

云南省交通投资建设集团有限公司公司债

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：王靖允 jywang@ccxi.com.cn

项目组成员：张灿灿 cczhang@ccxi.com.cn

赵轶群 yqzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 28 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1728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“21 云交 01”和“22 云交 01”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

二零二二年六月二十八日

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“21 云交 01”和“22 云交 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了云南省持续增长的区域经济、公司维持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、主营业务获现良好以及业务的多元化发展等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、债务规模持续上升、财务杠杆水平较高以及 2021 年投资收益持续为负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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	4,427.72	5,292.46	6,379.57	6,532.85
所有者权益合计（亿元）	1,297.92	1,595.67	1,882.36	1,984.08
总负债（亿元）	3,129.80	3,696.78	4,497.21	4,548.77
总债务（亿元）	2,675.64	3,189.20	3,881.24	4,013.40
营业总收入（亿元）	754.03	1,064.09	835.36	72.75
经营性业务利润（亿元）	32.27	23.50	44.48	0.07
净利润（亿元）	21.70	1.55	24.44	-2.27
EBITDA（亿元）	167.09	146.67	174.97	--
经营活动净现金流（亿元）	141.99	187.47	91.03	14.92
收现比(X)	0.93	1.08	0.93	2.03
营业毛利率(%)	20.35	12.91	19.41	41.46
应收类款项/总资产(%)	5.45	4.50	5.47	5.66
资产负债率(%)	70.69	69.85	70.49	69.63
总资本化比率(%)	67.34	66.65	67.34	66.92
总债务/EBITDA(X)	16.01	21.74	22.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.26	1.04	1.02	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，相关指标失效；3、将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算，将各期末“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将 2021 年末及 2022 年 3 月末一年内到期的非流动负债中的应付利息不纳入有息债务核算。

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，2021 年全省实现 GDP 27,146.76 亿元，同比增长 7.30%，为高速公路行业的发展提供了良好外部环境。

■ **维持突出的区域行业地位。**公司作为承担云南省高速公路项目建设和经营的大型国有控股企业，目前管理着省内 60% 以上的高速公路，且旗下多条路产纳入了“国家高速公路网”框架。

同行业比较

2021 年部分省级交投企业主要指标对比表

公司名称	通车/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	5,311.51	127.09	6,379.57	70.49	835.36	24.44	91.03
湖北交投	5,628.56	175.26	5,501.66	69.36	522.24	52.29	46.69

注：1、“湖北交投”为“湖北交通投资集团有限公司”简称；2、云南交投通车/收费里程为企业 2022 年 3 月末数据；3、通行费收入为各企业 2021 年度数据；4、财务指标为各企业 2021 年年报数据。

资料来源：中诚信国际整理

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)	上次评级时 间	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 云交 01	AAA	AAA	16.00	2022/03/04	16.00	2022/03/16~2025/03/16	--
21 云交 01	AAA	AAA	15.00	2021/09/02	15.00	2021/09/15~2024/09/15	--

■ **交通运输部和云南省政府的大力支持。**公司是云南省最重要的高速公路投融资建设和运营主体，得到了交通运输部、云南省政府及地方政府在项目资本金及政府补助方面的大力支持。

■ **主营业务获现良好，业务向多元化发展。**2021 年以来，公司通行费收入规模不断增长且保持较好的经营获现能力。同时，公司围绕主业大力拓展建筑施工、建材销售、公路沿线设施开发等相关业务，收入结构更加多元化。

关注

■ **未来投资规模较大，资本支出压力或将有所上升。**公司承担的云南省交通基础设施建设任务较重，在建项目投资规模较大，公司资本支出压力或将有所上升，在建项目的资本金到位情况值得关注。

■ **债务规模持续上升，财务杠杆水平较高。**2021 年以来公司债务规模持续增长，截至 2022 年 3 月末，公司总债务增至 4,013.40 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.63% 和 66.92%，财务杠杆率保持在较高水平。

■ **2021 年投资收益持续为负。**2021 年公司对云南祥鹏航空有限责任公司（以下简称“祥鹏航空公司”，公司持股比例为 13.32%）和东方航空云南有限公司（以下简称“东航云南”，公司持股比例为 35.00%）的股权投资损失共计 4.70 亿元，对公司净利润有所侵蚀。

评级展望

中诚信国际认为，云南省交通投资建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方的支持意愿降低；公司核心路产被划出，通行费收入大幅下降；债务规模急剧上升，偿债压力持续增加，财务指标出现明显持续恶化，再融资环境恶化等。

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

“21 云交 01”共募集资金 15.00 亿元，用于偿还有息债务利息。“22 云交 01”共募集资金 16.00 亿元，用于偿还有息债务利息。截至 2022 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：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

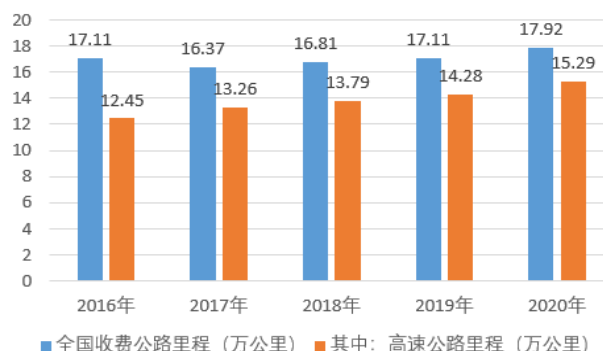
近期关注

近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

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。2020 年，公路密度 54.15 公里/百平方公里，增加 1.94 公里/百平方公里。2020 年，全国公路总里程 519.81 万公里，比上年增加 18.56 万公里。全国收费公路里程 17.92 万公里，占公路总里程的 3.45%。按技术等级划分，高速公路 15.29 万公里，一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程

8.36 万公里，占全国收费公路里程的 46.65%；经营性公路里程 9.57 万公里，占全国收费公路的 53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 6.61 万公里，经营性高速公路 8.68 万公里。

图 1：2016 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：历年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021 年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 50.87 亿人次，同比下降 26.2%。从周转量方面来看，随着《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划(2018~2020 年)的通知》实施，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加疫情反复不断的影响，全年旅客运输周转量累计 3627.54 亿人公里，同比下滑-21.84%。从货物运输来看，尽管近年来公路货物运输周转量仍维持正向增长，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。2021 年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，2021 年公路货物运输总量为 391.39 亿吨，同比增长 14.23%，货物运输周转量 69,087.65 亿吨公里，实现同比增长 14.82%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 1：2021 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
公路	69,087.65	14.82	391.39	14.23	3,627.54	-21.84	50.87	-26.21
铁路	33,238.00	8.93	47.74	4.86	9,567.81	15.75	26.12	18.53
民航	278.20	15.82	0.07	8.09	6,529.70	3.46	4.41	5.45
水运	115,577.51	9.21	82.40	8.19	33.11	0.36	1.63	9.01
运输总量	218,181.36	7.90	521.60	10.28	19,758.16	2.63	83.03	-14.10

资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

总的来看，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%。

2020 年全年完成公路固定资产投资 2.43 万亿元，比上年增长 11.0%。其中，高速公路完成 13,479 亿元，增长 17.2%；普通国省道完成 5,298 亿元，增长 7.6%；农村公路完成 4,703 亿元，增长 0.8%。

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 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 2：2020 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	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
合计	34,432.6	73,642.6	108,075.2	70,661.2

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 年全国收费公路统计公报》，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。

总的来看，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 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。

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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。

《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、

独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

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

表 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划》	2014.10.04	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

