

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0128号

云南省交通投资建设集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 云南交投债 01/20 交投 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 云南交投债 01/20 交投 01”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月十八日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月18日至2025年6月17日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024年6月18日

云南省交通投资建设集团有限公司主体及
“20云南交投债01/20交投01” 2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2024/6/18	AAA/稳定	段 莎	谷建伟

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 云南交投债 01 /20 交投 01	AAA	AAA
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。		
主体概况		
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”）主要从事云南省高等级公路的投融资、建设、管理运营和公路沿线相关产业的经营开发等业务。公司控股股东及实际控制人均为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。		

评级模型			
一级指标	二级指标	权重（%）	得分
企业规模	收费高速公路里程	15.00	14.20
	通行费收入	10.00	7.54
市场地位	区域经济环境	10.00	8.00
	企业竞争地位	10.00	10.00
	路产质量	10.00	10.00
盈利能力	EBITDA 利润率	7.50	2.25
	净资产收益率	7.50	2.78
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	6.48
	全部债务/EBITDA	10.00	3.81
	经营现金流流动负债比	10.00	6.13
调整因素		-	
个体信用状况		aa	
外部支持		+2	
评级模型结果		AAA	
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。			

评级观点

跟踪期内，云南省经济和财政实力不断增强，“十四五”规划公路投资万亿元以上，为省内高速公路企业发展提供了良好的外部环境；公司仍是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，运营管理的高速公路收费里程省内占比约 60%，路产质量优良；2023 年收费公路车流量增加，车辆通行费收入和毛利润同比均保持增长；工程施工新签合同额大幅增长，在手合同额充足。另一方面，东方金诚关注到，因施工图设计批复和土地报建批复滞后等影响项目开工，2023 年工程施工收入同比下降；受限资产和有息债务规模较高，随着在建和拟建项目推进，资本支出和有息债务将继续增加。

外部支持方面，公司实控人为云南省国资委，作为中国面向南亚、东南亚的辐射中心，云南省在“一带一路”战略中具有重要地位，综合实力很强；云南省“十四五”规划公路投资万亿元以上，公司作为云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，在云南省交通基础设施领域发挥重要作用；公司自成立以来，持续获得云南省国资委在资本金注入、资产划拨、财政资金与政府政策等方面的大力支持，预计未来实控人对公司的支持意愿极强。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“20 云南交投债 01/20 交投 01”信用等级为 AAA。

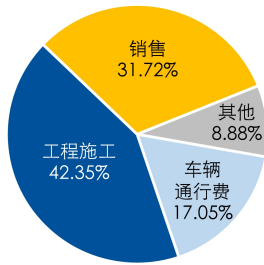
同业比较

项目	云南省交通投资建设集团有限公司	广东省交通集团有限公司	广西交通投资集团有限公司	浙江省交通投资集团有限公司	贵州高速公路集团有限公司
资产总额（亿元）	8639.79	4850.32	7076.23	9352.97	4385.97
营业总收入（亿元）	843.96	567.47	667.43	3240.31	248.43
毛利率（%）	20.62	32.41	16.85	5.83	49.68
净资产收益率（%）	0.47	2.99	0.46	2.58	0.74
资产负债率（%）	67.73	71.73	67.01	67.46	71.34
经营现金流负债比（%）	15.98	89.07	8.96	9.97	21.80

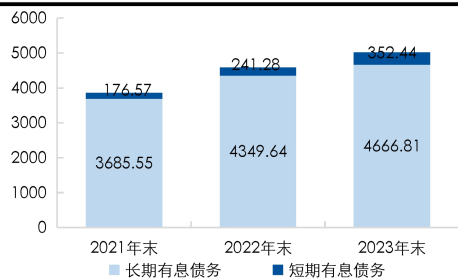
注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来源于各企业公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2023 年营业收入构成



公司有息债务结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额 (亿元)	6379.57	7884.54	8639.79	8796.28
所有者权益 (亿元)	1882.36	2605.11	2788.43	2820.71
全部债务 (亿元)	3862.12	4590.91	5019.25	5139.87
营业总收入 (亿元)	835.36	801.24	843.96	150.06
利润总额 (亿元)	35.85	21.95	26.09	5.42
经营性净现金流 (亿元)	91.03	286.72	182.28	0.93
营业利润率 (%)	19.04	19.50	20.02	30.87
资产负债率 (%)	70.49	66.96	67.73	67.93
流动比率 (%)	102.20	105.11	84.62	88.97
全部债务/EBITDA (倍)	22.67	27.96	27.09	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.21	0.96	1.03	-

注：表中数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，云南省经济和财政实力不断增强，云南省政府与交通运输部签署部省合作协议，“十四五”规划公路投资规模万亿元以上，为省内高速公路企业发展提供了良好的外部环境；
- 公司仍是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，2024 年 3 月末运营管理的高速公路收费里程超 5900 公里，约占省内高速公路通车里程的 60%，且路产质量优良；
- 2023 年，随着云南省经济和旅游业的快速发展，公司收费公路车流量增加，车辆通行费收入和毛利润同比均保持增长，未来随着新通车路产培育成熟及在建项目陆续通车，公司车辆通行费收入将进一步提升；
- 公司依托主业，聚合路桥建设施工领域优质资质，跟踪期内，公司工程施工业务新签合同额大幅增长，在手合同额充足，为业务开展形成较好支撑；
- 公司在云南省交通基础设施领域发挥重要作用，跟踪期内，在资本金注入、资产划拨、财政资金与政府政策等方面得到实控人的大力支持，预计未来股东及相关各方对公司的支持意愿极强。

关注

- 跟踪期内，因施工图设计批复和土地报建批复滞后等影响项目开工，公司工程施工业务收入同比下降；
- 公司受限资产和有息债务规模仍较高，在建和拟建公路项目未来投资规模仍较大，随着项目建设推进，资本支出压力和有息债务将进一步增加。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来云南省经济实力继续增强，公司作为云南省最主要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，主营业务竞争力及区域地位等均将得到持续支撑。

评级方法及模型

高速公路企业信用评级方法及模型 (RTFC023202403)

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	AAA (20 云南交投债 01/20 交投 01)	2023/6/6	段莎、谷建伟	《高速公路企业信用评级方法及模型》 (RTFC023202208)	阅读原文
AAA/稳定	AAA (20 云南交投债 01/20 交投 01)	2019/7/23	莫琛、李晓娜	《东方金诚高速公路企业信用评级方法》 (2015 年 5 月)	阅读原文

注：自 2019 年 7 月 23 日（首次评级），云南交投主体信用等级未发生变化，均为 AAA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 云南交投债 01/ 20 交投 01	2023/6/6	20.00	2020/3/16~2027/3/16	无	-

注：“20 云南交投债 01/20 交投 01”附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

云南交投主要从事云南省高等级公路的投融资、建设、管理运营和公路沿线相关产业的开发等业务。公司控股股东及实际控制人均为云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）。

公司成立于 2006 年 5 月，前身为云南省公路开发投资有限责任公司，为国有独资公司，初始注册资本为 50.00 亿元。后经过增资、股权划转及更名等，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本 300.00 亿元，其中云南省国资委持股比例为 82.10%、云南省财政厅持股比例 9.12%，国开基金持股比例 8.78%。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍为云南省国资委。

公司是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，主要从事云南省高等级公路的投资建设及经营管理、高速公路及道路桥梁工程的设计施工等业务。截至 2024 年 3 月末，公司运营管理的公路 76 条（包含非并表和代管路段），收费里程合计 5943.96 公里；其中高速公路 75 条，收费里程 5884.82 公里；公司运营管理的高速公路里程约占云南省内高速公路通车里程的 60%¹。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额（合并）为 8796.28 亿元，所有者权益 2820.71 亿元，资产负债率 67.93%。2023 年及 2024 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 843.96 亿元和 150.06 亿元，利润总额分别为 26.09 亿元和 5.42 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

云南交投发行的“20 云南交投债 01/20 交投 01”，起息日为 2020 年 3 月 16 日，到期日为 2027 年 3 月 16 日；存续期 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，其中前 5 年票面利率为 3.90%。

截至本报告出具日，“20 云南交投债 01/20 交投 01”已按期支付利息；募集资金已按规定用途使用完毕，全部用于补充公司营运资金。

¹ 根据《2023 年云南省人民政府工作报告》和《2024 年云南省交通运输工作报告》，2023 年全省高速公路通车总里程达到 10466 公里，高速公路里程突破 1 万公里，位居全国第 2 位。2024 年 3 月末，公司管理的高速公路收费里程占比，根据 2023 年末云南省高速公路里程进行估计。

个性信用状况

宏观经济与政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

公司主要从事云南省高等级公路的投资建设及经营管理、高速公路及道路桥梁工程的设计

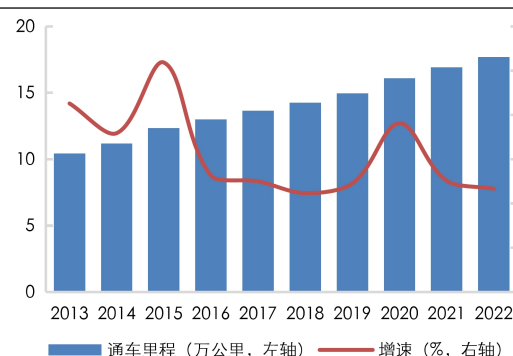
施工等工程施工业务，所属行业为高速公路行业和建筑行业。

高速公路行业

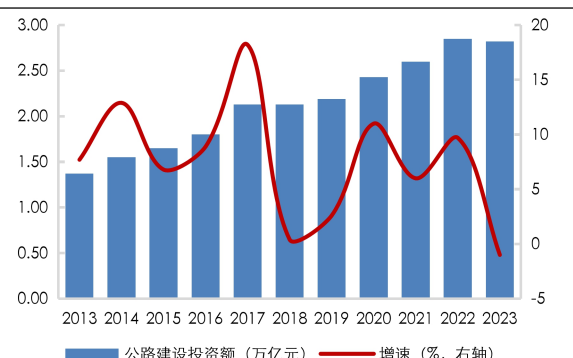
随着国内居民的出行能力充足且持续提升、国内工业生产增速延续修复态势，高速公路行业保持良好发展态势，“十四五”规划明确提出加快建设交通强国，预计将进一步促进我国高速公路行业的发展

近年来我国高速公路行业保持良好发展态势，通车总里程、通行费收入及投资额等主要指标保持较高规模。随着“71118”国家高速公路网的基本建成，我国高速公路的建设速度整体趋势放缓。目前中国高速公路行业完善建设重点集中在中西部，东部高速逐渐迈入优化和扩容建设时期。截至2022年末，我国高速公路通车总里程达17.7万公里，高速公路通车里程仍稳居世界首位。2023年1~6月，全国新开工高速公路和普通国省干线公路项目170个、建设里程达5750公里，项目总投资3626亿元，预计高速公路通车里程将保持低速增长。未来一段时期内，我国将继续推进高速公路待贯通路段和瓶颈路段的扩容改造，高速公路建设投资仍将维持较大规模。

