

云南省交通投资建设集团有限公司

2016 年公开发行公司债券（第一期）、（第二期）

跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：周 飞 [fzhou@ccxi.com.cn](mailto:fzhou@ccxi.com.cn)

项目组成员：洪少育 [shyhong@ccxi.com.cn](mailto:shyhong@ccxi.com.cn)

电话：(027)87339288

2020 年 6 月 23 日

## 声 明

- 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。
- 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。
- 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020] 跟踪 1240 号

**云南省交通投资建设集团有限公司：**

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 滇路 01”、“16 滇路 02”和“16 滇路 03”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**

**二零二零年六月二十三日**

**评级观点:** 中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 滇路 01”、“16 滇路 02”和“16 滇路 03”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、公司突出的区域行业地位、交通运输部和云南省政府的大力支持、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较大、资本支出压力或将上升、债务规模持续增长、路桥收费业务受新冠肺炎疫情影响较大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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	3,274.07	3,657.16	4,427.72	4,520.10
所有者权益合计（亿元）	900.90	1,098.98	1,297.92	1,333.82
总负债（亿元）	2,373.17	2,558.17	3,129.80	3,186.28
总债务（亿元）	2,051.26	2,258.52	2,675.64	2,791.79
营业总收入（亿元）	450.09	550.26	754.03	145.67
经营性业务利润（亿元）	24.30	32.71	32.27	-5.01
净利润（亿元）	17.53	20.92	21.70	-7.68
EBITDA（亿元）	130.27	138.22	167.09	-
经营活动净现金流（亿元）	63.06	164.83	141.99	-18.69
收现比(X)	1.05	1.02	0.93	1.18
营业毛利率(%)	25.94	24.44	20.35	16.00
应收类款项/总资产(%)	3.31	4.58	5.45	4.83
资产负债率(%)	72.48	69.95	70.69	70.49
总资本化比率(%)	69.48	67.27	67.34	67.67
总债务/EBITDA(X)	15.75	16.34	16.01	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.34	1.34	1.26	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充表，相关指标失效；3、2017 年~2020 年一季报将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；4、2017 年将“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算。

## 正面

**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。**近年来云南省经济稳步增长，2019 年全省实现 GDP 23,223.75 亿元，同比增长 8.1%，为高速公路行业的发展提供了良好外部环境。

## 同行业比较

部分省级交投企业主要指标对比表

公司名称	收费里程 (公里)	通行费收入 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
云南交投	3,712.47*	120.31*	4,427.72	70.69	754.03	21.70	141.99
浙江交投	2,871.00	161.01	4,809.45	66.88	1,504.72	79.25	195.51
四川交投	4,268.92	149.41	3,924.79	63.88	567.81	17.85	65.19
陕西交建	2,878.84	104.68	3,033.14	70.91	125.16	4.96	83.30

注：1、“浙江交投”为“浙江省交通投资集团有限公司”简称；“四川交投”为“四川省交通投资集团有限责任公司”简称；“陕西交建”为“陕西省交通建设集团公司”简称。2、收费里程为各企业 2019 年 3 月末数据，标\*数据统计节点为 2020 年 3 月末；通行费收入为各企业 2018 年数据，标\*数据统计期间为 2019 年；财务指标为各企业 2019 年年报数据。

## 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 滇路 01	AAA	AAA	20.00	16.76	2016/03/25~2021/03/25 (3+2)
16 滇路 02	AAA	AAA	3.00	2.45	2016/11/10~2021/11/10 (3+2)
16 滇路 03	AAA	AAA	7.00	7.00	2016/11/10~2021/11/10

注：1、“16 滇路 01”和“16 滇路 02”附第 3 年末公司调整票面利率和投资者回售选择权。

资料来源：中诚信国际整理

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 滇路 01”共募集资金 20.00 亿元，用于偿还借款和补充营运资金。“16 滇路 02”共募集资金 3.00 亿元，用于偿还借款和补充营运资金。“16 滇路 03”共募集资金 7.00 亿元，用于偿还借款和补充营运资金。截至 2020 年 3 月末，上述募集资金均已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺

激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际**认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，从各种方式的运输量来看，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 2018 年末，全国收费公路里程 16.81 万公里，占公路总里程 484.65 万公里的

3.5%。按技术等级划分，高速公路 13.79 万公里，一级公路 1.96 万公里，二级公路 0.97 万公里，独立桥梁及隧道 951 公里，占比分别为 82.0%、11.7%、5.7% 和 0.6%。按属性划分，政府还贷公路里程 9.33 万公里，占全国收费公路里程的 55.5%；经营性公路里程 7.48 万公里，占全国收费公路里程的 44.5%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.26 万公里，经营性高速公路 6.53 万公里。

图 1：2017 年~2018 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2018 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，较上年增加 1.73 公里/百平方公里。公路养护里程 495.31 万公里，占公路总里程 98.8%。全国等级公路里程 469.87 万公里，比上年末增加 23.29 万公里，等级公路占公路总里程的 93.7%，同比提高 1.6 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 67.20 万公里，较上年末增加 2.42 万公里，占公路总里程的 13.4%，与上年持平。

图 2：2015 年~2019 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2019 年交通运输行业发展统计公报，中诚信国际整理

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，2019 年承担了国内约 72.99%

的货物运输量和约 73.92% 的旅客运输量。周转量方面，2019 年我国公路货物运输周转量为 59,636.4 亿吨公里；旅客运输周转量为 8,857.1 亿人公里，同比下降 4.6%，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。2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，‘公转铁’相关政策陆续出台。在

结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

表 1：2019 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 (%)
铁路	30,074.7	4.4	43.2	7.2	14,706.6	4.0	36.6	8.4
公路	59,636.4	-	343.5	-	8,857.1	-4.6	130.1	-4.8
水运	103,963.0	5.0	74.7	6.3	80.2	0.8	2.7	-2.6
民航	263.2	0.3	0.08	2.0	11,705.1	9.3	6.6	7.9
管道	5352.2	1.0	9.1	1.8	-	-	-	-
<b>运输总量</b>	<b>199,289.5</b>	<b>-</b>	<b>470.6</b>	<b>-</b>	<b>35,349.1</b>	<b>3.3</b>	<b>176.0</b>	<b>-1.9</b>

