



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO., LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】383 号

大公国际资信评估有限公司通过对云南省公路开发投资有限责任公司及“13 滇公路投债/13 滇公投”、“14 滇公路投债/14 滇公路”、“14 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN002”、“15 云南公开 MTN003”、“15 滇路 01”、“16 云南公投 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定云南省公路开发投资有限责任公司的主体长期信用等级调整为 AAA，评级展望维持稳定，“13 滇公路投债/13 滇公投”、“14 滇公路投债/14 滇公路”、“14 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN002”、“15 云南公开 MTN003”、“15 滇路 01”、“16 云南公投 MTN001”的信用等级调整为 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年六月二十一日



云南省公路开发投资有限责任公司主体 与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】383 号

主体信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	2,881	2,726	2,088	1,670
所有者权益	731.18	685.64	550.88	457.42
营业收入	89.39	528.49	202.66	89.91
利润总额	7.73	37.28	11.43	3.63
经营性净现金流	18.76	99.01	50.02	65.72
资产负债率 (%)	74.62	74.85	73.62	72.62
债务资本比率 (%)	72.43	72.28	71.68	70.45
毛利率 (%)	29.34	22.35	36.35	55.74
总资产报酬率 (%)	0.86	4.01	3.27	3.88
净资产收益率 (%)	0.96	4.11	1.38	0.51
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.98	1.17	0.69	0.97
经营性净现金流/总负债 (%)	0.90	5.53	3.65	5.74

注：公司 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告追溯调整的年初数；2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨绪良
评级小组成员：张玉琪 王文君
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

债项信用

债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
13 滇公路投债/13 滇公投	20	6	AAA	AA+	2016.06
14 滇公路投债/14 滇公路	25	6	AAA	AA+	2016.06
14 云南公开 MTN001	20	5	AAA	AA+	2016.06
15 云南公开 MTN001	12	5	AAA	AA+	2016.06
15 云南公开 MTN002	10	5	AAA	AA+	2016.06
15 云南公开 MTN003	10	5	AAA	AA+	2016.06
15 滇路 01	20	5	AAA	AA+	2016.06
16 云南公投 MTN001	15	5+N	AAA	AA+	2016.06

跟踪评级观点

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”）主要从事云南省高速公路建设、投资、运营以及道路客运、物流等业务。评级结果反映了云南省高速公路发展继续面临良好的外部环境，2016 年以来车流量的稳步提升以及收费标准调整后首个完整年度的实施使得公司通行费收入大幅增长，工程施工及销售业务的规模扩张带动公司营业收入大幅增加；作为云南省高速公路投融资建设和经营管理最重要的主体继续得到政府的有力支持，公司经营性现金流对债务保障能力好转等有利因素；同时也反映了公司在建和拟建高速公路项目资本支出压力仍然较大，负债规模快速增长，公司债务负担加重等不利因素。

综合分析，大公对公司“13 滇公路投债/13 滇公投”、“14 滇公路投债/14 滇公路”、“14 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN002”、“15 云南公开 MTN003”、“15 滇路 01”、“16 云南公投 MTN001”的信用等级调整为 AAA，主体信用

等级调整为 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 2016 年，云南省经济保持增长，公路运输在云南省交通体系中地位仍然突出，随着“一带一路”战略的实施，云南省高速公路发展继续面临良好的外部环境；
- 2016 年公司车流量的稳步提升及收费标准调整后首个完整年度的实施使得公司通行费收入大幅增长；
- 2016 年以来，公司工程施工及销售业务的规模扩张带动营业收入大幅增加；
- 公司仍是云南省高速公路投融资建设和经营管理最重要的主体，继续得到中央及省政府在项目资本金及财政补贴等方面的有力支持；
- 2016 年公司经营性净现金流同比上升，对债务保障能力好转。

不利因素

- 公司在建和拟建高速公路项目较多，投资规模较大，未来仍然面临较大的资本支出压力；
- 公司负债快速增长，资产负债率依然处于较高水平，公司债务负担加重。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的云南公投存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

云南公投成立于 2006 年 5 月 25 日，是经《云南省人民政府关于组建云南省公路开发投资有限责任公司的决定》（云政发【2006】76 号）批准成立的国有独资公司。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。截至 2016 年末，公司注册资本 50 亿元人民币，纳入合并范围的子公司共有 20 家，实际控制人仍为云南省交通运输厅。

公司主要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。截至 2016 年末，公司共管辖 39 条收费公路，总里程 3,029.80 公里。其中，高速公路 38 条，总里程 2,970.66 公里，一级公路 1 条，里程 59.14 公里。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）				
债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
13 滇公路投债 /13 滇公投	20	2013.1.11~2019.1.11	项目建设	已按募集资金要求全部使用
14 滇公路投债 /14 滇公路	25	2014.4.24~2020.4.24	项目建设	已按募集资金要求全部使用
14 云南公开 MTN001	20	2014.6.20~2019.6.20	偿还银行贷款	已按募集资金要求全部使用
15 云南公开 MTN001	12	2015.4.27~2020.4.27	偿还银行贷款	已按募集资金要求全部使用
15 云南公开 MTN002	10	2015.5.15~2020.5.15	偿还银行贷款	已按募集资金要求全部使用
15 云南公开 MTN003	10	2015.9.8~2020.9.8	偿还银行贷款	已按募集资金要求全部使用
15 滇路 01	20	2015.12.15~2020.12.15	偿还银行贷款	已按募集资金要求全部使用
16 云南公投 MTN001	15	2016.3.18~于发债主体依照约定赎回之前长期存续	项目建设	已按募集资金要求使用 14.2 亿元

数据来源：根据公司提供资料整理



宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，未来短期内结构调整带来的经济下行压力仍较大，长期来看经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 11.9%。2017 年一季度，我国经济继续稳中向好，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，全国公共财政预算收入为 4.43 万亿元，同比增长 14.1%，增速较去年同期增加 7.6 个百分点；政府性基金预算收入为 1.15 万亿元，同比增长 27.5%。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家着眼开拓发展空间，促进区域协调发展和新型城镇化。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

2016 年以来，我国高速公路建设里程持续增加，但交通运输需求有所放缓，未来国家将继续完善路网规划，为高速公路行业发展提供良好的外部环境

交通运输是国民经济发展的基础，交通运输行业更是国家产业政策重点扶持的基础产业，其中，公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系。高速公路在公路运输中仍具有重要的地位，是国家产业政策



