

跟踪评级公告

联合[2013] 831 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持保山市国有资产经营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“12保山债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二日



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>

保山市国有资产经营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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 保山债	8 亿元	2012/12/10-2019/12/10	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 2 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	4.70	3.48	4.56
资产总额(亿元)	116.61	125.16	213.07
所有者权益合计(亿元)	43.25	45.68	113.66
短期债务(亿元)	9.51	14.45	24.54
全部债务(亿元)	63.14	68.51	86.33
营业收入(亿元)	10.23	16.42	16.10
利润总额(亿元)	2.75	3.14	6.64
EBITDA(亿元)	4.51	7.76	13.31
经营性净现金流(亿元)	-0.42	7.50	11.44
营业利润率(%)	33.62	46.23	36.61
净资产收益率(%)	6.04	5.73	5.35
资产负债率(%)	62.91	63.50	46.66
全部债务资本化比率(%)	59.34	60.00	43.17
流动比率(%)	68.01	70.04	91.06
全部债务/EBITDA(倍)	13.99	8.83	6.49
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	2.41	3.51
经营现金流流动负债比(%)	-2.36	30.72	33.09

分析师

王元中

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

保山市国有资产经营有限责任公司(以下简称“保山国资”或“公司”)是云南省保山市人民政府出资组建的国有有限责任公司,是保山市市本级唯一的城市基础设施投资开发主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在政府支持、区域垄断经营、外部环境良好等方面的显著优势;同时也关注到公司未来投资规模大、资产变现能力较弱、应收款项金额较大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

考虑到公司在保山市城市基础设施投资领域的垄断地位及保山市政府持续增长的财政实力,有助于支撑公司的经营及发展,联合资信对公司评级展望为稳定。

“12 保山债”提前分期偿还本金,同时公司设置了专项偿债基金用以保障本息的按期偿还。此外,公司以合法拥有的 4 宗土地使用权为“12 保山债”提供抵押担保,具有一定增信作用。

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“12 保山债” AA 的信用级别。

优势

1. 公司是保山市市级唯一的基础设施投资运营主体,在资产划转、财政补贴等方面,得到了保山市政府大力的支持。
2. 跟踪期内,保山市经济快速发展,财政实力稳步增强,为公司发展提供了良好的外部环境。
3. “12 保山债”提前分期偿还本金,同时公司设置了专项偿债基金,并以土地使用权为“12 保山债”提供抵押担保,有助于提升“12 保山债”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内,公司整体盈利能力弱,营业收入对政府补贴依赖性很大。

2. 跟踪期内，公司其他应收款项快速增长，回收进度存在不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与保山市国有资产经营有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与保山市国有资产经营有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因保山市国有资产经营有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由保山市国有资产经营有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于保山市国有资产经营有限责任公司主体长期信用及存续期内“12 保山债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

保山市国有资产经营有限责任公司（以下简称“保山国资”或“公司”）是于2001年4月10日经保山地区行政公署保署发[2001]39号批准成立的国有独资有限责任公司，公司成立后经过数次注资，注册资本截至2012年12月底达到3.79亿元，云南保山市国有资产监督管理委员会为公司唯一出资人。

公司是云南保山市市级政府性项目的唯一基础设施建设主体。经营范围包括市政府或有关部门授权国有资产经营管理业务及经批准的其他业务；接受市政府的委托承担城市基础设施、交通基础设施及市政公用、项目的投资、融资、建设及管理业务；从事授权范围内的国有资产运营（涵盖城市土地开发、城市土地及地上、地下空间经营）、工程代建、投融资咨询服务。

截至2012年底，公司根据自身经营管理需要，设有财务部、资产经营部、办公室、融资经营部和项目投资部等五个部室。公司拥有下属子公司四家。

截至2012年底，公司（合并）资产总额为213.07亿元，所有者权益合计113.66亿元；2012年实现营业收入16.10亿元，利润总额6.64亿元。

注册住所：保山市隆阳区永昌镇保岫西路79号。法定代表人：丁昌吉。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季

度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分

类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、

医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推

进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、区域经济环境和政府支持

1. 区域经济环境

目前公司所有业务和工程项目均在保山市,公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济增长、财政收支状况的影响,并与城市发展规划密切相关。

