

跟踪评级公告

联合[2011] 1166 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持贵州省开发投资有限责任公司主体长期信用等级为AA⁻, 评级展望为稳定, 并维持“10 贵投债”的信用等级为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十一日

评级业务专用章

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

贵州省开发投资有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA ⁻	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA ⁻	评级展望: 稳定

担保方长期信用

跟踪评级结果: AA ⁻	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA ⁻	评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
10 贵投债	5 亿元	2010/2/3- 2016/2/3	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年
现金类资产(亿元)	4.74	7.62
资产总额(亿元)	58.88	94.77
所有者权益(亿元)	42.34	46.02
短期债务(亿元)	4.50	17.39
全部债务(亿元)	15.10	40.51
营业收入(亿元)	1.69	1.73
利润总额(亿元)	1.87	1.74
EBITDA(亿元)	2.31	2.56
经营性净现金流(亿元)	0.73	-2.21
营业利润率(%)	47.23	54.19
净资产收益率(%)	4.35	3.72
资产负债率(%)	28.09	51.44
全部债务资本化比率(%)	26.29	46.82
流动比率(%)	153.71	53.57
EBITDA/利息倍数	9.91	4.40
全部债务/EBITDA(倍)	6.54	15.81
经营现金流流动负债比(%)	13.16	-9.10

分析师

刘献荣

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

贵州省开发投资有限责任公司(以下简称“公司”)作为贵州省政府电力建设投资主体,跟踪期内,主要子公司景区旅游收入有所下降、募投电站投产以及金融板块收益增加使得公司获得的投资收益较上年有所增长。公司利润主要来源于投资收益。考虑到其在投项目主要集中于电力等能源领域,随着在建项目陆续投入运营,其整体盈利能力有望得以提升。

“10 贵投债”由贵州开磷有限责任公司(以下简称“贵州开磷”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,贵州开磷主体长期信用等级为 AA⁻。贵州开磷的担保有助于保证本期债券本息偿付的安全性。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级,评级展望为稳定;维持本期债券担保方贵州开磷主体长期信用等级 AA⁻,“10 贵投债”的信用等级 AA⁻。

优势

1. 跟踪期内,公司作为贵州省政府电力建设投资主体,随着募投电站的建成投产,电力板块投资收益有所提升,另外金融板块投资收益较上年增加,对公司利润形成重要补充。
2. 贵州开磷的担保有助于保证本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内,电煤价格上升,对公司所投资的火电站构成较大成本压力。
2. 公司期间费用对利润侵蚀较大,其利润主要来源于投资收益,整体盈利能力较弱。
3. 2010 年公司债务规模扩张明显,随着在建项目投资支出的增加,公司对外部融资依赖性增强。

本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供,联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

4. 公司为南方汇通微硬盘科技有限公司提供的担保已代偿了部分贷款，公司面临或有负债风险。

一、企业基本情况

贵州省开发投资有限责任公司（以下简称“贵州开投”或“公司”）前身是于 2003 年，按照中共贵州省委、省人民政府的决定（贵州省委常委会[2002]15 号文），由贵州省基本建设投资公司和贵州省旅游投资有限公司合并组建而成，是省属“大一型”的国有独资企业。公司注册资本金 30 亿元，资产分布在以能源领域为主，交通、旅游、金融等多元化投资为辅的数个领域。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 94.77 亿元，所有者权益 46.02 亿元；2010 年公司实现营业收入 1.73 亿元，利润总额 1.74 亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市延安中路 110-2 号；法定代表人：周和生。

二、经营管理分析

1. 电力行业现状

2010 年下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据，2010 年国内累计全社会用电量 41923 亿千瓦时，同比增长 14.56%，但受节能减排等政策影响，2010 年全社会用电需求量增幅开始回落，其中，第二产业用电量增幅最大，全年达 31318 亿千瓦时，同比增长 15.41%，增幅提高 10.72 个百分点。第一产业用电量 984 亿千瓦时，同比增长 4.68%，增幅降低 2.22 个百分点；第三产业 4497 亿千瓦时，同比增长 14.02%，增幅提高 1.28 个百分点；城乡居民生活 5125 亿千瓦时，同比增长 12.02%，与上年基本持平。2011 年上半年，全国全社会用电量 22515 亿千瓦时，同比增长 12.2%，其中第一产业同比增长 5.9%、第二产业同比增长 11.9%、第三产业同比增长 15.3%。

电力投资方面，2010 年中国基建新增发电设备容量 9127 万千瓦，其中水电 1661 万千瓦，火电 5872 万千瓦，核电 174 万千瓦，并网风电 1399 万千瓦。截至 2010 年底，中国发电设备容

量 96219 万千瓦，其中水电装机容量 21340 万千瓦，火电装机容量 70663 万千瓦，核电装机容量 1082 万千瓦，风电并网装机容量 3107 万千瓦。2011 年 1-9 月，全国电源工程完成投资 2428 亿元，其中水电 635 亿元，火电 742 亿元，核电 532 亿元，风电 477 亿元。全国电源新增生产能力（正式投产）4962 万千瓦，其中水电 873 万千瓦，火电 3295 万千瓦，核电 109 万千瓦，风电 658 万千瓦。电网工程完成投资 2201 亿元，电网建设新增 220 千伏及以上变电容量 12817 万千伏安、线路长度 22507 千米。