重点扶持的对象。2016 年我国新增高速公路 6000 多公里，总里程突破 13 万公里。

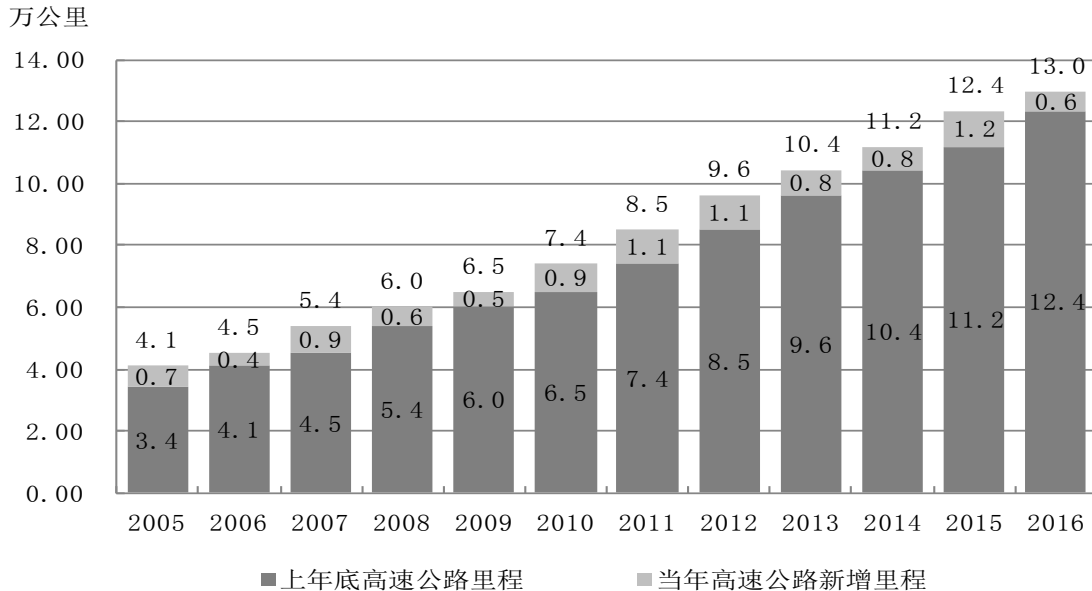


图 1 2005~2016 年我国高速公路通车里程情况

数据来源:Wind 资讯整理

2016 年，受经济下行影响，我国交通运输需求增速放缓，部分运输指标呈现负增长趋势，对高速公路行业收入和盈利能力产生一定影响；全年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%，公路旅客运输周转量为 10,294.8 亿人公里，同比下降 4.2%。根据《国家公路网规划（2013~2030 年）》，国家高速公路网的建设按照“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，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。“十三五”期间，我国在高速公路建设方面将加快国家高速公路网剩余路段、瓶颈路段和省际间的断头路的建设，推动高速公路连网发挥规模效益，加快推进高速公路服务于新型城镇化发展战略，加快建设城市群之间及内部互联互通高速公路网，我国高速公路建设任务仍较重。

总体来看，我国高速公路通车里程增长较快，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。



高速公路行业政策性仍较强，2016 年以来在投融资、收费体制等方面相关政策的继续执行有助于行业的持续发展；“十三五”期间，高速公路网络将更加趋于完善

为了加快高速公路的发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。根据《2015 年全国收费公路统计公报》，截至 2015 年末，全国收费公路建设累计债务性资金投入为 4.77 万亿元，债务余额为 4.45 万亿元，其中全国收费高速公路年末债务余额为 4.15 万亿元，政府还贷高速公路和经营性高速公路债务余额分别为 2.32 万亿元和 1.83 万亿元，我国收费高速公路债务余额规模庞大。由于目前高速公路建设仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。

2015 年 5 月和 7 月，交通运输部分别发布《交通运输部关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（交财审发【2015】67 号，以下简称《指导意见》）及《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》（以下简称“修订稿”）。其中，《指导意见》明确指出完善政府主导的交通运输基础设施公共财政保障制度。各地交通运输部门要将没有收益的公路、水路交通基础设施，其建管养运、安全应急、服务等所需资金纳入年度财政预算予以保障。同时，要进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），最大限度的鼓励和吸引社会资本投入，充分激发社会资本投资活力。修订稿基于“用路者付费，差别化负担”的理念，相较 2004 年出台的《收费公路管理条例》（以下简称“现行条例”）主要作出以下修订：（一）调整两类收费公路的内涵：将通过政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，统一采取发行地方政府专项债券方式筹集建设及改扩建资金，用通行费偿还，纳入政府性基金预算管理；在经营性公路中增加 PPP 模式，并统一表述为特许经营公路。（二）调整政府收费公路统借统还制度，将举债和偿债主体从交通运输主管部门变更为地方人民政府。（三）调整收费期限：政府收费公路不再规定具体收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限。（四）实行高速公路长期收费模式：政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，可实行养护管理收费。（五）进一步规范收费公路转让。此外，为优化投资结构，2015 年 9 月的国务院常务会议确定调整公路建设项目最低资本金比例，由 25% 下调至 20%，该调整有助于合理降低投资门槛，提高投资能力，增加有效投资，使得以较少的投资资金启动更大的投资项目。

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十三五”时期，我国交通运输发展处于支撑全面建成小康社会的攻坚期、优化网络布局的关键期、提质增效升级的转型期，将进入现代化建设新阶段。到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。“十三五”时期将



继续完善高速公路网络,加快推进由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线,以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设,尽快打通国家高速公路主线待贯通路段,推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设,有序发展地方高速公路,加强高速公路与口岸的衔接。

综合而言,高速公路行业政策性仍然较强,2016 年以来在投融资、收费体制等方面相关政策的继续执行调动高速公路投资企业的积极性,拓宽高速公路投融资体制,有利于行业的持续发展;“十三五”期间高速公路网络将更加趋于完善。

2016 年,云南省各项主要经济指标保持增长;公路运输在云南省交通体系中地位仍然突出,随着“一带一路”战略的实施,云南省高速公路发展继续面临良好的外部环境

2016 年,云南省各项主要经济指标保持增长,实现地区生产总值 14,869.95 亿元,同比增长 8.7%。全省公共财政实力进一步增强,地方一般公共预算收入完成 1,812.29 亿元,比上年同口径增长 5.1%,其中增值税完成 369.93 亿元,增长 172.0%,营业税完成 167.23 亿元,下降 54.5%。规模以上工业增加值为 3,668.28 亿元,同比增长 6.5%。三次产业结构由 2015 年的 15.0:40.0:45.0 调整为 14.8:39.0:46.2,产业结构继续优化。2016 年,云南省固定资产投资总额为 15,662.49 亿元,同比增长 19.8%,继续保持较大的基础设施投资力度,其中完成基础设施建设投资 5,565.29 亿元,同比增长 28.9%,在当年全社会固定资产投资中占比为 35.5%。

表 2 2014~2016 年云南省经济发展主要指标(单位:亿元、%)

指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	14,869.95	8.7	13,717.88	8.7	12,814.59	8.1
财政总收入	-	-	3,250.02	3.0	3,160.00	6.2
规模以上工业增加值	3,668.28	6.5	3,623.08	6.7	3,545.41	7.3
全社会固定资产投资	15,662.49	19.8	13,069.39	18.0	11,074.73	15.1
社会消费品零售总额	5,722.90	12.1	5,103.15	10.2	4,548.58	12.7
三次产业结构	14.8:39.0:46.2		15.0:40.0:45.0		15.5:41.2:43.3	

数据来源:2014~2016 年云南省国民经济和社会发展统计公报

云南省位于中国西南边陲,属于高原内陆,省内地形复杂,山地面积占全省面积的 94%,铁路网密度较低,发展潜力有限;省内水资源虽然丰富,但通航能力低,不具备大规模开发潜力。因此,云南省内公路发展具有得天独厚的地域优势,在各种交通方式中,公路交通在云南省综合交通运输体系中占有重要地位。2016 年,云南省公路运输客货周转量在云南省客货运总周转量中占比仍然较高,其中公路运输旅客周转量占比为 54.65%,公路运输货物周转量占比为 74.76%。根据



初步统计,截至 2016 年末,全省高速公路通车里程已达到 4,132 公里。

表 3 2014~2016 年云南省客货运输量、周转量及其增速情况(单位: %)

指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	绝对数	增速	绝对数	增速	绝对数	增速
货物周转量(亿吨公里)	1,569.20	7.1	1,482.45	5.3	1,759.60	5.20
其中:公路	1,173.06	8.8	1,094.95	9.2	1,002.35	8.70
旅客周转量(亿人公里)	585.55	-2.3	597.96	4.5	572.13	-3.90
其中:公路	319.99	-3.1	328.52	2.3	321.06	-0.60

数据来源:2014~2016 年云南省国民经济和社会发展统计公报

云南省是对外连接南亚各国的陆路通道,与越南、老挝、缅甸等国相邻,是我国同南亚国家和地区合作的战略前沿;对内与四川、贵州、广西省区相邻。云南省北上连接丝绸之路经济带,南下连接海上丝绸之路,是中国唯一可以同时从陆上沟通东南亚、南亚的省份,并通过中东联接欧洲、非洲,2016 年,随着“一带一路”战略的继续全面推进,云南省独特的区位优势在“一带一路”建设中的重要地位。云南省独特的区位优势决定其主要职能就是推进与周边国家的国际运输通道建设。根据云南省“十三五”规划,将大力推动开放,拓展发展空间,加强开放载体建设,发挥国家重点开发开放试验区、边(跨)境经济合作区、综合保税区的功能作用,建设沿边自由贸易试验区。同时强化基础设施,建设互联互通的交通网,加快建设出省出境的高速公路网,加快国省干线公路和农村公路建设,实现滇中城市群县县通高速,力争到 2020 年高速公路通车里程超过 6,000 公里。