图表1 我国高速公路通车里程及增速



图表2 我国公路建设投资额及增速

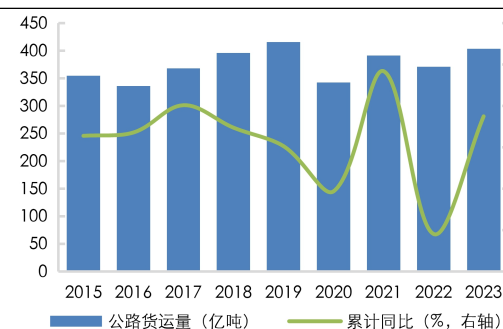


数据来源：交通运输部，东方金诚整理

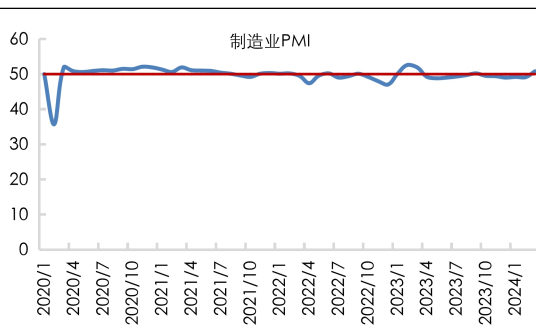
高速公路的通行费收入主要由货车及私家车通行费收入组成，通行主要受出行能力以及出行意愿两方面因素影响。出行能力方面，2023年末，全国民用汽车保有量33618万辆（包括三轮汽车和低速货车732万辆），较上年末增加1714万辆，其中私人汽车保有量29427万辆，增加1553万辆。民用轿车保有量18668万辆，增加928万辆，其中私人轿车保有量17541万辆，增加856万辆。随着国民经济发展，城镇旅游人次增长，出行率的提高，车流量增长的趋势还将延续。同时，我国汽车驾驶人数逐年增长，2023年末达到5.23亿人，居民的出行能力充足且持续提升。出行意愿方面，近年来受民航、高铁等分流影响所致，公路旅客周转量呈下降的趋势。预计随着国内经济稳定增长，居民境内出行意愿将增加。

货运方面，高速公路货物种类分散，与绝大部分工业领域密切相关，货运需求量变化与整体工业发展状况紧密相关。2023年，我国公路货运量和公路货物周转量分别为403.37亿吨和73950.21亿吨公里，同比分别增加8.75%和6.92%，全国规模以上工业增加值累计同比增长4.60%。

图表3 我国货运量与工业增加值增速



图表4 近年来我国 PMI 变化



数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

从 PMI 指数来看，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，市场需求明显改善。1 月制造业 PMI 数据大幅回升并重返荣枯平衡线上方；但实体经济增长内生动力并不强，经济全面系统恢复的基础还不牢固，市场需求较为疲弱。

2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》指明了中国立体交通到 2035 年的发展目标，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021 年 3 月，《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。在明确建立国家综合立体交通网及交通强国战略的背景下，高速公路行业未来保持较大的发展空间。

高速公路行业具有投资规模大、回收周期长的特征，行业内企业资产负债率相对较高，债务负担较重，地方政府的支持和财政实力是其业务发展的重要保障

高速公路属于重资产行业，行业前期投资规模较大、投资回报期限较长，我国高速公路建设普遍采取的投资方式是国家投资、地方筹资、社会融资相结合的多渠道、多层次、多元化公路建设投融资方式。2023 年，国家综合立体交通网加快完善，全国交通固定资产投资完成 3.9 万亿元，其中公路建设投资 2.82 万亿元，同比下降 1.0%；新开通高铁 2776 公里，新建改扩建高速公路 7000 公里。

高速公路建设期间需要较大的资金投入，建成后为了保证车辆的正常运行，高速公路需要进行定期的保养和维护，保养维护、改建扩建以及运营管理相关费用也需要不少支出。高速公路建设资金来源主要为资本金和银行贷款等，其中银行贷款占比较高，融资方式较为单一，导致高速公路企业资产负债率相对较高，债务负担较重。但投资回报期限较长，短期来看，通行费收入对还本付息和新增投资的保障程度较弱，同时区域经济发展水平的差异对高速公路企业的盈利及债务偿付的影响较大。

尽管高速公路企业有息债务规模较高，投资回报期限较长，短期盈利能力较为一般，但高速公路属于准公共产品，具有准公益性，高速公司企业的发展对区域经济和经济发展十分重要，地方政府的财政实力和支持是企业业务持续发展的重要保障。

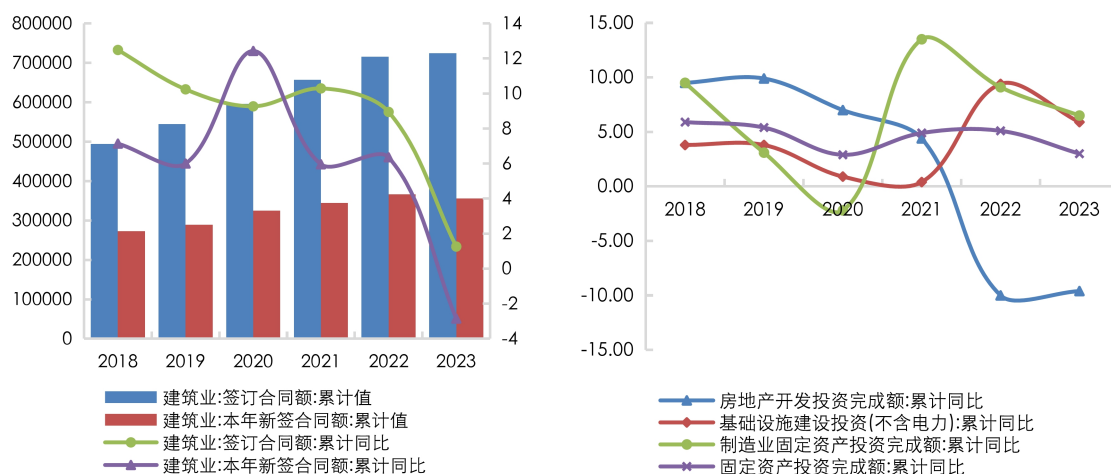
建筑行业

受地产拖累，2023 年我国建筑业新签合同额同比下降 2.85%，预计 2024 年房地产建筑领域需求仍面临弱化风险，基建投资增速保持较高水平将为建筑行业需求提供较强支撑

2023 年我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为 72.47 万亿元和 35.60 万亿元，累计同比分别增长 1.27%和-2.85%，其中新签合同额受地产拖累增速同比下降了 9.21 个百分点。

建筑行业是投资、需求驱动型行业，下游需求主要受房地产、基建等固定资产投资影响。2023 年以来，在房地产投资下行背景下，国家稳增长政策持续发力，固定资产投资规模保持增加，全年累计同比增长 3.0%，扣除价格因素影响同比增长 6.4%；其中基建投资（不含电力）累计同比增长 5.9%，制造业投资累计同比增长 6.5%，房地产投资受行业景气度持续下行影响同比下降 9.6%。

图表 5 我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

中央经济工作会议提出要求：2024 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力，预计 2024 年我国经济运行会进一步向常态化水平回归。房地产投资方面，随着房地产支持政策持续加码，预计 2024 年房地产开发投资完成额或继续下滑，但降幅有望明显收窄，房地产建筑领域需求仍面临弱化风险；其中保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”建设将为房建需求提供一定支撑。基础设施投资方面，在国家稳增长政策下，预计基建投资增速仍将保持较高水平。但仍需要关注的是，在当前地方政府资金仍处于紧平衡状态下，在“严禁新增地方政府隐性债务，逐步化解存量隐性债务”的原则下，地方平台公司融资严监管，叠加土地市场景气度弱化导致部分区域财政平衡压力加大，预计部分地区基础设施类项目新增需求放缓。

长期来看，我国已进入高质量发展阶段，投资对经济增长的拉动作用减弱。当前，我国基础设施已相对完善，叠加地方政府财力承压，预计未来基础设施建设需求增速将放缓并处于相对稳定水平。另一方面，截至 2023 年末，全国城镇化率已达到 66.16%，预计到 2030 年中国城镇化率达到 70%，城镇化减速使得房建需求下降。整体来看，我国建筑市场将逐步进入存量时代。

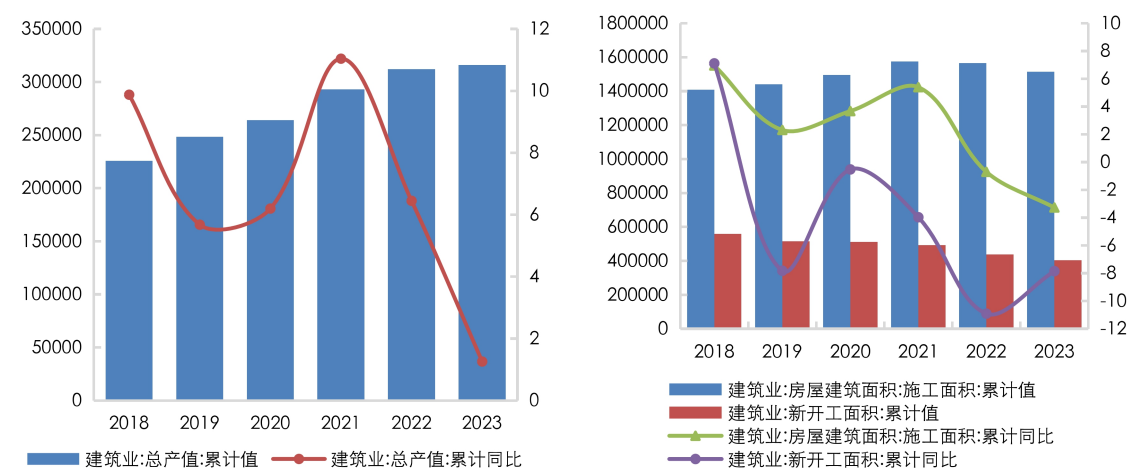
2023 年我国建筑业总产值累计同比增长 1.26%，建筑企业在手订单仍较充足，预计 2024 全年建筑业总产值仍将实现增长，但增速可能继续放缓

2023 年我国建筑业实现总产值 31.59 万亿元，累计同比增长 1.26%，增速同比下滑 5.19 个百分点，增速不及预期。

从建筑业施工和新开工面积情况来看，2023 年，建筑业房屋建筑施工面积累计同比下降 3.27%，新开工面积累计同比下降 7.85%，下降幅度仍较大，其中房地产行业房屋新开工面积同比大幅下滑 20.4%是建筑业新开工面积增速持续下滑的主要原因。

2023 年我国建筑业新签合同额受地产拖累增速虽有所下滑，但建筑企业在手订单仍较充足，同时“三大工程”建设将为建筑行业需求提供较强支撑。在国家稳增长政策背景下，预计 2024 全年建筑业总产值仍将实现增长，但增速可能继续放缓。

图表 6 我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

PPP 新规出台短期将使央国企新签订单、营收及利润增长有所承压，但长期来看有望降低投资支出规模，改善企业的自由现金流

2023 年 11 月，国家发展改革委与财政部联合发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称“PPP 新规”）的通知，PPP 新规在严控地方政府隐性债务的背景下出台，明确了 PPP 发展新机制，旨在优化回报机制，减轻政府财政压力，同时促进基础设施投融资体制的进一步改革，2023 年 2 月因清理核查而停滞推进的 PPP 项目得以重启。但新规收窄了 PPP 项目适用范围，要求聚焦使用者付费项目且全部采取特许经营模式，短期内可能意味着符合新要求的 PPP 项目在数量和规模上都将显著减少；同时 PPP 新规亦提出优先选择民企参与并制定相关项目清单。

PPP 项目近年来一直是各大央国企增量项目中的重要构成部分，PPP 新规出台在“收窄适用范围”“优先选择民企参与 PPP 项目”的政策方向下，央国企对 PPP 项目的拿单量或有显著下滑，对新签订单、营收及利润增长造成一定压力。但长期来看，央国企收缩 PPP 项目，有望降低投资支出规模，改善企业的自由现金流。

