



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]0869D 号

## 云南省交通投资建设集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“云南省交通投资建设集团有限公司2018年度第二期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十八日

# 云南省交通投资建设集团有限公司 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

发行主体	云南省交通投资建设集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
票据信用等级	AAA
注册额度	20 亿元
发行规模	6 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次性兑付本金，最后一期利息随本金共同兑付
发行目的	偿还公司及其子公司有息债务及利息



## 基本观点

中诚信国际评定云南省交通投资建设集团有限公司（以下简称“云南交投”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“云南省交通投资建设集团有限公司 2018 年度第二期中期票据”的信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了云南省持续增长的区域经济、交通运输部和云南省交通运输厅的大力支持、公司突出的区域行业地位、不断增长的通行费收入以及业务的多元化发展等因素对公司产生的积极影响。同时，中诚信国际关注到公司未来投资规模或将上升、债务规模增长较快以及负债率偏高等因素对公司信用水平的影响。

## 概况数据

云南交投（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	2,088.37	2,726.38	3,274.07	3,387.17
所有者权益合计（亿元）	550.88	685.64	900.90	972.21
总负债（亿元）	1,537.49	2,040.73	2,373.17	2,414.96
总债务（亿元）	1,394.61	1,787.60	1,826.22	2,169.58
营业总收入（亿元）	202.66	528.49	450.09	88.99
经营性业务利润（亿元）	4.57	36.58	24.30	5.33
净利润（亿元）	7.63	28.21	17.53	4.59
EBIT（亿元）	68.28	107.87	113.65	26.31
EBITDA（亿元）	77.14	121.75	130.27	-
经营活动净现金流（亿元）	50.02	99.01	63.06	36.80
收现比（X）	0.68	0.77	1.05	1.30
总资产收益率（%）	3.63	4.48	3.79	3.16
营业毛利率（%）	36.35	22.35	25.94	29.98
应收类款项/总资产（%）	5.13	4.53	3.30	3.30
资产负债率（%）	73.62	74.85	72.48	71.30
总资本化比率（%）	71.68	72.28	66.97	69.06
总债务/EBITDA（X）	18.08	14.68	14.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.06	1.46	1.34	-

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；  
2、2018 年一季度财务报表未经审计，当期未提供现金流量补充表，相关指标失效；  
3、2015 年~2018 年一季度将“长期应付款”纳入长期债务核算；  
4、2015 年和 2017 年，将“其他流动负债”纳入短期债务核算；  
5、季报中总资产收益率为年化数据。

## 分析师

项目负责人：曹 润 cao@ccxi.com.cn

项目组成员：袁雨晴 yuyuan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 28 日

## 优 势

- 持续增长的区域经济为云南省高速公路行业提供了良好的发展环境。近年来云南省财政经济稳步增长，2017 年全省实现 GDP 16,531.34 亿元，同比增长 9.5%，为高速公路行业的发展提供了良好外部环境。
- 区域行业地位突出。公司作为承担云南省高速公路项目建设和经营的大型国有控股企业，目前管理着省内约 70% 的高速公路，且旗下多数路产纳入了“国家高速公路网”框架。
- 交通运输部和云南省交通运输厅的大力支持。公司是云南省最重要的高速公路投融资建设和运营主体，得到了交通运输部及云南省交通运输厅在项目资本金及政府补助方面的大力支持。
- 通行费收入不断增加，业务向多元化发展。随着云南省路网不断完善，公司公路经营里程的持续增加以及车流量的自然增长，公司通行费收入平稳增长；此外，公司近年来大力拓展建筑施工、建材销售等相关业务，收入结构更加多元。

## 关 注

- 未来投资规模较大，资本支出压力或将有所上升，资本金到位情况值得关注。公司承担的云南省交通基础设施建设任务较重，在建和拟建项目投资规模较大，公司资本支出压力或将有所上升，在建和拟建项目的资本金到位情况值得关注。
- 债务规模持续上升，负债率偏高。近年来公司债务规模增长较快，资产负债率和总资本化比率均处于较高水平，截至 2017 年末分别为 72.48% 和 66.97%。



## 声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 发行主体概况

公司成立于 2006 年 5 月 25 日，是经《云南省人民政府关于组建云南省交通投资建设集团有限公司的决定》（云政发[2006]76 号）批准成立的国有控股公司。根据《中共云南省人民政府办公厅关于调整完善云南省公路开发投资管理体制的通知》（云厅字[2008]3 号），云南省人民政府授权云南省交通运输厅履行出资人职责，并行使公司股东会职权。2016 年 4 月 12 日，根据《云南省人民政府专题会议纪要》，云南省人民政府同意国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）作为股东，以保泸、玉临、华丽、沾会、功东等 5 个高速公路项目 42 亿元专项建设基金对公司增资扩股，其中 4.81 亿元作为注册资本，其余 37.19 亿元作为专项建设基金计入资本公积，于 2017 年 6 月完成工商变更。2017 年 6 月 6 日，根据《云南省人民政府关于授权国资委对云南省公路开发投资有限责任公司等 5 户企业履行出资人职责的通知》（云政发〔2017〕35 号），云南省人民政府授权云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）履行出资人责任，于 2017 年 10 月 23 日完成控股股东和实际控制人的变更。2017 年 8 月，公司名称变更为“云南省交通投资建设集团有限公司”。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 54.81 亿元，云南省国资委（代行出资人职责）持股比例 91.23%，国开基金持股 8.77%，实际控制人为云南省国资委。

公司作为云南省人民政府授权的投资主体，承担云南省高等级公路的投融资、建设、管理和公路沿线相关产业的经营开发任务。多年来形成了以高速公路建设为主业，以高速公路运营、管理、服务为目的，以经营发展为支撑的全方位发展格局，为云南省经济和社会发展提供优质快捷的高速公路及其相关服务。截至 2018 年 3 月末，公司共管辖 45 条收费公路，收费里程 3,469.41 公里，全部为经营性路产；其中，高速公路 43 条，收费里程 3,356.45 公里，一级公路 2 条，收费里程 112.96 公里。

截至 2017 年末，公司资产总额 3,274.07 亿元，所有者权益 900.90 亿元，资产负债率 72.48%；2017 年，公司实现营业总收入 450.09 亿元，净利润 17.53

亿元，经营活动净现金流 63.06 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 3,387.17 亿元，所有者权益 972.21 亿元，资产负债率 71.30%；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 88.99 亿元，净利润 4.59 亿元，经营活动净现金流 36.80 亿元。

## 本期票据概况

本期中期票据注册规模 20 亿元，本期发行 6 亿元，发行期限 5 年。

本期票据按面值发行，发行利率根据簿记建档结果最终确定，每年付息一次，到期一次性兑付本金，最后一期利息随本金共同兑付。

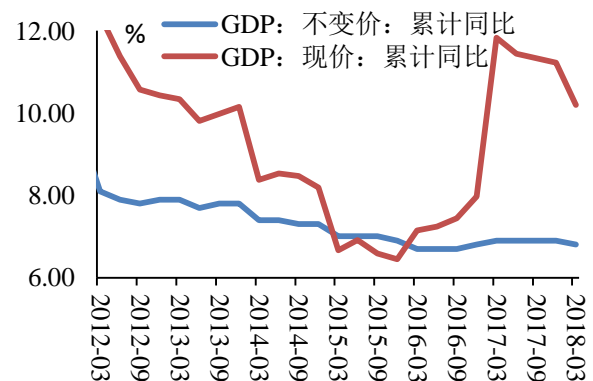
## 募集资金用途

本期中票募集资金 6 亿元，全部用于偿还公司及其子公司有息债务及利息。

## 宏观经济和政策分析与展望

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加

值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、

防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信国际认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

## 行业及区域经济环境

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击**

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2016 年末，全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程 469.63 万公里的 3.6%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 10.05 万公里，经营性公路 7.06 万公里；按技术等级划分，高速公路 12.45 万公里，收费一级公路 2.35 万公里，收费二级公路 2.19 万公里，独立桥梁隧道 0.10 万公里。



在收费高速公路中，政府还贷高速公路 6.47 万公里，经营性高速公路 5.98 万公里。

截至 2016 年末，全国公路总里程达 469.63 万公里，比上年末增加 11.90 万公里；公路密度 48.92 公里/百平方公里，较上年末提高 1.24 公里/百平方公里；公路养护里程 459.00 万公里，占公路总里程的 97.7%。全国等级公路里程 422.65 万公里，比上年末增加 18.03 万公里，等级公路占公路总里程的 90.0%，同比提高 1.6 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 60.12 万公里，较上年末增加 2.63 万公里，占公路总里程的 12.8%，同比提高 0.2 个百分点。

图 2：2011 年~2016 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2016 年交通运输行业发展统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2016 年承担了国内约 76.4% 的货物运输量和约 81.4% 的旅客运输量。周转量方面，2016 我国公路货物运输周转量为 61,211.0 亿吨公里，同比增长 5.6%，增速较上年上升 3.6 个百分点；旅客运输周转量为 10,294.8 亿人公里，同比下降 4.2%，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击，2016 年铁路客运周转量占比超过公路，位居第一。

表 1：2016 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
公路	61,211.0	5.6	336.3	6.8	10,294.8	-4.2	156.3	-3.5
铁路	23,792.3	0.2	33.3	-0.8	12,579.3	5.2	28.1	11.0
水路	95,399.9	4.0	63.6	3.7	72.0	-1.4	2.7	0.1

资料来源：2016 年国民经济和社会发展统计公报

2013 年 6 月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030 年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里，预计到 2020 年我国高速公路总里程将达到 13.5 万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，根据交通运输部发布的《交通运输“十二五”规划》，国家在“十二五”期间持续完善公路网规划，加快形成“七射九纵十八横”的高速公路网，强化国省道改造，截至 2016 年末高速公路总里程已达 12.45 万公里，对拥有 20 万以上城镇人口的城市的覆盖率超过 90%，路网效应进一步加强。根据《国家公路网规划

（2013~2030 年）》，“十三五”期间我国高速公路投资增速可能有所放缓。

随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

### 收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，融资模式的创新仍在探索阶段

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其

投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

“十二五”期间，全国完成交通固定资产投资超过 12.50 万亿元，是“十一五”期间的 1.6 倍，综合交通基础设施网络加快形成。2016 年全国完成铁路公路水路固定资产投资 2.79 万亿元，比上年增长 4.7%；其中完成公路建设投资 1.80 万亿元，比上年增长 8.9%，包含高速公路建设投资 0.82 万亿元，同比增长 3.6%。高速公路项目造价受地质结构影响较大，山地、丘陵等区域建造成本较高，加之近年来征地拆迁、建筑材料、人工等成本迅速上涨，高速公路投资压力有所加大。2017 年，全国公路、水运计划