总体来看,2016 年,云南省各项主要经济指标保持增长;公路运输在云南省交通体系中地位仍然突出,随着“一带一路”战略的实施,云南省高速公路发展继续面临良好的外部环境。

经营与竞争

2016 年以来,工程施工及销售业务的规模扩张带动公司营业收入大幅增加,同时拉低整体毛利率水平;通行费收入稳步增长,仍然是毛利润的主要来源

2016 年以来,公司仍主要从事云南省高等级公路的投资建设和经营管理,工程施工及销售业务的规模扩张带动营业收入大幅增加,同时也拉低了整体毛利率水平。2016 年,公司实现营业收入 528.49 亿元,同比大幅增加 325.83 亿元,毛利率为 22.35%,较 2015 年下降 14.00 个百分点,主要是由于毛利率水平较低的工程施工及销售业务大幅扩张所致。

随着云南省经济和旅游业的快速发展,高速公路车流量不断增长,同时在建公路不断建成通车,通行费收入稳步增长。2016 年,公司通



行费收入实现 100.55 亿元，较 2015 年增加 21.39 亿元，占营业收入比重为 19.03%，实现毛利润 69.67 亿元，占公司整体毛利润的 58.99%，仍然是毛利润的最主要来源。根据云南省财政厅出台的云财企【2008】43 号文，公司公路路产暂不计提折旧，因此通行费业务毛利率仍然保持较高水平。受益于公司 2016 年通行费收费标准的调整、路段车流量的培育效应和 2016 年新通车路段的通行费贡献，使得 2016 年公司通行费收入毛利率为 69.29%，较 2015 年上升 5.62 个百分点。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	89.39	100.00	528.49	100.00	202.66	100.00	89.91	100.00
通行费	27.64	30.92	100.55	19.03	79.16	39.06	70.86	78.81
工程施工	20.33	22.74	291.75	55.20	83.96	41.43	8.99	10.00
销售	40.66	45.49	122.12	23.11	26.49	13.07	0.47	0.52
其他	0.76	0.85	14.08	2.66	13.04	6.44	9.59	10.67
毛利润	26.23	100.00	118.11	100.00	73.67	100.00	50.12	100.00
通行费	21.60	82.35	69.67	58.99	50.40	68.41	45.33	90.44
工程施工	2.13	8.12	40.49	34.28	14.56	19.76	1.35	2.69
销售	2.06	7.85	3.22	2.73	3.08	4.18	0.07	0.14
其他	0.32	1.22	4.73	4.00	5.63	7.64	3.34	6.66
毛利率	29.34		22.35		36.35		55.74	
通行费	78.15		69.29		63.67		63.97	
工程施工	10.48		13.88		17.34		15.02	
销售	5.07		2.64		11.63		14.89	
其他	42.11		33.59		43.14		34.83	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司工程施工业务主要由下属子公司云南公投建设集团有限公司（以下简称“公投建设集团”）及云南云岭高速公路建设集团有限公司（以下简称“云岭建设”）负责。2016 年，受益于云南省新开工项目较多，公司工程施工业务规模扩张，实现收入为 291.75 亿元，同比大幅增长。毛利率为 13.88%，同比下降 3.46 个百分点，主要是由于 2016 年以来，工程施工原材料价格上升及施工项目难度大造成成本攀升所致。

2016 年，公司销售业务内容除油品外，新增高速公路建设相关原材料销售，使得销售收入大幅增长至 122.12 亿元。其中，公司与中石油、中石化组建合资公司云南公投石化有限责任公司（以下简称“公投石化”），公投石化的油品销售主要分为直销和批发两类，直销业务主要为满足公司内部需求，利润贡献和毛利率较低，批发业务主要向高速公路沿线加油站或市场中其他需求方销售成品油，利润贡献和毛



利率较高，2016 年，随着子公司公投建设集团和云岭建设业务规模扩张，油品内部需求增加，公投石化油品直销比例增加，拉低油品销售业务毛利率。此外，促使销售收入同比大幅增长的主要原因是 2016 年为云南省路网交通建设“十三五-五年会战”开局之年，全省开工建设项目较多，公司下属子公司公投物资（集团）有限公司（以下简称“公投物资”）向全省各高速公路建设项目销售建设相关原材料取得销售收入，该项业务毛利率较低，导致 2016 年公司销售业务毛利水平大幅下降至 2.64%。

公司其他业务主要包括下属子公司的公路沿线设施开发、工程咨询、房地产等，在营业收入中占比较低，2016 年收入规模有所增加，主要是房地产开发业务实现营业收入 8.44 亿元，同比增长 0.67 亿元。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 89.39 亿元，较 2016 年同期增加 33.70 亿元，毛利率为 29.34%。其中，公司通行费收入实现 27.64 亿元，较 2016 年同期增加 4.43 亿元。

综合来看，2016 年以来，工程施工及销售业务的规模扩张带动公司营业收入大幅增加，同时也拉低了整体毛利率水平；通行费收入稳步增长，仍然是毛利率的主要来源。

公司运营管理的主要高速公路均属于国高网及省高速主干线，2016 年以来车流量稳步增长，以及收费标准调整后首个完整年度的实施使得通行费收入同比大幅提高；部分路段处于路网的远端，尚处于培育期，路产效益一般

云南省高速公路网呈现以昆明为中心的放射性公路网络，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，具有重要地位。截至 2016 年末，公司共管辖 39 条收费公路，总里程 3,029.80 公里，较 2015 年末增加 254.25 公里。其中，高速公路 38 条，总里程 2,970.66 公里，一级公路 1 条，里程 59.14 公里。

2016 年，公司建成通车小龙、江召、上鹤和曲陆（改扩建）4 条高速公路，新增通车里程 165.32 公里，为云南省实现通车高速公路 10,000 公里的“十三五”目标作出了重要贡献，通行费收入稳定增长。公司运营路段中盈利能力较好的路段包括安楚高速、楚大高速、昆石高速、昆嵩高速、玉元高速及元磨高速等。公司所属安楚高速和楚大高速通行费收入的贡献最大，安楚高速是安宁至楚雄的重要路段，连接昆安高速和楚大高速，为昆明进入滇西的重要咽喉路段。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。2016 年，安楚高速和楚大高速通行费收入合计 22.92 亿元，在公司通行费收入中的占比为 22.79%。

云南省周边地区经济发展相较于全国比较落后，制约了公路运输需求的增长。云南省内主要的国家高速公路处于我国高速公路网的末端，缺乏江西、安徽等中部省份高速公路通道效应，也缺乏山东、广



东、浙江、江苏等东部省份高速公路进出口通道效应。过境车流量不多，80%的车流量为省内车辆。此外，国家颁布节假日小型车免收通行费的政策对公司通行费收入的增长造成一定影响。目前公司所辖 38 条高速公路中有 14 条为 2012 年以后开通，车流量仍处于上升阶段，尚未达到设计车流量。其中楚广高速、昭会高速等多条高速由于地处偏远，地方经济落后，汽车保有量较低，预计将有较长时间实际车流量持续低于设计车流量。同时，在公司所辖高速中有保腾高速、龙瑞高速、小景高速、新河高速等 6 条高速公路靠近国境线附近，公路网络联动效应差，车流量增长缓慢。随着云南省经济的发展和居民汽车保有量的不断增长，2016 年各类型车的车流量均增长较快，公司所辖高速公路车流量平稳增长。

