



中诚信证评  
CCXR

# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪849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）”、“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，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月二十六日

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（2019）

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	云南省交通投资建设集团有限公司		
债券简称	16 滇路 01		
债券代码	136339.SH		
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	2018/6/22		
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	云南省交通投资建设集团有限公司		
债券简称	品种一：16 滇路 02 品种二：16 滇路 03		
债券代码	品种一：136824.SH 品种二：136825.SH		
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	2018/6/22		
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

云南交投	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	685.64	900.90	1,098.98	1,193.85
总资产（亿元）	2,726.38	3,274.07	3,657.16	3,808.42
总债务（亿元）	1,787.60	2,051.26	2,258.52	2,357.69
营业总收入（亿元）	528.49	450.09	550.26	118.51
营业毛利率（%）	22.35	25.94	24.44	26.84
EBITDA（亿元）	121.75	130.27	138.22	-
所有者权益收益率（%）	4.11	1.95	1.90	1.27*
资产负债率（%）	74.85	72.48	69.95	68.65
总债务/EBITDA（X）	14.68	15.75	16.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.46	1.34	1.34	-

## 基本观点

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”）是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，战略地位显著，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。同时云南省区域经济增长也会公司发展提供了良好的外部环境，公司的经营所得依然能够对其债务本息的偿付提供保障。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到分流效应及政策变动可能产生的影响、资本支出压力较大及财务杠杆水平较高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持云南交投主体信用等级为 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。2018 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，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。
- 战略地位显著。公司是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，2017 年公司控股股东已由云南省交通厅变更为云南省国资委，且省内交通资源开始进行整合，省国资委计划陆续将多家经营性国有资产划入公司，未来资产重组全部完成后公司实力将进一步增强。
- 路产规模大且质量优。截至 2019 年 3 月末，公司共经营管理收费公路 48 条，收费里程 3,603.61 公里，均为经营性公路，其中高速公路 46 条，收费里程 3,490.65 公里，约占云南省高速公路通车里程的 70.00%，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。

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;2019年一季度中带“\*”的指标已经年化处理;已将“其他流动负债”和“长期应付款”中的有息债务分别调整至“短期债务”或“长期债务”核算。

## 分析师

张卡  kzhang@ccxr.com.cn  
刘艳美  ymliu@ccxr.com.cn  
Tel: (021) 60330988  
Fax: (021) 60330991  
www.ccxr.com.cn

2019年6月26日

## 关注

- 分流效应及政策变动影响。长期来看,高速公路将持续面临来自铁路(特别是高速铁路)和航空等其他交通运输方式的竞争以及区域内其他新建高速公路的分流,并且不排除未来因政策变动部分收费公路中止收费对公司业务可能产生的影响。
- 资本支出压力较大。公司在建和拟建公路项目较多,未来面临较大的资本支出压力。截至2019年3月末,公司在建公路项目共26个,建设里程合计2,314.56公里,规划总投资3,387.09亿元,已完成投资955.49亿元,2019年计划投资760.00亿元。
- 财务杠杆水平较高。近年来公司负债水平有所下降,但仍处于较高水平,截至2019年3月末,公司有息债务规模为2,357.69亿元,资产负债率和总资本化比率分别为68.65%和66.39%。

## 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](http://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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用及债券偿付情况

“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）”于 2016 年 3 月 25 日在上交所完成发行，债券代码“136339.SH”，债券简称“16 滇路 01”，发行规模 20 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率和投资者回售选择权，发行票面利率为 3.3%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至 2018 年末，“16 滇路 01”共募集资金 20 亿元，已全部按照募集资金用途使用完毕；公司已按期兑付该只债券 2018 年利息。2019 年 3 月，该只债券回售有效登记数 423,769 手，回售金额为 4.24 亿元，公司按期足额支付该只债券投资者回售本金 4.24 亿元，债券余额 15.76 亿元；2019 年 4 月公司又将回售部分债券转售 100,000 手（剩余 323,769 手将进行注销），转售金额 1.00 亿元，转售利率 4.7%。

“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）”于 2016 年 11 月 10 日在上交所完成发行，发行规模 10 亿元，单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，其中品种一（债券代码“136824.SH”，债券简称“16 滇路 02”）发行规模 3 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率和投资者回售选择权，发行票面利率为 3.16%；品种二（债券代码“136825.SH”，债券简称“16 滇路 03”）发行规模 7 亿元，期限为 5 年，发行票面利率为 3.6%。截至 2018 年末，“16 滇路 02”和“16 滇路 03”共募集资金 10 亿元，已全部按照募集资金用途使用完毕；公司已按期兑付该只债券 2018 年利息。

## 重大事项说明

随着资产重组的部分推进，2018 年公司合并范围有所扩大，自有资本实力有所提升，待资产重组全部完成后公司实力将进一步增强

2018 年 11 月 14 日，根据《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（云财资（2018）258 号），云南省国资委将其持有公司 10%

的国有股权无偿划转至云南省政府设立的云南省国有股权运营管理有限责任公司持有并进行专户管理，由云南省财政厅代省人民政府持有并专门用于充实社保基金。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 54.81 亿元，其中云南省国资委持股 82.10%、云南省财政厅持股 9.12%、国发展基金有限公司持股 8.78%，公司控股股东和实际控制人仍为云南省国资委。

为整合云南省的交通资源，根据云南省委办公厅、云南省政府办公厅印发《关于推进省级经营性国有资产集中统一监管的实施意见》（云办发〔2017〕16 号）文件精神，云南省国资委将云南省交通运输厅所属 56 户企业的经营性国有资产交由公司进行整合重组。2017 年 11 月，公司分两批对上述 56 户划转企业进行尽职调查和清产核资，其中第一批 23 户划转企业已完成尽职调查和清产核资工作，于 2018 年 2 月上报文件《云南省交通投资建设集团有限公司关于申请批复 23 户划转企业清产核资报告的请示》（云交投发〔2018〕137 号）请示国资委进行批复，现已通过国资委专家评审，其中云南省交通科学研究院（以下简称“云南交科院”）、云南省监理咨询公司（以下简称“云南监理”）、云南省交通规划设计院（以下简称“云南交规院”）等已于 2018 年 6 月完成公司制改制，控股股东已变更为公司，使得公司当期资本公积增加 13.93 亿元，同时带动公司工程咨询和设计收入大幅增加。2019 年 1 月 30 日，省国资委和省交通厅出具《关于云南省交通规划设计研究院等 23 户划转企业清产核资结果的批复》（云国资统财〔2019〕21 号），第二批 33 户划转企业清产核资等工作正在积极推进中。