完成固定资产投资 1.8 万亿元，包括新增高速公路 5,000 公里，新建农村公路 20 万公里，新增贫困地区 7,000 个建制村通硬化路等。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2016 年末，全国收费公路累计建设投资总额为 75,857.5 亿元，其中，政府还贷公路 38,172.8 亿元，经营性公路 37,684.7 亿元。高速公路累计建设投资总额为 69,552.1 亿元。在累计建设投资总额中，资本金占比约 31%，债务性资金占比约 69%，债务性资金中以银行贷款为主。

截至 2016 年末，全国收费公路债务余额为 48,554.7 亿元。收费公路按属性划分，政府还贷公路 26,107.5 亿元，经营性公路 22,447.2 亿元；按技术等级划分，高速公路 45,635.0 亿元，一级公路 1,673.8 亿元，二级公路 468.9 亿元，独立桥梁隧道 777.0 亿元。2016 年，全国收费公路通行费收入为 4,548.5 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 2,920.5 亿元，除支付当年 2,313.3 亿元利息外，还可还本 607.2 亿元。

表 2：2016 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金			投资总额 (3)	债务余额
		银行贷款 (4)	其他债务资金 (5)	小计 (2)		
政府还贷公路	10,967.8	25,580.1	1,624.9	27,205.1	38,172.8	26,107.5
经营性公路	12,550.5	22,567.8	2,566.4	25,134.2	37,684.7	22,447.2
<b>合计</b>	<b>23,518.3</b>	<b>48,147.9</b>	<b>4,191.3</b>	<b>52,339.3</b>	<b>75,857.5</b>	<b>48,554.7</b>

注：(1)+(2)=(3),(4)+(5)=(2)

资料来源：《2016 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 3：2017 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标

省级高速集团	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
山东高速集团	666.34	22.55	5,541.76	71.94
江苏交通	447.56	41.63	2,923.90	64.64

上市公司	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
浙江交投	1,108.14	16.33	3,272.60	65.83
四川交投	400.73	22.11	3,355.92	63.08
福建高速集团	144.62	64.12	3,374.34	71.68
陕西交建	101.71	64.47	2,669.94	70.69
陕西高速	126.75	57.78	2,003.19	74.52
首发集团	119.11	30.73	1,948.40	57.76
宁沪高速	94.56	54.16	425.32	39.12
山东高速股份	73.80	56.76	508.39	46.75
赣粤高速	43.28	41.44	340.87	52.98
深高速	48.37	48.34	374.74	57.91
四川成渝	79.84	27.28	342.85	58.34
中原高速	58.47	48.17	502.41	73.50

福建高速股份	24.74	60.59	176.35	40.19
皖通高速	28.61	58.60	141.76	29.25

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016年12月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016年12月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路PPP项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路PPP项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017年7月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿

债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模和成本方面都有一定积极作用。

长期来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

### 燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费



公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势。2016 年度，全国收费公

路通行费收入为 4,548.5 亿元，与 2015 年相比增加 450.7 亿元，增长 11.0%；支出总额为 8,691.7 亿元，增加 1,406.7 亿元，增长 19.3%。

表 4：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的

融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。中诚信国际将持续关注《条例》修订

稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

## 在西部大开发的背景下，云南省经济保持较快发展、运输需求不断增长，为省内高速公路行业带来良好发展前景

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、泰国、老挝、越南等国接壤，是我国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份，总面积 39 万平方公里。

较好的资源禀赋促进了云南省地方经济持续快速发展，2017 年全省生产总值(GDP)达 16,531.34 亿元，比上年增长 9.5%，高于全国 2.6 个百分点。其中，第一产业完成增加值 2,310.73 亿元，增长 6.0%；第二产业完成增加值 6,387.53 亿元，增长 10.7%；第三产业完成增加值 7,833.08 亿元，增长 9.5%。三次产业结构由上年的 14.8：38.5：46.7 调整为 14.0：38.6：47.4。全省人均生产总值达 34,545 元，比上年增长 8.8%。

表 5：2015 年~2017 年云南省 GDP 和固定资产投资情况

	2015	2016	2017
GDP (亿元)	13,717.88	14,869.95	16,531.34
GDP 增速	8.7%	8.7%	9.5%
固定资产投资 (亿元)	13,069.39	15,662.49	18,474.89
固定资产投资增速	18.0%	19.8%	18.0%

资料来源：云南省统计局

地区经济保持稳步增长的同时，云南省不断加大固定资产投资，丰富和完善应对金融危机和扩大内需计划。固定资产投资快速增长，投资结构进一步优化。全年固定资产投资(不含农户)达 18,474.89 亿元，同比增长 18.0%。分三次产业看，第一产业投资 896.00 亿元，增长 42.4%；第二产业投资 2,846.90 亿元，下降 0.1%，其中工业投资完成 2,846.40 亿元，下降 0.1%；第三产业投资完成 14,731.99 亿元，增长 20.9%。民间固定资产投资 5,974.87 亿元，增长 11.0%，占全省固定资产投资的比重为 32.3%。基础设施投资完成 7,364.87 亿元，增长 32.3%，增速较上年回升 3.3 个百分点，占全省固定资产投资的比重达到 39.9%。

近年来，云南省实现了交通运输对经济社会发展从“瓶颈制约”向“基本缓解”转变。为实现“十三五”从“基本缓解”向“初步适应”转变奠定基

础。“十二五”期间，公路水路完成固定资产投资 3,400 亿元，为稳增长、扩内需做出了积极贡献。截至“十二五”末，全省公路总里程达 23.6 万公里，较“十一五”末新增 2.6 万公里。骨架路网逐步高速化，国省干线公路不断高等化。新改建农村公路 9 万公里，农村公路总里程达 19.7 万公里，乡镇通畅率达 100%，建制村通畅率达 75%。行业管理取得重大进展，建设市场管理进一步加强。基础设施养护管理展现新面貌，公路养护水平明显提高。运输服务保障能力整体大幅提升，客货运输站场建设持续加强。

“十三五”期间，云南省计划全面打通“七出省五出境”高速公路网和“两出省三出境”水运通道，初步建成面向南亚、东南亚辐射中心的综合交通运输体系，实现全省所有州市通高速公路 50 万人口以上经济大县、滇中城市经济圈县县通高速公路。云南省计划在 2020 年，高速公路通车里程达到 6,000 公里以上；完成普通国道改造 2,000 公里，普通国道二级以上公路里程比例达到 60%；完成普通省道改造 500 公里，普通省道二级以上公路比例达到 20%，重点实施昆明新南站、曲靖北站等 4 个综合客运枢纽；昆明南亚国际公铁联运港、红河河口多式联运中心等 5 个综合货运枢纽。

总的看来，云南省近年来经济快速发展，能够为省内交通运输业的发展提供有力支持。作为中国西南边陲出境交通的核心省份，云南省高速公路建设将在“十三五”期间进一步提速，交通基建投资继续保持高增长态势。

## 政府支持与抗风险能力

公司是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，行业地位突出，得到中央及云南省政府在项目资本金及政府补贴等方面的支持。

“十二五”期间，云南省财政预算内基本建设投资中每年安排 6 亿元作为资本补助金注入公司。根据云南省人民政府第七次常务会议纪要，2013 年~2015 年，云南省财政每年安排 20 亿元作为高速公路建设资本金，各州市财政每年安排一定数额财政性资金，专项用于高速公路建设。“十三五”期间，

国家高速公路项目主要发挥“国家给予 50% 建安工程费补助资金”的作用，原则上省级不予补助资本金。地方高速公路项目方面，2016 年开始省财政预算每年专项安排 60 亿元高速公路建设资金，通过省交通发展投资公司设立云南省交通产业基金，筹措不低于 600 亿元资金用于地方高速公路建设补助，补助标准由 1,000 万元/公里提高到 2,000 万元/公里；此外，相关州(市)应落实项目配套补助资金 1,000 万元/公里以上，与省级补助资金同步到位，该政策执行年限与中长期规划年限保持一致。

2015 年~2017 年，公司获得财政支持资金及各项补贴分别为 38.61 亿元、68.75 亿元和 90.59 亿元，其中中央车购税补助资金分别为 8.56 亿元、10.00 亿元和 10.86 亿元。近年来，国高网项目建设减少，中央车购税资金大幅减少，但由于云南省内高速公路建设推进，地方政府配套资金规模增长显著。2018 年一季度，公司收到中央车购税资金 3.60 亿元，地方政府配套资金 34.42 亿元。公司获得财政支持一方面反映在资本公积的增长上，另一方面反映到少数股东权益的增长上。

表 6: 2015 年~2018 年 3 月公司获得财政支持情况 (亿元)

项目	2015	2016	2017	2018.3
中央车购税资金	8.56	10.00	10.86	3.60
省财政补助资金	4.25	-	0.63	-
营业税返还资金	2.24	2.36	0.86	-
国有资本经营预算专项资金	-	-	1.00	-
地方政府配套资金	23.56	56.39	77.24	34.42
合计	38.61	68.75	90.59	38.02

注：1、2016 年公司收到中央车购税资金未包含因补贴蒙文砚高速而对中交云南高速公路发展有限公司增资的 17.83 亿元；2、营业税返还资金为公司实际收到现金，包含往年确认收入的部分资金。

资料来源：公司提供

此外，政府补助方面，公司缴纳的营业税由省财政按缴纳数额以专项支出补助形式返还公司。2015 年~2016 年公司收到计入营业外收入的政府补助分别为 7.20 亿元和 1.51 亿元，2017 年计入其他收益的政府补助为 0.72 亿元，其中 2016 年 5 月 1 日起，公司通行费收入由缴纳营业税改为缴纳增值税，该类补贴不再返还，使得政府补助收入同比大幅减少。

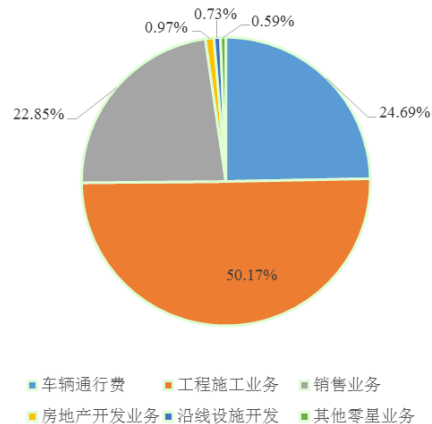
总体来看，公司作为大型的高速公路运营公司，经营较为稳健，区域优势明显。此外，公司近年来

