云南省公路开发投资有限责任公司主体与2015年度第二期中期票据信用评级报告

大公报D【2014】947号

中期票据信用等级：AA+
主体信用等级：AA+
评级展望：稳定

发债主体：云南省公路开发投资有限责任公司
注册总额：10亿元
本期发债额度：10亿元
本期票据期限：5年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还银行借款

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.6	2013	2012	2011
总资产	1,620	1,489	1,362	1,225
所有者权益	444.76	411.01	377.31	333.70
营业收入	37.29	75.05	60.95	54.86
利润总额	-2.80	5.09	7.52	4.68
经营性净现金流	20.74	62.12	46.50	53.65
资产负债率（%）	72.54	72.40	72.30	72.77
债务资本比率（%）	69.88	69.60	69.45	70.25
毛利率（%）	74.38	54.67	66.35	71.44
总资产报酬率（%）	1.55	3.58	3.79	4.13
净资产收益率（%）	-0.69	0.97	1.50	1.29
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.72	1.10	0.92	1.11
经营性净现金流/总负债（%）	1.84	6.02	4.96	6.63

注：2014年6月财务数据未经审计。

评级小组负责人：曹 洁
评级小组成员：谷蕾洁 曹梦娇
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

评级观点

云南省公路开发投资有限责任公司（以下简称“云南公投”或“公司”）主要从事云南省高速公路建设、投资、运营以及道路客运、物流等业务。评级结果反映了公司是云南省高速公路建设的最重要主体，得到省政府的有力支持，公司所属路产的省内线位优势明显、车流量和通行费收入平稳增长等优势；同时也反映了公司路产在国家公路网中居于末端导致路产盈利能力不强，项目建设资本支出压力较大，公司负债规模较大、资产负债率较高、有息负债占比较高，财务费用较高且增长较快、营业利润持续为负等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来1～2年，公司高速公路营运业务将保持稳定发展。综合来看，大公对云南公投的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公路运输在云南省交通体系中地位突出，公司是云南省高速公路投融资建设和经营管理的最重要主体；
- 公司得到省政府在建设资本金及财政补贴等方面的有力支持；
- 公司运营高速公路在云南省内线位优势明显，其所属高速公路车流量和通行费收入平稳增长。

主要风险/挑战

- 云南省及周边省份区域经济欠发达，其高速公路位于国家公路网末端，路产盈利能力不强；
- 云南省地理环境复杂，高速公路桥隧比高，单公里造价较高，公司在建项目较多，面临较大的资本支出压力；
- 公司负债规模较大，资产负债率处于较高水平，有息负债占比较高；
- 公司财务费用较高且增长较快，在经营性高速公路暂不计提折旧的情况下，营业利润持续为负。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年十月二十七日

大公保留对本期票据信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

云南公投成立于 2006 年 5 月 25 日，是经《云南省人民政府关于组建云南省公路开发投资有限责任公司的决定》（云政发【2006】76 号）批准成立的国有独资公司。根据《中共云南省人民政府办公厅关于调整完善云南省公路开发投资管理体制的通知》（云厅字【2008】3 号），云南省政府授权云南省交通运输厅履行出资人职责，并行使公司股东会职权。截至 2014 年 6 月末，公司注册资本 50 亿元人民币，公司控股子公司如下表所示：

表 1　截至 2014 年 6 月末公司控股子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	权益占比	主营业务
云南云岭高速公路交通科技有限公司	7,000.00	85.00	公路交通工程设计与施工
云南云岭高速公路养护绿化工程有限公司	15,100.00	95.89	公路养护绿化
云南云岭高速公路工程咨询有限公司	960.00	99.48	公路工程咨询
云南云岭高速公路桥梁工程有限公司	15,378.72	80.00	道路桥梁工程设计施工
云南云岭高速公路沿线设施开发有限公司	5,000.00	90.00	公路沿线设施开发经营管理
云南云岭城镇开发投资有限公司	10,000.00	92.00	房地产开发
云南昆嵩高速公路开发有限责任公司	5,000.00	100.00	公路经营管理
云南富那高速公路投资有限公司	2,000.00	63.15	高速公路建设与经营

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要承担云南省高等级公路的投融资、建设、管理和公路沿线相关产业的经营开发任务。截至 2014 年 6 月末，公司共管辖 27 条收费公路，总里程 2,286 公里，其中包括高速公路 26 条，总里程 2,226 公里，一级公路 1 条，里程 60 公里。

发债情况

本期票据概况

本期票据是云南公投面向银行间债券市场发行的中期票据，本期为 2014 年度第三期，发行金额为 10 亿元人民币，发行期限为 5 年，票据面值 100 元，采取薄记建档、集中配售方式发行，到期日按照面值兑付。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据募集资金 10 亿元将全部用于偿还银行借款，调整和改善内部融资结构。

宏观经济和政策环境

2014 年上半年我国经济运行整体平稳，主要经济指标继续保持平缓增长；未来短期内我国经济将继续保持平稳的趋势，长期来看经济运行存在一定的下行压力

2014 年上半年，我国宏观经济继续保持平缓增长，实现 GDP26.90 万亿元，按照可比价格计算，同比增长 7.4%，其中第二季度增长 7.5%，增速环比有所提高；规模以上工业增加值同比增长 8.8%，增速较一季度加快 0.1 个百分点；固定资产投资同比名义增长 17.3%，较 2013 年同期下降 2.8 个百分点，全社会投资有所放缓；社会消费品零售总额同比名义增长 12.1%，进出口总额同比增长 1.2%。2014 年 1～6 月，全国公共财政预算收入为 7.46 万亿元，同比增长 8.8%，政府性基金收入 2.60 万亿元，同比增长 23.3%。同期，社会融资规模为 10.57 万亿元，同比增长 4.08%。截至 2014 年 6 月末，我国广义货币（M2）余额 120.96 万亿元，同比增长 14.7%。整体来看，上半年我国经济运行整体平稳。

针对经济下行的压力，国家在坚持区间调控的基础上重视定向调整，一方面继续坚持积极的财政政策保持宏观政策的连续及稳定性，另一方面在货币政策领域实施定向宽松，围绕稳增长、促改革、调结构和惠民生，继续推进城镇化、工业化、信息化和农业现代化进程，通过金融创新推进棚户区改造项目，并促进投资领域、金融市场、信息化行业等的发展。其他方面，国内消费需求增长稳定，最终消费对 GDP 增长的贡献率提高。中共十八届三中全会提出，未来将逐步“健全城乡一体的新型工农城乡关系”和“完善城镇化健康发展体制机制”等，同时 2014 年 4 月份的中央政治局经济工作会议指出，未来将继续加大西部、东北地区以及京津冀等区域的开发力度，推进国家新型城镇化规划，并“运用开发性金融支持棚户区改造”，显示出政策层面对区域协调发展和城镇化建设的重视；而会议强调的在稳中求进的基础上保持“宏观政策的连续性和稳定性”，也在很大程度上表现出中央对保持经济稳定增长的决心。

从外部环境来看，世界经济继续呈现复苏态势，美欧日等经济逐步好转，对我国扩大出口产生一定的积极作用，但美国政策调整步伐的多变、欧元区的通缩风险、日本连续出现的贸易逆差、新兴市场金融动荡以及部分地区政治局势的不稳定也使我国经济发展面临一定的外部风险因素。

预计未来短期内，我国整体经济将继续保持平稳的发展趋势，长期来看经济运行仍面临经济结构调整、发展方式转变及外部环境变化等方面的挑战，存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

近年来国家加大高速公路投资力度，为高速公路行业发展提供了良好的外部环境；高速公路行业政策性较强，进入壁垒很高，收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营有一定影响

交通运输是国民经济发展的基础。交通运输行业也是国家产业政策重点扶持的基础产业，其中，公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系。高速公路在公路运输中具有重要的地位，是国家产业政策重点扶持的对象。高速公路建设具有投资规模大且需集中投入、回收周期长的行业特点，再加上公路本身具有公共产品特征，整体来看，高速公路行业进入壁垒很高。现阶段我国高速公路具有很强的区域专营优势，竞争程度较低。近年来随着经济高速增长以及交通运输需求的不断增加，我国高速公路建设也实现了快速发展。