近几年,保山市国民经济持续快速增长,全市综合实力不断提高。2012年,全市实现生产总值(GDP)389.96亿元,比上年增长15.1%,增速创改革开放以来新高。其中:第一产业增加值112.92亿元,增长6.5%;第二产业增加值133.93亿元,增长21.7%,(全部工业增加值100.06亿元,增长20.2%,其中:规模以上工业增加值增长20.1%;建筑业增加值33.87亿元,增长25.8%)第三产业增加值143.11亿元,增长15.8%;第一、二、三产业对经济增长贡献为12.4%、47.6%、40%。

2012年,全市完成固定资产投资222.6亿元,同比增长36.9%,高于全省9.6个百分点。绝对数和增速分别超过政府工作目标3.1亿元和1.9个百分点。其中:电力完成投资13亿元,增长27.6%;非电力工业完成投资45.8亿元,增长32.6%;水利、环境和公共设施管理业完成投资25亿元,增长85.3%;房地产业完成投资60.3亿元,增长90%;批发和零售业完成投资4亿元,增长99.6%。总体上全市固定资产投资保持较快增长势头,对全市经济增长拉动较为明显。

2. 财政实力

2012年,全市实现财政总收入57.4亿元,同比增长21.1%,其中地方公共财政预算收入35.5亿元,增长26.1%,比上年净增7.3亿元。城镇居民人均可支配收入达18906.6元,同比

增长16.5%;农民人均纯收入达5331元,同比增长20.1%。

综合来看,保山市经济保持了平稳较快发展,财政实力不断增强,综合实力不断提高,为城市发展提供了良好的保障和外部环境。

3. 政府支持

股权划转

根据保山市人民政府保政发[2012]281号《关于隆阳区国有资产经营有限责任公司股权划转有关事项的通知》将隆阳区国有资产经营有限责任公司(以下简称“隆阳国资”)国有股权无偿划转给本公司(2012年期末净资产为37.00亿元);保山市人民政府保政发[2012]282号《保山市人民政府关于龙陵县国有资产经营有限责任公司股权划转有关事项的通知》将龙陵县国有资产经营有限责任公司(以下简称“龙陵国资”)国有股权无偿划转给本公司(2012年期末净资产为25.85亿元)。

土地划转

根据保山市人民政府2012年下发的通知(保政发[2012]272号),保山市人民政府将保山市委党校土地资产17459.35平方米(26.19亩)、隆阳区委党校土地资产12137.46平方米(18.21亩)、隆阳区委党校所属的原云南省农业广播电视学校保山分校土地资产792.98平方米(1.19亩)无偿划转给公司,同时变更土地使用权类别为出让,土地用地性质为居住用地兼容商业、服务业设施用地。此项资产划转增加资本公积1.19亿元。

财政补贴

根据保山市人民政府2012年下发的文件(保政发[2012]280号),保山市人民政府给予公司2012年度财政补贴9000万元,补贴所涉及的有关税费予以减免,不能减免的部分由政府承担。

根据云南省财政厅文件(云财企[2012]318号、云财企[2012]364号、云财企[2012]398和云财企[2012]418号),子公司保山电力股份有

限公司 2012 年收到云南省财政厅农网还贷金返还 2.10 亿元。根据保山市财政局保财企[2012]184 号《保山市财政局关于下达 2012 年市级工业发展专项资金的通知》，子公司保山电力收到保山市财政局贷款贴息资金 100 万元。

此外，根据隆阳区人民政府隆政发[2012]154 号文件、隆政发[2012]159 号文件和隆政发[2012]160 号文件，分别给予下属公司龙陵国资、隆阳国资和隆阳城投政府补助 1 亿元、0.50 亿元和 2.00 亿元。