资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至 2019 年末高速公路总里程已达 14.96 万公里，2019 年全年高速公路建设完成投资 11,504 亿元，路网效应进一步加强。2018 年 6 月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018~2020 年）》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到 2020 年，“高速公路总里程将达到 15 万公里，基本覆盖城镇人口在 20 万及以上城市及地级行政中心”。据此，未来三年我国高速公路建设仍将保持一定增速。

中诚信国际认为，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，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式**

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%。

2019 年，全国完成公路建设投资 2.19 万亿元，比上年增长 2.6%。其中，高速公路建设完成 11,504

亿元，同比增长 15.4%；普通国省道建设完成投资 4,924 亿元，同比下降 10.3%；农村公路建设完成投资 4,663 亿元，同比下降 6.5%。

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 2018 年末，全国收费公路累计建设投资总额 88,823.5 亿元，比上年末净增 6,479.5 亿元，增长 7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资 44,870.5 亿元，经营性公路累计建设投资 43,953.0 亿元。

截至 2018 年末，全国收费公路债务余额 56,913.6 亿元。按技术等级分，高速公路 53,666.2 亿元，一级公路 2,030.5 亿元，二级公路 113.4 亿元，独立桥梁及隧道 1,103.5 亿元，占比分别为 94.3%、3.6%、0.2% 和 1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 30,536.1 亿元，经营性公路 26,377.5 亿元。2018 年，全国收费公路通行费收入为 5,552.4 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 3,645.3 亿元，除支付当年 2,647.9 亿元利息外，还可还本 997.4 亿元。

**表 2：2018 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（2）	投资总额（3）	债务余额
政府还贷公路	12,922.5	31,948.0	44,870.5	30,536.1
经营性公路	14,122.2	29,830.8	43,953.0	26,377.5
<b>合计</b>	<b>27,044.7</b>	<b>61,778.8</b>	<b>88,823.5</b>	<b>56,913.6</b>

注：(1)+(2)=(3)。

资料来源：《2018 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 3：2019 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(%)
山东高速集团有限公司	847.93	31.09	7,217.50	70.94
江苏交通控股有限公司	511.16	37.55	5,373.50	59.17
浙江省交通投资集团有限公司	1,504.72	15.17	4,809.45	66.88
云南省交通投资建设集团有限公司	754.03	20.35	4,427.72	70.69
四川省交通投资集团有限责任公司	567.81	21.73	3,924.79	63.88
福建省高速公路集团有限公司	163.66	60.32	3,439.02	70.92
陕西省交通建设集团公司	125.16	66.29	3,033.14	70.91
陕西省高速公路建设集团公司	120.41	63.50	2,197.38	68.02
北京市首都公路发展集团有限公司	130.37	27.60	2,136.11	57.19
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(%)
宁沪高速	100.78	54.59	556.25	41.24
山东高速股份	74.45	50.03	803.60	57.21
赣粤高速	50.39	35.80	350.02	51.25
深高速	61.68	43.42	449.24	53.87
四川成渝	64.08	38.94	377.20	57.18
中原高速	63.86	55.23	488.13	75.00
福建高速	29.04	62.67	171.72	31.67
皖通高速	29.46	56.82	159.20	27.33

注：1、福建省高速公路集团有限公司对政府还贷公路不计提折旧，陕西省交通建设集团公司和陕西省高速公路建设集团公司对高速公路不计提折旧，营业毛利率高；2、福建省高速公路集团有限公司财务指标为 2018 年末数据。

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。

**中诚信国际认为，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，但正式颁布时间仍未确定**

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

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。

**表 4：近年来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	-	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。
《两部门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。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市人民政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在2015年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

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。

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例(修订草案)》(以下简称“修订草案”)，较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》(以下简称“《方案》”)，提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设完善高速公路收费体系，2019年底前各省(区、市)高速公路入口车辆使用ETC比例达到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车(轴)型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，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，大幅提升了收费公路设置门槛，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。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，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。

**中诚信国际认为，国家相继出台的燃油税费改革、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政策对收费公路行业形成一定负面影响，但负面影响减弱；《条例》虽然在一定程度上防控高速公路的债务风险，为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金，但颁布时间尚未确定。**

**新冠肺炎疫情叠加复工延迟对交通运输产业造成一定冲击，公路客运量及货运量短期内下降明显，长期有望实现反弹；疫情对收费公路行业的经营活动短期造成一定负面影响，长期影响较为可控**

受春节假期、交通管制和延迟复工等因素影响，公路客运量短期内下降明显。由于新冠疫情对人们心理造成的持续影响，公路客运受影响程度和时间跨度更大，即使在疫情稳定的一段时期内仍会导致公路客运量的同比下滑，疫情蔓延且交通管制措施将直接导致人员出行减少、公路客运量短暂性快速下降。同时，人员出行减少带来的消费下降、春节期间延长及各省企业复工时间延迟，使得社会生产短期内同比大幅下滑，进而使得公路货运量短暂性下降。此外，疫情全球“大流行”可能引发的人员及贸易限制预计会对国内进出口产生一定影响，进而影响公路货运量。

目前，新冠疫情的爆发对全国公路运输的短期冲击已经显现。以云南省为例，2020年1~3月，云

南省自年初累计完成公路运输客运量 0.42 亿人，旅客周转量 35.16 亿人公里，与去年同比分别下降 51.44% 和 52.58%，完成货运量 2.38 亿吨，货物周转量 207.23 亿吨公里，分别比去年同期下降 9.85% 和 5.07%。公路累计综合周转量为 210.74 亿吨公里，同比下降 6.63%<sup>1</sup>。此外，为保障疫情防控物资的运输并助力企业复工复产，根据交通运输部下达的通知，自 2 月 17 日零时起全国收费公路免收车辆通行费，并于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。

