



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪351号

云南省公路开发投资有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“云南省公路开发投资有限责任公司2016年公开发行公司债券（第一期）”和“云南省公路开发投资有限责任公司2016年公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“云南省公路开发投资有限责任公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为AAA，维持“云南省公路开发投资有限责任公司2016年公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为AAA。

特此通告。

证券评估
中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十一日



云南省公路开发投资有限责任公司 2016年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）		
发行主体	云南省公路开发投资有限责任公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2016/3/25-2021/3/25（附第 3 年末发行人调整票面利率和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/6/28		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	

债券名称	云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）		
发行主体	云南省公路开发投资有限责任公司		
发行规模	品种一：发行规模人民币 3 亿元 品种二：发行规模人民币 7 亿元		
存续期限	品种一：2016/11/10-2021/11/10（附第 3 年末发行人调整票面利率和投资者回售选择权） 品种二：2016/11/10-2021/11/10		
上次评级时间	2016/10/25		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	

概况数据

云南公投	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	457.42	550.88	685.64	731.18
总资产（亿元）	1,670.48	2,088.37	2,726.38	2,881.08
总债务（亿元）	1,090.48	1,394.61	1,787.60	1,921.00
营业总收入（亿元）	89.91	202.66	528.49	89.39
营业毛利率（%）	55.74	36.35	22.35	29.34
EBITDA（亿元）	82.76	77.14	121.75	-
所有者权益收益率（%）	0.51	1.38	4.11	3.86*
资产负债率（%）	72.62	73.62	74.85	74.62
总债务/EBITDA(X)	13.18	18.08	14.68	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.12	1.06	1.46	-

注：1、2014年财务数据采用2015年期初重述数；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、云南公投2017年一季度所有者权益收益率经过年化处理。

基本观点

云南省公路开发投资有限责任公司（以下简称“云南公投”或“公司”）是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，其核心路产是云南省以及全国高速公路网的重要组成部分，整体路产质量优良。2016年公司通行费收入继续保持增长，工程施工业务收入大幅增长，加之销售业务规模提升带动公司整体业务及营收规模继续扩张，良好的盈利及获现能力为公司债务偿付提供了有力保障。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到铁路建设提速所造成的分流压力以及公司未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持云南公投主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 AAA，维持“云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为 AAA。

正面

- 外部经营环境良好。2016 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，物流行业需求稳中渐升，加之云南省保持较快增速的区域经济均为高速公路行业发展及公司高速公路业务提供有效支撑。
- 通行费收入继续保持增长。2016 年公司高速公路业务运营情况良好，车流量和通行费收入稳步增长，全年累计实现车辆通行费收入 100.55 亿元，同比增长 27.02%。
- 工程施工业务持续增长。公司完成对下属工程施工子公司的整合后，公路施工建设力量和整体实力大幅提升，2016 年公司工程施工业务实现大幅增长，当年实现收入 291.75 亿元，同比增长 247.48%。
- 收入规模和盈利能力持续上升。受益于工程施工及物资销售业务收入的增长，2016 年公司实

现营业总收入 528.49 亿元，同比增长 160.78%，当年公司实现经营性业务利润 36.58 亿元，实现利润总额 37.28 亿元，同比增长 226.24%，实现净利润 28.21 亿元，同比增长 269.89%。

分析师

侯一甲

yijhou@ccxr.com.cn

刘 瑞

shliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 21 日



关注

- 铁路建设不断提速造成分流。2016 年云南省铁路建设持续推进，云南铁路建设总投资 336.23 亿元，同比增长 11.4%，玉（溪）磨（憨）、大（理）临（沧）、大瑞铁路已全线开工建设，年末沪昆客专、云桂铁路云南段建成运营，云南已迈入高铁时代，云南省铁路建设进程的加快，对公路运输造成一定分流影响。
- 资本支出压力较大。截至 2017 年 3 月末，公司在建项目 17 个，概算总投资额 1,800.98 亿元，公司已完成投资 580.66 亿元；拟建项目 5 个，概算投资额 430.40 亿元。公司在建和拟建项目较多，给公司带来较大的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016年，我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，物流行业需求稳中渐升，加之保持较快增速的云南省区域经济均为区域内高速公路行业发展提供有效支撑

2016年，我国实现国内生产总值74.41万亿元，同比增长6.7%，增速较去年下降0.2个百分点，其中第一产业增长3.3%；第二产业增长6.1%；第三产业增长7.8%。财政收入方面，2016年全国一般公共财政收入15.96万亿元，同比增长4.5%，其中税收收入13.04万亿元，同比增长4.3%，增速较上年降低0.5个百分点。总体来看，我国经济增长和财政收入增速持续放缓，但整体仍维持稳定发展趋势，为交通运输业的发展提供了良好的宏观环境。

图1：2012~2016年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，2016年，受汽车行业加大供给侧改革、产品结构调整和更新步伐加快影响，我国汽车产销量较去年均有明显增长，其中产量2,811.9万辆，同比增长14.5%，销量达到2,802.08万辆，同比增长13.7%，增幅较上年均有明显上升。截至2016年末，全国机动车保有量达2.94亿辆；小型载客汽车（私家车）达到1.46亿辆，私家车增加2,208万辆，同比增长15.08%，汽车产销规模的增长以及汽车保有量的稳步提升为我国高速公路行业发展提供了最直接的动力。