总体看，跟踪期内，保山市政府对于公司给予了多方面的支持，增强公司的资本和经营实力。

五、管理分析

根据保山市人民政府《关于同意变更市国有资产经营有限责任公司法定代表人的批复》（保政复【2013】36号）及保山市人民政府国有资产监督管理委员会《关于保山市国有资产经营有限责任公司法定代表人及有关事项变更的决定》（保国资监【2013】20号）文的决定：①公司法定代表人由王美艳变更为丁昌吉；②公司董事会成员由原来3人，即王美艳、陈赞泽、史万青，变更为丁昌吉、赵碧原、陈赞泽，指定丁昌吉为董事长，法定代表人；③公司监事会成员由原来5人，即李余明、赵润林、尹华、钊建萍、杨雅婷，变更为兰再清、赵润林、尹华、钊建萍、杨雅婷5人为监事会成员。

公司董事长丁昌吉先生，汉族，1958年6月生，在职研究生学历，中共党员；曾历任中共腾冲县委常委、县委办主任、副县长；龙陵县委副书记、副县长、县长；保山市发改委党组书记、主任、能源局局长；2008年12月至今，任保山市人民政府党组成员、副市长。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和股权结构方面无重大变化。

六、经营分析

跟踪期内，公司主要营业收入为电力业务（电费）和管理费收入（转贷业务）。

表1 主营业务收入情况（万元、%）

	2011年		2012年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电力行业	161015.10	46.74	156782.33	39.18
管理费收入	1039.09	100.00	753.03	100.00
合计	162054.20	47.09	157535.37	39.47

注：公司提供

（一）基础设施投资业务

公司是保山市市级政府性项目的唯一投融资主体，为了不断壮大公司实力，做强做大公司投融资能力，依据《保政复【2011】35号》文件，保山市政府赋予公司土地整理职能和保山市城市基础设施建设项目、保障房建设项目及其他政府公益性或准公益性项目的建设主体。政府公益性或准公益性项目的建设主体，公司承建的项目完工后由市财政回购，回购方案依据项目单独确定。

2012年度，根据市委、市政府安排，公司主要进行青阳片区开发建设任务，项目总投资额为83.12亿元，项目资金来源为自筹和政府补助，建设周期3-8年；截至2012年底，青阳片区项目已经完成投资额3.80亿元完成土地征收3633.536亩。由于目前项目在建，2012年度未确认营业收入。

（二）代政府融资

作为市本级的重要融资平台，公司将对外融入的资金通过财政转给其他政府部门使用，下属各县市的平台贷款均通过保山国资进行操作，并有具体用款单位承担借款本息的偿还，该借款纳入了保山各个县市的财政预算，公司不承担实际债务。2011年和2012年，公司转贷业务资金规模分别是1.21亿元和0亿元。2012年，公司通过转贷实现营业收入0.08亿元。

（三）电力

公司电力经营的主体为下属子公司—保山

电力。保山电力是在国家及云南省电力体制改革及整合的大背景下，于云南地区唯一保留的集发电和供电为一体的地方全资电力企业，其业务在保山市具有很强的垄断性。主要负责保山市110千伏及以下电网的建设和运营管理，同时，保山电力还从事保山市各支流流域的梯级电站开发建设及运营。

截至2012年底，公司拥有110千伏变电站18座，总容量104.355万千伏安；110千伏线路27条，总长789公里；35千伏变电站48座，总容量27.89万千伏安；35千伏线路91条，总长1270公里；10千伏线路11665公里；400/220伏线路15534公里；配电变压器7139台，一户一表改造及抄表到户53万户。

表2 保山电力主要经济技术指标

项目	2011年	2012年
全资发电装机总容量（万千瓦）	25.009	25.009
控股权益发电装机总容量（万千瓦）	53.1	53.1
参股权益发电装机容量（万千瓦）	11.55	11.55
全资电站发电量（亿千瓦时）	5.87	8.76
控股电站发电量（亿千瓦时）	15.26	15.43
公司销售电量（亿千瓦时）	38.23	38.2
外购电量（亿千瓦时）	34.75	31.32

资料来源：公司提供

2012年公司销售电量38.2亿千瓦时，实现营业收入15.68亿元，毛利率为39.18%，较去年同期有所下降，主要由于下游用电客户生产经营不景气导致用电量有所下降，但毛利率依然保持较好的水平。