2009 年以来，在扩大内需政策推动下，我国加大了公路建设投资力度，其中国家高速公路网主骨架是资金投向的重点之一。截至 2013 年末，我国高速公路通车总里程达到 10.45 万公里，同比增长 9.08%。预计未来，我国在高速公路建设方面将加快高速公路网剩余路段、瓶颈路段的建设，基本完成国务院审议通过的国家高速公路网规划；积极推进国家公路网规划中的国家高速公路新增路线建设；支持纳入国家区域发展规划、对加强省际、区域和城际联系具有重要意义的高速公路建设，提高主要通道的通行能力；继续完善疏港高速公路和大中城市绕城高速公路等建设；全国高速公路的网络化程度和可靠性显著提高，有力促进综合运输体系的协调发展。

为了加快高速公路的发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。据交通运输部统计，我国已建成的所有高速公路都使用了贷款资金。由于目前高速公路建设仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。

为缓解通行费收费过高引起的商品物流成本上升的压力，2009 年伴随着燃油税费改革的实施，国务院公布了逐步取消政府还贷二级公路收费的政策。虽然此次政策调整没有直接涉及高速公路的收费和经营，也没有迹象表明经营性高速公路在其收费经营期内的收费标准会降低或取消，但也反映了国家将逐步降低高速公路收费的政策取向，从而不能排除未来针对高速公路收费相关政策或者单个项目收费政策调整的可能性。而自 2011 年以来，广东等部分省区则已经开始采取实际行动下调部分高速公路收费标准。根据 2012 年 8 月 2 日公布的《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发【2012】37 号）文件，为进一步提升收费公路通行效率和服务水平，方便群众快捷出行，春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法

定节假日连休日实行高速公路免费政策，这对高速公路经营企业的通行费收入造成一定影响。因此，公司通行费收入受收费标准、收费期限、公路经营权转让、国家政策等的影响而面临一定程度的不确定性。

综合来看，虽然收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营会产生一定影响，但随着我国经济高速增长以及交通运输需求的不断增加，我国高速公路建设还将快速发展。

云南省属于我国西部省份，经济发展欠发达，近年来随着国家“西部大开发”政策的逐步实施，云南省经济保持平稳增长，中央“桥头堡”战略的实施将对云南省的发展有积极促进作用

云南省位于中国西南边陲，属于高原内陆省份，省内地形复杂，对公路运输依赖程度高。云南为中国连接南亚各国的陆路通道，与越南、老挝、缅甸等国相邻，是我国同南亚国家和地区合作的战略前沿。在国内，与云南省相邻的省区有四川、贵州、广西、西藏，随着我国“西部大开发”政策的实施，云南省经济保持平稳发展。

表 2　2011～2013 年云南省经济发展主要指标（单位：亿元、%）

指标	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	11,720.91	12.1	10,309.80	13.0	8,750.95	13.7
财政总收入	2,975.68	13.4	2,624.20	16.2	2,258.20	24.8
规模以上工业增加值	3,470.66	12.3	3,084.96	15.6	2,753.64	18.0
全社会固定资产投资	9,621.83	27.4	7,553.51	27.3	7,109.70	27.4
社会消费品零售总额	4,036.01	14.0	3,541.60	18.0	3,000.14	20.0
进出口总额（亿美元）	258.29	22.9	210.05	31.0	160.53	19.6
三次产业结构	16.2:42.0:41.8		16.0:42.9:41.1		16.1:45.6:38.3	

数据来源：2011～2013 年云南省国民经济和社会发展统计公报

云南省在西部各省市中发展属于中游水平，在全国排名相对靠后，医药制造业、烟草产业、矿产业、以水电为主的电力产业、生物资源开发创新产业、旅游产业在云南的国民经济中占比较大。2013 年，云南省经济继续保持较快增长，地区生产总值为 11,720.91 亿元，同比增长 12.1%，高于全国 4.4 个百分点。2013 年全省财政总收入完成 2,975.68 亿元，同比增长 13.4%；全省地方财政一般预算收入 1,610.69 亿元，同比增长 20.4%；全省地方财政一般预算支出完成 4,096.56 亿元，同比增长 14.7%。

2014 年上半年云南省完成地区生产总值 5,010.33 亿元，同比增长 8.4%，增速比一季度提高 0.7 个百分点。其中，第一产业增加值 526.28 亿元，第二产业增加值 2,298.42 亿元，第三产业增加值 2,185.63 亿元。

表 3　2013 年中国部分西南部省份经济情况（单位：亿元、%）

省份	地区生产总值	地区生产总值增速	工业增加值	工业增加值增速	一般预算收入	一般预算收入增速
四川	26,260.80	10.0	11,578.50	11.0	2,784.10	15.0
广西	14,378.00	10.2	5,749.65	11.4	1,316.84	12.9
重庆	12,656.69	12.3	5,249.65	13.1	1,692.92	15.5
云南	**11,720.91**	**12.1**	**3,767.58**	**12.0**	**1,610.69**	**20.4**
贵州	8,006.79	12.5	2,686.52	13.1	1,205.72	18.9

数据来源：各省市 2013 年国民经济和社会发展统计公报

2009 年 7 月，中央提出把云南建成中国面向西南开放的重要桥头堡。2011 年 5 月国务院批准出台了《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》（以下简称“《意见》”），《意见》明确了云南的战略地位为国家面向南亚发展的桥头堡，国家将在财税、金融、投资和产业政策、土地政策方面对云南省进行支持，将对云南省的经济发展有较大的促进作用。近年来，云南省在区域合作、通道建设、对外贸易等方面扩大了面向东南亚、南亚的开放，在区域经济、高原特色农业、绿色能源、滇中产业新区等领域获得了实质性的起步。2013 年，云南省进出口总额 258.29 亿美元，较 2012 年增长了 22.9%；农业总产值为 3,056.04 亿元，较 2012 年增长了 7.0%，其中花卉、园林水果、茶叶、核桃和咖啡产量分别增长了 12.1%、11.9%、11.1%、21.3% 和 27.0%。

公路运输在云南省交通体系中地位突出；随着《意见》及相关政策的出台，云南省的交通地位将得到进一步提升

云南属于内陆高原省份，山地占 94%，铁路网密度较低，发展潜力有限；省内水资源虽然丰富，但通航能力低，不具备大规模开发潜力。因此，云南省内公路发展具有得天独厚的地域优势，在各种交通方式中，公路交通在云南省综合交通运输体系中占有重要地位，其中高速公路具有可替代性低的特点，在当地的经济发展中占有重要地位。2011～2013 年，云南省客货运输量和周转量均保持稳定增长（见表 4），其中公路运输在云南省客货运输量和周转量中占比较高，2013 年，公路运输客货运量在总运输量中占比分别为 89.79%和 84.92%，客货运周转量占比分别为 68.48%和 63.00%。公路运输是云南省交通运输的主要方式，在云南省综合交通运输体系中占有重要地位。

根据云南省交通厅 2005 年公布的《云南省公路网规划（2005～2020）》，2020 年底，云南省高速公路网由国家高速公路和省高速公路组成，其中国家高速公路主线 6 条、联络线 3 条、绕城线 1 条，规模约 3,900 公里；省高速公路路线 11 条，规模约 2,100 公里。同时，云南省将实现公路总里程 1.9 万公里，其中高速公路 6,000 公里、一级公路 550 公里、二级公路 1.2 万公里、三级公路 960 公里。截至 2013

年底，全省高速公路通车里程已突破 3,200 公里。云南省进入高速公路建设密集期。

表 4　2011～2013 年云南省客货运输量、周转量及其增速情况（单位：%）

指标	2013 年		2012 年		2011 年	
	绝对数	增速	绝对数	增速	绝对数	增速
货运量（亿吨）	8.42	11.0	7.59	13.6	6.68	15.4
其中：公路	7.15	13.0	6.32	16.7	5.42	18.7
客运量（亿人次）	5.19	4.6	4.96	7.8	4.71	13.7
其中：公路	4.66	3.9	4.48	8.3	4.14	14.3
货物周转量（亿吨公里）	1,271.49	9.2	1,164.80	8.9	1,070.10	8.0
其中：公路	801.04	14.0	702.50	13.8	617.40	12.5
旅客周转量（亿人公里）	719.97	7.4	670.00	9.7	610.80	16.6
其中：公路	493.00	4.9	470.20	10.7	424.60	20.6