从物流行业运行状况来看，2016年全国社会物流总额为229.7万亿元，按可比价格计算同比增长6.1%，增速较上年提高了0.3个百分点；2016年社会物流总费用为11.1万亿元，比上年增长2.9%，增速较上年增加0.1个百分点；2016年物流业总收入为7.9万亿元，同比增长4.6%。总体来看，物流

行业需求稳中渐升，现代物流业的稳定发展为高速公路车流量的增长夯实基础。

从云南省区域情况来看，2016年全省生产总值完成14,869.95亿元，比上年增长8.7%，比全国高2个百分点，在全国排第7位，较上年提升2位。其中：第一产业增加值完成2,195.04亿元，增长5.6%；第二产业增加值完成5,799.34亿元，增长8.9%；第三产业增加值完成6,875.57亿元，增长9.5%。全省人均生产总值（GDP）达31,265元，比上年提高2,250元，增长8%。2016年云南三次产业结构比重为14.8:39.0:46.2，较2015年的三次产业结构15.1:39.8:45.1有所优化，第三产业比重比2015年提升1.1个百分点。

2016年，云南省公路运输完成客运量4.12亿人，旅客周转量319.99亿人公里，分别同比下降5.68%和3.09%，完成货运量10.95亿吨，货物周转量1,173.06亿吨公里，分别同比增长7.35%和8.83%，全年公路累计综合周转量为1,205.05亿吨公里，同比增长8.47%。当年，全省公路水路完成固定资产投资1,271.59亿元，同比增长25.65%，公路总里程达23.8万公里，其中高速公路通车里程新增129公里，达4,134公里，高等级公路新城新增1,076公里达1.7万公里。

路网规划布局方面，云南省十三五期间规划建设“五纵五横一边两环二十联”高速公路网络，计划新增高速公路通车里程4,000公里以上，在建高速公路2,000公里以上，高速公路通车里程达8,000公里以上；预期到2030年，建成高速公路1.45万公里，高速公路网络全面建成，实现高速公路互联互通，综合交通运输网络全面形成，现代综合交通运输体系基本建成，高速公路密度达3.8公里/百平方公里，形成25个省级高速公路通道，其中西藏1个，四川13个，贵州7个，广西4个；形成15个出境高速公路通道，其中缅甸9个，老挝3个，越南3个。

总体来看，我国公路路网的不断完善，公路客货运的平均运输距离在不断延伸，高速公路的快速运输与相应的铁路运输相比，已在综合成本方面具备了一定竞争优势，同时随着云南省经济的高速发展

展，高速路网规划及建设步伐进一步加快，云南省高速公路行业仍有较大的发展空间。

国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策，行业面临一定的政策风险

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。

表1：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
《成品油价税费改革方案》	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	2015.07	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、直辖市人民政府；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，中诚信证评整理

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、直辖市人民政府实行统一举债、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、直辖市人民政府，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。

在我国铁路建设不断提速的背景下，云南省积极落实铁路建设工作，省内高速公路受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。2016年全国铁路行业固定资产投资完成8,015亿元，投产新线3,281公里，新开工项目46个，新增投资规模5,500亿元，到2016年底，全国铁路营业里程达12.4万公里，其中高速铁路2.2万公里以上。旅客运输方面，全国铁路旅客发送量完成28.14亿人次，比上年增加2.79亿人次，增长11.0%。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

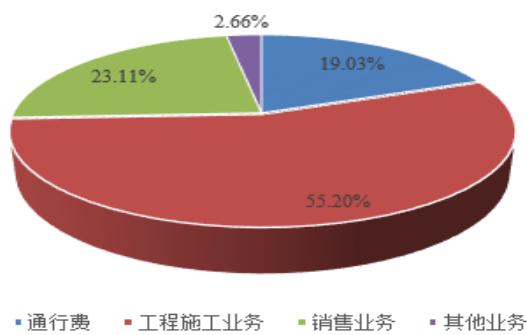
随着“一带一路”战略的稳步推进，云南省将从边缘地区变为面向东南亚、南亚的开放前沿和辐射中心，云南铁路作为中国面向东盟的桥梁迎来了历史发展机遇。2016年，云南铁路建设总投资336.23亿元，同比增长11.4%，玉（溪）磨（憨）、大（理）临（沧）、大瑞铁路已全线开工建设，其中，玉磨

铁路和大临铁路正是中老和中缅国际铁路通道国内段的重要组成部分；当年铁路新开通里程706公里，铁路运营总里程达3,650公里。2016年末沪昆客专、云桂铁路云南段建成运营，云南迈入高铁时代。

2017年，全省规划建设规模达2,365公里，共有12个铁路项目加紧建设，其中渝昆高铁、南昆铁路扩能改造、攀枝花至大理三个铁路项目已进行勘察设计。根据《云南省中长期及“十三五”铁路网规划》，到2020年，铁路营运里程达到5,000公里、力争6,000公里，既有和在建铁路里程达到8,000公里，高铁营运里程达到1,700公里。到2030年，铁路营运里程达到8,000公里以上，路网总规模约1万公里（含在建约2,000公里），高铁总规模约3,100公里，实现省际畅通、周边国家畅通、沿边畅通。