2015 年 8 月 4 日，根据《云南省人民政府关于同意调整部分高速公路车辆通行费收费标准的批复》（云政复【2015】46 号），定于 2015 年 8 月 16 日 0 时起，对包括昆石高速、石锁高速、曲胜高速在内的 26 条高速公路车辆通行费收费标准进行调整，上调收费标准，增加桥隧收费项。实行调费后，这 26 条高速公路将采取普通路段和 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。其中，客车基本费率标准为普通路段客车 0.5 元/车·公里，500 米以上桥梁隧道昆安高速为 0.556 元/车·公里，其他路段为 1.2 元/车·公里；货车基本费率标准为普通路段 0.09 元/吨·公里，500 米以上桥梁隧道为 0.20 元/吨·公里，但综合费率最高不超过 0.10 元/吨·公里。2016 年为该收费标准实施后的第一个完整年度，一定程度上促使了公司通行费收费的大幅增长。

总体来看，公司运营管理的主要高速公路均属于国高网及省高速主干线，2016 年以来车流量稳步增长，以及通行费收费标准调整后首个完整年度的实施使得通行费收入大幅增长；但部分路段处于路网的远端，尚处于培育期，路产效益一般。

2016 年，云南省新开工高速公路项目较多，公司签订合同金额规模较大，工程施工业务收入实现大幅增长

公司工程施工业务主要由下属子公司公投建设集团及云岭建设负责，公投建设集团和云岭建设分别具备公路工程施工总承包一级资质、桥梁工程专业承包一级资质、公路路面工程专业承包一级资质及市政公用工程施工总承包一级资质。2016 年为云南省路网交通建设“十三五-五年会战”开局之年，云南省新开工高速公路项目较多，公司采用与其他市场化企业合作组成联合体的形式进行项目招投标，2016 年公投建设集团及云岭建设施工项目招投标情况良好，具体项目主要为云南省内高速公路及部分一、二级公路的施工。2016 年，公投建设集团和云岭建设签订合同金额分别为 411.21 亿元和 119.09 亿元，分别同比增加 284.24 亿元和 15.74 亿元。公司工程施工业务实现营业收入 291.75 亿元，同比增加 207.79 亿元，毛利率为 13.88%，仍处于较低



水平。公投建设集团和云岭建设主要财务指标如下表：

表 5 2016 年工程施工业务主要子公司财务情况（单位：亿元、%）		
项目	公投建设集团	云岭建设
期末总资产	151.54	86.95
期末所有者权益	41.78	30.46
营业收入	256.32	121.17
净利润	19.58	10.90
毛利率	10.34	12.10
经营性净现金流	10.57	10.39
投资性净现金流	-0.65	0.80
筹资性净现金流	0.67	7.15

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，公投建设集团实现营业收入为 256.32 亿元，同比增加 182.12 亿元，其中工程施工（含养护）业务实现收入 174.45 亿元，占营业收入比重为 68.06%；云岭建设实现营业收入为 121.17 亿元，其中主营收入占比为 99.98%。公投建设集团和云岭建设工程施工板块的结算模式为：在大部分施工业务的结算过程中，施工方向业主方扣留 5% 的质量保证金及 3% 的工人工资保证金，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，待项目完工时退还 3% 的工人工资保证金，待缺陷责任期满时退回质保金，具体付款时间根据项目的施工进度和业主方的资金情况来确定。

总体来看，2016 年，受益于云南省新开工高速公路项目较多，公司签订合同金额规模较大，工程施工业务收入实现大幅增长。

2016 年以来，公司继续承担云南省内多项高速公路建设项目，投资规模大，未来仍面临较大的资本支出压力

2016 年以来，公司继续承担了云南省内多项在建拟建高速公路建设项目。截至 2017 年 3 月末，在建项目包括小勐养至磨憨、江底至召夸、武定至易门、玉临高速等 17¹ 个高速公路项目，总里程 1,508.53 公里，概算投资 1,800.98 亿元，已完成投资 580.66 亿元，仍需投资 1,220.32 亿元。由于云南省地形复杂多山地，公司在建和拟建高速公路项目中桥隧比仍然较高，高速公路单公里造价平均达 1.19 亿元。

公司目前在建高速公路项目中，小勐养至磨憨为国高网规划路段，江底至召夸正在开展申请调整为国高网项目，武定至易门、玉临高速以及保山至泸水等项目均为省高速规划项目。其中，小勐养至磨憨、江底至召夸、腾冲至陇川、临沧至清水河高速公路项目投资规模较大。小勐养至磨憨段高速公路是国家高速公路网昆磨高速公路（G8511）中

¹ 大理至永胜（大理段）和大理至永胜（丽江段）为一个项目分两段建设。

的一段，昆磨高速是云南省重要的出境通道，同时也是昆明至曼谷高速公路的中国段，与老挝段相接。江召公路是云南省与中、东部发达省份连接的纽带之一，东接贵州板坝至江底高速公路，西接召夸至西桥、西桥至石林高速公路，目前汕头至昆明高速公路贵州省板坝至江底段、召夸至西桥高速公路、西桥至石林高速公路均已建成通车，江召公路已成为交通瓶颈路段，江底至召夸高速公路的修建对完善云南省公路网络、加快建设出省通道具有重要作用。腾冲至陇川高速公路是云南省高速公路腾冲至瑞丽高速公路（S47）的重要组成部分，是连接保山至腾冲高速公路与瑞丽至陇川高速公路的快捷通道，该路段的修建对于促进区域经济快速发展，加快滇西旅游区发展，建设东盟自由贸易区产生较大意义。临沧至清水河高速公路是云南省出境国际大通道之一，是昆明至清水河至缅甸皎漂港公路的云南省境内的最后一段，也是临沧高速公路网中的主骨架，全线均按四车道标准建设，设计速度 80 公里/小时。

表 6 截至 2017 年 3 月末公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	建设里程	概算总投资	已完成投资额	建设工期
小勐养至磨憨	206.96	131.18	97.78	2015.06~2018.06
江底至召夸	184.61	107.60	81.57	2015.04~2018.04
武定至易门	104.30	154.42	91.07	2015.12~2018.12
玉临高速	17.70	34.47	25.71	2015.10~2018.10
保山至泸水	20.02	35.96	16.58	2015.12~2018.12
楚雄至大理（广通至凤仪段）	41.52	76.26	24.32	2016.02~2019.02
沾益至会泽	34.98	53.60	47.21	2015.06~2018.06
功山至东川	53.36	84.34	44.34	2015.08~2018.08
临沧机场高速	19.79	23.00	8.62	2015.09~2018.09
大理至永胜（大理段）	83.82	83.29	56.83	2015.06~2018.06
大理至永胜（丽江段）	99.50	112.73	9.79	2016.06~2019.06
武定至倘甸至寻甸	130.67	220.94	20.85	2015.12~2018.12
昆明至楚雄岷山通至广通段）	39.00	72.05	6.10	2016.02~2018.08
腾冲至陇川	164.81	220.23	24.86	2016.06~2019.08
临沧至清水河	160.59	218.58	5.76	2016.07~2019.07
勐腊至勐满	59.49	51.30	2.37	2016.06~2018.06
澄江至江川	50.72	67.62	16.90	2016.07~2018.07
召夸至泸西	36.69	53.42	-	2016.12~2018.12
合计	1,508.53	1,800.98	580.66	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，公司拟建高速公路项目共 5 项，建设里程 430.40 公里，概算总投资 586.82 亿元，具体开工时间待定，项目建设资金主要来源于向自筹资金、向上级申请项目建设资本金以及项目贷



款。

表 7 截至 2017 年 3 月末公司拟建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	建设里程	概算总投资
宾川至南涧	95.29	126.60
大理至南涧	93.09	152.67
南涧至云县	128.50	130.00
云县至凤庆	51.46	81.10
云县至临沧	62.07	96.44
合计	430.40	586.82