2011 年 1-9 月，全国规模以上电厂发电量 34540 亿千瓦时，比去年同期增长 12.7%。其中，水电 4674 亿千瓦时，同比减少 0.6%；火电 28532 亿千瓦时，同比增长 14.4%；核电 650 亿千瓦时，同比增长 22.9%。全国主要电网统调发电量 32565 亿千瓦时，最高发电力合计 64911 万千瓦，与去年同期相比分别增长 12.06%（日均）和 12.45%。从全国来看，由于多年来发电装机持续稳步增长，目前全国电力的装机供应能力总量充足，但电源结构有所调整，火电装机容量增幅偏低，且从地域上看，东部和中部省份装机增幅放缓。

进入 2010 年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1 月份国内 6000 千瓦以上机组平均利用小时数实现 5 年来的首次正增长，2010 年，全国发电设备平均利用小时为 4660 小时，同比增加 114 小时，为 2004 年以来发电设备利用小时持续下降后的首次回升，其中火电机组利用小时同比增加 166 小时；2010 年受年初大范围干旱影响，水电机组利用小时同比出现较大下降，但自三季度进入丰水期，多数电站来水状况有明显改善，2010 年水电机组平均利用小时为 3429 小时，同比增加 101 小时。

从设备利用效率看，2011 年 1-9 月，全国发电设备累计平均利用小时为 3603 小时，比去年同期增加 78 小时。其中，水电设备平均利用小时为 2388 小时，比去年同期下降 301 小时；火电设备平均利用小时为 3986 小时，比去年同期增

长193小时。

电煤供应及价格波动仍是影响火电企业运营的重要因素。2009年四季度末，国内市场电煤价格又一次进入上升通道，2010年1月份主要电煤的平均价格较2009年10月份同比增幅超过25%，煤炭价格一直保持在高位运行，2011年8月，秦皇岛山西优混平仓价为725-735元/吨，较3月有所下降，但仍保持较高水平。由此也导致火电企业的经营压力再一次加大，火电企业出现亏损。2011年上半年，全国火电生产企业实现利润87亿元，同比降低48.3%。

水电方面，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，未来将开展水电和火电同价试点，提高相对偏低的水电价格。目前，中国大部分水电上网收购价格远低于火电，如果按照同质同价的原则，水电和火电价格应当完全一致，这样必然会提高水电收购价格。尽管该工作目前仍处于试点阶段，但水电企业有望获得良好的发展政策。

总体上，2010年用电需求回升态势持续，行业景气度明显改善，2011年全年国内煤炭价格仍将维持上涨态势，对火电行业的盈利形成一定负面影响。目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再生能源的背景下，水电行业具有良好的发展前景。

2. 经营分析

公司运营

公司主营投资、融资、资产运营及相应的项目经营管理，涉及电力、煤炭、交通、旅游、金融等行业。

公司本部作为投资性企业，主营业务收入主要为资金占用费收入（即委托贷款利息收入），本部利润主要来源于投资收益。2010年公司本部实现主营业务收入2495.77万元，利润总额16389.76万元，其中投资收益28791.41万元。

2010年公司合并营业收入17309.13万元，主要来自核心子公司黄果树公司旗下黄果树景

区的旅游业务收入，具体包括景区门票收入、景区内酒店服务收入和观光车客运收入等。2010年景区接待人数减少，收入较上年有所减少，但客运、委托贷款和其他业务收入均较上年增加，使得2010年公司营业收入较2009年增长5.18%。

表1 公司收入构成及变动情况（万元）

业务板块	2009年	2010年	变动率（%）
客运	2037.99	2477.77	21.58
旅游服务	14288.09	12469.16	-14.59
委托贷款业务	130.04	750.93	477.46
其它收入		1611.26	-
合计	16456.13	17309.12	5.18

资料来源：公司提供

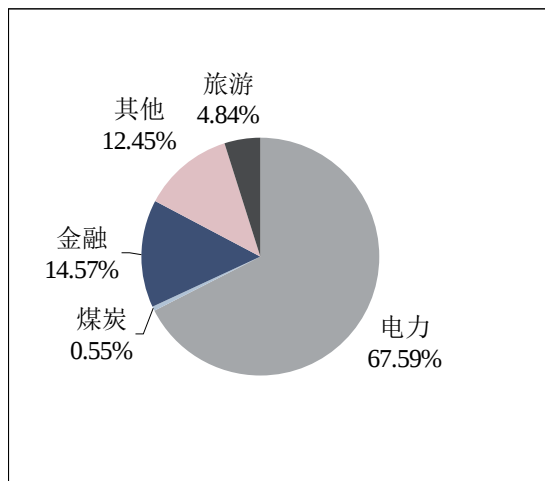
黄果树公司原名贵州黄果树旅游集团有限公司，经改制后于2009年正式更名为贵州黄果树旅游集团股份有限公司，截至2010年底，公司持股49.00%。黄果树公司拥有黄果树大瀑布、天星桥、陡坡塘、石头寨、郎宫等几大景区，其中核心景区黄果树大瀑布1982年被评为首批的国家级风景名胜，2006年被审定为首批的5A级旅游区。黄果树大瀑布高77.8米、宽101.0米，是亚洲第一大瀑布，也是世界著名大瀑布之一。目前，黄果树景区门票价格为180元/人（套票价），景区观光车票50元/人。