**中诚信国际认为，免收费政策对收费公路行业的收入和盈利能力短期内产生一定不利影响，目前后续相关补偿政策尚未确定。从长期看，疫情得到有效控制后公路货运和客运量有望实现反弹，疫情对收费公路行业的长期影响较为可控。**

### 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、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。

近年来，云南省地方经济保持较快发展，2017~2019 年，云南省地区生产总值(GDP)分别为 16,531.34 亿元、17,881.12 亿元和 23,223.75 亿元，2019 年全省 GDP 比上年增长 8.1%，增速高于全国水平 2.0 个百分点。其中，第一产业完成增加值 3,037.62 亿元，增长 5.5%；第二产业完成增加值 7,961.58 亿元，增长 8.6%，第三产业完成增加值 12,224.55 亿元，增长 8.3%。三次产业结构由上年

的 14.0:38.9:47.1 调整为 13.1:34.3:52.6。

在地区经济快速发展的同时，云南省固定资产投资规模稳步增长，投资结构趋于优化。2017 年，云南省固定资产投资（不含农户）为 18,474.89 亿元，2018 年以及 2019 年同比增长分别达到 11.6%、8.5%，分三次产业看，2019 年第一产业投资增长 25.5%，第二产业投资增长 11.8%，第三产业投资增长 7.0%。民间固定资产投资增长 20.3%，基础设施投资增长 6.1%。

图 3：2015~2019 年云南省 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：云南省统计局，中诚信国际整理

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

<sup>1</sup> 数据来源于云南省交通运输厅于 2020 年 4 月 16 日公布的《2020 年 3 月份云南省公路运输量情况》。

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 16 个州市、125 个县市区通高速公路。云南省计划“十三五”期间建成高速公路 6,000 公里，通车里程达到 10,000 公里；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。

### 公司路产规模很大，通行费收入规模稳定；新通车

表 5：截至 2020 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	
			客车基本费率 (元/车·公里)		货车基本费率 (元/车·公里)		起始	结束		
			普通路	桥隧	普通路	桥隧				
高速公路										
1	楚大高速	179.11	0.50	1.20	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.40	0.89	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	1.00	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	0.45	0.49	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	0.45	0.82	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	0.45	0.99	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	0.45	0.77	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	0.45	1.00	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	0.45	0.74	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	0.45	0.64	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	0.45	0.63	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	0.45	0.97	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	0.45	0.67	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	-	0.36	-	2012 年 7 月 27 日	2042 年 7 月 26 日	经营性	

**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，公司或将面临较大的资金压力**

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 2020 年 3 月末，公司共经营管理收费公路 49 条（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），收费里程 3,712.47 公里；其中，高速公路 47 条，收费里程 3,599.51 公里，占云南省高速公路通车里程的比重在 60.00% 以上；一级公路 2 条，里程达 112.96 公里。2019 年和 2020 年一季度，公司新增通车路产主要系麻昭高速，新增通车里程 108.86 公里。云南省高速公路网是以昆明为中心的放射性网络，公司运营高速公路大部分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。

23	武昆高速	63.58	0.50	1.40	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	-	0.45	1.15	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	-	0.45	-	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	0.45	1.15	2018年2月1日	2048年1月31日	经营性
35	曲陆高速	7.04	0.40	-	0.45	-	1999年10月1日	2029年9月30日	经营性
		79.59	0.50	-	0.45	-	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	0.45	1.15	2017年9月28日	2047年9月28日	经营性
37	昆嵩高速	13.48	0.43	-	0.40	-	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	0.45	0.99	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	0.45	1.15	2016年12月26日	2046年12月25日	经营性
40	瑞陇高速	16.48	0.50	1.40	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	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	0.45	1.15	2017年12月18日	2047年12月18日	经营性
44	大永高速(大理段)	56.84	0.50	1.40	0.45	1.15	2018年4月28日	2048年4月27日	经营性
45	景文高速	30.75	0.50	-	0.45	-	2019年1月18日	2049年1月17日	经营性
46	功东高速	49.61	0.50	1.18	0.45	0.95	2019年1月23日	2049年1月22日	经营性
47	麻昭高速	105.49	0.50	1.40	0.45	1.15	2015年12月25日	2045年12月26日	经营性
<b>高速公路小计</b>		<b>3,599.51</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>一级公路</b>									
48	普炭一级	59.14	0.35	-	0.35	-	2010年11月1日	2040年10月31日	经营性
49	楚南一级	53.82	0.35	-	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>全部公路合计</b>		<b>3,712.47</b>	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017年~2019年，公司运营路段实现通行费收入分别为111.13亿元、110.25亿元、120.31亿元，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，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。2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，公司运营路段实现通行费收入7.29亿元，同比减少74.18%。

收费标准方面，2020年以前，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。2019年12月24日，云南省出台了《云南省人民政府关于调整完善经营性收费公路定价机制有关事项的通知》（云政发〔2019〕33号）（以下简称“《调整定价机制的通知》”），制定了收费公路通行费新收费标准，即高速公路普通路段基本费率不超过客车0.5元/车公里、货车0.45元/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1.15元/车公里。一级公路客货车基本费率不超过0.35元/车公里。上述收费标准从2020年1月1日零时执行。

截至2020年3月末，公司收费公路均按《调整定价机制的通知》文件执行，客货车均按车型收费，通行费收费的计算方法：车辆通行费=（普通路段基本费率\*普通路段计费里程+计费桥梁隧道基本费率\*计费桥梁隧道里程）\*车型分类计费系数。

**表 6：公司现行收费公路客车车型分类计费系数**

类别	车辆类型	核定人数	计费系数
1类	微型、小型	≤9	1
2类	中型	10-19	1.8
	乘用车列车	-	
3类	大型	≤39	2.5
4类	大型	≥40	3.5

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：公司现行收费公路货车车型分类计费系数**

类别	总轴数 (含悬浮 轴)	车长和最大允许 总质量	计费系数（优 化调整后）	过站式收 费公路计 费系数
1类	2	车长<6000mm 且最大允许总质 量<4500kg	0.95	1

2类	2	车长≥6000mm 或最大允许总质 量≥4500kg	2.03	1.8
3类	3	-	3.47	2.5
4类	4	-	4.29	3.5
5类	5	-	4.65	4.5
6类	6	-	6.05	4.5