目前公司主要在建工程有三岔和电站、西山坝新城区至固东变电站110kv线路、滇滩变电站升压扩建工程、石鼓坡110KV输变电路工程及变电站工程、世纪金元35KV变电站工程等，工程建设投资量较大。未来，保山电力将继续加大电网和电源建设力度，提升公司的电网覆盖率和电源装机容量。

七、募集资金使用情况

1. “12保山债”概要

公司于2013年1月24日发行8亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为7年期固定利率债券，同时设本金提前偿还条款，从第三个至第七个计息年度，每个计息年度末按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。

公司针对本期债券采取了分期偿还本金、设立专项偿债资金和设置土地使用权抵押等保障措施，对本期债券本息的保障作用良好。

2. 募投项目进展情况

本期债券募集资金8亿元，其中47543万元用于保山市隆阳区惠通小区保障性住房建设项目32457万元用于保山市隆阳区北片区建设项目。

表3 截至2013年5月底本期债券募集资金情况

（单位：万元）

项目	计划总投资	募集资金实际已投入项目金额
保山市隆阳区惠通小区保障性住房建设项目	79238	1424
保山市隆阳区北片区建设项目	200000	32457
合计	279238	33881

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的2012年度财务报表已经由中审亚太会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，2012年新增两家公司隆阳区国有资产经营有限责任公司（2012年期末净资产为37.00亿元，净利润2.14亿元）和龙陵县国有资产经营有限责任公司（2012年期末净资产为25.85亿元，净利润0.94亿元）。总体看，财务合并范围变动较大。

截至2012年底，公司（合并）资产总额为213.07亿元，所有者权益合计113.66亿元；2012年实现营业收入16.10亿元，利润总额6.64亿

元。

1. 盈利能力

2012 年, 公司实现营业收入为 16.10 亿元, 同比下降 1.94%, 其中主营业务收入 15.75 亿元; 2012 年营业成本为 10.06 亿元, 同比增长 15.59%, 主要由于购电成本上升。

从期间费用来看, 公司 2012 年期间费用率为 37.77%, 较上年增加 5.54 个百分点, 主要系财务费用增长所致。

2012 年公司营业外收入为 6.88 亿元, 主要系政府补助。同期, 公司实现利润总额为 6.64 亿元, 同比增长 111.65%。公司利润对政府补助依赖很大。

从盈利指标来看, 2012 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 36.61%、4.94% 和 5.35%, 分别较去年有小幅下降。

整体看, 跟踪期内, 公司营业收入和盈利能力较上年同期有小幅下降, 补贴收入是公司利润的重要来源。公司整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面, 2012 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 18.78 亿元, 现金收入比为 116.66%, 收入实现质量好。2012 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 15.01 亿元, 主要反映公司与市财政及其他相关单位往来款项以及补助资金, 受该类往来账款大幅增加影响, 经营活动现金流入量为 33.79 亿元, 较上年增长 17.96%; 2012 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 6.64 亿元, 较上年下降 28.42%; 支付的经营相关往来款及支付的项目资金(主要体现在“支付的其他与经营活动有关的现金”)为 11.56 亿元, 较上年增长 42.08%, 公司经营活动现金流出量为 22.35 亿元, 较上年增长 5.73%。2012 年公司经营活动现金流量净额为 11.44 亿元。

2012 年公司投资活动现金流入较少, 仅为

107.90 万元, 投资活动现金流出为 16.96 亿元(主要为购建固定资产、无形资产支付的现金), 2012 年公司投资活动现金净流出 16.95 亿元。

2012 年公司筹资活动现金流入以取得借款的现金为主, 公司筹资活动现金流入为 30.97 亿元, 公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主, 2012 年为 24.72 亿元。2012 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.26 亿元。

总体来看, 公司经营活动获现能力较好, 投资额较大, 具有一定对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年, 公司资产总额为 213.07 亿元, 同比增长 70.23%, 主要为 2012 年公司合并了 2 家公司使资产快速增长。其中流动资产占 14.77%, 非流动资产占 85.23%。

截至 2012 年底, 公司流动资产为 31.48 亿元, 同比增长 83.97%。公司流动资产增长主要系其他应收款增长所致。截至 2012 年底, 公司其他应收款为 15.68 亿元, 增长 182.49%, 主要为公司以及下属子公司与政府部门及工程部门往来款。按账龄划分, 一年以内的占 50.00%, 一至二年的占 33.77%。公司资金周转压力较大。