随着经济发展和生活水平的提高，游客出行需求将会扩大，加之国家对旅游产业扶持力度的不断增强，黄果树旅游发展前景良好。

公司投资

截至2010年底，公司长期股权投资余额38.00亿元，较上年的34.77亿元增长9.27%，仍以电力、交通、金融和旅游板块为主。2010年，公司实现投资收益3.11亿元，较2009年的2.19亿元增长42.30%，主要来自金融板块和电力板块。

图2 2010年底公司投资收益分布情况



资料来源：公司提供

(1) 电力投资

电力板块是公司的主导产业，公司投资的主要电力企业包括贵州黔桂发电有限责任公司（简称“黔桂发电站”）、安顺发电有限责任公司（简称“安顺发电站”）、天生桥一级水电开发有限责任公司（简称“天生桥一级水电站”）、贵州中电电力有限责任公司（简称“中电电力”），以及龙滩水电开发公司（简称“龙滩水电”）、重庆彭水水电开发公司（简称“彭水水电站”）、贵州兴义电厂和习水二郎电厂等在建电厂。此外，公司还拥有贵州黔源电力股份有限公司（简称“黔源电力”，上市公司，股票代码 002039）6.72%（其中直接持股 5.37%）股权，按照新会计准则要求反映在“可供出售金融资产”科目。截至 2011 年 6 月底，公司累计拥有权益装机容量 315.58 万千瓦。

2010 年电力板块投资收益占公司投资收益 67.59%，主要由重庆彭水水电站、黔桂发电站、天生桥一级水电站、安顺发电站构成。受电煤价格上涨带来的发电成本增加影响，公司部分火电站投资收益较上年有所减少，如黔桂发电站的投资收益自 2009 年的 6410.55 万元减少至 4965.95 万元，安顺发电站的投资收益自 2009 年的 4269.47 万元减少至 4033.24 万元，天生桥一级水电站由上年的 4010 万元减少至 2130 万

元；同时，公司投入运营的部分电站开始盈利，如彭水水电站运行情况良好，2010 年贡献投资收益 2809.35 万元。

表2 公司已投产发电资产分布

参股公司	装机容量 (万千瓦)	股权比例 (%)
黔桂发电	40	36.50
安顺发电	60	40.00
天生桥一级水电站	120	10.00
黔源电力	291	6.72
中电电力	60	12.00
龙滩水电站	490	5.00
彭水水电站	175	12.00

资料来源：公司提供

公司在建发电项目主要包括贵州兴义电厂和习水二郎电厂。

表3 公司在建发电资产分布

参股项目	装机容量 (万千瓦)	总资本金 (亿元)	股权比例 (%)	投产时间 (年)
贵州兴义电厂	120	9.80	51	2011
习水二郎电厂	132	10.38	30	2012
黔桂发电小改大机组	132	--	36.5	2012

资料来源：公司提供

贵州兴义电厂是由公司、广西投资集团有限公司、深圳市博达煤电开发有限公司、贵州溜矿能源开发有限公司、黔西南州工业投资有限责任公司共同投资建设，公司为第一大股东。贵州兴义电厂规划建设 4 台 60 万千瓦燃煤发电机组，一期建设 2 台 60 万千瓦燃煤发电机组。贵州兴义电厂被列入贵州省第三批重点电源项目规划的首个项目，并已列入贵州、广西两省人大通过的“十一五”规划和南方电网“十一五”规划中，位于“西电东送”南通道中部，所发电量全部送广西，且贵州、广西两省已签订了送电协议，2011 年已投产，将成为公司收入贡献的重要来源。

习水二郎电厂一期建设 2 台 66 万千瓦超临界燃煤发电机组，已列入贵州省第三批重点电源项目规划，并列入贵州、重庆两省市人大通过的“十一五”规划。习水二郎电厂属典型的

坑口电厂，毗邻重庆，由重庆电网调度并消纳全部电量。2011年3月，该项目获得国家能源局《关于同意贵州习水二郎电厂项目开展前期工作的复函》（国能电力〔2011〕89号）。

（2）其他投资

煤炭板块，公司主要投资企业包括贵州西能煤炭勘查开发有限公司（持股比例14.29%）、贵州松河煤业发展有限公司（持股比例10.00%）、贵州兴安煤业有限公司（持股比例30.00%）等。截至2010年底，煤炭板块投资收益占公司投资收益比例较低。

交通板块，公司主要投资企业包括贵州水红铁路有限责任公司（持股比例42.66%）、黄织铁路（持股比例10%），荔波机场和安顺机场（相关股权手续正在办理，持股比例尚未确定）。由于交通板块业务的公益性较强，2010年其投资收益贡献低。