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分路产看，昆石、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。2017年~2019年，昆石高速实现通行费收入分别为8.22亿元、7.84亿元和8.90亿元，2018年因优惠政策实施以及沪昆高铁的开通，通行费收入小幅下降。

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。2017年~2019年，楚大高速实现通行费收入分别为11.74亿元、10.41亿元和9.98亿元；大保高速实现通行费收入分别为6.96亿元、6.16亿元和6.01亿元，2018年昆大丽高铁开通对楚大高速产生

一定分流影响，此外因优惠政策的全面实施，楚大高速和大保高速通行费收入均有所下降。

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。2017年~2019年，安楚高速实现通行费收入分别为11.77亿元、10.90亿元和10.66亿元，2018年及2019年通行费收入下降主要因优惠政策的实施。

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，2017年~2019年，小龙高速实现通行费收入分别为6.28亿元、4.30亿元和4.38亿元，因新昆嵩高速2017年12月通车对小龙高速造成一定分流影响，同时叠加优惠政策影响，2018年小龙高速通行费收入显著下滑。

**表8：2017年~2019年公司运营路产通行费收入情况（万元）**

序号	路段名称	2017	2018	2019
1	昆石高速	82,215.78	78,405.03	88,954.71
2	曲胜高速	42,854.28	42,556.90	41,723.74
3	昆嵩高速	8,119.67	8,351.92	9,024.23
4	嵩功高速（原嵩待高速）	26,756.57	28,926.68	30,409.49
5	会待高速（原昭待高速）	14,868.16	16,294.09	17,706.46
6	水麻高速	42,444.03	43,950.46	42,827.15
7	平锁高速	18,721.12	17,835.98	17,181.63
8	砚平高速	14,433.23	12,346.84	12,305.16
9	罗富高速	16,649.97	15,290.97	15,204.45
10	玉元高速	49,811.98	44,893.15	46,980.94
11	元磨高速	47,066.21	45,312.63	46,767.80
12	思小高速	24,785.25	24,576.11	26,856.74
13	小景高速	5,321.39	5,636.59	5,935.85
14	蒙新高速	8,718.59	9,328.10	9,212.61
15	新河高速	3,571.09	3,277.11	3,131.74
16	昆安高速	25,666.76	25,123.20	31,362.59
17	安楚高速	117,734.10	108,972.76	106,596.80
18	楚大高速	117,363.08	104,080.85	99,800.78
19	大保高速	69,647.91	61,575.91	60,084.69
20	保龙高速	28,859.36	25,894.75	23,467.73
21	丽江机场高速	4,041.12	4,412.54	4,381.86
22	永元高速	8,249.45	7,579.69	7,750.28
23	元武高速	13,044.41	12,454.49	13,045.71
24	武昆高速	23,636.40	24,881.26	26,576.53
25	保腾高速	11,076.04	10,102.47	10,480.35
26	大丽高速	39,831.84	40,265.61	42,975.78
27	楚广高速	1,361.02	1,110.79	1,008.29
28	西石高速	10,720.38	12,145.11	13,343.06
29	龙瑞高速	31,554.86	28,165.59	26,461.51

30	普宣高速	7,101.86	14,573.02	17,266.38
31	待功高速	29,438.82	31,516.39	37,688.04
32	昭会高速	41,956.70	43,120.35	46,148.13
33	富龙高速	2,587.28	2,582.05	3,002.42
34	石红高速	3,327.69	3,582.10	4,009.99
35	曲陆高速	19,143.52	21,305.98	24,309.27
36	小龙高速	62,786.18	42,988.45	43,750.25
37	江召高速	11,390.63	20,730.36	21,270.12
38	上鹤高速	7,399.85	8,337.56	8,792.39
39	楚南公路	204.83	645.26	705.86
40	普炭公路	3,902.11	4,299.53	4,799.34
41	小磨高速	5,766.00	22,024.70	20,853.84
42	武易高速	3,936.56	7,321.52	7,957.55
43	瑞陇高速	2,242.10	3,247.35	3,301.91
44	沾会高速	923.53	6,964.02	7,450.23
45	临沧机场高速	79.40	2,453.22	2,869.78
46	大永高速(大理段)	-	3,047.12	5,176.49
47	景文高速	-	-	646.06
48	功东高速	-	-	8,307.16
49	麻昭高速	-	-	33,851.97
<b>合计</b>		<b>1,111,311.11</b>	<b>1,102,486.56</b>	<b>1,183,715.84</b>

注：1、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，自 2016 年 12 月末起，昆嵩高速公路仅为 13.48 公里。2、2019 年通行费收入与审计报告附注中披露的通行费业务收入少 1.94 亿元，系由于审计报告中通行费业务收入包含了通行费拆分等服务费收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。运管事业部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。2017 年~2020 年 3 月，公司公路维修养护成本分别为 7.71 亿元、6.66

亿元、12.23 亿元和 0.50 亿元，伴随着高速公路使用时间的增长，路面磨损程度的增加，公司的养护成本有整体上升的趋势。

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 2020 年 3 月末，公司在建公路项目合计 25 个，全部为高速公路项目，总投资合计 3,324.92 亿元，已累计完成投资 1,911.72 亿元，大多数项目资本金比例在 30% 左右，项目资本金合计 1,233.53 亿元，已到位 533.10 亿元，资本金主要来自于各级政府专项建设资金、公司自筹及其他社会资本方，公司对部分项目的持股比例处在调整中，尚未完全确定。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目概况（亿元）

序号	项目名称	项目开工时间	总投资	已投资	资本金	已到位资本金	资本金到位比例(%)	是否 PPP 项目
1	墨临高速	2015.12	171.50	133.87	93.83	61.79	65.85	是
2	保泸高速	2016.03	150.19	116.60	76.80	58.81	76.58	是
3	楚大高速	2016.11	429.05	154.13	238.23	34.30	14.40	是
4	大永高速(丽江段)	2017.05	112.73	112.46	28.18	24.35	86.41	否
5	武倘寻高速	2016.12	232.73	184.81	81.45	50.92	62.52	否
6	昆楚高速(试验段)	2016.02	35.83	29.59	8.31	1.80	21.66	否
7	思澜高速	2016.09	185.73	153.47	56.42	48.23	85.49	是
8	腾陇高速	2017.01	220.23	196.67	69.57	44.63	64.15	是
9	腊满高速	2017.01	56.23	43.07	16.89	7.13	42.21	是