业务运营

公司目前主要从事云南省高等级公路的投资建设和经营管理，同时开展工程施工、公路沿线开发、工程咨询等业务。2016年，受益于高速公路运营、工程施工及销售业务的增长，公司实现业务收入528.49亿元，同比增长160.78%。其中车辆通行费收入100.55亿元，同比增长27.02%，占比19.03%；工程施工收入291.75亿元，同比增长247.48%，占比55.22%，成为公司第一大收入板块；销售业务收入122.12亿元，同比增长360.91%，占比23.11%；其他业务收入14.07亿元，同比增长149.91%，占比2.66%，公司各业务板块均保持快速增长。2017年一季度，公司实现营业总收入89.39亿元，同比增长60.52%，其中通行费收入27.64亿元，占比30.92%；工程施工业务实现收入20.33亿元，占比22.74%；销售业务收入40.66亿元，占比45.49%。

图 2: 2016 年公司业务收入构成情况


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司路产质量优良，管理的多数路段车流量和通行费收入实现增长，高速公路业务保持良好发展态势

截至 2017 年 3 月末，公司共管辖 39 条收费公路，总里程 3,029.795 公里，其中包括高速公路 38 条，总里程 2,970.659 公里，占云南全省高速公路总里程的 70% 以上；一级公路 1 条，即普炭公路，里程为 59.136 公里。随着通车里程及汽车保有量的逐年增加，公司高速公路业务运营情况持续向好，车流量和通行费收入稳步增长，2016 年公司累计实现车辆通行费收入 100.55 亿元，同比增长 27.02%；2017 年 1~3 月，公司实现通行费收入 27.64 亿元，同比增长 19.07%。

表 2: 2014~2017.Q1 公司主要路产经营情况

单位：万元、万辆

序号	路段名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
		收入	日均车流量	收入	日均车流量	收入	日均车流量	收入	日均车流量
1	昆石高速	57,035.46	4.31	60,168.25	4.35	72,825.66	4.04	18,366.89	4.19
2	曲胜高速	33,891.71	3.02	33,525.72	3.05	38,439.57	3.00	9,901.76	3.43
3	昆嵩高速	47,920.74	4.93	44,994.25	4.85	46,881.00	4.91	2,090.53	2.61
4	嵩待公路	20,170.91	1.69	22,223.00	2.40	26,287.88	3.73	7,007.44	3.94
5	昭待高速	10,446.84	1.02	13,122.32	1.15	14,855.14	1.17	3,971.75	1.35
6	水麻高速	24,998.09	1.12	31,089.85	1.29	34,918.22	1.01	11,417.76	1.32
7	平锁高速	18,761.33	0.99	18,365.20	0.89	19,972.08	0.83	4,972.23	0.86
8	砚平高速	15,931.43	1.67	15,872.72	1.57	16,035.69	1.42	3,928.57	1.41
9	罗富高速	19,251.56	0.95	20,001.63	0.98	20,747.70	1.00	4,824.51	1.00
10	玉元高速	32,918.22	2.52	37,040.83	2.94	48,836.72	3.41	13,548.30	4.22
11	元磨高速	33,687.09	1.37	39,474.60	1.98	49,002.42	2.12	12,820.23	2.69
12	思小高速	18,998.82	1.38	21,061.17	1.44	25,844.71	1.50	6,992.54	1.97
13	小景高速	3,074.50	0.92	3,823.46	1.04	5,204.93	1.14	1,479.06	1.44
14	蒙新高速	7,118.53	0.73	8,387.64	0.55	8,360.27	0.53	2,559.47	0.61
15	新河高速	4,051.62	0.24	3,933.81	0.23	3,354.15	0.19	1,123.67	0.27
16	昆安高速	23,378.57	6.71	23,655.98	6.29	25,814.92	6.11	6,185.73	6.13
17	安楚高速	89,161.87	3.98	93,644.75	4.11	113,588.83	4.74	28,416.56	5.70
18	楚大高速	88,802.00	4.00	94,793.90	5.50	115,637.65	4.28	28,752.64	6.81
19	大保高速	46,494.80	2.68	51,236.21	3.24	67,450.00	3.82	17,540.36	3.91
20	保龙高速	14,152.23	1.05	16,392.18	1.12	27,122.77	1.32	7,275.37	1.71
21	丽江机场高速	2,758.33	0.86	2,735.32	0.91	3,332.04	1.10	975.36	1.21
22	永元高速	6,849.13	0.74	7,221.90	0.80	7,911.82	0.83	1,917.31	0.95
23	元武高速	10,153.64	0.95	10,778.96	1.01	12,628.50	1.15	3,190.96	1.24
24	武昆高速	21,918.23	1.52	21,313.44	1.43	22,522.55	1.49	5,724.86	1.60
25	保腾高速	2,299.16	0.51	3,051.82	0.63	7,926.60	0.79	2,499.18	0.90
26	大丽高速	34,063.20	1.81	38,893.78	2.14	42,681.27	2.40	9,777.99	2.64
27	楚广高速	4.99	-	864.61	0.19	1,053.37	0.24	288.75	0.27
28	西石高速	-	-	8,866.31	1.50	9,491.16	1.53	2,556.78	1.76
29	龙瑞高速	-	-	5,037.69	0.30	26,450.34	1.46	7,553.06	1.67