旅游板块，公司主要投资企业包括贵州省花溪宾馆（持股100%）、花溪迎宾馆（持股100%）、贵州饭店（持股100%）、黄果树扶梯公司（持股10%）。其中，贵州饭店、花溪宾馆系与原旅游投资公司合并并由原旅游投资公司转入公司，根据省财政厅黔财预〔2009〕114号文，省财政对花溪迎宾馆和花溪宾馆改扩建和维修形成的固定资产产权由省委办公厅划转到公司管理，由于上述3家单位行政管理体制尚未理顺，公司未将其纳入合并范围，暂采用成本法核算。

金融板块，公司主要投资企业包括贵阳市商业银行（持股比例10.97%）、华能贵诚信托投资有限责任公司（持股比例26.28%）、贵州中鼎投资管理公司（持股比例42.00%）、安顺市城市信用社（持股比例3.61%）。公司参股的贵阳市商业银行是贵州省第一家具有独立法人资格的地方性股份制商业银行。公司作为第二大股东的贵诚信托投资有限责任公司是贵州省内唯一一家信托投资机构，该公司以信托投资业务为主体，是公司金融投资的重要平台。截至2010年底，金融板块投资收益占公司投资收

益的14.57%，较上年有所提高。

总体看，2010年公司收入主要来自黄果树大瀑布等景区的旅游收入，旅游业务成为其收入的主要来源，投资收益对利润贡献大；同时，随着在建电站的陆续投产，公司核心电力板块投资收益呈增长趋势。公司在建项目仍集中在电力等能源领域，行业前景较好。

3. 管理分析

2010年，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

三、募集资金使用情况

公司于2010年2月发行5亿元公司债券“10贵投债”（以下简称“本期债券”），募集资金用于重庆乌江彭水水电站项目建设（公司持股12%）。2011年已兑付利息。彭水水电站装机容量175万千瓦，是乌江干流规划开发的第二大水电站。该项目投资总额121.51亿元，其中项目资本金24.30亿元。2010年和2011年1-6月完成投资分别为117万元和123万元，2009年彭水水电站已投入运营，2010年整体盈利3.56亿元。

四、财务分析

公司提供的2010年财务报表已经天健正信会计师事务所有限公司贵州分公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入17309.13万元，较2009年增长2.31%，主要来自客运、委托贷款、其他业务收入的增加；其中主营业务收入为15885.02万元，较上年减少5.15%，主要由于当年接待游客较少，旅游服务收入下降。公司2010年营业成本较2009年下降12.63%，营业利润率上升至54.19%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主。公司期间费用合计14977.87万元，占营业

收入的 86.53%，较上年上升 26.08%，其中公司债务规模扩大致使财务费用较上年大幅增加，占营业收入比重为 34.99%，公司期间费用支出多，费用控制能力弱。

公司利润主要来自对贵州黔桂发电有限责任公司、贵州安顺发电有限责任公司等参股公司的股权投资收益。随着彭水水电站的建成投产以及金融板块收益的提高，2010 年公司实现投资收益 31140.16 万元，较上年增长 42.30%。投资收益增长对公司利润贡献大，2010 年公司实现利润总额和净利润分别为 17442.30 万元和 17123.98 万元。

从盈利能力指标看，2010 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.65% 和 3.72%，较上年有所下降。

总体看，公司收入主要是旅游服务收入，期间费用支出过高，营业收入无法覆盖营业成本及期间费用，公司利润主要来自投资收益，公司费用控制能力有待改善。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为景区门票收入及相关配套服务收入，2010 年为 15405.20 万元，较上年减少 9.26%，现金收入比为 89.00%，较上年下降 11.35 个百分点，收入实现质量进一步下降。公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金主要为委托贷款本金的收回和支付。2010 年分别为 15581.86 万元和 36988.28 万元，回收款项较上年减少，而支付的款项较上年大幅增长 142.24%，主要由于公司当年委托贷款扩大，致使经营活动现金流出较上年增长 96.22%，同期公司经营活动现金流量净额由上年的 7291.34 万元转为负值 -22067.45 万元，经营现金流波动大。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流入主要是收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金（主要为长期股权投资分红）。2010 年分别为 6580.96 万元和 16732.89 万元，

较上年分别增加 6199.52 万元和 8152.64 万元。2010 年公司取得投资收益收到的现金与利润表中投资收益比例为 53.73%，投资收益实现质量较上年有所改善，但整体仍较差；公司 2010 年购买固定资产、无形资产等支付的现金为 176213.89 万元，较上年大幅增长 114.28%，同期，公司投资支付的现金增至 43100.03 万元，较上年增加 40097.03 万元，主要因长期股权投资增加。公司 2010 年投资活动产生的现金净流量为 -197181.90 万元，资金缺口扩大，对外融资需求较大。

2010 年公司长短期借款大幅增加，以及新增 5 亿元债券致使公司筹资活动现金流入增至 314010.77 万元，较上年大幅上升 122.36%；同期公司筹资活动现金流出增幅较小，因此筹资活动现金净流入大幅增加至 248025.25 万元，筹资活动产生的净现金流为 248025.25 万元。

总体看，公司用于投资的现金净流出规模较大，鉴于公司主业盈利能力较弱以及投资收益实现质量不高，公司主要通过举债来满足其资金需求，对外部债务的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