(2014-2020)》		点,全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更,并提高收费公路的设置门槛;将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府;收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整,并新增养护收费期。
《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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型(类)差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源:公开资料,中诚信国际整理

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》要求加快建设和完善高速公路收费体系,2019 年底各省(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。

2020 年 2 月 15 日,交通运输部下达通知,自 2020 年 2 月 17 日零时起至防控结束,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。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

依托独特的区位和利好政策，2021年云南省经济财政实力进一步增强，但财政平衡率依然较低，显性债务规模增幅偏大

云南省地处中国西南边陲，是全国边境线最长的省份之一。云南省辖8个地级市、8个自治州，其中，8个州（市）的25个边境县分别与缅甸、老挝和越南交界，省内少数民族众多，聚居了彝族、白族、哈尼族、傣族等少数民族。

云南省具有丰富的矿产资源、水利资源和旅游资源，经济发展稳中有进，综合经济实力不断增强。2021年，云南省地区生产总值（GDP）为27,146.76亿元，增速为7.3%；三次产业结构由2020年的14.7:33.8:51.5调整为14.3:35.3:50.4，第三产业是云南省支柱产业，第二产业发展仍较为薄弱。截至2021年末，云南省常住人口4,690万人，全省城镇化率为51.05%；按常住人口计算，人均GDP为57,686元，比上年增长7.5%。2021年云南省固定资产投资（不含农户）同比增速为4.0%，增速有所下降；2021年基础设施投资同比增长7.5%，占全省固定资产投资的比重为41.7%，投资为云南省经济发展的主要动力。同期，云南省全年社会消费品零售总额10,731.80亿元，比上年增长9.6%，其中餐饮收入1,501.09亿元，增长16.4%，增幅最大。

云南省2019~2021年的一般公共预算收入分别为2,073.53亿元、2,116.70亿元和2,278.24亿元，其中2021年税收收入占比为66.46%，收入结构较为稳健。2021年，云南省财政平衡率为34.34%，财

政自给能力较弱，对转移支付依赖较大。2021年，云南省实现政府性基金预算收入1,087.02亿元，同比下降30.3%，主要系土地交易不及预期所致。截至2021年末，云南省地方政府债务余额为10,951.70亿元，较上年末增长14.18%，但仍保持在地方债务限额内。

表4：2019~2021年云南省财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	2,073.53	2,116.70	2,278.24
其中：税收收入	1,450.60	1,453.10	1,514.21
税收占比(%)	69.96	68.65	66.46
政府性基金收入	1,590.65	1,558.46	1,087.02
一般公共预算支出	6,770.09	6,974.00	6,634.40
公共财政平衡率(%)	30.63	30.35	34.34
政府债务余额	8,108.00	9,591.90	10,951.70

资料来源：云南省人民政府网站，中诚信国际整理

云南省是我国面向东南亚、南亚的门户，随着一系列跨境公路、航运、铁路等基础设施的建设，云南省连同东南亚及南亚市场的区域地位日益重要。在西部大开发背景下，在实施“一带一路”战略和长江经济带建设的推动下，云南省可享有区位优势及政策红利，保持经济活力。

2021年公司通行费收入有所回暖，未来随着新通车路产培育成熟及在建项目的陆续通车，公司通行费收入还进一步增加，公司在建拟建项目投资较大，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2022年3月末，公司共经营管理收费公路66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，大永高速分为大理段与丽江段，合并按一条统计），收费里程5,311.51公里；其中，高速公路64条，收费里程5,198.55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。2021年和2022年1~3月，公司新增通车路产主要系磨思高速、镇清高速、墨临高速、景海高速、南景高速、新楚大高速和宾南高速，新增通车里程791.43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。

表 5：截至 2022 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	1998.7.18	2028.6.30	经营性
2	玉元高速	112.14	0.50	1.20	0.45	1.00	2000.10.28	2030.9.30	经营性
3	大保高速	163.41	0.50	1.20	0.45	1.00	2002.10.4	2032.9.30	经营性
4	曲胜高速	74.82	0.50	1.20	0.45	1.00	2002.11.6	2032.10.31	经营性
5	昆石高速	79.77	0.50	1.20	0.45	0.89	2003.11.16	2033.11.15	经营性
6	嵩功高速（原嵩待高速）	51.20	0.50	1.20	0.45	1.00	2003.12.11	2033.11.30	经营性
7	元磨高速	146.89	0.50	1.20	0.45	1.00	2003.12.31	2033.11.30	经营性
8	砚平高速	66.91	0.50	1.20	0.45	1.00	2004.1.21	2033.12.31	经营性
9	安楚高速	131.33	0.50	1.20	0.45	1.00	2005.6.21	2035.5.31	经营性
10	思小高速	98.22	0.50	1.20	0.45	1.00	2006.4.9	2036.3.31	经营性
11	平锁高速	61.31	0.50	1.20	0.45	1.00	2007.2.12	2037.2.11	经营性
12	昆安高速	22.38	0.50	0.56	0.45	0.49	2007.3.15	2037.3.14	经营性
13	罗富高速	79.37	0.50	1.20	0.45	0.82	2007.10.27	2037.10.26	经营性
14	会待高速（原昭待高速）	37.91	0.50	1.20	0.45	0.99	2007.12.18	2037.12.17	经营性
15	新河高速	57.00	0.50	1.20	0.45	0.77	2008.2.29	2038.2.28	经营性
16	永元高速	59.46	0.50	1.20	0.45	1.00	2008.4.18	2038.4.17	经营性
17	保龙高速	76.67	0.50	1.20	0.45	0.74	2008.4.29	2038.4.28	经营性
18	小景高速	17.20	0.50	1.20	0.45	0.64	2008.6.15	2036.3.31	经营性
19	水麻高速	135.55	0.50	1.20	0.45	0.63	2008.7.2	2038.7.1	经营性
20	元武高速	89.43	0.50	1.20	0.45	0.97	2008.11.28	2038.11.27	经营性
21	蒙新高速	84.26	0.50	1.20	0.45	0.67	2009.8.10	2039.8.9	经营性
22	丽江机场高速	27.72	0.36	-	0.36	-	2012.7.27	2042.7.26	经营性
23	武昆高速	63.58	0.50	1.40	0.45	1.15	2013.10.26	2043.10.25	经营性
24	保腾高速	61.06	0.50	1.40	0.45	1.15	2013.11.6	2043.11.5	经营性
25	大丽高速	206.64	0.50	1.40	0.45	1.15	2013.12.30	2043.12.29	经营性
26	楚广高速	17.58	0.50	1.40	0.45	1.15	2014.12.29	2044.12.28	经营性
27	西石高速	41.24	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.2.16	2045.2.15	经营性
28	龙瑞高速	134.53	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.5.30	2045.5.29	经营性
29	普宣高速	85.71	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.8.25	2045.8.24	经营性
30	待功高速	66.66	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.9.25	2045.9.24	经营性
31	昭会高速	104.41	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.9.25	2045.9.24	经营性
32	石红高速	55.12	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.12.31	2045.12.30	经营性
33	小龙高速	47.55	0.50	1.40	0.45	1.15	2016.12.27	2046.12.26	经营性
34	江召高速（江底至法金甸段）	32.64	0.50	-	0.45	1.15	2016.12.30	2046.12.29	经营性
	江召高速（法雨至召夸段）	29.54	0.50	-	0.45	-	2016.12.30	2046.12.29	经营性
	江召高速（法金甸至法雨段）	49.27	0.50	1.40	0.45	1.15	2018.2.1	2048.1.31	经营性
35	曲陆高速	7.04	0.40	-	0.45	-	1999.10.1	2029.9.30	经营性
		79.59	0.50	-	0.45	-	2016.12.30	2046.12.29	经营性
36	小磨高速	156.87	0.50	1.40	0.45	1.15	2017.9.28	2047.9.27	经营性
37	昆嵩高速	13.48	0.43	-	0.40	-	1996.10.26	2026.2.28	经营性
38	富龙高速	22.20	0.50	1.19	0.45	0.99	2015.12.28	2045.12.27	经营性
39	上鹤高速	60.01	0.50	1.40	0.45	1.15	2016.12.26	2046.12.25	经营性
40	瑞陇高速	16.48	0.50	1.40	0.45	1.15	2017.4.8	2047.4.7	经营性
41	沾会高速	35.05	0.50	1.40	0.45	1.15	2017.6.23	2047.6.22	经营性
42	武易高速	105.26	0.50	1.40	0.45	1.15	2017.6.29	2047.6.28	经营性