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2016 年以来，公司继续承担了云南省内多项在建拟建高速公路建设项目，投资规模大，未来仍面临较大的资本支出压力。

公司仍是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，在云南省地方经济发展中地位十分重要，得到中央及云南省政府项目资本金及财政补贴等方面的大力支持

公司是云南省高速公路投融资建设的最重要主体，云南省政府将国家补助相关公路项目资金、中央车购税补助等转增公司资本金；对于公司在建的重要路段，中央安排专项建设资金。2016 年，曲陆扩建工程、武昆高速、西石高速、江召改扩建、上鹤高速、沾会高速等建设项目合计收到政府部门拨入的资本金补助 6.53 亿元。根据云南省交通厅《云南省交通运输厅关于下达 2016 年车辆购置税收入用于补助地方资金第一批的通知》（云交财【2016】511 文），云南省交通厅拨付公司补助资金 27.83 亿元。此外，2016 年公司收到以营业税返还专项补助为主的政府补助共 1.51 亿元计入营业外收入。

综合来看，公司作为云南省最重要的交通基础设施投融资建设主体，在云南省地方经济发展中地位十分重要，中央及云南省各级政府对公司的发展继续给予了大力的支持。

公司治理与管理

公司是云南省交通基础设施重要的投融资建设主体，由云南省人民政府出资设立，根据云厅字【2008】3 号文件，云南省人民政府授权云南省交通运输厅履行出资人职责。截至 2016 年末，公司注册资本 50 亿元人民币，云南省交通运输厅仍是公司的实际控制人。截至报告出具之日，根据中国共产党云南省委员会《关于邱江同志任职的决定》（云委【2017】289 号）和云南省人民政府《关于陈建华等十五名同志任免职的通知》（云政任【2017】27 号），邱江任公司董事长、党委书记。

公司是云南省高速公路投融资、建设、经营和管理的最重要主体，得到云南省政府在财政补贴、资本金注入和政策等各方面的大力支持。



公司还建立健全了有效的战略规划和管理措施，保障公司目标的顺利实现。综合来看，公司的治理结构较为完善，有明确的发展目标，省政府对公司的支持不断加强，公司的整体抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了 2016 年及 2017 年 1~3 月财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。根据《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）的规定，2016 年 5 月 1 日之后发生的与增值税相关交易，影响资产、负债等金额的，按该规定调整。利润表汇总的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目，房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等原计入管理费用的相关税费，自 2016 年 5 月 1 日起调整计入“税金及附加”。除上述事项外，2016 年，公司无其他会计政策变更，无会计估计变更，无重大前期差错更正。本报告中 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告追溯调整的年初数，2015 年财务数据依然采用 2015 年度公司审计报告数据。公司 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2016 年以来，随着路产规模的不断增加，公司资产规模保持大幅增长，资产结构仍以固定资产和在建工程为主，以高速公路收费权作为质押的受限资产规模继续扩大

随着路产规模的不断增加，公司资产规模保持稳定增长，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2016 年末，公司总资产为 2,726.38 亿元，其中非流动资产 2,294.11 亿元，占总资产的 84.15%。

公司流动资产仍以货币资金和其他应收款为主。货币资金仍以银行存款为主，2016 年以来继续保持较大幅度增长，主要是公司在建项目增加，项目贷款发放增加造成。2016 年末，公司其他应收款为 94.62 亿元，较 2015 年末小幅下降，主要为应收云南省交通厅 28.45 亿元的代垫二级路款项及 20.00 亿元云南华丽高速公路投资开发有限公司的借款，两者合计占其他应收款总额的 50.70%，此外还包含对西双版纳州人民政府 8 亿元的拆迁款等。2016 年以来，公司存货规模同比大幅增加 36.62 亿元，主要由于公司开工项目增多以及子公司云南公投物资（集团）有限公司业务发展较快，原材料增加导致。

公司非流动资产仍以长期股权投资、固定资产和在建工程为主。固定资产和在建工程主要为已建成的高速公路路产和在建的高速公路项目。2016 年末，随着江召高速、小龙高速、龙江特大桥、上鹤高速、曲陆高速改扩建在建工程转固，固定资产规模保持增长，为 1,925.13 亿元，占总资产的 70.61%；同期，随着武易高速、小磨高速改扩建、功东高速、大永高速等项目的持续投入以及武倘寻高速、腾陇高速、



澄川高速、楚大高速改扩建、昆广高速及临沧高速等新项目的开工建设，在建工程规模同比大幅增加 182.45 亿元。2016 年末，公司长期股权投资为 56.77 亿元，较 2015 年末增加 18.09 亿元，主要是由于公司对中交云南高速公路发展有限公司继续追加投资 17.83 亿元，合计投资成本为 55.33 亿元。

表 8 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	499.28	17.33	432.26	15.85	270.74	12.96	201.69	12.07
货币资金	304.56	10.57	231.94	8.51	137.75	6.60	69.00	4.13
其他应收款	96.50	3.35	94.62	3.47	95.92	4.59	72.60	4.35
存货	65.44	2.27	59.65	2.19	23.03	1.10	26.61	1.59
非流动资产	2,381.80	82.67	2,294.11	84.15	1,817.63	87.04	1,468.79	87.93
长期股权投资	56.77	1.97	56.77	2.08	38.68	1.85	6.91	0.41
固定资产	1,941.95	67.40	1,925.13	70.61	1,656.18	79.30	1,249.11	74.78
在建工程	321.94	11.17	275.43	10.10	92.98	4.45	183.57	10.99
总资产	2,881.08	100.00	2,726.38	100.00	2,088.37	100.00	1,670.48	100.00

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 2,881.08 亿元，较 2016 年末小幅增长，主要为货币资金增加和在建工程项目的持续投入所致。其中仍以固定资产和在建工程占比较高的非流动资产为主。

公司所有权受到限制的资产主要为用于质押的高速公路现有及未来收费权，由于收费权未来金额不确定，截至 2017 年 3 月末，公司通过质押现有及未来收费权取得的银行借款余额为 1,357.27 亿元，占总资产的 47.11%，占净资产的 185.63%，受限资产规模继续扩大，对公司资产流动性造成不利影响。

预计未来，随着云南省高速公路建设规模的增加，公司资产规模将继续持续增加，以公路路产为主的资产结构不会发生实质性改变。

资本结构

2016 年以来，公司负债规模快速增长，资产负债率依然处于较高水平，有息债务在负债总额中的占比很高，公司债务加重

2016 年以来，公司负债规模快速增长，资本结构仍然以长期借款等非流动负债为主。截至 2017 年 3 月末，公司负债总额为 2,149.90 亿元，其中非流动负债为 1,823.25 亿元，占负债总额的 84.81%，资产负债率为 74.62%，仍然处于较高水平。

公司流动负债仍主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债组成，在总负债中的占比仍然较小，2016 年末占比为 16.54%。截至 2016 年末，公司短期借款为 35.85 亿元，其中信用借款为 21.00 亿元，占短期借款的 58.58%；其他应付款为 73.47



亿元，主要仍为保证金及地方政府代垫款，账龄为 1 年以内的其他应付款占比 44.79%，1~2 年的占比 32.39%。一年内到期的非流动负债主要仍为一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款。2016 年以来，公司多期短期融资券到期兑付，截至 2016 年末，其他流动负债为 0.88 亿元，为待转销项税额，同比大幅下降。