获得云南省各级政府的支持力度较大且有一定的持续性，公司外部政策支持环境良好，具备极强的抗风险能力。

## 业务运营

云南交投作为承担云南省高速公路项目建设和运营管理职能的省属大型国有控股企业，近年来发展迅速，所辖高速公路里程稳步增长，通行费收入规模不断增长。2017 年公司实现营业总收入 450.09 亿元，同比减少 14.84%。其中，通行费收入 111.13 亿元，同比增长 10.52%，占营业总收入的 24.70%；工程施工业务收入 225.82 亿元，同比减少 22.60%；销售业务收入 102.86 亿元，同比减少 15.77%。2017 年公司放缓了投资节奏，相应的工程施工和物资销售收入较 2016 年有所下降。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 88.99 亿元，其中通行费收入为 26.83 亿元，工程施工收入为 49.69 亿元，销售收入为 11.35 亿元。

图 3: 2017 年公司收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 收费公路业务

近年来，公司加大了对高速公路的投资力度，不断有新项目建成通车。截至 2018 年 3 月末，公司共管辖 45 条收费公路，收费里程 3,469.41 公里，全部为经营性路产；其中，高速公路 43 条，收费里程 3,356.45 公里，一级公路 2 条，收费里程 112.96 公里。云南省高速公路网是以昆明为中心的放射性网络，公司运营高速公路均属于国高网组成部分及省高速主干线，路产质量优良，具有重要地位。



**表 7：截至 2018 年 3 月末公司运营路产情况**

序号	公路名称	计费里程 (公里)	基本费率				收费起止时间		收费性质
			车型收费(元/车公里)		计重收费(元/吨公里)		起始	结束	
			普通路	桥隧	普通路	桥隧			
<b>高速公路</b>									
1	楚大高速	179.11	0.50	1.20	0.09	0.20	1998 年 7 月 18 日	2028 年 6 月 30 日	经营性
2	玉元高速	112.14	0.50	1.20	0.09	0.20	2000 年 10 月 28 日	2030 年 9 月 30 日	经营性
3	大保高速	163.41	0.50	1.20	0.09	0.20	2002 年 10 月 4 日	2032 年 9 月 30 日	经营性
4	曲胜高速	74.82	0.50	1.20	0.09	0.20	2002 年 11 月 6 日	2032 年 10 月 31 日	经营性
5	昆石高速	79.77	0.50	1.20	0.09	0.18	2003 年 11 月 16 日	2033 年 11 月 15 日	经营性
6	嵩功高速(原嵩待高速)	51.20	0.50	1.20	0.09	0.20	2003 年 12 月 11 日	2033 年 11 月 30 日	经营性
7	元磨高速	146.89	0.50	1.20	0.09	0.20	2003 年 12 月 31 日	2033 年 11 月 30 日	经营性
8	砚平高速	66.91	0.50	1.20	0.09	0.20	2004 年 1 月 21 日	2033 年 12 月 31 日	经营性
9	安楚高速	131.33	0.50	1.20	0.09	0.20	2005 年 6 月 21 日	2035 年 5 月 31 日	经营性
10	思小高速	98.22	0.50	1.20	0.09	0.20	2006 年 4 月 9 日	2036 年 3 月 31 日	经营性
11	平锁高速	61.31	0.50	1.20	0.09	0.20	2007 年 2 月 12 日	2037 年 2 月 11 日	经营性
12	昆安高速	22.38	0.50	0.56	0.09	0.10	2007 年 3 月 15 日	2037 年 3 月 14 日	经营性
13	罗富高速	79.37	0.50	1.20	0.09	0.16	2007 年 10 月 27 日	2037 年 10 月 26 日	经营性
14	会待高速(原昭待高速)	37.91	0.50	1.20	0.09	0.20	2007 年 12 月 18 日	2037 年 12 月 17 日	经营性
15	新河高速	57.00	0.50	1.20	0.09	0.15	2008 年 2 月 29 日	2038 年 2 月 28 日	经营性
16	永元高速	59.46	0.50	1.20	0.09	0.20	2008 年 4 月 18 日	2038 年 4 月 17 日	经营性
17	保龙高速	76.67	0.50	1.20	0.09	0.15	2008 年 4 月 29 日	2038 年 4 月 28 日	经营性
18	小景高速	17.20	0.50	1.20	0.09	0.13	2008 年 6 月 15 日	2036 年 3 月 31 日	经营性
19	水麻高速	135.55	0.50	1.20	0.09	0.13	2008 年 7 月 2 日	2038 年 7 月 1 日	经营性
20	元武高速	89.43	0.50	1.20	0.09	0.19	2008 年 11 月 28 日	2038 年 11 月 27 日	经营性
21	蒙新高速	84.26	0.50	1.20	0.09	0.13	2009 年 8 月 10 日	2039 年 8 月 9 日	经营性
22	丽江机场高速	27.72	0.36	-	-	-	2012 年 7 月 27 日	2042 年 7 月 26 日	经营性
23	武昆高速	63.58	0.50	1.40	0.09	0.23	2013 年 10 月 26 日	2043 年 10 月 25 日	经营性
24	保腾高速	61.06	0.50	1.40	0.09	0.23	2013 年 11 月 6 日	2043 年 11 月 5 日	经营性
25	大丽高速	203.37	0.50	1.40	0.09	0.23	2013 年 12 月 30 日	2043 年 12 月 29 日	经营性
26	楚广高速	17.58	0.50	1.40	0.09	0.23	2014 年 12 月 29 日	2044 年 12 月 28 日	经营性
27	西石高速	41.24	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 2 月 16 日	2045 年 2 月 15 日	经营性
28	龙瑞高速	134.53	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 5 月 30 日	2045 年 5 月 29 日	经营性
29	普宣高速	85.71	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 8 月 25 日	2045 年 8 月 24 日	经营性
30	待功高速	66.66	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 9 月 25 日	2045 年 9 月 26 日	经营性
31	昭会高速	104.41	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 9 月 25 日	2045 年 9 月 26 日	经营性
32	石红高速	55.12	0.50	1.40	0.09	0.23	2015 年 12 月 31 日	2045 年 12 月 30 日	经营性
33	小龙高速	47.55	0.50	1.40	0.09	0.23	2016 年 12 月 27 日	2046 年 12 月 26 日	经营性
34	江召高速(江底至法金甸段)	32.64	0.50	-	0.09	-	2016 年 12 月 30 日	2046 年 12 月 29 日	经营性
	江召高速(法雨至召夸段)	29.54	0.50	-	0.09	-	2016 年 12 月 30 日	2046 年 12 月 29 日	经营性

	江召高速（法金甸至法雨段）	49.27	0.50	1.40	0.09	0.23	2018年2月1日	2148年1月31日	经营性
35	曲陆高速	7.04	0.40	-	0.08	-	1999年10月1日	2029年9月30日	经营性
		79.59	0.50	-	0.09	-	2016年12月30日	2046年12月29日	经营性
36	小磨高速	156.87	0.50	1.40	0.09	0.23	2017年9月28日	2047年9月28日	经营性
37	昆嵩高速	13.48	0.43	-	0.08	-	1996年10月26日	2026年2月28日	经营性
38	富龙高速	22.20	0.50	1.19	0.09	0.20	2015年12月28日	2045年12月27日	经营性
39	上鹤高速	60.01	0.50	1.40	0.09	0.23	2016年12月26日	2046年12月25日	经营性
40	瑞陇高速	16.11	0.50	1.40	0.09	0.23	2017年4月8日	2047年4月7日	经营性
41	沾会高速	35.05	0.50	1.40	0.09	0.23	2017年6月23日	2047年6月22日	经营性
42	武易高速	105.26	0.50	1.40	0.09	0.23	2017年6月29日	2047年6月28日	经营性
43	临沧机场高速	16.52	0.50	1.40	0.09	0.23	2017年12月18日	2047年12月18日	经营性
	<b>高速公路小计</b>	<b>3,356.45</b>	-	-	-	-	-	-	-
	<b>一级公路</b>								
44	普炭一级	59.14	0.35	-	-	-	2010年11月1日	2040年10月31日	经营性
45	楚南一级	53.82	0.35	-	-	-	2017年7月15日	2047年7月14日	经营性
	<b>一级公路小计</b>	<b>112.96</b>	<b>0.70</b>	-	-	-	-	-	-
	<b>全部公路合计</b>	<b>3,469.41</b>	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供

2015年~2018年3月，公司运营路段实现通行费收入分别为79.16亿元、100.55亿元、111.13亿元和26.83亿元，保持较快增长态势。公司收费公路的车流量及通行费收入主要受经济发展水平、汽车保有量、车辆运营成本、通车里程等因素影响。随着云南省经济水平的快速增长，居民汽车消费量的增加，以及车辆运营成本调整机制更加完善、灵活，公司主要收费公路的车流量维持稳定的增长水平。近年来，公司加大了对高速公路的投资力度，不断有新项目建成通车，通行费收入保持较快增长。同时，随着《国家高速公路规划网》及云南省着力构建的“三纵三横”、“以昆明为中心对外9大通道”公路网等重要规划的进一步实施，云南省的公路网将进一步贯通，整体拉升公司运营路段的车流量及通行费水平。

收费标准方面，云南省对客车实行四车型分类，货车实行计重收费。2013年8月9日，云南省出台了《云南省人民政府关于完善经营性高速公路定价机制有关事项的通知》，制定了2013年1月1日以后建成通车的经营性高速公路的收费标准，即按照“一路一测、桥隧分开、还本付息、投资回报”原则，综合考虑2013年1月1日以后建成通车的经营性高速公路建设投资、贷款额、车流量和经营

成本等因素制定收费标准。普通路段基本费率不超过客车0.5元/车公里，货车0.09元/吨公里；500米以上桥梁隧道基本费率不超过客车1.4元/车公里，货车0.23元/吨公里。

2015年8月，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），云南省人民政府同意将昆石高速等26条高速公路收费标准进行调整，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。上述文件涉及对公司运营的昆石高速等21条高速公路收费标准进行上调，为公司通行费收入的稳定增长提供了有力条件。截至2018年3月31日，除公司下辖丽江机场高速公路和昆嵩高速按照原有的收费标准执行外，公司所有下属41条高速公路全部按照2013年出台新收费标准收费。

分路产看，昆石、昆嵩、安楚、楚大、大保、小龙高速对公司通行费收入贡献较大。昆石高速（昆明至石林高速公路）是《国家公路网规划》中汕头至昆明高速公路（M72）和广州至昆明高速公路（M76）的交汇段，起于昆明市东郊石虎关，止于石林县石林风景区，全长79.77公里，其中起点至小石坝6.72公里为双向8车道，小石坝至半截河

67.07 公里为双向 6 车道，半截河至石林 5.98 公里为双向 4 车道。昆石高速公路于 2003 年 11 月 16 日建成通车，总投资 37.44 亿元。2015 年~2018 年 3 月，昆石高速实现通行费收入分别为 6.02 亿元、7.28 亿元、8.22 亿元和 1.78 亿元。