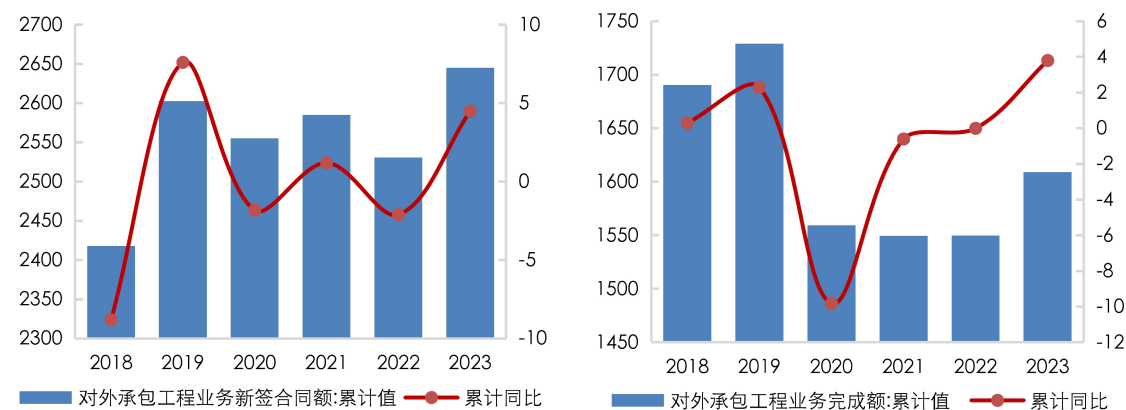
2023 年海外经营环境改善，对外承包工程业务新签订单边际向好，完成额稳步增长，“一带一路”战略背景下，预计 2024 年海外工程承包业务将继续实现恢复增长

国际工程方面，2023 年海外经营环境改善，新签订单边际向好，完成额稳步增长。2023 年中国对外承包新签合同额为 2645 亿美元，累计同比增长 4.5%，增速同比提升 6.6 个百分点，其中 12 月单月新签对外承包合同 868 亿美元，同比增长 51%；2023 年对外承包工程完成额为 1609 亿美元，累计同比增长 3.8%，完成额自 2020 年以来首次实现正增长。

从八大建筑央企 2023 年新签合同订单来看，除中国铁建外，海外新签订单均有所增长，其中中国化学、中国交建、中国中冶、中国能建、中国建筑同比增速较高分别为 165.48%、47.5%、43.2%、17.07%、15.4%。总体来看，基建企业出海逐渐成为基建央企新的增长路径。

2023 年“一带一路”十周年峰会召开，带动“一带一路”沿线标志性项目落地，预计 2024 年海外工程承包将继续实现恢复增长。长期来看，随着国内建筑市场进入存量时代，中国建筑企业将进一步加快海外市场布局。

图表 7 我国对外承包工程业务新签合同额及完成额情况（单位：亿美元、%）



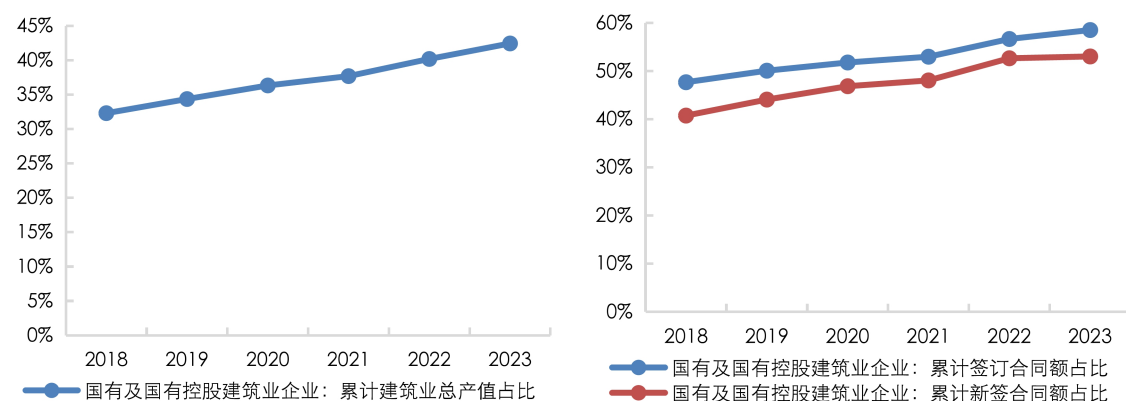
数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

2023 年建筑央企及地方国企凭借在资质、品牌、资金等方面的竞争优势市场份额继续增加，行业集中度进一步提升，建筑企业间的竞争进一步加剧

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，随着建筑市场逐步进入存量时代，建筑行业需求增速放缓，建筑企业间的竞争将进一步加剧。

近年来我国建筑行业集中度逐步提高，受益于供给侧改革的持续深入及建筑行业 EPC 商业模式的推广，优质大型企业资金、技术优势更加凸显，建筑央企及地方国企及凭借资金、资源、资质、技术及先进的项目管理经验等在市场竞争中具有明显优势。2023 年我国国有及国有控股建筑企业建筑业总产值、累计签订合同额及新签合同额占比分别为 42.44%、58.55%和 53.06%，占比分别较 2022 年提升 2.25、1.86 和 0.38 个百分点，预计未来国有及国有控股建筑企业市场占有率将继续提升。

图表8 我国国有及国有控股建筑企业建筑总产值及合同额占比情况



数据来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

区域经济环境

跟踪期内，云南省经济和财政实力不断增强，云南省政府与交通运输部签署部省合作协议，“十四五”规划公路投资万亿元以上，为省内高速公路企业发展提供了良好的外部环境

跟踪期内，云南省经济实力不断增强，2023年实现地区生产总值30021.12亿元，同比增长4.4%。从财政收入来看，2023年云南省实现一般公共预算收入2149.44亿元，同比增长10.3%，其中税收收入1387.76亿元，同比增长15.9%。

图表9 云南省主要经济及财政指标（单位：亿元、%）

主要指标	2021年		2022年		2023年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	27146.76	7.3	28954.20	4.3	30021.12	4.4
一般公共预算收入	2278.24	7.6	1949.32	-14.4	2149.44	10.3
固定资产投资（不含农户） ²	-	4.0	-	7.5	-	-10.6
进出口总额（亿美元）	486.59	24.4	500.42	2.8	367.75	-22.1
工业增加值	6555.76	7.9	7197.08	6.0	7202.83	4.5
三次产业比例	14.3 : 35.3 : 50.4		13.8 : 36.2 : 50.0		14.0 : 34.2 : 51.8	

资料来源：云南省国民经济和社会发展统计公报等，东方金诚整理

随着经济的逐步恢复和人们出行需求的持续增长，2023年云南省综合客、货运量均呈上升态势。其中，公路旅客运输量和周转量同比均保持两位数增速水平，旅客出行需求加快释放，综合客运整体呈现“稳定恢复、整体好转”态势；公路货物运输量同比略有下滑，周转量同比增长5.1%。

2023年9月，交通运输部与云南省政府签署部省合作协议，进一步深化部省合作，助力云南省交通运输与经济社会协调发展；根据协议，交通运输部将与云南省在推进交通运输领域国际互联互通、联网补网强链、绿色低碳转型、共享普惠发展、强化创新驱动、统筹发展与安全等方面深化合作。云南省的综合交通网络不断完善，互联互通国际大通道建设打开新局面，连接起国内与欧洲、南亚东南亚之间的通道。2023年，云南省高速公路通车里程10466公里，其

² 固定资产投资（不含农户）是指城镇和农村非农户计划总投资500万元及以上的固定资产项目投资和房地产开发投资。

中，临翔至双江、昭通至金阳等多条高速公路全线通车；通高速县（市、区）124个，新增沧源、永德、西盟、孟连4个县通高速；省内路网不断完善，有利于整体车流量的培养和进一步增长。

图表 10 云南省交通运输行业基本情况

指标名称	2021 年		2022 年		2023 年	
	规模	同比 (%)	规模	同比 (%)	规模	同比 (%)
公路货物运输量（万吨）	129089.62	11.65	139217.00	7.85	137541.00	-1.2
公路旅客运输量（万人）	14973.15	-22.14	11690.00	-21.93	13122.00	12.2
公路货物周转量（亿吨公里）	1377.57	25.06	1463.38	6.23	1538.58	5.1
公路旅客周转量（亿人公里）	138.03	-0.32	103.34	-25.13	133.50	29.2

数据来源：云南省国民经济和社会发展统计公报、国家统计局，东方金诚整理

2024 年，云南省交通运输行业将围绕“3815”战略发展目标，统筹推进“公路优结构、铁路提速度、民航扬优势、水运强弱项”，科学推动综合交通发展，全年计划完成综合交通固定资产投资不低于 2000 亿元。公路方面，确保临沧至清水河、勐远至关累港高速公路全线贯通，推动国道 G219 云南境内段 13 个项目及 7 个普通国道断头路项目全面建设；积极参与行业工程标准体系修订，深化公路质量安全信用体系应用；大力发展现代运输产业，加快打造具有云南特色的现代化交通运输产业体系；主动服务国家战略，全面提速国际大通道建设。

根据《云南省公路“十四五”发展规划》，到 2025 年云南高速公路建成通车总里程确保达到 1.3 万公里；路网规模持续扩大，公路投资力争达到 1 万亿元以上；完善“五纵五横一边两环”高速公路主骨架，提升高速公路网络化水平。根据《云南省综合立体交通网规划纲要》，云南省将构建便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量综合立体交通网，打造面向南亚东南亚和辐射全球的国际综合交通门户枢纽，到 2035 年基本实现交通强省建设目标。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业总收入和利润总额同比有所增长，主营收入仍来自车辆通行费、工程施工和销售业务，毛利率略有提升

公司主要从事云南省高等级公路的投资建设及经营管理、高速公路及道路桥梁工程的设计施工等工程施工业务以及石油、钢材、水泥等大宗商品销售业务。

2023 年，公司营业总收入同比增长 5.33%，主要系车辆通行费收入和销售业务收入带动。从收入构成来看，各业务收入占比变动不大，主营收入仍来自车辆通行费、工程施工和销售业务，但近年工程施工收入占比持续下滑。其他业务主要包括沿线设施开发业务、航空产业服务业务、工程咨询和设计服务业务等。同期，公司毛利润同比有所增加，主要来源于车辆通行费和工程施工业务；毛利率略有提升。

2024 年 1~3 月，公司营业总收入为 150.06 亿元，同比提升 20.12%，主要系客货车流量增加带动车辆通行费收入增长；毛利润为 47.20 亿元；毛利率为 31.46%，较 2023 年同期提高 4.43 个百分点。

图表 11 公司营业总收入、毛利润及毛利率构成情况³（单位：亿元、%）

业务类别	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
车辆通行费	127.09	15.21	127.51	15.91	143.92	17.05	48.22	32.13
工程施工	456.10	54.60	401.00	50.05	357.41	42.35	24.19	16.12
物资销售	227.15	27.19	241.76	30.17	267.68	31.72	61.07	40.70
其他 ⁴	25.02	3.00	30.97	3.87	74.95	8.88	16.58	11.05
合计	835.36	100.00	801.24	100.00	843.96	100.00	150.06	100.00
业务类别	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
车辆通行费	81.28	63.95	72.94	57.20	83.92	58.31	33.60	69.68
工程施工	60.05	13.17	74.44	18.56	76.82	21.49	8.75	36.17
物资销售	10.76	4.74	9.48	3.92	7.05	2.63	2.64	4.32
其他	10.07	40.25	3.43	11.08	6.20	8.27	2.22	13.39
合计	162.17	19.41	160.29	20.00	173.99	20.62	47.20	31.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

车辆通行费

公司车辆通行费收费业务主要由公司本部、全资子公司云南交投集团投资有限公司和下属各项目公司负责运营。

跟踪期内，公司仍是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，2024 年 3 月末运营管理的高速公路收费里程超 5900 公里，约占省内高速公路通车里程的 60%，且路产质量优良

公司是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体。截至 2024 年 3 月末，公司运营和管理的公路 76 条（包含非并表和代管路段），收费里程合计 5943.96 公里；其中高速公路 75 条，收费里程 5884.82 公里，约占云南省内高速公路里程的 60%；一级公路 1 条，里程 59.14 公里。跟踪期内，公司无新增路产。云南省高速公路网是以昆明为中心的放射性网络，公司主要运营高速公路属于国高网组成部分和省高速主干线，路产质量优良，具有重要地位。

