债有所波动，截至 2019 年底为 10.85 亿元，较 2018 年底增长 250.14%，主要系增加理财直接融资工具“19 昆明交产 01”所致。其他非流动负债中的有息部分已纳入长期债务核算。

2017—2019 年，昆明交投全部债务规模有所波动，截至 2019 年底昆明交投全部债务 609.88 亿元，较上年底增长 3.84%，其中长期债务占 70.43%，债务结构以长期债务为主。

2017—2019 年，昆明交投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，截至 2019 年底分别为 55.86%、46.20%和 37.69%，分别较 2018 年底增加 0.41 个、0.33 个和 1.17 个百分点，昆明交投债务负担有所加重。从债务到期分布情况来看，昆明交投在 2020—2023 年到期的债务分别为 180.34 亿元、106.44 亿元、82.00 亿元和 52.16 亿元，2020 年存在集中偿付压力。

¹ 公司收到的“五条铁路征地拆迁债务分摊资金”和“昆枢铁路扩能改造征地拆迁补助资金”为用于昆明铁路枢纽扩能改造工程征地拆迁项目的资金。

所有者权益

昆明交投所有者权益规模持续增长，权益稳定性尚可。

2017—2019 年，昆明交投所有者权益持续增长，年均复合增长 2.69%。截至 2019 年底，昆明交投所有者权益 710.20 亿元，较 2018 年底增长 2.49%。从构成看，所有者权益中实收资本占 20.50%、资本公积占 63.93%、未分配利润占 14.76%，少数股东权益占 17.28%，权益稳定性尚可。

2017—2019 年，昆明交投实收资本分别为 116.46 亿元、120.46 亿元和 120.46 亿元。2018 年底，昆明交投实收资本较 2017 年底增加 4 亿元，主要系收到昆明市财政局拨付注册资本金所致。

2017—2019 年，昆明交投资本公积变化不大。截至 2019 年底，昆明交投资本公积 375.57 亿元，较上年底增加 0.81 亿元，系昆明市财政局拨付的黄马高速公路补助资金；昆明交投资本公积主要为土地一级开发收益权以及财政拨土地返还款等。

2017—2019 年，昆明交投少数股东权益持续增长，年均复合增长 3.19%。截至 2019 年底，昆明交投少数股东权益 122.71 亿元，较上年底增加 3.96 亿元，构成包括昆明交产（116.62 亿元）、云南昆交投供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）（3.71 亿元）和昆明基建（1.63 亿元）等少数股东权益。

（4）盈利能力

近年来，昆明交投营业收入持续增长，但盈利能力较弱，利润主要来自于政府补助。

2017—2019 年，受物流产业收入增加影响，昆明交投营业收入持续增长，年均复合增长 21.46%。2019 年，昆明交投实现营业收入 277.35 亿元，同比增长 31.65%。2017—2019 年，昆明交投营业成本年均复合增长 21.12%，略低于营业收入增速，2019 年昆明交投营业成本 266.91 亿元，同比增长 30.34%。2017—2019 年，昆明交投营业利润率波动增长，2019 年为 3.50%，较上年上升 0.96 个百分点。

2017—2019 年，昆明交投期间费用持续增长，2019 年为 10.45 亿元，同比增长 26.09%。其中，销售费用 2.85 亿元，管理费用 2.16 亿元，财务费用 5.44 亿元，其中利息收入 0.82 亿元。2019 年，昆明交投期间费用率为 3.77%，同比下降 0.17 个百分点。

非经常性损益方面，2017—2019 年，昆明交投利润总额分别为 11.27 亿元、14.30 亿元和 17.05 亿元；同期，昆明交投获得政府补助 12.10 亿元、17.98 亿元和 16.45 亿元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”。政府补助对昆明交投利润总额贡献大。

从盈利指标看，2017—2019 年昆明交投总资产收益率和净资产收益率均持续上升，2019 年分别为 1.65%和 2.33%。

（5）现金流

近年来，昆明交投经营活动现金流量净额波动较大，收入实现质量较好，投资活动和筹资活动现金流净额持续为负。

经营活动方面，2017—2019 年，昆明交投经营活动现金流入量有所波动，分别为 336.62 亿元、426.82 亿元和 391.93 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，分别为 215.56 亿元、252.97 亿元和 305.00 亿元；同期，昆明交投现金收入比分别为 114.65%、120.08%和 109.97%，收入实现质量较好。2017—2019 年，昆明交投收到其他与经营活动有关的现金波动较大，2019 年为 86.90 亿元，主要包括往来款（37.33 亿元）、政府补助款项（24.45 亿元）以及土储中心款项（20.74 亿元）。2017—2019 年，昆明交投经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长 10.75%，2019 年为 348.27 亿元，同比增长 35.40%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，2019 年为