43	临沧机场高速	16.52	0.50	1.40	0.45	1.15	2017.12.18	2047.12.17	经营性
44	大永高速（大理段）	56.84	0.50	1.40	0.45	1.15	2018.4.28	2048.4.27	经营性
	大永高速（丽江段）	69.54	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.6.30	2050.6.29	经营性
45	景文高速	30.75	0.50	-	0.45	-	2019.1.18	2049.1.17	经营性
46	功东高速	49.61	0.50	1.18	0.45	0.95	2019.1.23	2049.1.22	经营性
47	麻昭高速	105.49	0.50	1.40	0.45	1.15	2015.12.25	2045.12.26	经营性
48	腾陇高速	165.89	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.8.15	2050.8.14	经营性
49	澄川高速	46.13	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.8.31	2050.8.30	经营性
50	召泸高速	32.97	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.9.19	2050.9.18	经营性
51	腊满高速	43.09	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.9.30	2050.9.29	经营性
52	腾猴高速	50.6	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.12.30	2050.12.29	经营性
53	鹤关高速	42.17	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.12.29	2050.12.28	经营性
54	楚姚高速	37.72	0.50	1.40	0.45	1.15	2020.12.25	2050.12.24	经营性
55	武倘寻高速	106.12	0.50	1.40	0.45	1.15	2021.1.10	2050.12.30	经营性
56	思澜高速	125.2	0.50	1.40	0.45	1.15	2021.1.20	2050.12.30	经营性
57	保泸高速	84.91	0.50	1.40	0.45	1.15	2021.2.10	2051.2.9	经营性
58	磨思高速	64.29	0.5	1.4	0.45	1.15	2011.4.24	2041.4.23	经营性
59	镇清高速	34.81	0.5	1.4	0.45	1.15	2021.7.24	2051.7.23	经营性
60	墨临高速	236.35	0.5	1.4	0.45	1.15	2021.2.1	2051.1.31	经营性
61	景海高速	55.48	0.5	1.4	0.45	1.15	2021.12.3	2051.12.2	经营性
62	南景高速	94.92	0.5	1.4	0.45	1.15	2021.12.31	2051.12.30	经营性
63	新楚大高速	205.74	0.5	1.4	0.45	1.15	2022.1.21	2052.1.20	经营性
64	宾南高速	99.84	0.5	1.4	0.45	1.15	2022.3.31	2052.3.31	经营性
高速公路小计		5,198.55	-	-	-	-	-	-	-
一级公路									
65	普炭一级	59.14	0.35	-	-	-	2010.11.1	2040.10.31	经营性
66	楚南一级	53.82	0.35	-	-	-	2017.7.15	2047.7.14	经营性
一级公路小计		112.96	-	-	-	-	-	-	-
全部公路合计		5,311.51	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年~2021年，公司运营路段实现通行费收入分别为120.31亿元、92.87亿元和127.09亿元。2021年新冠肺炎疫情逐步得到控制，全年通行费收入较2020年同比增加36.78%，通行费收入已基本回升至疫情前水平。2022年1~3月，公司实现通行费收入29.47亿元，较2021年同期下降6.09%，主要受疫情散发影响。

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2022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（人）	计费系数
1类	微型、小型	≤9	1.0
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	1.0
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。2019年~2021年，昆石高速实

现通行费收入分别为8.90亿元、5.71亿元和7.08亿元。

楚大高速（楚雄至大理高速公路）和大保高速（大理至保山高速公路）均为上海至昆明至瑞丽国道主干线（GZ65）中的一段。楚大高速是昆明通往滇西、滇西北、滇西南8地州的主要经济干线，是国家交通部和云南省“九五”期间的重点建设项目，也是云南第一条按照业主负责制，利用亚洲开发银行贷款和通过国际招标方式建设的高速公路。楚大高速公路大理段起自祥云子乍么，终于漾濞平坡，于1998年10月28日建成通车，总投资43.9亿元，全长179.11公里。大保高速与楚大公路相连，全长163.41公里，总投资70.4亿元，于2002年9月29日全线试通车。大保高速公路是跨越横断山脉的第一条高速公路，线路主要布设于“V”字形峡谷之中，沿线多属地质松散的“滇西红层”，由于滑坡原因，最高边坡达268米，桥梁、隧道里程达34.62公里。2019~2021年，楚大高速实现通行费收入分别为9.98亿元、8.03亿元和9.93亿元；大保高速实现通行费收入分别为6.01亿元、4.71亿元和5.72亿元。

安楚高速（安宁至楚雄高速公路）是《国家高速公路网规划》中杭州至瑞丽高速公路（M56）云南境内的一段，辐射昆明、楚雄、大理、保山、怒江、德宏、丽江、临沧、迪庆等9个州（市）20多万平方公里的土地。安楚高速公路起于安宁市和平村，止于楚雄市达连坝，上连昆安高速公路，下连楚大高速公路，主线全长131.33公里，于2005年6月27日建成通车。安楚高速公路建成通车，突破了滇西公路交通“瓶颈”，使滇西大道从安宁到保山之间470多公里路段全部成为高速公路。2019年~2021年，安楚高速实现通行费收入分别为10.66亿元、8.83亿元和11.00亿元。

小龙高速公路位于昆明市盘龙区及滇中产业新区嵩明县、大板桥镇境内，起于G85银昆高速与G56杭瑞高速交叉形成的小铺枢纽西侧，止于杭瑞高速与昆明东连接线的乌龙互通南侧（昆明北收费

站)，全长约 41.99 公里，项目设计速度 100 公里/小时，概算投资 90.80 亿元。按行政区域划分：滇中产业新区境内 33.99 公里（嵩明县境内 22.62 公里、空港经济区 11.37 公里），昆明市盘龙区境内 8 公里。小龙高速全线共有 6 座互通式立交：小铺、山脚、军长、金钟山、哨关、兔耳关。小铺、山脚、军长 3 座立交，将方便从嵩明县城通过这条高速往

返昆明；金钟山立交，主要是将小龙高速连接到昆明东南绕城高速；哨关立交，方便滇中产业新区往来昆明市区。2016 年 12 月 27 日建成通车后收入规模增长迅速，2019 年~2021 年，小龙高速实现通行费收入分别为 4.38 亿元、3.58 亿元和 4.81 亿元。受新冠疫情影响，上述高速 2021 年通行费收入均有不同程度的回暖。