10	澄川高速	2016.09	67.62	67.20	23.79	17.37	73.01	是
11	腾猴高速	2017.11	71.96	36.02	22.29	11.00	49.35	是
12	景海高速	2018.01	93.17	49.06	28.16	14.40	51.14	是
13	南景高速	2018.01	138.82	50.24	42.36	5.09	12.02	是
14	楚姚高速	2017.02	70.00	60.01	39.98	15.15	37.89	否
15	宁永高速	2017.01	152.97	64.40	46.59	12.67	27.19	是
16	大漾云高速	2018.09	142.10	31.59	43.33	10.57	24.39	是
17	临清高速	2016.07	245.63	134.28	84.89	37.68	44.39	是
18	临双高速	2016.12	70.52	33.30	21.86	8.99	41.13	是
19	镇清高速	2016.12	56.91	26.84	17.77	6.70	37.70	是
20	鹤关高速	2017.01	52.87	42.01	18.5	10.59	57.24	否
21	召泸高速	2018.02	52.29	49.37	16.79	11.88	70.76	否
22	宾南高速	2018.01	153.55	8.77	46.76	3.34	7.13	是
23	大南高速	2018.01	168.90	22.81	51.37	10.60	20.63	是
24	云凤高速	2018.01	86.05	78.36	26.52	15.69	59.17	是
25	云临高速	2018.01	107.34	32.79	32.89	9.42	28.64	是
	<b>合计</b>	-	<b>3,324.92</b>	<b>1,911.72</b>	<b>1,233.53</b>	<b>533.10</b>	-	-

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司路产规模很大，通行费收入规模稳定；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，公司或将面临较大的资金压力。

### 公司依托主业，聚合公路行业的建设施工领域优质资源，大量承接高速公路建设项目的施工承包业务，近年来业务规模不断扩大

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，由业主先支付 10%~20% 的预付款，项目实施过程中根据完成的工程量向业主进行计量，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。工程完成总工程量的 30% 后，业主按比例扣回预付款。工程完工通过交工验

收后，根据业主的安排退回部分质量保证金和农民工保证金。项目竣工校验后，通过政府审计后退回剩余质量保证金。

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，2017 年~2020 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 721.53 亿元、806.54 亿元、325.25 亿元和 0.66 亿元，确认收入分别为 225.85 亿元、322.70 亿元、475.32 亿元和 119.21 亿元，2017 年公司放缓投资进度，收入规模相对较小；2018 年及 2019 年宏观经济有所好转，公司投资节奏加快，当期工程施工收入大幅增长。截至 2020 年 3 月末，交投建设未完成结算的工程施工项目共 43 个，合同金额合计 934.23 亿元；云岭建设未完成结算的工程施工项目共计 25 个，合同金额合计 833.76 亿元。

### 公司销售业务丰富了主营业务收入来源，但受制于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，对整体盈利能力贡献有限

销售业务方面，公司子公司云南交投集团物资有限公司（以下简称“物资公司”）和云南交投集团经营开发有限公司（以下简称“经营公司”）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，大力发展战略贸易业务和油品销售业务。2017 年~2020 年 3 月，公司销售业务收入（经合并抵扣）分别为 102.86 亿元、94.53 亿元、130.05 亿元和 15.10 亿元，其中钢材贸易主要供货商为：贵阳水钢贸易有限责任公司、成都西部物联集团有限公司、云南元强经贸有限公司、攀枝花钢城集团有限公司轧钢分公司、云南舟乾经贸有限公司；水泥贸易主要供货商为：昆明四通商贸有限公司、云南红塔滇西水泥股份有限公司、大理海建物流有限公司、普洱昆钢嘉华水泥建材有限公司、云南普洱西南水泥有限公司；沥青贸易主要供货商为：SK ENERGY CO、壳牌（中国）有限公司、中国石化炼油销售有限公司。公司销售业务为贸易性质，毛利率水平较低。

**表 10：物资板块主要产品销售收入情况（亿元）**

产品	2017	2018	2019	2020.1-3
石油	32.61	34.83	55.10	12.35
钢材、水泥、沥青等	70.25	59.69	74.94	2.75
合计	<b>102.86</b>	<b>94.53</b>	<b>130.05</b>	<b>15.10</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，公司销售业务丰富了主营业务收入来源，但受制于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。

### **凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，公司将业务经营逐渐拓展到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**

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。

公司房地产业务由三级子公司云南云岭城镇开发投资有限公司及云南云路房地产开发经营有限公司负责建设运营，并进入尾期。2017 年~2020 年 3 月，公司房地产销售业务确认收入分别为 4.34 亿元、3.85 亿元、1.26 亿元和 0.02 亿元。

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经营公司经营产生，2017 年~2020 年 3 月，该板块收入分别为 3.27 亿元、4.03 亿元、2.56 亿元和 1.33 亿元。

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”）和云南省交通规划设计院（以下简称“云南交规院”）等纳入合并范围，公司工程咨询收入大幅增长，2017 年~2020 年 3 月分别为 0.71 亿元、10.69 亿元、17.77 亿元和 2.07 亿元。

此外，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。

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。

### **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

2017年~2018年财务报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，各期财务数据均使用期末数据。

## 盈利能力

**公司部分公路资产不计提折旧，使得其营业成本相对较低，但毛利率水平较低的工程施工业务和销售业务收入占比较高，拉低了公司整体毛利率水平。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，对公司盈利造成一定侵蚀**

**营业收入：**公司的收入来源主要系通行费收入、工程施工业务收入和销售业务输入。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，公司通行费收入整体呈上升趋势，由于公司管理的路产部分不计提折旧，因此公司的通行费收入的毛利率水平整体较高，但受毛利率偏低的工程施工业务收入规模的增长影响，公司毛利率水平逐年下降，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。2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，公司通行费收入及毛利率均有所下降，同期，公司实现营业收入145.67亿元，营业毛利率为16.00%。