昆嵩高速（昆明至嵩明高速公路）是《国家高速公路网规划》中杭州至瑞丽高速公路（M56）和上海至昆明高速公路（M60）的一段，也是昆明至曲靖公路的一段。2016 年 12 月末，昆嵩高速公路按照省政府相关要求，其中 38.15 公里停止收费，作为滇中新区城市道路（相关产权移交工作尚在进行中）。自 2016 年 12 月末起，昆嵩高速公路仅为 13.48 公里，使得通行费收入下滑明显。2015 年~2018 年 3 月，昆嵩高速实现通行费收入分别为 4.50 亿元、4.69 亿元、0.81 亿元和 0.19 亿元。

楚大高速（楚雄至大理高速公路）和大保高速（大理至保山高速公路）均为上海至昆明至瑞丽国道主干线（GZ65）中的一段。楚大高速是昆明通往滇西、滇西北、滇西南 8 地州的主要经济干线，是国家交通部和云南省“九五”期间的重点建设项目，也是云南第一条按照业主负责制，利用亚洲开发银行贷款和通过国际招标方式建设的高速公路。楚大高速公路大理段起自祥云子乍么，终于漾濞平坡，于 1998 年 10 月 28 日建成通车，总投资 43.9 亿元，全长 179.11 公里。大保高速与楚大公路相连，全长 163.41 公里，总投资 70.4 亿元，于 2002 年 9 月 29 日全线试通车。大保高速公路是跨越横断山脉的第一条高速公路，线路主要布设于“V”字形峡谷之中，沿线多属地质松散的“滇西红层”，由于滑坡原因，最高边坡达 268 米，桥梁、隧道里程达 34.62 公里。2015 年~2018 年 3 月，楚大高速实现通行费收入分别为 9.48 亿元、11.56 亿元、11.74 亿元和 2.61 亿

元；大保高速实现通行费收入分别为 5.12 亿元、6.75 亿元、6.96 亿元和 1.56 亿元。

安楚高速（安宁至楚雄高速公路）是《国家高速公路网规划》中杭州至瑞丽高速公路（M56）云南境内的一段，辐射昆明、楚雄、大理、保山、怒江、德宏、丽江、临沧、迪庆等 9 个州（市）20 多万平方公里的土地。安楚高速公路起于安宁市和平村，止于楚雄市达连坝，上连昆安高速公路，下连楚大高速公路，主线全长 131.33 公里，于 2005 年 6 月 27 日建成通车。安楚高速公路建成通车，突破了滇西公路交通“瓶颈”，使滇西大道从安宁到保山之间 470 多公里路段全部成为高速公路。2015 年~2018 年 3 月，安楚高速实现通行费收入分别为 9.36 亿元、11.36 亿元、11.77 亿元和 2.72 亿元。

小龙高速公路位于昆明市盘龙区及滇中产业新区嵩明县、大板桥镇境内，起于 G85 银昆高速与 G56 杭瑞高速交叉形成的小铺枢纽西侧，止于杭瑞高速与昆明东连接线的乌龙互通南侧（昆明北收费站），全长约 41.99 公里，项目设计速度 100 公里/小时，概算投资 90.80 亿元。按行政区域划分：滇中产业新区境内 33.99（公里嵩明县境内 22.62 公里、空港经济区 11.37 公里），昆明市盘龙区境内 8 公里。小龙高速全线共有 6 座互通式立交：小铺、山脚、军长、金钟山、哨关、兔耳关。小铺、山脚、军长 3 座立交，将方便从嵩明县城通过这条高速往返昆明；金钟山立交，主要是将小龙高速连接到昆明东南绕城高速；哨关立交，方便滇中产业新区往来昆明市区。2016 年 12 月 27 日建成通车后收入规模增长迅速，2016 年~2018 年 3 月，小龙高速实现通行费收入分别为 0.08 亿元、6.28 亿元和 1.03 亿元。

表 8：2015 年~2018 年 3 月公司运营路产通行费收入情况（万元）

序号	路段名称	2015	2016	2017	2018.3
1	昆石高速	60,168.25	72,825.66	82,215.78	17,777.73
2	曲胜高速	33,525.72	38,439.57	42,854.28	9,765.92
3	昆嵩高速	44,994.25	46,881.00	8,119.67	1,907.66
4	嵩功高速（原嵩待高速）	22,223.00	26,287.88	26,756.57	7,355.47
5	会待高速（原昭待高速）	13,122.32	14,855.14	14,868.16	3,933.04
6	水麻高速	31,089.85	34,918.22	42,444.03	11,082.29
7	平锁高速	18,365.20	19,972.08	18,721.12	4,093.64



8	砚平高速	15,872.72	16,035.69	14,433.23	3,194.10
9	罗富高速	20,001.63	20,747.70	16,649.97	4,194.46
10	玉元高速	37,040.83	48,836.72	49,811.98	11,175.08
11	元磨高速	39,474.60	49,002.42	47,066.21	11,484.56
12	思小高速	21,061.17	25,844.71	24,785.25	6,256.30
13	小景高速	3,823.46	5,204.93	5,321.39	1,435.67
14	蒙新高速	8,387.64	8,360.27	8,718.59	2,276.63
15	新河高速	3,933.81	3,354.15	3,571.09	833.73
16	昆安高速	23,655.98	25,814.92	25,666.76	5,879.53
17	安楚高速	93,644.75	113,588.83	117,734.10	27,214.03
18	楚大高速	94,793.90	115,637.65	117,363.08	26,147.37
19	大保高速	51,236.21	67,450.00	69,647.91	15,502.38
20	保龙高速	16,392.18	27,122.77	28,859.36	6,582.49
21	丽江机场高速	2,735.32	3,332.04	4,041.12	1,062.56
22	永元高速	7,221.90	7,911.82	8,249.45	1,853.16
23	元武高速	10,778.96	12,628.50	13,044.41	3,040.01
24	武昆高速	21,313.44	22,522.55	23,636.40	5,753.56
25	保腾高速	3,051.82	7,926.60	11,076.04	2,422.27
26	大丽高速	38,893.78	42,681.27	39,831.84	8,771.51
27	楚广高速	864.61	1,053.37	1,361.02	291.11
28	西石高速	8,866.31	9,491.16	10,720.38	2,809.54
29	龙瑞高速	5,037.69	26,450.34	31,554.86	7,196.50
30	普宣高速	733.02	2,575.77	7,101.86	3,456.74
31	待功高速	7,279.43	27,049.14	29,438.82	8,477.97
32	昭会高速	11,152.39	41,037.15	41,956.70	10,772.41
33	富龙高速	8.40	1,800.96	2,587.28	661.12
34	石红高速	3.57	2,461.16	3,327.69	818.57
35	曲陆高速	17,523.30	11,089.64	19,143.52	4,851.69
36	小龙高速	-	843.49	62,786.18	10,333.03
37	江召高速	-	27.09	11,390.63	3,841.28
38	上鹤高速	-	42.97	7,399.85	1,865.71
39	楚南公路	-	-	204.83	100.29
40	普炭公路	3,340.13	3,417.37	3,902.11	981.99
41	小磨高速	-	-	5,766.00	5,904.37
42	武易高速	-	-	3,936.56	1,738.65
43	瑞陇高速	-	-	2,242.10	804.28
44	沾会高速	-	-	923.53	1,837.03
45	临沧机场高速	-	-	79.40	539.14
	<b>合计</b>	<b>791,611.54</b>	<b>1,005,522.72</b>	<b>1,111,311.11</b>	<b>268,276.57</b>

资料来源：公司提供

公司运营路段车型结构以一型车为主。由于云南省属于国家高速路网的末端，80%的车流量为省内车辆，随着近年来云南省经济的发展和居民汽车保有量的不断增长，其中一型车的车流量逐年增长，为公司收费公路业务提供了有力支撑。与此同时，2009年以来国家颁布的绿色通道政策和2012年以来的节假日小型车免收通行费政策，对公司收费公路业务产生较大影响。

公路养护上，公司的养护工作主要分为日常养护工程和专项养护工程。各管理处和养护中心按要求和计划积极组织实施日常养护工作，使各路段路况总体保持良好，路容整洁，设施完好。公司公路大修周期为5年，与全国干线公路养护管理检查周期相匹配。2015年~2018年3月，公司公路维修养护成本分别为21.04亿元、12.35亿元、7.71亿元和0.46亿元，其中2015年9月，交通运输部开展“十

二五”全国干线公路养护管理检查，当年公司部分公路进行了大修，路况得到较好的修复，使得接下来的2016年和2017年维修养护成本大幅下降。

在建项目方面，公司在建项目大多采用PPP的模式进行投资建设，截至2018年3月末，公司在

建高速公路项目合计28个，总投资3,500.94亿元，已累计完成投资692.57亿元，项目资本金合计1,130.25亿元，已到位315.25亿元，资本金主要来自于各级政府专项建设资金和公司自筹，但公司持股比例尚未完全确定。

表9：截至2018年3月末公司主要在建项目概况（公里、亿元）

序号	项目名称	项目开工时间	总投资	累计已完成投资额	资本金	累计已到位资本金	资本金到位比例%	
1	墨临高速（试验段）	2015.12	350.00	25.12	159.48	13.00	8.15	
2	保泸高速（试验段）	2016.03	150.19	26.59	76.80	29.17	37.98	
3	楚大高速（试验段）	2016.11	76.26	32.77	16.79	0.53	3.16	
4	功东高速	2016.03	84.34	69.29	37.17	31.70	85.28	
5	大永高速（大理段）	2016.02	83.29	83.18	23.69	20.95	88.43	
	大永高速（丽江段）	2017.05	112.73	40.27	28.18	13.65	48.44	
6	武倘寻高速	2016.12	232.73	73.56	81.50	46.30	56.81	
7	昆楚高速（试验段）	2016.02	72.05	22.11	21.62	-	-	
8	思澜高速	2016.09	185.73	55.25	56.42	27.93	49.50	
9	腾陇高速	2017.01	220.23	87.16	47.83	26.69	55.80	
10	腊满高速	2017.01	51.30	16.99	16.09	5.03	31.26	
11	澄川高速	2016.09	67.62	35.90	27.78	9.35	33.66	
12	腾猴高速	2017.11	71.96	8.82	22.29	3.00	13.46	
13	景文高速	2013.08	28.00	22.28	9.10	3.04	33.41	
14	景海高速	2018.01	93.17	2.15	27.95	12.02	43.01	
15	南景高速	2018.01	138.82	11.23	41.65	2.33	5.59	
16	楚姚高速	2017.02	130.75	17.75	26.68	11.05	41.42	
17	宁永高速	2017.01	152.97	4.47	46.59	5.87	12.60	
18	大漾云高速	-	142.10	1.50	42.63	-	-	
19	临清高速	2016.07	245.63	26.63	74.39	28.96	38.93	
20	临双高速	2016.12	70.52	3.07	21.86	2.35	10.75	
21	镇清高速	2016.12	55.19	0.74	17.77	1.00	5.63	
22	鹤关高速	2017.01	52.87	4.71	18.50	2.93	15.84	
23	召泸高速	2018.02	52.29	3.31	15.90	4.05	25.47	
24	宾南高速	2018.01	139.74	-	41.92	-	-	
25	大南高速	2018.01	168.90	1.00	50.67	3.00	5.92	
26	云凤高速	2018.01	86.05	-	25.82	-	-	
27	云临高速	2018.01	107.34	-	32.20	-	-	
28	美丽公路（二级）	2017.09	78.19	16.71	20.98	11.35	54.10	
合计			-	3,500.94	692.57	1,130.25	315.25	-

