



# 云南省交通投资建设集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0937 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

云南省交通投资建设集团有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“21 云交 01”、“22 云交 01”

AAA

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为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”）业务的开展具备良好的发展环境，公司区域行业地位突出且跟踪期内持续获得交通运输部和云南省政府的大力支持，主营业务获现良好，业务结构向多元化发展。同时，需关注投资规模较大、债务规模上升，受行业政策影响营业收入呈下滑趋势，航空板块的盈利修复情况有待关注，及资产流动性较弱等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 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。

**可能触发评级上调因素：**不适用。

## 调级因素

**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。

## 正面

- **公司业务的开展具备良好的发展环境。**2022年，云南省区域经济进一步发展，且保持旺盛的交通投资需求和政策面的大力支持，为公司业务的开展创造良好的外部条件。
- **突出的区域行业地位，并持续获得来自交通运输部和云南省政府的大力支持。**公司仍是承担云南省最重要的高速公路投融资建设和运营主体，目前管理着云南省内超过一半的高速公路，且旗下多条路产纳入了“国家高速公路网”框架，跟踪期内继续得到交通运输部、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。**2022年以来，公司运营路产继续实现较为可观的通行费收入，且经营获现能力较好；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，并扩展航空业务，业务结构向多元化发展。

## 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。
- **受行业政策影响，营业收入呈下滑趋势，需持续关注航空板块的盈利修复情况。**2022年，受行业政策影响，公司营业总收入进一步下降，且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”）和东方航空云南有限公司（以下简称“东航云南”）的股权投资处于亏损状态，对公司净利润形成侵蚀，未来需关注航空板块的盈利修复情况。
- **资产流动性较弱。**较大规模的应收类款项以及受限资产对资产流动性形成制约，公司资产流动性较弱。

项目负责人：王靖允 jywang@ccxi.com.cn

项目组成员：柴文丽 wlchai@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## ● 财务概况

云南交投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	5,291.74	6,378.82	7,884.54	7,962.71
所有者权益合计（亿元）	1,594.19	1,881.38	2,605.11	2,624.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,484.49	1,806.45	2,565.11	2,589.75
负债合计（亿元）	3,697.55	4,497.44	5,279.43	5,337.96
总债务（亿元）	3,299.51	3,956.83	4,647.06	4,748.13
总债务*（亿元）	3,189.46	3,881.54	4,606.50	4,711.72
营业总收入（亿元）	1,064.21	835.04	801.24	124.93
净利润（亿元）	1.76	24.55	9.25	4.16
EBIT（亿元）	120.12	145.82	134.31	--
EBITDA（亿元）	147.50	175.46	167.67	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	187.47	91.01	286.72	22.74
营业毛利率（%）	12.93	19.42	20.00	27.03
总资产收益率（%）	2.27	2.50	1.88	--
EBIT 利润率（%）	11.29	17.46	16.76	--
资产负债率（%）	69.87	70.51	66.96	67.04
总资本化比率（%）	68.97	68.66	64.43	64.71
总资本化比率*（%）	66.67	67.35	63.88	64.22
总债务/EBITDA（X）	22.37	22.55	27.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.01	0.99	0.92	--
FFO/总债务（X）	-0.002	-0.002	-0.002	--

注：1、中诚信国际根据云南交投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2020~2022年度审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表整理，其中2020~2021年财务数据使用下年审计报告期初数，2022年及2023年一季度财务数据使用对应审计报告或财务报表期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将公司各期初/末其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将期初/末长期应付款及其他权益工具中的有息债务纳入长期债务核算；3、经调整的所有者权益为剔除其他权益工具后的指标，总债务、总资本化比率的计算考虑了其他权益工具中有息债务的影响，总债务\*、总资本化比率\*为未考虑其他权益工具中有息债务的指标，下同；4、本报告中披露总债务、总债务\*及相关偿债指标均为中诚信国际统计口径，各期初/期末总债务及总债务\*中包含了应付票据、短期借款利息，且总债务同时包含租赁负债，故与公司实际偿还情况存在一定差异；5、EBITDA利息保障倍数为调整非经常性损益（资产处置收益）后计算所得指标，下同；6、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## ● 同行业比较（2022年数据）

项目	云南交投	陕西交控	江西交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	云南省	陕西省	江西省
GDP（亿元）	28,954.20	32,772.68	32,064.70
一般公共预算收入（亿元）	1,949.32	3,311.60	2,948.30
所有者权益合计（亿元）	2,605.11	1,776.18	1,485.59
总资本化比率（%）	64.43	75.98	63.73
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	1.08	--

注：1、陕西交控系“陕西交通控股集团有限公司”简称，江西交投系“江西省交通投资集团有限责任公司”简称 2、陕西交控、江西交投总资本化比率未经调整指标。

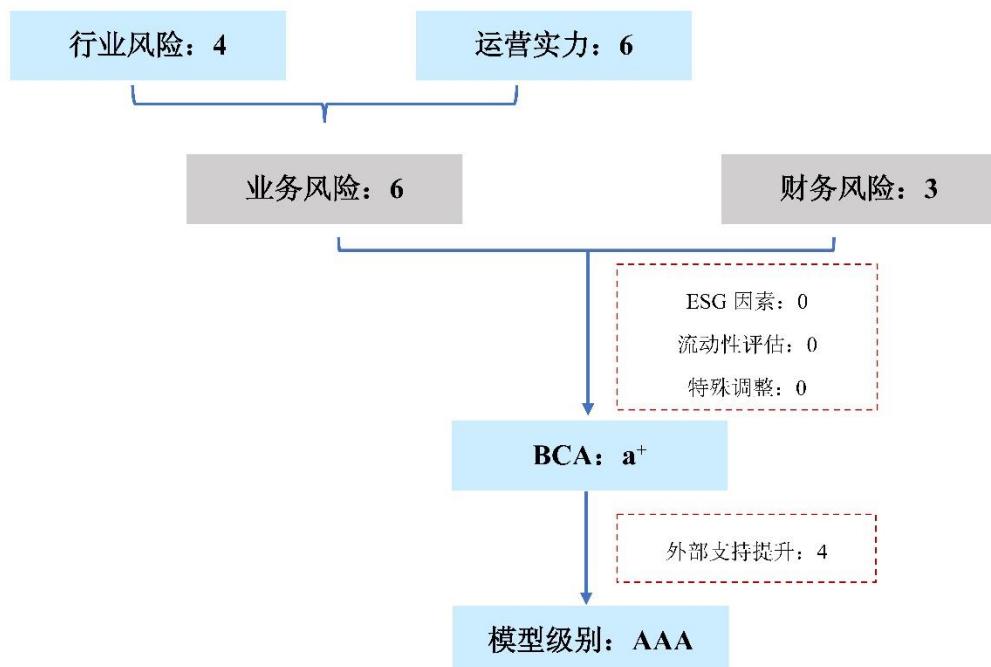
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 云交 01	AAA	AAA	2021/06/28	15.00	15.00	2021/09/15~2024/09/15	--
22 云交 01	AAA	AAA	2022/06/28	16.00	16.00	2022/03/16~2025/03/16	--

## ● 评级模型

云南省交通投资建设集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际省级收费公路投资行业评级方法与模型 C220101\_2022\_04

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，云南交投的业务风险很低。跟踪期内云南省经济的稳步增长为高速公路行业的发展提供了良好的外部环境，云南交投作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，维持重要的行业和区域地位，通车路产的竞争力仍较好并实现客观的通行费收入；但需关注路产运营效率下降、航空板块处于亏损状态、在建及拟建项目存在资金支出压力等因素对公司业务运营和盈利能力产生的影响。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，云南交投的财务风险整体可控。跟踪期内云南交投资产和权益规模大幅增加，对外部融资的依赖仍较强；但不断夯实的资本实力、较强的主营业务获现能力及畅通的外部融资渠道一定程度上降低了公司的财务风险，财务杠杆呈下降趋势，且保持较优的债务期限结构。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对云南交投个体基础信用等级无影响，云南交投具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和可控的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，云南省政府具有很强的支持能力，且对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。主要体现在云南省经济实力保持增长，云南交投作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，区域重要性强，跟踪期内其股权结构与业务开展继续与云南省政府保持高度关联性，且在获得财政资金支持、政府补助、股权划入等方面保持良好记录。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 2023 年 3 月末，上述募集资金均已全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，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；近年来，受交通运输管制及旅客出行意愿降低等因素影响，公路客运需求量持续大幅下滑，但货运需求量总体企稳。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。虽然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。此外，为应对不利因素对经济造成的冲击，2022 年四季度全国高速公路货车通行费收入减免政策使得通行费收入有所下滑。

## 区域环境

云南省地处中国西南边陲，是中国面向东南亚、南亚的窗口和门户。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。截至 2022 年末，云南省常住人口 4,693 万人，常住人口城镇化率 51.72%。

云南省具有丰富的矿产资源、水利资源和旅游资源，2022 年以来综合经济实力继续增强，但经济总量及人均 GDP 在全国仍排名较低。2022 年，云南省实现 GDP28,954.20 亿元，较上年增长 4.3%，GDP 增速大幅下降，GDP 和人均 GDP 在全国 31 个省、直辖市、自治区中分别排名第 18 位和第 23 位。分产业来看，第一产业增加值 4,012.18 亿元，第二产业增加值 10,471.20 亿元，第三产业增加值 14,470.82 亿元，分别比上年增长 4.9%、6.0% 和 3.1%，三次产业结构调整为 13:8:36.2:50.0。投资方面，近年来中国西部地区公路建设投资规模呈快速增长趋势，且根据国家公路网规划布局，未来西部地区仍将是公路网络的建设重心；2022 年，云南省固定资产投资同比增长 7.5%，当年争取到国家政策性开发性金融工具支持基金 304.9 亿元，发行地方新增政府债券 1,317.7 亿元，投资增速及取得政策性资金的支持均处于全国中上水平，其中交通投资规模居全国第 3，预计云南省将保持旺盛的交通运输投资需求。