30 普宣高速	-	-	733.02	0.12	2,575.77	0.38	1,734.58	0.65
31 待功高速	-	-	7,279.43	0.34	27,049.14	1.34	8,126.72	1.62
32 昭会高速	-	-	11,152.39	0.41	41,037.15	1.51	11,478.40	1.78
33 富龙高速	-	-	8.40	0.13	1,800.96	0.18	649.84	0.22
34 石红高速	-	-	3.57	0.38	2,461.16	0.24	818.40	0.34
35 曲陆高速	17,256.05	-	17,523.30	-	11,089.64	1.60	4,591.93	2.01
36 小龙高速	-	-	-	-	843.49	0.06	16,411.38	4.52
37 江召高速	-	-	-	-	27.09	0.00	2,288.50	1.09
38 上鹤高速	-	-	-	-	42.97	0.01	1,743.57	0.53
39 普炭公路	3,044.03	0.37	3,340.13	0.39	3,417.37	0.40	867.13	0.43
合计	708,593.08	52.04	791,611.54	59.65	1,005,522.72	66.97	276,370.06	81.00

注：1、曲陆高速相关收入2015年起并入公司报表，故对2014年年末数（2015年初数）进行了修订调整。2015年末统计日均车流量；

2、在报表附注或其他部分资料中，永元、元武两线可能合并统计为永武线，故公司所辖公路数量有差异，但总里程一致；

3、原嵩功公路经合并调整，现更新为“嵩待高速”；

4、富龙、石红高速2015年日均车流量补充调整，合计日均车流量也做对应修订。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从各路段通行量情况来看，2016年公司所运营的多数路段车流通行量实现增长，楚大、安楚、昆石及大保高速日均车流量分别为4.28万辆、4.74万辆、4.04万辆及3.82万辆。从各路段的通行费收入来看，公司运营的主要路段通行费收入仍实现一定增长，楚大、安楚、昆石及大保高速相关路段仍是公司通行费收入的重要来源，2016年楚大、安楚、昆石及大保高速相关路段分别实现通行费收入11.56亿元、11.36亿元、7.28亿元和6.75亿元，分别占当期车辆通行费收入的12.25%、12.10%、7.77%和6.71%，其中楚大高速路段通行费收入同比增长21.99%，安楚高速相关路段通行费收入同比增长21.30%，昆石高速相关路段通行费收入同比增长21.04%，大保高速路段通行费收入同比增长31.65%。2016年公司建成通车小龙、江召、上鹤及曲陆（改扩建）4条高速公路，新增里程254.25公里。

收费方面，2015年8月10日公司成功实施2012年前通车高速公路通行费费率标准调整工作，截至2017年3月末，公司通行路段除丽江机场高速及普炭公路段，均按新费率统一，即客车费率：普通公路0.50元/车公里，桥隧1.40元/车公里；货车费率：普通公路0.09吨/车公里，桥隧0.23吨/车公里。

整体来看，2016年公司部分路段日均车流量有所下滑，但通行费收入稳定增加，除公司2016年全年使用新费率外，通行费主要贡献车型计重车车流量占比提升，带动通行费收入增长。

从未来发展来看，公司高速公路在建项目17个，在建总里程1,508.53公里。拟建项目5个，总里程430.40公里，未来随着在建高速公路的通车、运营高速公路车流量的提升，公司通行费收入将逐步增加。

2016年公司工程施工业务收入大幅增长，工程项目储量丰富，为未来施工业务的发展奠定了良好的基础

2015年，公司对下属子公司进行了集团化改革，由子公司云南公投建设集团有限公司和云南云岭高速公路建设集团有限公司整合开发施工建设资源，2016年，公司工程施工业务实现了建设力量和整体实力的大幅提升，全年实现收入291.75亿元，同比增长247.48%，占比55.22%，成为公司第一大收入板块。

公司主要施工业务以路桥施工、市政工程为主，目前在建项目17个，概算总投资额1,800.98亿元，截至2017年3月末，公司已完成投资580.66亿元。拟建项目方面，截至2017年3月末，公司拟建项目5个，概算投资额430.40亿元。项目建设资金一方面来源于中央车购税补贴资本金或省级补助补贴资本金，另一方面来源于项目贷款和自筹资金。公司目前在建和拟建项目较多，给公司带来较大的资本压力。

表 3：截至 2017 年 3 月底公司主要在建项目情况

项目名称	建设里程	概算投资总额	已投入额	后续投资
在建项目：	1,508.53	1,800.98	580.66	1,220.31
小勐养-磨憨	206.96	131.18	97.78	33.40
江底-召夸	184.61	107.60	81.57	26.04
武定-易门	104.30	154.42	91.07	63.35
玉临高速	17.70	34.47	25.71	8.75
保山-泸水	20.02	35.96	16.58	19.38
楚雄-大理	41.52	76.26	24.32	51.94
沾益-会泽	34.98	53.60	47.21	6.39
功山-东川	53.36	84.34	44.34	40.00
临沧机场高速	19.79	23.00	8.62	14.37
大理-永胜（大理段）	83.82	83.29	56.83	26.45
大理-永胜（丽江段）	99.50	112.73	9.79	102.94
武定-倘甸-寻甸	130.67	220.94	20.85	200.09
昆明-楚雄	39.00	72.05	6.10	65.95
腾冲-陇川	164.81	220.23	24.86	195.37
临沧-清水河	160.59	218.58	5.76	212.82
勐腊-勐满	59.49	51.30	2.37	48.93
澄江-江川	50.72	67.62	16.90	50.72
召夸-泸西	36.69	53.42	-	53.42
拟建项目	986.42	586.82	-	586.82
宾川至南涧	95.29	126.60	-	126.60
大理至南涧	93.09	152.67	-	152.67
南涧至云县	128.50	130.00	-	130.00
云县至凤庆	51.46	81.10	-	81.10
云县至临沧	62.07	96.44	-	96.44
合计	1,938.93	2,387.79	580.66	1,807.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司销售业务依托高速公路建设投资和运营业务的发展，实现了快速提升；此外，公路房地产开发、工程咨询等业务亦成为公司收入的有益补充