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

总体来看，公司路产规模很大，通行费收入规模较大；新通车项目的逐年成熟及未来在建项目的陆续通车亦将增加公司通行费收入，但由于在建项目投资较大，模式存在不确定性，公司或将面临较大的资金压力。

## 工程施工业务

工程施工业务主要由控股子公司云南交投集团公路建设有限公司（原“云南交投建设集团有限责任公司”，以下简称“交投建设”）和云南交投集团云岭建设有限公司（原“云南云岭高速公路建设集团有限责任公司”，以下简称“云岭建设”）负责，两家公司均拥有桥梁工程专业承包一级、公路路面工程专业承包一级等资质，交投建设拥有公路工程施工总承包特级资质，云岭建设拥有公路工程施工

总承包一级资质，主要开展高速公路、道路桥梁工程的设计施工业务。

业务模式方面，交投建设和云岭建设作为施工方，在大部分施工业务中，在与业主方结算过程中扣收 5% 的质量保证金、3% 农民工工资保证金，项目开工后先以自有资金垫付工程款建设，业主方根据施工进度定期对工程量进行计量，然后拨付工程款，项目完工时退还 3% 农民工工资保证金。缺陷责任期满退回质保金，具体付款时间根据项目的施工进度和业主的资金情况来确定。

近年来，随着云南省高速公路建设里程的不断增长，交投建设和云岭建设工程施工业务规模不断扩大，2015 年~2018 年 3 月，交投建设和云岭建设工程施工业务签订合同金额分别为 230.32 亿元、530.30 亿元、808.58 亿元和 107.01 亿元，确认收入分别为 83.96 亿元、291.75 亿元、225.85 亿元和 49.69 亿元，其中 2015 年公司进行集团化改革，对交投建设和云岭建设进行了增资，增强了公司的工程施工业务承接能力。工程公司也开始大量承接公司本部高速公路建设项目的施工承包业务，使得施工业务规模和营业收入大幅提升；2017 年公司主动放缓投资进度，收入规模有所下降。截至 2018 年 3 月末，交投建设未完成结算的工程施工项目共 68 个，涉及线路 37 条；云岭建设未完成结算的工程施工项目共计 37 个，涉及线路 21 条。

## 销售业务

销售业务方面，公司子公司云南公投物资（集团）有限公司（以下简称“物资公司”）和云南公投石化有限责任公司（以下简称“公投石化”）作为主要的运营主体，对高速公路建设上游需求以及高速公路运营进行物资供应。主要供应产品包含钢材、水泥、沥青、油品等。公司于 2015 年起开始集团化改革，大力发展建筑材料贸易业务和油品销售业务，销售对象多为公司本部建设项目。2015 年~2018 年 3 月，公司销售业务收入（经合并抵扣）分别为 26.49 亿元、122.12 亿元、102.86 亿元和 11.35 亿元，其中物资公司（合并抵扣前）钢材销售收入占比较大，分别为 14.54 亿元、91.77 亿元、65.46

亿元和 17.11 亿元，主要供应商为云南能投物流有限责任公司、云南浩华经贸有限公司、昆明全坤商贸有限公司和云南新欣物资有限公司等；同期水泥销售收入分别为 1.00 亿元、13.41 亿元、22.98 亿元和 6.52 亿元，主要供应商为鹤庆四通商贸经营部和易门大椿树水泥有限公司、云南昆钢嘉华水泥建材有限公司、云南红塔滇西水泥股份有限公司、云南昆钢嘉华水泥建材有限公司、大理沧龙物流有限公司和云南普洱西南水泥有限公司等。受制于公司销售产品均处于产能过剩行业，销售板块毛利率整体处于较低水平。

表 10：物资公司主要产品销售情况（亿元）

产品	2015	2016	2017	2018.3
钢材	14.54	91.77	65.46	17.11
沥青	4.27	4.77	5.09	2.02
水泥	1.00	13.41	22.98	6.52
橡胶支座	0.05	0.05	0.32	0.01
燃料	-	7.33	16.58	-
白糖	-	7.85	2.59	-
型材	-	0.82	3.72	0.44
焦炭	-	0.66	-	-
其他	1.69	1.78	25.32	1.43
合计	21.55	128.44	142.06	27.53

注：物资公司销售数据未进行合并口径抵扣，故合计数大于合并口径销售收入。

资料来源：公司提供

总体来看，随着集团化改革的推进和多元化发展战略的实施，公司销售业务收入在主营业务收入中占比规模逐年增长，但受制于公司业务模式和销售产品市场不景气的影响，公司销售业务毛利率较低，对盈利能力贡献有限。

## 其他业务

公司其他业务主要包括房地产业务、公路沿线设施开发和工程咨询等。

公司房地产业务由子公司云南云岭城镇开发投资有限公司负责建设运营，并进入尾期。2015 年~2017 年，公司房地产销售业务确认收入分别为 7.77 亿元、8.44 亿元和 4.34 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司无在建或拟建房地产业务。

公司沿线设施开发业务主要包括公路沿线设施开发、维护、经营和管理业务，该板块所产生的收入主要由物资公司经营产生，2015 年~2018 年 3



月，该板块收入分别为 1.59 亿元、1.27 亿元、3.27 亿元和 0.18 亿元。

总体来看，公司凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，将业务经营逐渐拓展到房地产业务、公路沿线设施开发和工程咨询等高速公路相关产业，业务板块多元化。

## 管理

### 产权结构

公司是国有控股企业，实际控制人为云南省国资委。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 54.81 亿元，直接投资控股 34 个子公司，间接控股 72 个孙公司，主要从事高速公路建设、运营以及相关的配套业务。

### 法人治理结构

公司由云南省人民政府授权云南省国资委管理。公司设立董事会，由 5 名董事组成，全部由公司产生，董事会设董事长 1 人，副董事长 1~2 人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理 1 名，副总经理 6 名，总经理对董事会负责。公司设监事会，监事会成员共 7 名，其中，云南省国资委委派 4 名、公司产生 3 名（含职工监事 2 名）。

### 管理水平

根据经营需要，公司下设 34 个子公司、19 个职能部门，9 个管理处、1 个运营管理中心、1 个财务结算中心、20 个公路项目建设指挥部，确保对公司运营的有效管理。

目前，公司已建立了较为完善的内部管理制度，涉及财务管理、投融资管理及子公司管理等多个方面。

财务管理方面，公司制定了《财务管理办法》、《固定资产管理办法》等制度规范会计核算，公司财务管理制度对财务机构的设置、会计核算、财务预算管理等作了明确的规定，对规范公司的财务行为，准确计量公司的财务状况和经营成果，有效控制和合理配置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

投融资管理方面，为使投资管理工作规范化、制度化，根据有关法律法规，公司结合实际制定了《投融资管理办法》，规定了公司对内投资的范围包括利用自有资金或银行贷款进行基本建设、技术改造、购买大型机械、设备及新项目建设等；公司对外投资的范围包括为获取未来收益而将一定数量的货币资金、股权、以及经评估后的实物或无形资产等作价出资；公司重大资产重组的范围包括公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行的，导致公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为；公司对外融资的范围包括股权融资和债务融资两种方式，并规定了对公司及所属子公司的投融资决策程序。

子公司管理方面，公司先后制定了《控股企业投资立项决策程序》、《控股公司管理办法》等管控文件，文件规定：各子公司应建立健全内部经济核算制度、生产经营目标责任制度、全面预算管理制度、成本考核制度等；资金管理应建立健全以提高资金运营效益为目标的包括筹集、分配、使用、控制的管理制度体系；对外举债不得超过各子公司股东会核定的资产负债率，超出时应由股东会审查批准后方可进行；子公司原则上不得对外担保；对外投资的项目须报股东会审批，在母公司备案，对已对外投资项目，各子公司需派出财务人员对外投资项目进行监督等。

总体看，公司法人治理结构较为完善，已基本建立了一整套管理制度和良好的管理机制，并通过积极有效地进行内部改革，加强了内部管理系统，整体管理水平较高。

## 战略规划

截至 2018 年 3 月末，公司拟建高速公路项目为南涧至云县高速公路项目，概算总投资 147 亿元，建设总里程 108 公里，暂未确定资本金及股权比例。

表 11：截至 2018 年 3 月末公司拟建项目（亿元，公里）

公路名称	总投资	建设里程
南涧至云县	147	108

资料来源：公司提供

为落实云南省高速公路建设资金，降低公司债

务负担，保持公司良性持续发展，国家、云南省及各州市在确保资本金到位方面给予公司大力支持：

一、“十三五”期间云南省列入国高网的高速公路项目获得的中央车购税补助将达项目建设投资的50%，约为项目总投资的35%（含监理造价、征地拆迁等）；二、云南省利用省财政统筹安排的专项资金，通过省交通发展投资公司设立云南省交通产业基金，筹措不低于600亿元资金用于高速公路建设。同时，云南省将地方高速公路项目补助标准由1,000万元/公里提高到2,000万元/公里，为此根据中共云南省委文件云发【2016】19号，自2016年起云南省财政每年从交通产业基金安排60亿元高速公路建设资金，将政策执行年限与中长期规划年限保持一致；三、各州市政府将分别采用项目补助、承担征地拆迁费用、项目建安营业税全额用于项目建设、争取上级补助等多种形式筹集项目资本金。此外，公司将为在建和新建项目积极争取国开发展基金的资本金注入。拟建项目总投资额除去资本金部分由公司主要通过外部融资解决，公司正积极争取国家开发银行和中国农业发展银行的专项建设债券，解决项目资金缺口问题。

