

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1040 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，维持“12保山债/12保国资”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



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/ 12 保国资	8 亿元	2012/12/10- 2019/12/10	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	3.48	4.56	12.56
资产总额(亿元)	125.16	213.07	274.93
所有者权益(亿元)	45.68	113.66	146.37
短期债务(亿元)	14.45	24.54	27.83
全部债务(亿元)	68.51	86.33	106.41
营业收入(亿元)	16.42	16.10	17.52
利润总额(亿元)	3.14	6.64	7.85
EBITDA(亿元)	7.76	13.31	15.28
经营性净现金流(亿元)	7.50	11.44	15.23
营业利润率(%)	46.23	36.61	28.82
净资产收益率(%)	5.73	5.35	5.24
资产负债率(%)	63.50	46.66	46.76
全部债务资本化比率(%)	60.00	43.17	42.10
流动比率(%)	70.04	91.06	108.70
全部债务/EBITDA(倍)	8.83	6.49	6.97
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	3.53	3.39
经营现金流/流动负债(%)	30.72	33.09	34.42

分析师

陈 茜 陈 丹
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,是保山市本级唯一的城市基础设施投资开发主体。跟踪期内受政府新注入子公司腾冲县惠民城建投资有限责任公司(主要业务为腾冲县基础设施投资建设)的影响,公司业务领域有所拓展,资产及权益规模大幅增长;同时联合资信也关注到公司债务规模增长快、资产变现能力较弱、利润对政府补贴依赖性较大及未来资本支出压力大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

公司以拥有的4宗土地使用权为“12保山债/12保国资”提供抵押担保,跟踪期内土地使用权价值较上年度保持稳定。

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“12保山债/12保国资”AA的信用等级。

优势

1. 保山市经济快速发展,财政实力稳步增强,为公司发展提供了较好的外部环境。
2. 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较大支持,资产及权益规模大幅增长。
3. 公司以土地使用权为“12 保山债/12 保国资”提供抵押担保,跟踪期内土地使用权价值稳定,有助于提升“12 保山债/12 保国资”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司整体盈利能力弱,利润总额对政府补贴依赖性很大。
2. 2012~2013 年,公司在建工程快速增长,债务规模相应大幅增加,未来投资支出压力仍较大。

3. 跟踪期内，经债券持有人会议同意变更募投项目资金投向。

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/12 保国资”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，截至2013年底注册资本为3.79亿元，云南保山市国有资产监督管理委员会为公司股东和实际控制人。

公司是云南保山市市级唯一的基础设施投资运营主体。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2013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5个部室。公司拥有下属子公司5家。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为274.93亿元，所有者权益合计146.37亿元；2013年实现营业收入17.52亿元，利润总额7.85亿元。

注册住所：保山市隆阳区永昌镇保岫西路79号。法定代表人：赵碧原。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中

全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年全年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；继续推进基础设施建设等积极的财政政策措施。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地

方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 0.92 万亿元，比上年增长 32.5%；第二产业投资 18.48 万亿元，增长 17.4%；第三产业投资 24.25 万亿元，增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元，比上年增长 19.8%，其中，住宅投资 5.90 万亿元，增长 19.4%，办公楼投资 0.47 万亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 1.19 万亿元，增长 28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

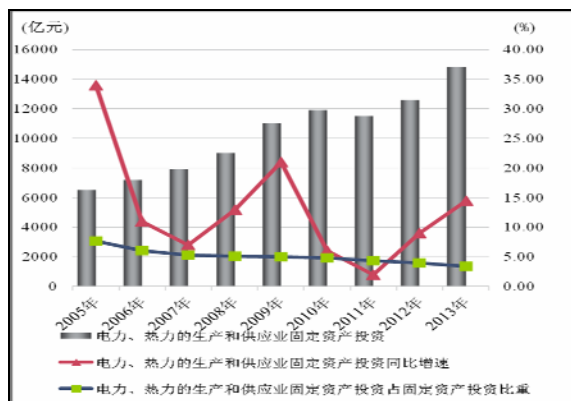
截至 2013 年，中国城镇化率为 53.37%，较上年提高 0.8 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 电力行业分析