表 8：2019 年~2021 年公司运营路产通行费收入情况（万元）

序号	路段名称	2019	2020	2021
1	昆石高速	88,954.71	57,050.10	70,791.10
2	曲胜高速	41,723.74	31,132.22	46,147.28
3	昆嵩高速	9,024.23	5,628.96	9,216.10
4	嵩功高速（原嵩待高速）	30,409.49	22,882.00	32,672.24
5	会待高速（原昭待高速）	17,706.46	13,516.21	18,775.77
6	水麻高速	42,827.15	34,432.14	49,293.23
7	平锁高速	17,181.63	12,227.22	15,545.54
8	砚平高速	12,305.16	9,096.83	11,737.52
9	罗富高速	15,204.45	10,670.21	14,686.13
10	玉元高速	46,980.94	35,807.54	51,799.49
11	元磨高速	46,767.80	36,231.87	50,378.12
12	思小高速	26,856.74	20,474.77	28,680.39
13	小景高速	5,935.85	3,061.52	4,179.18
14	蒙新高速	9,212.61	6,104.19	8,019.33
15	新河高速	3,131.74	1,863.92	2,099.04
16	昆安高速	31,362.59	11,086.48	11,304.37
17	安楚高速	106,596.80	88,342.65	110,006.04
18	楚大高速	99,800.78	80,285.18	99,322.27
19	大保高速	60,084.69	47,059.34	57,243.21
20	保龙高速	23,467.73	18,642.63	20,909.70
21	丽江机场高速	4,381.86	3,545.64	3,499.94
22	永元高速	7,750.28	6,122.57	8,690.40
23	元武高速	13,045.71	10,674.19	14,902.12
24	武昆高速	26,576.53	19,070.67	25,623.33
25	保腾高速	10,480.35	8,852.36	9,432.70
26	大丽高速	42,975.78	30,718.12	37,610.81
27	楚广高速	1,008.29	675.70	978.37
28	西石高速	13,343.06	11,721.62	16,444.43
29	龙瑞高速	26,461.51	18,262.28	14,934.50
30	普宣高速	17,266.38	15,303.36	21,849.89
31	待功高速	37,688.04	31,828.90	39,693.72
32	昭会高速	46,148.13	36,938.22	52,058.27
33	富龙高速	3,002.42	3,251.89	4,756.44
34	石红高速	4,009.99	3,045.41	3,817.78
35	曲陆高速	24,309.27	21,260.93	30,188.98
36	小龙高速	43,750.25	35,761.90	48,097.41
37	江召高速	21,270.12	22,137.07	33,676.67
38	上鹤高速	8,792.39	6,382.15	8,663.92
39	楚南公路	705.86	221.96	253.07
40	普炭公路	4,799.34	3,337.09	4,912.66
41	小磨高速	20,853.84	17,133.24	21,979.60
42	武易高速	7,957.55	7,586.00	12,247.53
43	瑞陇高速	3,301.91	2,281.44	1,602.90
44	沾会高速	7,450.23	5,599.08	7,531.46

45	临沧机场高速	2,869.78	1,965.51	2,614.99
46	大永高速（大理段）	5,176.49	4,683.76	6,758.51
47	景文高速	646.06	786.45	1559
48	功东高速	8,307.16	7,234.82	9,353.49
49	麻昭高速	33,851.97	27,559.26	36,506.06
50	大永高速丽江段	-	1,765.76	3,598.52
51	腾陇高速	-	4,101.84	5,200.24
52	澄川高速	-	3,368.23	11,221.36
53	召泸高速	-	427.81	1,763.81
54	腊满高速	-	420.00	1,695.2
55	腾猴高速	-	0.53	447.64
56	鹤关高速	-	0.82	2,130.17
57	楚姚高速	-	97.34	4,839.78
58	武倘寻高速	-	-	15,052.49
59	思澜高速	-	-	11,609.65
60	保泸高速	-	-	5,394.48
61	镇清高速	-	-	301.19
62	墨临高速	-	-	18,343.46
63	景海高速	-	-	408.25
64	磨思高速	-	-	24,480.7
--	合计	1,183,715.84	919,719.90	1,299,531.94

注：1、上表中 2019、2020、2021 年通行费收入均按收费报表数据统计，并以此作为后续披露口径。其中，2019 年通行费收入与审计报告财务附注中披露的“通行费业务收入”少 19,387.1 万元，2020 年通行费收入与审计报告财务附注中披露的“通行费业务收入”少 8,937.74 万元系由于审计报告财务附注中披露的“通行费业务收入”包含了通行费拆分等服务费收入。2021 年通行费收入与审计报告财务附注中披露的“通行费业务收入”的差异系墨临高速和磨思高速并表导致。

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。运管管理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。2019 年~2021 年，公司公路维修养护成本分别为 12.23 亿元、13.03 亿

元和 14.30 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，公司的养护成本呈整体上升的趋势。

在建项目方面，公司在建项目均为 PPP 的模式进行投资建设，截至 2022 年 3 月末，公司在建公路项目合计 14 个，全部为高速公路项目，总投资合计 2,249.79 亿元，已累计完成投资 1,630.15 亿元，大多数项目资本金比例在 30%左右，项目资本金合计 723.56 亿元，已到位 421.65 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。公司拟建项目共有 11 个，拟投资额 2,319.88 亿元，2022 年计划投资 308.44 亿元。

表 9：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目概况（亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	资本金	已到位资本金	资本金到位比例	公司持股比例	政府出资方
1	楚大高速	429.05	428.53	238.23	166.60	69.93%	49.51%	云南交发
2	大漾云高速	145.37	140.57	43.33	33.81	78.03%	69.00%	大理交投、交商基金、交浦基金、壹号基金
3	宾南高速	158.37	150.30	46.77	30.14	64.44%	68.00%	大理交投
4	大南高速	171.14	162.31	51.37	23.65	46.04%	35.80%	大理交投、交商基金、壹号基金
5	宁永高速	152.97	152.73	46.59	42.68	91.61%	40.00%	丽江旅投、丽江宁永

6	临清高速	253.08	242.22	77.39	45.22	58.43%	68.00%	临沧开投、临沧交投
7	临双高速	73.24	71.23	14.60	14.60	100.00%	39.00%	临沧开投、临沧交投
8	云临高速	109.25	104.15	34.90	15.00	42.98%	38.00%	临沧开投、临沧交投
9	碧双高速	18.15	1.94	3.74	1.94	51.87%	99.9%	无
10	云凤高速	90.57	90.54	26.52	26.13	98.53%	40.00%	临沧开投、临沧交投
11	宣会高速	199.71	26.58	38.04	1.00	2.63%	60.00%	曲靖市交投
12	会巧高速	138.34	49.41	41.502	11.24	27.08%	68.00%	曲靖市交投
13	曲文（师宗段）	145.45	3.50	30.04	3.50	11.65%	80.00%	曲靖市交投
14	海惠连高速	165.1	6.14	30.5398	6.14	20.10%	69.98%	普洱交建、西双版纳绿洲
--	合计	2,249.79	1,630.15	723.56	421.65	58.27%	--	--