**表 1：2022 年全国各省、直辖市、自治区经济财政概况**

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	--	8.57	--	203,703.00	--
广东省	129,118.58	1	10.19	7	13,279.73	2
江苏省	122,875.60	2	14.44	3	9,258.90	3
山东省	87,435.10	3	8.60	11	7,104.00	6
浙江省	77,715.00	4	11.85	6	8,039.00	4
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.64	10
四川省	56,749.80	6	6.77	20	4,882.20	9
湖北省	53,734.92	7	9.21	9	53,734.92	1
福建省	53,109.85	8	12.68	4	5,382.30	8
湖南省	48,670.40	9	7.36	14	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.36	15	3,589.10	12
上海市	44,652.80	11	18.04	2	7,608.19	5
河北省	42,370.40	12	5.70	26	4,084.00	11
北京市	41,610.90	13	19.00	1	5,714.40	7
陕西省	32,772.68	14	8.29	12	3,311.60	14
江西省	32,074.70	15	7.09	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.40	19
辽宁省	28,975.10	17	6.88	18	2,524.30	18
云南省	<b>28,954.20</b>	<b>18</b>	<b>6.17</b>	<b>23</b>	<b>1,949.32</b>	<b>20</b>

广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.37	13	3,453.90	13
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.65	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.41	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.86	19	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.92	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.13	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	6.98	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	6.07	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.84	25	179.63	31

注：部分省份的人均 GDP 系根据常住人口测算得来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，云南省综合财力趋于下降。2022 年，云南省一般公共预算收入完成 1,949.32 亿元，剔除留抵退税因素后增长 2%；财政平衡率下降至 29.10%，财政自给能力仍较弱，财政收入对转移支付具有较大依赖；受土地市场波动和土地出让情况弱化，政府性基金收入继续大幅下降，2022 年较 2021 年下降 42.9%，其中国有土地使用权出让收入下降 50.8%。再融资环境方面，较大规模的基础设施建设、产业投资及脱贫攻坚等带来的资金需求推升了云南省政府债务的增长，云南省广义政府债务率在全国排名靠前，区域债券市场发行利率及利差普遍高于全国平均水平，2022 年云南省净融资额继续呈现净流出状态；2022 年末，云南省存续城投债规模较大，其中省级和昆明市级城投债合计占比超过 80%，城投企业债务负担较重，区域内城投企业虽未发生过公开债违约事件，但部分企业负面舆情较多，对区域融资环境产生较大冲击，整体再融资环境有待关注。

**表 2：近年来云南省地方经济财政实力**

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	24,521.90	27,146.76	28,954.20
GDP 增速（%）	4.00	7.30	4.30
人均 GDP（万元）	5.03	5.77	6.17
固定资产投资增速（%）	7.70	4.00	7.50
一般公共预算收入（亿元）	2,116.70	2,278.20	1,949.32
政府性基金收入（亿元）	1,558.50	1,087.00	620.80
税收收入占比（%）	68.65	66.46	61.42
财政平衡率（%）	30.35	34.34	29.10

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：云南省人民政府，中诚信国际整理

综合交通运输方面，2022 年云南省货物运输体量稳步增长，其中公路货运量所占份额达 89.92%，公路货物周转量占比为 75.06%；叠加外部不利因素，云南省旅客运输总量和运输周转量均大幅下降，公路旅客运输量和旅客运输周转量在其中仍占据较大比重，但受到的负面影响程度较深，下降速度较快。整体来看，公路运输在云南省内保持较高的交通运输重要性，但需关注 2023 年公路旅客运输的恢复情况。

**表 3：2022 年云南省综合交通运输情况**

运输方式	货物				旅客			
	货运量 (亿吨)	同比增长 (%)	周转量 (亿吨公里)	同比增长 (%)	客运量 (亿人)	同比增长 (%)	周转量 (亿人公里)	同比增长 (%)

铁路	1.49	5.2	477.15	8.9	0.55	-9.7	136.88	0.4
公路	13.92	7.8	1,463.38	6.2	1.17	-21.9	103.34	-25.1
水运	0.06	9.4	8.39	5.9	0.03	20.4	0.48	-24.3
民航	4.50	-42.1	0.70	-41.9	0.06	-43.2	72.12	-41.8
<b>总计</b>	<b>15.48</b>	<b>7.6</b>	<b>1,949.62</b>	<b>6.8</b>	<b>1.80</b>	<b>-19.5</b>	<b>312.82</b>	<b>-21.6</b>

资料来源：云南省 2022 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

根据《云南省“十四五”综合交通运输发展规划》，2020 年末，云南省综合交通实体线网总里程达到 30.2 万公里，公路总里程在“十三五”期间新增 5.7 万公里、达到 29.2 万公里，其中高速公路新增 5,000 公里。在“十四五”期间，云南省会继续加大综合交通投资特别是公路投资规模，公路总里程达到 35 万公里，高速公路建成通车总里程确保达到 1.3 万公里、力争达到 1.5 万公里，居全国之首；同时，在运输服务方面，云南省会继续协调公路建设、管理、养护发展，提升公路网络效益和整体效能，改善公路路况水平，高速公路优等路率达到 90% 以上。随着一系列跨境公路、航运、铁路等基础设施的建设，未来云南省连接东南亚及南亚市场的重要地位将日益凸显，同时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，云南省将继续发挥区位优势及政策红利，保持经济活力。

整体来看，区域经济的发展、旺盛的交通投资需求和政策面的大力支持为公司业务的开展创造良好的外部条件。

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内公司仍是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，维持重要的行业和区域地位，稳步推进高速公路投资运营业务，依托主业开展工程施工、建材及油品销售、沿线设施开发、工程咨询及设计等业务，并扩展航空业务，业务结构向多元化发展；公司通车路产的竞争力仍较好并实现客观的通行费收入，受行业政策的影响，路产运营效率有所下降；公司航空板块处于亏损状态，随着政策的全面放开，未来需关注航空板块运营主体的盈利修复能力；公司在建及拟建项目充足，但需对后续资金支出压力保持关注。

表 4：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	92.87	8.73	51.98	127.09	15.22	63.95	127.51	15.91	57.20	37.07	29.67	67.54
工程施工	561.24	52.74	12.72	456.10	54.62	13.20	401.00	50.05	18.56	18.77	15.02	34.62
销售业务	392.32	36.87	2.93	227.15	27.20	4.74	241.76	30.17	3.92	55.44	44.38	4.09
其他	17.78	1.67	36.34	24.71	2.96	40.12	30.97	3.87	11.08	13.65	10.93	-0.27
<b>合计/综合</b>	<b>1,064.21</b>	<b>100.00</b>	<b>12.93</b>	<b>835.04</b>	<b>100.00</b>	<b>19.42</b>	<b>801.24</b>	<b>100.00</b>	<b>20.00</b>	<b>124.93</b>	<b>100.00</b>	<b>27.03</b>

注：1、其他收入主要包括沿线设施开发业务、工程咨询和设计服务业务、航空产业服务业务、其他业务等；2、尾数差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 高速公路投资运营

跟踪期内，公司运营的通车路产进一步增加，保持较好的路产竞争力；受通行费减免等行业政策及其他外部因素的影响，2022 年公司主要运营路产的通行费收入普遍减少，路产运营效率下降，但 2023 年以来运营情况有所回暖；公司在建及拟建项目充足，需关注后续的资金支出压力。

跟踪期内，公司继续加大对高速公路的投资力度。截至 2023 年 3 月末，公司经营管理收费公路

70 条，收费里程为 5,539.58 公里，其中高速公路 68 条，收费里程 5,426.63 公里，占云南省高速公路通车里程的比重约 60.00%；一级公路 2 条，收费里程为 112.96 公里。2022 年以来，公司新通车路产主要包括南景高速、新楚大高速、宾南高速、临清高速、大漾云高速等，合计新增通车里程 491.39 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 2023 年 3 月末公司经营管理公路路产情况**