截至 2012 年底, 公司非流动资产为 181.59 亿元, 同比增长 68.05%, 公司非流动资产增长主要由于投资性房地产及在建工程增长所致。其中, 截至 2012 年底, 公司投资性房地产账面价值合计为 71.72 亿元, 主要以公司及其下属子公司的土地使用权为主(占 99.59%)。在建工程合计为 17.92 亿元, 同比增长 68.70%, 主要为电力、房建项目以及今年新增合并公司后所增加的在建项目。2012 年, 新增生物性资产 10.05 亿元, 主要为龙陵县人民政府将国有亮山林场和三江口林场的现有林地及林木资源权属划拨给下属公司龙陵县国有资产经营有限责任公司

公司。

总体来看，公司资产中其他应收款、投资性房地产和固定资产占比较大，流动性较弱，资产质量一般。

负债

截至 2012 年底，公司负债合计为 99.41 亿元，同比增长 25.07%，其中流动负债占 34.77%，非流动负债占 65.23%。

从有息债务来看，公司 2012 年底全部债务为 86.33 亿元，同比增长 26.02%，其中短期债务占 28.42%，长期债务占 71.58%。从财务构成来看，受益于政府土地划拨带来的所有者权益的快速增加，2012 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 46.66%、43.17% 和 35.22%，同比分别下降 16.85、16.83 和 18.98 个百分点。考虑到公司长期借款中有相当部分为转贷款，并不承担实际偿还责任，公司实际债务负担低于指标值。但总体来看，债务负担处于较重水平。

所有者权益

截至 2012 年，公司所有者权益为 113.66 亿元，其中实收资本占 3.61%，资本公积占 86.21%，未分配利润占 9.72%。其中，资本公积以政府向公司划拨股权、土地使用权及其他固定资产为主。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2012 年公司流动比率、速动比率分别为 91.06% 和 89.37%，2012 年公司经营现金流动负债比为 33.09%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，公司 2012 年 EBITDA 快速增长，三年平均为 13.31 亿元，2012 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.51 倍和 6.49 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2012 年底，公司获得各家银行授信总额为 44.81 亿元，尚未使用额度为 2 亿元，

公司间接融资有待拓展。

截至 2012 年底，公司（合并口径）对外担保余额为 3750 万元，主要是为保山学院、保山第一中学担保，担保比率不高。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（报告编号为：E201305150002571204），截至 2013 年 5 月 15 日，公司无“未结清”和“已结清”的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及保山市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到保山市政府在资产注入、土地划拨、财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、“12 保山债”偿债能力分析 & 保障措施

1. “12 保山债”偿债能力分析

截至 2012 年底，公司现金类资产 4.56 亿元，扣除受限（0.37 亿元）资产后，现金类资产是本期债券的 0.52 倍，公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较低。

2012 年，公司经营活动现金流入量规模较大，但公司投资支出规模维持在较高水平，公司筹资活动前现金流量净额为负。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 1.66 倍、4.22 倍和 -0.69 倍，EBITDA 及公司经营活动现金流入对本期债券的覆盖程度强。

此外，针对募投项目，公司与保山市财政局签订了《项目投资建设与转让收购（BT）协议》。根据协议，项目业主在“12 保山债”发行完后的第 1 年度的付息首日前 15 个工作日内向公司支付代建项目回购款 1.50 亿元。目前工程尚处建设期，付款日期未到，募投项目回购款还未支付。联合资信未来将持续关注回购资金到位情况。

2 土地使用权抵押担保

“12保山债”采用土地使用权抵押担保方式进行增信，抵押土地如下表所示。

表4 抵押资产情况（单位：平方米）

编号	土地位置及面积	《国有土地使用证》证号
1	281257.33	保国用【2011】第 01092 号
2	84963.36	保国用【2011】第 01093 号
3	66466.31	保国用【2011】第 01095 号
4	225476.13	保国用【2011】第 01096 号
合计	658163.13	