表 9 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	326.65	15.19	337.48	16.54	279.70	18.19	227.54	18.76
非流动负债	1,823.25	84.81	1,703.25	83.46	1,257.79	81.81	985.51	81.24
负债总额	2,149.90	100.00	2,040.73	100.00	1,537.49	100.00	1,213.06	100.00
有息负债	1,921.00	89.35	1,787.60	87.60	1,394.61	90.71	1,090.48	89.89
短期借款	49.23	2.29	35.85	1.76	27.66	1.80	44.83	3.70
应付票据	0.34	0.02	0.03	0.00	0.49	0.03	0.26	0.02
一年内到期的非流动负债	51.88	2.41	52.16	2.56	72.06	4.69	63.08	5.20
其他流动负债	0.00	0.00	0.88	0.04	39.97	2.60	-	-
长期借款	1,418.97	66.00	1,294.35	63.43	997.17	64.86	840.61	69.30
应付债券	165.57	7.70	165.46	8.11	135.48	8.81	67.27	5.55
长期应付款	235.03	10.93	239.75	11.75	121.78	7.92	74.43	6.14
资产负债率	74.62		74.85		73.62		72.62	

公司非流动负债仍主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2016 年末，长期借款为 1,294.35 亿元，较 2015 年末增加 297.18 亿元，其中质押借款为 1,221.65 亿元，占长期借款的 94.38%，质押为全部为公司高速公路收费权。2016 年末，公司应付债券为 165.46 亿元，包括“13 滇公路投债/13 滇公投”（20 亿元 6 年期）、“14 滇公路投债/14 滇公路”（25 亿元 6 年期）、“14 云南公开 MTN001”（20 亿元 5 年期）、“15 滇公路 PPN001”（20 亿元 5 年期）、“15 云南公开 MTN001”（12 亿元 5 年期）、“15 云南公开 MTN002”（10 亿元 5 年期）、“15 云南公开 MTN003”（10 亿元 5 年期）、“15 滇路 01”（20 亿元 5 年期）、“16 滇路 01”（20 亿元 3+2 年期）、“16 滇路 02”（3 亿元 3+2 年期）、“16 滇路 03”（7 亿元 5 年期）。2016 年以来，公司长期应付款保持较快增长，主要仍为公司以高速公路固定资产进行售后回租产生的融资租赁款。

随着高等级公路项目投资规模的增加，公司有息负债规模继续增长且在总负债中的占比仍然很高。截至 2017 年 3 月末，公司有息负债为 1,921.00 亿元，在总负债中占比 89.35%。有息负债主要以长期负债为主，其中 5 年以上的有息负债占比为 63.29%；一年内到期的有息债务为 101.45 亿元，占有息债务总额的 5.28%。



表 10 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）²

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	101.45	115.21	162.03	210.61	115.84	1,215.88	1,921.00
占比	5.28	6.00	8.43	10.96	6.03	63.29	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年末，公司所有者权益为 685.64 亿元，较 2015 年末增加 134.76 亿元。其中，资本公积为 526.08 亿元，较 2015 年末增加 55.24 亿元，主要是由于公司新增收到政府拨付的重点项目建设资金、国开发展基金有限公司对项目的增资款及云南省交通厅下达的补助资金增加所致。截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 731.18 亿元，较 2016 年末增加 45.54 亿元，主要为少数股东权益增加所致。

截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保。

总体而言，2016 年以来，公司负债规模快速增长，资产负债率依然处于较高水平，有息债务在负债总额中的占比很高。预计未来，随着高速公路建设规模的增加，公司负债规模仍将继续增加，公司债务负担较重。

盈利能力

2016 年以来，公司工程施工及销售业务的增长带动营业收入继续大幅增加；财务费用规模上升，对公司盈利能力形成一定影响

2016 年，公司营业收入继续保持大幅度增长，较 2015 年增加 325.83 亿元，主要是由于工程施工及销售业务收入继续大幅增加所致。通行费收入依然是毛利润最重要来源，公司公路资产暂不计提折旧，营业成本主要为各收费所及高速公路养护中心发生的人工费用、设备折旧和养护支出。

2016 年，公司财务费用为 72.11 亿元，较 2015 年增加 14.10 亿元，占营业收入比为 13.64%，计入财务费用的利息支出及列入资本化利息支出分别为 72.11 亿元和 12.81 亿元，较大规模的财务费用对公司盈利能力形成一定影响；依赖工程施工业务规模的扩大，公司全年实现营业利润 36.73 亿元，较 2015 年增加 32.10 亿元。公司营业外收入仍主要为政府补助，2016 年规模较小，主要为政府对公司的营业税返还专项补助。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入为 89.39 亿元，较 2016 年同期增长 33.70 亿元，毛利率为 29.34%，营业利润为 7.60 亿元。

² 公司于 2016 年发行规模 15 亿元永续中票及 2017 年发行 10 亿元永续期信托贷款计入其他权益工具，未包含在该表内。



表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	89.39	528.49	202.66	89.91
营业成本	63.16	410.38	128.99	39.79
毛利率	29.34	22.35	36.35	55.74
期间费用/营业收入	20.53	14.82	30.88	72.54
期间费用	18.35	78.32	62.58	65.22
其中：销售费用	0.30	1.16	0.71	0.52
管理费用	0.89	5.05	3.86	3.54
财务费用	17.15	72.11	58.01	61.15
营业利润	7.60	36.73	4.63	-18.77
营业外收入	0.15	1.56	7.40	22.96
利润总额	7.73	37.28	11.43	3.63
总资产报酬率	0.86	4.01	3.27	3.88
净资产收益率	0.96	4.11	1.38	0.51

综合来看，2016 年以来，公司工程施工及销售业务的增长带动营业收入大幅增加，营业利润大幅增长；财务费用规模上升，对公司盈利能力形成一定影响。

现金流

2016 年，公司经营性净现金流同比上升，对债务的保障能力好转；投资性现金流净流出规模持续扩大，公司进行高速公路建设资金仍主要依赖外部融资

2016 年，通行费收入的稳步增长及工程施工业务的规模扩张使得公司经营性净现金流增长为 99.01 亿元，较 2015 年增加 48.99 亿元，同时随着高速公路建设投资的增加，公司债务规模保持增长，经营性净现金流/流动负债、经营性净现金流/总负债及经营性净现金流利息保障倍数分别为 32.09%、5.53%及 1.17 倍，较 2015 年均有所上升。整体来看，公司经营性净现金流对债务的保障能力好转。

表 12 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	18.76	99.01	50.02	65.72
投资性净现金流	-104.65	-412.68	-247.28	-160.93
筹资性净现金流	158.51	407.29	266.01	104.92
经营性净现金流/流动负债（%）	5.56	32.09	19.97	26.72
经营性净现金流/总负债（%）	0.90	5.53	3.65	5.74
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.98	1.17	0.69	0.97

2016 年，公司对高速公路建设保持较大规模的投资，投资性净现



金流为-412.68 亿元，净流出规模进一步扩大。同期，公司进行高速公路建设资金仍主要依赖外部融资，筹资性净现金流为 407.29 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 18.76 亿元，投资性净现金流为-104.65 亿元，筹资性净现金流为 158.51 亿元，投资和筹资资金仍保持较大规模。

综合来看，2016 年，公司经营性净现金流同比上升，对债务的保障能力好转；投资性现金流净流出规模持续扩大，公司进行高速公路建设资金仍主要依赖外部融资。

偿债能力

随着公司路产规模的增长和在建公路项目的不断增加，公司资产规模继续大幅增长，同时，公司负债规模快速增长，有息负债占比仍然很高，随着高速公路建设规模的不断扩大，公司负债规模将继续增长。2016 年以来，公司工程施工及销售业务的大幅增长带动营业收入继续大幅增加，较大规模的财务费用对公司盈利能力形成一定影响。经营性净现金对债务的保障能力好转。公司作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，继续得到云南省政府在项目资本金及财政补贴方面的大力支持。截至 2016 年末，公司获得银行授信 4,297.69 亿元，已使用授信额度 2,198.19 亿元，未使用授信额度 2,099.51 亿元。

总体来看，公司偿还债务的能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2017 年 5 月 5 日，公司本部无信贷违约记录；截至本报告出具日，公司在债券市场上发行的已到期的债务融资工具本金及利息均按期兑付，存续期内的债券利息均按期支付。