2017年11月，根据《云南省交通投资建设集团有限公司关于接收并整合重组云南省交通运输厅所属56户企业的公告》，云南省国资委决定由公司负责整合重组省交通厅所属56户企业。2018年3月，根据云南省国资委《云南省国资委关于省级经营性国有资产集中统一监管第三批企业接收整合事项的通知》（云国资法规[2018]60号），新增云南省工程咨询公司、云南省交通发展投资有限责任公司2户企业纳入公司接收和整合范围。截至目前，58家企业相关清产核资工作尚在进行中。

总体来看，公司未来项目投资较大，或将面临较大的资金压力，各级政府在确保资本金到位方面将给予公司大力支持。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年~2017年财务报告以及未经审计的2018年

第一季度财务报表。公司各期财务报告均执行新会计准则。

截至2018年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共计34家。

## 资本结构

近年来，随着云南省公路建设投入的进一步增长，公司资产规模持续快速增长。2015年~2018年3月末，公司资产总额分别为2,088.37亿元、2,726.38亿元、3,274.07亿元和3,387.17亿元。

从资产构成来看，公司以非流动资产为主，2015年~2017年末分别为1,817.63亿元、2,294.11亿元和2,776.41亿元。截至2017年末，非流动资产占总资产84.80%，其中主要包括以公路资产为主的固定资产、在建工程 and 无形资产，占非流动资产的比重分别为72.08%、1.22%和23.28%。2015年~2017年末，公司固定资产分别为1,656.18亿元、1,925.13亿元和2,001.33亿元，2017年末其增长系小磨高速改扩建转固所致，且根据云南省财政厅云财企[2008]43号《云南省财政厅关于省公路开发投资有限责任公司计提公路资产折旧有关问题的批复》，公司自2007年度起对公路资产暂不计提折旧，但2015年并入的子公司云南省曲陆高速公路开发有限公司仍延续合并以前的政策对固定资产中公路及构筑物计提折旧。该政策确保了公司公路资产规模的稳定并增强了盈利能力。2015年~2017年末，公司在建工程分别为92.98亿元、275.43亿元和33.78亿元，其中2016年末其大幅增长系公司开工建设武倘寻高速、腾陇高速、澄川高速、楚大高速改扩建、昆广高速、临沧机场高速、腊满高速和临沧临清高速项目所致；2017年末在建工程大幅减少一方面因为账面价值115.55亿元的路产转固；另一方面，公司部分路产具有BOT项目属性，公司获得特许经营权，2017年根据BOT项目相关会计准则规定，公司将高速公路的建造成本由在建工程转计无形资产-特许经营权，调整项目账面价值共计441.46亿元。2015年~2017年末，公司无形资产分别为1.44亿元、1.40亿元和646.40亿元，其中2017年末排除在建工程和固定资产科目调整的影响因

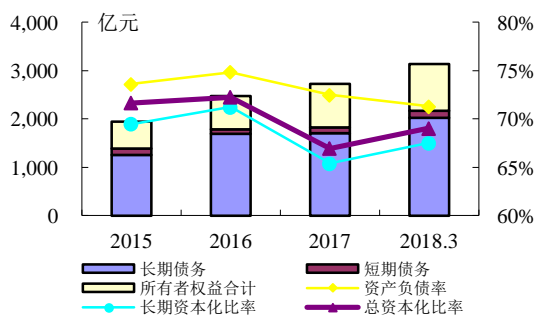
素，增长主要来源于新增项目投入。公司记入无形资产的高速公路按照车流量法进行摊销，其中 2017 年计提的摊销额为 2.74 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 2,826.87 亿元，其中固定资产、在建工程和无形资产分别为 2,022.55 亿元、23.02 亿元和 683.69 亿元，与 2017 年末相比均变化不大。

流动资产方面，近年来流动资产逐年增长，2015 年~2017 年末分别为 270.74 亿元、432.26 亿元和 497.66 亿元。截至 2017 年末，货币资金、其他应收款和存货占流动资产分别为 54.93%、14.18% 和 12.62%。2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 137.75 亿元、231.94 亿元和 273.39 亿元，货币资金以银行存款为主，近年来随着融资规模的扩大而大幅增加。同期，其他应收款分别为 95.92 亿元、94.62 亿元和 70.56 亿元，主要为应收云南华丽高速公路投资开发有限公司、云南省国有资本运营有限公司和西双版纳傣族自治州人民政府等国有企业和政府机构的借款，账龄 1 年以内其他应收款占比为 96.98%，回款风险较低，但对公司形成较大的资金占用。同期，存货分别为 23.03 亿元、59.65 亿元和 62.82 亿元，其中 2016 年末大幅增长主要系建造合同形成的已完工未结算资产增加所致；2017 年末小幅增长。

截至 2018 年 3 月末，公司流动资产为 560.30 亿元，货币资金、其他应收款和存货分别为 301.46 亿元、91.72 亿元和 93.89 亿元，其中货币资金同比大幅增长，主要因公司为储备高速公路建设资金加大融资力度所致；其他应收款同比增长主要系公司往来款增加所致；存货增长主要系年初公司部分已完工项目尚未结算所致。

图 4：2015 年~2018 年 3 月公司资本结构分析



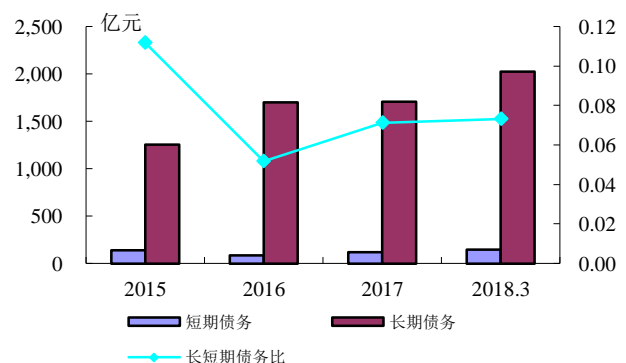
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债方面，随着经营规模的扩大，公司负债规模不断增长，2015 年~2017 年末公司总负债分别为 1,537.49 亿元、2,040.73 亿元和 2,373.17 亿元，以非流动负债为主。截至 2017 年末，以长期借款、应付债券和长期应付款为主的非流动负债占总负债的 81.25%。2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 997.17 亿元、1,294.35 亿元和 1,538.85 亿元，截至 2017 年末公司长期借款中质押借款占比 93.74%，以相关高速公路收费权作为标的物。2015 年~2017 年末，公司应付债券分别为 135.48 亿元、165.46 亿元和 165.90 亿元，近年来保持较大规模。2015 年~2017 年末，公司长期应付款分别为 121.78 亿元、239.75 亿元和 217.09 亿元，主要为融资租赁和资产证券化。

截至 2018 年 3 月末，公司总负债增长至 2,414.96 亿元，由于长期借款增加至 1,651.71 亿元，推升非流动负债增加至 2,028.08 亿元。

从债务结构上看，公司以长期债务为主，2015 年~2017 年末有息债务分别为 1,394.61 亿元、1,787.60 亿元和 1,826.22 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.11 倍、0.05 倍和 0.07 倍，以长期债务为主的债务结构和公司收费公路投建的业务模式相匹配。截至 2018 年 3 月末，公司有息债务为 2,169.58 亿元，长短期债务比为 0.07 倍。

图 5：2015 年~2018 年 3 月公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，近年来随着云南省政府对公司的资产注入以及公司自身利润的积累，所有者权益呈不断增长趋势，2015 年~2017 年末分别为 550.88 亿元、685.64 亿元和 900.90 亿元，其中 2017



年以来，公司参与投资的高速公路项目主要采用 PPP 模式，在该模式下引入了多方社会资本投资，使得公司少数股东权益增长大幅增长至 229.11 亿元。实收资本方面，2015 年~2017 年末分别为 50.00 亿元、50.00 亿元和 54.81 亿元，其中 2017 年根据云南省人民政府文件《云南省人民政府关于授权省国资委对云南省交通投资建设集团有限公司等 5 户企业履行出资人职责的通知》（云政发[2017]35 号），公司实际控制人由交通运输厅变更为国资委，代云南省人民政府履行出资人职责。此外，2017 年 6 月，公司根据《云南省人民政府专题会议纪要》（第 32 期）和云南省交通运输厅《云南省交通运输厅关于省公路投资公司股权投资方式引入国家专项建设基金的批复》（云交财[2016]107 号）将 4.81 亿元从资本公积转入实收资本。资本公积方面，2015 年~2017 年末，公司资本公积分别为 470.84 亿元、526.08 亿元和 531.08 亿元，其中 2016 年末资本公积较上年增长 55.24 亿元，主要包括国开发展基金有限公司对功东高速公路项目和华丽高速公路项目的增资款 16.81 亿元，以及云南省交通厅拨入车辆购置税补助资金 27.83 亿元；2017 年，根据云南省财政厅《关于下达 2017 年车辆购置税收入补助地方资金（省本级支出部分）的通知》（云财建[2017]71 号文），公司 2017 年增加车辆购置税地方补助资金 10.86 亿元，计入资本公积；小磨高速改扩建建设指挥部、楚广高速公路建设指挥部、上鹤高速公路建设指挥部收到政府部门拨入建设项目征地拆迁款合计 18.32 亿元，计入资本公积。此外，2017 年公司代垫交通厅二级路支出 28.45 亿元，由于政府债务甄别工作已经结束，经本公司董事会决议按照二级公路停止收费剥离资产处理原则，冲减资本公积。少数股东权益方面，近年来由于少数股东对在建项目的投资规模逐渐加大，2015 年~2017 年末公司少数股东权益分别为 11.94 亿元、53.58 亿元和 229.11 亿元，逐年大幅增长。其他权益工具方面，2015 年~2017 年末，公司其他权益工具分别为 0.00 亿元、14.78 亿元和 34.78 亿元，其中 2016 年公司发行 15.00 亿元永续中票；2017 年公司发行 20.00 亿元永续期信托贷款。截至 2018 年 3 月末，

由于未分配利润的进一步累计以及少数股东的投入，公司所有者权益增长至 972.21 亿元。

2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 73.62%、74.85% 和 72.48%；总资本化比率分别为 71.68%、72.28% 和 66.97%，均处于较高水平。如排除永续债对公司资本结构的影响，则杠杆率将继续升高，2017 年末，受少数股东权益增加的影响，公司资本结构得到小幅优化。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.30% 和 69.06%。

总体来看，近年来随着云南省公路建设的进一步投入，公司路产规模逐年增长，资产呈增长趋势。中诚信国际同时关注到，公司有息债务规模较大且增速较快，未来随着高速公路的进一步建设，公司债务规模存在进一步上升压力。

## 盈利能力

近年来，在公司管理的收费公路总里程逐年增长，运营路产日渐成熟，车流量持续增长等因素的影响下，公司营业总收入逐年增长。2015 年~2017 年，公司营业总收入分别为 202.66 亿元、528.49 亿元和 450.09 亿元，其中 2016 年营业总收入实现大幅增长主要是因为工程施工和销售业务收入较上年大幅增长所致；2017 年上述两个业务板块收入小幅下滑使得营业总收入有所下降。