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	2028/9/17	经营性
2	玉元高速	112.14	0.50	1.20	0.45	1.00	2000/10/28	2030/12/18	经营性
3	大保高速	163.41	0.50	1.20	0.45	1.00	2002/10/4	2032/12/18	经营性
4	曲胜高速	74.82	0.50	1.20	0.45	1.00	2002/11/6	2033/1/18	经营性
5	昆石高速	79.77	0.50	1.20	0.45	0.89	2003/11/17	2034/2/3	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	2034/2/17	经营性
7	元磨高速	146.89	0.50	1.20	0.45	1.00	2003/12/31	2034/2/17	经营性
8	砚平高速	66.91	0.50	1.20	0.45	1.00	2004/1/21	2034/3/20	经营性
9	安楚高速	131.33	0.50	1.20	0.45	1.00	2005/6/21	2035/8/18	经营性
10	思小高速	98.22	0.50	1.20	0.45	1.00	2006/4/9	2036/6/18	经营性
11	平锁高速	61.31	0.50	1.20	0.45	1.00	2007/2/12	2037/5/1	经营性
12	昆安高速	22.38	0.50	0.56	0.45	0.49	2007/3/15	2037/6/1	经营性
13	罗富高速	79.37	0.50	1.20	0.45	0.82	2007/10/27	2038/1/13	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	2038/3/6	经营性
15	新河高速	57.00	0.50	1.20	0.45	0.77	2008/2/29	2038/5/18	经营性
16	永武高速	59.46	0.50	1.20	0.45	1.00	2008/4/18	2038/7/5	经营性
		89.43	0.50	1.20	0.45	0.97	2008/11/28	2038/2/14	经营性
17	保龙高速	76.67	0.50	1.20	0.45	0.74	2008/4/29	2038/7/16	经营性
18	小景高速	17.20	0.50	1.20	0.45	0.64	2008/6/15	2036/6/18	经营性
19	水麻高速	135.55	0.50	1.20	0.45	0.63	2008/7/2	2038/9/18	经营性
20	蒙新高速	84.26	0.50	1.20	0.45	0.67	2009/8/10	2039/10/27	经营性
21	丽江机场高速	27.72	0.36	--	--	--	2012/7/27	2042/10/13	经营性
22	武昆高速	63.58	0.50	1.40	0.45	1.15	2013/10/26	2044/1/12	经营性
23	保腾高速	61.06	0.50	1.40	0.45	1.15	2013/11/6	2044/1/23	经营性
24	大丽高速	206.64	0.50	1.40	0.45	1.15	2013/12/30	2044/3/17	经营性
25	楚广高速	17.58	0.50	1.40	0.45	1.15	2014/12/29	2045/3/17	经营性
26	西石高速	41.24	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/2/16	2045/5/5	经营性
27	龙瑞高速	134.53	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/5/30	2045/8/16	经营性
28	普宣高速	85.71	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/8/25	2045/11/11	经营性
29	待功高速	66.66	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/9/25	2045/12/12	经营性
30	昭会高速	104.41	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/9/25	2046/12/12	经营性
31	石红高速	55.12	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/12/31	2046/3/19	经营性
32	小龙高速	47.55	0.50	1.40	0.45	1.15	2016/12/27	2047/3/15	经营性
33	江召高速（江底至法金甸段）	32.64	0.50	--	0.45	1.15	2016/12/30	2047/3/18	经营性
34	江召高速（法雨至召夸段）	29.54	0.50	--	0.45	--	2016/12/30	2047/3/18	经营性
35	江召高速（法金甸至法雨段）	49.27	0.50	1.40	0.45	1.15	2018/2/1	2048/4/19	经营性
36	曲陆高速	7.04	0.40	--	0.45	0.00	1999/10/1	2029/12/18	经营性
		79.59	0.50	--	0.45	0.00	2016/12/30	2047/3/18	经营性
37	小磨高速	156.87	0.50	1.40	0.45	1.15	2017/9/28	2047/12/15	经营性

38	麻昭高速	105.49	0.50	1.40	0.45	1.15	2015/12/26	2046/3/14	经营性
39	瑞陇高速	16.48	0.50	1.40	0.45	1.15	2017/4/8	2047/6/25	经营性
40	昆嵩高速	13.48	0.43	--	0.40	--	1996/3/15	2026/5/18	经营性
41	磨思高速	64.29	0.50	1.20	0.45	0.85	2011/4/25	2041/7/12	经营性
42	富龙高速	22.20	0.50	1.19	0.45	0.99	2015/12/28	2046/3/16	经营性
43	上鹤高速	60.01	0.50	1.40	0.45	1.15	2016/12/26	2047/3/14	经营性
44	沾会高速	35.05	0.50	1.40	0.45	1.15	2017/6/23	2047/9/9	经营性
45	武易高速	105.26	0.50	1.40	0.45	1.15	2017/6/29	2047/9/15	经营性
46	临沧机场高速	16.52	0.50	1.40	0.45	1.15	2017/12/18	2048/3/5	经营性
47	大永高速(大理段)	56.84	0.50	1.40	0.45	1.15	2018/4/28	2048/7/15	经营性
48	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
49	景文高速	30.75	0.50	--	0.45	--	2019/1/18	2049/4/6	经营性
50	功东高速	49.61	0.50	1.18	0.45	0.95	2019/1/23	2049/4/11	经营性
51	腾陇高速	165.89	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/8/15	2050/8/14	经营性
52	澄川高速	46.13	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/8/31	2050/8/30	经营性
53	召泸高速	32.97	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/9/19	2050/9/18	经营性
54	腊满高速	43.09	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/9/30	2050/9/29	经营性
55	楚姚高速	37.72	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/12/25	2050/12/24	经营性
56	鹤关高速	42.17	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/12/29	2050/12/28	经营性
57	腾猴高速	50.60	0.50	1.40	0.45	1.15	2020/12/30	2050/12/29	经营性
58	武倘寻高速	106.12	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/1/10	2050/12/30	经营性
59	思澜高速	125.20	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/1/20	2050/12/30	经营性
60	保泸高速	84.91	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/2/10	2051/2/9	经营性
61	临清高速	137.21	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/5/18	2051/5/17	经营性
62	镇清高速	34.81	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/7/24	2051/7/23	经营性
63	墨临高速	236.35	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/2/1	2051/1/31	经营性
64	景海高速	55.48	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/12/3	2051/12/2	经营性
65	南景高速	94.92	0.50	1.40	0.45	1.15	2021/12/31	2051/12/30	经营性
66	新楚大高速	205.74	0.50	1.40	0.45	1.15	2022/1/21	2052/1/20	经营性
67	宾南高速	99.84	0.50	1.40	0.45	1.15	2022/3/31	2052/3/31	经营性
68	大漾云高速	90.89	0.50	1.40	0.45	1.15	2022/12/30	2052/12/29	经营性
<b>高速公路小计</b>		<b>5,426.63</b>	--	--	--	--	--	--	--
<b>一级公路</b>									
69	普炭一级	59.14	0.35	--	--	--	2010/11/1	2041/1/18	经营性
70	楚南一级	53.82	0.35	--	--	--	2017/7/15	2047/10/1	经营性
<b>一级公路小计</b>		<b>112.96</b>	--	--	--	--	--	--	--
<b>全部公路合计</b>		<b>5,539.58</b>	--	--	--	--	--	--	--

注：1、除小景高速公路收费年限为 28 年外，其余收费公路收费年限均为 30 年；2 楚大高速等部分收费公路原批复收费期限截止日期根据相关政策进行顺延；3、各项加总与合计数存在尾数差异，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，2022 年以来，公司收费公路继续执行《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）制定的标准，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。

此外，2022 年，根据《云南省交通运输厅 云南省发展和改革委员会 云南省财政厅关于印发<云南省全面推广高速公路差异化收费实施方案>的通知》（云交费〔2022〕10 号）等文件，云南省开展分路段、分车型（类）、货车空车分出入口、分方向、分支付方式差异化收费，对部分路段、部分车型、部分方向及使用 ETC 交费的车辆给予不同比例的通行费优惠。这一政策的实施或将促进收费公路车流量增加，对通行费收入的影响有待关注。

**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 乘用车列车	10~19 --	1.8
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<6,000mm 且最大允许总质量<4,500kg	0.95	1.0
2类	2	车长≥6,000mm 或最大允许总质量≥4,500kg	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

2022 年，由于公司按照国家政策要求实施第四季度通行费减免政策，叠加其他外部因素影响，公司各运营路产的通行费收入较 2021 年普遍出现减少；公司当年新增通车路产较多，一定程度上弥补原有路产通行费收入下降带来的影响，通行费收入合计较 2021 年基本持平。2023 年 1~3 月，公司路产运营情况有所回暖，实现通行费收入 37.07 亿元，较 2022 年同期上升 58.83%。具体分路产来看，2022 年安楚高速、楚大高速、昆石高速、大保高速、昭会高速对公司通行费收入贡献相对较大。

安楚高速（安宁至楚雄高速公路）起于安宁市和平村，止于楚雄市达连坝，主线全长 131.33 公里，于 2005 年 6 月 21 日建成通车。2022 年，安楚高速实现通行费收入 8.20 亿元，较 2021 年减少 2.80 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。楚大高速大理段起自祥云子乍么，终于漾濞平坡，于 1998 年 7 月 18 日建成通车，总投资 53.22 亿元，全长 179.11 公里。大保高速与楚大高速相连，全长 163.41 公里，总投资 84.71 亿元，于 2002 年 9 月 29 日全线试通车。2022 年，楚大高速和大保高速分别实现通行费收入 7.97 亿元和 5.27 亿元，分别较 2021 年减少 1.96 亿元和 0.45 亿元。

昆石高速（昆明至石林高速公路）全长 79.77 公里，于 2003 年 11 月 17 日建成通车，总投资 37.54 亿元。2022 年，昆石高速实现通行费收入 6.18 亿元，较 2021 年减少 0.90 亿元。

昭会高速规划建设里程 104.41 公里，线路起点紧接麻昭高速公路终点鲁甸立交，止于原昭待公路会泽立交，预算投资 61.93 亿元，于 2015 年 9 月 25 日建成通车。2022 年，昭会高速实现通行费收入 4.95 亿元，较 2021 年减少 0.26 亿元。

**表 8：2020~2022 年公司路产通行费收入情况(万元)**

序号	路段名称	2020	2021	2022
1	昆石高速	57,050.10	70,791.10	61,837.51
2	曲胜高速	31,132.22	46,147.28	42,890.86