注：1、公司均为社会出资方，持股比例为包括云南交投集团公路建设有限公司、云南交投集团云岭建设有限公司等子公司的合计数（财政部 PPP 项目管理库数据），实际持股比例可能会有所调整与入库数据不一致，部分项目社会出资方还包括中铝国际工程股份有限公司、中国有色金属工业第六冶金建设有限公司等其他社会资本；2、“云南交发”为“云南省交通发展投资有限责任公司”简称，“交商基金”为“云南交商交通产业基金合伙企业（有限合伙）”简称，“交浦基金”为“云南交浦交通产业基金合伙企业（有限合伙）”简称，“壹号基金”为“云南云交壹号交通产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）”简称，“大理交投”为“大理州交通投资开发（集团）有限公司”的简称，“普洱交建”为“普洱交通建设集团有限责任公司”简称，“丽江旅投”为“丽江市旅游开发投资集团有限公司”简称，“丽江宁永”为“丽江宁永高速公路投资有限公司”简称，“临沧开投”为“临沧市高速公路开发投资有限责任公司”简称，“临沧交投”为“临沧市交通发展投资有限责任公司”简称，“西双版纳绿洲”为“西双版纳绿洲投资控股有限公司”简称，“曲靖市交投”为“曲靖市交通建设投资集团有限公司”；3、小数差异系四舍五入所致；4、宾南高速项目总投资数有所调整与 PPP 项目管理库数据不一致。

资料来源：公司提供及财政部政府和社会资本合作中心 PPP 项目管理库，中诚信国际整理

表 10：截至 2022 年 3 月末公司主要拟建项目概况（公里、亿元）

序号	项目名称	拟建设里程	拟投资额	2022 计划投资额
1	勐绿高速	210.72	368.11	71.26
2	瑞孟高速	325.74	639.38	150.25
3	勐关高速	27.83	46.88	11.34
4	瑞弄高速	30.38	314.77	4.89
5	永昌（大理段）	49.10	165.10	15.33
6	姚南高速	35.76	71.43	7.62
7	牟元高速	48.57	108.84	10.88
8	丽维高速	115.56	259.47	25.80
9	拉大高速	81.40	168.00	2.10
10	功小高速	50.70	76.10	3.88
11	勐打高速	57.80	101.80	5.09
	合计	1,033.56	2,319.88	308.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，受五年规划周期影响，2021 年新签合同数大幅增加

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公司”，以下简称“公路建设”）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公司”，以下简称“云岭建设”）负责，两家公司拥有公路工程施工总承包特级、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、市政公用工程施工总承包一级施工等资质，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，公路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（已向业主开具质量保证金保函的项目除外）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。农民工工资保证金每年滚动返还。项目竣工校验后，通过政府审计后退回剩余质量保证金及结算工程尾款。

近年来，随着云南省高速公路建设里程的不断增长，公路建设和云岭建设工程施工业务规模不断扩大，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公路建设和云岭建设工程施工业务合计签订合同金额分别为 325.25 亿元、59.68 亿元、671.70 亿元和 62.13 亿元，确认收入分别为 475.32 亿元、561.24 亿元、456.10 亿元和 13.45 亿元，因高速公路建设规划一般以 5 年为一个周期，合同签订主要集中在规划前几年，“十四五”期间将陆续开展投标工作。中诚信国际将关注公司未来业务的获取情况。近年来公司投资节奏加快，当期工程施工收入大幅增长。

跟踪期内，公司销售业务收入大幅下降，受制于行业特性，公司销售业务毛利率较低；同时，贸易业务规模大且产品结构变化较大，需关注该贸易业务的风险控制

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。主要供应产品包含有色金属、钢材、水泥、沥青、油品等。公司于2015年起开始集团化改革，大力发展建筑材料贸易业务和油品销售业务。2019年~2021年以及2022年1~3月，公司销售业务收入（经合并抵扣）分别为130.05亿元、392.32亿元、227.16亿元和23.79亿元。

2020 年，公司销售业务规模扩大，新增电解铜、铝锭等有色金属产品销售，使得当年销售业务收入大幅增加。公司电解铜等有色金属销售业务主要供应商为公航旅（浙江自贸区）供应链管理有限公司、宜昌兴发集团有限责任公司、公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司等，主要客户包括上海红鹭国际贸易有限公司、广州海川实业控股有限公司、广东

中启源商贸投资有限公司等。公司石油销售业务的主要供应商包括中国石化销售股份有限公司云南石油分公司和中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司等，主要客户为云南中石化高速石油有限责任公司等。公司钢材、水泥、沥青等建筑材料销售业务主要供应商包括云南元强经贸有限公司、昆明全坤商贸有限责任公司、昆明四通商贸有限公司、云南红塔滇西水泥股份有限公司、SKENERGYCO、壳牌（中国）有限公司和中国石化炼油销售有限公司等，主要客户包括贵州省公路工程集团有限公司、新疆北新路桥集团股份有限公司、江西万辉实业有限公司、中铁二十五局集团第四工程有限公司、中铁九桥工程有限公司、中铁三局集团有限公司、中铁九桥工程有限公司、云南建投物流有限公司、江西九纵实业有限公司和中交第二航务工程局有限公司昆明分公司等，主要为国企，资金回收风险相对可控。公司销售业务为贸易性质，毛利率水平较低。2021 年销售收入大幅下降，系公司减少与主业无关的贸易业务所致，使得当期贸易销售收入下降至 227.16 亿元，贸易收入规模仍维持较高水平，需关注贸易业务的风险控制。

表 11：物资板块主要产品销售收入情况（亿元）

产品	2019	2020	2021	2022.1~3
石油	55.10	56.55	79.60	19.67
钢材、水泥、沥青等	74.94	24.31	27.18	4.09
电解铜、铝锭等有色金属	-	305.55	117.07	-
其他	-	5.91	3.31	0.03
合计	130.05	392.32	227.16	23.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，跟踪期内，公司公路沿线设施开发和工程咨询等高速公路相关产业稳步推进，丰富公司业务板块收入，但公司航空板块的股权投资受行业下行压力的影响持续亏损，对公司盈利造成一定压力

公司其他业务主要包括公路沿线设施开发和工程咨询等。

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，2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月，该板块收入分别为 2.56 亿元、2.27 亿元、2.39 亿元和 0.52 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，2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 17.77 亿元、12.26 亿元、18.01 亿元和 0.90 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 36.00 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 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。2021 年 2 月，海南省高级人民法院裁定受理债权人对祥鹏航空公司提出的破产重整申请，并制定海航集团清算组担任管理人，具体开展各项重整工作，截至 2021 年末，公司持有祥鹏航空公司股权账面价值为 4.24 亿元。中诚信国际将持续关注祥鹏航空公司破产重整事项对公司产生的影响。此外，2020 年，公司将提供给云南资本 23.00 亿委托贷款转为购买东航云南股权的预付款，并根据《云南省

国有资本运营有限公司之债转股协议》公司以账面应收 17.66 亿元债权转为对云南资本的出资，债权转股后公司持有云南资本 11.05%股权，截至 2021 年末，公司持有东航云南 35%股权，账面余额为 29.43 亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的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~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均使用期末数据，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。2021 年，不再纳入合并报表范围内子公司共计 12 家，同时合并报表范围内新增子公司共计 18 家。

2021 年，随着通车路产的增加以及疫情形势缓和，公司通行费收入和其毛利率均有所增长，虽然工程施工及销售业务收入均有所下降且毛利率偏低，对公司的盈利能力贡献有限；公司当年经营性业务利润有所上升，同时叠加公司对祥鹏航空公司、东航云南的投资确认较大投资损失，对当期利润总额有所侵蚀

2021 年，随着通车路产的增加叠加全国疫情逐步得到控制，高速车流量逐步恢复，当年通行费收入实现 127.09 亿元，已超过疫情前水平；受 2021 年系十四五规划的第一年影响，整体工程施工业务招投标进度有所放缓，工程施工收入较上年同比下降 18.73%；销售业务方面，公司当年不再进行融资性贸易，贸易规模较上年降幅 42.10%；其他业务收入小幅增加，2022 年 1~3 月，公司营业总收入为 72.75 亿元。