另外，按照“大交通”的发展思路，公司与云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南资本”）达成整合其所持航空板块股权的初步意向。考虑到下一步股权整合的需要，公司及子公司先后于 2017 年 9 月、2017 年 12 月、2018 年 1 月、2018 年 6 月向云南资本提供借款累计 36 亿元，借款期限 1 年。2018 年 3 月 27 日，云南资本和公司联合向云南省国资委发文《关于以非公开协议方式转让航空

板块股权的请示》(云资本发〔2018〕64号),云南资本拟将其持有的东航云南公司35%股权、祥鹏航空公司13.32%股权转让给公司。2018年5月11日,公司与云南资本签订《股权转让协议》,云南资本将其持有祥鹏航空公司13.32%的股权作价12.43亿元转让给公司,已于2018年11月27日完成工商变更登记;东航云南公司35%股权转让的相关工作仍在推进中。

总的看,作为云南省综合交通运输领域及相关产业国有资本投资运营的主体,公司定位明确,此次资产重组在交通资源整合、业务板块重组、经营范围拓展等方面进一步支撑公司发展综合交通运输的战略。

## 行业关注

**2018年,我国国民经济维持稳定发展,加之云南省区域经济的平稳发展及高速路网效应的增强,均为高速公路行业发展提供有效支撑,但需关注铁路网建设对高速公路的分流影响**

在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下,2018年,中国经济运行稳中有变,全国实现国内生产总值(GDP)900,309亿元,GDP增速逐季回落,全年GDP同比增长6.6%,虽然达到预期目标,但较上年回落0.2个百分点。总体来看,经济转型与调整是长期过程,多重约束下宏观政策“托底”力度依然有限,大国博弈背景下外部不确定性仍存,2019年中国经济下行压力将继续显现。但是,中国经济迈向高质量发展的方向并未改变,未来随着改革开放政策效应的持续释放,中国经济长期平稳健康发展仍具备一定基础,为交通运输业的发展提供了良好的宏观环境。

从区域情况来看,2018年,云南省生产总值完成17,881.12亿元,比上年同期增长8.9%,增速高于全国水平2.3个百分点。其中,第一产业增加值2,498.86亿元,增长6.3%;第二产业增加值6,957.44亿元,增长11.3%;第三产业增加值8,424.82亿元,增长7.6%。

2017年末,云南省收费公路里程5,240.2公里,占公路总里程242,546公里的2.2%。其中,高速公路4,837.5公里,一级公路395.8公里,独立桥梁隧道6.9公里,占比分别为92.3%、7.6%和0.1%。2018年1~10月,大理至宾川、镇雄至毕节高速公路建成通车,82个项目建成通车17个;截至2018年10月,云南省高速公路通车总里程达5,086公里,较上年末增加248.5公里。2018年云南省实现客货运周转量1,516.19亿吨公里,同比增长9.0%,其中公路货物周转量1,489.23亿吨公里,同比增长9.5%,公路客运周转量269.63亿人公里,同比减少12.5%;铁路货物周转量436.08亿吨公里,同比增长3.7%,铁路客运周转量150.99亿人公里,同比增长14.5%。

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。

此外,根据《云南省中长期及十三五铁路网规划》,十三五期间,云南省铁路建设将在“八出省、五出境”铁路主骨架网框架下,形成“三横四纵”铁路网布局;加快大瑞、丽香、成昆铁路扩能永广段、叙毕等14项铁路在建项目,新开工攀枝花至大理(丽江)、蒙自至文山、保山至六库等铁路项目,到2020年,云南省铁路营运里程预计将达到5,000公里、力争6,000公里,高铁营运里程达到1,700公里。由于城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点,具有较强的客流吸引力,或将对省内公路客运产生较大影响,对高速公路造成一定分流影响。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，同时随着云南省经济的高速发展，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，但铁路规模的扩大预计将会对高速公路造成一定分流影响。

### 高速公路行业呈稳定发展态势，需关注铁路规模的扩大对公路运输的分流影响以及相关政策的变化

公路运输在受宏观经济影响的同时，具有刚性需求的特点，在社会汽车保有量延续双位数增长、居民收入提升消费升级、电子商务日趋发达而促进物流业飞速发展等利好因素支持下，具备持续增长的动力。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 2018 年末，全国公路总里程达 484.65 万公里，较上年末增加 7.31 万公里；公路密度 50.48 公里/百平方公里，较上年增加 0.76 公里/百平方公里；公路养护里程 475.78 万公里，占公路总里程 98.2%。截至 2018 年末，全国四级及以上等级公路里程 446.59 万公里，比上年增加 12.73 万公里，占公路总里程 92.1%，提高 1.3 个百分点。二级及以上等级公路里程 64.78 万公里，增加 2.56 万公里，占公路总里程 13.4%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 14.26 万公里，增加 0.61 万公里；高速公路车道里程 63.33 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.55 万公里，增加 0.33 万公里。

图 1：2014~2018 年全国公路总里程及密度



资料来源：2018 年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理  
运输量方面，2018 年公路运输客流量稍有下滑，但在我过交通运输体系中仍占据主导地位。2018 年，我国旅客运输总量为 179.38 亿人次，比上年下降 3.0%。其中公路完成旅客运输量 136.72

亿人次，比上年减少 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，比上年减少 5.0%；完成公路货运量 395.69 亿吨，同比增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，同比增长 6.7%。

由于铁路在长途运输的成本上要远低于公路，从而对公路形成直接的竞争。2018 年全国铁路行业固定资产投资完成 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达 13.1 万公里，其中高速铁路 2.9 万公里以上。旅客运输方面，2018 年国家铁路旅客发送量 33.75 亿人，增长 9.44%，旅客周转量 14,147 亿人公里，增长 5.13%。铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流影响。

此外，2018 年 12 月 20 日，国家交通运输部再度对外发布《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会公开征求意见。《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但新条例何时出台，目前尚无明确的时间。

总体来看，我国公路路网近年来不断完善，运输量快速增长，但同时我们也关注到铁路规模的扩大对公路运输的分流作用以及相关政策的变化。

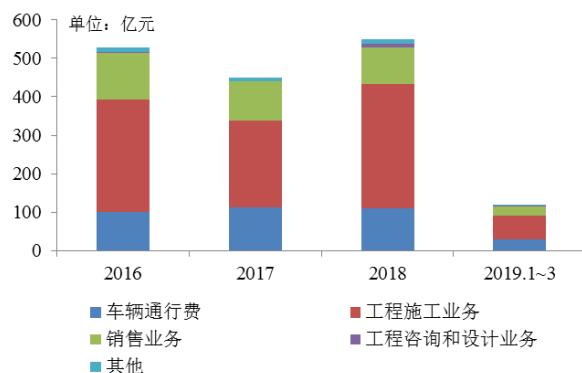
### 业务运营

作为云南省综合交通运输领域及相关产业国有资本投资运营的主力军，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。