资料来源：公司提供

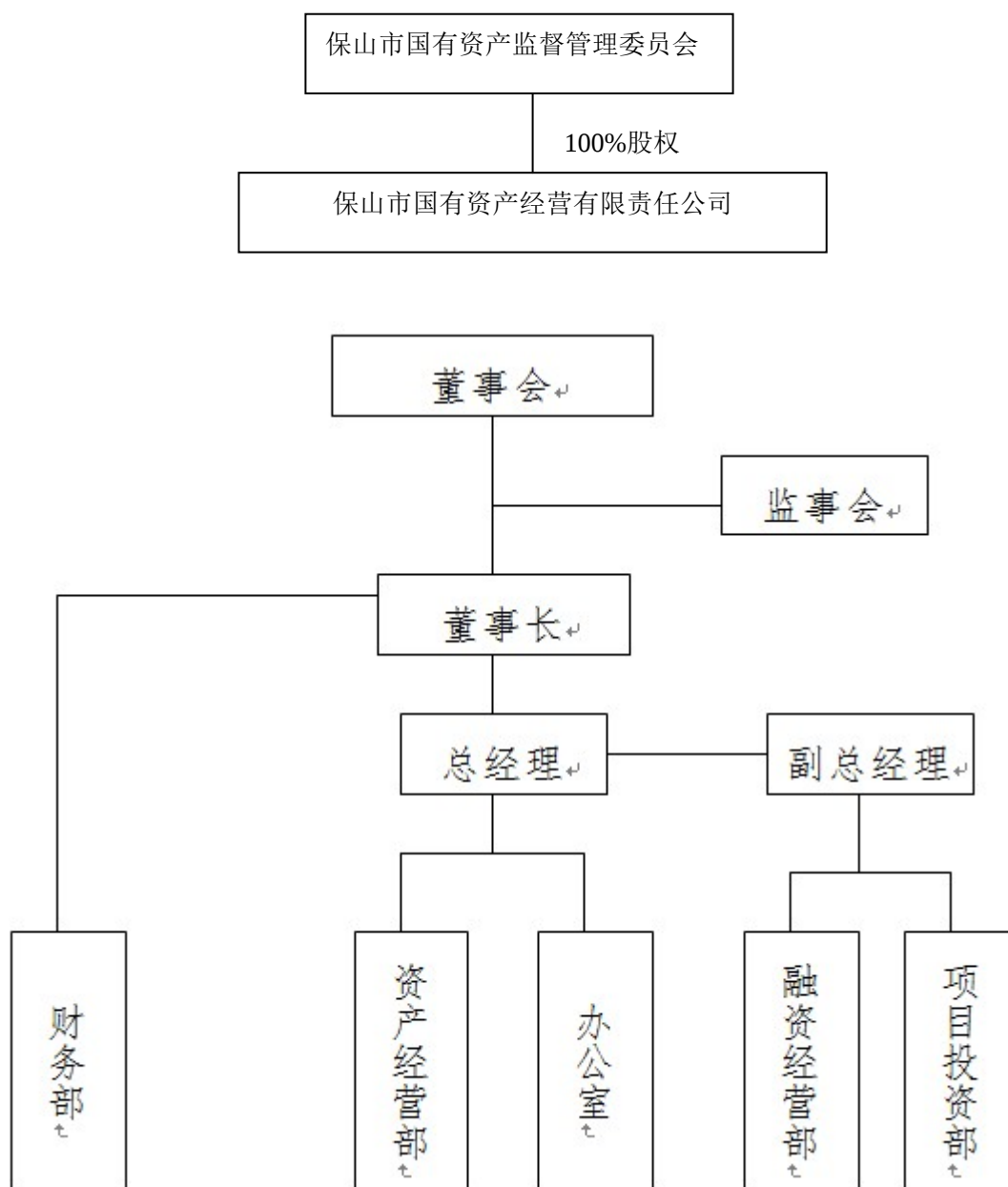
根据北京亚超资产评估有限公司2013年5月3日出具的评估报告（北京亚超评报字（2013）第A031号），以2013年4月18日为评估基准日，评估资产的评估价值217984.23万元，对“12保山债”本金加一年利息的覆盖倍数约为2.54倍（一年利息利率按票面利率7.3%计算）。