结论

2016 年，云南省经济保持增长，公路运输在云南省交通体系中地位仍然突出，随着“一带一路”战略的实施推进，云南省高速公路发展继续面临良好的外部环境。公司是云南省最重要的交通基础设施投融资建设主体，行业地位依然突出，运营管理的主要高速公路属于国高网及省高速主干线，车流量的稳步增长及收费标准调整后首个年度的完整实施使得通行费收入大幅增长。工程施工及销售业务的规模扩张带动营业收入大幅增加，营业利润同比大幅增长。中央及云南省各级政府继续给予公司在项目资本金及财政补贴等方面的有力支持。2016 年公司经营性现金流对债务的保障能力好转。同时，公司在建和拟建高速公路项目较多，投资规模较大，未来仍然面临较大的资本支出压力。负债规模快速增长，资产负债率依然处于较高水平，有息债务在负债总额中占比仍然很高，公司债务负担加重。预计未来 1~2 年，

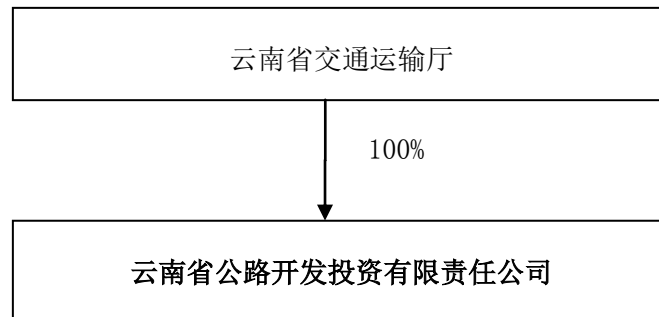


公司高速公路营运业务将保持稳定发展，收入有望保持较快增长。

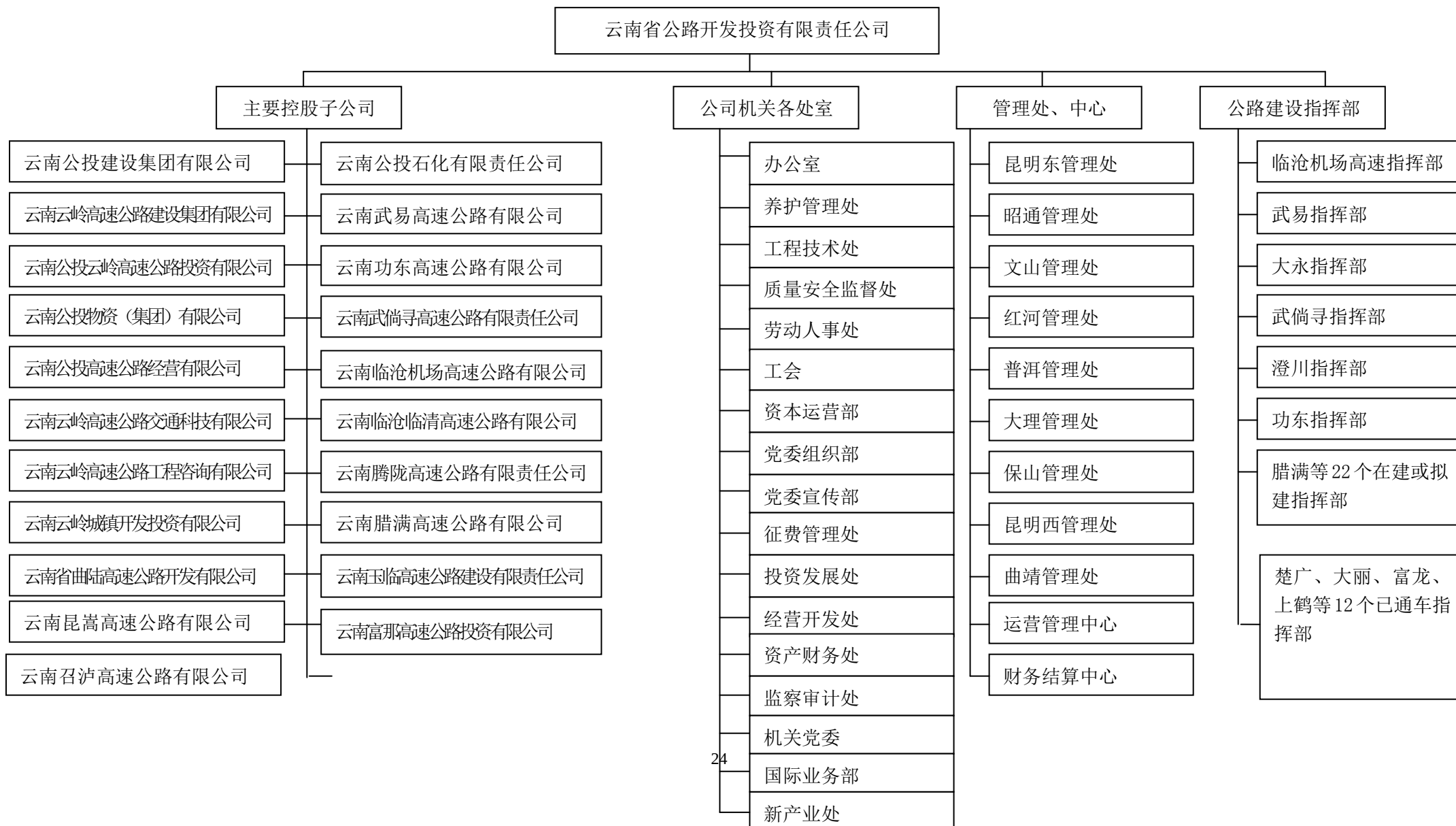
综合分析，大公对公司“13 滇公路投债/13 滇公投”、“14 滇公路投债/14 滇公路”、“14 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN001”、“15 云南公开 MTN002”、“15 云南公开 MTN003”、“15 滇路 01”、“16 云南公投 MTN001”的信用等级调整为 AAA，主体信用等级调整为 AAA，评级展望维持稳定。



附件1 截至2017年3月末云南省公路开发投资有限责任公司股权结构图



附件2 截至 2017 年 3 月末云南省公路开发投资有限责任公司组织结构图





附件 3 云南省公路开发投资有限责任公司运营收费公路日均车流 量和通行费收入情况

单位：万元、万辆

序号	路段名称	2016 年		2015 年		2014 年	
		通行费	日均车流量	通行费	日均车流量	通行费	日均车流量
1	昆石高速	72,825.66	4.04	60,168.25	4.35	57,035.46	4.31
2	曲胜高速	38,439.57	3.00	33,525.72	3.05	33,891.71	3.02
3	昆嵩高速	46,881.00	4.91	44,994.25	4.85	47,920.74	4.93
4	嵩待公路 ³	26,287.88	3.73	22,223.00	2.40	20,170.91	1.69
5	昭待高速	14,855.14	1.17	13,122.32	1.15	10,446.84	1.02
6	水麻高速	34,918.22	1.01	31,089.85	1.29	24,998.09	1.12
7	平锁高速	19,972.08	0.83	18,365.20	0.89	18,761.33	0.99
8	砚平高速	16,035.69	1.42	15,872.72	1.57	15,931.43	1.67
9	罗富高速	20,747.70	1.00	20,001.63	0.98	19,251.56	0.95
10	玉元高速	48,836.72	3.41	37,040.83	2.94	32,918.22	2.52
11	元磨高速	49,002.42	2.12	39,474.60	1.98	33,687.09	1.37
12	思小高速	25,844.71	1.50	21,061.17	1.44	18,998.82	1.38
13	小景高速	5,204.93	1.14	3,823.46	1.04	3,074.50	0.92
14	蒙新高速	8,360.27	0.53	8,387.64	0.55	7,118.53	0.73
15	新河高速	3,354.15	0.19	3,933.81	0.23	4,051.62	0.24
16	昆安高速	25,814.92	6.11	23,655.98	6.29	23,378.57	6.71
17	安楚高速	113,588.83	4.74	93,644.75	4.11	89,161.87	3.98
18	楚大高速	115,637.65	4.28	94,793.90	5.50	88,802.00	4.00
19	大保高速	67,450.00	3.82	51,236.21	3.24	46,494.80	2.68
20	保龙高速	27,122.77	1.32	16,392.18	1.12	14,152.23	1.05
21	丽江机场高速	3,332.04	1.10	2,735.32	0.91	2,758.33	0.86
22	永元高速 ⁴	7,911.82	0.83	7,221.90	0.80	6,849.13	0.74
23	元武高速	12,628.50	1.15	10,778.96	1.01	10,153.64	0.95
24	武昆高速	22,522.55	1.49	21,313.44	1.43	21,918.23	1.52
25	保腾高速	7,926.60	0.79	3,051.82	0.63	2,299.16	0.51