2018 年以来，公司调整年度投融资计划，加快在建项目施工推进，工程施工业务收入大幅提升，加之随着云南交科院、云南交规院和云南监理公司纳入合并范围，公司工程咨询和设计业务收入大幅增长，带动公司 2018 年营业收入由上年的 450.09 亿元增至 550.26 亿元，同比增加 22.26%。其中车辆通行费收入 110.25 亿元，同比减少 0.79%，占比 20.04%；工程施工收入 322.70 亿元，同比增加 42.90%，占比 58.65%，仍为公司第一大收入板块；销售业务收入 94.53 亿元，同比减少 8.11%，占比 17.18%；工程咨询和设计业务收入 10.69 亿元，同比增加 1410.68%，占比 1.94%；其他业务收入

12.09 亿元，同比增加 26.45%，占比 2.20%，主要包括房地产开发业务收入、沿线设施开发收入及其他零星业务收入等。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 118.51 亿元，同比增加 33.17%，主要系车辆通行费、工程施工、销售、工程咨询和设计等业务收入增加所致，当期各业务收入金额分别为 28.23 亿元、63.34 亿元、22.00 亿元和 3.36 亿元。

图 2：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司路产规模较大，高速公路业务保持良好发展态势，主要路段车流量实现增长，但通行费收入受收费优惠政策的实施而有所下降，同时在拟建项目的后续资金安排仍需关注。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司新建成通车景文高速、功东高速等 2 条收费公路，以及江召高速法金甸至法雨段、大永高速大理段，合计新增收费

里程 183.47 公里。截至 2019 年 3 月末，公司名下共计 48 条收费公路（江召高速分为江底至法金甸段、法雨至召夸段、法金甸至法雨段，合并按 1 条统计），里程 3,603.61 公里，均为经营性公路，其中高速公路 46 条，收费里程 3,490.65 公里，约占云南省高速公路通车里程的 70.00%；一级公路 2 条，收费里程 112.96 公里。

收费政策方面，2018 年以来公司所属路产收费标准未发生变化，但根据《云南省交通运输厅关于印发深化供给侧结构性改革进一步推进“放管服”改革降低物流成本实施意见的通知》（云交政法〔2017〕37 号）、《云南省交通运输厅关于印发 ETC 云通卡货车用户高速公路通行费优惠措施的通知》（云交费〔2017〕45 号）要求，对办理使用“云通卡”货车用户通行费给予 20% 优惠，此优惠政策仅限于云南省内的高速公路，优惠执行时限为 2017 年 10 月 1 日 0:00 时至 2019 年 9 月 30 日 24:00 时止，以车辆驶离高速公路出口收费车道的时间为准，本优惠不与其他车辆通行费优惠叠加，其余车辆仍按原优惠政策执行。截至 2019 年 3 月末，公司除一级公路及丽江机场高速公路的客车、货车均按车型收费外，其余高速公路实行客车按车型收费、货车计重收费，具体收费标准根据开通收费起始日期而有所不同。

表 1：截至 2019 年 3 月末公司主要路产基本情况

序号	公路名称	计费里程 (公里)	基本费率				收费起止时间	
			车型收费 (元/车公里)	普通路	桥隧	计重收费 (元/吨公里)	普通路	桥隧
1	楚大高速	179.11	0.50	1.20	0.09	0.20	1998/7/18	2028/6/30
2	玉元高速	112.14	0.50	1.20	0.09	0.20	2000/10/28	2030/9/30
3	大保高速	163.41	0.50	1.20	0.09	0.20	2002/10/4	2032/9/30
4	曲胜高速	74.82	0.50	1.20	0.09	0.20	2002/11/6	2032/10/31
5	昆石高速	79.77	0.50	1.20	0.09	0.18	2003/11/16	2033/11/15
6	嵩功高速 (嵩待高速)	51.20	0.50	1.20	0.09	0.20	2003/12/11	2033/11/30
7	元磨高速	146.89	0.50	1.20	0.09	0.20	2003/12/31	2033/11/30
8	砚平高速	66.91	0.50	1.20	0.09	0.20	2004/1/21	2033/12/31
9	安楚高速	131.33	0.50	1.20	0.09	0.20	2005/6/21	2035/5/31
10	思小高速	98.22	0.50	1.20	0.09	0.20	2006/4/9	2036/3/31
11	平锁高速	61.31	0.50	1.20	0.09	0.20	2007/2/12	2037/2/11
12	昆安高速	22.38	0.50	0.56	0.09	0.10	2007/3/15	2037/3/14

13	罗富高速	79.37	0.50	1.20	0.09	0.16	2007/10/27	2037/10/26
14	会待高速 (昭待高速)	37.91	0.50	1.20	0.09	0.20	2007/12/18	2037/12/17
15	新河高速	57.00	0.50	1.20	0.09	0.15	2008/2/29	2038/2/28
16	永元高速	59.46	0.50	1.20	0.09	0.20	2008/4/18	2038/4/17
17	保龙高速	76.67	0.50	1.20	0.09	0.15	2008/4/29	2038/4/28
18	小景高速	17.20	0.50	1.20	0.09	0.13	2008/6/15	2036/3/31
19	水麻高速	135.55	0.50	1.20	0.09	0.13	2008/7/2	2038/7/1
20	元武高速	89.43	0.50	1.20	0.09	0.19	2008/11/28	2038/11/27
21	蒙新高速	84.26	0.50	1.20	0.09	0.13	2009/8/10	2039/8/9
22	丽江机场高速	27.72	0.36	-	-	-	2012/7/27	2042/7/26
23	武昆高速	63.58	0.50	1.40	0.09	0.23	2013/10/26	2043/10/25
24	保腾高速	61.06	0.50	1.40	0.09	0.23	2013/11/6	2043/11/5
25	大丽高速	203.37	0.50	1.40	0.09	0.23	2013/12/30	2043/12/29
26	楚广高速	17.58	0.50	1.40	0.09	0.23	2014/12/29	2044/12/28
27	西石高速	41.24	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/2/16	2045/2/15
28	龙瑞高速	134.53	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/5/30	2045/5/29
29	普宣高速	85.71	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/8/25	2045/8/24
30	待功高速	66.66	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/9/25	2045/9/26
31	昭会高速	104.41	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/9/25	2045/9/26
32	石红高速	55.12	0.50	1.40	0.09	0.23	2015/12/31	2045/12/30
33	小龙高速	47.55	0.50	1.40	0.09	0.23	2016/12/27	2046/12/26
	江召高速 (江底至法金甸段)	32.64	0.50	-	0.09	-	2016/12/30	2046/12/29
34	江召高速 (法雨至召夸段)	29.54	0.50	-	0.09	-	2016/12/30	2046/12/29
	江召高速 (法金甸至法雨段)	49.27	0.50	1.40	0.09	0.23	2018/2/1	2148/1/31
35	曲陆高速	7.04	0.40	-	0.08	-	1999/10/1	2029/9/30
		79.59	0.50	-	0.09	-	2016/12/30	2046/12/29
36	小磨高速	156.87	0.50	1.40	0.09	0.23	2017/9/28	2047/9/28
37	普炭一级	59.14	0.35	-	-	-	2010/11/1	2040/10/31
38	昆嵩高速	13.48	0.43	-	0.08	-	1996/10/26	2026/2/28
39	富龙高速	22.20	0.50	1.19	0.09	0.20	2015/12/28	2045/12/27
40	上鹤高速	60.01	0.50	1.40	0.09	0.23	2016/12/26	2046/12/25
41	瑞陇高速	16.11	0.50	1.40	0.09	0.23	2017/4/8	2047/4/7
42	沾会高速	35.05	0.50	1.40	0.09	0.23	2017/6/23	2047/6/22
43	武易高速	105.26	0.50	1.40	0.09	0.23	2017/6/29	2047/6/28
44	临沧机场高速	16.52	0.50	1.40	0.09	0.23	2017/12/18	2047/12/18
45	楚南一级	53.82	0.35	-	-	-	2017/7/15	2047/7/14
46	大永高速(大理段)	56.84	0.50	1.40	0.09	0.23	2018/4/28	2048/4/27
47	景文高速	30.75	0.50	-	0.09	-	2019/1/18	2049/1/17
48	功东高速	46.61	0.50	1.18	0.09	0.19	2019/1/23	2049/1/22
<b>合计</b>		<b>3,603.61</b>	-	-	-	-	-	-