数据来源：2011～2013 年云南省国民经济和社会发展统计公报

为落实《意见》，2011 年 7 月交通运输部及云南省政府签署了《贯彻落实国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见 加快推进交通运输科学发展会谈纪要》。“十二五”期间，交通运输部将全力支持云南省交通运输建设，继续完善公路路网和运输枢纽建设，大力推进农村公路和红色旅游公路建设，加快建设连接东南亚、南亚的公路、水路大通道，通过部省联手，为桥头堡建设提供交通运输保障。

经营与竞争

通行费收入是公司营业收入的主要来源，2011 年以来，通行费收入保持较快增长

公司主要从事云南省高等级公路的投资建设和经营管理。2011 年以来，公司营业收入保持较快增长。公司营业收入主要为通行费收入，其他业务收入为下属子公司的工程施工、公路沿线开发、工程咨询等业务收入。

近年来随着云南省经济和旅游业的快速发展，公路车流量的不断增长，同时在建公路的不断建成通车，公司通行费收入逐年增长。2011～2013 年公司通行费收入年均复合增长率为 8.23%，是公司营业收入的主要来源，在同期营业收入中占比超过 79%。

根据云南省财政厅出台的云财企【2008】43 号文，公司公路路产暂不计提折旧，因此通行费业务毛利率较高。2011 年以来，公司通行费毛利率持续下降，主要由于公司部分公路车流量进入饱和阶段，新增建成通车的高速公路车流量较小，收入增长较慢，而养护支出增加较大，对毛利率造成一定影响。

表 5　2011～2013 年及 2014 年 1～6 月公司营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**37.29**	**100.00**	**75.05**	**100.00**	**60.95**	**100.00**	**54.86**	**100.00**
通行费	32.27	86.53	59.32	79.04	52.42	86.00	50.64	92.31
其他	5.02	13.47	15.73	20.96	8.53	14.00	4.22	7.69
毛利润	**27.73**	**100.00**	**41.03**	**100.00**	**40.44**	**100.00**	**39.19**	**100.00**
通行费	26.53	95.67	38.14	92.98	38.70	95.70	37.85	96.58
其他	1.2	4.33	2.88	7.02	1.73	4.30	1.34	3.42
毛利率		**74.38**		**54.67**		**66.35**		**71.44**
通行费		82.21		64.30		73.83		74.74
其他		23.90		18.31		20.28		31.75

资料来源：根据公司提供资料整理

2014 年 1～6 月，公司实现营业收入 37.29 亿元，同比增长 21.35%，毛利率 74.36%，同比下降 15.09%，由于部分营业成本结算时间问题导致上半年通行费毛利率较高。

公司其他业务收入来自 8 个子公司的工程施工、公路沿线设施开发和工程咨询等收入。2013 年，子公司大力拓展外部市场项目，承接工程施工及养护项目增加，子公司工程施工业务收入和沿线设施开发业务收入增加，其他业务收入大幅提升，成为公司营业收入的有益补充。

近年来，公司通行费收入保持平稳增长；公司运营管理的主要高速公路均属于国高网的组成部分，处于高速路网末端的状况对公司的通行费收入规模有一定影响

公司建成运营的高速公路均属于国高网及省高速主干线。截至 2014 年 6 月末，公司共计运营管理高等级公路 27 条，总里程 2,286 公里；其中高速公路 26 条，里程 2,226 公里，占全省高速公路里程的 69.29%；一级公路 1 条，里程 60 公里。云南省高速公路网是以昆明为中心的放射性网络，公司主要运营的高速公路包括通向重庆方向的国高 G85[1]的昆嵩、嵩待、昭待和水麻高速公路；国高 G56 杭州至瑞丽公路的昆安、安楚、楚大、大保和保龙高速公路，西段龙瑞高速公路和东段普立至宣威段正在建设；国高 G80 广州至昆明公路[2]的昆石、平锁、砚平和罗富高速公路；国高 G8511 昆明至磨憨公路[3]的玉元、元磨和思小高速；国高 G8011 开远至河口公路的蒙新、新河高速；国高 G60 上海至昆明公路的曲胜高速；国高 G5611 大丽至丽江公路的大丽高速；国高 G5 北京到昆明公路的武昆高速，是昆明经永武高速通向攀枝花的

[1] 中间段昭通至麻柳湾由公路局负责修建。
[2] 其中石锁高速由公路局下属的石锁高速公司运营，富砚高速由富砚高速公司运营。
[3] 其中昆玉高速由红塔山集团运营，思磨高速由普洱磨思公路开发经营公司运营，小磨公路为二级公路。

重要连接线。公司运营高速公路均属于国高网组成部分及省高速主干线，具有重要地位。

2011～2013 年，公司通行费收入稳定增长，三年复合增长率为 8.23%，同期通行费收入分别为 50.64 亿元、52.42 亿元和 59.32 亿元。从省内来看，公司运营路段中盈利能力较好的路段包括安楚高速、楚大高速、昆石高速、昆嵩高速等，车流量较小的有大丽高速、保腾高速、武昆高速、蒙新高速及新河高速等，主要是由于这些路段部分于 2013 年建成通车，部分处于路网的远端、距离中心城市较远，因此目前车流量仍然较小。公司所属安楚高速和楚大公路对通行费收入的贡献最大，安楚高速是安宁至楚雄的重要路段，连接昆安高速和楚大高速，为昆明进入滇西的重要咽喉路段。楚大高速为楚雄至大理段高速，连接大保高速和安楚高速。2013 年安楚高速和楚大高速通行费收入合计 17.04 亿元，在公司通行费收入中的占比为 28.73%。

公司设置 1 个运营管理中心和 8 个区域型高速公路管理处以及 5 个养护中心：昆明东、昆明西、昭通、大理、保山、红河、普洱和文山管理处。由于云南省多山地，高速公路桥隧比较高，雨季易发生泥石流滑坡等事故，养护成本支出较高。2011～2013 年及 2014 年 1～6 月，公司道路养护支出分别为 6.82 亿元、7.56 亿元、6.90 亿元和 4.67 亿元。

云南省周边地区经济发展相较于全国比较落后，制约了公路运输需求的增长。云南省内主要的国家高速公路处于我国高速公路网的末端，缺乏江西、安徽等中部省份高速公路通道效应，也缺乏山东、广东、浙江、江苏等东部省份高速公路进出口通道效应（见表 6）。

表 6　2013 年云南及其他省份公路交通运输情况

省份	高速公路里程（公里）	货物运输量（亿吨）	货物周转量（亿吨公里）	旅客运输量（亿人次）	旅客周转量（亿人公里）
山东	4,994	31.20	7,498.90	25.80	1,331.40
广东	5,703	21.76	2,872.31	60.49	4,847.75
安徽	3,521	30.00	8,433.00	23.80	1,534.00
江西	4,335	12.69	3,066.90	8.00	382.8
广西	3,305	-	-	-	-
四川	5,046	-	1,484.80	-	1,067.80
云南	**3,200**	**7.15**	**801.04**	**4.66**	**493.00**
贵州	3,283	5.37	584.51	15.29	561.24

数据来源：各省 2013 年国民经济与社会发展统计公报

由于云南省属于国家高速路网的末端，过境车流量不多，80%的车流量为省内车辆，近年来随着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，2012 年和 2013 年，公司一型车车流量分别较上年增长 11.78%和 8.86%，受 2012 年宏观经济增速

下滑影响，其他车型大部分车流量较 2011 年有所减少。公司所辖高速公路车流量均平稳增长，但总通行费规模及平均每公里通行费收入并不高（见附件 3）。此外，2012 年以来，国家颁布节假日小型车免收通行费的政策，对公司通行费收入的增长造成一定影响。

表 7　公司车型分类流量情况（单位：万辆）

车型	2014 年 1～6 月	2013 年	2012 年	2011 年
一型车	4,492.90	7,044.64	6,471.16	5,788.96
二型车	106.14	122.65	149.81	166.07
三型车	129.85	71.89	124.23	162.19
四型车	69.66	53.72	71.15	80.54
五型车	2.38	3.79	1.50	0.00
计重车	1,281.86	2,316.09	2,485.60	2,814.80