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是关系国计民生的基础产业。作为一种先进的生产力和基础产业，电力行业对促进国民经济发展和社会进步起到了重要的作用，与社会经济和社会发展有着十分密切的关系，不仅关系着国家经济安全的重大问题，而且与人民生活、社会稳定密切相关。随着中国经济的发展，对电的需求量不断扩大，电力销售市场的扩大又刺激了整个电力生产的发展。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

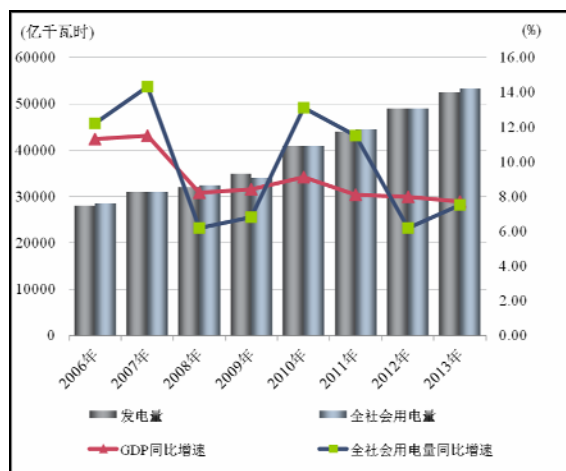
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。与此同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2004年~2013年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。2013年，全国固定资产投资（不含农户）为436528亿元，增速延续回落态势，名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元，同比增长14.5%，增速增加4.1

个百分点；在固定资产投资总额中占比稳中有降，为3.40%。

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图2 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均

水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。

3. 区域环境分析

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。

(1) 保山市经济概况

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。2013年，全市实现生产总值(GDP)449.74亿元，比上年同期增长13.2%。其中：第一产业增加值128.53亿元，同比增长7.2%；第二产业增加值155.26亿元，同比增长18.1%(全部工业增加值115.6亿元，增长18.5%，其中：规模以上工业增加值94.8亿元，同比增长32.2%)；第三产业增加值165.95亿元，同比增长12.9%。三次产业结构由上年的29:34.3:36.7调整为28.6:34.5:36.9。

2013年，全市完成固定资产投资288.3亿元，同比增长29.5%，其中：民间投资176.2亿元，同比增长30.4%。分产业看：第一产业完成投资8.6亿元，同比增长2.75倍；第二产业完成投资69.6亿元，同比增长18.3%，其中：非电力工业完成投资58.2亿元，同比增长27.1%；第三产业完成投资210.1亿元，同比增长30.1%；全年施工项目694个，同比增长13.8%，其中：本年新开工项目449个，同比增长1.1倍。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) 地方财政实力

2013年，全市实现财政总收入68.84亿元，同比增长19.8%，其中地方公共财政预算收入42.84亿元，增长20.6%，比上年净增7.34亿元。全市财政总支出182.65亿元，同比增长12.4%；公共预算支出150.32亿元，同比增长6.2%。

从可控财力看，2013年保山市地方公共财政预算收入42.84亿元、基金收入45.65亿元(其中土地出让收入38.05亿元)、上级补助收入106.14亿元、预算外财政专户资金0.77亿元，保山市地方可控财力194.62亿元。

表1 截至2013年底保山市可控财力表(单位:亿元)

科目	2011年	2012年	2013年
财政总收入	47.43	57.44	68.84
一般预算收入	28.20	35.55	42.84
税收收入	22.33	27.79	32.58
非税收入	5.87	7.76	10.26
基金收入	23.10	33.36	45.64
土地出让金	16.19	26.34	38.05
其他	6.91	7.02	7.59
上级补助收入	79.57	105.12	106.14
返还性收入	2.93	3.02	3.05
一般性转移支付	33.84	41.85	48.15
专项转移支付	42.80	60.25	51.94
预算外财政专户资金	3.20	1.40	0.77
地方可控财力	130.87	174.03	194.62

资料来源：保山市财政局

从债务余额看，截至2013年底，保山市政府债务余额为111.07亿元，由直接债务、负有担保责任和可能承担一定救助责任的债务构成；其中，直接债务余额106.16亿元，负有担保责任的债务余额3.09亿元，可能承担一定救助责任的债务余额6.72亿元。保山市地方政府负债率为57.07%，债务率适宜。