注: 1、受 2016 年 12 月 27 日小龙高速通车收费的影响, 昆嵩高速起点至昆明北收费站 38.150 公里停止收费, 剩余收费里程为 13.48 公里;  
 2、景文高速有 4.39 公里暂无法通行, 待建成通车后并入功东高速计费;  
 3、功东高速有 0.846 公里暂无法通行, 待建成通车后并入功东高速计费。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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,车流量稳步增长,但通行费收入受优惠政策的实施而有所下降。2018年及2019年1~3月公司日均车流量分别为108.50万辆/日和123.80万辆/日,分别实现车辆通行费收入110.25亿元和28.23亿元;其中2018年公司日均车流量和通行费收入分别较上年增长10.43%和下降0.79%。

从各路段通行量情况来看,2018年,公司所运营主要路段安楚高速、楚大高速、昆石高速、大保高速、元磨高速、玉元高速、小龙高速等日均车流

量分别为6.35万辆/日、6.22万辆/日、8.19万辆/日、4.56万辆/日、2.58万辆/日、5.05万辆/日和5.72万辆/日,合计占当期日均车流量的35.64%;同期,上述七条路产分别实现通行费收入10.90亿元、10.41亿元、7.84亿元、6.16亿元、4.53亿元、4.49亿元和4.30亿元,合计48.62亿元,占当期车辆通行费收入的44.10%。其中,楚大高速、小龙高速分别受昆大丽高铁和新昆嵩高速新开通的分流作用影响,通行量和通行费均有所下降;其余五条路产的通行量较上年均有所增长,但受云南省实施收费优惠政策的影响较大,通行费收入均有所下降。

表2: 2016~2019.Q1公司主要路产经营情况

单位:万辆/日、亿元

序号	路段名称	2016		2017		2018		2019.1~3	
		日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入
1	安楚高速	4.04	7.28	6.84	8.22	8.19	7.84	8.98	2.13
2	楚大高速	3.00	3.84	4.92	4.29	4.94	4.26	5.67	1.05
3	昆石高速	4.91	4.69	3.66	0.81	3.83	0.84	4.41	0.22
4	大保高速	3.73	2.63	5.39	2.68	5.65	2.89	6.62	0.79
5	小龙高速	1.17	1.49	1.74	1.49	1.96	1.63	2.43	0.45
6	玉元高速	1.01	3.49	1.50	4.24	1.64	4.40	1.89	1.14
7	元磨高速	0.83	2.00	1.15	1.87	1.08	1.78	1.11	0.39
8	曲胜高速	1.42	1.60	1.86	1.44	2.03	1.23	2.31	0.30
9	水麻高速	1.00	2.07	1.19	1.66	1.22	1.53	1.47	0.41
10	昭会高速	3.41	4.88	4.65	4.98	5.05	4.49	5.50	1.16
11	大丽高速	2.12	4.90	2.56	4.71	2.58	4.53	3.06	1.19
12	龙瑞高速	1.50	2.58	1.88	2.48	2.03	2.46	2.44	0.67
13	待功高速	1.14	0.52	1.30	0.53	1.47	0.56	1.80	0.16
14	保龙高速	0.53	0.84	0.82	0.87	1.00	0.93	1.13	0.25
15	嵩功高速(原嵩待高速)	0.19	0.34	0.29	0.36	0.28	0.33	0.35	0.09
16	昆安高速	6.11	2.58	7.12	2.57	7.43	2.51	7.95	0.61
17	思小高速	4.74	11.36	6.29	11.77	6.35	10.90	6.60	2.55
18	武昆高速	4.28	11.56	6.72	11.74	6.22	10.41	6.79	2.43
19	曲陆高速	3.82	6.75	4.39	6.96	4.56	6.16	4.96	1.48
20	平锁高速	1.32	2.71	1.88	2.89	1.94	2.59	2.12	0.61
21	罗富高速	1.10	0.33	1.12	0.40	1.16	0.44	0.94	0.11
22	会待高速(原昭待高速)	0.83	0.79	0.89	0.82	0.88	0.76	1.00	0.18
23	砚平高速	1.15	1.26	1.52	1.30	1.61	1.25	1.72	0.31
24	元武高速	1.49	2.25	1.92	2.36	2.18	2.49	2.32	0.62
25	江召高速	0.79	0.79	0.95	1.11	0.84	1.01	0.93	0.25
26	保腾高速	2.40	4.27	2.87	3.98	3.10	4.03	3.33	0.99
27	西石高速	0.24	0.11	0.32	0.14	0.31	0.11	0.31	0.03