2023 年，随着云南省经济和旅游业的快速发展，公司收费公路车流量增加，车辆通行费收入和毛利润同比均保持增长，毛利率亦逐步恢复，未来随着新通车路产培育成熟及在建项目陆续通车，公司车辆通行费收入将进一步提升

车辆通行费业务是公司的核心业务，在公司的毛利润中占比较大。跟踪期内，随着云南省经济和旅游业的快速发展，公路车流量不断增长，公司车辆通行费收入和毛利润相应增长；毛利率亦逐步恢复。

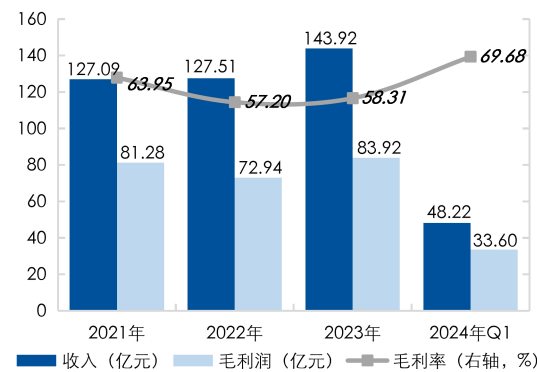
跟踪期内，公司收费公路日均车流量同比保持增长。公司收费公路的车流量主要受经济发展水平、汽车保有量、车辆运营成本等因素影响。随着云南省经济水平的快速增长，居民汽车消费量的增加以及车辆运营成本调整机制更加完善、灵活，公司主要收费公路的车流量应维持

³ 由于四舍五入的原因，图表中某些指标的分项数之和可能不等于合计数。

⁴ 其他业务主要包括沿线设施开发业务、航空产业服务、工程咨询和设计服务业等。

稳定的增长水平。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，从系统层面增加整体车流量水平。

图表 12 公司车辆通行费业务盈利情况



图表 13 公司收费公路车流量情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司运营路段中车辆通行费收入较高路段包括安楚高速、楚大高速、昆石高速、大保高速、昭会高速、玉元高速、大丽高速和元磨高速等，2023年上述路段的车辆通行费收入均超过5.00亿元。其中，安楚高速是《国家高速公路网规划》中杭州至瑞丽高速公路云南境内的一段⁵，2023年实现车辆通行费收入9.41亿元，同比增长14.75%；楚大高速是上海至昆明至瑞丽国道主干线中的一段，是昆明通往滇西、滇西北、滇西南8地州的主要经济干线，2022年实现车辆通行费收入8.94亿元，同比增长12.21%；昆石高速是《国家公路网规划》中汕头至昆明高速公路和广州至昆明高速公路的交汇段⁶，是国家西部大开发重点公路建设项目，2023年实现车辆通行费收入7.19亿元，同比增长16.25%；大保高速是国道主干线上海至昆明至瑞丽（CZ65）公路的一段，与楚大公路相连，是跨越横断山脉的第一条高速公路，2023年实现车辆通行费收入5.99亿元，同比增长13.54%；大丽高速南接国家高速公路“横12”杭州至瑞丽公路，北接国道214线进入香格里拉地区直通西藏，2023年实现车辆通行费收入5.37亿元，同比增长44.65%。

近年，公司新增通车路产较多，未来随着新通车路产培育成熟及在建公路项目陆续通车，公司车辆通行费收入将进一步增加。

跟踪期内，公司高速公路收费标准未发生变化，但云南省地处高速公路网末端、车流量增长缓慢叠加部分路段尚处于车流量培育期，公路养护成本不断增加，公司面临一定运营压力

车辆通行费收费政策方面，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），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；今后根据经营性收费公路建设成本，若需高出以上标准的，按照有关规定另行听证。上述收费标准从2020年1月1日零时执行。截至2024年3月末，公

⁵ 安楚高速起于安宁市和平村，止于楚雄市达连坝，上连昆安高速公路，下连楚大高速公路。

⁶ 昆石高速起于昆明市东郊石虎关，止于石林县石林风景区。

司收费公路均按上述文件执行，客货车均按车型收费⁷。

图表 14 公司现行收费公路客车、货车车型分类计费系数

客车				货车				
类别	车辆类型	核定人数 (人)	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	微型、小型	≤9	1.0	1 类	2	车长 < 6000mm 且最大允许总质量 < 4500kg	0.95	1.0
2 类	中型	10~19	1.8	2 类	2	车长 ≥ 6000mm 或最大允许总质量 ≥ 4500kg	2.03	1.8
	乘用车列车	-	2.5	3 类	3	-	3.47	2.5
3 类	大型	≤39	3.5	4 类	4	-	4.29	3.5
4 类	大型	≥40	-	5 类	5	-	4.65	4.5
-	-	-	-	6 类	6	-	6.05	4.5

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司部分高速公路开通时间较短，尚处于车流量培育期；路产中楚广高速、昭会高速等多条高速由于地处偏远，经济落后，汽车保有量较低，预计实际车流量持续低于设计车流量将会持续较长时间。同时，公司所辖高速中保腾高速、龙瑞高速、小景高速、新河高速等高速公路靠近国境线附近，路网联动效应差，车流量增长缓慢，面临一定运营压力。

公路养护方面，公司养护工作分为日常养护和专项养护。各管理处和养护中心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。公司全过程贯彻安全生产责任制，落实“一岗双责”制度；加强高速公路养护成套技术研究，建立和贯彻“全寿命”周期的理念，全面提升养护的科技含量和成本控制水平；加强高速公路养护数据库建设，充分利用高速公路综合养护管理系统。2023 年，公司公路维修养护成本为 16.38 亿元，同比 22.97%。未来，随着收费公路使用时间的增长和路面磨损程度的增加，公司养护成本预计将呈上升趋势。

图表 15 公司公路维修养护支出情况（单位：亿元）

类别	2023 年 ⁸	2024 E	2025 E	2026 E
日常养护	7.06	7.60	8.00	8.20
专项养护	9.32	10.60	8.40	8.00
合计	16.38	18.20	16.40	16.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司在建和拟建公路项目数量较多，未来投资规模仍较大，将持续面临较大的资本支出压力

截至 2024 年 3 月末，公司在建公路项目有 23 个（含参股项目），建设里程 1841.94 公里，为 PPP 项目和 BOT 项目；总投资 3679.17 亿元，累计已投资 2536.78 亿元，未来尚需投资 1142.39 亿元；其中资本金 1160.28 亿元，累计已到位资本金 550.81 亿元，资本金主要来自于各级政府配套资金（根据工程进度陆续发放）与公司自筹。

⁷ 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。
⁸ 公司未提供 2023 年的日常养护和专项养护分口径数据。

图表 16 截至 2024 年 3 月末公司主要在建高速公路情况（单位：亿元、%、公里）

序号	项目名称	总投资	已投资	资本金	已到位资本金	公司持股比例	政府出资方	建设投资模式	建设里程
1	宾南高速	158.37	161.56	46.76	39.50	68.00	大理交投	PPP (均入 财政部 项目库)	97.08
2	大南高速	173.28	173.28	53.96	47.17	35.80	大理交投、交商基金、壹号基金		91.90
3	临清高速	253.08	248.26	74.39	71.71	68.00	临沧开投、临沧交投		156.48
4	临双高速	73.24	73.24	21.86	23.45	39.00	临沧开投、临沧交投		42.87
5	云临高速	109.25	108.07	32.89	29.81	38.00	临沧开投、临沧交投		60.79
6	碧双高速	18.15	11.83	4.14	3.43	99.90	-		9.10
7	宣会高速	207.42	121.86	41.48	21.50	60.00	曲靖市交投	BOT+ 使用者 付费	96.74
8	会巧高速	138.34	107.58	27.82	14.26	68.00	曲靖市交投		68.64
9	师丘高速（曲靖段）	145.65	93.34	29.25	15.21	80.00	曲靖市交投		69.81
10	海惠连	180.39	120.95	30.94	14.68	69.98	普洱交投及版纳国资		101.40
11	勐绿高速	368.11	363.32	73.62	49.20	72.00	云南交发		210.43
12	瑞孟高速（交投段）	392.07	378.92	127.88	50.55	46.00	云南交发		207.39
13	勐关高速	46.88	43.34	14.56	8.59	100.00	-		29.81
14	瑞弄高速	31.48	20.71	8.37	3.13	100.00	-		30.38
15	永昌高速（大理段）	94.34	65.36	32.22	22.03	70.00	大理高投、大理交投		49.06
16	姚南高速	71.43	65.99	18.86	13.00	100.00	-		35.70
17	牟元高速	119.09	74.61	35.54	15.82	100.00	-		48.57
18	玉维高速	280.10	100.76	84.53	10.50	100.00	-		112.10
19	功小高速	76.76	41.01	18.32	12.66	90.00	云南交发		50.69
20	勐打高速	104.02	51.18	45.27	19.59	90.00	云南交发		54.54
21	师丘高速（文山段）	43.12	25.39	9.02	2.00	80.00	文山建投		21.19
22	隆营高速	42.54	25.66	13.06	9.84	100.00	-		16.05
23	宁香高速	469.01	20.00	0.00	0.00	75.90	云南交发		181.24
合计		3679.17	2536.78	1160.28	550.81	-	-	-	1841.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司拟建公路项目 9 个，拟建设里程 538.04 公里，总投资 1252.16 亿元，均为 BOT 模式。

图表 17 截至 2024 年 3 月末公司拟建高速公路情况（单位：亿元、公里）

序号	项目名称	拟投资额	拟建设里程	建设投资模式
1	大理过境项目	11.06	7.72	BOT+使用者付费
2	昌链高速	158.13	73.92	BOT+使用者付费
3	弥昌高速（保山段）	70.79	22.73	BOT+使用者付费
4	弥昌高速（大理段）	167.37	65.16	BOT+使用者付费
5	大攀高速（大理段）	133.30	59.50	BOT+使用者付费
6	云沪高速	188.59	66.15	BOT+使用者付费
7	澜沧至孟连（勐阿）	91.40	48.58	BOT+使用者付费
8	大攀高速（楚雄段）	256.19	113.68	BOT+使用者付费
9	思江高速	175.33	80.60	BOT+使用者付费
合计		1252.16	538.04	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司在建和拟建公路项目未来尚需投资规模超 2300 亿元，未来将持续面临较大的资本支出压力。

工程施工

公司工程施工业务主要由全资子公司云南交投集团云岭建设有限公司（以下简称“云岭建设”）和云南交投集团公路建设有限公司（以下简称“公路建设”）负责。

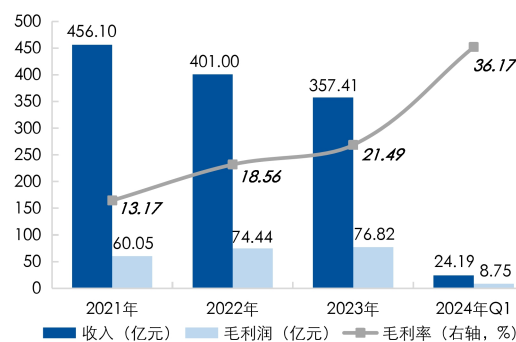
公司依托主业聚合路桥建设施工领域优质资质，跟踪期内，因施工图设计批复和土地报建批复滞后等影响项目开工，公司工程施工业务收入同比下降，但毛利润和毛利率均有所增加，新签合同额大幅增长，在手合同额充足，为业务开展形成较好支撑

公路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等资质，云岭建设和公路建设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。上述两家子公司主要从事高速公路、道路桥梁工程的设计施工业务，施工经验丰富。

2023 年，公司工程施工收入同比有所下降，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。东方金诚将持续关注公司工程施工项目的开工进展。同期，公司工程施工毛利润和毛利率同比有所增加，一方面系公司在项目数量减少情况下对项目进行精细管理，降本增效取得成效；另一方面系项目建设过程中的收入和成本不是特别匹配，因前期估算入账毛利率过于保守，项目结算时对毛利润和毛利率进行调整所致⁹。