表2 2013年底保山市政府债务率(单位:亿元)

地方财力(2013年度)	金额	地方债务(截止2013年底)	金额
(一) 地方一般预算收入	42.84	(一) 直接债务余额	106.16
1. 税收收入	32.58	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	10.26	2. 国际金融组织贷款	
(二) 转移支付和税收返还收入	106.14	3. 解决地方金融风险专项借款	

1. 一般性转移支付收入	48.15	4. 国内金融机构借款	
2. 专项转移支付收入	51.94	5. 债券融资	
3. 税收返还收入	3.05	6. 农业综合开发借款	
(三) 基金收入	45.64	7. 其他	
1. 国有土地使用权出让金	38.05	(二) 担保债务余额	3.09
2. 其他	7.59	1. 政府担保的国内金融机构借款	
(四) 预算外财政专户收入	0.77	2. 政府担保的融资平台债券融资	
		(三) 可能承担一定救助责任的债务余额	6.72
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	194.62	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	111.07
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			57.07%

资料来源：保山市财政局

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，政府债务率适宜，对当地基础设施建设、公共事业发展等提供了较为有效的财力保证。

五、基本素质分析

1. 产权状况

保山市国资委持有公司 100% 股权，为公司的实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，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〕95号）及保山市人民政府国有资产监督管理委员会《保山市国有资产经营有限责任公司二届四次（临时）董事会会议决议》的决定：①公司董事长由丁昌吉变更为赵碧原，董事长为公司法定代表人；②公司董事会成员由原来3人，即丁昌吉、赵碧原、陈赞泽，变更为赵碧原、陈赞泽、梁晓，指定赵碧原为董事长，法定代表人；③聘任梁晓为公司总经理。

公司董事长赵碧原先生，汉族，1973年10月生，大学本科学历，中共党员；曾任原保山市环保局办公室主任、市环保局综合部副科长、隆阳区建设局党委副书记和局长、隆阳区人民政府副区长、保山市永昌投资开发有限公司总经理、保山市国有资产经营有限责任公司负责

人；2009年6月至今任隆阳区龙城投资开发有限公司董事长和总经理、2012年8月至今任人民政府工贸园区管理委员会主任、2013年11月至今任公司法定代表人，同时兼任永昌投资开发有限公司党委书记和董事长。

公司总经理梁晓先生，汉族，1970年12月生，中共党校在职研究生；曾任共青团龙陵县委书记、龙陵县城建委副主任、龙陵县城建委党组副书记和主任、龙陵县城建环保局党组书记和局长、保山市建设局副局长、市住房和城乡建设局副局长；2013年11月至今任公司总经理。

总体来看，公司高管人员具有丰富的政府和企业工作背景，管理能力和管理水平较高，基本能够满足公司经营需要。

3. 企业规模

跟踪期内，根据保山市人民政府文件保政发〔2013〕261号《保山市人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司股权划转有关事项的通知》的规定将腾冲县惠民城建投资有限责任公司（以下简称“腾冲惠民”）股权无偿划转至公司，本次划转增加公司资本公积 1.03 亿元。

腾冲惠民是 2007 年 8 月由腾冲县国有资产经营有限责任公司（国有独资）出资 1 亿元人民币，设立成立的具有独立法人地位的以城市基础设施建设、管理、维护、城镇土地开发为经营范围的国有独资有限责任公司。2013 年腾冲惠民实现营业收入 0.09 亿元，主要是成立之

初取得土地出让后实现的收入，未来不进行土地开发业务；目前腾冲惠民主要业务为城市基础设施建设业务，对公司业务模式影响较小，但是考虑到腾冲惠民主要是针对腾冲县的城市基础设施建设，而划转前公司主要是进行市区基础设施建设，新增的子公司扩大了公司业务的辐射范围。