28	蒙新高速	1.53	0.95	2.18	1.07	2.43	1.21	2.87	0.33
29	永元高速	1.46	2.65	1.95	3.16	2.01	2.82	2.22	0.70
30	昆嵩高速	0.38	0.26	0.64	0.71	1.50	1.46	2.01	0.47
31	上鹤高速	1.34	2.70	1.83	2.94	2.42	3.15	3.51	0.91
32	普宣高速	1.51	4.10	1.93	4.20	2.02	4.31	2.67	1.19
33	小磨高速	0.18	0.18	0.27	0.26	0.31	0.26	0.39	0.07
34	小景高速	0.24	0.25	0.38	0.33	0.41	0.36	0.44	0.10
35	丽江机场高速	1.60	1.11	2.93	1.91	3.57	2.13	4.35	0.58
36	武易高速	0.06	0.08	6.62	6.28	5.72	4.30	6.32	1.12
37	普炭公路	-	0.00	1.37	1.14	2.73	2.07	3.40	0.54
38	新河高速	0.01	0.00	0.56	0.74	0.67	0.83	0.75	0.21
39	石红高速	0.40	0.34	0.45	0.39	0.53	0.43	0.56	0.11
40	富龙高速	-	-	0.02	0.02	0.04	0.06	0.05	0.02
41	瑞陇高速	-	-	0.32	0.58	1.33	2.20	1.57	0.54
42	楚广高速	-	-	0.43	0.39	0.91	0.73	1.00	0.19
43	沾会高速	-	-	0.50	0.22	0.76	0.32	0.82	0.08
44	楚南公路	-	-	0.11	0.09	0.70	0.70	0.81	0.18
45	临沧机场高速	-	-	0.02	0.01	0.53	0.25	0.61	0.07
46	大永高速 (大理段)	-	-	-	-	0.38	0.30	0.70	0.12
47	景文高速	-	-	-	-	-	-	0.16	0.01
48	功东高速	-	-	-	-	-	-	0.45	0.13
<b>合计</b>		<b>66.97</b>	<b>100.55</b>	<b>98.25</b>	<b>111.13</b>	<b>108.50</b>	<b>110.25</b>	<b>123.80</b>	<b>28.23</b>

注：1、曲陆高速相关收入2015年起并入公司报表，2015年末统计日均车流量；

2、原嵩待公路经合并调整，现更新为“嵩功高速”；

3、在部分资料中，永元、元武两线可能合并统计为永武线，江召高速公路按江召高速江底至法金甸段、江召高速法雨至召夸段、江召高速法金甸至法雨段分段进行统计，故公司所辖公路数量有差异，但总里程一致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

养护支出方面，公司的路产养护主要分为日常养护工程和专项养护。2018年及2019年1~3月，公司分别发生养护支出6.66亿元和0.97亿元，其中2018年的养护支出包括日常养护3.61亿元和专项养护3.05亿元。随着收费公路使用时间的增长及路面磨损程度的增加，公司养护成本预计将呈上升趋势。2019~2023年，公司计划分别安排9.43亿元、9.90亿元、10.39亿元、10.91亿元和11.46亿元用于已通车路产的大修养护。

表3：2019~2023年公司大修养护计划及安排

项目	单位：亿元				
	2019	2020	2021	2022	2023
日常养护	5.06	5.31	5.58	5.86	6.15
专项养护	4.37	4.58	4.81	5.05	5.31
<b>合计</b>	<b>9.43</b>	<b>9.90</b>	<b>10.39</b>	<b>10.91</b>	<b>11.46</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至2019年3月末，公司在建公路合计26个，建设里程合计2,314.56公里，规划总投资3,387.09亿元，已完成投资955.49亿元，2019年计划投资760.00亿元。随着在建项目的推进，公司未来面临一定的资本支出压力。

总的来看，目前公司路产及通行费收入规模很大，未来随着新通车项目的逐年成熟及在建项目的陆续通车，公司通行费收入将逐步增加，但由于项目建设投资较大，加之通车路产的养护支出增加，公司未来面临较大的资金压力。

随着投资力度的加大，2018年公司工程施工业务收入大幅回升，且工程项目储量丰富，为未来施工业务的发展奠定了良好的基础

工程施工业务主要由控股子公司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公司，以下简称“云岭建设”）、云南交投集团公路建设有限公司（原云南公投建设（集团）有限公司，以下简称“公投建设”）负责，其中公投建设拥有公路施工总承包特级资质，两者均拥有公路工程施工总承包一级、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，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，在大部分施工业务中，由业主方先向公投建设和云岭建设等施工方支付10%~20%的预付款，项目开工后业主方根据施工进度定期对工程量进行计量，然后扣除3%的质量保证金和3%的农民工保证金后拨付工程款；工程完成至总工程量的30%后，业主方按比例扣回多余的预付款；工程完工并通过交工验收后，业主方退回部分质量保证金和农民工保证金；项目竣工校验并通过政府审计后，退回剩余质量保证金。具体付款时间根据项目的施工进展和业主的资金情况来确定。

2015年公司进行集团化改革，对公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，两家子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，主要系与政府合作的高速公路PPP项目，使得施工业务规模大幅提升。2018年以来，宏观经济有所好转，公司加快了投资节奏，增加全年投资计划总额，当年工程施工收入有所提升，2018年公司工程施工收入为322.70亿元，较上年增长42.90%；2019年1~3月，随着工程项目的结算，当期实现工程施工收入63.34亿元，较上年同期增加27.47%。

随着云南省高速公路建设里程的不断增长，公投建设和云岭建设工程施工业务承接情况较好，项目储备充足。2018年及2019年1~3月，该业务签订合同金额分别为806.54亿元和2.44亿元，其中2018年较上年增加11.78%；截至2019年3月末，公投建设和云岭建设在建工程施工项目共92个，概算总投

资额1,650.58亿元，在手项目充足。

公司的销售业务以满足自身工程施工业务需求为主，2018年该业务收入规模继续萎缩，但随着子公司股权的划入，工程咨询业务规模有所扩大，同时加大对公路沿线的开发，成为公司收入的有益补充

公司于2015年起开始集团化改革，大力度发展建筑材料贸易业务和油品销售业务，销售的业务品种主要为钢材、水泥、沥青、石油等路产建设所需材料，销售对象多为公司本部建设项目。随着宏观经济持续低迷及外部项目的主动压缩，公司销售业务逐年放缓，2018年及2019年1~3月公司分别实现销售收入94.53亿元和22.00亿元，其中2018年较上年减少8.11%。

公司工程咨询业务主要为公路工程设计和咨询等相关业务，原主要由云南云岭高速公路工程咨询有限公司及云南云岭高速公路交通科技有限公司负责运营，随着云南交科院、云南交规院和云南监理公司等纳入合并范围，2018年以来该业务规模及收入大幅增长。2018年及2019年1~3月公司分别实现工程咨询和设计收入10.69亿元和3.36亿元，其中2018年较上年大幅增长1410.68%。

公司其他业务主要包括公路沿线设施开发及房地产开发业务，其中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，2018年及2019年1~3月公司分别实现沿线设施开发业务收入4.03亿元和0.69亿元，其中2018年较上年增长23.15%。

综上所述，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工程施工、咨询、设计、沿线开发及广告等高速公路相关产业，2017年公司主业收费公路业务稳定提升，其他各业务板块受投资策略调整而有所收缩，中诚信证评将对其后续经营改善情况保持持续关注。