公司销售业务的运营主体为子公司云南公投建设集团有限公司，销售产品主要为钢材、水泥、沥青等路产建设所需材料，公司根据公路建筑的需求，以招投标的方式购进材料并销售给路产建设公司。由于公司路产建设规模不断扩大，销售业务实现快速增长，2016 年公司实现钢材销售收入（合并抵扣前）91.77 亿元，水泥销售收入（合并抵扣前）13.41 亿元，同比分别增长 531.16% 和 1,214%，二者合计占销售收入的比重为 86.13%。

2017 年 1~3 月，公司销售业务实现收入（经合并抵扣）40.66 亿元，同比增长 306.35%。

公司其他业务主要包括咨询业务，及房地产开发业务。工程咨询业务主要由子公司云南云岭高速公路工程咨询有限公司和云南云岭高速公路交通科技有限公司负责，2016 年公司工程咨询业务收入分别实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 33.77%。2017 年 1~3 月，公司工程咨询业务实现收入 0.36 亿元，同比增长 63.98%。

公司房地产开发业务主要由子公司云南云岭城镇开发投资有限公司负责，公司房地产项目为云岭星河庄、太平盛世佳、云岭盛世佳、云岭新河庄及云岭桂园，建筑面积合计为 79.65 万平方米，已

售面积为 40.03 万平方米，2016 年公司房地产开发收入为 8.44 亿元，同比增长 8.62%，2017 年 1~3 月，公司房地产开发收入 0.21 万元，截至 2017 年 3 月末，公司无房地产在建、拟建项目。

整体来看，公司依托高速公路建设投资和运营业务开展工程施工等相关业务，一定程度上丰富了公司的业务类型，提升了公司的收入规模。

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 2014~2016 年财务报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。本次跟踪评级报告中 2014 年财务数据采用 2015 年度公司审计报告追溯调整数据。

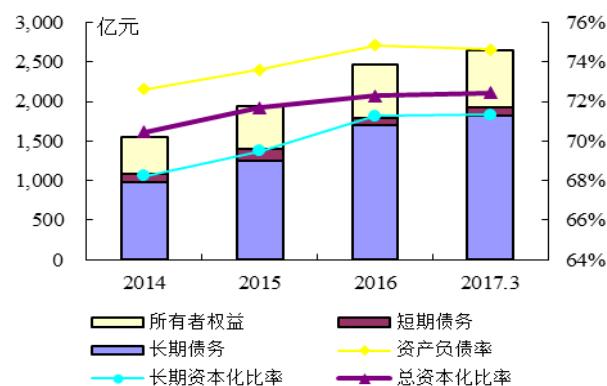
资本结构

随着公司在建高速公路项目的不断推进，公司资产规模持续增长，2016 年末资产总额为 2,726.38 亿元，同比增长 30.55%。随着资本支出需求的增大，公司负债规模也随之增加，2016 年末负债总额为 2,040.73 亿元，同比增长 32.73%。

所有者权益方面，得益于资本公积及未分配利润的增加，公司自有资本实力不断夯实，截至 2015 年末所有者权益合计 685.64 亿元，较上年增长 24.46%。2016 年公司资本公积净增 55.24 亿元，主要是云南省交通厅拨入 2016 年车辆购置税交通运输重点项目专项资金 27.83 亿元，国开发展基金有限公司对功东高速公路项目、华丽高速公路项目增资款 16.81 亿元以及政府拨入曲陆扩建工程、武昆高速、西石高速、江召改扩建、上鹤高速及沾会高速建设资本金补助 6.53 亿元；同时，得益于留存利润的积累，期末公司未分配利润净增 22.90 亿元。

杠杆比例方面，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 74.85% 和 72.28%，分别较上年增加 1.23 个百分点和 0.59 个百分点。截至 2017 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 2,881.08 亿元和 2,149.90 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 74.62% 和 72.43%，财务杠杆水平较高。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

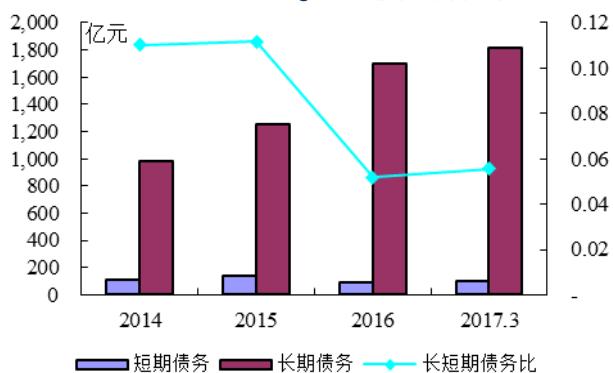
从资产构成来看，2016 年公司流动资产及非流动资产占总资产的比例分别为 15.85% 和 84.15%，流动资产占比增加 2.89 个百分点，主要系公司银行存款增加 93.33 亿元。2016 年公司资产的增加主要来源于固定资产，当年末公司固定资产为 1,925.16 亿元，同比增长 16.24%，主要为在建高速公路项目完工结转所致。