跟踪期间，保山市腾冲县政府对腾冲惠民注入较多土地及房屋建筑物（反映在“投资性房地产”科目中），增加资本公积净额 21.09 亿元，同时给予腾冲惠民 3.6 亿元政府补助（计入“营业外收入”科目）。截至 2013 年底，腾冲惠民总资产为 35.18 亿元，负债总额为 9.63 亿元；2013 年实现营业收入 0.09 亿元，利润总额 3.42 亿元。整体看，新划入的腾冲惠民对公司合并报表中投资性房地产、其他应付款、资本公积、营业外收入等科目影响较大。

4. 政府支持

股权划转

跟踪期内，公司确认股权划转增加资本公积 1.03 亿元。根据保山市人民政府文件保政发[2013]261 号《保山市人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司股权划转有关事项的通知》的规定将腾冲惠民股权无偿划转至公司，本次划转增加公司资本公积 1.03 亿元。

腾冲惠民是按《中华人民共和国公司法》，经县人民政府批准，接受县人民政府依法管理和监督，2007 年 8 月由腾冲县国有资产经营有限责任公司（国有独资）出资 1 亿元人民币，设立成具有独立法人地位以城市基础设施间设、管理、维护、城镇土地开发为经营范围的国有独资有限责任公司。

土地和房屋划转

跟踪期内，公司全资子公司隆阳区国有资产经营有限公司（以下简称“隆阳国资”）确认资产和股权划转增加资本公积净额 0.86 亿元。其中，根据保山市隆阳区人民政府文件隆政复[2013]25 号《隆阳区人民政府关于同意部分土

地资产划转隆阳区国有资产经营有限责任公司的批复》，隆国资经[2013]26 号《隆阳区国有资产经营有限责任公司关于拟以资产评估公允值入账的批复》文件，以及北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的国融兴华云评报字[2013]第 026 号评估报告，将 4 宗土地及 2.06 万平方米房产注入隆阳国资子公司隆阳广厦，增加资本公积 1.01 亿元；根据保山市隆阳区人民政府文件隆政发[2013]180 号《隆阳区人民政府关于广厦投资公司部分资产划转区住房城乡建设局的通知》将其持有的 2.81 万平方米土地使用权划转至云南省城乡建设投资有限公司保山分公司，减少资本公积 0.15 亿元。

跟踪期内，公司全资子公司腾冲惠民确认资产注入增加资本公积净额 21.09 亿元。其中，根据腾冲县人民政府文件腾政复[2013]79 号《腾冲县人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司增加资本金的批复》决定注入腾冲惠民 42 宗土地、3.01 万平方米房屋，增加资本公积 25.89 亿元；根据腾冲县人民政府文件腾政发[2013]81 号《腾冲县人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司 2013 年公益性基础设施项目无偿划转的通知》决定将腾冲惠民 2013 年建成的部分资产无偿划转县住建局，减少资本公积 4.95 亿元；根据腾冲县政府文件腾财发[2013]150 号《腾冲县财政局关于对县委、县政府来凤大道临街铺面国有资产处置的通知》规定注入腾冲惠民 3 宗土地及 0.18 万平方米房产注入腾冲惠民，增加资本公积 0.15 亿元。

财政补贴

根据保山市人民政府保政发[2013]260 号文件《保山市人民政府关于给予保山市国有资产经营有限责任公司财政补贴的通知》，保山市财政局保财预[2013]360 号文件《保山市财政局关于下达保山市国有资产经营有限责任公司财政补贴的通知》给予公司 1.5 亿元政府补助，专项用于“12 保山债/12 保国资”的募投项目保山市隆阳区北片区建设项目，为政府拨付的 2013 年项目回购款。

根据隆阳区人民政府隆政发[2013]177 号《隆阳区人民政府关于隆阳区国有资产经营有限责任公司 2013 年财政补贴的决定》，保山市隆阳区财政局文件隆财发[2013]337 号《隆阳区财政局关于对隆阳区国有资产经营有限责任公司给予财政补贴的通知》，对公司子公司隆阳国资给予 0.3 亿元政府补助。

根据隆阳区人民政府隆政发[2013]178 号《隆阳区人民政府关于隆城投资开发有限责任公司 2013 年财政补贴的决定》，保山市隆阳区财政局文件隆财发[2013]338 号《隆阳区财政局关于对隆城投资开发有限责任公司给予财政补贴的通知》，对公司孙公司隆阳城投给予 1.5 亿元政府补助。