根据“12保山债”债权代理人天风证券股份有限公司发布的《2012年保山市国有资产经营有限责任公司公司债券抵押资产登记公告》，上述用于抵押的所有土地的抵押登记手续已于2013年4月19日在保山市国土资源局完成，设定日期为2013年4月19日，存续期限为8年。

十、结论

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“12保山债”AA的信用级别。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	45374.85	34412.85	45585.26	0.23
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	1634.34	432.76	0.00	-100.00
应收账款	1314.50	2542.95	3332.63	59.23
预付款项	121.95	47046.27	13416.05	948.87
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	879.96	
其他应收款	55642.22	55517.44	156833.04	67.89
存货	3570.41	5093.76	5820.78	27.68
一年内到期的非流动资产	11959.20	25928.10	38161.54	78.63
其他流动资产	960.00	118.26	50737.43	626.99
流动资产合计	120577.47	171092.38	314766.70	61.57
非流动资产：				
可供出售金融资产	355.59	234.36	249.89	-16.17
持有至到期投资	1.21	0.00	0.00	-100.00
长期应收款	151590.76	142254.09	159146.75	2.46
长期股权投资	26260.89	27205.07	32949.64	12.01
投资性房地产	296233.48	296134.51	717248.32	55.60
固定资产	125783.23	479683.48	568254.26	112.55
在建工程	416449.98	106246.21	179232.32	-34.40
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	100488.42	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	27843.07	27817.37	57106.82	43.21
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	1049.95	981.76	1246.37	8.95
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	1045568.17	1080556.85	1815922.79	31.79
资产总计	1166145.64	1251649.23	2130689.49	35.17

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	70496.00	71800.00	85600.00	10.19
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	7516.30	0.00	17669.75	53.33
应付账款	4366.60	4877.02	4027.94	-3.96
预收款项	2238.24	2083.43	1767.72	-11.13
应付职工薪酬	250.56	367.64	857.81	85.03
应交税费	2606.60	3830.99	7970.67	74.87
应付利息	0.00	385.60	840.49	
应付股利	64.40	118.51	57.71	-5.34
其他应付款	72620.58	88084.97	84802.40	8.06
预计负债	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债	17129.20	72736.08	142082.84	188.01
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	177288.49	244284.25	345677.33	39.64
非流动负债：				
长期借款	536227.07	540540.85	538626.77	0.22
应付债券	0.00	0.00	79366.54	
长期应付款	20000.00	10000.00	0.00	-100.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	86.40	33.65	23.49	-47.86
其他非流动负债	0.00	0.00	30411.90	
非流动负债合计	556313.46	550574.51	648428.70	7.96
负债合计	733601.95	794858.75	994106.03	16.41
所有者权益：				
实收资本(或股本)	37948.16	37948.16	37948.16	0.00
资本公积	273437.60	273413.76	905905.62	82.02
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	3066.66	4028.47	4908.92	26.52
未分配利润	35602.34	49500.14	102094.23	69.34
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	350054.76	364890.54	1050856.94	73.26
少数股东权益	82488.92	91899.94	85726.52	1.94
所有者权益合计	432543.68	456790.48	1136583.46	62.10
负债和所有者权益总计	1166145.64	1251649.23	2130689.49	35.17

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	102313.64	164151.76	160968.71	25.43
减: 营业成本	67196.50	87073.72	100644.90	22.38
营业税金及附加	718.75	1192.10	1395.39	39.33
销售费用	7617.15	11571.97	10083.21	15.05
管理费用	7293.30	10052.92	12947.27	33.24
财务费用	10043.95	31270.91	37759.50	93.89
资产减值损失	514.46	962.13	62.75	-65.07
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	1879.62	952.54	-38.87	
其中: 对合营企业投资收益	1018.16	944.18	-38.87	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	10809.14	22980.55	-1963.19	
加: 营业外收入	17042.23	9569.06	68827.79	100.96
减: 营业外支出	345.54	1158.59	427.07	11.17
其中: 非流动资产处置损失	111.00	993.18	43.42	-37.46
三、利润总额	27505.83	31391.01	66437.54	55.42
减: 所得税费用	1383.25	5202.87	5668.44	102.43
四、净利润	26122.58	26188.14	60769.10	52.52
其中: 归属于母公司的净利润	19074.99	14859.62	53474.54	67.43
少数股东损益	7047.59	11328.53	7294.56	1.74