2024 年 1~3 月，公司工程施工收入 24.19 亿元，同比增长 28.88%，主要是 2024 年一季度开工项目较多所致；毛利润为 8.75 亿元，毛利率为 36.17%。

图表 18 公司工程施工业务盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 19 公司工程施工业务新签合同情况
(单位：亿元、个)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
新签合同金额	640.58	1022.64	673.46
其中：云岭建设	344.27	594.91	435.51
公路建设	296.31	427.74	237.95
新签合同个数	51	59	41
当期完成金额	439.93	372.50	357.68
期末在手合同额	614.58	655.12	929.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司承接的工程施工项目主要为云南省内的高速公路建设项目。2023 年新签合同额同比大幅下降，主要系高速公路建设规划以 5 年为一个周期，合同签订主要集中在规划周期的前半期，2022 年开展招投标工作的项目比较多，2023 年以后开展投标工作的项目减少所致。从新签合同地区分布情况，公司工程施工项目主要集中在云南省内，2023 年云南省内新签合同额占比 97.75%。从期末在手合同额来看，截至 2023 年末，公司期末在手合同额为 929.84 亿元，仍保

⁹ 假定某项目的预估毛利率是 15%，确认成本 100 元同时相应需确认 115 元收入，这样确保项目整个建设过程中毛利率相对稳定；但最后项目结算发现原来预估毛利率过于保守，需对毛利率进行调整。因为公司大量项目在 2022 年收尾，导致毛利率出现波动。

持较大规模。

图表 20 公司工程施工业务新签合同地区分布情况（单位：亿元、%）

地区分布	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1.云南省内	640.58	100.00	1022.64	100.00	658.31	97.75
其中：昆明市	-	-	-	-	30.84	4.58
2.云南省外	-	-	-	-	15.15	2.25
合计	640.58	100.00	1022.64	100.00	673.46	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程施工业务结算模式方面，大部分业务由业主先支付 10%~20%的预付款，公司在项目实施过程中根据完工量向业主进行计量，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。

总体来看，公司工程施工业务在手合同额充足，为业务开展形成较好支撑，东方金诚将持续关注公司未来工程施工项目的获取情况。

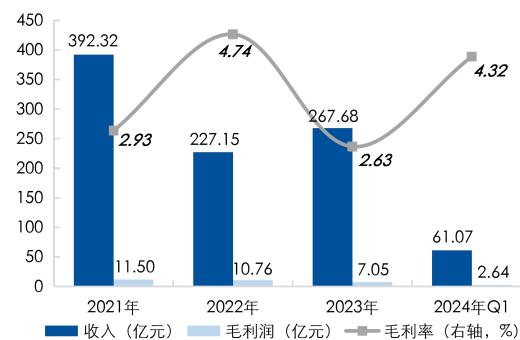
物资销售

公司物资销售业务主要由子公司云南交投集团现代物流有限公司¹⁰（以下简称“物资公司”）、云南交投集团经营开发有限公司（以下简称“经营公司”）等负责。

跟踪期内，公司物资销售收入有所增加，但受贸易结构调整影响，毛利润和毛利率同比均有所下滑，后续随着公司拓展边境口岸贸易业务和油品经销业务，未来物资销售规模将扩大

公司依托高速公路主业拓展大宗商品销售业务，品种包括有色金属、石油、钢材、水泥、沥青等。2023 年，公司物资销售业务实现收入 267.68 亿元，同比保持增长，且在营业收入中的占比不断提高，主要系业务规模扩大及物资公司市场化改革影响；毛利润 7.05 亿元，同比有所下降；毛利率 2.63%，较上年下降 1.29 个百分点，主要系公司调整当期贸易产品结构所致。

图表 21 公司物资销售业务盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 22 公司物资销售业务主要产品构成

产品（单位：亿元）	2021 年	2022 年	2023 年
电解铜、铝锭等有色金属	117.07	87.02	38.93
石油	79.60	90.04	92.77
钢材、水泥、沥青等	27.18	34.15	71.66
焦炭、煤炭	0.00	22.48	47.30
其他	3.31	8.09	17.01
合计	227.15	241.76	267.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司一般通过优化筛选上下游客户及产品价格的方式控制业务风险，采购完成后，下游客

¹⁰ 曾用名：云南交投集团物资有限公司。

户支付货款后提走货物。公司物资销售业务是依据整体市场行情及购入成本情况定价，通过银行转账、票据等方式进行结算。

图表 23 2023 年公司物资销售主要业务上下游情况

品种	前五大供应商	前五大客户
石油	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	舟山福信石油化工有限公司
	中国石油天然气股份有限公司	昆明赫威东力燃料储运有限公司
	湛江市恒茂石化有限公司	红河醇通新能源科技有限公司
	云南幼熙新能源有限公司	海南宝华石油化工有限公司
钢材、水泥等建筑材料	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
	云南品至商贸有限公司	云南交投集团公路建设有限公司孟连至勐海高速公路一标段项目部
	云南曲靖呈钢钢铁（集团）有限公司	云南交投集团公路建设有限公司宣会高速公路第二施工总承包部
	云南舟乾经贸有限公司	云南交投集团公路建设有限公司牟元高速公路第四施工总承包部

资料来源：公司提供，东方金诚整理

未来，公司将围绕“一体两翼双平台¹¹”的总体战略，依托通道经济的经营开发和物流开发实现两翼协同，将会逐渐拓展边境口岸贸易业务和油品经销业务，预计物资销售业务规模将进一步扩大。

其他业务

凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，公司开展其他辅助业务，跟踪期内，公司公路沿线设施开发、工程咨询、航空产业服务等业务稳步推进

凭借在云南省公路建设过程中形成的优势，公司开展其他辅助业务，主要包括沿线设施开发业务、工程咨询、航空产业服务业务和设计服务业务等。跟踪期内，公司公路沿线设施开发、工程咨询、航空产业服务等业务稳步推进，丰富业务板块收入。

公司沿线设施开发业务主要由经营公司负责，主要包括公路沿线设施开发、维护、经营和管理业务。2021 年~2023 年，该业务实现收入分别为 2.39 亿元、3.58 亿元、13.83 亿元，虽呈增长趋势，但占公司营业收入的比例较小。

公司工程咨询业务主要由云南省交通科学研究院、云南省监理咨询公司、云南省交通规划设计院、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，主要包括公路工程设计和咨询等相关业务，2021 年~2023 年实现收入分别为 18.01 亿元、14.57 亿元和 13.83 亿元，呈下降趋势。

公司航空产业服务业务主要由子公司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”）下属的云南机场集团有限责任公司（以下简称“云南机场”）负责运营。云南机场承担云南省内机场的建设、管理和运营。截至 2023 年末，云南机场下辖昆明机场和腾冲机场

¹¹ 以综合交通产业为一体引领，依托通道经济的经营开发和物流开发实现两翼协同，通过金融和科技双平台赋能发展，发挥好全省综合交通建设主力军、综合交通投融资主要平台和全产业链经营实体的功能定位。

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，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。2023 年，公司航空产业服务收入为 52.46 亿元，同比增长超 5 倍，一方面系外部环境恢复带动云南旅游行业的发展，航班同步增加，另一方面系云南机场自 2022 年纳入公司合并范围后，业务得到拓展。

公司治理与战略

跟踪期内，公司副总经理发生变动，为生产经营过程中正常调整

根据云南省人民政府《关于昂敏抒等 32 名同志职务任免的通知》以及云南交投《第二届董事会第五十七次会议关于同意聘任耿晓云同志担任副总经理的决议》，耿晓云同志任公司副总经理；原副总经理陈宙翔离任。本次变动系公司生产经营过程中管理层正常调整。

“十四五”时期，公司将在“四增三降一平稳”“一新两出三升级”基础上，争取实现“万千百”目标，全面成为立足云南、国内领先、国际视野的综合交通产业型企业

“十四五”时期，公司的战略目标为：在“四增三降一平稳¹²”“一新两出三升级¹³”基础上，争取实现“万千百”目标，即到 2025 年末，实现万亿资产规模、千亿营收规模，打造工程建设、交通能源、现代供应链、数实融合等一批百亿产业。公司将继续巩固云南省综合交通体系建设主力军、投融资主平台和全产业链经营实体功能定位，聚焦综合交通基础设施投资建设运营、绿美通道经济关联产业、产融结合三大主业，构建核心型、培育型、赋能型迭代协同产业体系，从以重资产投资拉动为主的发展模式向资产投资和经营开发并重的发展模式逐步转型升级；到 2025 年，全面成为立足云南、国内领先、国际视野的综合交通产业型企业。

财务分析

财务概况

公司提供了 2023 年审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计合并财务报表。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 56 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增长，资产构成仍以无形资产和固定资产等非流动资产为主，其他应收款账龄偏长，对资金形成一定占压，受限资产规模较大，影响资产流动性

公司资产总额 2023 年末同比增长 9.58%，增长部分主要来自无形资产的增加；资产构成仍以非流动资产为主。2024 年 3 月末，公司资产总额较 2023 年末略有增加。

2023 年末，公司流动资产同比增长 2.18%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成，合计占流动资产的 90.48%。公司货币资金 2023 年末同比减少 10.66%，其

¹² 投资总额、资产总额、营业总收入、利润总额实现明显增加。

¹³ 即培育 1 个战略型业务成为集团发展新动能，在外部市场形成一批“走出去”业态、在南亚东南亚、环印度洋等区域实施一批“走出去”项目，围绕高质量发展总体要求，推动集团平台升级、模式升级、能力升级。

中银行存款 322.14 亿元、其他货币资金 10.77 亿元；受限货币资金 10.74 亿元，主要系各类保证金、住宅维修基金、定期存款等。2024 年 3 月末，公司货币资金较上年末增长 14.54%，主要系收到银行借款资金所致。公司应收账款主要为工程施工业务产生的应收业主工程款进度款，2023 年末同比基本持平；从账龄来看，2023 年末应收账款账龄主要为 1 年以内和 1~2 年款项，合计占比 89.57%，累计计提坏账准备 13.42 亿元；按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计占比 73.45%，集中度较高。2024 年 3 月末，公司应收账款较上年末增长 6.37%。