数据来源：根据公司提供资料整理

建成路段的通车有利于公司未来通行费收入的增长；但由于云南省山地占比较高，高速公路建设桥隧比高，单公里造价较高，且由于拟在建项目较多，投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力

公司在建项目中除保山至腾冲、楚雄至广通为省高速规划项目外，其他项目均为国高网规划路段。龙瑞高速和普立至宣威高速公路项目均为国高网横 12 杭州至瑞丽公路的重要组成部分，西延国高 G56 杭瑞联络线，并连通缅甸和贵州省的出境、出省高速通道。随着在建高速公路项目的建成通车，以昆明为中心的云南省高速公路路网效应将有所提升，有利于公司未来通行费收入的增长。

由于云南省山地占比较高，公司建设高速公路桥隧比较高，单公里造价平均达 0.76 亿元。其中龙江大桥的单公里造价最高，达到 5.92 亿元；富龙高速起点在富宁县那谢村止于滇桂交界的那圩隧道内，桥隧比为 57.9%，单公里造价达到 1.22 亿元；待功高速是国高网 G85 渝昆高速的一段，桥隧比为 51.0%，单公里造价达到 1.08 亿元；石红高速和普宣高速单公里造价也分别达到 0.97 亿元和 0.95 亿元。截至 2014 年 6 月末，公司在建高速公路项目 9 个，建设里程 622.94 公里，总投资额 478.91 亿元，已完成投资额 259.10 亿元。2014 年和 2015 年，公司计划完成投资额分别为 249.10 亿元和 181.98 亿元。总体来看，公司在建项目较多，投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

表 8　截至 2014 年 6 月末公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元、%）

项目名称	里程	桥隧比	总投资	资本金	已到位资本金	已完成投资额
龙瑞高速	169.86	37.3	107.45	49.97	21.06	71.70
楚广高速	20.22	35.7	16.57	4.97	6.60	12.47
普宣高速	89.78	33.0	84.94	29.06	18.64	51.15
昭会高速	114.96	41.9	69.92	24.61	10.51	41.70
待功高速	71.97	51.0	77.42	33.32	13.26	46.48
龙江大桥	2.48	-	14.65	6.13	4.15	6.56
富龙高速	22.24	57.9	27.13	7.65	8.37	8.30
石红高速	54.78	40.0	53.05	9.31	8.45	13.31
西石高速	76.65	-	27.78	-	1.30	7.43
合计	**622.94**	**-**	**478.91**	**165.02**	**92.34**	**259.10**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拟建有小磨高速 1 个项目，预计投资 126.35 亿元，建设里程为高速公路 158.20 公里。根据云南省政府下发的《云南省人民政府关于进一步加快高速公路建设的实施意见》(云政发【2013】73 号)，2013～2015 年全省要完成高速公路投资 1,500 亿元，确保 2015 年全省高速公路通车里程超过 4,500 公里。根据云南省交通厅公布的《云南省公路网规划（2005～2020）》，2020 年底，云南省高速公路网中国家高速公路规模约 3,900 公里；省高速公路规模约 2,100 公里；同时，云南省将实现公路总里程 1.9 万公里，其中高速公路 6,000 公里。公司作为云南省高速公路建设运营的重要主体，预计未来 3～5 年，公司将继续加大高速公路项目建设投资规模。

公司是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，行业地位突出，得到中央及云南省政府项目资本金及财政补贴等方面的支持

公司作为云南省高速公路投融资建设的最重要主体，承担了大部分省内各级公路的建设和投融资任务，由于公路对云南的经济发展有重要意义，公司的公路业务承担了较多的社会责任，在云南省的行业地位十分突出。

根据云南省交通运输厅（云交财【2014】102 号）批复，将公司所属二级公路资产和负债全部剥离，暂作挂账处理。今后剥离的二级公路资产和负债，按照省政府的决定进行划转，同意公司从 2013 年 1 月 1 日起暂按中介机构报告认定的二级公路的资产和负债进行剥离，并单独建账、独立核算，待中央锁定云南省二级公路债务后，按云南省最终认定的资产和债务进行相应的账务调整。截至 2014 年 6 月末，公司共累计收到省交通厅下拨的二级公路偿债资金 62.86 亿元。

云南省政府将国家补助相关公路项目资金、中央车购税补助等转增公司资本金；对于公司在建的重要路段，中央安排专项建设资金，

截至 2014 年 6 月末，公司在建项目中央补助资金累计到位 96.67 亿元；其中龙瑞高速、待功高速和龙江大桥项目，中央及各级政府安排资本金占总投资 40%以上。此外，公司承建的高速公路列入省预算内基建支出预算，公司定期会获得交通部及财政的包括中央车购税补助、成品油转移支付专项资金、省财政补助资金等各类补助，2011～2013 年分别收到补助 46.91 亿元、37.49 亿元和 21.60 亿元。

根据《云南省人民政府关于组建云南省公路开发投资有限责任公司的决定》（云政发【2006】76 号），全省养路费的 20%及客货附加费的 80%由省财政专项补助公司。因燃油税费改革，上述补助改由中央财政转移支付。“十二五”期间，省财政预算内基本建设投资中每年安排 6 亿元作为资本补助金注入公司。根据《云南省人民政府关于进一步加快高速公路建设的实施意见》（云政发【2013】73 号），2013～2015 年，省财政每年安排 20 亿元作为高速公路建设资本金，2013 年补助公司的 12.37 亿元到位；此外，从土地出让总收入中计提高速公路专项资金，每年省级统筹安排计提资金用于高速公路建设不低于 10 亿元，根据云南省交通厅云交财【2013】1047 号文，2013 年补助公司 4.43 亿元到位；省级每年安排 3,000 亩土地开发指标，采取土地资源配置的方式，支持地方高速公路建设。公司的外部政策支持环境依然良好。

综合来看，公司作为云南省最重要的交通基础设施建设国有投资主体，在当地的经济发展中地位十分重要，云南省各级政府对公司的发展给予了积极的支持。随着云南省交通运输的发展，政府对于公司的支持会进一步强化。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司是云南省最重要的高速公路投融资建设主体，由云南省人民政府出资设立，根据云厅字【2008】3 号文件，云南省人民政府授权云南省交通运输厅履行出资人职责。截至 2014 年 6 月末，公司注册资本 50 亿元人民币，云南省交通运输厅是公司的实际控制人。

公司不设股东会，由出资人行使股东会职权。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。决策层、监督层、经营管理层按照工作规则各司其职，各负其责。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。公司内部设有机关党委、工会、办公室、组织部、宣传部、劳动人事处、资产财务处、投资管理处、经营规划发展处、征费管理处、养护管理处、工程技术处、质量安全监督处、监察审计处和招商引资办公室等 15 个职能部门。整体来看，公司组织结构能较好地适应公司现阶段的发展需要。

战略与管理

根据公司提供的“十二五”发展规划，在公路建设管理方面，公司拟抓住“桥头堡”和“西部大开发”的机遇，充分利用有利条件，继续争取政府的优惠政策和资金补助，加大公路建设资源配置力度，全力推进云南出省通边大通道的建设，完成打通主干道和完善网络两大任务，进一步提升公路建设质量和形象。“十二五”末，公司完成公路建设投资总额 600 亿元以上，实现新增公路通车里程 1,000 公里以上，推进现代工程管理体系建设，确保公路建设质量和安全。沿线经营管理方面，公司战略目标为“打造公路沿线经济带和文化带”，打造服务区“路畅人和”服务品牌。子公司发展方面，围绕“专、精、特、强” 的子公司发展方向，坚持“紧贴行业、紧贴市场、紧贴科技”的原则，围绕“拓市场渠道，建优质项目，增竞争能力，创经营业绩，促持续发展”的发展思路，大力提升子公司高速公路保障服务能力和市场化经营能力。公司出台“十二五”发展规划支撑体系、安全管理体系、子公司管理办法、子公司绩效考核办法等一系列管理体系文件，保障“十二五”规划的实现。