3	昆嵩高速	5,628.96	9,216.10	8,383.32
4	嵩功高速(原嵩待高速)	22,882.00	32,672.24	30,946.77
5	会待高速(原昭待高速)	13,516.21	18,775.77	17,945.14
6	水麻高速	34,432.14	49,293.23	43,552.75
7	平锁高速	12,227.22	15,545.54	13,949.33
8	砚平高速	9,096.83	11,737.52	10,954.00
9	罗富高速	10,670.21	14,686.13	14,743.29
10	玉元高速	35,807.54	51,799.49	46,016.76
11	元磨高速	36,231.87	50,378.12	41,245.54
12	思小高速	20,474.77	28,680.39	21,533.77
13	小景高速	3,061.52	4,179.18	4,373.15
14	蒙新高速	6,104.19	8,019.33	5,946.08
15	新河高速	1,863.92	2,099.04	1,482.75
16	昆安高速	11,086.48	11,304.37	9,427.65
17	安楚高速	88,342.65	110,006.04	81,980.56
18	楚大高速	80,285.18	99,322.27	79,709.82
19	大保高速	47,059.34	57,243.21	52,744.36
20	保龙高速	18,642.63	20,909.70	20,949.71
21	丽江机场高速	3,545.64	3,499.94	2,840.77
22	永武高速	16,796.76	23,592.52	22,794.09
23	武昆高速	19,070.67	25,623.33	23,435.24
24	保腾高速	8,852.36	9,432.70	9,683.47
25	大丽高速	30,718.12	37,610.81	37,104.77
26	楚广高速	675.70	978.37	2,111.80
27	西石高速	11,721.62	16,444.43	14,548.40
28	龙瑞高速	18,262.28	14,934.50	13,474.66
29	普宣高速	15,303.36	21,849.89	17,986.90
30	待功高速	31,828.90	39,693.72	36,765.29
31	昭会高速	36,938.22	52,058.27	49,456.44
32	富龙高速	3,251.89	4,756.44	4,447.31
33	石红高速	3,045.41	3,817.78	3,784.05
34	曲陆高速	21,260.93	30,188.98	22,057.90
35	小龙高速	35,761.90	48,097.41	42,212.69
36	江召高速(法雨至召夸段)	6,327.93	9,304.45	6,885.16
37	江召高速(法金甸至法雨段)	10,912.35	16,829.62	18,500.74
38	江召高速(江底至法金甸段)	4,896.80	7,542.60	8,516.62
39	上鹤高速	6,382.15	8,663.92	8,139.53
40	楚南一级	221.96	253.07	216.81
41	普炭一级	3,337.09	4,912.66	4,158.30
42	小磨高速	17,133.24	21,979.60	17,541.23
43	武易高速	7,586.00	12,247.53	11,345.31
44	瑞陇高速	2,281.44	1,602.90	1,195.12
45	沾会高速	5,599.08	7,531.46	7,101.25
46	临沧机场高速	1,965.51	2,614.99	2,379.54
47	大永高速(大理段)	4,683.76	6,758.51	5,873.62
48	景文高速	786.45	1,559.00	1,756.71
49	功东高速	7,234.82	9,353.49	8,520.04
50	麻昭高速	27,559.26	36,506.06	34,706.34
51	大永高速(丽江段)	1,765.76	3,598.52	3,513.26
52	腾陇高速	4,101.84	5,200.24	5,546.02
53	澄川高速	3,368.23	11,221.36	11,650.89
54	召泸高速	427.81	1,763.810	1,490.65
55	腊满高速	420.00	1,695.20	1,576.16
56	腾猴高速	0.53	447.64	375.37
57	鹤关高速	0.82	2,130.17	2,645.57
58	楚姚高速	97.34	4,839.78	3,592.45
59	武倘寻高速	--	15,052.49	18,690.79
60	思澜高速	--	11,609.65	14,836.63
61	保泸高速	--	5,394.48	5,982.50
62	镇清高速	--	301.19	1,088.56
63	墨临高速	--	18,343.46	22,081.53
64	景海高速	--	408.25	6,810.74

65	磨思高速	--	24,480.70	19,958.40
66	楚雄（广通）至大理高速	--	--	35,748.19
67	宾南高速	--	--	1,419.19
68	南景高速	--	--	4,867.05
69	临清高速	--	--	777.94
70	大漾云高速	--	--	0.23
--	<b>合计</b>	<b>919,719.90</b>	<b>1,299,531.94</b>	<b>1,212,805.34</b>

注：1、上表中 2020~2022 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，与审计报告口径存在一定差异；2、尾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

路产运营效率方面，公司运营路产及收费里程逐年增加，但通行费收入受行业政策等因素的影响未出现明显增加，2022 年公司通车路产平均单公里通行费收入继续呈下降趋势，约为 230 万元/公里。同期，在公司路产中，小龙高速、昆石高速、安楚高速、昆嵩高速及嵩功高速的运营效率较高。

路产竞争力方面，公司路产收费年限均较长，除小景高速公路收费年限为 28 年外，其余收费公路收费年限均为 30 年，截至 2023 年 3 月末暂无到期压力，且受云南省内铁路、航空等其他运输方式和替代性非收费公路分流的影响较小。在公路养护上，公司的养护工作主要分为日常养护工程和专项养护工程，暂无大修及改扩建计划，2022 年及 2023 年 1~3 月公路养护成本分别为 12.69 亿元和 0.52 亿元，养护成本逐年上升主要系路产数量增加、高速公路使用时间增长、路面磨损程度增加所致。整体来看，公司保持较好的路产竞争力。

**表 9：公司 2023~2025 年养护安排及计划（亿元）**

项目	2023	2024	2025
日常养护	6.85	7.25	7.85
专项养护	9.27	6.88	7.27
<b>合计</b>	<b>16.12</b>	<b>14.13</b>	<b>15.12</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建公路项目为 27 个，全部为高速公路项目，主要采取 PPP 或 BOT 模式进行投资建设，公司为社会出资方。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，合计已到位 39.04%；同期末，公司主要拟建项目为 5 个，拟建里程 228.20 公里，计划投资额为 520.76 亿元，均采用 BOT 模式进行建设。整体来看，公司在建及拟建项目充足，但项目建设投资规模较大，后续存在一定资金支出压力。

**表 10：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（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	宾南高速	158.37	158.36	46.77	39.13	83.7%	68.0%	大理交投
2	大南高速	171.14	170.99	51.37	47.17	91.8%	35.8%	大理交投、交商基 金、壹号基金
3	临清高速	253.08	247.18	77.39	71.71	92.7%	68.0%	临沧开投、临沧交投
4	临双高速	73.24	72.95	21.86	23.45	107.3%	39.0%	临沧开投、临沧交投
5	云临高速	109.25	107.29	34.90	29.82	85.4%	38.0%	临沧开投、临沧交投
6	碧双高速	18.15	8.21	3.74	2.59	69.3%	99.9%	无
7	宣会高速	207.42	80.40	38.04	21.00	55.2%	60.0%	曲靖市交投
8	会巧高速	138.34	83.48	41.50	12.90	31.1%	68.0%	曲靖市交投
9	师丘高速（师宗段）	145.65	68.73	30.04	16.00	53.3%	80.0%	曲靖市交投
10	孟勐高速	180.39	84.15	30.54	7.88	25.8%	70.0%	普洱交建、版纳绿洲
11	勐绿高速（交投段）	73.62	72.20	92.03	40.67	44.2%	72.0%	云南交发

12	瑞孟高速（交投段）	392.07	349.71	127.88	47.55	37.2%	46.0%	云南交发
13	勐关高速	46.88	28.62	14.56	8.50	58.4%	100.0%	无
14	瑞弄高速	31.48	11.96	31.48	2.32	7.4%	100.0%	无
15	永昌高速（大理段）	94.34	35.94	32.22	21.23	65.9%	70.0%	大理高投、大理交投
16	姚南高速	71.43	43.10	13.00	13.00	100.0%	100.0%	无
17	牟元高速	119.09	38.51	6.00	6.00	100.0%	100.0%	无
18	丽维高速	280.10	62.77	78.29	0.50	0.6%	100.0%	无
19	拉大高速	219.46	41.66	71.01	5.50	7.8%	100.0%	无
20	功小高速	76.76	15.11	18.42	12.66	68.7%	90.0%	云南交发
21	勐打高速	104.02	26.04	45.89	10.59	23.1%	90.0%	云南交发
22	师丘高速（丘北段）	43.12	16.11	9.02	0.51	5.7%	80.0%	文山建投
23	隆营高速	42.54	15.10	9.54	9.84	103.1%	100.0%	无
24	马西高速	83.05	21.73	28.41	1.12	3.9%	100.0%	无
25	西富高速	294.64	39.89	98.23	1.26	1.3%	100.0%	无
26	巍凤高速	213.58	12.70	71.48	0.49	0.7%	100.0%	无
27	双沧高速（勐省）	115.04	1.88	38.96	0.49	1.3%	100.0%	无
--	<b>合计</b>	<b>3,756.25</b>	<b>1,914.77</b>	<b>1,162.57</b>	<b>453.88</b>	<b>39.04%</b>	--	--