## 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

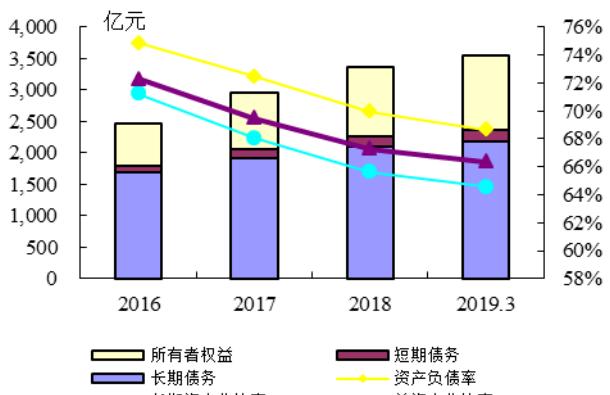
2016 年、2017 年、2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，均为合并口径。

## 资本结构

随着在建高速公路及工程施工项目的不断推进，公司资产规模持续增长，2018 年末资产总额为 3,657.16 亿元，同比增长 11.70%。随着资本支出需求的增大，公司负债规模也随之增加，2018 年末负债总额为 2,558.17 亿元，同比增长 7.80%，主要是长期借款增加所致。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，加之其他权益工具和少数股东权益的增加，截至 2018 年末所有者权益合计 1,098.98 亿元，较上年增长 21.99%，主要是由于 2018 年收到车辆购置税补助资金、公路建设项目的征地拆迁费、地方政府补偿款以及无偿划入云南省交通科学研究院、云南省监理咨询公司和云南省交通规划设计院等使得公司资本公积当期合计增加 63.00 亿元，此外公司参与投资多条 PPP 模式的高速公路项目，在该模式下引入了多方社会资本投资者，使得少数股东权益当期增加 93.79 亿元，同时公司还成功发行一支可续期信托贷款，本金 25.00 亿元，初始借款期限设定为 3 年，初始借款期限届满后每 1 年为一个延续借款期限，初始贷款利率为固定利率 7.00%/年。截至 2019 年 3 月末，公司收到云南省财政厅拨入资本金 72.67 亿元，政府无偿划入港航投资公司、云路沥青等 15 家公司增加资本公积 18.13 亿元，少数股东权益增加 17.58 亿元，港航投资公司收中央补助资金 3.00 亿元，同时保泸和玉临项目调减国开基金投资 20.00 亿元，公司总资产和净资产分别随之增至 3,808.42 亿元和 1,193.85 亿元，总负债增至 2,614.58 亿元。

杠杆比例方面，随着权益资本的增加，公司财务杠杆水平有所下降，但仍处于较高水平。2018 年末，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 69.95% 和 67.27%，同比分别下降 2.53 个百分点和 2.22 个百分点。2019 年 3 月末，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 68.65% 和 66.39%。

图 3：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，资产结构基本稳定。2018 年末，公司非流动资产 3,116.91 亿元，同比增加 12.26%，占总资产的比例为 85.23%，主要由固定资产和无形资产构成。公司固定资产主要是公路及构筑物、房屋及建筑物、安全设施等，根据云南省财政厅云财企〔2008〕43 号文件，公司自 2007 年起对固定资产中公路及构筑物暂不计提折旧；2018 年末公司固定资产 2,071.84 亿元，同比增加 3.52%，主要为江召高速法金甸至法雨段、云南交投高速公路服务区新建和改扩建工程等项目完工转入所致。公司无形资产主要是收费公路 BOT 项目的特许经营权及在建的 BOT 项目，完工后采用工作量法在收费路桥经营期限内进行摊销，2018 年末公司无形资产为 928.09 亿元，同比增长 43.58%，主要为在建 BOT 项目的建造成本增加所致。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产为 3,169.40 亿元，主要包括固定资产 2,080.75 亿元和无形资产 957.31 亿元，其中无形资产较 2018 年末增加 29.22 亿元，系在建 BOT 项目的建造成本增加所致。

2018 年末，公司流动资产 540.25 亿元，同比增加 8.56%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。同期，公司货币资金 210.44 亿元，同比减少 23.03%，其中 2.01 亿元货币资金因作为保证金而受限。其他应收款主要包括应收云南大昭高速公路投资开发有限公司 20.89 亿元、云南华丽高速公路投资开发有限公司 20.00 亿元、云南省国有资本运营有限公司 9.97 亿元、西双版纳州人民政府 8.00 亿元、云南云路房地产开发经营有限公司 4.55 亿

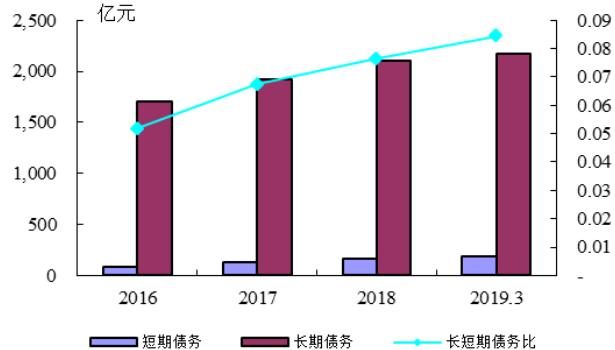
元，应收对象均为云南当地企事业单位，账龄1~4年之间不等，公司按照资金成本收取一定的利息；2018年末公司其他应收款由上年的70.56亿元增至102.58亿元，同比增加45.37%。存货主要是在建的工程施工项目、原材料及房地产开发产品等，2018年末公司存货为87.55亿元，同比增加39.36%，主要是建造合同形成的已完工未结算资产增加所致。截至2019年3月末，公司流动资产639.02亿元，主要包括货币资金266.76亿元、其他应收款120.98亿元和存货104.37亿元。

从负债方面来看，公司负债以非流动负债为主，负债结构也基本稳定。2018年末公司非流动负债2,107.02亿元，占负债总额的比重为82.36%，同比增加9.27%，系长期借款和应付债券大幅增加所致。2018年末，公司长期借款为1,693.55亿元，同比增长10.05%，主要为质押借款，质押标的为公司高速公路收费权，另有少量保证借款和信用借款。公司长期应付款主要是应付融资租赁款以及公司与招商资产管理有限公司、工银瑞信投资管理有限公司签订的资产支持专项计划，2018年末公司长期应付款259.35亿元，同比增加19.48%，主要是公司以嵩功高速2018年12月19日起至2033年10月20日的车辆通行费收益权为基础资产设立的资产支持专项计划在2018年11月成功发行，募集资金规模30亿元。应付债券是公司发行的直接融资工具，发行利率在3.16%~7.00%之间，2018年末公司应付债券余额为145.31亿元，同比减少12.41%，主要是20亿元“13滇公路投债”和19.97亿元“14云南公开MTN001”临近到期而转入一年内到期的非流动负债所致。截至2019年3月末，公司非流动负债为2,183.75亿元，较2018年末增加76.73亿元，主要系长期借款增加69.58亿元至1,763.13亿元、长期应付款增加10.00亿元至269.35亿元所致。