根据龙陵县人民政府龙政发[2013]137 号文件《龙陵县人民政府关于对龙陵县国有资产经营有限责任公司给予财政补贴的决定》，对公司子公司龙陵国资给予 1 亿元政府补助。

根据腾冲县人民政府腾政复[2013]80 号文件《腾冲县人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司 2013 年度政府补助的批复》，对公司子公司腾冲惠民给予 3.6 亿元政府补助。

项目资金支持

跟踪期内，公司子公司云南保山电力股份有限公司（以下简称“保山电力”）2013 年 2.06 亿元资本公积，公司按持股比例 58.49% 计算增加资本公积 1.20 亿元。根据保山市财政局保财建（2013）67 号《关于下达 2013 年农村电网改造审计工程中央基建投资预算（拨款）的通知》，保山市财政局将中央基建投资预算 2.06 亿元拨款予保山电力，专项用于保山电力实施农村电网改造升级工程。

根据云南省财政厅文件，云财企[2013]80 号《云南省财政厅关于下达 2013 年第一批农网还贷资金的通知》、云财企[2013]222 号《云南省财政厅关于下达 2013 年第二批农网还贷资金的通知》、云财企[2013]391 号《云南省财政厅关于下达 2013 年第三批农网还贷资金的通知》、云财企[2013]444 号《云南省财政厅关于

下达 2013 年第四批农网还贷资金的通知》，保山电力收到云南省财政厅农网还贷金返还 0.70 亿元，计入政府补助。

根据龙财建[2012]23 号《龙陵县财政局关于将部分公益性国债项目转贷转为拨款的通知》，龙陵润民收到龙陵县财政局拨付的万吨水厂项目补助 72.73 万元，记入递延收益，跟踪期内确认政府补助 7.27 万元，余额为 63.64 万元，余额在“其他非流动负债”中体现。

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

六、管理分析

跟踪期内，除公司高管人员变动外，公司在管理体制、管理制度和股权结构方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主要营业收入为电费收入（供电业务）和管理费收入（转贷业务）。

表3 主营业务收入情况（单位：万元、%）

	2012年		2013年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电力行业	156782.33	39.18	170385.42	35.79
管理费收入	753.03	100.00	1471.16	94.75
合计	157535.37	39.47	171856.57	36.29

资料来源：公司提供

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。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（目前公司尚未签订整体回购框架协议）。由于工程处于建设期，公司目前暂未确认回购收入。

2013年度，公司的主要在建项目有保山市隆阳区北片区建设项目、2011年公共租赁住房建设项目、2011年廉租住房建设项目、王官营项目道路建设、青华路项目、2010年公共租赁住房建设项目、青华湖项目。

2012年12月9日，保山市保障性住房建设工作领导小组出局通知，由于惠通小区保障性住房项目建设用地设计的征地拆迁工作尚未完成，为尽快实施保障性住房建设项目，公司先行实施隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目和青阳片区2012年棚户区改造项目。隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目计划投资规模4.34亿元，截至2013年底累计完成投资2.19亿元。此外，保山市隆阳区北片区建设项目计划投资20亿元，截至2013年底累计完成投资11.53亿元。

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2013年底累计完成投资额8亿元，完成土地征收6470亩。由于目前项目在建，2013年度未确认营业收入。

目前，公司签订有关保山市隆阳区北片区新农村建设项目与隆阳区2013年保障性住房建设项目的回购协议。其中，对于隆阳区北片区新农村建设项目，协议规定市财政局在“12保山债”/“12保国资”债券发行完成后的第1~8个付息（兑付）首日向公司分别支付回购款1.5亿元、1.5亿元、3.5亿元、4.0亿元、4.0亿元、4.0亿元、4.0亿元、6.5亿元，共支付回购款29.0亿元。对于隆阳区2013年保障性住房建设项目，市人民政府按照协议需向公司总共支付17.37亿元，2014年~2020年分别支付0.695亿元、0.695亿元、3.475亿元、3.336亿元、3.197亿元、3.058亿元、2.919亿元。截至2013年底，公司根据保山市财政局保财预[2013]360号将政府以补贴形式划拨的1.5亿元回购款计入营业外收入。2014年4月收到该款项。