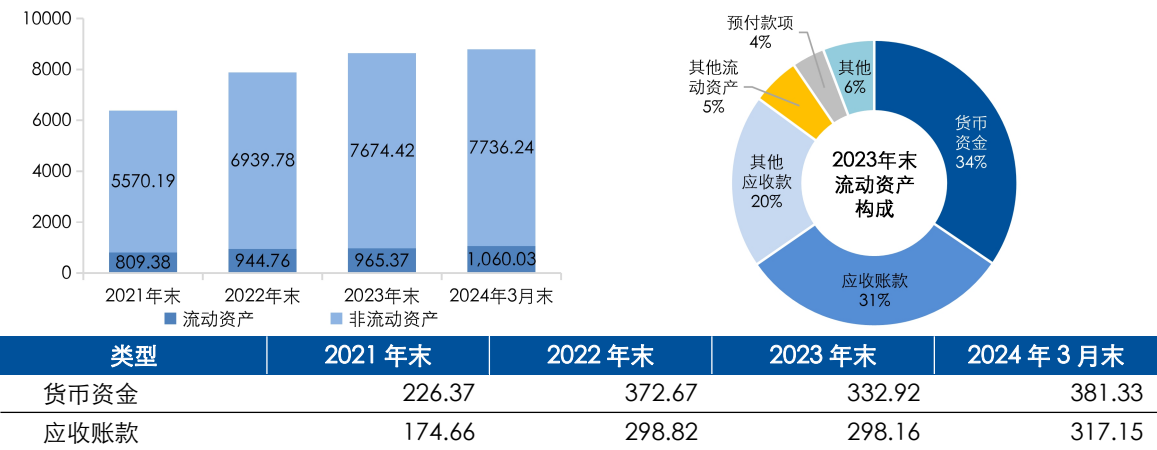
图表 24 2023 年末按欠款方归集的前五名的应收账款情况（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占应收账款的比例	企业性质	是否为关联方
云南德孟高速公路投资开发有限公司 ¹⁴	198.84	63.82	地方国企	是
中建三局集团有限公司	11.35	3.64	中央企业	否
玉溪玉昆物资供应有限公司	8.11	2.60	民营企业	否
华宁县通达投资有限责任公司	5.87	1.88	地方国企	否
迪庆藏族自治州交通重点项目建设指挥部	4.71	1.51	政府部门	否
合计	228.89	73.45	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司其他应收款 2023 年末同比小幅下降，其中经营性往来款余额 46.26 亿元、非经营性往来款余额 156.07 亿元；前五名应收对象较 2022 年末未发生变化，分别为云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“云南康旅集团”，地方国企，77.07 亿元）、云南国道主干线昆明绕城高速公路建设有限公司（地方国企，57.15 亿元）、云南华丽高速公路投资开发有限公司（央企，15.00 亿元）、怒江美丽公路股份有限公司丙六公路项目代垫款（地方国企，7.71 亿元）和西双版纳州人民政府（6.85 亿元），合计占比 80.94%；从账龄来看，1 年以内的占比 11.90%，1~2 年的占比 16.79%，2 年以上的占比 71.31%；公司对其他应收款累计计提坏账准备 12.36 亿元。公司对云南康旅集团的其他应收款，主要是支付给云南康旅集团的资产购买意向金，收购其旗下部分优质资产，目前相关工作正在推进开展。2024 年 3 月末，公司其他应收款继续增长。整体来看，公司其他应收款主要为非经营性往来款，账龄偏长，对资金形成一定占压；应收对象主要是政府部门和地方国企，回款风险相对较小。公司其他流动资产 2023 年末同比大幅增加，主要系增值税留抵税额增加所致；2024 年 3 月末变化不大。

图表 25 公司资产构成情况（单位：亿元）



¹⁴ 公司为云南德孟高速公路投资开发有限公司的第一大股东，2023 年末持股 40.00%。

图表 25 公司资产构成情况（单位：亿元）

其他应收款 ¹⁵	172.88	192.51	189.98	207.51
其他流动资产	139.29	25.61	52.40	53.53
流动资产合计	809.38	944.76	965.37	1060.03
无形资产	2927.67	3552.28	4193.75	4195.93
固定资产	2202.04	2435.67	2490.89	2544.68
其他权益工具投资	41.76	373.97	373.95	373.95
长期股权投资	362.06	359.48	359.42	359.75
非流动资产合计	5570.19	6939.78	7674.42	7736.24
资产合计	6379.57	7884.54	8639.79	8796.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年末，公司非流动资产同比增长 10.59%，仍主要由无形资产、固定资产、其他权益工具投资和长期股权投资构成，合计占非流动资产的 96.66%；2024 年 3 月末，非流动资产变动不大。公司无形资产 2023 年末同比增加 18.06%，主要是企业合并增加和在建项目完工转入，当期净增高速公路特许经营权 652.27 亿元；2023 年末无形资产主要包括特许经营权 4022.27 亿元、土地使用权 168.43 亿元。公司固定资产主要为公路及构筑物、房屋及建筑物、运输工具、收费设施和安全设施等，2023 年末略有增加。公司其他权益工具主要是原计入“可供出售金融资产¹⁶”的对外投资，2023 年末同比基本无变化。公司长期股权投资为对联营、合营企业投资，2023 年末与 2022 年末基本持平。

截至 2023 年末，公司受限资产为 6208.86 亿元，占资产总额的 71.86%，占净资产的 222.66%；受限资产系公司将持有的路产抵押及公路收费权质押融资所致。此外，公司将所持云南航产投的股权进行质押获得并购专项贷款。总体来看，公司受限资产规模较大，影响资产流动性。

图表 26 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	10.74	各类保证金、住宅维修基金、定期存款、法院冻结
固定资产	2099.90	借款担保、抵（质）押担保
无形资产	4055.80	借款担保、质押担保
其他 ¹⁷	42.42	借款担保、抵（质）押担保、法院冻结等
合计	6208.86	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受益于云南省国资委无偿注入云南航产投股权、云南省财政厅拨付资本金等，公司所有者权益保持增长，其中少数股东权益占比仍较高

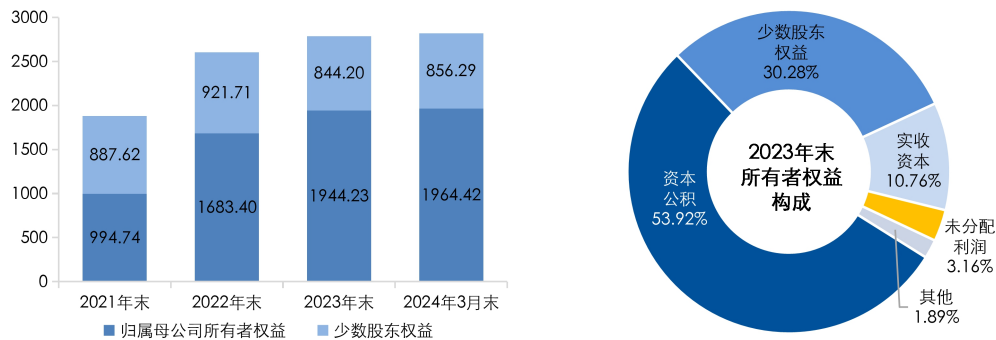
2023 年末和 2024 年 3 月末，公司所有者权益分别为 2788.43 亿元和 2820.71 亿元，较 2022 年末有所增加。截至 2023 年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，其中少数股东权益占比仍较高。

¹⁵ 2020 年末~2022 年末，其他应收款不含应收股利和应收利息。

¹⁶ 由于执行新金融工具准则，可供出售金融资产（原准则）重分类至其他权益工具投资。

¹⁷ 其他系子公司云南机场以其有权处分的昆明新机场建设项目建成后的 38 亿元固定资产以及将依法享有的经营收费权及其项下的收益作质押，取得中国进出口银行云南省分行借款。

图表 27 公司所有者权益情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年末及 2024 年 3 月末，公司实收资本维持 300.00 亿元不变。2023 年末，公司资本公积为 1503.42 亿元，同比增长 21.03%，主要系云南省国资委将对云南航产投 38.94% 的股权注入公司、公司收到云南省财政厅拨付资本金（均计入“资本溢价”）和其他资本公积净增加 261.27 亿元。2023 年末，公司少数股东权益较上年末有所下降，但在所有者权益中占比仍较高，主要是近年来工商高速公路建设中采用 PPP 模式引入投资者所致；如果未来高速公路建设模式发生转变，可能导致所有者权益结构发生变化，存在所有者权益结构不稳定的风险。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司未分配利润分别为 88.24 亿元和 90.07 亿元，稳定增长，来自业务经营积累。

图表 28 2023 年公司资本公积增加主要事项（单位：亿元）

序号	事项	金额
1	公司收到云南省财政厅拨付资本金	11.58
2	云南省国资委将对云南航产投 38.94% 的股权注入公司	132.73
3	云南航空产业投资集团有限责任公司收到地方政府专项债资金用于昆明机场改扩建项目	23.10
4	楚雄彝族自治州交通运输局注入项目资本金	11.00
5	文山壮族苗族自治州交通运输局注入项目资本金	26.45
6	宁蒗彝族自治县交通运输局注入项目资本金	11.36
7	玉龙县交通运输局注入项目资本金	15.00
8	临沧市高速公路开发投资有限责任公司注入项目资本金	8.80
9	德宏州、曲靖市、丽江市地方政府征地拆迁费计入项目资本金	9.47

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额持续增加，全部债务规模较大且持续增长，以长期有息债务为主，债务率水平略有提升

2023 年末和 2024 年 3 月末，公司负债总额持续增长。2023 年末，公司负债总额同比增长 10.83%，主要系应付账款和长期借款增加所致；负债构成仍以非流动负债为主。

公司流动负债 2023 年末同比有所增长，主要由应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款、短期借款和合同负债构成。公司应付账款 2023 年末同比增长 31.99%，主要系工程结算款增加导致。公司一年内到期的非流动负债 2023 年末同比大幅增加，主要包括一年内到期的长期借款 177.93 亿元、一年内到期的应付债券 63.83 亿元和一年内到期的长期应付款 15.43 亿元；2024 年 3 月末，一年内到期的非流动负债继续增加。2023 年末，公司其他应付款同比小

幅下降，主要包括应付往来款、保证金等。公司短期借款小幅增加，主要用于补充流动资金；2023年末包括信用借款111.39亿元、保证借款10.60亿元和质押借款3.00亿元。公司合同负债增加较多，2024年3月末显著增加，主要是2024年一季度工程施工项目开工较多，预收工程款大幅增加所致。

图表 29 公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
应付账款	278.07	343.71	453.66	403.30
一年内到期的非流动负债	73.01	122.82	226.90	267.41
其他应付款 ¹⁸	151.18	169.36	151.76	166.72
短期借款	94.44	123.07	125.15	134.54
合同负债	135.21	87.03	111.04	167.58
流动负债合计	791.96	898.79	1140.89	1191.51
长期借款	3432.64	4013.04	4384.58	4478.26
长期应付款 ¹⁹	148.95	189.88	186.36	182.48
应付债券	103.97	146.71	95.87	76.39
非流动负债合计	3705.25	4380.64	4710.47	4784.05
负债合计	4497.21	5279.43	5851.36	5975.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年末和2024年3月末，公司非流动负债有所增长，仍以长期借款、长期应付款和应付债券为主。公司长期借款继续增长，主要为在建及新建高速公路建设项目融资所致；2023年末长期借款（含一年内到期部分）包括质押借款392.30亿元、信用借款55.06亿元、抵押借款54.38亿元和保证借款14.91亿元，质押物主要为高速公路收费权和子公司股权。随着即将到期的债券转入一年内到期的非流动负债，跟踪期内公司应付债券大幅下降。公司长期应付款略有下降，主要为应付融资租赁款项，实质为以高速公路资产抵押及相关收益权质押的融资。

跟踪期内，公司有息债务继续增长，主要用于高速公路项目建设、并购子公司投资支出和补充营运资金；债务结构仍以长期有息债务为主，与资产结构基本匹配。截至2023年末，公司短期有息债务为352.44亿元，主要为银行借款。此外，公司2024年3月末计入其他权益工具的永续债为25.00亿元²⁰。从债务率指标来看，跟踪期内，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所提升。

¹⁸ 其他应付款不含应付股利和应付利息。

¹⁹ 2021年末~2023年末，长期应付款不含专项应付款。

²⁰ 渤海国际信托股份有限公司永续债权投资合同5.00亿元（初始贷款利率5.1%）、渤海国际信托股份有限公司可续期信托贷款合同20.00亿元（初始贷款利率5.3%）。

图表 30 公司全部债务及债务率指标情况 (单位: 亿元、%)

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
全部债务	3862.12	4590.91	5019.25	5139.87
其中: 短期有息债务	176.57	241.28	352.44	402.75
长期有息债务	3685.55	4349.64	4666.81	4737.12
资产负债率	70.49	66.96	67.73	67.93
长期债务资本化比率	66.19	62.54	62.60	62.68
全部债务资本化比率	67.23	63.80	64.29	64.57

注: 短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债的有息部分+其他流动负债的有息部分, 不含应付票据; 长期有息债务=长期借款+应付债券+长期应付款的有息部分。以上有息债务数据为债务本金, 未包含应付利息。

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2023 年末, 公司合并范围内对外担保为 102 万美元, 系子公司云南航产投为其参股企业吴哥国际机场投资(柬埔寨)有限公司的银行借款提供担保, 对外担保金额占期末净资产比重较小。