抗风险能力

公司是云南省高速公路投融资、建设、经营和管理的最重要主体，得到云南省政府在财政补贴、资本金注入和政策等各方面的大力支持。此外，公司建立健全了有效的战略规划和管理措施，保障目标的顺利实现。综合来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年及 2014 年 1～6 月财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2011～2013 年的财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。其中三年连审中 2011 年和 2012 年财务数据与之前中兴华富华会计师事务所有限责任公司出具的 2010～2012 年三年连审中数据不一致，主要是根据《云南省人民政府关于同意省公路开发投资有限责任公司资产优化及改革重组的批复》（云政复【2011】63 号）以及《云南省交通运输厅云南省财政厅关于省公路开发投资有限责任公司二级公路账务核算的批复》（云交财【2014】102 号），同意云南公投从 2013 年 1 月 1 日起暂按中介机构审计报告认定的二级路资产及负债进行剥离，单独建账、独立核算，待中央锁定二级路债务后，按照云南省最终核实认定的资产和负债进行相应账务调整。因此云南公投根据二级路剥离依据以及二级路权益变化的情况进行了追溯调整。2014 年 1～6 月财务报表未经审计。

资产质量

随着路产规模的增长和在建公路项目的不断增加，公司资产规模稳定增长，以固定资产和在建工程为主；公司以高速公路收费权作为

质押的受限资产规模较大

随着公司路产规模和在建公路项目的不断增加，公司资产规模稳定增长，以非流动资产为主。

公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主。货币资金以银行存款为主。2011～2013 年末，公司其他应收款有所波动，2013 年末其他应收款 84.35 亿元，主要为应收云南省交通厅 57.26 亿元的往来款及二级公路划转应收由交通厅承担的借款利息等，占其他应收款总额的 67.88%。2013 年末其他应收款较 2012 年末减少 17.99 亿元，主要是应收国银金融租赁有限公司的融资租赁款减少 13.00 亿元。2011 年以来，公司存货增长较快，2013 年末存货同比增加 8.72 亿元，主要是开发成本增加 6.62 亿元和工程施工成本增加 2.08 亿元。

公司非流动资产以长期股权投资、固定资产和在建工程为主。长期股权投资主要为公路投资，2012 年末，长期股权投资较 2011 年末减少 11.37 亿元，主要是公司根据云南省政府和交通运输厅的批复，将长期股权投资中账面价值为 11.35 亿元的昆嵩高速剥离并划转至新成立的云南昆嵩高速公路开发有限责任公司。固定资产和在建工程主要为已建成的高速公路路产和在建的高速公路项目。2013 年末，公司固定资产较 2012 年末增加 256.48 亿元，其中公路及构筑物增加 232.92 亿元。根据云南省财政厅云财企【2008】43 号《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》，公司自 2007 年度起对公路资产暂不计提折旧。2013 年末在建工程同比减少 148.90 亿元，当年新增投资在建工程 111.22 亿元，同时一些大型在建项目完工转入固定资产，合计 260.12 亿元，其中包括大丽高速、武昆高速和保腾高速等。截至 2013 年末，公司主要在建项目包括普宣高速、龙瑞高速和楚广高速等。

表 9　2011～2013 年末及 2014 年 6 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 6 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**263.52**	**16.27**	**193.81**	**13.01**	**177.73**	**13.05**	**141.69**	**11.56**
货币资金	123.66	7.64	57.78	3.88	39.82	2.92	31.24	2.55
其他应收款	83.01	5.13	84.35	5.66	102.34	7.51	85.32	6.96
存货	25.14	1.55	22.45	1.51	13.73	1.01	7.34	0.60
非流动资产	**1,356.04**	**83.73**	**1,295.40**	**86.99**	**1,184.42**	**86.95**	**1,083.80**	**88.44**
长期股权投资	25.14	1.55	24.97	1.68	24.36	1.79	35.73	2.92
固定资产	1,218.79	75.25	1,213.47	81.48	956.99	70.26	922.31	75.26
在建工程	108.95	6.73	51.36	3.45	200.26	14.70	121.44	9.91
总资产	**1,619.56**	**100.00**	**1,489.20**	**100.00**	**1,362.15**	**100.00**	**1,225.49**	**100.00**

截至 2013 年末，公司以高速公路收费权质押贷款金额合计 677.05 亿元；另外，公司子公司用红河云岭盛世佳园地产项目用地作抵押取

得借款0.30亿元，用昆明市联盟路226号海峰小区二期综合办公楼2～7层、一层商铺为抵押物取得借款2.86亿元。公司受限资产规模较大。

2014年6月末，公司总资产为1,619.56亿元，其中非流动资产占比83.73%，仍以公路路产为主的固定资产和在建工程为主。

预计未来，随着云南省高速公路建设规模的增加，公司资产规模将持续增加，以公路路产为主的资产结构不会发生实质性改变。

资本结构

公司负债规模逐年增长，负债以有息负债为主，债务压力较重，资产负债率较高；预计未来，随着高速公路建设规模的增加，公司负债规模将持续增长

2011～2013年末及2014年6月末，公司负债总额分别为891.79亿元、984.85亿元、1,078.19亿元和1,174.80亿元，资产负债率分别为72.77%、72.30%、72.40%和72.54%，公司资产负债率超过行业平均水平[4]。

公司流动负债在总负债中的占比较小，2011～2013年末占比分别为22.40%、23.60%和24.52%。流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款组成。公司短期借款规模逐年增加，截至2013年末，短期借款为75.93亿元，87.71%为信用借款。同期，应付账款为24.46亿元，同比减少8.38亿元，主要为工程进度款；账龄为1年以内的占比77.38%，1～2年的占比12.97%。公司其他应付款不断增加，2013年末其他应付款为88.29亿元，主要为应付二级公路偿债资金8亿元及昆明市交通投资公司、曲靖市公路建设开发有限责任公司、文山州交通局等的工程款；账龄为1年以内的其他应付款占比53.89%，1～2年的占比25.01%。

公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款。公司长期借款中以借款项目对应的高速公路收费权作为标的物的质押借款占比较高，全部用于高速公路建设；2013年末，公司长期借款中质押借款为622.00亿元，占比86.46%。长期应付款主要为融资租赁费用，在负债中的占比较高；2013年末，长期应付款余额为72.12亿元，占总负债的6.69%，主要为公司以高速公路固定资产进行售后回租的融资租赁款。公司于2013年1月11日发行的20亿元6年期公司债券（13滇公路投债）、2014年4月24日发行的25亿元6年期公司债券（14滇公路投债）、2014年6月18日发行的20亿元5年期中期票据（14云南公开MTN001）计入应付债券。

[44] 根据Wind数据，2013年高速公路行业资产负债率平均值为65%。

表 10　2011～2013 年末及 2014 年 6 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 6 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	284.66	24.23	264.36	24.52	232.41	23.60	199.74	22.40
非流动负债	890.13	75.77	813.83	75.48	752.44	76.40	692.05	77.60
负债总额	**1,174.80**	**100.00**	**1,078.19**	**100.00**	**984.85**	**100.00**	**891.79**	**100.00**
有息负债	**1,027.63**	**87.47**	**940.83**	**87.26**	**857.72**	**87.09**	**788.13**	**88.38**
短期借款	98.54	8.39	75.93	7.04	50.42	5.12	39.55	4.43
应付票据	0.33	0.03	0.49	0.05	0.40	0.04	0.20	0.02
一年内到期的非流动负债	41.09	3.50	53.05	4.92	56.08	5.69	56.32	6.32
长期借款	756.71	64.41	719.44	66.73	660.09	67.02	620.26	69.55
应付债券	67.22	5.72	19.81	1.84	-	-	-	-
长期应付款	63.74	5.43	72.12	6.69	90.75	9.21	71.80	8.05

随着高等级公路项目投资规模的增加，公司有息负债规模继续增长且在总负债中的占比仍然很高。2014 年 6 月末，公司有息负债为 1,027.63 亿元，在总负债中占比 87.47%。有息负债主要以长期负债为主，长期负债占总有息负债的 86.38%，其中 5 年以上的有息负债占比为 38.92%，公司的长期债务负担较重。

表 11　截至 2014 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	＞5 年	合计
金额	139.96	135.85	118.69	118.27	119.49	395.37	**1,027.63**
占比	13.62	13.22	11.55	11.51	11.63	38.47	**100.00**