转贷业务

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委进行操作，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。截至2013年底，公司转贷业务资金规模12.21亿元，2013年收到以前年度通过转贷业务实现的手续费收入（主营业务中管理费收入）0.15亿元。

供电业务

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。

2013年公司销售电量42.6亿千瓦时，实现营业收入14.85亿元，毛利率为30.6%，较去年同期有所下降，主要是由于公司小水电购买均价上升，导致成本上升。但总体上毛利率依然保持较高水平。

表4 保山电力主要经济技术指标

项目	2012年	2013年
全资发电装机总容量（万千瓦）	25.01	25.01
控股权益发电装机总容量（万千瓦）	53.10	53.10
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）	8.76	8.54
控股电站发电量（亿千瓦时）	15.43	13.14
公司销售电量（亿千瓦时）	38.20	42.60
外购电量（亿千瓦时）	31.32	35.92

资料来源：公司提供

截至2013年底，公司拥有110千伏变电站19座，总容量112.25万千伏安；110千伏线路62条，总长1090.50公里；35千伏变电站57座，总容量42.46万千伏安；35千伏线路1665.3公里；10千伏线路9521.76公里；400/220伏线路17418.12公

里；配电变压器11416台，一户一表改造及抄表到户54.65万户。

目前公司主要在建工程有农网及无电地区电力建设工程、农网改造升级工程、三岔河电站等，工程建设投资量较大。根据国家相关政

策农网工程项目20%的资本金由国家出资，80%由公司贷款，但贷款由国家负责偿还。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。

表 5 截至 2013 年末保山电力在建、拟建计划情况

地区	预计总投资(万元)	累计已投资(万元)	主要工程
昌宁县	44608.00	14979.74	220kV 昌宁变电站至柯街变电站 110kV 双回送电线路工程、110kV 柯街变电站间隔扩建、110kV 田园输变电工程、农网改造升级工程、无电地区电力建设工程、农网工程
龙陵县	40738.00	15390.76	220kV 龙陵变电站至大坪子变电站 110kV 双回送电线路工程、110kV 大坪子变电站间隔扩建、农网改造升级工程、无电地区电力建设工程、农网工程、汇合水泥厂至黄草坝变电站 110kV 新建线路、镇安供电所综合楼建设、110kV 勐糯变电站扩容技改扩建工程、110kV 勐糯变电站至七 0 七变电站送电线路后段改造工程（龙陵段）
隆阳区	90628.00	28522.11	王家山变电站至海螺水泥厂 110kV 送电线路工程、农网改造升级工程、无电地区电力建设工程、农网工程、工业园区服务中心新建综合楼、110kV 青阳输变电工程、110kV 沙河输变电工程、110kV 瓦窑输变电工程、隆阳区 2014 年农网改造升级工程
施甸县	38764.40	7210.97	110kV 石鼓坡输变电工程、220kV 施甸变至七 0 七变电站 110kV 双回送电线路、110kV 七 0 七变电站间隔扩建、施甸县烤烟房电力配套设施建设工程、农网改造升级工程、无电地区电力建设工程、农网工程、220kV 施甸变电站至石鼓坡变电站 110kV 送电线路工程、110kV 勐糯变电站至七 0 七变电站送电线路后段改造工程（施甸段）
腾冲县	75722.00	24249.95	110kV 西山坝输变电新建工程、腾冲县和顺古镇电缆入地改造工程、农网改造升级工程、无电地区电力建设工程、农网工程、新建团田供电组办公、生活综合楼、110kV 自治输变电工程、110kV 来凤山变电站技改工程、110kV 古永变电站技改扩建工程、110kV 滇滩变电站至板瓦送电线路工程
合计	290460.40	90353.53	-

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

1. “12保山债/12保国资”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

2013年9月28日，公司公告《关于召开“2012年保山市国有资产经营有限责任公司公司债券”2013年第一次债券持有人会议的通知》（以下简称“通知”），根据通知公司对发行的8亿元“12保山债/12保国资”募集资金投向进行变更。后经云南省发改委及债券持有人会议表决