分板块来看，公路通行费为公司主要收入来源之一，2015 年~2017 年，由于公司高速公路陆续通车以及公司所辖高速公路车流量增加，公司通行费收入逐年增加，分别为 79.16 亿元、100.55 亿元和 111.13 亿元。自 2015 年起，公司通过一系列改革措施聚合公路行业的建设施工领域优质资源，开辟新的经济增长及提升发展能力，开始大量承接公司本部高速公路建设项目的施工承包业务，2016 年该板块业务持续大幅扩张，2015 年~2017 年工程施工业务分别确认收入 83.96 亿元、291.75 亿元和 225.85 亿元。销售业务方面，公司自 2015 起开始大力开拓建材贸易和油料销售业务，销售收入呈大幅增长态势，2015 年~2017 年分别实现收入 26.49 亿元、122.12 亿元和 102.86 亿元。

毛利率方面，由于公司管理的路产部分不计提折旧，因此公司的毛利率水平整体较高，但随着毛利率偏低的工程施工业务和销售业务规模的增长，公司毛利率水平逐年下降，其中销售业务因为涉及对公司本部的工程施工业务，毛利率控制在较低水平。2015年~2017年，公司营业毛利率分别为

36.35%、22.35%和25.94%。

2018年1~3月，公司实现营业收入88.99亿元，其中通行费收入实现26.83亿元，工程施工收入确认49.69亿元，销售业务实现11.35亿元。当期营业毛利率为29.98%。

表 12: 2015年~2018年3月公司营业总收入构成(亿元、%)

	2015		2016		2017		2018.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费收入	79.16	63.67	100.55	69.29	111.13	72.59	26.83	74.84
工程施工业务	83.96	17.34	291.75	13.88	225.85	11.27	49.69	8.48
销售业务	26.49	11.61	122.12	2.64	102.86	5.91	11.35	17.51
其他	13.04	43.21	14.08	33.61	10.27	44.26	1.12	35.67
合计	202.66	36.35	528.49	22.35	450.09	25.94	88.99	29.98

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，与多数高速公路运营公司类似，公司的期间费用以财务费用为主，销售费用与管理费用较少。近年来，公司高速公路建设正处于扩张期，融资规模逐渐增大，因而财务费用呈增长趋势，2015年~2017年分别为58.01亿元、72.11亿元和81.65亿元，推升期间费用整体增长，同期分别为62.59亿元、78.32亿元和91.37亿元。随着营业总收入规模的变动，三费收入占比也有所波动，2015年~2017年公司三费收入占比分别为30.88%、14.82%和20.30%，对利润总额的侵蚀作用较大。2018年1~3月，财务费用19.64亿元，当期三费合计21.03亿元，三费收入占比23.63%。

表 13: 2015年~2018年3月公司期间费用分析(亿元、%)

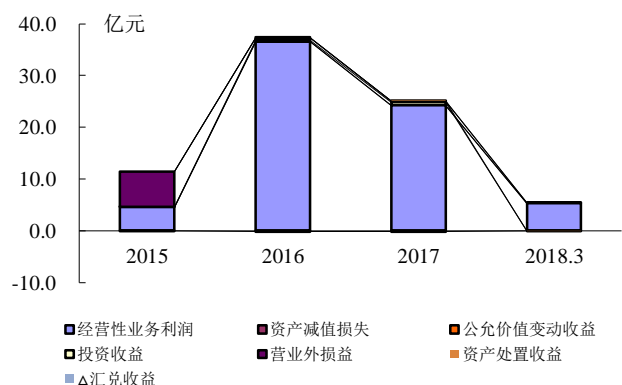
	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	0.71	1.16	1.76	0.33
管理费用	3.86	5.05	7.96	1.06
财务费用	58.01	72.11	81.65	19.64
三费合计	62.59	78.32	91.37	21.03
营业总收入	202.66	528.49	450.09	88.99
三费收入占比	30.88	14.82	20.30	23.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2015年~2017年，公司利润总额分别为11.43亿元、37.28亿元和24.95亿元。近年来，随着公司工程和销售业务的增长，公司经营性业务利润实现大幅增长，2015年~2017年分别为4.57亿元、36.58亿元和24.30亿元。公司利润来源对政府补助的依赖程度明显降低。2018年1~3

月，公司利润总额为5.39亿元，其中经营性业务利润为5.33亿元。

图 6: 2015年~2018年3月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司不对部分公路资产计提折旧，使得其营业成本相对较低，但随着工程施工业务的大幅扩张，营业毛利率呈逐年下降态势。此外，公司高速公路建设正处于扩张期，融资规模逐渐增大，财务费用偏高，吞噬了部分利润。

## 现金流

经营活动现金流方面，高速公路行业的特性决定了公司具备很强的现金获取能力，2015年~2018年3月，公司分别实现经营活动净现金流50.02亿元、99.01亿元、63.06亿元和36.80亿元，获现能力保持在较高水平。

投资活动现金流方面，公司的投资活动现金流

受其建设资金需求影响，近年来总体表现为持续净流出状态，且流出规模较大。2015年~2018年3月公司的投资活动净现金流分别为-247.28亿元、-412.68亿元、-387.07亿元和-183.31亿元。

受投资规模以及到期债务的影响，近年来公司筹资活动现金流入、流出规模均较大，并呈现较大净流入。2015年~2018年3月公司筹资活动净现金流分别为266.01亿元、407.29亿元、365.34亿元和174.58亿元。

表 14：2015 年~2018 年 3 月公司现金流分析（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	154.55	423.94	483.24	118.88
经营活动产生现金流出	104.53	324.92	420.18	82.08
<b>经营活动净现金流</b>	<b>50.02</b>	<b>99.01</b>	<b>63.06</b>	<b>36.80</b>
投资活动产生现金流入	8.51	3.92	2.60	0.18
投资活动产生现金流出	255.78	416.60	389.67	183.49
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-247.28</b>	<b>-412.68</b>	<b>-387.07</b>	<b>-183.31</b>
筹资活动产生现金流入	484.62	683.83	576.13	232.23
其中：吸收投资所收到的现金	43.05	72.71	150.44	66.05
借款所收到的现金	351.45	469.91	374.49	140.86
筹资活动产生现金流出	218.61	276.54	210.79	57.65
其中：偿还债务所支付的现金	113.12	165.87	70.95	26.26
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>266.01</b>	<b>407.29</b>	<b>365.34</b>	<b>174.58</b>
现金及现金等价物净增加额	68.75	93.62	41.33	28.07

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

随着公司在建项目的不断增加，公司资产和债务规模的不断增长，2015年~2018年3月末，公司总债务分别为1,394.61亿元、1,787.60亿元、1,826.22亿元和2,169.58亿元。

偿债能力指标方面，截至2017年末，总债务/EBITDA和经营活动净现金流/总债务分别为14.02倍和0.03倍；EBITDA利息保障倍数和经营活动净现金流利息保障系数分别为1.34倍和0.65倍，EBITDA对债务本金的覆盖能力仍然很弱，但可以覆盖利息支出；经营活动净现金流对债务本金和利息的覆盖能力不足。考虑到云南省的财政实力及其对公司的大力支持，公司的偿债能力较有保障。

表 15：2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	140.18	88.04	121.48	148.01
长期债务（亿元）	1,254.43	1,699.56	1,704.74	2,021.58

总债务（亿元）	1,394.61	1,787.60	1,826.22	2,169.58
经营活动净现金流（亿元）	50.02	99.01	63.06	36.80
EBITDA（亿元）	77.14	121.75	130.27	-
总债务/EBITDA（X）	18.08	14.68	14.02	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.04	0.06	0.03	0.07
EBITDA 利息保障系数（X）	1.06	1.46	1.34	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	0.69	1.19	0.65	1.61

注：季报中经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数为年化数据。

资料来源：公司财务报告

债务偿还方面，截至2018年3月末，公司待偿还债务本金未来到期情况如下表所示，公司债务以5年以上债务为主，除2~3年内到期债务规模偏大，其余各年度分布较为均匀。

表 16：截至 2018 年 3 月末公司债务本金未来到期情况（亿元）

期限（年）	≤1	(1,2]	(2,3]	(3,4]	(4,5]	>5
金额	148.01	87.35	133.32	63.68	73.79	1,663.43
占比	6.82%	4.03%	6.14%	2.94%	3.40%	76.67%

资料来源：公司提供

对外担保方面，截至2018年3月末，公司无对外担保。

资产抵质押方面，公司主要以质押高速公路收费权提供担保的方式进行融资。截至2018年3月末，公司抵质押借款合计为1,594.93亿元。

截至2018年3月末，公司本部及下属子公司共获得银行授信总额5,229.80亿元，其中尚未使用额度为2,690.63元，具备较强的备用流动性。

## 过往债务履约情况

根据人民银行征信中心在截至2018年5月10日出具的企业信用报告，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

## 评级展望

中诚信国际肯定了云南省持续增长的区域经济、交通运输部和云南省交通运输厅的大力支持、公司突出的区域行业地位、不断增长的通行费收入以及业务的多元化发展等因素对公司产生的积极影响。同时，中诚信国际关注到公司未来投资规模



或将上升、债务规模增长较快以及负债率偏高等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月内信用水平将保持稳定。

## 结论

综上所述，中诚信国际评定云南省交通投资建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“云南省交通投资建设集团有限公司 2018 年度第二期中期票据”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于云南省交通投资建设集团有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

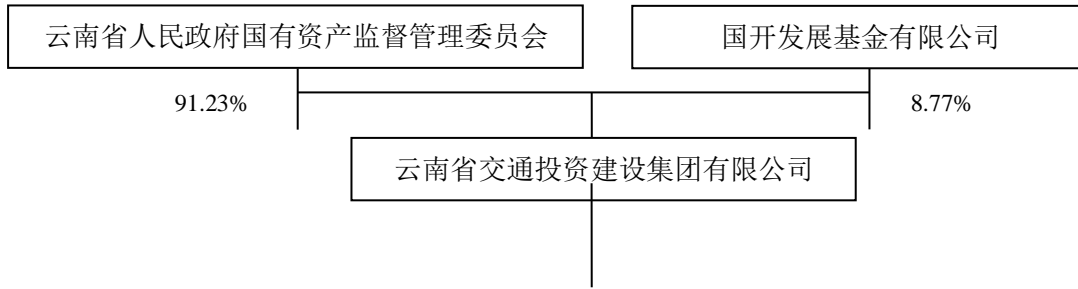
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018 年 6 月 28 日