2011～2013 年末，公司流动比率分别为 0.71 倍、0.76 倍和 0.73 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.71 倍和 0.65 倍。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。

2011～2013 年末和 2014 年 6 月末，公司所有者权益分别为 333.70 亿元、377.31 亿元、411.01 亿元和 444.76 亿元，资本公积分别为 282.86 亿元、320.70 亿元、350.29 亿元和 386.70 亿元。2012 年末，资本公积较 2011 年末增加 37.84 亿元，2013 年末，资本公积较 2012 年末增加 29.58 亿元，主要是省交通厅拨付的车购税资金和各级政府拨付的项目资本金。

截至 2013 年末，公司对外担保余额为 18.00 亿元，担保比率为 4.38%，是公司为云南国道主干线昆明绕城高速公路建设有限公司（以下简称“绕城高速公司”）的担保，绕城高速公司为建设昆明市绕城高速的项目公司。

总体而言，公司负债规模逐年增长，以长期有息负债为主。预计

未来，随着公司高速公路建设规模的增加，公司负债规模仍将持续增加。

盈利能力

2011 年以来，公司营业收入不断增加；财务费用过高，公司营业利润连续为负；公司利润总额主要依赖于政府补助

公司营业收入主要为下属高速公路的通行费收入，随着公司在建公路的投入运营，以及宏观经济环境好转、成网效应、计重收费实施和汽车保有量增加等因素综合影响下，公司营业收入不断增长。2011～2013 年，公司营业收入年均复合增长率为 16.96%。

公司公路资产暂不计提折旧，营业成本主要为各收费所及高速公路养护中心发生的人工费用、设备折旧和养护支出。2011 年以来，公司毛利率持续下降，主要是由于毛利率较低的其他业务收入在营业收入中占比不断上升引起的；此外，由于公司部分公路车流量进入饱和阶段，新增建成通车的高速公路车流量较小，收入增长较慢，而养护支出增加较大，导致通行费毛利率也有所下降。

公司财务费用较高且随着有息负债规模的不断上升，财务费用规模扩大，但占营业收入比重有所下降。公司营业外收入仍主要为非流动资产处置利得和政府补助，随着公司承建高速公路项目的增加，政府补助呈逐年上升趋势，2011～2013 年公司获得政府补助分别为 6 亿元、6 亿元和 14.07 亿元。根据《云南省财政厅关于 2013 年省级财政高速公路建设专项资金列为企业收入核算的复函》（云财建函【2014】23 号）同意将省财政厅拨付的高速公路建设资本金 14.07 亿元作为补助收入计入 2013 年营业外收入。公司利润总额主要依赖于政府补助，由于公司通车路段桥隧比高，公路建设成本高、养护成本大，加之较大规模的有息负债导致财务费用的上升，营业利润持续为负。

表 12　2011～2013 年及 2014 年 1～6 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～6 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	37.29	75.05	60.95	54.86
毛利率	74.38	54.67	66.35	71.44
期间费用	29.19	50.17	45.50	46.40
其中：销售费用	0.19	0.40	0.21	0.17
管理费用	1.11	2.64	2.00	1.90
财务费用	27.89	47.13	43.29	44.33
营业利润	-2.81	-11.44	-7.22	-9.60
营业外收入	0.13	16.80	14.90	14.32
净利润	-3.07	3.98	5.67	4.29
总资产报酬率	1.55	3.58	3.79	4.13
净资产收益率	-0.69	0.97	1.50	1.29

2014 年 1～6 月，公司营业收入为 37.29 亿元，同比增加 6.56 亿元，营业利润为-2.81 亿元，同比减少 1.94 亿元，毛利率为 74.38%，由于上半年养护费用较少，毛利率有所上升；财务费用依然保持较大规模。

2011～2013 年，公司总资产报酬率、净资产收益率有所波动。由于较大规模的有息负债，公司的财务费用维持在较高水平。整体来看公司 EBIT 利息保障倍数有所下降，对债务的保障能力较低。

预计未来，随着下属高速公路的增加，公司收入规模将持续增加；未来公司的收入仍将以通行费收入为主。

现金流

随着公司高速公路通车里程的不断增长，公司经营性净现金流逐年上升，但其对债务的保障能力较弱

2011～2013 年，随着公司在建高速公路项目的不断完工通车，公司通行费收入增长，经营性净现金流保持较好水平，但由于公司有息负债规模较大，整体来看，经营性净现金流对债务的保障能力较弱。

由于公司承担高速公路等建设项目规模较大，投资性现金流出规模较大且逐年上升。公司项目融资主要是结合在建项目的银行贷款，2011 年以来筹资性净现金流规模逐年增加，是由于公司通过借款方式融资流入的现金规模逐年增加，其中 2012 年以来，其他融资方式如发行债券和融资租赁等方式带来的筹资性现金流入大幅上升。公司投资现金流仍主要依靠经营和筹资现金流满足。

表 13　2011～2013 年及 2014 年 1～6 月公司现金流概况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～6 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流	20.74	62.12	46.50	53.65
投资性净现金流	-73.05	-107.78	-79.24	-62.42
筹资性净现金流	118.20	63.61	41.33	-14.21
经营性净现金流/流动负债	7.56	25.01	21.52	30.26
经营性净现金流/总负债	1.84	6.02	4.96	6.63
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.10	0.92	1.11

2014 年 1～6 月，公司经营性净现金流为 20.74 亿元，同比下降 17.30%，经营性净现金流对负债的保障程度有所下降；投资性现金流出保持较大规模，发行债券融资额度的增加导致筹资性净现金流增幅较大，筹资规模的增加也导致公司债务压力的不断上升。

预计未来 1～2 年，随着公司高速公路通车里程的不断增长，公司经营性净现金流逐年上升，但由于有息债务规模的快速上升，其对债务的保障能力仍将较弱。

偿债能力

随着公司路产规模的增长和在建公路项目的不断增加，公司资产

规模稳定增长，但公司负债规模逐年增长，有息负债占比较高，随着高速公路建设规模的不断扩大，公司负债规模将持续增长。2011 年以来，公司通行费收入保持增长，但由于财务费用较高，公司营业利润连续为负且逐年扩大，财务费用较高不利于公司盈利水平的提升。公司的经营性净现金流获取能力较好，随着公司高速公路通车里程的不断增加，经营性净现金流将继续增长，但由于公司负债规模较大，整体来看经营性净现金流对债务的保障能力依然很弱。截至 2014 年 6 月末，公司获得银行授信 1,101.16 亿元，未使用额度 141.60 亿元。公司作为云南省最重要的高速公路投融资建设主体，得到云南省政府在项目资本金及财政补贴等方面的大力支持。总体来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2014 年 9 月 19 日，公司本部无信贷违约记录；公司于 2013 年 1 月 11 日发行的 20 亿元 6 年期公司债券（13 滇公路投债）、2014 年 4 月 24 日发行的 25 亿元 6 年期公司债券（14 滇公路投债）、2014 年 6 月 18 日发行的 20 亿元 5 年期中期票据（14 云南公开 MTN001）尚未到期，到期利息已按时兑付。

结论

云南省地理位置十分重要，是我国西南重点区域和面向南亚各国的桥头堡。公路运输在云南省交通体系中地位突出，公司是云南省高速公路投融资建设和经营管理的最重要主体。公司得到省政府在建设资本金及财政补贴等方面的有力支持。公司运营高速公路在云南省内线位优势明显，其所属高速公路车流量和通行费收入平稳增长。同时，云南省及周边省份区域经济欠发达，其高速公路位于国家公路网末端，路产盈利能力不强。云南省地理环境复杂，高速公路桥隧比高，单公里造价较高，公司在建项目较多，面临较大的资本支出压力。公司负债规模较大，资产负债率处于较高水平，有息负债占比较高。公司财务费用较高且增长较快，在经营性高速公路暂不计提折旧的情况下，营业利润持续为负。综合分析，公司不能偿还到期债务风险很小。

预计未来 1～2 年，公司高速公路营运业务将保持稳定发展，收入有望保持较快增长。因此，大公对云南公投的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对云南省公路开发投资有限责任公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