有息债务方面，近年来为在建项目的资金需求，公司债务呈逐年增长趋势，且以长期债务为主。截至2018年末及2019年3月末，公司总债务分别为2,258.52亿元和2,357.69亿元，长期债务分别为2,098.20亿元和2,173.86亿元，其中2018年较上年末分别增加10.10%和9.18%，长短期债务比均为

0.08倍。总的看，公司债务以长期为主，符合其业务发展特点。

图4：2016~2018年末及2019年3月末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务到期分布来看，2019~2022年、2023年及以后公司到期债务本金分别为160.32亿元、224.33亿元、175.53亿元、125.50亿元和1,572.84亿元，公司债务主要集中在2023年及以后到期，中期内的偿债高峰期为2020年，需偿还债务本金224.33亿元，目前看短期偿债压力相对较小。

表4：截至2018年末公司债务到期分布情况

	单位：亿元				
	2019	2020	2021	2022	2023及以后
到期债务	160.32	224.33	175.53	125.50	1,572.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018年以来随着业务的发展及股东方资产的注入，公司资产规模稳定增长，债务规模亦持续扩大，债务结构仍较为合理，负债水平有所下降但仍偏高，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

如前所述，2018年以来，公司工程施工及销售业务大幅提升，同时随着云南交科院、云南交规院和云南监理公司纳入合并范围，公司工程咨询和设计业务收入大幅增长，带动公司2018年营业收入由上年的450.09亿元增至550.26亿元，同比增加22.26%。2019年1~3月，公司实现营业收入118.51亿元，同比增加33.17%。

毛利率方面，2018年公司综合营业毛利率为24.44%，较上年下降1.50个百分点，主要是由于低毛利的工程施工业务收入占比上升，加之房地产业务发生亏损，拉低了公司整体的营业毛利率。分

业务板块来看，受收费优惠政策实施的影响，2018年公司车辆通行费业务毛利率为69.66%，同比下降2.93个百分点；2018年公司工程施工业务毛利率为13.55%，同比上升2.28个百分点；物资销售

业务毛利率仅为5.81%，同比下降0.10个百分点。2019年1~3月，公司营业毛利率为26.84%，保持增长态势。

表5：2016~2018年及2019年1~3月公司营业收入及毛利率分析

项目	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车辆通行费	100.55	69.29	111.13	72.59	110.25	69.66	28.23	77.09
工程施工工业务	291.75	13.88	225.82	11.27	322.70	13.55	63.34	11.44
销售业务	122.12	2.64	102.86	5.91	94.53	5.81	22.00	1.93
工程咨询和设计业务	2.06	60.00	0.71	47.95	10.69	47.22	3.36	46.50
其他	12.02	29.10	9.56	43.99	12.09	28.21	1.58	51.96
<b>合计</b>	<b>528.49</b>	<b>22.35</b>	<b>450.09</b>	<b>25.94</b>	<b>550.26</b>	<b>24.44</b>	<b>118.51</b>	<b>26.84</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2018年，公司期间费用合计100.28亿元，同比增长9.75%，期间费用收入占比降至18.23%，较上年下降2.07个百分点。其中，财务费用随着负债规模的扩张而增至86.38亿元，同比增加5.79%，占期间费用的比重为86.14%；随着合并范围的扩大及高速公路建设项目持续推进，公司下属子公司逐渐增多，2018年公司管理费用由上年的7.96亿元增至11.19亿元，同比增加40.53%。2019年1~3月，公司期间费用合计25.86亿元，主要包括财务费用23.82亿元，期间费用收入占比增至21.82%。整体来看，近年公司期间费用较大，对利润总额产生一定吞噬，期间费用控制能力有待加强。

表6：2016~2018年及2019年1~3月公司期间费用分析

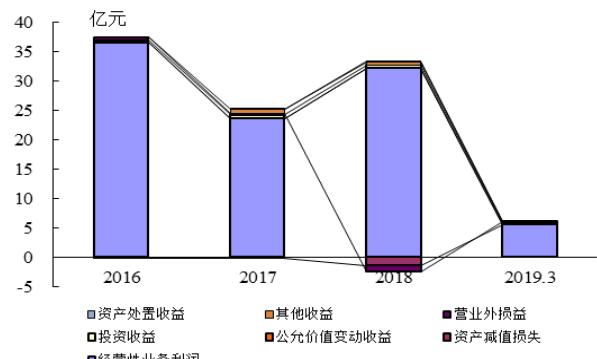
	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	1.16	1.76	2.25	0.50
管理费用	5.05	7.96	11.19	1.49
财务费用	72.11	81.65	86.38	23.82
研发费用	-	-	0.47	0.04
期间费用合计	78.32	91.37	100.28	25.86
营业收入	528.49	450.09	550.26	118.51
期间费用收入占比	14.82	20.30	18.23	21.82

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和其他收益构成。其中，受营业

收入大幅增长的影响，公司经营性业务利润由上年的23.59亿元大幅增至32.15亿元，同比增加36.31%；同期，公司发生实现投资收益0.54亿元和其他收益0.56亿元，其中其他收益主要是政府拨付的一级公路补差、扶持资金、建设资金等补助。2018年公司实现利润总额30.83亿元，同比增加23.53%，全年实现净利润20.92亿元，同比增加19.32%。2019年1~3月，公司实现利润总额6.00亿元，主要包括经营性业务利润5.52亿元和投资收益0.33亿元。

图5：2016~2018年及2019年1~3月公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

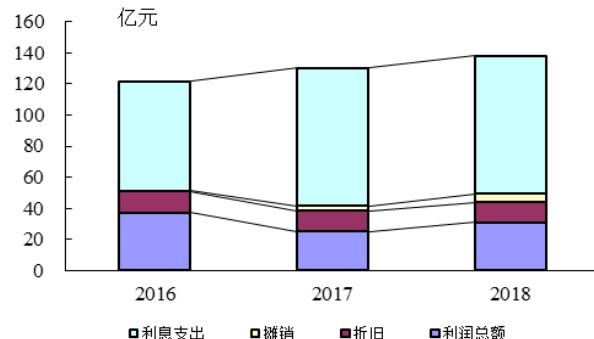
总体来看，随着业务范围的拓展，2018年公司工程咨询和设计业务收入大幅增长，同时在工程施工工业务顺利开展的带动下，公司营业收入及利润总额大幅增长，整体盈利能力较好。