310.60 亿元，同比增长 37.62%；同期，昆明交投支付其他与经营活动有关的现金快速下降，2019 年为 31.50 亿元。2017—2019 年，昆明交投经营活动产生的现金流量净额分别为 52.69 亿元、169.60 亿元和 43.66 亿元。

昆明交投投资活动主要体现为现金流出，2017—2019 年，昆明交投购建固定资产、无形资产等支付的现金有所波动，分别为 17.22 亿元、23.95 亿元和 22.71 亿元，主要为项目投入。同期，昆明交投投资支付的现金波动下降，2019 年为 2.88 亿元；支付其他与投资活动有关的现金有所波动，2019 年为 11.27 亿元，同比增加 10.83 亿元，主要系新增对昆明城投、昆明滇池投资有限责任公司以及昆明保喻房地产开发有限公司借款所致。2017—2019 年，昆明交投投资活动产生的现金流量净额分别为-24.63 亿元、-132.23 亿元和-31.50 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，昆明交投筹资活动现金流入波动增长，分别为 193.09 亿元、145.95 亿元和 217.38 亿元，同期，昆明交投取得借款收到的现金波动增长，年均复合增长 20.17%，2019 年为 196.11 亿元，包括银行借款、发行债券。2019 年，昆明交投收到其他与筹资活动有关的现金 20.89 亿元，主要为融资租赁本金和借款。2017—2019 年，昆明交投筹资活动现金流出波动增长，2019 年为 234.08 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2017—2019 年，昆明交投筹资活动产生的现金流量净额分别为-19.69 亿元、-94.02 亿元和-16.70 亿元。

（6）偿债能力

昆明交投偿债能力指标较弱，但融资渠道畅通且持续得到昆明市政府的大力支持，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，昆明交投流动比率和速动比率均波动下降，截至 2019 年底分别为 1.85 倍和 0.99 倍。昆明交投流动资产中存货占比高，应收类款项规模较大，资金占用明显，昆明交投短期偿债能力低于上述指标值。截至 2019 年底，昆明交投现金类资产为 79.58 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.44 倍，剔除受限货币资金后现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.40 倍。

从长期偿债能力看，2017—2019 年，昆明交投 EBITDA 分别为 20.42 亿元、23.79 亿元和 27.15 亿元；EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.04 倍和 0.04 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.50 倍、0.61 倍和 0.81 倍。

截至 2019 年底，昆明交投对外担保余额为 153.57 亿元，担保比率为 21.62%。昆明交投担保对象主要为政府所属企业，但对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2019 年底昆明交投对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保余额
昆明市国有资产管理营运有限责任公司	43.50
昆明国资实业发展有限责任公司	41.40
昆明元朔建设发展有限公司	35.69
昆明东南绕城高速公路开发有限公司	12.95
昆明市高速公路建设开发股份有限公司	12.65
昆明南亚国际陆港开发有限公司	5.88
昆明市土地开发投资经营有限责任公司	1.50
合计	153.57

资料来源：昆明交投提供

截至 2019 年底，昆明交投获得银行授信额度 837.24 亿元，尚未使用额度 416.10 亿元，昆明交投间接融资渠道较为畅通。此外，昆明交投子公司上海宽频为上交所上市公司，但由于经营连续二年亏损被特别处理，直接融资渠道受限。

根据昆明交投提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91530100753593568N），截至 2020 年 5 月 11 日，昆明交投本部无未结清的不良和关注类信贷信息记录，存在三笔已结清的关注类中长期借款；根据昆明市农村信用合作社联合社出具的情况证明，主要系银行系统升级导致系统五类分类错误认定所致。

根据昆明交投提供的供应链公司（统一社会信用代码：91530000MA6K7MT41K）企业信用报告，截至 2020 年 6 月 2 日，供应链公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，存在两笔未结清的关注类短期借款，均为项目贷款；根据国家开发银行云南省分行出具的情况说明，主要系借款发放时点供应链公司资产负债率超出授信银行国家开发银行云南省分行资产质量正常类贷款的分类控制边界所致。