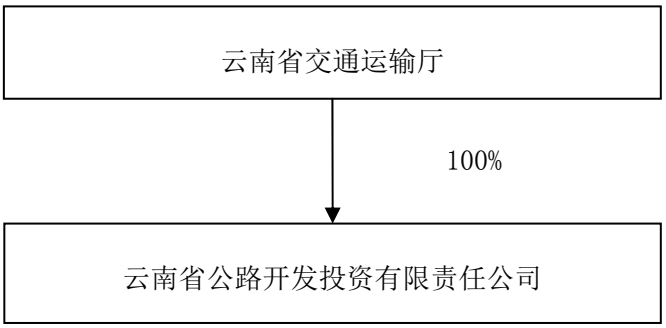
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

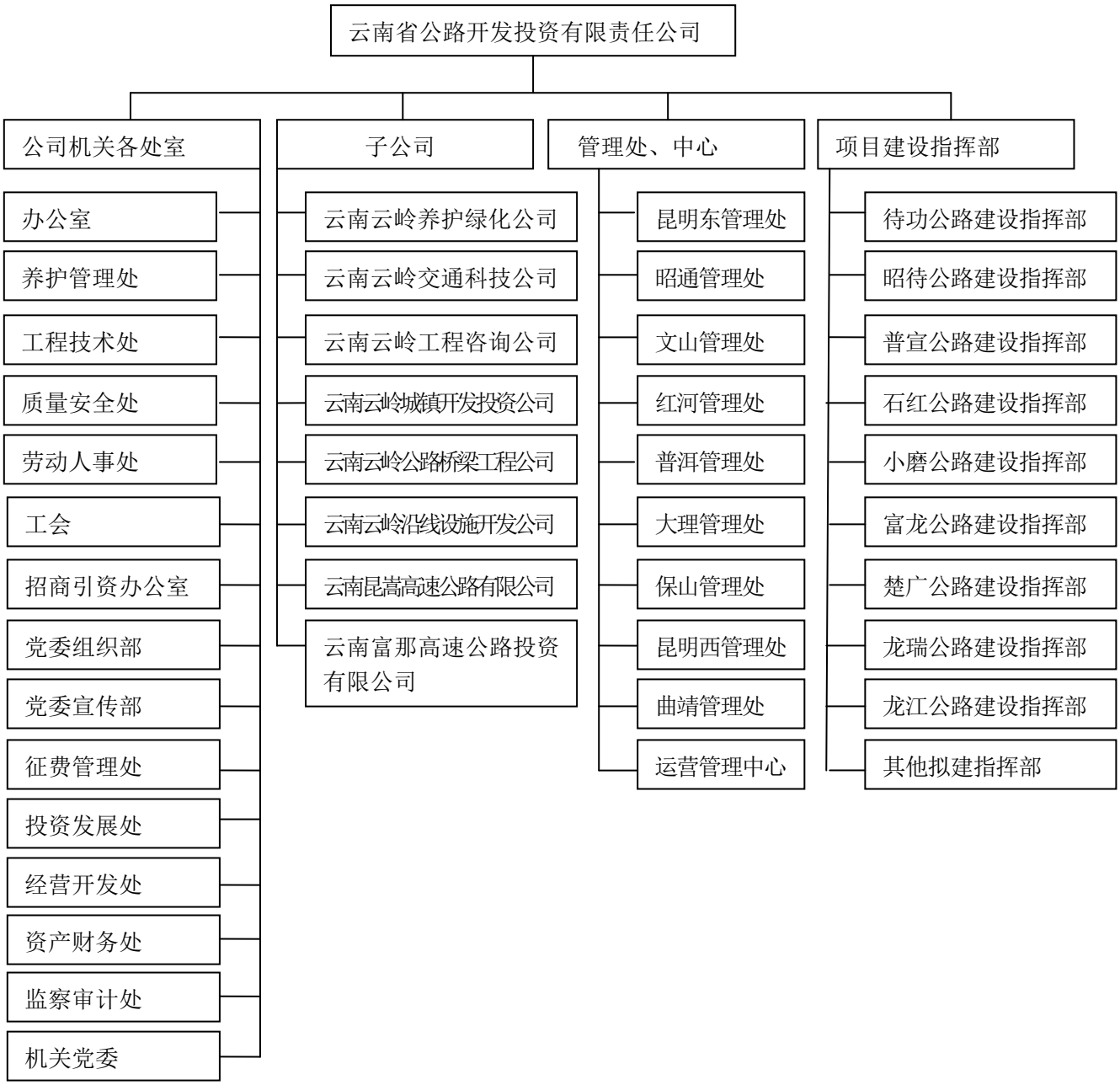
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2014 年 6 月末云南省公路开发投资有限责任公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年 6 月末云南省公路开发投资有限责任公司组织结构图



附件 3　　云南省公路开发投资有限责任公司运营高速公路情况

序号	公路名称	管养单位	里程（公里）	路线编号	批准收费时间	
					起始	结束
1	曲胜高速	昆明东管理处	74.82	GZ65	2002 年 11 月	2032 年 11 月
2	昆石高速	昆明东管理处	79.77	G040	2003 年 11 月	2033 年 11 月
3	玉元高速	昆明东管理处	112.14	G213	2000 年 11 月	2030 年 9 月
4	元磨高速	昆明东管理处 普洱管理处	146.89	G213	2003 年 12 月	2033 年 11 月
5	嵩待高速	昆明东管理处	50.39	GZ40	2003 年 12 月	2033 年 11 月
6	昭待高速	昭通管理处	37.91	GZ40	2007 年 12 月	2037 年 12 月
7	水麻高速	昭通管理处	135.55	GZ40	2008 年 7 月	2038 年 7 月
8	思小高速	普洱管理处	98.22	G213	2006 年 4 月	2036 年 3 月
9	小景高速	普洱管理处	17.20	G213	2008 年 6 月	2036 年 3 月
10	新河高速	红河管理处	141.26	GZ42	2008 年 2 月	2038 年 2 月
11	蒙新高速	红河管理处		GZ42	2009 年 8 月	2039 年 8 月
12	罗富高速	文山管理处	79.37	GZ75	2007 年 10 月	2037 年 10 月
13	砚平高速	文山管理处	66.91	GZ75	2004 年 1 月	2034 年 12 月
14	平锁高速	文山管理处	61.31	GZ75	2007 年 2 月	2037 年 2 月
15	昆安高速	昆明西管理处	22.38	GZ65	2007 年 3 月	2037 年 2 月
16	安楚高速	昆明西管理处	131.33	GZ65	2005 年 6 月	2035 年 5 月
17	楚大高速	昆明西管理处 大理管理处	179.11	GZ65	1998 年 7 月	2028 年 6 月
18	大保高速	大理管理处 保山管理处	163.41	GZ65	2002 年 10 月	2032 年 7 月
19	保龙高速	保山管理处	71.12	GZ65	2008 年 4 月	2038 年 4 月
20	永元高速	昆明西管理处	148.89	G5	2008 年 4 月	2038 年 4 月
21	元武高速	昆明西管理处		G5	2008 年 11 月	2038 年 11 月
22	昆嵩高速	昆明东管理处	52.44	G040	1996 年 10 月	2026 年 2 月
23	丽江机场	大理管理处	27.72	S221	2012 年 7 月	2042 年 7 月
24	武昆高速	昆明西管理处	63.58	G5	2013 年 10 月	2014 年 10 月
25	保腾高速	保山管理处	61.06	G56	2013 年 11 月	2043 年 11 月
26	大丽高速	大理管理处	203.37	G56	2013 年 12 月	2043 年 12 月
高速公路合计			**2,226.14**	-	-	-
27	普炭公路	文山管理处	60.11	-	2010 年 11 月	2040 年 11 月
一级公路合计			**60.11**	-	-	-