表11：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
通行费收入	111.13	110.25	120.31	7.29
工程施工业务	225.82	322.70	475.32	119.21
销售业务	102.86	94.53	130.05	15.10
其他	10.27	22.78	28.36	4.06
合计	450.09	550.26	754.03	145.67
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
通行费收入	24.69%	20.04%	15.96%	5.00%
工程施工业务	50.17%	58.65%	63.04%	81.84%
销售业务	22.85%	17.18%	17.25%	10.37%
其他	2.28%	4.14%	3.76%	2.79%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：1、其他业务包括沿线设施开发业务、工程咨询和设计服务业务、房地产开发业务等；2、尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表12：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
通行费收入	72.59	69.66	64.94	16.12
工程施工业务	11.27	13.55	12.03	15.94
销售业务	5.91	5.81	5.73	10.18
其他	44.26	37.13	37.50	39.11
合计	25.94	24.44	20.35	16.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**期间费用：**公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，财务费用占比较高，2017~2019年，财务费用占比均超过86.00%。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，2019年达到107.28亿元，管理费用因合并范围扩大和薪酬上涨影响也呈现波动增长态势。公司期间费用对利润造成较大侵蚀。

**利润总额：**公司利润总额方主要由经营性业务利润构成，2017~2019年，经营性业务利润占利润总额的比例均超过97.00%。非经营性利润方面，近年来，公司委托贷款利息收入稳中有升，使得投资收益呈波动增长态势，因存货跌价损失及坏账损失，公司资产减值损失有所波动，受非流动资产毁损报废损失以及路产修复工程等支出影响，2018~2019年公司营业外损益持续为负。公司利润总额主要来源于经营性业务利润，且对政府补助的依赖程度较低。

表13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	91.37	100.28	121.25	28.13
期间费用率(%)	20.30	18.23	16.08	19.31
经营性业务利润	24.30	32.71	32.27	-5.01
资产减值损失	0.19	1.46	1.19	-0.02
投资收益	0.61	0.54	1.72	-0.04
营业外损益	0.22	-1.00	-0.16	0.07
利润总额	24.95	30.83	32.65	-4.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**随着高速公路建设进程的推进，公司资产规模逐年上升；公司财务杠杆率虽有所下降，但负债规模仍较大，其规模或随后续路产投资进一步上升，公司面临一定偿债压力**

**总资产:** 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。从资产构成来看,公司以非流动资产为主,非流动资产占比均超过 80.00%。

**总负债:** 负债方面,随着经营规模的扩大,公司负债规模不断增长,以非流动负债为主。公司长期借款以质押借款为主,2020 年 3 月末质押借款余额 2,218.02 亿元,主要以相关高速公路收费权作为质押物;公司长期应付款主要为融资租赁借款和高速公路通行费收益权资产支持专项计划融资;近年来,公司应付债券保持一定规模,2020 年 3 月末,公司应付债券有 92.93 亿元转入一年内到期的非流动负债。流动负债方面,公司应付账款主要为尚未最终结算的工程的应付工程款。公司其他应付款主要为保证金和单位往来款。

**所有者权益:** 公司所有者权益逐年增长,2018 年,根据云南省交通厅《关于云南省交通厅转下达交通运输部 2018 年交通运输固定资产投资计划的通知》,拨入公司云南江召高速公路改扩建项目车辆购置税补助资金 31.64 亿元;石红指挥部、龙瑞指挥部收到政府部门拨入建设项目征地拆迁款合计 11.64 亿元,计入资本公积。2018 年,普宣指挥部结转曲靖市交通投资开发有限公司和宣威市开发利用有限公司投资款 8.00 亿元至资本公积;楚广指挥部和昭会指挥部共收到地方政府补偿款 4.97 亿元,增加资本公积。2018 年云南省国资委将云南交科院、云南监理、云南交规院无偿划入公司,增加资本公积 12.56 亿元,同时调整云南交规院初始投资成本增加资本公积 1.28 亿元。此外,2018 年公司收到云南省财政厅拨付资本金 0.60 亿元,计入资本公积。2019 年,公司收到云南省财政厅拨付资本金 72.67 亿元以及国有资本经营预算资金 0.80 亿元;无偿划入云南省港航投资建设有限责任公司(以下简称“港航投资”)等公司增加资本公积 49.09 亿元;墨江县政府、宁洱县政府、元江县政府拨入征地拆迁费 1.46 亿元;龙瑞指挥部收到德宏州政府项目配套资金 1.75 亿元,同期,公司收到政策性拆迁

补助 0.18 亿元,均计入资本公积。此外,因保泸和玉临项目调减国开基金投资 20.00 亿元,为处理石安路和江通路账务遗留问题,对上述两条路的投资转冲资本公积 2.56 亿元,子公司其他权益变动金额 2.80 亿元,资本公积共计减少 25.69 亿元。由于近年来公司高速公路建设中主要采用 PPP 模式,引入多方投资者,导致项目公司股东增加,继而导致公司少数股东权益逐年增加。公司其他权益工具保持增长态势,截至 2020 年 3 月末,公司其他权益工具包括“16 云南公投 MTN001”、“19 云南交投 MTN002”和“19 云南交投 MTN003”三期永续中票以及山东省国际信托股份有限公司可续期信托贷款和广发资管-云南公投投资信托项目 1601 期可续期信托贷款。

**资本结构:** 近年来,公司资产负债率及总资本比率有所波动,但总体保持稳定,公司的财务杠杆水平较高。

**资产质量:** 公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资构成。公司固定资产呈逐年增长趋势,2018 年末增长系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转固所致,2019 年末增长系结转改扩建项目、取消高速公路省界收费站项目完工转入以及云南大昭高速公路投资开发有限公司无偿划转所致。另外,根据《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》(云财企[2008]43 号),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。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,近年来随着新增项目投入增长,公司无形资产呈快速增长态势,此外,公司记入无形资产的高速公路按照车流量法进行摊销,2019 年计提的