经联合评级评定，昆明交投主体长期信用等级为“AAA”，其作为本期债券的担保方，有效提升了本期债券偿付的安全性。

十、综合评价

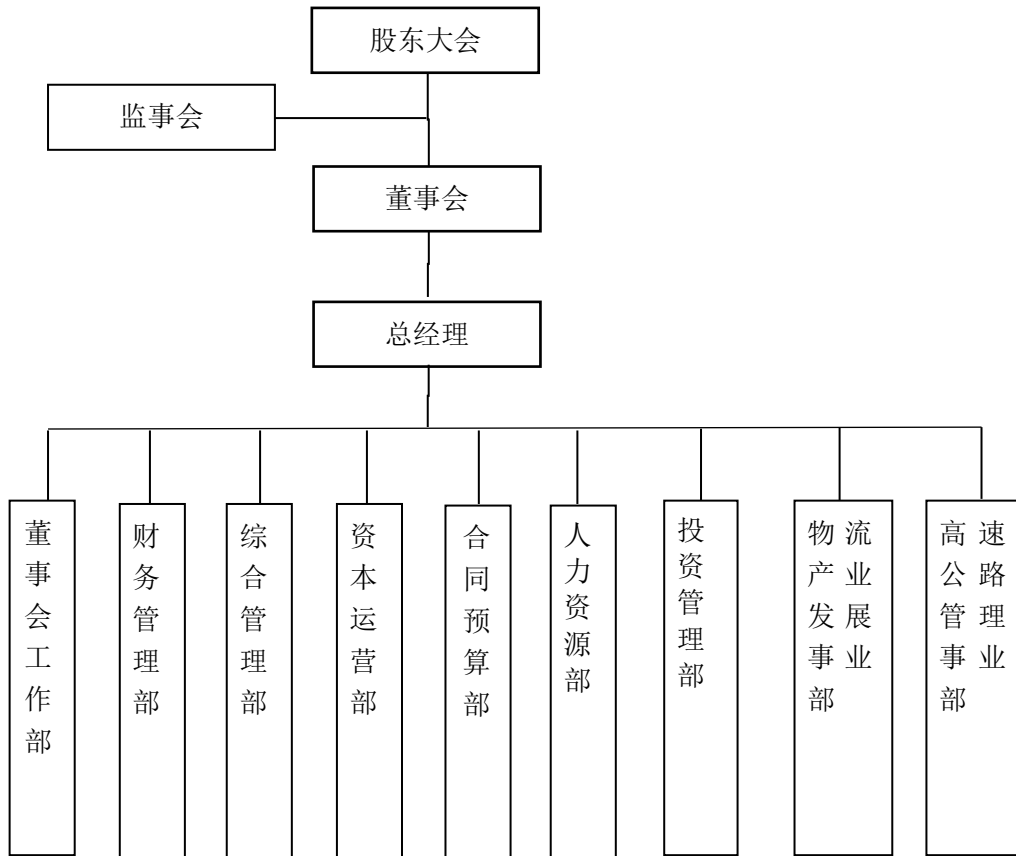
公司作为云南省昆明市重要的交通基础设施建设及运营主体，其业务具有很强的区域专营优势，外部发展环境良好，且在债务置换及政府补助等方面获得的外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到公司未来资本支出压力较大、股权投资收益存在一定的不确定性、往来应收款对资金占用较大、面临一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司交通场站、公共停车场、物流园区等项目的建成，公司交通产业资源进一步整合，公司经营规模有望稳步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由昆明交投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 昆明交通产业股份有限公司
组织架构图（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：公司提供，联合评级整理

附件 2 昆明交通产业股份有限公司 纳入合并报表范围的一级子公司情况（截至 2020 年 3 月底）

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	昆明交投建材有限公司	10,000.00	60.00
2	昆明绕城高速公路开发有限公司	104,580.11	100.00
3	昆明高海公路建设投资开发有限责任公司	10,000.00	81.50
4	昆明黄马高速公路有限公司	108,243.43	70.21
5	昆明交通场站开发运营有限公司	59,000.00	51.00
6	昆明空港冷链物流产业股份有限公司	2,000.00	70.00
7	昆明金马粮食物流有限公司	22,000.00	55.00
8	昆明良田粮食转运有限公司	1,046.72	65.00
9	云南港鑫实业有限公司	13,689.41	51.00
10	昆明建投建设工程集团有限公司	47,500.00	60.00
11	云南长水机场北高速公路有限责任公司	15,905.00	56.59
12	昆明市智慧停车建设运营有限公司	20,000.00	40.00

注：上表中公司对昆明市智慧停车建设运营有限公司持股比例虽未超过 50.00%，但公司拥有该公司的实际控制权，因此纳入公司合并范围
资料来源：公司提供，联合评级整理