截至 2010 年底，公司资产总额为 947678.79 万元，较上年增长 60.94%，主要来自于长期股权投资、在建工程和工程物资的增加。流动资产占比小幅下降至 13.72%，非流动资产占比升至 86.28%。

截至 2010 年底，公司资产以长期股权投资、在建工程和工程物资为主，占比分别为 40.10%、17.26% 和 21.40%。

截至 2010 年底，公司流动资产合计 129974.26 万元，较上年增长 52.64%，其中占比较大为货币资金（占 58.65%）和其他应收款（占 32.53%）。公司货币资金 76223.95 万元，较上年增长 58.65%，主要为现金和银行存款，无其他受限资金；其他应收款 42278.45 万元，主要为资金信托款、委托贷款和工程借款，前五名分别为黄果树管委会财政局、贵州省八鸽

岩地块建设项目工程指挥部、赤水旅游投资公司、华能贵诚信托投资有限公司和贵州省国际会议中心有限责任公司，合计 46900 万元，占比 72.62%，集中度较高，其中账龄在 1 年以内的占 40.56%、1-3 年的占 36.95%、3 年以上的占 22.49%，2010 年公司对其他应收款计提坏账准备 5942.11 万元。

截至2010年底，公司非流动资产817704.53万元，较上年增长59.25%，主要来自在建工程和工程物资的增长，其中在建工程较上年增加131821.97万元，主要为公司电厂项目新增投资；工程物资较上年增加134775.20万元，主要为新增待安装设备；长期股权投资379980.00万元，较上年增长9.27%，主要是增加对联营企业的权益投资。公司非流动资产构成以建工程、工程物资和长期股权投资为主；截至2010年底，公司长期股权投资（主要集中在能源交通领域）、在建工程和工程物资占非流动资产的比重分别为46.47%、20.01%和24.80%。

总体来看，公司是投资控股型企业，资产构成中长期股权投资占比较大，资产流动性一般。

截至 2010 年底，公司所有者权益为 460190.54 万元（含少数股东权益 40676.03 万元），较上年增长 8.68%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。公司所有者权益中，股本占 76.75%、资本公积占 14.44%、盈余公积占 0.9%、未分配利润占 7.88%，少数股东权益占 8.84%，公司权益结构稳定性强。

截至 2010 年底，公司负债总额 487488.25 万元，较上年增长 194.70%，主要来自长短期借款的增加以及应付账款和应付债券的增加。其中流动负债和长期负债分别占 49.77%和 50.23%。截至 2010 年底，公司全部债务总额为 405130.72 万元，较上年大幅增长 170.03%，其中短期债务和长期债务分别为 173910.72 万元、231220.00 万元。2010 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别由上年的 28.09%和 26.29%上升至 51.44%和 46.82%，公司债务负

担加重。

4. 偿债能力

截至2010年底，公司流动负债大幅增加导致公司流动比率和速动比率分别由上年的 153.71%和152.01%降至53.57和52.51%；公司经营现金流入量/流动负债为12.77%，经营现金流对流动负债保障较低，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，公司 2010 年 EBITDA 较上年增长仅 6.19%，但利息支出较上年增长 163.99%，2010 年公司 EBITDA 利息倍数自上年的 9.91 倍降至 4.40 倍；全部债务/EBITDA 自上年的 6.54 倍升至 15.81 倍，公司长期债务偿还压力增大。

在或有负债方面，截至2010年底，公司对外担保余额为9.59亿元，担保比例为20.83%。其中：公司与贵州开磷（集团）有限责任公司互为发行债券担保方，其余被担保方均为公司关联企业，经营正常。此外，公司为南方汇通微硬盘科技有限公司（以下简称“微硬盘公司”）向中国建设银行贵阳市分行营业部贷款2000万元美元提供担保，于2005年到还款期。已解除担保700万美元，仍余1300万美元。公司于2010年6月与中国建设银行贵阳京瑞支行就南方汇通微硬盘科技有限公司贷款担保事项达成和解协议，公司一次性代南方汇通微硬盘科技有限公司偿还1102.64万美元，剩余担保债务全部免除。

五、担保分析

本期债券由贵州开磷提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

贵州开磷前身为贵州开阳磷矿矿务局（始建于1958年，是国家最早重点投资建设的三大磷矿石生产基地之一）。1995年6月，经原国家经贸委和贵州省人民政府批准，贵州开阳磷矿矿务局改制为国有独资公司，并更名为“贵州

开磷（集团）有限责任公司”。贵州开磷主要从事磷矿石及磷肥等产品的生产和销售，截至2011年3月底，贵州开磷已形成年产磷矿石220万吨、重过磷酸钙10万吨、磷酸二铵120万吨、磷酸一铵40万吨和合成氨60万吨的生产能力，是中国高浓度磷肥生产企业十强之一，中国石油和化工行业百强企业。

截至2010年底，贵州开磷注册资本10亿元，目前股东为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（持股53.86%）、黑龙江北大荒农垦集团农业生产资料有限公司（持股21.39%）、金石投资有发公司（持股24.75%）。贵州开磷注册地址：贵州省贵阳市中华南路203号（海天商厦8-12楼）；法定代表人：屈庆麟。