毛利率方面，因高速公路养护成本较为固定，随着疫情期间高速公路免征通行费政策的结束，2021 年通行费收入的毛利率亦回升至疫情前水平；公司工程施工及销售业务随市场化趋势波动，当年毛利率均有所上涨，但受限于行业特征，毛利率整体偏低，公司当期综合毛利率回升至 19.41%。

表 12：公司主要业务板块收入结构及占比（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
通行费收入	120.31	92.87	127.09	29.47
工程施工业务	475.32	561.24	456.10	13.45
销售业务	130.05	392.32	227.15	23.79
其他	28.36	17.66	25.02	6.02
合计	754.03	1,064.09	835.36	72.75
占比	2019	2020	2021	2022.1~3
通行费收入	15.96%	8.73%	15.21%	40.51%
工程施工业务	63.04%	52.74%	54.60%	18.49%
销售业务	17.25%	36.87%	27.19%	32.70%
其他	3.76%	1.66%	3.00%	8.27%
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 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
通行费收入	64.94	51.98	63.95	72.73
工程施工业务	12.03	12.72	13.17	25.42
销售业务	5.73	2.93	4.74	6.11
其他	37.50	35.00	40.34	65.65
综合	20.35	12.91	19.41	41.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，且财务费用占比较高，近年来，财务费用占期间费用合计比例均超过 85.00%，主要系公司高速公路建设正处于扩张期，融资规模较大所致。公司管理费用受合并范围扩大和薪酬上涨影响也呈现增长态势，期间费用呈同步上升趋势，但营业总收入有所下降，使得当年期间费用率上升至 13.94%，公司期间费用对利润造成较大侵蚀。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2021 年因新冠疫情处于可控范围内，毛利率较高的通行费收入回升推动公司经营性业务利润上升至 44.48 亿元。非经营性利润方面，2021 年，公司对祥鹏航空公司、东航云南的权益法下确认的投资收益共计为-4.70 亿元，使得投资收益缺口持续扩大。2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润较去年同期大幅下降，使得利润总额成亏损状态。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
财务费用	107.28	94.87	99.16	26.43
管理费用	10.68	12.87	13.85	2.54

期间费用合计	121.25	111.54	116.42	29.76
期间费用率	16.08	10.48	13.94	40.91
经营性业务利润	32.27	23.50	44.48	0.07
资产减值损失	1.19	5.16	-0.13	0.0001
投资收益	1.72	-3.21	-4.95	-1.93
营业外损益	-0.16	-0.84	-0.40	0.12
利润总额	32.65	14.43	35.85	-1.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司资本结构和债务结构总体稳定，财务杠杆仍维持在较高水平，净资产增长主要来自少数股东权益，其质量及结构稳定性值得关注

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 85.00%。

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。公司固定资产主要系公路资产，近年来，呈小幅增长态势，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。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系按照车流量法进行摊销。公司长期股权投资主要系对云南省交通产业基金以及联营企业投资，2021 年以来增长主要系对东航云南的新增投资，截至 2021 年末，长期股权中对云南昆楚高速公路投资开发有限公司和东航云南投资账面余额分别为 8.32 亿元和 29.43 亿元，其中当年对东航云南确认投资损失为 3.31 亿元。流动资产方面，近年来，公司货币资金保持一定规模，截至 2022 年 3 月末，公司受限货币资金 0.93 亿元，主要系保函保证金。公司其他应收款主要系对国有企业的股权意向款及借款，近年来呈逐年增长态势，对公司形成较大的资金占用，截至 2022 年 3 月末，公司其

他应收款前五名占其他应收款合计比例为 78.04%，应收对象较为集中，存在一定的回收风险，其中包括对云南省康旅控股集团有限公司股权意向金 69.01 亿元，对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、西双版纳州人民政府和云南省投资控股集团有限公司的资金拆借款分别为 46.21 亿元、15.00 亿元、7.51 亿元和 7.01 亿元。公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，2021 年执行新收入准则，建造合同形成的已完工未结算资产已调整至合同资产科目。

负债方面，跟踪期内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，2022 年 3 月末质押借款余额达到 3,378.09 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，截至 2022 年 3 月末，长期应付款增至 164.88 亿元，主要系公司对工银金融租赁有限公司的借款增加 21.60 亿元所致；同期末，公司应付债券仍保持一定规模，较 2020 年末增加 60.07 亿元，主要系公司 2021 年以来发行了“21 云交 01”、“21 云南交投 MTN001”、“22 云南交投 MTN002”、“22 云交 01”和“22 云南交投 MTN001”等，共计发行金额 71.00 亿元。流动负债方面，公司应付账款主要为尚未支付的工程款。公司其他应付款主要为保证金和往来款，2021 年以来，其他应付款增幅较大，增加主要系公司为取得云南玉临高速公路建设有限责任公司（以下简称“玉临高速”）股权产生的借款 24.02 亿元和无偿受让普洱磨思高速公路开发经营有限公司（以下简称“磨思公司”）带来的未决债务所致。

2021 年以来，公司所有者权益有所增长，主要来自于资本公积及少数股东权益增长。具体来看，2021 年 11 月，根据股东会决议，公司以资本公积同比例转增资本的方式增加注册资本金至 300 亿元，并于 2021 年 12 月 8 日办理工商变更登记，上述事

项使得当年资本公积减小 245.19 亿元，同时因无偿接收亏损企业普洱磨思公司，无偿划转大理大立成投资有限公司以及收购玉临高速、临清高速股权共计减少资本公积 29.04 亿元；同期，资本公积增加系收到云南省财政厅拨付资本金 18.16 亿元、地方政府资本金注入 8.77 亿元以及勐腊嘉瑞城乡建设投资开发有限公司注入项目资金 4.49 亿元所致。截至 2021 年末，其他权益工具较上年末减小 34.78 亿元，主要系偿还永续中票、信托贷款所致，永续中票、信托的偿还使得公司净资产下降。2022 年 3 月末，进一步减小至 64.93 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，截至 2022 年 3 月末，少数股东权益增加至 977.55 亿元。

表 15：近年来公司主要资产及负债构成（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	4,427.72	5,292.46	6,379.57	6,532.85
货币资金	204.39	273.09	226.37	288.07
其他应收款	138.20	157.71	172.88	184.06
存货	85.31	71.92	22.20	30.58
合同资产	0.00	3.13	65.88	86.07
固定资产	2,165.20	2,170.64	2,202.02	2,197.21
无形资产	1,377.12	1,972.58	2,927.67	2,964.23
长期股权投资	212.87	355.12	362.06	360.01
所有者权益合计	1,297.92	1,595.67	1,882.36	1,984.08
实收资本	54.81	54.81	300.00	300.00
资本公积	691.06	766.35	525.09	549.04
其他权益工具	89.71	109.71	74.93	64.93
少数股东权益	385.50	585.26	887.62	977.55
总负债	3,129.80	3,696.78	4,497.21	4,548.77
长期借款	2,232.72	2,782.57	3,432.64	3,423.08
长期应付款	157.10	129.27	148.95	164.88
应付债券	65.94	79.82	103.97	139.89
应付账款	267.62	319.91	278.07	182.88
一年内到期的非流动负债	154.73	100.68	73.01	122.44
其他应付款	101.93	115.71	151.18	159.78