未决诉讼方面, 截至 2023 年末, 公司涉案金额超过 5000 万元的重大未决诉讼有 2 起, 涉案金额 1.68 亿元。

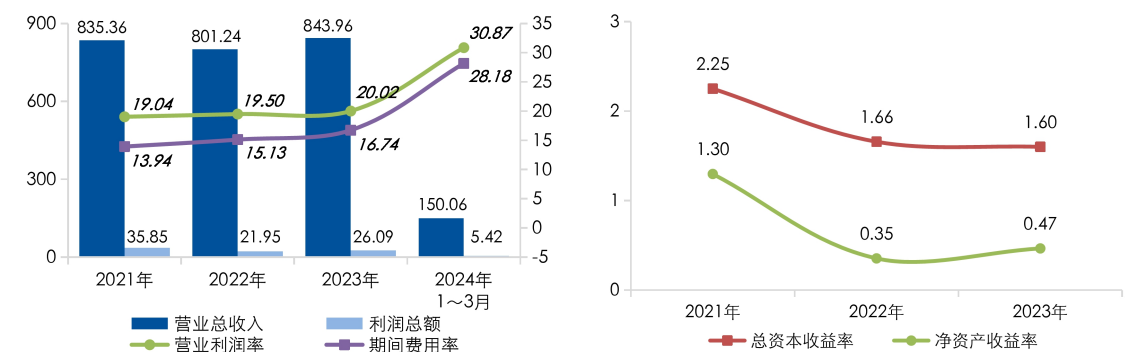
盈利能力

2023 年, 公司车辆通行费收入和物资销售收入带动营业总收入同比增长, 营业利润率小幅提升, 期间费用和信用减值损失侵蚀利润总额

2023 年, 公司营业总收入同比增长 5.33%, 主要系车辆通行费收入和物资销售收入带动; 营业利润率小幅提升。公司期间费用增加至 141.28 亿元, 其中财务费用 113.93 亿元, 占比较高; 期间费用率较 2022 年提升 1.61 个百分点。2023 年, 公司公允价值变动损益为 1.64 亿元, 主要来自交易性金融资产的公允价值变动; 其他收益 5.59 亿元, 其中政府补助 5.12 亿元。同期, 公司信用减值损失 8.19 亿元、资产减值损失 0.71 亿元, 对利润侵蚀明显。

从资产盈利指标来看, 因全部债务和所有者权益规模均扩大, 2023 年总资本收益率略有下降; 净资产收益率有所提升。

图表 31 公司收入、利润及主要盈利指标情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2024 年 1~3 月, 公司营业总收入为 150.06 亿元, 同比提升 20.12%; 营业利润率为 30.87%; 利润总额 5.42 亿元, 较上年同期有所增加。随着新通车路产培育成熟及在建公路项目陆续通车, 工程施工项目开工季结算增加, 边境口岸贸易业务和油品经销业务的拓展带动物资销售规模,

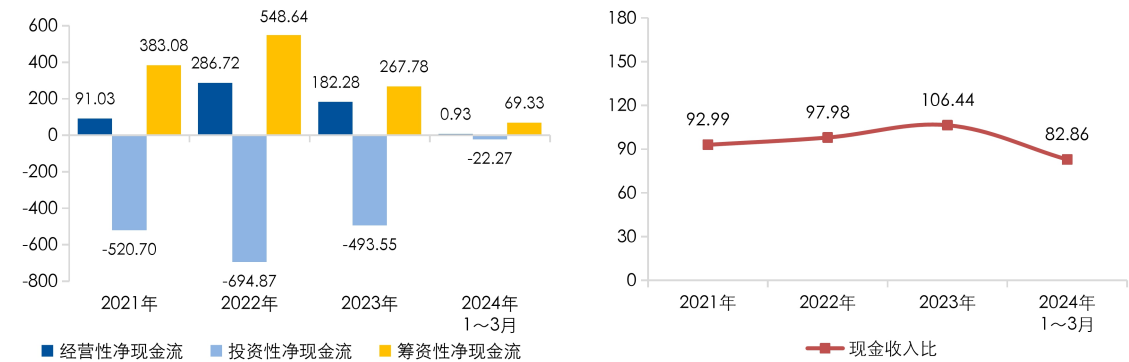
预计 2024 年公司营业总收入和利润规模进一步增加。

现金流

跟踪期内，受经营性应收款项增加和经营性应付款项减少影响，公司经营性现金净流入有所减少；公路项目建设投资支出导致投资性现金持续净流出；筹资性现金流保持较大净流入规模，未来项目建设资金需求量较大，对外部融资依赖度仍较高

2023 年，公司经营性现金流仍保持净流入状态，但规模有所下降，一是业务规模扩大导致经营性应收款项有所增加，二是经营性应付款项减少；现金收入比为 106.44%，同比有所提升。跟踪期内，公司投资性现金净流出规模收窄，主要是 2022 年并购云南航产投等子公司产生的投资支出规模较大，本期无并购子公司支出所致；公司的投资性现金流出主要为公路项目建设投资支出。由于公司目前在建和拟建公路项目规模仍较大，面临资本支出压力较大，预计未来投资性现金流仍将保持大规模净流出状态。受高速公路项目建设影响，公司资金需求量仍较高，投资部分资金主要来源于外部融资，筹资性现金流保持较大净流入，在建和拟建项目后续投资规模仍较大，预计未来对外部融资依赖度仍较高。

图表 32 公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率同比均呈下滑态势；因 2023 年经营性现金净流入减少，流动负债进一步增加，经营性净现金流对流动负债的保障程度有所下降。从长期偿债指标来看，公司 EBITDA 利息倍数小幅提升，全部债务/EBITDA 有所下降，长期偿债能力略有增强。

图表 33 公司偿债能力主要指标

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
流动比率（%）	102.20	105.11	84.62	88.97
速动比率（%）	99.40	103.18	82.66	86.31
经营现金流动负债比（%）	11.49	31.90	15.98	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	0.96	1.03	-
全部债务/EBITDA（倍）	22.67	27.96	27.09	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司短期有息债务 352.44 亿元。2023 年，公司分配股利、利润或偿付利

息支付的现金 200.64 亿元；经营性净现金流为 182.28 亿元，投资性净现金流为-493.55 亿元，筹资活动前净现金流为-311.27 亿元。截至 2023 年末，公司在建和拟建公路项目未来尚需投资规模超 2300 亿元，未来将持续面临较大的资本支出压力，预计筹资活动前净现金流仍保持大规模净流出状态，对短期有息债务的保障能力很弱。截至 2023 年末，公司未受限货币资金为 322.18 亿元，可对短期有息债务偿还提供一定支撑。

公司与中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国银行、交通银行、国家开发银行等多家银行合作关系稳定。截至 2023 年末，公司共获得银行授信（不含云南航产投）8694.90 亿元，尚未使用额度 2609.19 亿元，备用流动性充足。同时，公司融资渠道顺畅，为其债务偿还提供有力保障。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用信息报告》（自主查询版），截至 2024 年 5 月 29 日，公司（本部）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，有 3 笔短期借款被列为关注类，系贷款银行系统升级、系统操作失误等原因造成。

截至本报告出具日，公司已发行到期债券均已按时还本付息，存续期债券正常付息。

外部支持

公司在云南省交通基础设施领域发挥重要作用，跟踪期内在资本金注入、资产划拨、财政资金与政府政策等方面得到实控人的大力支持，预计未来实控人及相关各方对公司的支持意愿极强

公司是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，跟踪期内仍得到了地方政府在多方面的支持。

资本金注入方面，“十一五”期间，云南省财政预算内基本建设投资中每年安排 3.00 亿元作为资本金注入给公司；2011 年起，将资本金补助增至 6.00 亿元。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。2023 年，公司收到云南省财政厅拨付资本金 11.58 亿元；公路项目资本金注入 94.44 亿元。

资产划拨方面，跟踪期内，云南省国资委将对云南航产投 38.94%的股权注入公司，增加资本公积 132.73 亿元；股权划转完成后，云南航产投为公司的全资子公司。

财政支持方面，根据《中共云南省委云南省人民政府关于加快高速公路建设的意见》（云发〔2016〕19 号文规定），为支持高速公路建设，云南省财政自 2016 年起每年专项安排 60.00 亿元高速公路建设资金；地方高速公路项目补助标准由 1000 万元/公里提高到 2000 万元/公里，支持“五年大会战”启动会后开工的地方高速公路项目，相关州（市）应落实项目配套补助资金 1000 万元/公里以上，与省级补助资金同步到位。2023 年，公司获各项财政支持资金合计 248.75 亿元。

图表 34 公司所获财政资金支持情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
中央车购税资金	71.19	82.71	14.60
省财政补助资金	27.36	23.02	29.55
地方政府配套资金	64.11	84.79	193.06
其他零星政府补助	6.50	4.61	11.54
合计	169.16	195.13	248.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

政府政策方面，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年度起对公益性公路暂不计提折旧，跟踪期内，公司部分路产仍不计提折旧。

总体来看，作为云南省国资委下属企业，公司在云南省交通基础设施领域发挥重要作用，预计未来实控人及相关各方对公司的支持意愿极强。

抗风险能力及结论

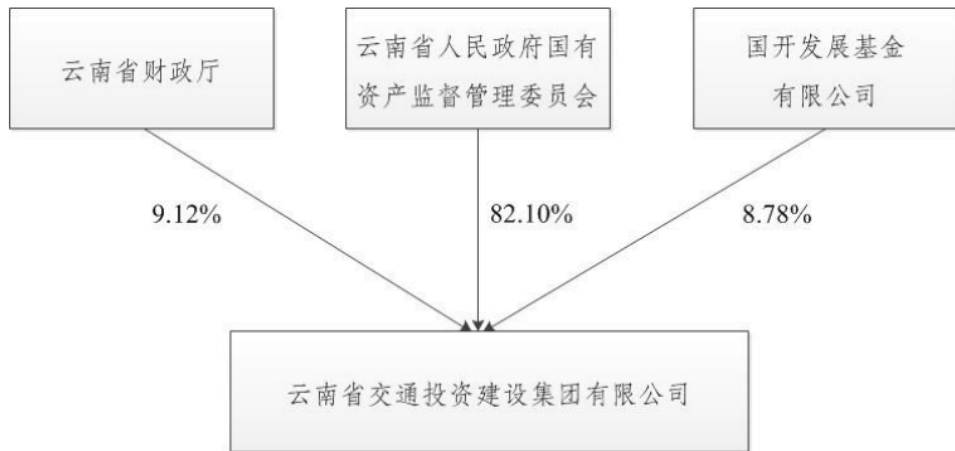
跟踪期内，云南省经济和财政实力不断增强，云南省政府与交通运输部签署部省合作协议，“十四五”规划公路投资规模万亿元以上，为省内高速公路企业发展提供了良好的外部环境；公司仍是云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，2024年3月末运营管理的高速公路收费里程超5900公里，约占省内高速公路通车里程的60%，且路产质量优良；2023年，随着云南省经济和旅游业的快速发展，公司收费公路车流量增加，车辆通行费收入和毛利润同比均保持增长，未来随着新通车路产培育成熟及在建项目陆续通车，公司车辆通行费收入将进一步提升；公司依托主业，聚合路桥建设施工领域优质资质，跟踪期内，公司工程施工业务新签合同额大幅增长，在手合同额充足，为业务开展形成较好支撑。

同时，东方金诚关注到，跟踪期内，因施工图设计批复和土地报建批复滞后等影响项目开工，公司工程施工业务收入同比下降；公司受限资产和有息债务规模仍较高，在建和拟建公路项目未来投资规模仍较大，随着项目建设推进，资本支出压力和有息债务将进一步增加。