从负债方面来看，2016 年公司负债总额 2,040.73 亿元，同比增长 32.73%，其中流动负债与非流动负债的占比分别为 16.54% 和 83.72%，负债结构基本稳定。公司负债的增加主要来源于长期借款及长期应付款。2016 年长期借款为 1,294.35 亿元，同比增长 29.80%，其中质押借款 1,221.65 亿元，质押标的为公司高速公路收费权，抵押及保证借款 1.96 亿元，抵押物为公司土地使用权及房屋建筑物土地使用权，其余为保证借款；长期应付款 239.75 亿元，同比增长 96.87%，主要为应付融资租赁款以及公司与招商资产管理有限公司签订的资产支持专项计划。

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，截至 2016 年末，公司总债务为 1,787.60 亿元，其中长期债务为 1,699.56 亿元，短期债务 88.04 亿元，长短期债务比为 0.05 倍。截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务比为 0.06 倍，公司债务以长期为主，符合其业务发展特点。



图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年随着业务的发展，公司资产规模稳定增长，债务规模亦持续扩大，负债水平有所上升，债务结构较为合理，但负债水平偏高，未来随着在建项目的不断推进，公司债务规模或将进一步上升。

盈利能力

得益于工程施工、物资销售等业务的快速发展，2016 年公司总体业务规模快速增长，全年公司累计实现营业总收入 528.49 亿元，同比增长 160.78%。毛利率方面，得益于通行路段车型结构调整，2016 年公司车辆通行费业务毛利率为 69.29%，同比上升 5.62 个百分点；工程施工业务毛利率 13.88%，同比下降 3.46 个百分点；物资销售业务毛利率 2.64%，同比下降 8.97 个百分点。公司综合营业毛利率为 22.35%，较上年下降 14 个百分点，主要是由于低毛利的工程施工及销售业务占比上升，拉低了公司整体的营业毛利率。2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 89.39 亿元，毛利率为 36.08%。

表 4：2015~2016 年公司各部分业务收入及毛利率分析

单位：亿元、%

项目	2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	79.16	63.67	100.55	69.29
工程施工业务	83.96	17.34	291.75	13.88
销售业务	26.49	11.61	122.12	2.64
其他	13.04	43.21	14.08	33.61
合计	202.66	36.35	528.49	22.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年，公司三费合计 78.32 亿元，同比增长 25.14%，同期三费收入占比为

14.82%，较上年下降 16.06 个百分点；由于公司 2016 年营业收入大幅提升，当年三费收入占比同比下降。公司三费中财务费用占比最高，2015 年和 2016 年公司财务费用占三费比重分别为 92.69% 和 92.07%，财务费用的增加带动公司三费合计持续增长。整体来看，近年公司期间费用占营业收入的比重呈下降趋势，期间费用控制能力增强。2017 年 1~3 月三费收入占比为 20.53%。

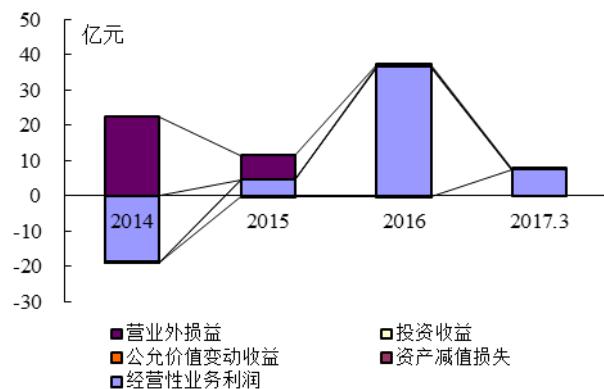
表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.52	0.71	1.16	0.30
管理费用	3.54	3.86	5.05	0.89
财务费用	61.15	58.01	72.11	17.15
三费合计	65.22	62.59	78.32	18.35
三费收入占比	72.54	30.88	14.82	20.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，得益于主营业务收入规模的大幅增加，公司经营性业务利润逐步上升。2016 年公司经营性业务利润为 36.58 亿元，同比增长 699.68%；同期，公司发生资产减值损失 0.14 亿元，实现投资收益 0.29 亿元和营业外收益 0.55 亿元。2016 年公司累计实现利润总额 37.28 亿元，同比增长 226.25%，全年实现净利润 28.21 亿元，同比增长 269.89%。

图 5：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



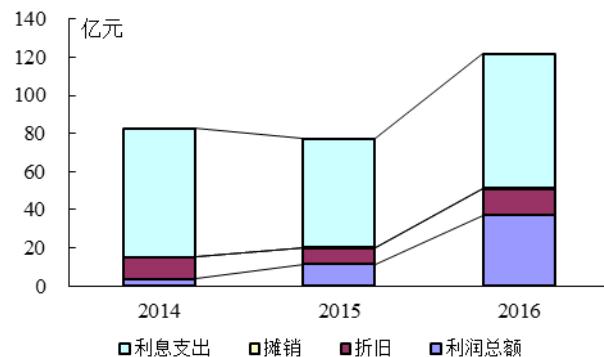
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，在工程施工业务和销售业务快速增长的推动下，公司收入规模大幅增长，虽然综合毛利率有下滑，但仍然处于较高水平，公司主营业务盈利能力持续增强，公司整体盈利能力大幅提升。