附件 4　　云南省公路开发投资有限责任公司运营高速公路日均车流量和通行费收入情况

单位：万元、万辆

路段名称	2014 年 1～6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量
昆石高速	26,864	4.25	48,808	3.95	42,886	3.63	41,559	3.23
曲胜高速	16,704	3.05	34,448	3.05	30,010	3.15	29,247	3.02
昆嵩高速	20,589	4.85	44,077	4.58	40,567	4.48	33,162	3.76
嵩待公路	9,628	1.68	18,926	1.65	15,891	1.62	12,921	2.9
昭待高速	4,862	1.02	9,753	0.92	7,994	1.10	8,776	1.04
水麻高速	12,485	1.12	25,761	1.07	20,249	1.01	19,689	0.84
平锁高速	8,484	0.93	15,514	0.98	12,740	0.41	12,882	0.3
砚平高速	7,188	1.55	13,774	1.30	11,358	0.66	12,010	0.45
罗富高速	9,398	0.96	18,349	0.87	15,939	0.61	16,565	0.54
玉元高速	16,801	2.66	29,869	2.51	28,880	2.50	30,491	2.5
元磨高速	17,619	1.40	30,370	1.14	30,142	1.19	30,386	1.21
思小高速	9,858	1.44	16,553	1.14	16,045	1.11	15,641	0.96
小景高速	1,581	0.97	2,713	0.75	2,510	0.73	2,396	0.48
蒙新高速	3,303	0.75	5,810	0.51	5,045	0.35	6,305	0.32
新河高速	1,954	0.23	3,559	0.22	2,745	0.22	2,903	0.19
昆安高速	11,665	6.51	24,810	5.19	24,312	5.24	23,731	4.93
安楚高速	40,271	3.77	85,749	3.75	78,050	3.78	74,186	3.48
楚大高速	40,784	3.76	84,717	3.18	75,849	3.00	73,394	2.85
大保高速	23,247	2.53	42,340	2.16	36,670	1.79	36,362	1.63
保龙高速	7,005	1.04	13,088	0.90	10,703	0.79	10,088	0.72
丽江机场高速	1,233	0.73	3,404	0.84	1,526	0.37	-	-
永元高速	3,366	0.74	6,207	0.51	5,220	0.43	4,926	0.37
元武高速	4,986	0.93	8,215	0.44	6,961	0.33	7,241	0.31
武昆高速	9,008	1.31	3,363	0.19	-	-	-	-
保腾高速	1,096	0.52	352	0.07	-	-	-	-
大丽高速	14,359	1.57	112	0.01	-	-	-	-
普炭公路	1,339	0.32	2,564	0.28	1,847	0.21	1,582	0.17
合计	**322,676**	**50.59**	**593,207**	**42.16**	**524,226**	**38.71**	**506,443**	**36.20**

附件 5　云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 6 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	1,236,649	577,759	398,198	312,388
应收账款	71,267	29,809	37,887	8,408
其他应收款	830,087	843,461	1,023,364	853,202
预付款项	245,755	262,387	180,567	169,346
存货	251,411	224,452	137,297	73,437
流动资产合计	2,635,170	1,938,068	1,777,336	1,416,868
长期股权投资	251,410	249,710	243,635	357,291
固定资产	12,187,946	12,134,738	9,569,903	9,223,143
在建工程	1,089,514	513,598	2,002,636	1,214,353
无形资产	2,502	2,605	2,690	2,910
长期待摊费用	1,815	1,172	1,673	504
非流动资产合计	13,560,442	12,953,976	11,844,184	10,837,988
总资产	16,195,612	14,892,043	13,621,520	12,254,857
占资产总额比（%）				
货币资金	7.64	3.88	2.92	2.55
应收账款	0.44	0.20	0.28	0.07
其他应收款	5.13	5.66	7.51	6.96
预付款项	1.52	1.76	1.33	1.38
存货	1.55	1.51	1.01	0.60
流动资产合计	16.27	13.01	13.05	11.56
固定资产	75.25	81.48	70.26	75.26
在建工程	6.73	3.45	14.70	9.91
非流动资产合计	83.73	86.99	86.95	88.44
负债类				
短期借款	985,435	759,290	504,180	395,500
应付票据	3,252	4,921	4,000	2,000
应付账款	156,352	244,570	328,338	315,173
预收款项	187,105	143,346	83,611	27,630
应付职工薪酬	13,296	23,197	21,032	23,484
其他应付款	1,064,473	882,853	773,967	620,262
流动负债合计	2,846,623	2,643,615	2,324,100	1,997,356
长期借款	7,567,087	7,194,354	6,600,882	6,202,587
长期应付款	637,361	721,165	907,536	717,953

附件 5　云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 6 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
非流动负债合计	8,901,341	8,138,301	7,524,355	6,920,540
负债合计	11,747,965	10,781,916	9,848,455	8,917,896
占负债总额比（%）				
短期借款	8.39	7.04	5.12	4.43
应付票据	0.03	0.05	0.04	0.02
应付账款	1.33	2.27	3.33	3.53
预收款项	1.59	1.33	0.85	0.31
其他应付款	9.06	8.19	7.86	6.96
流动负债合计	24.23	24.52	23.60	22.40
长期借款	64.41	66.73	67.02	69.55
非流动负债合计	75.77	75.48	76.40	77.60
权益类				
少数股东权益	16,519	9,473	6,941	5,598
实收资本（股本）	500,000	500,000	500,000	500,000
资本公积	3,866,955	3,502,860	3,207,011	2,828,642
盈余公积	3,421	3,421	2,300	0
未分配利润	57,820	91,863	54,517	1,166
归属于母公司所有者权益	4,431,128	4,100,654	3,766,124	3,331,362
所有者权益合计	4,447,647	4,110,127	3,773,065	3,336,960
损益类				
营业收入	372,907	750,455	609,525	548,637
营业成本	95,555	340,196	205,134	156,702
销售费用	1,914	4,037	2,137	1,728
管理费用	11,098	26,389	19,963	18,967
财务费用	278,926	471,311	432,944	443,279
投资收益	0	-38	-163	0
营业利润	-28,128	-114,418	-72,239	-96,041
营业外收入	1,291	167,974	148,967	143,239
营业外收支净额	92	165,294	147,453	142,806
利润总额	-28,037	50,876	75,214	46,765
净利润	-30,652	39,752	56,679	42,944
归属于母公司所有者的净利润	-31,054	38,173	55,651	42,325
占营业收入比（%）				
营业成本	25.62	45.33	33.65	28.56

附件 5　云南省公路开发投资有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 6 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	0.51	0.54	0.35	0.32
管理费用	2.98	3.52	3.28	3.46
财务费用	74.80	62.80	71.03	80.80
营业利润	-7.54	-15.25	-11.85	-17.51
利润总额	-7.52	6.78	12.34	8.52
净利润	-8.22	5.30	9.30	7.83
归属于母公司所有者的净利润	-8.33	5.09	9.13	7.71
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	207,423	621,245	464,999	536,531
投资活动产生的现金流量净额	-730,532	-1,077,761	-792,446	-624,175
筹资活动产生的现金流量净额	1,182,000	636,077	413,257	-142,050
财务指标				
EBIT	250,343	533,634	546,444	460,823
EBITDA	-	634,110	589,273	501,790
总有息负债	10,276,278	9,408,276	8,577,151	7,881,276
毛利率（%）	74.38	54.67	66.35	71.44
营业利润率（%）	-7.54	-15.25	-11.85	-17.51
总资产报酬率（%）	1.55	3.58	3.79	4.13
净资产收益率（%）	-0.69	0.97	1.50	1.29
资产负债率（%）	72.54	72.40	72.30	72.77
债务资本比率（%）	69.88	69.60	69.45	70.25
长期资产适合率（%）	98.44	94.55	95.38	94.64
流动比率（倍）	0.93	0.73	0.76	0.71
速动比率（倍）	0.84	0.65	0.71	0.67
保守速动比率（倍）	0.43	0.22	0.17	0.16
存货周转天数（天）	224.10	191.40	184.91	111.09
应收账款周转天数（天）	12.20	16.24	13.67	134.90
经营性净现金流/流动负债（%）	7.56	25.01	21.52	30.26
经营性净现金流/总负债（%）	1.84	6.02	4.96	6.63
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.10	0.92	1.11
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	0.94	1.02	1.11
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.12	1.10	1.21
现金比率（%）	43.44	21.85	17.13	15.64
现金回笼率（%）	100.67	99.02	95.92	101.56
担保比率（%）	-	4.38	4.77	0.00

附件 6　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）×100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产–存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[5] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[6] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%

[5] 半年取 180 天。
[6] 半年取 180 天。

21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 7　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：不能偿还债务。

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

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。