摊销额为 7.76 亿元。公司长期股权投资主要为对中交云南高速公路发展有限公司、云南玉临高速公路建设有限责任公司和云南祥鹏航空有限责任公司等联营企业的投资，2019 年末长期股权投资大幅增长系对云南云交壹号交通产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）和云南云交贰号交通产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资增加所致。

流动资产方面，近年来，公司货币资金保持一定规模，截至 2020 年 3 月末，公司受限货币资金 0.92 亿元。公司其他应收款主要为应收云南国道主干线昆明绕城高速公路建设有限公司、云南华丽高速公路投资开发有限公司和普洱磨思高速公路开发经营有限公司等国有企业的借款，对公司形成较大的资金占用。公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，近年来呈波动增长态势。

**表 14：近年来公司主要资产及负债构成（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>3,274.07</b>	<b>3,657.16</b>	<b>4,427.72</b>	<b>4,520.10</b>
货币资金	273.39	210.44	204.39	207.66
其他应收款	70.56	102.58	138.20	141.98
存货	62.82	87.55	85.31	160.81
固定资产	2,001.33	2,071.84	2,165.20	2,164.29
无形资产	646.40	928.09	1,377.12	1,400.72
长期股权投资	61.34	86.33	212.87	213.55
<b>所有者权益合计</b>	<b>900.90</b>	<b>1,098.98</b>	<b>1,297.92</b>	<b>1,333.82</b>
实收资本	54.81	54.81	54.81	54.81
资本公积	531.08	594.08	691.06	689.06
其他权益工具	34.78	59.78	89.71	89.71
少数股东权益	229.11	322.90	385.50	431.10
<b>总负债</b>	<b>2,373.17</b>	<b>2,558.17</b>	<b>3,129.80</b>	<b>3,186.28</b>
长期借款	1,538.85	1,693.55	2,232.72	2,364.90
长期应付款	217.06	259.35	157.10	137.49
应付债券	165.90	145.31	65.94	69.21
应付账款	137.48	139.91	267.62	202.24
一年内到期的非流动负债	77.53	129.92	154.73	158.23
其他应付款	122.23	85.37	101.93	119.47

注：“其他应收款”未计入“应收利息”和“应收股利”；“其他应付款”未计入“应付利息”和“应付股利”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**表 15：近年来公司主要的资本结构情况（X、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
长短期债务比	0.07	0.08	0.09	0.09
资产负债率	72.48	69.95	70.69	70.49
总资本化比率	69.48	67.27	67.34	67.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**公司主营业务现金流充沛，能够对公司的资金需求形成一定的支撑；近年来公司路产投资力度加大，外部融资是公司资本支出的主要来源**

**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，收现比保持在较高水平。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。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。

**偿债指标：**从偿债能力指标来看，2017~2019 年，EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出具有一定的保障能力，但对债务本金的覆盖能力偏弱，无法形成有效覆盖。

**货币资金/短期债务：**公司货币资金保持较大规模，短期债务逐年上升，货币资金对短期债务的覆盖能力逐年减弱，2019 年末，公司货币资金已无法完全覆盖短期债务，公司短期偿债压力加剧。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流(亿元)	63.06	164.83	141.99	-18.69
投资活动净现金流（亿元）	-387.07	-530.26	-484.77	-105.87
筹资活动净现金流（亿元）	365.34	301.16	336.96	128.68
收现比(X)	1.05	1.02	0.93	1.18
经营净现金流/总债务(X)	0.03	0.07	0.05	-0.03
总债务/EBITDA(X)	15.75	16.34	16.01	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	0.65	1.60	1.07	-0.56
货币资金/短期债务(X)	2.11	1.31	0.93	0.94
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.34	1.34	1.26	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**银行授信：**截至 2020 年 3 月末，公司本部及下属子公司共获得银行授信总额 5,553.55 亿元，其中已使用 3,011.58 亿元，未使用授信额度 2,541.97 亿元，备用流动性充足。

**对外担保/净资产：**截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

**受限资产/总资产：**截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 3,339.69 亿元，占总资产的比重为 73.89%，主要为高速公路收费权质押借款导致的固定资产及无形资产受限。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 16 日，公司在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录；已结清贷款方面，公司有 6 笔欠息，主要系银行系统计息出现差错和数据提取不及时所致；3 笔贷款被列为关注类，系因为贷款银行系统升级、系统操作失误等原因造成，上述 3 笔贷款均按期足额偿还。

## 外部支持

**在平稳发展的区域经济环境和不断增长的运输需求下，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，近年来，公司获得云南省各级政府的支持力度较大且有一定的持续性，外部政策支持环境良好**

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。作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，公司行业地位突出，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。

2017 年~2020 年 3 月，公司获得财政支持资金分别为 90.59 亿元、151.65 亿元、153.35 亿元和 59.45 亿元，其中中央车购税补助资金分别为 10.86 亿元、122.46 亿元、55.11 亿元和 51.02 亿元。中央车购税资金和地方政府配套资金受已到位资金、项目投资进度影响波动较大，同时，2018 年因江召高速由地高网转为国高网，收到中央车购税资金 31.64 亿元，受以上因素影响，2018 年中央车购税资金和地方政府配套资金变化较大。2019 年公司收到云南省财政厅拨付的国家资本金 72.67 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 17：2017 年~2020 年 3 月公司获得财政支持情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
中央车购税资金	10.86	122.46	55.11	51.02
省财政补助资金	0.63	-	-	-
营业税返还资金	0.86	-	-	-
国家资本金	-	-	72.67	-
国有资本经营预算专项资金	1.00	0.60	0.80	-
地方政府配套资金	77.24	22.57	21.53	8.31
其他零星政府补助	-	1.02	3.24	0.12
<b>合计</b>	<b>90.59</b>	<b>151.65</b>	<b>153.35</b>	<b>59.45</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

政府补助方面，2017~2020 年 3 月，公司收到计入其他收益的政府补助分别为 0.72 亿元、0.56 亿元、2.65 亿元和 0.12 亿元。

此外，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），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，其中云南交科院、云南监理、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