注：1、公司均为社会出资方，持股比例为包括公路建设、云岭建设等子公司的合计数（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；2、大理交投系“大理州交通投资开发（集团）有限公司”的简称，交商基金系“云南交商交通产业基金合伙企业（有限合伙）”简称，壹号基金系“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，临沧开投系“临沧市高速公路开发投资有限责任公司”简称，临沧交投系“临沧市交通发展投资有限责任公司”简称，曲靖市交投系“曲靖市交通建设投资集团有限公司”，普洱交建系“普洱交通建设集团有限责任公司”简称，版纳绿洲系“西双版纳绿洲国有资本投资运营集团有限公司”简称，云南交发系“云南省交通发展投资有限责任公司”简称，大理高投系“大理州高速公路投资发展有限公司”简称，文山建投系“文山州建设投资集团有限公司”简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 11：截至 2023 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
1	大理过境项目	6.20	10.92
2	昌链高速	74.20	158.13
3	弥昌高速（保山段）	22.70	70.79
4	弥昌高速（大理段）	65.20	152.98
5	大攀高速（大理段）	59.90	127.93
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>228.20</b>	<b>520.76</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 工程施工板块

**跟踪期内，公司依托主业，聚合公路行业的建设施工资源，大量承接高速公路建设项目的施工承包业务。2022 年新签合同较多，但收入规模受项目周期性规划和新项目流程滞后等因素影响同比下降，需持续关注公司工程施工业务的开展及项目获取情况。**

跟踪期内，公司工程施工业务仍主要由子公司云南交投集团公路建设有限公司（以下简称“公路建设”）和云南交投集团云岭建设有限公司（以下简称“云岭建设”）负责，两家公司的资质未发生变化，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。

公司工程施工业务的业务模式亦不变，两家公司作为施工方，在大多数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。

2022 年以来，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保持增长。2022 年及 2023 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 1,022.65 亿元和 70.02 亿元，2022 年新签合同金额同比大幅增长；同期，工程施工业务分别确认收入 401.00 亿元和 18.77 亿元。2022 年，公司工程施工业务收入下降较多，主要系“十四五”初期开工项目相对较少，对应时期签约的项目大部分处于收尾建设阶段，新建项目的开工进度受到可行性研究、初步设计、施工图设计批复滞后和土地、林地报建批复滞后等因素制约所致。

## 销售业务板块

**跟踪期内，公司销售规模进一步扩大，但贸易品种结构有所波动，未来仍需关注销售业务的风险控制情况。**

跟踪期内，子公司云南交投集团现代物流有限公司（以下简称“现代物流”）和云南交投集团经营开发有限公司（以下简称“经营公司”）继续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。主要供应产品包含油品、钢材、水泥、沥青、有色金属等。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现销售业务收入 241.76 亿元和 55.44 亿元，占营业总收入的比重分别为 30.17% 和 44.38%，是营业收入的重要来源，但因行业特性毛利率较低，对公司利润的贡献仍较为有限。

分品种来看，2022 年以来公司贸易品种有所波动，石油销售规模进一步扩大；钢材、水泥、沥青等销售主要服务于高速公路建设需求；有色金属销售继续呈下降趋势，主要系公司主动控制风险，减少与主业无关的贸易业务所致。公司销售业务上游供应商及下游客户主要为国有企业，资金回收风险相对可控，但考虑到公司销售业务规模仍较大，未来需继续关注销售业务的风险控制情况。

**表 12：2022 年公司销售业务上下游情况**

品种	主要供应商	主要客户
石油销售	中国石化销售股份有限公司云南石油分公司	云南云投版纳石化有限责任公司
	中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司	海南合融能源有限公司
	佛山市禅城区中油燃料有限公司	云南幼熙新能源有限公司
	湛江市恒茂石化有限公司	安徽滔满能源有限公司
钢材、水泥、沥青等建筑材料	--	重庆璞珞实业有限公司
	武钢集团昆明钢铁股份有限公司	云南交投集团公路建设有限公司瑞孟高速公路第三总承包部
	云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司	云南交投集团云岭建设有限公司
	成都西部物联集团有限公司	云南交投公路建设第五工程有限公司
	云南曲靖呈钢钢铁（集团）有限公司	云南交投集团云岭建设有限公司机械化工程分公司
	云南舟乾经贸有限公司	云南云岭桥隧科技有限公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 13：近年来物资板块主要产品销售收入情况（亿元）**

经营公司	2020	2021	2022	2023.1~3
石油	55.03	84.03	91.69	24.38
钢材、水泥、沥青等	2.35	1.61	0.93	0.09
其他	0.09	0.13	0.16	0.06

合计	57.47	85.77	92.78	24.53
现代物流	2020	2021	2022	2023.1~3
钢材、水泥、沥青等	87.21	108.42	97.89	18.98
电解铜、铝锭等有色金属	311.57	116.01	87.02	2.59
生产原材料	--	--	24.92	17.71
其他	10.32	4.30	8.83	4.03
<b>合计</b>	<b>409.10</b>	<b>228.73</b>	<b>218.66</b>	<b>43.31</b>

注：1、2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司合并口径销售业务收入分别为 392.32 亿元、227.15 亿元、241.76 亿元及 55.44 亿元；2、此处的合计数为现代物流及经营公司统计口径，未经合并抵销，故与审计报告及财务报表口径有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 航空板块

**2022 年以来公司扩展航空板块，但主要受行业下行影响，航空板块的业务运营及股权投资存在亏损，对公司盈利造成一定压力，后续需持续关注公司航空板块投资对象的经营情况。**

2022 年，公司以非公开协议方式受让云南省信用增进有限公司所持有的云南航空产业投资集团有限责任公司（以下简称“云南航产投”）61.06% 股权。云南航产投纳入合并范围后，公司航空板块得到扩展。

公司航空板块主要由三级子公司云南机场集团有限责任公司（以下简称“云南机场”）负责运营，二级子公司云南航产投持有云南机场 79.56% 的股权。云南机场承担云南省内机场的建设、管理和运营。截至 2022 年末，云南机场下辖昆明机场和腾冲机场 2 个具备法人资格的民航机场，13 个非法人资格的民航机场，以及 3 个通用机场，并投资在建 7 个机场。其中，昆明机场位于昆明市官渡区，距昆明市东北 24.5 公里，是中国八大区域枢纽机场之一，系中国面向东南亚、南亚和连接欧亚的国家门户枢纽机场。

2022 年，云南机场累计完成飞机起降 30.08 万架次，同比大幅下降，仅为 2019 年水平的 53.78%；但 2023 年一季度云南机场的飞机起降架次迅速恢复，同比大幅上升 43.80%。

旅客吞吐量方面，2020~2022 年，受行业需求阶段性萎缩影响，旅客出行意愿锐减，云南机场旅客吞吐量持续下降，但昆明机场贡献突出，其旅客吞吐量占云南机场旅客吞吐量的七成左右，2022 年居全国第 4 位；丽江机场和西双版纳机场旅客吞吐量尚可，对云南机场的业务起到一定的支撑。2023 年一季度，受益于政策全面放开，云南机场旅客吞吐量迅速恢复，同比大幅上升 82.65%。货邮吞吐量方面，近年来云南机场货邮吞吐量较为波动且尚未恢复至 2019 年及以前的水平，国际货邮吞吐量下滑明显。

**表 14：近年来云南机场吞吐量情况**

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	吞吐量	增长率	吞吐量	增长率	吞吐量	增长率	吞吐量	增长率
旅客吞吐量（万人次）	4,983.72	-29.3%	4,771.10	-4.3%	3,066.39	-35.7%	1,512.37	82.6%
其中：国内航线	4,932.56	-25.8%	4,765.20	-3.4%	3,057.77	-35.8%	1,502.26	81.8%
国际及地区航线	51.15	-87.4%	5.90	-88.5%	8.62	46.10%	9.74	1,094.5%
货邮吞吐量（万吨）	36.88	-20.3%	42.98	16.6%	34.53	-19.7%	9.15	-0.4%
其中：国内航线	34.50	-18.5%	36.93	7.1%	26.62	-27.9%	8.27	16.9%
国际及地区航线	2.39	-39.0%	6.05	154.3%	7.91	30.8%	0.88	-58.4%

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，云南机场主要在建项目为昆明机场改扩建工程、丽江机场三期改扩建工程、西双版纳机场四期改扩建工程等，主要在建项目总投资合计为 872.50 亿元，已完成投资 59.76 亿元，尚需投入 812.74 亿元；主要拟建项目总投资预计为 194.75 亿元。云南机场面临较大的投资压力。

受行业需求阶段性萎缩影响，近年来云南航产投及云南机场利润总额逐年下降，且呈现亏损态势。2022 年，云南航产投实现营业收入 35.24 亿元，净利润为 -17.93 亿元，亏损规模较 2021 年继续扩大。受云南航产投及云南机场纳入合并范围影响，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司其他业务收入毛利率下滑，2023 年 1~3 月毛利率为负。随着政策全面放开，云南机场的旅客吞吐量或将明显回升，后续需持续关注云南航产投及云南机场的业务运营和盈利能力修复情况。

此外，截至 2023 年 3 月末，公司分别持有祥鹏航空公司和东航云南 13.32% 和 35.00% 的股权，账面价值分别为 4.31 亿元和 19.79 亿元。2022 年以来，公司对祥鹏航空公司、东航云南的投资持续亏损，对公司利润形成了侵蚀。未来需对航空板块的投资对象的经营情况保持关注。

## 其他业务板块

**跟踪期内，公司凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，继续稳步推进公路沿线设施开发和工程咨询等高速公路相关产业，对公司营业收入形成有益补充。**

公司其他业务主要包括公路沿线设施开发业务、工程咨询业务等，业务毛利率整体较高，对公司营业收入形成有益补充。

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，2022 年及 2023 年 1~3 月，该板块收入分别为 3.58 亿元和 0.45 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，后随着云南省交通科学研究院公司、云南省监理咨询公司和云南省交通规划设计研究院有限公司等纳入合并范围，工程咨询业务运营主体增加。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现工程咨询业务收入 14.57 亿元和 0.82 亿元。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司财务风险整体可控。得益于合并范围扩大、业务开展及外部支持，公司资产和权益规模大幅增加，但较大规模的应收类款项以及受限资产对资产流动性形成制约，资产流动性较弱；受行业特性及政策影响，公司投资活动存在资金缺口，对外部融资的依赖仍较强，负债和债务规模持续上升；但不断夯实的资本实力、较强的主营业务获现能力及畅通的外部融资渠道一定程度上降低了公司的财务风险，跟踪期内公司财务杠杆呈下降趋势，且保持较优的债务期限结构。**