偿债能力

2016 年公司 EBITDA 规模为 121.75 亿元，同比增长 57.84%，其中利息支出 70.59 亿元，同比增长 24.16%。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 14.68 倍，同比下降 3.40 倍，EBITDA 利息保障倍数为 1.46 倍，同比提高 0.40 倍，整体来看，公司收入及利润规模保持增长，EBITDA 对债务本息的偿还形成有效保障。现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流为 99.01 亿元，同期公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.06 倍和 1.19 倍，同比分别增长 0.02 倍和 0.50 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的偿付保障能力较弱。

表 6：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	单位：亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.Q1
长期债务	982.31	1,254.43	1,699.56	1,819.56
总债务	1,090.48	1,394.61	1,787.60	1,921.00
EBITDA	82.76	77.14	121.75	-
经营性净现金流	65.72	50.02	99.01	18.76
资产负债率	72.62	73.62	74.85	74.62
总资本化比率	70.45	71.68	72.28	72.43
EBITDA 利息倍数 (X)	1.12	1.06	1.46	-
总债务/EBITDA (X)	13.18	18.08	14.68	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.06	0.04	0.06	0.04*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.89	0.69	1.19	0.95

注：带“*”数据经过年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与国家开发银行、中国银行、工商银行、建设银行和交通银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2017 年 3 月末，公司获得的银行授信总额合计 5,391.68 亿元，其中未使用 2,922.74 亿元，备用流动性充裕。

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进行融资，截至 2017 年 3 月末，公司抵质押借款合计 1,368.62 亿元，占总资产的比重为 47.5%。

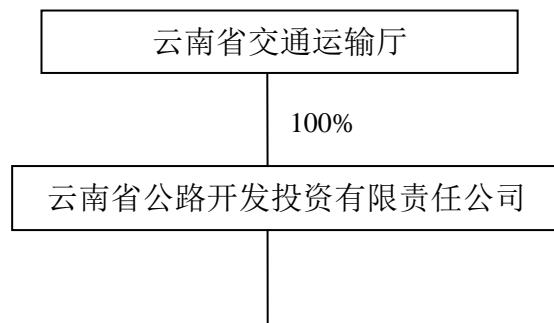
截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保所形成的或有负债风险；公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，2016 年公司收入规模大幅增长，盈利能力大幅提升，债务结构较为合理，经营所得对其债务本息的偿付提供充分保障，公司整体偿债能力极强。

结 论

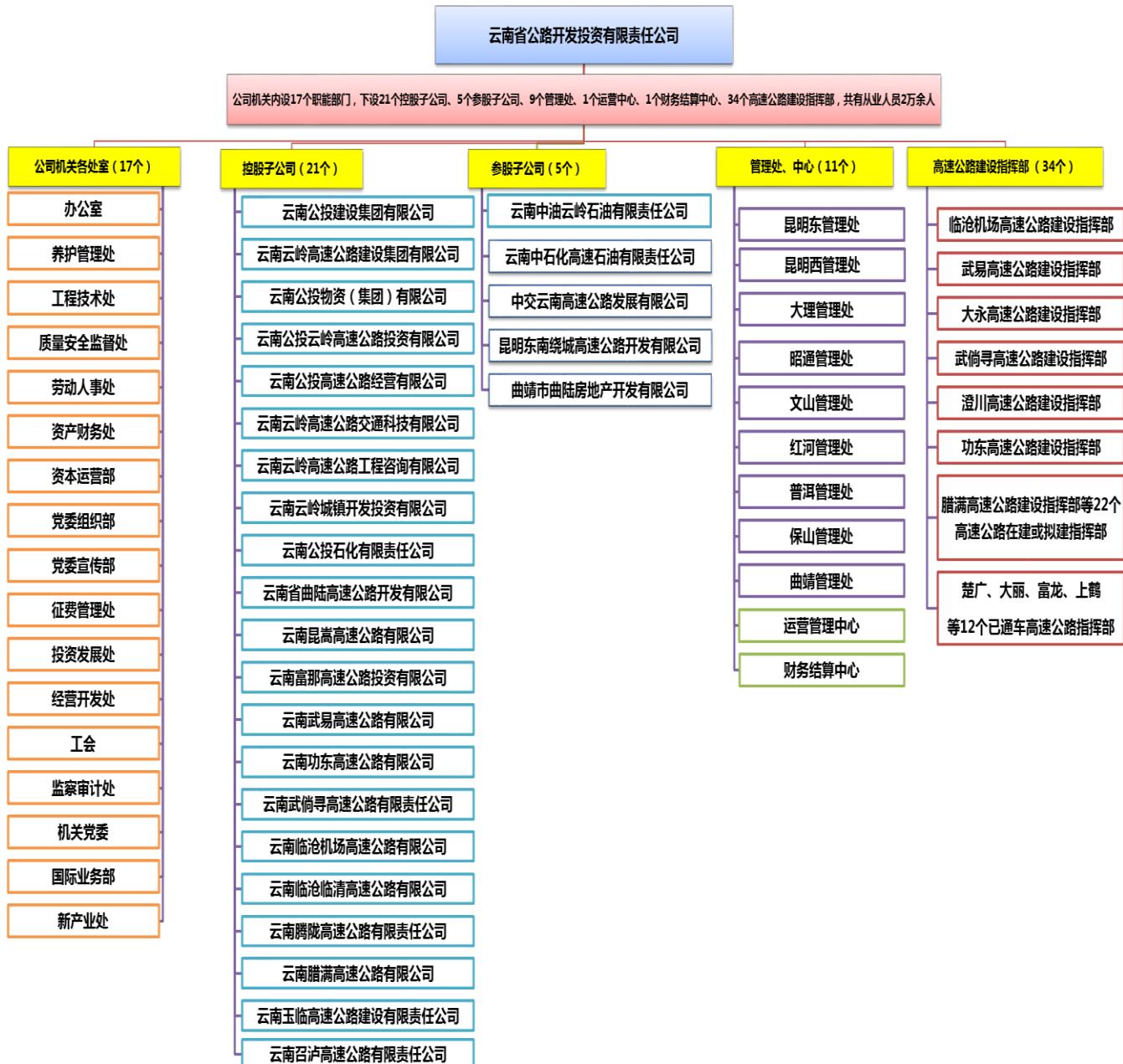
综上，中诚信证评维持发行主体云南公投信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持“云南省公路开发投资有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：云南省公路开发投资有限责任公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