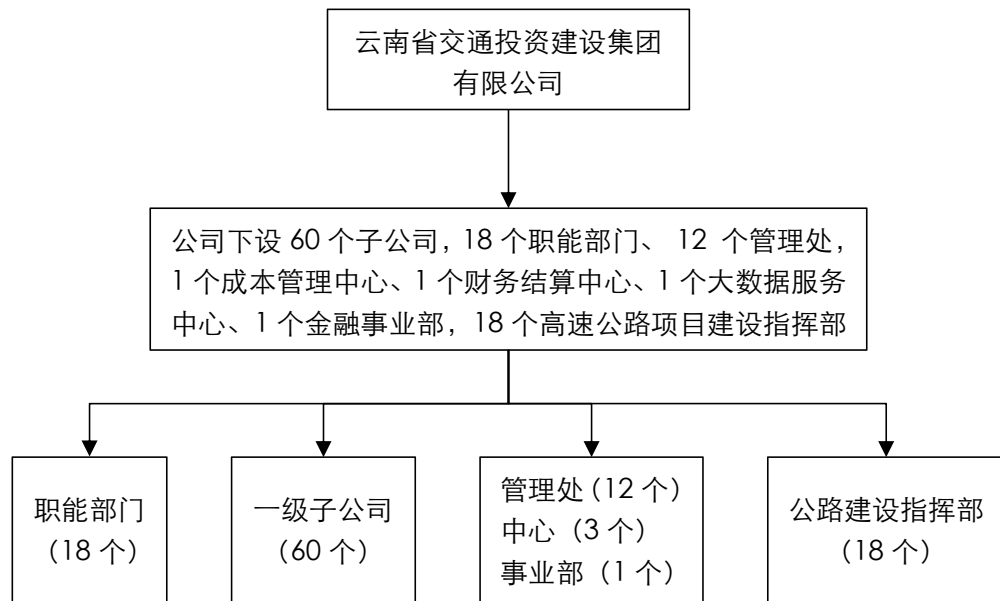
外部支持方面，公司实控人为云南省国资委，作为中国面向南亚、东南亚的辐射中心，云南省在“一带一路”战略中具有重要地位，综合实力很强；云南省“十四五”规划公路投资万亿元以上，公司作为云南省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，在云南省交通基础设施领域发挥重要作用；公司自成立以来，持续获得云南省国资委在资本金注入、资产划拨、财政资金与政府政策等方面的大力支持，预计未来实控人对公司的支持意愿极强。

综合分析，东方金诚维持云南交投主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“20云南交投债01/20交投01”信用等级为AAA。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2024 年 3 月末公司通车公路资产基本情况（不包含非并表和代管路段）

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		货车基本费率		起始	结束	
			(元/车·公里)		(元/车·公里)				
			普通路	桥隧	普通路	桥隧			
高速公路									
1	楚大高速	179.11	0.5	1.2	0.45	1	1998-7-18	2028-9-17	经营性
2	玉元高速	112.14	0.5	1.2	0.45	1	2000-10-28	2030-12-18	经营性
3	大保高速	163.41	0.5	1.2	0.45	1	2002-10-4	2032-12-18	经营性
4	曲胜高速	74.82	0.5	1.2	0.45	1	2002-11-6	2033-1-18	经营性
5	昆石高速	79.77	0.5	1.2	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	0.5	1.2	0.45	1	2003-12-11	2034-2-17	经营性
7	元磨高速	146.89	0.5	1.2	0.45	1	2003-12-31	2034-2-17	经营性
8	砚平高速	66.91	0.5	1.2	0.45	1	2004-1-21	2034-3-20	经营性
9	安楚高速	131.33	0.5	1.2	0.45	1	2005-6-21	2035-8-18	经营性
10	思小高速	98.22	0.5	1.2	0.45	1	2006-4-9	2036-6.18	经营性
11	平锁高速	61.31	0.5	1.2	0.45	1	2007-2-12	2037-5-1	经营性
12	昆安高速	22.38	0.5	0.56	0.45	0.49	2007-3-15	2037-6-1	经营性
13	罗富高速	79.37	0.5	1.2	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	0.5	1.2	0.45	0.99	2007-12-18	2038-3-6	经营性
15	新河高速	57.00	0.5	1.2	0.45	0.77	2008-2-29	2038-5-18	经营性
16	永武高速	59.46	0.5	1.2	0.45	1	2008-4-18	2038-7-5	经营性
		89.43	0.5	1.2	0.45	0.97	2008-11-28	2038-2-14	经营性
17	保龙高速	76.67	0.5	1.2	0.45	0.74	2008-4-29	2038-7-16	经营性
18	小景高速	17.20	0.5	1.2	0.45	0.64	2008-6-15	2036-6-18	经营性
19	水麻高速	135.55	0.5	1.2	0.45	0.63	2008-7-2	2038-9-18	经营性
20	蒙新高速	84.26	0.5	1.2	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	0.5	1.4	0.45	1.15	2013-10-26	2044-1-12	经营性
23	保腾高速	61.06	0.5	1.4	0.45	1.15	2013-11-6	2044-1-23	经营性
24	大丽高速	206.64	0.5	1.4	0.45	1.15	2013-12-30	2044-3-17	经营性
25	楚广高速	17.58	0.5	1.4	0.45	1.15	2014-12-29	2045-3-17	经营性
26	西石高速	41.24	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-2-16	2045-5-5	经营性
27	龙瑞高速	134.53	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-5-30	2045-8-16	经营性
28	普宣高速	85.71	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-8-25	2045-11-11	经营性
29	待功高速	66.66	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-9-25	2045-12-12	经营性
30	昭会高速	104.41	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-9-25	2045-12-12	经营性
31	石红高速	55.12	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-12-31	2046-3-19	经营性
32	小龙高速	47.55	0.5	1.4	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	0.5	-	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	0.5	-	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	0.5	1.4	0.45	1.15	2018-2-1	2048-4-19	经营性
36	曲陆高速	7.04	0.4	-	0.45	-	1999-10-1	2029-12-18	经营性
		79.59	0.5	-	0.45	-	2016-12-30	2047-3-18	经营性
37	小磨高速	156.87	0.5	1.4	0.45	1.15	2017-9-28	2047-12-15	经营性

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		货车基本费率		起始	结束	
			(元/车·公里)		(元/车·公里)				
			普通路	桥隧	普通路	桥隧			
高速公路									
38	麻昭高速	105.49	0.5	1.4	0.45	1.15	2015-12-26	2046-3-14	经营性
39	瑞陇高速	16.48	0.5	1.4	0.45	1.15	2017-4-8	2047-6-25	经营性
40	昆嵩高速	13.48	0.43	-	0.4	-	1996-3-15	2026-5-18	经营性
41	磨思高速	64.29	0.5	1.2	0.45	0.85	2011-4-25	2041-7-12	经营性
42	富龙高速	22.20	0.5	1.19	0.45	0.99	2015-12-28	2046-3-16	经营性
43	上鹤高速	60.01	0.5	1.4	0.45	1.15	2016-12-26	2047-3-14	经营性
44	沾会高速	35.05	0.5	1.4	0.45	1.15	2017-6-23	2047-9-9	经营性
45	武易高速	105.26	0.5	1.4	0.45	1.15	2017-6-29	2047-9-15	经营性
46	临沧机场高速	16.52	0.5	1.4	0.45	1.15	2017-12-18	2048-3-5	经营性
47	大永高速（大理段）	56.84	0.5	1.4	0.45	1.15	2018-4-28	2048-7-15	经营性
48	大永高速（丽江段）	69.54	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-6-30	2050-6-29	经营性
49	景文高速	30.75	0.5	-	0.45	-	2019-1-18	2049-4-6	经营性
50	功东高速	49.61	0.5	1.18	0.45	0.95	2019-1-23	2049-4-11	经营性
51	腾陇高速	165.89	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-8-15	2050-8-14	经营性
52	澄川高速	46.13	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-8-31	2050-8-30	经营性
53	召泸高速	32.97	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-9-19	2050-9-18	经营性
54	腊满高速	43.09	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-9-30	2050-9-29	经营性
55	楚姚高速	37.72	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-12-25	2050-12-24	经营性
56	鹤关高速	42.17	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-12-29	2050-12-28	经营性
57	腾猴高速	50.60	0.5	1.4	0.45	1.15	2020-12-30	2050-12-29	经营性
58	武尚寻高速	106.12	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-1-10	2050-12-30	经营性
59	思澜高速	125.20	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-1-20	2050-12-30	经营性
60	保泸高速	84.91	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-2-10	2051-2-9	经营性
61	临清高速	137.21	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-5-18	2051-5-17	经营性
62	镇清高速	34.81	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-7-24	2051-7-23	经营性
63	墨临高速	236.35	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-2-1	2051-1-31	经营性
64	景海高速	55.48	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-12-3	2051-12-2	经营性
65	南景高速	94.92	0.5	1.4	0.45	1.15	2021-12-31	2051-12-30	经营性
66	新楚大高速	205.74	0.5	1.4	0.45	1.15	2022-1-21	2052-1-20	经营性
67	宾南高速	99.84	0.5	1.4	0.45	1.15	2022-3-31	2052-3-31	经营性
68	大漾云高速	90.89	0.5	1.4	0.45	1.15	2022-12-30	2052-12-29	经营性
69	楚南一级（地高）	53.82	0.35	-	-	-	2017-7-15	2047-10-1	经营性
高速公路小计		5480.44	-	-	-	-	-	-	-
一级公路									
70	普炭一级	59.14	0.35	-	-	-	2010-11-1	2041-1-18	经营性
一级公路小计		59.14	-	-	-	-	-	-	-
全部公路合计		5539.58	-	-	-	-	-	-	-

附件四：主要财务数据及指标

项目名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月(末)
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	6379.57	7884.54	8639.79	8796.28
所有者权益（亿元）	1882.36	2605.11	2788.43	2820.71
负债总额（亿元）	4497.21	5279.43	5851.36	5975.56
短期债务（亿元）	176.57	241.28	352.44	402.75
长期债务（亿元）	3685.55	4349.64	4666.81	4737.12
全部债务（亿元）	3862.12	4590.91	5019.25	5139.87
营业总收入（亿元）	835.36	801.24	843.96	150.06
利润总额（亿元）	35.85	21.95	26.09	5.42
净利润（亿元）	24.44	9.25	13.01	4.42
EBITDA（亿元）	170.36	164.21	185.28	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	91.03	286.72	182.28	0.93
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-520.70	-694.87	-493.55	-22.27
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	383.08	548.64	267.78	69.33
毛利率（%）	19.41	20.00	20.62	31.46
营业利润率（%）	19.04	19.50	20.02	30.87
销售净利率（%）	2.93	1.15	1.54	2.95
总资本收益率（%）	2.25	1.66	1.60	-
净资产收益率（%）	1.30	0.35	0.47	-
总资产收益率（%）	0.38	0.12	0.15	-
资产负债率（%）	70.49	66.96	67.73	67.93
长期债务资本化比率（%）	66.19	62.54	62.60	62.68
全部债务资本化比率（%）	67.23	63.80	64.29	64.57
货币资金/短期债务（%）	128.20	154.46	94.46	94.68
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-11.13	-8.89	-6.20	-
流动比率（%）	102.20	105.11	84.62	88.97
速动比率（%）	99.40	103.18	82.66	86.31
经营现金流流动负债比（%）	11.49	31.90	15.98	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	0.96	1.03	-
全部债务/EBITDA（倍）	22.67	27.96	27.09	-
应收账款周转率（次）	9.57	3.38	2.83	-
销售债权周转率（次）	9.55	3.37	2.82	-
存货周转率（次）	60.66	32.41	33.82	-
总资产周转率（次）	0.26	0.11	0.10	-
现金收入比（%）	92.99	97.98	106.44	82.86

注：由于四舍五入的原因，表中某些指标的分项数之和可能不等于合计数。

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率（%）	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率（%）	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率（次）	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率（次）	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率（次）	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。