## 盈利能力

**跟踪期内，公司收入结构未发生变化，营业收入有所波动，而综合毛利率呈上升趋势；公司航空板块处于亏损状态，对公司利润产生影响。**

2022 年，公司收入结构未发生变化，仍以工程施工收入、销售业务收入和通行费收入为主，因高速公路运营受不利冲击、新建项目开工进度放缓等因素影响，公司营业总收入规模较 2021 年小幅下滑。2023 年 1~3 月，公司各主要业务板块均有所回暖，营业收入较 2022 年同期的增幅超过 70%。毛利率方面，由于公司管理的部分路产不计提折旧，通行费业务毛利率保持较高水平，但跟踪期内有所波动；航空板块呈亏损状态，影响其他业务毛利率下滑；但作为公司主要收入来源的工程施工业务毛利率上升，公司综合毛利率水平呈上升趋势。

随着公司债务规模的扩大，公司费用化利息支出继续增长，2022 年以来财务费用占期间费用的比重保持在 80%以上，期间费用率亦不断上升。公司利润仍主要由经营性业务利润构成，2022 年公司经营性业务利润有所下降，加之公司的投资收益为负，对利润形成侵蚀，2022 年公司利润总额同比下降 40.64%。2023 年 1~3 月，公司投资收益仍为负，但整体盈利情况较 2022 年同期有所改善。公司整体资产收益性较弱，2022 年公司总资产收益率下降至 1.88%。

**表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	1,064.21	835.04	801.24	124.93
营业毛利率	12.93	19.42	20.00	27.03
期间费用率	10.48	13.95	15.13	23.42
经营性业务利润	23.78	44.39	37.15	6.05
其中：其他收益	1.29	1.88	2.12	2.32
投资收益	-3.21	-4.92	-11.90	-1.57
利润总额	14.71	35.98	21.95	5.09
总资产收益率	2.27	2.50	1.88	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

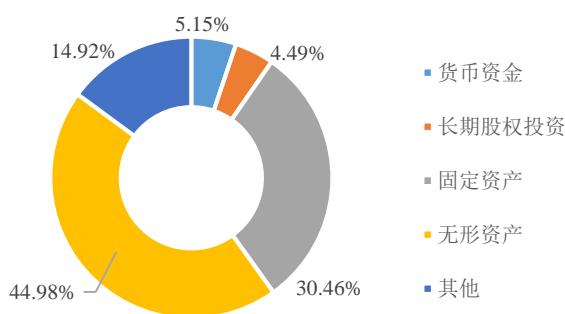
## 资本实力与结构

**跟踪期内，得益于合并范围扩大、业务开展及外部支持，公司资产和权益规模大幅增加，财务杠杆呈下降趋势，但应收类款项以及受限资产规模较大，对资产流动性形成制约，资产流动性较弱；但随着业务的开展和高速公路投资建设的推进，预计未来公司仍存在较大融资需求，需持续关注公司的融资能力及偿债压力。**

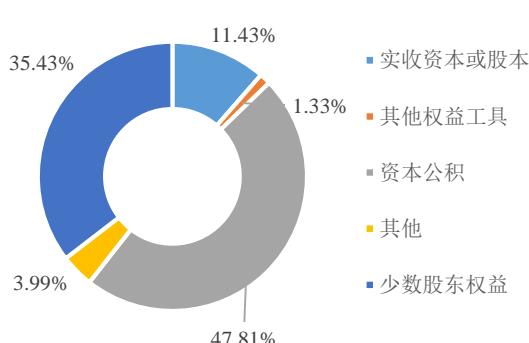
跟踪期内，公司作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，保持重要的职能和行业地位，继续匹配政府战略，服务于云南省的高速公路投资运营，同时围绕主业拓展建筑施工、建材销售、公路沿线设施开发等相关业务，资产规模随着业务开展和合并范围的扩大而大幅增加，资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产方面，公司应收类款项规模较大，但占总资产的比重较低。公司应收账款主要为承接工程应收业主的工程进度款，2023 年 3 月末主要应收对象为云南德孟高速公路投资开发有限公司、云南勐绿高速公路投资开发有限公司等，合计超过应收账款总额的 60%；其他应收款主要为资产购买意向款、资金拆借款等，2022 年末其他应收款前五名合计占比为 77.82%，存在一定回收风险，其中包括对云南省康旅控股集团有限公司的资产购买意向款及利息 73.93 亿元，相关事项后续进展值得关注。非流动资产方面，跟踪期内公司长期股权投资变动不大，但需关注对祥鹏航空公司、东航云南等的股权投资存在亏损等问题；2022 年末，公司其他权益工具投资大幅增加至 373.97 亿元，主要系根据云南省国资委批复，云南交发将其持有的云南丽香高速公路投资开发有

限公司（以下简称“丽香高速”）、云南玉楚高速公路投资开发有限公司（以下简称“玉楚高速”）、云南弥玉高速公路投资开发有限公司（以下简称“弥玉高速”）、云南华丽高速公路投资开发有限公司（以下简称“华丽高速”）9.00%的股权无偿划转给公司所致；公司固定资产主要为公路资产，跟踪期内稳定增加；随着公司合并范围的扩大和公路特许经营权的增加，2022 年以来公司无形资产规模亦持续上升；但公司无形资产和固定资产受限较多，2023 年 3 月末受限比重分别为 86.29% 和 96.59%，对公司资产流动性形成一定制约。2022 年末，公司其他非流动资产较年初大幅增加，主要系公司合并云南航产投后增加对昆明市城建投资开发有限责任公司的应收债权。

**图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益分布情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

权益方面，得益于合并范围的扩大、资本金的注入及股权的无偿划转，跟踪期内公司资本实力持续增厚。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司实收资本未发生变化，均为 300.00 亿元；其他权益工具减少主要系公司偿还可续期信托和永续票据所致；2022 年末公司资本公积较年初净增加 717.55 亿元，主要系云南省财政厅拨付资本金、收到项目资本金及云南交发无偿划转高速公路股权等所致，带动公司经调整的所有者权益<sup>1</sup>大幅增加。预计未来随着项目建设的推进及各级政府持续的外部支持，公司资本实力将进一步夯实。

跟踪期内，公司负债规模亦持续增长，但负债结构变动不大，非流动负债仍占负债总额的 80% 以上。公司负债仍主要由有息债务和应付类款项构成，其中刚性债务占比较高。得益于资本实力的增厚，2022 年以来公司财务杠杆呈现下降趋势，截至 2023 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 67.04% 和 65.70%。但随着业务的开展和高速公路投资建设的推进，预计未来公司仍存在较大融资需求，负债及债务规模将保持上升，需对公司的融资能力及偿债压力保持关注。

**表 16：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产	5,291.74	6,378.82	7,884.54	7,962.71
非流动资产占比	87.10	87.32	88.02	87.39
所有者权益合计	1,594.19	1,881.38	2,605.11	2,624.75
经调整的所有者权益合计	1,484.49	1,806.45	2,565.11	2,589.75
资产负债率	69.87	70.51	66.96	67.04
总资本化比率	68.97	68.66	64.43	64.71

注：上表资产负债率及总资本化比率经调整的所有者权益合计口径计算所得。

<sup>1</sup>经调整的所有者权益=所有者权益合计-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司存量永续债规模分别为 109.71 亿元、74.93 亿元、40.00 亿元和 35.00 亿元。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**受行业特性及政策影响，2022 年以来公司保持较强的获现能力，经营活动净现金流大幅增加，但由投资活动产生的资金缺口仍主要依靠外部融资进行补足。**

收费公路行业具有现金流充沛的特性，且由于其为重资产行业，通常投资规模大、投资回报周期长、债务负担重。行业特性决定了公司具备较强的获现能力和较大的投资规模。

具体来看，跟踪期内公司经营活动仍为现金净流入状态。2022 年，因公司收到较大规模的税费返还，公司经营活动净现金流大幅增加；同期，公司收现比为 0.98，保持较好的收入质量。2023 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 22.74 亿元，收现比上升至 1.70。

2022 年，公司投资活动现金流入仍较少，高速公路建设的投资支出较多，加之公司并购云南航产投支付较多现金，公司投资活动净现金流仍为负。2023 年 1~3 月，公司投资活动亦存在资金缺口。

如前所述，虽然公司本身经营获现能力很强，但不足以覆盖投资活动产生的全部资金缺口，跟踪期内公司对筹资活动的依赖性仍较强。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司通过银行借款、发行债券等融资活动筹集到的资金较多，同时偿付较多的到期债务本息；同期，公司吸收投资收到的现金合计 255.89 亿元，主要为公司及项目公司收到的注资款，是公司补充流动性的重要来源。整体来看，外部债务融资叠加股权融资方式筹集的资金在跟踪期内可以较好地覆盖公司资金缺口，2022 年以来公司保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