³ 原嵩功高速经合并调整，现更新为嵩待高速。

⁴ 在报告中，永元、元武两线合并为永武线进行统计，故公司所辖公路数量较附件中存在差异。

附件 3 云南省公路开发投资有限责任公司运营收费公路日均车流量和通行费收入情况（续表 1）

单位：万元、万辆

序号	路段名称	2016 年		2015 年		2014 年	
		通行费	日均车流量	通行费	日均车流量	通行费	日均车流量
26	大丽高速	42,681.27	2.40	38,893.78	2.14	34,063.20	1.81
27	楚广高速	1,053.37	0.24	864.61	0.19	4.99	-
28	西石高速	9,491.16	1.53	8,866.31	1.50	-	-
29	龙瑞高速	26,450.34	1.46	5,037.69	0.30	-	-
30	普宣高速	2,575.77	0.38	733.02	0.12	-	-
31	待功高速	27,049.14	1.34	7,279.43	0.34	-	-
32	昭会高速	41,037.15	1.51	11,152.39	0.41	-	-
33	富龙高速	1,800.96	0.18	8.40	0.13	-	-
34	石红高速	2,461.16	0.24	3.57	0.38	-	-
35	普炭公路	3,417.37	0.40	3,340.13	0.39	3,044.03	0.37
36	曲陆高速	11,089.64	1.60	17,523.30	-	17,256.05	-
37	小龙高速	843.49	0.06	-	-	-	-
38	江召高速	27.09	0.00	-	-	-	-
39	上鹤高速	42.97	0.01	-	-	-	-
-	合计	1,005,522.72	66.97	774,088.25	59.65	691,337.03	52.04

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 4 云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	3,045,594	2,319,401	1,377,471	689,987
应收账款	273,514	267,760	77,291	40,905
其他应收款	965,022	946,250	959,231	725,979
存货	654,432	596,459	230,348	266,081
流动资产合计	4,992,760	4,322,647	2,707,416	2,016,879
长期股权投资	567,728	567,728	386,802	69,081
固定资产	19,419,527	19,251,281	16,561,837	12,491,065
在建工程	3,219,433	2,754,287	929,822	1,835,662
非流动资产合计	23,818,018	22,941,105	18,176,298	14,687,937
总资产	28,810,778	27,263,752	20,883,713	16,704,816
占资产总额比 (%)				
货币资金	10.57	8.51	6.60	4.13
其他应收款	3.35	3.47	4.59	4.35
存货	2.27	2.19	1.10	1.59
流动资产合计	17.33	15.85	12.96	12.07
固定资产	67.40	70.61	79.31	74.78
在建工程	11.17	10.10	4.45	10.99
非流动资产合计	82.67	84.15	87.04	87.93
负债类				
短期借款	492,286	358,500	276,580	448,300
应付账款	986,141	1,351,221	438,728	242,974
其他应付款	928,486	734,741	645,134	666,063
流动负债合计	3,266,450	3,374,843	2,797,007	2,275,437
长期借款	14,189,674	12,943,521	9,971,709	8,406,139
长期应付款	2,350,262	2,397,463	1,217,767	744,280
应付债券	1,655,682	1,654,599	1,354,826	672,669
非流动负债合计	18,232,510	17,032,460	12,577,940	9,855,149
负债合计	21,498,959	20,407,304	15,374,947	12,130,587

附件 4 云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	2.29	1.76	1.80	3.70
应付账款	4.59	6.62	2.85	2.00
其他应付款	4.32	3.60	4.20	5.49
流动负债合计	15.19	16.54	18.19	18.76
长期借款	66.00	63.43	64.86	69.30
应付债券	7.70	8.11	8.81	5.55
长期应付款	10.93	11.75	7.92	6.14
非流动负债合计	84.81	83.46	81.81	81.24
权益类				
少数股东权益	835,552	535,763	119,350	52,741
实收资本（股本）	500,000	500,000	500,000	500,000
资本公积	5,249,011	5,260,828	4,708,436	3,907,078
盈余公积	7,721	7,721	9,686	6,637
未分配利润	459,545	390,881	161,908	104,646
归属于母公司所有者权益	6,476,267	6,320,686	5,389,416	4,521,488
所有者权益合计	7,311,819	6,856,448	5,508,766	4,574,229
损益类				
营业收入	893,877	5,284,937	2,026,586	899,076
营业成本	631,608	4,103,771	1,289,885	397,932
销售费用	3,041	11,646	7,120	5,213
管理费用	8,907	50,477	38,610	35,448
财务费用	171,547	721,077	580,124	611,527
营业利润	76,011	367,321	46,306	-187,663
营业外收入	1,493	15,618	74,039	229,573
利润总额	77,284	372,813	114,275	36,313
净利润	70,508	282,128	76,274	23,144
归属于母公司所有者的净利润	71,445	256,901	59,895	14,308
占营业收入比 (%)				
营业成本	70.66	77.65	63.65	44.26
销售费用	0.34	0.22	0.35	0.58
管理费用	1.00	0.96	1.91	3.94
财务费用	19.19	13.64	28.63	68.02

附件 4 云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
营业利润	8.50	6.95	2.28	-20.87
利润总额	8.65	7.05	5.64	4.04
净利润	7.89	5.34	3.76	2.57
归属于母公司所有者的净利润	7.99	4.86	2.96	1.59
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	187,582	990,139	500,184	657,229
投资活动产生的现金流量净额	-1,046,511	-4,126,821	-2,472,781	-1,609,326
筹资活动产生的现金流量净额	1,585,122	4,072,859	2,660,080	1,049,194
财务指标				
EBIT	248,832	1,093,890	682,815	648,136
EBITDA	-	1,232,682	771,367	764,640
总有息负债	19,210,046	17,875,971	13,946,076	10,904,846
毛利率 (%)	29.34	22.35	36.35	55.74
营业利润率 (%)	8.50	6.95	2.28	-20.87
总资产报酬率 (%)	0.86	4.01	3.27	3.88
净资产收益率 (%)	0.96	4.11	1.38	0.51
资产负债率 (%)	74.62	74.85	73.62	72.62
债务资本比率 (%)	72.43	72.28	71.68	70.45
长期资产适合率 (%)	107.25	104.13	99.51	98.24
流动比率 (倍)	1.53	1.28	0.97	0.89
速动比率 (倍)	1.33	1.10	0.89	0.77
保守速动比率 (倍)	0.94	0.70	0.49	0.30
存货周转天数 (天)	89.12	36.27	69.27	221.89
应收账款周转天数 (天)	27.25	11.75	10.47	14.16
经营性净现金流/流动负债 (%)	5.65	32.09	19.97	26.72
经营性净现金流/总负债 (%)	0.90	5.53	3.65	5.74
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.98	1.17	0.69	0.97
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.31	1.29	0.94	0.96
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.45	1.06	1.13
现金比率 (%)	93.24	68.73	49.25	30.32
现金回笼率 (%)	110.97	77.41	67.53	98.29
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	2.19

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

⁵ 一季度取 90 天。

⁶ 一季度取 90 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。