附件 3 昆明交通产业股份有限公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	791.73	769.28	783.67	811.07
所有者权益（亿元）	334.01	343.76	354.68	355.51
短期债务（亿元）	101.99	137.13	82.34	78.79
长期债务（亿元）	283.37	228.72	291.92	327.43
全部债务（亿元）	385.35	365.85	374.26	406.22
营业收入（亿元）	88.42	78.92	81.27	17.07
利润总额（亿元）	10.61	9.78	10.90	0.83
EBITDA（亿元）	16.33	16.32	18.80	--
经营性净现金流（亿元）	7.44	17.36	25.14	1.11
应收账款周转次数（次）	3.70	3.56	4.23	--
存货周转次数（次）	2.43	1.81	2.00	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.10	0.10	--
现金收入比率（%）	95.94	113.30	111.66	133.72
总资本收益率（%）	1.91	1.74	2.01	--
净资产收益率（%）	3.21	2.86	3.03	--
营业利润率（%）	3.18	2.92	5.53	1.94
费用收入比（%）	5.33	6.49	7.86	8.81
资产负债率（%）	57.81	55.31	54.74	56.17
全部债务资本化比率（%）	53.57	51.56	51.34	53.33
长期债务资本化比率（%）	45.90	39.95	45.15	47.94
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.75	1.33	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.05	--
流动比率（倍）	2.53	1.52	2.07	2.43
速动比率（倍）	2.28	1.28	1.82	2.17
现金短期债务比（倍）	0.89	0.36	0.60	0.73
经营现金流动负债比率（%）	4.48	9.20	19.54	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.09	1.09	1.25	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告财务数据及指标计算除特别说明外均为合并口径；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债带息部分计入长期债务核算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计；5. 公司 2017 年和 2018 年度的财务时点数据分别采用 2018 年和 2019 年度期初数据

附件 4 昆明交通产业股份有限公司 主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	579.51	649.37	649.52	658.01
所有者权益（亿元）	293.70	304.54	315.47	317.05
短期债务（亿元）	65.83	102.89	44.83	36.65
长期债务（亿元）	186.89	134.20	195.39	214.92
全部债务（亿元）	252.72	237.09	240.22	251.57
营业收入（亿元）	0.02	0.35	0.25	0.01
净利润（亿元）	10.47	10.84	10.93	1.58
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.82	19.20	13.68	-8.52
应收账款周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
现金收入比率（%）	0.00	0.00	403.54	0.00
总资本收益率（%）	2.11	1.99	1.99	1.11
净资产收益率（%）	3.64	3.62	3.52	2.00
营业利润率（%）	91.73	99.21	99.26	94.31
费用收入比（%）	5,802.52	230.36	410.73	1,750.45
资产负债率（%）	49.32	53.10	51.43	51.82
全部债务资本化比率（%）	46.25	43.77	43.23	44.24
长期债务资本化比率（%）	38.89	30.59	38.25	40.40
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	2.38	0.93	1.37	1.57
速动比率（倍）	2.11	0.80	1.17	1.36
现金短期债务比（倍）	0.49	0.22	0.58	0.63
经营现金流动负债比率（%）	3.87	9.12	9.86	--

注：1. 本报告将其他流动负债中计入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中带息部分纳入长期债务核算；2. 未获取母公司折旧、摊销数据，母公司 EBITDA 及相关指标无法计算；3. 因母公司财务报表及附注未披露应收账款坏账准备和存货跌价准备，应收账款周转次数和存货周转次数无法计算；4. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5 昆明市交通投资有限责任公司

主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,564.06	1,555.59	1,609.12
所有者权益（亿元）	673.44	692.94	710.20
短期债务（亿元）	154.55	188.71	180.34
长期债务（亿元）	497.88	398.60	429.53
全部债务（亿元）	652.43	587.31	609.88
营业收入（亿元）	188.01	210.67	277.35
利润总额（亿元）	11.27	14.30	17.05
EBITDA（亿元）	20.42	23.79	27.15
经营性净现金流（亿元）	52.69	169.60	43.66
应收账款周转次数（次）	6.19	7.38	9.56
存货周转次数（次）	0.40	0.48	0.72
总资产周转次数（次）	0.13	0.14	0.18
现金收入比（%）	114.65	120.08	109.97
营业利润率（%）	3.02	2.54	3.50
总资本收益率（%）	1.22	1.45	1.65
净资产收益率（%）	1.60	1.96	2.33
长期债务资本化比率（%）	42.51	36.52	37.69
全部债务资本化比率（%）	49.21	45.87	46.20
资产负债率（%）	56.94	55.45	55.86
流动比率（倍）	2.53	1.84	1.85
速动比率（倍）	1.25	0.98	0.99
经营现金流动负债比（%）	14.19	38.99	10.19
现金短期债务比（倍）	0.50	0.61	0.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.45	0.44

注：1. 其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算；长期应付款和其他非流动负债中有息部分已纳入长期债务核算；2. 担保方应收账款周转次数、存货周转次数及总资本收益率均采用当期数据核算；3. 担保方 2017 年和 2018 年度的财务时点数据分别采用当年年底数据

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行金额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券发行金额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行金额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 昆明交通产业股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第二期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次(期)债券存续期内,在每年昆明交通产业股份有限公司年报公告后的两个月内,且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次(期)债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

昆明交通产业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。昆明交通产业股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注昆明交通产业股份有限公司的相关状况,如发现昆明交通产业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如昆明交通产业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可宣布信用等级暂时失效,直至昆明交通产业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次(期)债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间;同时,跟踪评级报告将报送昆明交通产业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年九月四日