**表 17：近年来公司现金流情况（亿元、X）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	187.47	91.01	286.72	22.74
投资活动产生的现金流量净额	-692.56	-520.70	-694.87	-63.29
筹资活动产生的现金流量净额	574.25	383.08	548.64	76.70
现金及现金等价物净增加额	69.16	-46.81	140.69	36.11
收现比	1.08	0.93	0.98	1.70

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模持续扩张，但保持较优的债务期限结构，且债务中银行借款的占比超过 90%；EBITDA 和 FFO 对债务本金的覆盖能力仍较弱，但经营活动净现金流可以较好地保障利息支出。**

随着合并范围的扩大及项目投入，跟踪期内公司总债务较快增长。但公司债务期限结构较优，短期债务占总债务的比重很小，仅为 5% 左右，以长期债务为主的债务期限结构符合公司业务开展的特点。银行借款占公司总债务的比重超过 90.00%，是公司最主要的融资方式；此外，公司通过发行债券和非标融资等方式进行补充，2022 年以来发行多支中期票据和公司债，票面利率为 3.99%~4.40%，融资成本处于较低水平。

偿债指标方面，公司债务规模持续攀升，2022 年 EBITDA 和 FFO 对债务本金的覆盖能力较弱，且 EBITDA 利息保障倍数有所下降；但公司经营活动净现金流因税费返还而大幅增加，能够较好

地保障利息支出。

**表 18：截至 2023 年 5 月末公司债务到期分布情况**

融资类型	融资成本	融资余额	2023 年 6~12 月到期	2024 年到期	2025 年到期	2026 年及以后到期
银行借款	2.7%~4.3%	4,079.76	117.95	148.36	106.07	3,707.38
债券融资	3.2%~4.3%	225.40	10.00	47.35	58.86	109.19
非标融资	4.5%~5.2%	145.89	5.12	6.73	11.78	122.26
<b>合计</b>	--	<b>4,451.05</b>	<b>133.07</b>	<b>202.44</b>	<b>176.71</b>	<b>3,938.83</b>

注：1、债务余额到期分布未包含云南航产投债务情况，截至 2023 年 3 月末，云南航产投子公司云南机场总债务为 233.37 亿元；2、债务余额及到期分布未包含“其他权益工具”中的永续债和可续期信托；3、债务到期分布根据公司实际偿还情况得出，与财务报表口径存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 19：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）**

项目名称	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	3,299.51	3,956.83	4,647.06	4,748.13
短期债务占比	6.00	4.95	5.53	5.35
总债务/EBITDA	22.37	22.55	27.71	--
EBITDA	147.50	175.46	167.67	--
EBITDA 利息保障倍数	1.01	0.99	0.92	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.28	0.51	1.57	--
FFO/总债务	-0.002	-0.002	-0.002	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

资产受限方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产余额为 5,565.16 亿元，占期末总资产的比重达到 69.89%，主要为受限的路产和收费权。

**表 20：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）**

序号	受限科目	期末余额	受限原因
1	无形资产	3,459.83	借款担保
2	固定资产	2,092.77	借款担保，法院查封
3	货币资金	4.49	保函保证金等各类保证金，住宅维修基金，定期存款，法院冻结
4	其他权益工具投资	3.27	法院冻结
5	投资性房地产	2.04	借款担保
6	应收票据	0.90	质押担保
7	应收账款	0.73	质押担保
8	存货	0.68	法院查封
9	合同资产	0.45	质押担保
--	<b>合计</b>	<b>5,565.16</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内对外担保金额为 0.84 亿元，为子公司云南航产投为吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司提供的担保，对外担保金额占期末净资产的 0.03%，占比较小。

**表 21：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）**

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司	境外企业	0.84
--	<b>合计</b>	--	<b>0.84</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司对联营企业项目贷款提供差额补足承诺合计 194.34 亿元。

**表 22：截至 2023 年 3 月末公司对联营企业项目贷款提供差额补足情况（亿元）**

序号	被承诺单位	金额	承诺方式
1	云南临沧临清高速公路有限公司	60.00	兜底补差承诺
2	大理大南高速公路有限公司	48.22	兜底补差承诺
3	云南宁永高速公路有限公司	32.85	兜底补差承诺
4	云南临云高速公路有限公司	29.09	兜底补差承诺
5	云南凤云高速公路有限公司	24.17	兜底补差承诺
--	<b>合计</b>	<b>194.34</b>	--

注：合计数尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业征信报告及相关资料，截至 2023 年 5 月，公司近三年无未结清和已结清的不良信贷信息记录，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。债务融资工具发行方面，公司发行的债务融资工具不存在违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，没有显著规模的资产划出，合并范围未发生明显变化。

——2023 年，公司各业务板块稳健运营，航空板块收入规模有所扩大。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 650~850 亿元，股权类投资规模在 40~60 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年债务类融资净增加额约 510~600 亿元。

### 预测

**表 23：公司重点财务指标预测情况**

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	68.66	64.43	61.99~68.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.99	0.92	0.96~1.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

公司主营业务获现能力较好，跟踪期内经营活动保持较大规模的净流入。截至 2023 年 3 月末，公

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

司账面非受限货币资金为 405.41 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内（不包含二级子公司云南航产投）共获得银行授信 8,182.00 亿元，尚未使用额度 2,411.00 亿元；三级子公司云南机场共获得银行授信额度 1,214.94 亿元，尚未使用额度为 1,055.18 亿元。公司整体备用流动性较为充足。此外，云南省整体经济保持增长，以高速公路为主的交通投资需求旺盛，公司作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，行业地位突出，跟踪期内继续获得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，并在金融市场保持良好的认可度，但仍需持续关注相关政策及外部融资环境变化对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、股权投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年公司在高速公路建设方面的投资规模仍较大，是公司投资概算最主要的组成部分；公司在水运建设、金融板块及股权方面亦有部分投资支出。此外，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 251.72 亿元，预计利息支出将随债务规模的增加而增加。但是公司短期债务占比较小，非受限货币资金及可用银行授信额度对到期债务的覆盖程度高。综上所述，未来一年公司流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司较为注重环境管理，积极承担作为国有企业的责任，治理结构较为健全，其在环境、社会、治理方面的表现均优于行业平均水平。整体来看，公司 ESG 表现未对公司信用实力产生重大不利影响。**

环境方面，公司在业务开展中较为重视环境管理和可持续发展，且暂未发生环境争议事件；但是在节约资源及控制排放物等方面的表现有待进一步提高。

社会方面，公司作为云南省重要的国有企业，积极承担各项责任，作出较多社会贡献，整体表现优于行业平均水平。但公司下属子公司涉及少量工程施工纠纷，后续进展需持续关注。

治理方面，公司法人治理结构较为健全，已基本建立了一整套管理制度和良好的管理机制，战略规划可基本契合公司发展的需要。公司合并范围扩大，下属子公司的不断增加对公司治理水平提出挑战。

## 外部支持

**云南省政府对公司的支持力度很强，主要体现在以下方面：**

云南省作为我国面向东南亚、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，同时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。2022 年，云南省经济实力保持增长，但受制于监管政策趋严、超预期风险事件等不利因素的影响，地方综合财力下滑较多，区域内债务负担较重，需对云南省再融资环境保持关注。

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

**云南省政府及股东对公司的支持意愿强，主要体现在以下几个方面：**

- 1) 区域重要性强：跟踪期内，公司的职能和定位保持稳定，仍然是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，目前管理着云南省内约 60%的高速公路，且旗下多条路产纳入了“国家高速公路网”框架，行业地位突出，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由云南省国资委直接控股，并根据云南省政府意愿承担高速公路投资建设与运营任务，跟踪期内其股权结构与业务开展继续与云南省政府保持高度关联性。
- 3) 过往支持力度大：跟踪期内，公司继续在获得财政资金支持、政府补助、股权划入等方面保持良好记录。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别合计获得中央车购税资金、省财政国家资本金、地方政府配套资金及其他零星政府补助 195.13 亿元和 19.75 亿元。2022 年，经云南省国资委批复同意，云南省投资控股集团有限公司将其持有的上市公司云南云投生态环境科技股份有限公司 23.17% 股份无偿划转至公司，增加期末资本公积 0.09 亿元；云南交发将其持有的丽香高速、玉楚高速、弥玉高速、华丽高速、云南玉临高速公路建设有限责任公司、云南保泸高速公路有限公司、云南楚大高速公路投资开发有限公司各 9.00% 股权无偿划转至公司，合计增加期末资本公积 626.69 亿元。2023 年 1~3 月，子公司云南航产投收到民航局拨付的民航发展资金 2.05 亿元。预计未来公司将保持重要的地位，并继续获得来自中央和云南省各级政府的大力支持。

**表 24：近年来公司获得财政支持情况（亿元）**

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
中央车购税资金	56.69	71.19	82.71	5.00
省财政补助资金	85.48	27.36	23.02	8.38
地方政府配套资金	113.98	64.11	84.79	3.90
其他零星政府补助	1.50	6.50	4.61	2.47
<b>合计</b>	<b>257.65</b>	<b>169.16</b>	<b>195.13</b>	<b>19.75</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 25：云南省省级收费公路平台比较（亿元、%）**

名称	大股东及持 股比例	职能定位	总资产	所有者权 益	资产 负债率	营 业 总收 入	净利 润	经营活 动 净现金流
云南省交通投资建 设集团有限公司	云南省国资 委 82.10%	云南省最重要的高 速公路投融资建设主体	7,884.54	2,605.11	66.96	801.24	9.25	286.72
云南建设基础设施 投资股份有限公司	云南省建设 投资控股集团有 限公司 84.71%	云南省重要的高 速公路及其他基础设施投 融资和运营主体	--	--	--	--	--	--