同意募投项目资金用途进行变更。

调整前，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。调整后，募集资金26040万元用于隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目、16665万元用于青阳片2012年棚户区改造项目、37295万元用于保山市隆阳北片区建设项目。调整后，对于隆阳区北片区新农村建设项目政府仍旧按照2011年签署的回购协议进行回购，协议规定市财政局在“12保山债”/“12保国资”债券发行完成后的第1~8个付息（兑付）首日向公司分别支付回购款1.5亿元、1.5亿元、3.5亿元、4.0亿元、4.0亿元、4.0亿元、4.0亿元、6.5亿元，共支付回购款29.0亿元。

按项目可行性报告预测，隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目预期可实现收入6.8亿元，实现利润1.6亿元；青阳片区2012年棚户区

改造项目预期可实现收入6亿元，实现利润1.8亿元；保山市隆阳区北片区建设项目预期可实现收入32亿元，实现利润4.8亿元。调整及新增的募投项目具有良好的收益。因此，调整本期债券募集资金使用计划，对本期债券的还本付息影响较小。

表6 截至2013年底本期债券募集资金情况
(单位: 万元)

项 目	计划总投资	拟使用募集资金规模	募集资金实际已投入项目金额
隆阳区 2011 年北八环公共租赁住房项目	43400	26040	20000.00
青阳片区 2012 年棚户区改造项目	27776	16665	1659.15
保山市隆阳区北片区建设项目	200000	37295	37206.00
合计	271176	80000	58865.15

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2013 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，2013 年新增一家子公司腾冲惠民（2013 年期末净资产为 25.55 亿元，净利润 3.43 亿元）。根据保山市人民政府文件保政发[2013]261 号《保山市人民政府关于腾冲县惠民城建投资有限责任公司股权划转有关事项的通知》的规定将腾冲县惠民城建投资有限责任公司股权无偿划转至公司。截至 2013 年底，腾冲惠民总资产为 35.18 亿元，负债总额为 9.63 亿元；2013 年实现营业收入 0.09 亿元，利润总额 3.42 亿元。整体看，新划入的腾冲惠民对公司合并报表中投资性房地产、其他应付款、资本公积、营业外收入等科目影响较大。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 274.93 亿元，所有者权益合计 146.37 亿元；2013 年实现营业收入 17.52 亿元，利润总额 7.85 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入为 17.52 亿元，

同比上升 8.85%，其中主营业务收入 17.15 亿元；2013 年营业成本为 12.38 亿元，同比增长 22.99%，主要由于购电成本上升。

从期间费用来看，公司 2013 年期间费用率为 34.26%，较上年下降 3.51 个百分点，主要是随着公司在建工程规模增加资本化利息支出相应增加，导致财务费用略有下降。

2013 年公司营业外收入为 8.98 亿元，主要系政府补助（8.60 亿元）。同期，公司实现利润总额为 7.85 亿元，同比增长 18.23%。公司利润对政府补助依赖性较大。

从盈利指标来看，2013 年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 28.82%、4.41%和 5.24%，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，2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 19.98 亿元，同比增长 2.16%；现金收入比为 116.24%，收入实现质量较好；2013 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 35.71 亿元，较上年增长 137.87%，主要为公司与市财政及其他相关单位往来款项（27.58 亿元，较 2012 年上升 130.99%）、农网还贷资金、抵押维护费和重大水利建设资金；受往来账款大幅增加影响，经营活动现金流入量为 55.68 亿元，较上年增长 64.79%。2013 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 11.68 亿元，较上年上升 76.10%；支付的其他与经营活动有关的现金（主要为往来款项、农网还贷资金、抵押维护费和重大水利建设资金）为 24.12 亿元，较上年增长 108.71%。公司经营活动现金流出量为 40.46 亿元，较上年增长 81.02%。2013 年公司经营活动现金流量净额为 15.23 亿元，较上年上升 33.09%。

2013 年，公司投资活动现金流入快速上

升，为 5.04 亿元，较上年增加 5.03 亿元，主要是收回对理财产品的投资 5 亿元；投资活动现金流出为 21.08 亿元（主要为购建固定资产、无形资产支付的现金），2013 年公司投资活动现金净流出 16.05 亿元。