序号	公司名称	级次	持股比例
1	云南云岭高速公路交通科技有限公司	子公司	85.00%
2	云南公投建设集团有限公司	子公司	100.00%
3	云南云岭高速公路工程咨询有限公司	子公司	99.48%
4	云南云岭高速公路建设集团有限责任公司	子公司	100.00%
5	云南公投物资（集团）有限公司	子公司	100.00%
6	云南云岭城镇开发投资有限公司	子公司	96.00%
7	云南昆嵩高速公路开发有限责任公司	子公司	100.00%
8	云南富那高速公路投资有限公司	子公司	63.15%
9	云南公投石化有限责任公司	子公司	51.00%
10	云南曲陆高速公路开发有限公司	子公司	96.08%
11	云南公投高速公路经营有限公司	子公司	100.00%
12	云南云岭高速公路投资有限公司	子公司	100.00%
13	云南武易高速公路有限公司	子公司	70.00%
14	云南功东高速有限公司	子公司	70.00%
15	云南玉临高速公路建设有限公司	子公司	100.00%
16	云南武倘寻高速公路有限责任公司	子公司	84.00%
17	云南临沧机场高速公路有限公司	子公司	70.00%
18	云南临沧临清高速公路有限公司	子公司	70.00%
19	云南腾陇高速公路有限责任公司	子公司	70.00%
20	云南腊满高速公路有限公司	子公司	70.00%
21	云南召泸高速公路有限责任公司	子公司	70.00%

附二：云南省公路开发投资有限责任公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附三：云南省公路开发投资有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	689,987.20	1,377,471.07	2,319,400.83	3,045,593.71
应收账款	40,904.57	77,291.10	267,760.04	273,513.82
存货	266,081.40	230,348.12	596,458.69	654,432.35
流动资产	2,016,879.49	2,707,415.51	4,322,309.53	4,992,769.45
长期投资	312,161.67	625,882.85	800,058.93	800,058.93
固定资产合计	14,332,420.55	17,494,383.00	22,016,752.64	22,650,118.16
总资产	16,704,816.18	20,883,713.20	27,263,752.06	28,810,778.33
短期债务	1,081,759.26	1,401,774.60	880,388.80	1,014,427.20
长期债务	9,823,086.78	12,544,301.73	16,995,582.69	18,195,618.66
总债务	10,904,846.04	13,946,076.33	17,875,971.49	19,210,045.85
总负债	12,130,586.75	15,374,947.30	20,407,303.95	21,498,959.17
所有者权益(含少数股东权益)	4,574,229.43	5,508,765.90	6,856,448.11	7,311,819.16
营业总收入	899,075.70	2,026,586.27	5,284,936.79	893,876.52
三费前利润	464,954.17	671,597.34	1,148,995.07	259,505.79
投资收益	-383.59	1,015.67	2,939.89	0.00
净利润	23,143.86	76,274.35	282,128.24	70,508.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	827,618.21	771,366.54	1,217,516.61	-
经营活动产生现金净流量	657,228.63	500,184.31	990,139.30	187,581.70
投资活动产生现金净流量	-1,609,325.73	-2,472,780.91	-4,126,820.80	-1,046,510.90
筹资活动产生现金净流量	1,049,193.54	2,660,080.47	4,072,859.18	1,585,122.08
现金及现金等价物净增加额	97,096.44	687,483.88	936,177.68	726,192.88
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率 (%)	55.74	36.35	22.35	29.34
所有者权益收益率 (%)	0.51	1.38	4.11	3.86*
EBITDA/营业总收入 (%)	92.05	38.06	23.04	-
速动比率 (X)	0.77	0.89	1.10	1.33
经营活动净现金/总债务 (X)	0.06	0.04	0.06	0.04*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.61	0.36	1.12	0.74*
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.89	0.69	1.19	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.12	1.06	1.46	-
总债务/EBITDA (X)	13.18	18.08	14.68	-
资产负债率 (%)	72.62	73.62	74.85	74.62
总资本化比率 (%)	70.45	71.68	72.28	72.43
长期资本化比率 (%)	68.23	69.49	71.25	71.33

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理；公司“其他流动负债”和“长期应付款”中包含有息债务，故中诚信证评进行相关财务指标计算时将其调整计入“短期借款”或“长期借款”。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业收入净额)/应收账款平均余额

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(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。