磷肥行业发展

近年来中国化肥行业的高速发展推动了产能持续膨胀，导致氮肥和磷肥的产能过剩问题较为突出。2009年，尽管在市场需求低迷的背景下，中国氮肥和磷肥产量在巨大的产能下仍保持增长。2010年中国磷肥产量（折纯）为1701万吨，同比增长20.2%。而在消费需求方面，近年来国内化肥消费需求从高增长转入稳定期，增长潜力较小。2010年国内磷肥产能约为2000万吨，明显高于1200万吨左右的需求量，行业产能过剩态势进一步加剧。

固定资产投资方面，2010年国内化肥行业共完成固定资产投资988.1亿元，同比增长7.0%，为近十年来最低。

价格方面，2010年由于国内外化肥市场需求逐渐回升，同时硫磺等原材料价格的逐渐上涨也使得磷酸二铵的价格有所回升，截至2011年6月，国内磷肥价格保持稳定，长三角磷酸二铵价格达到3275元/吨。2011年国际硫磺市场供需缺口为100万吨，磷肥价格和硫磺价格短期内很难回落。

总体看，近年来产能过剩和生产成本大幅增加，使中国磷肥生产企业经营面临一定困难，但随着国内外化肥市场需求逐渐回升、硫磺等原材料价格逐渐上涨以及国家陆续出台的一系

列大力发展农业的相关政策，磷肥行业有望在调整中维持稳定发展。

贵州开磷经营情况

2010年贵州开磷获得了贵州开磷化肥有限责任公司（以下简称“开磷化肥”）以及贵州开磷息烽合成氨有限责任公司（以下简称“合成氨公司”）的控制权，贵州开磷增加了磷肥及化工品的贸易业务以及合成氨的生产销售业务。另外，贵州开磷的磷铵项目投产，形成了磷肥的生产销售业务。上述因素使得开磷化肥业务结构发生较大变化，2010年开磷化肥收入主要来源于磷肥及化工品的贸易业务、磷肥的生产销售业务，而磷矿石产品的收入及占比均大幅度下降，开磷化肥的业务结构发生了重大变化，贵州开磷收入来源多元化。

表4 2009年至2010年公司收入构成情况表

单位：万元

项目	2010年		2009年	
	收入	占比	收入	占比
磷矿石产品	19727.19	3.31%	32446.29	92.67%
磷酸一铵	24152.15	4.05%	0.00	0.00%
磷酸二铵	163514.11	27.45%	0.00	0.00%
合成氨	10342.38	1.74%	0.00	0.00%
贸易	369041.53	61.95%	0.00	0.00%
质检服务	1918.84	0.32%	1617.41	4.62%
其他业务	7019.92	1.18%	948.99	2.71%
合计	595716.13	100.00%	35012.69	100.00%

资料来源：公司提供

2010年，贵州开磷生产的磷矿石自用128.16万吨，对外销售99.60万吨，客户为开磷有限。合成氨公司的产品除其副产品甲醇由合成氨公司销售外，液氨全部保证生产磷肥所需，剩余部分销售给贵阳中化开磷化肥有限公司，2010年贵州开磷自用14.93万吨，对外销售3.70万吨。贵州开磷硫磺主要通过进口购买，货款主要采用信用证结算。2010年7月以来，硫磺价格快速上涨，对贵州开磷的成本控制带来一定

压力。贵州开磷生产的磷肥主要通过开磷化肥销售，开磷化肥拥有较强的销售网络，2010年，贵州开磷生产的磷酸一铵、磷酸二铵销售量分别为11.38万吨、60.48万吨，产销率分别为99.48%、99.03%，销售情况良好。

贸易方面，贵州开磷销售网络覆盖面广，拥有较为稳定的购销渠道，但贵州开磷产品出口比例较高，频繁变更的化肥出口关税政策对贵州开磷经营存在较大影响。在获得开磷化肥的控制权后，贵州开磷新增了贸易业务，开磷化肥是整个开磷系的产品销售平台，除销售开磷集团生产的磷肥产品外，也销售其他关联公司生产的磷肥，同时还从事其他化工产品的贸易。目前贵州开磷从事贸易的产品主要有磷酸一铵、磷酸二铵、重钙、普钙、氟硅酸钠、复合肥、精甲醇、硫磺等。其中磷酸二铵的贸易占比较高。贵州开磷经营多年，供应商较为稳定，有效的保障了产品的供应，同时贵州开磷销售网络覆盖面广，积累了较为稳定的客户。

贵州开磷财务情况

贵州开磷新纳入合并范围的包括合成氨公司和开磷化肥，导致2010年底公司资产规模126.64亿元，较2009年增长47.69%。所有者权益（含少数股东权益）24.22亿元，同比上升7.50%；2010年贵州开磷合并口径实现营业收入和利润总额分别为81.22亿元和2.12亿元，收入较上年上升100.89%，利润较上年下降12.40%，主要是毛利率较低的贸易业务增加多所致。