### 偿债能力

获现能力方面，公司EBITDA主要由利息支

出、利润总额和折旧构成。2018年公司利润总额大幅增加,带动EBITDA由上年的130.27亿元增至138.22亿元,同比增长6.10%。

图6: 2016~2018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

从偿债指标来看,受债务规模大幅增长的影响,EBITDA对债务本息的保障程度有所弱化,2018年公司总债务/EBITDA由上年的15.75倍增至16.34倍,EBITDA利息保障倍数为1.34倍,与上年持平。整体来看,公司EBITDA尚能对债务利息的偿还形成有效保障,但对债务本金的保障能力较弱。

现金流方面,2018年,公司工程施工业务开展顺利,销售商品、提供劳务收到的现金流大幅增加,带动当期经营活动净现金流由上年的63.06亿元增至164.83亿元,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0.07倍和1.60倍,同比分别增加0.04倍和0.95倍,公司经营活动净现金流对债务本金的偿付保障能力较弱,而对债务利息的保障能力较好。

表7: 2016~2018年公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018
长期债务(亿元)	1,699.56	1,921.80	2,098.20
总债务(亿元)	1,787.60	2,051.26	2,258.52
EBITDA(亿元)	121.75	130.27	138.22
经营性净现金流(亿元)	99.01	63.06	164.83
资产负债率(%)	74.85	72.48	69.95
总资本化比率(%)	72.28	69.48	67.27
EBITDA利息倍数(X)	1.46	1.34	1.34
总债务/EBITDA(X)	14.68	15.75	16.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.03	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	1.19	0.65	1.60

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2019年3月末,公司获得的银行授信总额合计4,960.71亿元,其中已使用2,600.87亿元,未使用授信额度2,359.84亿元,备用流动性充足。

受限资产方面,截至2019年3月末,公司账面价值1,673.36亿元公路收费权及0.31亿元土地使用权因抵质押借款而受限,另有227.76亿元公路及构筑物因系融资租赁入资产而受限,还有2.12亿元货币资金因作为保证金而受限,受限规模合计1,903.54亿元,占总资产的比重为49.98%,受限规模较大,对公司资产流动性造成一定影响。

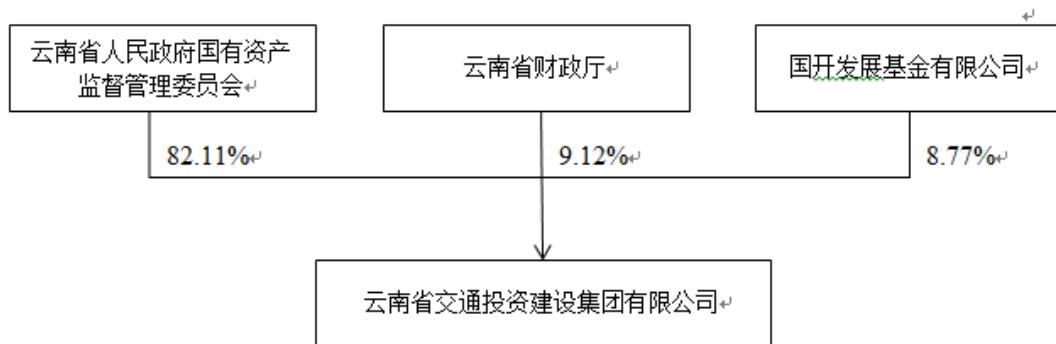
或有事项方面,截至2019年3月末,公司无对外担保所形成的或有负债风险;公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看,随着债务规模的增长,2018年公司EBTIDA、经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所改善,公司债务结构较为合理,车辆通行费业务能为公司带来稳定增长的收入和利润,经营所得依然能够对其债务本息的偿付提供有效保障,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交投信用等级为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：云南省交通投资建设集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：云南省交通投资建设集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



## 附三：云南省交通投资建设集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	2,319,400.83	2,733,884.74	2,104,394.66	2,667,592.65
应收账款	267,760.04	369,108.27	641,105.26	633,638.50
存货	596,458.69	628,202.76	875,485.93	1,043,716.14
流动资产	4,322,309.53	4,976,629.64	5,402,496.84	6,390,189.25
长期投资	800,058.93	845,738.72	1,102,587.88	1,173,782.86
固定资产合计	22,016,752.64	20,365,750.85	20,740,463.62	20,905,130.27
总资产	27,263,752.06	32,740,691.75	36,571,560.74	38,084,221.40
短期债务	880,388.80	1,294,604.68	1,603,197.97	1,838,291.03
长期债务	16,995,582.69	19,218,033.35	20,982,043.52	21,738,572.04
总债务	17,875,971.49	20,512,638.03	22,585,241.48	23,576,863.07
总负债	20,407,303.95	23,731,697.90	25,581,722.03	26,145,757.38
所有者权益 (含少数股东权益)	6,856,448.11	9,008,993.86	10,989,838.70	11,938,464.02
营业总收入	5,284,936.79	4,500,861.33	5,502,551.84	1,185,108.95
期间费用前利润	1,148,995.07	1,149,620.48	1,324,381.54	313,824.21
投资收益	2,939.89	6,127.54	5,399.53	3,327.54
净利润	282,128.24	175,313.21	209,190.63	37,961.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,217,516.61	1,302,737.74	1,382,166.03	-
经营活动产生现金净流量	990,139.30	630,585.67	1,648,253.25	38,602.07
投资活动产生现金净流量	-4,126,820.80	-3,870,656.59	-5,302,626.84	-871,851.14
筹资活动产生现金净流量	4,072,859.18	3,653,402.20	3,011,647.90	1,395,432.68
现金及现金等价物净增加额	936,177.68	413,331.28	-642,725.70	562,183.62
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	22.35	25.94	24.44	26.84
所有者权益收益率 (%)	4.11	1.95	1.90	1.27*
EBITDA/营业总收入 (%)	23.04	28.94	25.12	-
速动比率 (X)	1.10	0.98	1.00	1.24
经营活动净现金/总债务 (X)	0.06	0.03	0.07	0.01*
经营活动净现金/短期债务 (X)	1.12	0.49	1.03	0.08*
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.19	0.65	1.60	0.13
EBITDA 利息倍数 (X)	1.46	1.34	1.34	-
总债务/EBITDA (X)	14.68	15.75	16.34	-
资产负债率 (%)	74.85	72.48	69.95	68.65
总资本化比率 (%)	72.28	69.48	67.27	66.39
长期资本化比率 (%)	71.25	68.08	65.63	64.55

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019年一季度带“\*”的指标已经年化处理；

3、公司“其他流动负债”和“长期应付款”中包含有息债务，故中诚信证评已将其分别调整至“短期债务”或“长期债务”核算。

#### 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

期间费用前利润=营业总收入-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

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/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

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级,还本付息能力很强,安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强,安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般,安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低,有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低,违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注:每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。