注：“应收利息”和“应收股利”未计入“其他应收款”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司资产负债率及总资本化比率有所波动，但总体保持稳定，2021 年以来公司债务规模持续增长，加之所有者权益中较大规模的永续中票和可续期信托贷款，公司实际的财务杠杆水平较高。

公司债务结构合理，均以长期债务为主，和公司业务特点较为匹配。

表 16：近年来公司主要的资本结构情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务/总债务	0.08	0.06	0.05	0.07
短期债务	219.88	197.55	195.68	285.55
长期债务	2,455.76	2,991.65	3,685.55	3,727.84
总债务	2,675.64	3,189.20	3,881.24	4,013.40
资产负债率	70.69	69.85	70.49	69.63
总资本化比率	67.34	66.65	67.34	66.92

注：中诚信国际统计口径，上表 2021 年末及 2022 年 3 月末短期债务中分别包含应付票据 19.11 亿元和 24.13 亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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；跟踪期内，公司路产的配套资金到位规模同比下降，投资力度有所放缓，投资缺口有所缩小

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，2021 年受疫情影响，工程施工业务进度放缓，使得当期确认收入较少以及回款周期延长，导致当期经营活动净现金流较上年大幅减小。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，2021 年公司建设进度整体放缓，投资活动净现金流缺口较上年缩小，同时，受 2021 年收到资本金减小的影响，2021 年公司筹资活动净流入亦较上年减小。

从偿债能力指标来看，2021 年以来，公司经营净现金流大幅减小，对债务本息的覆盖能力减弱，EBITDA 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。

公司货币资金保持较大规模，货币资金对短期债务的覆盖能力有所波动，但整体具有较好的保障能力。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流(亿元)	141.99	187.47	91.03	14.92
投资活动净现金流(亿元)	-484.77	-692.56	-520.70	-134.47
筹资活动净现金流(亿元)	336.96	574.25	383.08	180.13
收现比(X)	0.93	1.08	0.93	2.03
经营净现金流/总债务(X)	0.05	0.06	0.02	--

总债务/EBITDA(X)	16.01	21.74	22.18	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.07	1.33	0.53	--
货币资金/短期债务(X)	0.93	1.38	1.16	1.01
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.26	1.04	1.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较好，账面货币资金可以覆盖短期债务，受限资产规模较大，资产流动性一般

截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4~12 月、2023~2025 年到期债务分别为 177.48 亿元、141.03 亿元、101.47 亿元、148.81 亿元，2022 年偿债压力偏大。

截至 2022 年 3 月末，公司本部及下属子公司共获得银行授信总额 6,558.43 亿元，其中已使用 4,403.51 亿元，未使用授信额度 2,154.92 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 5,025.30 亿元，占总资产的比重达到 76.92%，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。

表 18：截至 2022 年 3 月末公司受限资产明细（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.93	保函保证金等
固定资产	2,059.38	借款担保
无形资产	2,958.37	借款担保
投资性房地产	2.13	抵押担保
存货	1.22	抵押担保、法院冻结
其他权益工具投资	3.27	法院冻结
合计	5,025.30	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。截至 2021 年末，公司对联营企业项目贷款提供差额补足承诺合计 255.02 亿元。

表 19：截至 2021 年末公司对联营企业项目贷款提供差额补足情况（亿元）

被承诺单位	金额	承诺方式
大理大南高速公路有限公司	25.25	兜底差补承诺
云南凤云高速公路有限公司	29.52	兜底差补承诺
云南临沧临清高速公路有限公司	118.00	兜底差补承诺
云南临双高速公路有限公司	18.68	兜底差补承诺
云南临云高速公路有限公司	21.71	兜底差补承诺
云南永高速公路有限公司	41.86	兜底差补承诺

总计	255.02
----	--------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的本部《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 7 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 3 笔贷款被列为关注类，系贷款银行系统升级、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，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。

2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司获得财政支持资金分别为 153.35 亿元、257.65 亿元、169.16 亿元和 101.48 亿元，其中中央车购税补助资金分别为 55.11 亿元、56.69 亿元、71.19 亿元和 77.88 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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司收到云南省财政厅拨付的国家资本金 25.36 亿元和 3.00 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 20：2019 年~2022 年 3 月公司获得财政支持情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
中央车购税资金	55.11	56.69	71.19	77.88
省财政补助资金	-	5.00	-	-
营业税返还资金	-	-	-	-
省财政国家资本金	72.67	80.48	25.36	3.00
国有资本经营预算专项资金	0.80	-	2.00	-
地方政府配套资金	21.53	113.98	64.11	15.72
其他零星政府补助	3.24	1.50	6.50	4.88

合计	153.35	257.65	169.16	101.48
----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

政府补助方面，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司收到计入其他收益的政府补助分别为 2.65 亿元、1.17 亿元、1.63 亿元和 0.21 亿元。

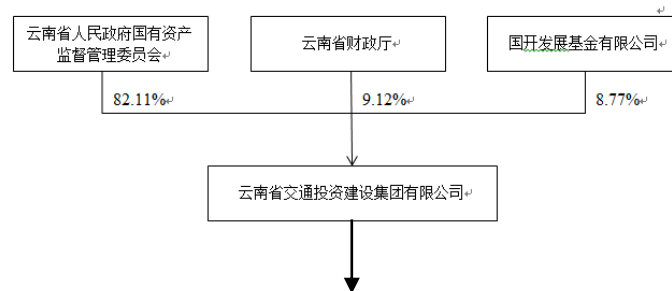
此外，为整合云南省的交通资源，根据云南省委办公厅、云南省政府办公厅印发《关于推进省级经营性国有资产集中统一监管的实施意见》（云办发[2017]16 号），云南省国资委将云南省交通运输厅所属 56 户企业的经营性国有资产交由公司进行整合重组。2017 年 11 月，公司分两批对上述 56 户划转企业进行尽职调查和清产核资，其中第一批 23 户划转企业已完成尽职调查和清产核资工作，于 2018 年 2 月上报文件《云南省交通投资建设集团有限公司关于申请批复 23 户划转企业清产核资报告的请示》（云交投发[2018]137 号），请示国资委进行批复，现已通过国资委专家评审，其中云南交科院、云南监理、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》（云国资财[2019]21 号），同年，港航投资等无偿划入公司，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，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的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 云交 01”和“22 云交 01”的债项信用等级为 **AAA**。

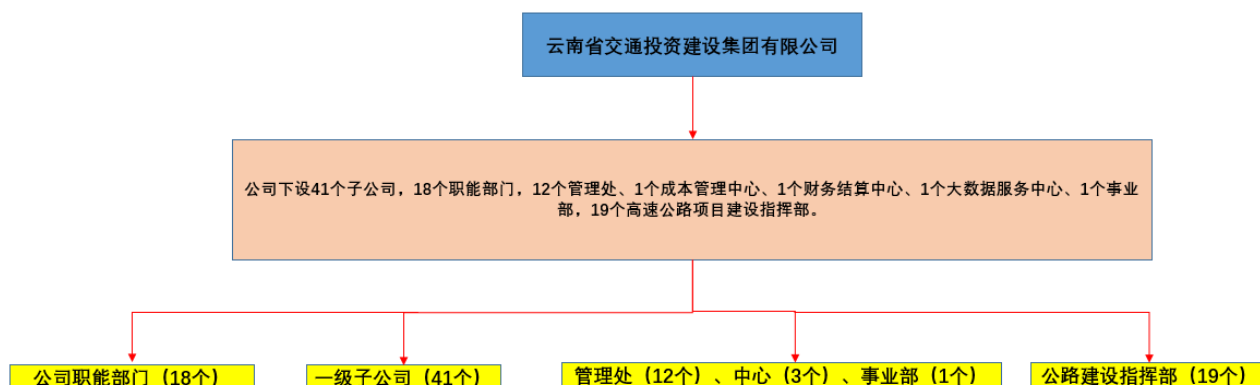
附一：云南省交通投资建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