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 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	121127.73	191417.20	187786.39	24.51
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	33754.19	95025.20	150112.95	110.88
经营活动现金流入小计	154881.92	286442.40	337899.34	47.70
购买商品、接受劳务支付的现金	53118.66	92695.65	66352.03	11.76
支付给职工以及为职工支付的现金	16246.45	18557.57	21239.66	14.34
支付的各项税费	10264.38	18777.89	20309.89	40.67
支付其他与经营活动有关的现金	79432.99	81362.90	115599.16	20.64
经营活动现金流出小计	159062.48	211394.01	223500.74	18.54
经营活动产生的现金流量净额	-4180.56	75048.39	114398.60	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	765.91	3321.56	0.00	-100.00
取得投资收益收到的现金	97.90	9.79	107.80	4.94
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	78.79	2.33	0.10	-96.49
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	1069.94	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	2012.53	3333.68	107.90	-76.85
购建固定资产、无形资产等支付的现金	110824.40	96592.57	118421.10	3.37
投资支付的现金	2765.72	2228.00	51192.00	330.23
支付其他与投资活动有关的现金	2367.76	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流出小计	115957.88	98820.57	169613.10	20.94
投资活动产生的现金流量净额	-113945.34	-95486.88	-169505.21	21.97
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6150.00	0.00	29519.61	119.09
取得借款收到的现金	255350.03	167437.00	277470.00	4.24
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	2750.00	
筹资活动现金流入小计	261500.03	167437.00	309739.61	8.83
偿还债务支付的现金	102539.83	116212.34	200291.31	39.76
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26561.63	33657.02	35589.11	15.75
支付其他与筹资活动有关的现金	5921.36	8091.15	11293.67	38.10
筹资活动现金流出小计	135022.81	157960.51	247174.09	35.30
筹资活动产生的现金流量净额	126477.22	9476.49	62565.52	-29.67
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	8351.32	-10962.00	7458.91	-5.49
加: 期初现金及现金等价物余额	37023.53	45374.85	34412.85	-3.59
六、期末现金及现金等价物余额	45374.85	34412.85	41871.76	-3.94

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	26122.58	26188.14	60769.10	52.52
加: 资产减值准备	514.46	962.13	62.75	-65.07
固定资产折旧及其他	8341.73	17266.10	25610.37	75.22
无形资产摊销	55.69	56.22	3444.53	686.48
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	87.43	992.53	27.73	-43.69
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	10179.54	31469.86	38192.78	93.70
投资损失	-1879.62	-952.54	38.87	
递延所得税资产减少	-126.44	68.19	74.59	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	361.15	-1590.49	-705.23	
经营性应收项目的减少	-49380.43	3977.48	-37646.88	-12.69
经营性应付项目的增加	1543.33	-3389.23	24529.99	298.68
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-4180.56	75048.39	114398.60	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	34.03	55.41	51.03	48.95
存货周转次数(次)	17.91	20.10	18.44	18.83
总资产周转次数(次)	0.11	0.14	0.10	0.11
现金收入比(%)	118.39	116.61	116.66	116.99
盈利能力				
主营业务利润率(%)	33.62	46.23	36.61	38.90
总资本收益率(%)	4.69	5.11	4.94	4.94
净资产收益率(%)	6.04	5.73	5.35	5.60
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	55.35	54.20	35.22	44.94
全部债务资本化比率(%)	59.34	60.00	43.17	51.45
资产负债率(%)	62.91	63.50	46.66	54.96
偿债能力				
流动比率(%)	68.01	70.04	91.06	80.14
速动比率(%)	66.00	67.95	89.37	78.27
经营现金流动负债比(%)	-2.36	30.72	33.09	25.29
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	2.41	3.51	2.86
全部债务/EBITDA(倍)	13.99	8.83	6.49	8.69
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.03	-0.06	-0.08
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.96	-0.64	-1.45	-1.91

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

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 主体长期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，主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。