从现金流情况来看，2010年贵州开磷经营活动现金流仍以商品购买销售产生的现金流为主，2010年销售商品、提供劳务收到的现金为92.20亿元，经营活动现金净流量为2.18亿元；受投资性支出增加影响，贵州开磷2009年投资活动现金净流出量-15.21亿元；2010年贵州开磷筹资活动前现金流量为负值，当期筹资活动现金净流入量16.774亿元。

从资本及债务规模来看，截至2010年底，贵州开磷资产总额126.64亿元，主要来自货币资金、其他应收款、存货、固定资产、在建工

程为主；贵州开磷资产负债率80.87%，较上年略有下降。

综合考虑，联合资信维持贵州开磷主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

六、本期债券偿还能力分析

2010年公司经营活动产生的现金流入量及现金流量净额分别是“10贵投债”的0.62倍和-0.44倍，较2009年的0.69倍和-0.15倍均有所下降；2010年公司EBITDA是本期债券发行额度的0.51倍，EBITDA对本期债券保障程度较低。考虑到公司作为贵州省政府电力建设投资主体，所参股的电站均为优质电源项目，随着在建电站的陆续投入运营，其利润规模和盈利能力有望得以提升；公司目前对本期债券具备一定的偿还能力。

本期债券由贵州开磷提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。以贵州开磷2010年底财务数据为基础，本期5亿元公司债券占其资产总额的3.95%、所有者权益的20.64%，占其净资产比例较高；2010年贵州开磷实现营业收入81.22亿元，本期债券占其营业收入的6.16%，占比较低，但2010年利润总额规模较小（为2.12亿元），立即偿还此笔担保债务对贵州开磷有一定的影响。

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10贵投债”AA⁻的信用等级。

附表 1 截至 2010 年底公司纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	权益比例 (%)	备注
1	施秉县旅游开发有限公司	560	旅游开发	65.00	09 年新合并
2	贵州新能实业发展公司	13680	能源开发与投资	100.00	
3	贵州兴义电力发展有限公司	27000	火力发电	42.00	实际控制，09 年新合并
4	贵州旅华房地产开发有限责任公司	1000	房地产开发	100.00	房地产开发
5	贵州黄果树旅游集团股份有限公司	14690	旅游服务	49.00	实际控制，09 年新合并
6	贵州多彩贵州城建设经营有限公司	5000	非金融性项目投资	40.00	实际控制，09 年新合并

附表 2-1 贵州开投合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	47397.25	76223.95	60.82
交易性金融资产	0.00	0.00	-
应收票据	0.00	0.00	-
应收账款	3723.56	653.98	-82.44
预付款项	859.15	6022.11	600.94
应收利息	0.00	31.70	-
应收股利	0.00	2190.00	-
其他应收款	30078.18	42278.45	40.56
存货	945.29	2574.06	172.30
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	-
其他流动资产	2150.00	0.00	-100.00
流动资产合计	85153.43	129974.26	52.64
非流动资产：			
可供出售金融资产	17338.39	19873.19	14.62
持有至到期投资	6799.90	16838.33	147.63
长期应收款	0.00	0.00	-
长期股权投资	347745.28	379980.00	9.27
投资性房地产	186.52	174.59	-6.40
固定资产	13551.42	12715.00	-6.17
在建工程	31771.14	163593.11	414.91
工程物资	67985.71	202760.91	198.24
固定资产清理	0.00	0.00	-
生产性生物资产	0.00	40.74	-99.47
油气资产	0.00	0.00	-
无形资产	7685.59	9111.69	2150.41
开发支出		0.00	-100.00
商誉	404.89	2414.37	3544.33
合并价差	0.00	0.00	-
长期待摊费用	10104.55	10146.50	0.42
递延所得税资产	66.25	56.09	-15.33
其他非流动资产	0.00	0.00	-
非流动资产合计	503687.67	817704.53	59.15
资产总计	588841.11	947678.79	58.22

附表 2-2 贵州开投合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	44030.00	149828.80	240.29
交易性金融负债	0.00	0.00	-
应付票据	0.00	14081.92	-
应付账款	74.98	56980.09	75893.71
预收账款	0.04	3.59	8876.50
应付职工薪酬	950.99	1244.23	30.84
应交税费	578.76	-404.77	-169.94
应付利息	0.00	3152.93	-
应付股利	0.00	0.00	-
其他应付款	8759.73	7722.07	-11.85
预计负债	0.00	0.00	-
一年内到期的非流动负债	1000.00	10000.00	900.00
其他流动负债	3.60	3.60	-0.06
流动负债合计	55398.10	242612.45	337.94
非流动负债：			
长期借款	106000.00	181220.00	70.96
应付债券	0.00	50000.00	-
长期应付款	0.00	9000.00	-
专项应付款	0.00	0.00	-
预计负债	0.00	0.00	-
递延收益	0.00	0.00	-
递延所得税负债	4022.10	4655.80	15.76
其他非流动负债	0.00	0.00	-
非流动负债合计	110022.10	244875.80	122.57
负债合计	165420.20	487488.25	194.70
所有者权益：			
实收资本（或股本）	321993.72	321993.72	0.00
资本公积	55617.75	60570.10	8.90
减：库存股	0.00	0.00	-
盈余公积	2225.56	3900.55	75.26
未分配利润	17604.30	33050.15	87.74
归属于母公司所有者权益合计	397441.33	419514.52	5.55
少数股东权益	25979.59	40676.03	56.57
所有者权益合计	423420.91	460190.54	8.68
负债和所有者权益总计	588841.11	947678.79	60.94