全称	持股比例(%)
云南省曲陆高速公路开发有限公司	96.08
云南省交通科学研究院有限公司	100.00
云南省交通规划设计研究院有限公司	100.00
云南省公路工程监理咨询有限公司	100.00
云南省港航投资建设有限责任公司	100.00
云南昆嵩高速公路开发有限责任公司	100.00
云南交投集团云岭建设有限公司	100.00
云南交投集团现代物流有限公司	51.00
云南交投集团投资有限公司	100.00
云南交投集团经营开发有限公司	100.00
云南交投集团后勤服务有限公司	100.00
云南交投集团公路建设有限公司	100.00
云南交投产融控股有限公司	100.00
云南公投阳光公路投资合伙企业（有限合伙）	10.00
云南公路联网收费管理有限公司	65.00
云南大昭高速公路投资开发有限公司	100.00
云南保泸高速公路有限公司	90.00
怒江美丽公路股份有限公司	80.00
楚雄北绕城公路有限公司	70.00
云交投商业保理（上海）有限公司	100.00
云南交投壹号投资合伙企业（有限合伙）	20.00
云南交投德宏投资开发有限公司	65.00
云南会巧高速公路有限公司	68.00
云南海惠连高速公路建设投资有限公司	69.98
云南交投融资租赁有限公司	100.00
云南楚大高速公路投资开发有限公司	68.907
云南宣会高速公路有限公司	60.00
云南曲文高速公路有限公司	80.00
云南碧双高速公路有限公司	99.90
云南交投私募股权投资基金管理有限公司	100.00
云南玉临高速公路建设有限责任公司	90.00
云南勐关高速公路有限公司	100.00
云交国际（香港）有限公司	100.00
云南交投产融壹号投资合伙企业（有限合伙）	20.00
云南交投临沧经营开发有限公司	70.00
云南瑞陇高速公路有限公司	100.00
云南德宏道路桥梁工程有限公司	100.00
云南交投贰号投资合伙企业（有限合伙）	100.00
云南大保高速公路有限公司	100.00
云南南姚高速公路建设有限公司	100.00

云南牟元高速公路建设有限公司	100.00
云南交投丽江投资开发有限公司	100.00
云南云投生态环境科技股份有限公司	23.16

注：1、根据《云南公投阳光公路投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，公司作为有限合伙人二（LP2）持有次级份额而面临合伙企业可变回报的敞口，投资标的限定为 LP2 主导的项目（功东高速公路和武倘寻高速公路），有能力运用对该合伙企业的权力影响其可变回报。基金管理人 LP2 的代理人，因此公司控制该合伙企业，将其纳入合并报表范围；2、根据《云南交投壹号投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》和《云南交投产融壹号投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，云南交投壹号投资合伙企业（有限合伙）和云南交投产融壹号投资合伙企业（有限合伙）均是公司为对外募集资金之目的设立，公司通过参与上述合伙企业的相关活动享有可变回报，公司有能力运用权力影响其回报金额。因此公司控制上述两家合伙企业，将其纳入合并报表范围；3、公司持有云南云投生态环境科技股份有限公司的股权比例最高，享有实际控制权。



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2,043,864.31	2,730,915.06	2,263,685.99	2,880,728.18
应收账款	999,758.34	768,269.55	1,746,644.81	1,781,534.19
其他应收款	1,384,543.37	1,579,694.47	1,728,835.00	1,840,597.21
存货	853,119.27	719,244.84	221,970.34	305,835.44
长期投资	2,414,353.88	3,969,675.29	4,051,416.79	4,030,981.38
在建工程	18,617.62	14,429.33	10,541.94	12,083.61
无形资产	13,771,174.00	19,725,778.53	29,276,699.98	29,642,260.36
总资产	44,277,197.73	52,924,578.88	63,795,712.38	65,328,541.79
其他应付款	1,167,441.40	1,275,902.18	1,524,000.25	1,606,990.95
短期债务	2,198,824.53	1,975,494.79	1,956,834.11	2,855,540.02
长期债务	24,557,577.63	29,916,524.98	36,855,520.40	37,278,415.85
总债务	26,756,402.16	31,892,019.77	38,812,354.51	40,133,955.87
总负债	31,297,966.69	36,967,835.84	44,972,129.91	45,487,703.84
费用化利息支出	1,118,204.48	1,048,652.01	1,100,793.43	--
资本化利息支出	210,422.00	362,232.58	617,618.59	--
实收资本	548,100.00	548,100.00	3,000,000.00	3,000,000.00
少数股东权益	3,855,004.86	5,852,635.55	8,876,163.85	9,775,547.77
所有者权益合计	12,979,231.04	15,956,743.03	18,823,582.47	19,840,837.95
营业总收入	7,540,341.46	10,640,906.49	8,353,635.73	727,457.43
经营性业务利润	322,688.83	234,986.75	444,774.38	680.66
投资收益	17,165.42	-32,136.93	-49,518.96	-19,289.52
净利润	216,999.44	15,507.85	244,358.59	-22,732.47
EBIT	1,444,689.82	1,192,966.73	1,459,255.33	-16,725.26
EBITDA	1,670,888.16	1,466,733.47	1,749,726.30	-16,725.26
销售商品、提供劳务收到的现金	7,023,737.45	11,461,288.09	7,768,007.60	1,475,368.79
收到其他与经营活动有关的现金	264,299.81	268,897.84	209,471.55	291,943.72
购买商品、接受劳务支付的现金	5,064,694.53	8,976,925.94	5,912,627.28	1,324,075.20
支付其他与经营活动有关的现金	102,653.65	207,068.33	420,889.75	118,104.07
吸收投资收到的现金	1,756,352.15	2,776,497.79	1,222,427.83	1,092,907.97
资本支出	3,484,768.01	5,070,392.04	4,518,835.48	1,295,619.58
经营活动产生现金净流量	1,419,879.19	1,874,682.25	910,307.22	149,189.45
投资活动产生现金净流量	-4,847,674.28	-6,925,598.01	-5,206,953.64	-1,344,693.07
筹资活动产生现金净流量	3,369,630.11	5,742,495.80	3,830,795.77	1,801,286.47
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	20.35	12.91	19.41	41.46
期间费用率(%)	16.08	10.48	13.94	40.91
应收类款项/总资产(%)	5.45	4.50	5.47	5.66
收现比(X)	0.93	1.08	0.93	2.03
总资产收益率(%)	3.57	2.45	2.50	--
资产负债率(%)	70.69	69.85	70.49	69.63
总资本化比率(%)	67.34	66.65	67.34	66.92
短期债务/总债务(X)	0.08	0.06	0.05	0.07
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	1.20	1.00	0.97	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.07	1.33	0.53	--
总债务/EBITDA(X)	16.01	21.74	22.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.76	0.74	0.89	--
货币资金/短期债务(X)	0.93	1.38	1.16	1.01
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.26	1.04	1.02	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，相关指标失效；3、将各期末“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算，将各期末“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将 2021 年末及 2022 年 3 月末一年内到期的非流动负债中的应付利息不纳入有息债务核算。

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
	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
盈利能力	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	=(营业总收入-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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。