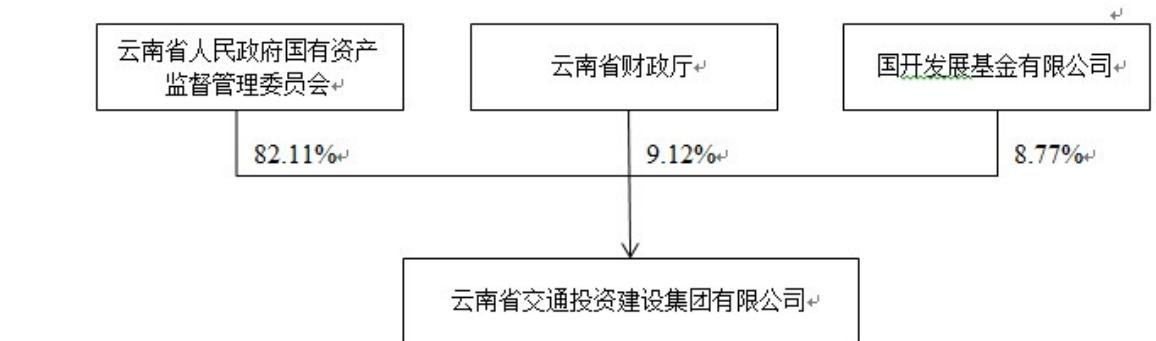
公积增加 13.93 亿元，同时带动公司工程咨询和设计收入大幅增加。2019 年 1 月 30 日，省国资委和省交通厅出具《关于云南省交通规划设计研究院等 23 户划转企业清产核资结果的批复》(云国资统财[2019]21 号)，2019 年，公司无偿划入云南省港航投资建设有限责任公司等公司增加资本公积 49.09 亿元。

总体来看，公司作为大型的高速公路运营企业，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。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“16 滇路 01”、“16 滇路 02”和“16 滇路 03”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：云南省交通投资建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,733,884.74	2,104,394.66	2,043,864.31	2,076,572.78
应收账款	369,108.27	641,105.26	999,758.34	735,104.85
其他应收款	705,613.39	1,025,777.09	1,384,543.37	1,421,577.21
存货	628,202.76	875,485.93	853,119.27	1,608,057.94
长期投资	845,738.72	1,102,587.88	2,414,353.88	2,421,161.42
在建工程	337,805.50	15,818.17	18,617.62	19,644.97
无形资产	6,463,981.00	9,280,884.60	13,771,174.00	14,007,227.34
总资产	32,740,691.75	36,571,560.74	44,277,197.73	45,201,016.87
其他应付款	1,222,263.08	853,704.86	1,167,441.40	1,354,432.29
短期债务	1,294,604.68	1,603,197.97	2,198,824.53	2,206,138.98
长期债务	19,218,033.35	20,982,043.52	24,557,577.63	25,711,723.38
总债务	20,512,638.03	22,585,241.48	26,756,402.16	27,917,862.35
总负债	23,731,697.90	25,581,722.03	31,297,966.69	31,862,800.76
费用化利息支出	886,941.44	890,456.21	1,118,204.48	266,612.09
资本化利息支出	88,609.40	140,244.02	210,422.00	68,968.88
实收资本	548,100.00	548,100.00	548,100.00	548,100.00
少数股东权益	2,291,106.56	3,228,991.97	3,855,004.86	4,311,046.38
所有者权益合计	9,008,993.86	10,989,838.70	12,979,231.04	13,338,216.11
营业收入	4,500,861.33	5,502,551.84	7,540,341.46	1,456,654.78
经营性业务利润	243,047.40	327,095.93	322,688.83	-50,060.84
投资收益	6,127.54	5,399.53	17,165.42	-384.08
净利润	175,313.21	209,190.63	216,999.44	-76,838.46
EBIT	1,136,480.67	1,198,714.26	1,444,689.82	--
EBITDA	1,302,737.74	1,382,166.03	1,670,888.16	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,719,636.16	5,609,988.32	7,023,737.45	1,715,253.15
收到其他与经营活动有关的现金	112,614.16	159,203.98	264,299.81	50,569.31
购买商品、接受劳务支付的现金	3,526,509.49	3,471,267.46	5,064,694.53	1,757,519.68
支付其他与经营活动有关的现金	228,287.36	104,398.84	102,653.65	54,795.63
吸收投资收到的现金	1,504,363.99	1,387,527.48	1,756,352.15	466,363.57
资本支出	3,642,400.33	4,394,790.28	3,484,768.01	1,073,372.46
经营活动产生现金净流量	630,585.67	1,648,253.25	1,419,879.19	-186,864.43
投资活动产生现金净流量	-3,870,656.59	-5,302,626.84	-4,847,674.28	-1,058,704.23
筹资活动产生现金净流量	3,653,402.20	3,011,647.90	3,369,630.11	1,286,830.49
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	25.94	24.44	20.35	16.00
期间费用率(%)	20.30	18.23	16.08	19.31
应收类款项/总资产(%)	3.31	4.58	5.45	4.83
收现比(X)	1.05	1.02	0.93	1.18
总资产收益率(%)	3.79	3.46	3.57	-
资产负债率(%)	72.48	69.95	70.69	70.49
总资本化比率(%)	69.48	67.27	67.34	67.67
短期债务/总债务(X)	0.06	0.07	0.08	0.08
FFO/总债务(X)	0.06	0.06	0.06	--
FFO 利息倍数(X)	1.23	1.27	1.20	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.65	1.60	1.07	--
总债务/EBITDA(X)	15.75	16.34	16.01	--
EBITDA/短期债务(X)	1.01	0.86	0.76	--
货币资金/短期债务(X)	2.11	1.31	0.93	0.94
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.34	1.34	1.26	--

注：1、中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2019 年三季度现金流量补充表，相关指标失效；3、2016 年~2019 年三季报将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；4、2017 年将“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算。

## 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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 / 交易性金融负债 + 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
	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)
	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
盈利能力	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
	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 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
	营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	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
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，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。