附表 3 贵州开投合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入	16917.95	17309.13	2.31
减: 营业成本	7935.15	6933.02	-12.63
营业税金及附加	992.30	996.46	0.42
销售费用	2423.19	2144.92	-11.48
管理费用	5598.11	6776.37	21.05
财务费用	2205.94	6056.58	174.56
资产减值损失	2070.62	645.37	-68.83
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	-
投资收益	21884.11	31140.16	42.30
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	-
汇兑收益	0.00	0.00	-
二、营业利润	17576.75	24896.57	41.64
加: 营业外收入	1245.35	207.51	-83.34
减: 营业外支出	171.14	7661.78	4376.91
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	-
三、利润总额	18650.96	17442.30	-6.48
减: 所得税费用	243.00	318.33	31.00
四、净利润	18407.96	17123.98	-6.98

附表 4-1 贵州开投合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	16977.26	15405.20	-9.26
收到的税费返还	14.83	0.42	-97.14
收到其他与经营活动有关的现金	17337.17	15581.86	-10.12
经营活动现金流入小计	34329.26	30987.48	-9.73
购买商品、接受劳务支付的现金	1021.57	6870.53	572.55
支付给职工以及为职工支付的现金	5223.58	4995.79	-4.36
支付的各项税费	5523.45	4200.34	-23.95
支付其他与经营活动有关的现金	15269.32	36988.28	142.24
经营活动现金流出小计	27037.92	53054.94	96.22
经营活动产生的现金流量净额	7291.34	-22067.45	-402.65
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	381.44	6580.96	1625.29
取得投资收益收到的现金	8580.25	16732.89	95.02
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1.04	174.04	16634.53
收到其他与投资活动有关的现金	8186.97	279.15	-96.59
投资活动现金流入小计	17149.70	23767.04	38.59
购建固定资产、无形资产等支付的现金	82236.14	176213.89	114.28
投资支付的现金	3003.00	43100.03	1335.23
支付其他与投资活动有关的现金	331.29	1635.02	393.53
投资活动现金流出小计	85570.43	220948.94	158.21
投资活动产生的现金流量净额	-68420.73	-197181.90	188.19
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	4617.43	69304.00	1400.92
取得借款收到的现金	136530.00	244548.80	79.12
发行债券收到的现金	0.00	0.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	68.68	157.97	130.01
筹资活动现金流入小计	141216.11	314010.77	122.36
偿还债务支付的现金	36130.00	54913.79	51.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5236.10	11051.40	111.06
支付其他与筹资活动有关的现金	14.18	20.33	43.38
筹资活动现金流出小计	41380.28	65985.52	59.46
筹资活动产生的现金流量净额	99835.83	248025.25	148.43
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-
五、现金及现金等价物净增加额	38706.44	28775.89	-25.66
加: 期初现金及现金等价物余额	8690.79	47448.06	445.96
六、期末现金及现金等价物余额	47397.23	76223.95	60.82

附件 4-2 贵州开投合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年
一、将净利润调节为经营活动的现金流量		
净利润	18407.96	17123.98
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)		
计提的资产减值准备	2070.62	645.37
固定资产折旧	1829.99	1812.50
无形资产摊销	102.41	108.74
长期待摊费用摊销	178.81	442.19
待摊费用减少		
预提费用增加		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-68.61	3.41
固定资产报废损失	-3.39	-3.39
公允价值变动损失		
财务费用	2105.98	6097.51
投资损失(减:收益)	-21884.11	-31140.16
递延所得税资产减少		
递延所得税负债增加	1264.57	506.96
存货的减少(减:增加)	87.15	-5253.39
经营性应收项目的减少	4778.16	-12936.76
经营性应付项目的增加	-1191.61	522.19
其他	-386.57	
经营性活动产生的现金流量净额	7291.34	-22067.45
二、现金及现金等价物净增加情况		
现金的期末余额	47397.25	76223.95
减: 现金的期初余额	8690.79	47448.06
现金等价物的期末余额		
减: 现金等价物的期初余额		
现金及现金等价物净增加额	38706.46	28775.89

附件 5 贵州开投主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	4.73	7.91
存货周转次数(次)	8.01	3.94
总资产周转次数(次)	0.03	0.02
现金收入比(%)	100.35	89.00
盈利能力		
营业利润率(%)	47.23	54.19
总资本收益率(%)	3.61	2.65
净资产收益率(%)	4.35	3.72
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	20.02	33.44
全部债务资本化比率(%)	26.29	46.82
资产负债率(%)	28.09	51.44
偿债能力		
流动比率(%)	153.71	53.57
速动比率(%)	152.01	52.51
经营现金流动负债比(%)	13.16	-9.10
EBITDA 利息倍数(倍)	9.91	4.40
全部债务/EBITDA(倍)	6.54	15.81
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.40	-0.54
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-26.25	-37.63

注：EBITDA利息倍数未考虑资本化利息因素。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 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，违约风险较高
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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。