### 附一：云南省交通投资建设集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）

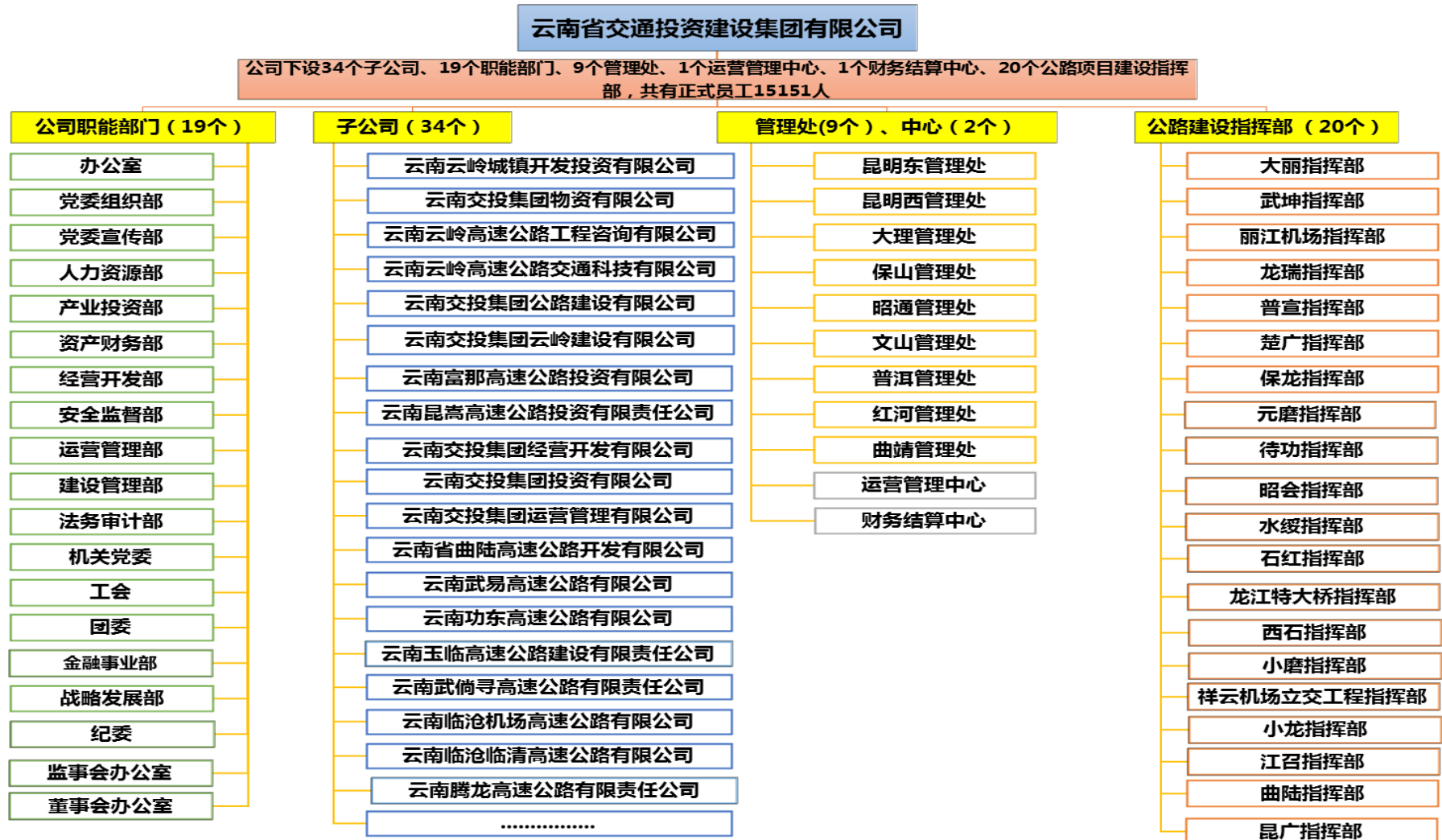


序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）	
			直接	间接
1	云南云岭城镇开发投资有限公司	房地产开发	100.00	-
2	云南交投集团物资有限公司	材料的销售及公路沿线设施开发	100.00	-
3	云南云岭高速公路工程咨询有限公司	工程咨询服务	99.48	-
4	云南云岭高速公路交通科技有限公司	高速公路通讯、监控、收费系统维护及开发	85.00	-
5	云南交投集团公路建设有限公司	公路相关工程施工	51.00	49.00
6	云南交投集团云岭建设有限公司	公路相关工程施工	51.00	49.00
7	云南富那高速公路投资有限公司	高速公路建设与经营	63.15	-
8	云南昆嵩高速公路开发有限责任公司	高速公路沿线经营开发	100.00	-
9	云南交投集团经营开发有限公司	公路经营开发	100.00	-
10	云南交投集团投资有限公司	公路的投资管理	100.00	-
11	云南交投集团运营管理有限公司	公路运营管理	100.00	-
12	云南省曲陆高速公路开发有限公司	高速公路建设经营	96.08	-
13	云南武易高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
14	云南功东高速公路有限公司	高速公路建设经营	46.71	16.94
15	云南玉临高速公路建设有限责任公司	高速公路建设经营	100.00	-
16	云南武倘寻高速公路有限责任公司	高速公路建设经营	57.56	27.83
17	云南临沧机场高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
18	云南临沧临清高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
19	云南腾陇高速公路有限责任公司	高速公路建设经营	70.00	-
20	云南腊满高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
21	云南澄大高速公路有限公司	高速公路建设经营	66.50	3.50
22	云南保泸高速公路有限公司	高速公路建设经营	78.50	-
23	云南大永高速公路有限公司	高速公路建设经营	98.00	-
24	云南上鹤高速公路有限公司	高速公路建设经营	99.00	-
25	云南沾会高速公路有限责任公司	高速公路建设经营	99.00	-
26	云南召泸高速公路有限责任公司	高速公路建设经营	70.00	-
27	云南楚姚高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
28	云南公投普澜高速公路有限公司	高速公路建设经营	51.00	19.00
29	楚雄北绕城公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
30	云南临双高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
31	云南镇清高速公路有限公司	高速公路建设经营	70.00	-
32	云南公投景文高速公路有限公司	高速公路建设经营	66.50	3.50
33	怒江美丽公路股份有限公司	高速公路建设经营	80.00	-
34	云南公投阳光公路投资合伙企业（有限合伙）	项目投资及管理	10.00	-

资料来源：公司提供



附二：云南省交通投资建设集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：云南省交通投资建设集团有限公司要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	1,377,471.07	2,319,400.83	2,733,884.74	3,014,612.00
应收账款	77,291.10	267,760.42	369,108.27	196,170.65
其他应收款	959,231.15	946,249.94	705,613.39	917,162.07
存货	230,348.12	596,458.69	628,202.76	938,910.89
可供出售金融资产	239,080.99	232,330.99	232,330.99	232,330.99
长期股权投资	386,801.86	567,727.94	613,407.73	617,906.07
在建工程	929,822.10	2,754,286.64	337,805.50	230,154.00
无形资产	14,416.50	14,006.07	6,463,981.00	6,836,932.22
总资产	20,883,713.20	27,263,752.06	32,740,691.75	33,871,673.57
其他应付款	645,133.78	734,741.28	1,222,263.08	896,691.30
短期债务	1,401,774.60	880,388.80	1,214,764.76	1,480,078.12
长期债务	12,544,301.73	16,995,582.69	17,047,439.91	20,215,758.62
总债务	13,946,076.33	17,875,971.49	18,262,204.67	21,695,836.74
总负债	15,374,947.30	20,407,303.95	23,731,697.90	24,149,574.43
费用化利息支出	568,539.61	705,910.86	886,941.44	209,191.64
资本化利息支出	161,101.38	128,128.48	88,609.40	18,650.57
实收资本	500,000.00	500,000.00	548,100.00	548,100.00
少数股东权益	119,350.12	535,762.61	2,291,106.56	2,925,318.08
所有者权益合计	5,508,765.90	6,856,448.11	9,008,993.86	9,722,099.13
营业总收入	2,026,586.27	5,284,936.79	4,500,861.33	889,910.17
经营性业务利润	45,742.95	365,795.40	243,047.40	53,324.16
投资收益	1,015.67	2,939.89	6,127.54	-1.67
营业外收入	74,039.29	15,618.48	7,573.76	736.40
净利润	76,274.35	282,128.24	175,313.21	45,931.31
EBIT	682,814.67	1,078,724.00	1,136,480.67	263,105.12
EBITDA	771,366.54	1,217,516.61	1,302,737.74	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,368,537.08	4,091,274.79	4,719,636.16	1,160,053.13
收到其他与经营活动有关的现金	176,914.10	148,078.55	112,614.16	28,757.77
购买商品、接受劳务支付的现金	802,221.92	2,815,703.94	3,526,509.49	698,870.79
支付其他与经营活动有关的现金	58,695.30	131,449.51	228,287.36	12,029.37
吸收投资收到的现金	430,492.20	727,148.59	1,504,363.99	660,504.88
资本支出	2,050,377.02	3,637,823.29	3,642,400.33	1,718,011.46
经营活动产生现金净流量	500,184.31	990,139.30	630,585.67	367,964.68
投资活动产生现金净流量	-2,472,780.91	-4,126,820.80	-3,870,656.59	-1,833,067.49
筹资活动产生现金净流量	2,660,080.47	4,072,859.18	3,653,402.20	1,745,830.08
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	36.35	22.35	25.94	29.98
三费收入比(%)	30.88	14.82	20.30	23.63
应收类款项/总资产(%)	5.13	4.53	3.30	3.30
收现比(X)	0.68	0.77	1.05	1.30
总资产收益率(%)	3.63	4.48	3.79	3.16
流动比率(X)	0.97	1.28	1.12	1.45
速动比率(X)	0.89	1.10	0.98	1.21
资产负债率(%)	73.62	74.85	72.48	71.30
总资本化比率(%)	71.68	72.28	66.97	69.06
长短期债务比(X)	0.11	0.05	0.07	0.07
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.06	0.03	0.07
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.36	1.12	0.52	0.99
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.69	1.19	0.65	1.61
总债务/EBITDA(X)	18.08	14.68	14.02	-
EBITDA/短期债务(X)	0.55	1.38	1.07	-
货币资金/短期债务(X)	0.98	2.63	2.25	2.04
EBITDA利息倍数(X)	1.06	1.46	1.34	-

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2018年一季度财务报表未经审计，当期未提供现金流量补充表，相关指标失效；3、2015年~2018年一季报将“长期应付款”纳入长期债务核算；4、2015年和2017年，将“其他流动负债”纳入短期债务核算；5、季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务为年化数据。

## 附四：基本财务指标的计算公式

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+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(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)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)



## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

## 附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。