注：大股东及持股比例为截至本报告出具日最新情况。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，云南省政府具有很强的支持能力，且对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。**

## 同行业比较

**云南交投与陕西交控、江西交投等在运营实力和财务水平方面各有优势，考虑到当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有相似的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。**

首先，云南交投与陕西交控、江西交投分别位于云南省、陕西省和江西省，区域行政地位相当，

云南省经济及财政实力相对稍弱，当地政府对上述企业的支持能力处于同一档次；云南交投与陕西交控、江西交投均为省国资委或省人民政府实际控制的当地最为重要的高速公路运营和投资主体，当地政府对上述企业的支持意愿相似。

其次，云南交投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比没有显著差异。云南交投与可比对象均具有重要的区域定位，但在比较组中，云南交投所持有的路产规模占全省的比重相对较小，且云南交投的通行费收入及路产运营效率相对较低。

然后，云南交投的财务风险在同业中处于适中水平。公司总资产和所有者权益规模高于可比对象，总体资本实力较强，且公司所持有的路产获现情况较好。公司财务杠杆适中，但债务规模较大，主要偿债指标表现弱于可比对象，整体资产收益性较弱。

**表 26：2022 年同行业对比表**

	云南交投	陕西交控	江西交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	云南省	陕西省	江西省
GDP（亿元）	28,954.20	32,772.68	32,074.70
GDP 增速（%）	4.3	4.3	4.8
一般公共预算收入（亿元）	1,949.32	3,311.60	2,948.30
财政平衡率（%）	29.10	48.94	40.45
政府债务余额（亿元）	12,098.3	9,782.16	10,859.5
控股股东及持股比例	云南省国资委 82.10%	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	江西省交通运输厅 90.00%
职能及地位	云南省最重要的高速公路投融资建设主体	陕西省最大的交通项目投融资主体	江西省内最重要的高速公路运营主体
收费里程（公里）	5,539.58	6,008.00	5,354.00
收费里程占全省比重（%）	约 60%	约 90%	约 85%
通行费收入（亿元）	127.51	224.90	171.46
单公里通行费收入（万元）	230	374.33	320.25
总资产（亿元）	7,884.54	5,734.46	4,012.78
所有者权益合计（亿元）	2,605.11	1,776.18	1,485.89
总债务（亿元）	4,647.06	4,132.11	2,230.42
总资本化比率（%）	64.43	75.98	63.73
营业总收入（亿元）	801.24	550.82	452.26
净利润（亿元）	9.25	12.19	29.66
EBITDA（亿元）	167.67	171.68	155.89
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	1.08	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	286.72	168.50	47.48
总债务/EBITDA（X）	27.71	24.07	14.31
总资产收益率（%）	1.88	2.91	3.00

注：1、大股东及持股比例为截至本报告出具日最新情况；2、江西交投收费里程为截至 2022 年 3 月末情况；3、江西交投财务指标未经调整。

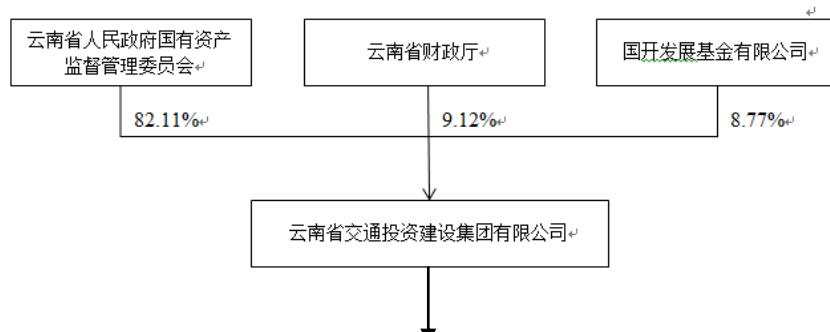
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 评级结论

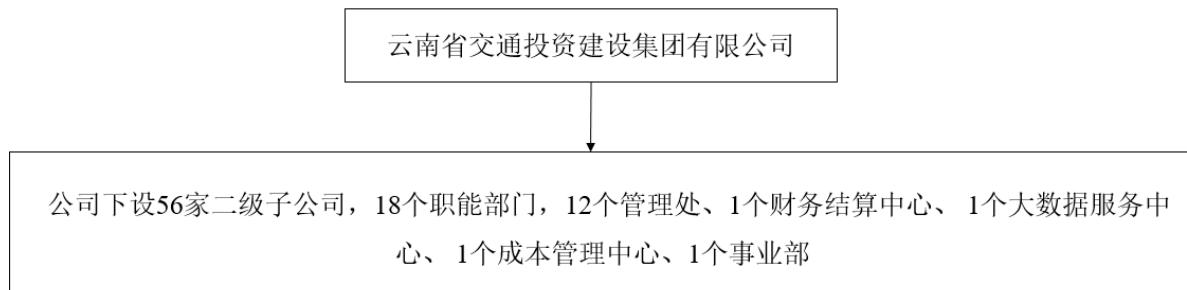
综上所述，中诚信国际维持云南省交通投资建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为

稳定；维持“21 云交 01”、“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 2023 年 3 月末)



序号	主要二级子公司名称	实收资本（亿元）	持股比例（%）
1	云南交投集团公路建设有限公司	50.00	100.00
2	云南交投集团云岭建设有限公司	50.00	100.00
3	云南交投集团现代物流有限公司	11.37	51.00
4	云南交投集团投资有限公司	50.00	100.00
5	云南航空产业投资集团有限责任公司	649.76	61.06



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,730,915.06	2,263,870.38	3,726,675.24	4,099,017.83
应收账款	761,167.22	1,744,882.27	2,988,155.27	2,728,562.68
其他应收款	1,534,275.21	1,727,358.56	1,925,334.57	1,922,096.39
存货	429,768.37	226,253.30	173,566.60	311,942.11
长期投资	3,973,948.72	4,051,416.79	7,423,149.51	7,407,077.77
固定资产	21,706,399.41	22,020,215.50	24,356,663.21	24,251,388.89
在建工程	14,429.33	10,362.99	512,699.26	557,204.13
无形资产	19,725,778.53	29,274,770.38	35,522,832.85	35,818,183.51
资产总计	52,917,403.81	63,788,228.84	78,845,370.60	79,627,114.10
其他应付款	1,175,428.05	1,524,475.89	1,701,399.57	1,648,171.90
短期债务	1,978,075.56	1,959,873.01	2,568,594.32	2,539,904.05
长期债务	31,017,059.32	37,608,383.95	43,902,043.95	44,941,349.03
总债务	32,995,134.88	39,568,256.95	46,470,638.28	47,481,253.07
总债务*	31,894,600.53	38,815,393.40	46,064,971.78	47,117,207.17
负债合计	36,975,462.77	44,974,429.44	52,794,297.32	53,379,635.35
利息支出	1,462,339.36	1,774,563.87	1,823,456.06	--
所有者权益合计	15,941,941.04	18,813,799.40	26,051,073.28	26,247,478.75
经调整的所有者权益合计	14,844,851.04	18,064,459.40	25,651,073.28	25,897,478.75
营业总收入	10,642,094.80	8,350,437.38	8,012,395.73	1,249,252.64
经营性业务利润	237,791.18	443,892.61	371,502.48	60,497.25
投资收益	-32,136.93	-49,199.42	-119,047.53	-15,706.08
净利润	17,550.02	245,547.05	92,470.52	41,610.97
EBIT	1,201,238.01	1,458,153.24	1,343,142.99	--
EBITDA	1,475,004.75	1,754,627.34	1,676,742.60	--
经营活动产生的现金流量净额	1,874,682.25	910,100.79	2,867,230.48	227,417.77
投资活动产生的现金流量净额	-6,925,598.01	-5,206,953.64	-6,948,728.59	-632,948.03
筹资活动产生的现金流量净额	5,742,495.80	3,830,795.77	5,486,435.08	766,950.82
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率 (%)	12.93	19.42	20.00	27.03
期间费用率 (%)	10.48	13.95	15.13	23.42
EBIT 利润率 (%)	11.29	17.46	16.76	--
总资产收益率 (%)	2.27	2.50	1.88	--
流动比率 (X)	0.99	1.02	1.05	1.19
速动比率 (X)	0.92	0.99	1.03	1.15
存货周转率 (X)	21.56	20.51	32.06	15.02
应收账款周转率 (X)	13.98	6.66	3.39	1.75
资产负债率 (%)	69.87	70.51	66.96	67.04
总资本化比率 (%)	68.97	68.66	64.43	64.71
总资本化比率* (%)	66.67	67.35	63.88	64.22
短期债务/总债务 (%)	6.00	4.95	5.42	5.30
经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.06	0.02	0.06	--
经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.95	0.46	1.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	1.28	0.51	1.57	--
总债务/EBITDA (X)	22.37	22.55	27.71	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.75	0.90	0.65	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.01	0.99	0.92	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	0.82	0.82	0.74	--
FFO/总债务 (X)	-0.002	-0.002	-0.002	--

注：1、中诚信国际根据云南交投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2020~2022年度审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表整理，其中2020~2021年财务数据使用下年审计报告期初数，2022年及2023年一季度财务数据使用对应审计报告或财务报表期末数；2、为准确计算债务，中诚信国际将公司期初/末其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将期初/末长期应付款及其他权益工具中的有息债务纳入长期债务核算。

### 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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	总负债/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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>	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
<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。

中长期债项等级符号	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, 信用风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
<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。

短期债项等级符号	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, 有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低, 违约风险极高。
<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。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)