随着公司在建项目规模的增加，公司筹资活动现金流入相应增加，2013 年公司筹资活动现金流入为 37.02 亿元，同比增长 19.51%，以取得借款的现金为主（36.67 亿元）；其中，收到其他与筹资活动有关的现金 0.14 亿元，为融资租赁保证金。2013 年公司筹资活动现金流出为 30.85 亿元，以偿还债务支付的现金（22.01 亿元）为主，同比增长 9.89%；此外支付其他与筹资活动有关的现金 4.37 亿元，主要为存单质押借款保证金。2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.16 亿元。

总体来看，公司经营活动获现能力较好，在建项目增多，未来投资额较大，存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年，公司资产总额为 274.93 亿元，同比增长 29.03%，主要由于投资性房地产和在建工程的快速增长。其中流动资产占 17.49%，非流动资产占 82.51%，公司资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产为 48.09 亿元，同比增长 52.77%。公司流动资产增长主要系货币资金、预付款项和其他应收款的增长所致。截至 2013 年底，公司货币资金为 12.56 亿元，较上年增长 175.60%，其中受限资金 3.03 亿元，占比为 24.12%；公司应收账款 0.88 亿元，账龄一年以内的占 86.92%，主要为应收用户电费；公司预付款项为 5.56 亿元，较上期增加 314.62%，主要是因为预付工程款增加；其他非流动资产 0.15 亿元，较上年下降 96.95%，主要是由于收回 5 亿元理财产品。截至 2013 年底，公司其他应收款为 24.90 亿元，同比增长

55.94%，主要为公司以及下属子公司对政府部门的应收款；从集中度看，其他应收余额前五名分别为腾冲县财政局（3.60 亿元）、龙陵县财政局（2.27 亿元）、隆阳区财政局（2.22 亿元）、保山市永昌投资开发有限公司（2.10 亿元）、保山市隆阳区西水东调建设管理局（1.60 亿元），占其他应收款总额 47.37%；从账龄看，1 年以内的占 75.02%，1 至 2 年的占 10.29%；公司其他应收款账龄较短、集中度尚可。公司总体看，公司资产流动性较弱。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 226.84 亿元，同比增长 24.92%，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。截至 2013 年底，公司长期应收款 12.21 亿元，为公司转贷款，主要为应收隆阳区建设局、保密高速公路开发有限公司、保山市二级公路拟建项目领导小组、龙陵县城建局、腾冲县国有资产经营有限公司的借款；同期，公司投资性房地产账面价值合计为 97.53 亿元，同比增长 35.94%，主要以近两年政府向公司及其下属子公司注入的土地使用权为主（占 98.99%）；同期，在建工程合计为 40.72 亿元，同比增长 127.20%，主要为道路、公租房和廉租房的基础设施建设项目及电力公司新增加的农网改造建设项目。

总体来看，受益于政府对公司的资产注入，公司资产规模快速增长，资产结构稳定，以非流动资产为主。公司资产流动性较弱，非流动资产以投资性房地产和在建工程为主。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 146.37 亿元，其中实收资本占 2.59%，资本公积占 78.41%，盈余公积占 0.43%，未分配利润占 11.78%。其中，截至 2013 年底，资本公积 114.77 亿元，同比增长 26.69%，主要是新增政府向公司及公司子公司划拨的股权、资金、土地使用权和房屋建筑物等。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计为 128.56 亿元，同比增长 29.32%，其中流动负债占 34.41%，非流动负债占 65.59%。

流动负债方面，截至 2013 年底，公司流动负债 44.24 亿元，同比增长 27.98%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款的增长。截至 2013 年底，公司短期借款 13.95 亿元，主要以信用借款、抵质押借款为主；同期，公司应付账款 1.97 亿元，同比增长 388.16%，其中一年以内的应付账款占比 60.44%，超过一年的应付账款占比 39.54%，主要以应付工程款为主；公司其他应付款 13.65 亿元，同比增长 61.01%，期末账龄超过 1 年的其他应付款（占比为 33.59%）主要为保留金、环保保证金、安全保证金、土地收储资金等，账龄小于 1 年的其他应付款（占比为 66.41%）主要为拆迁款及无息借款；公司一年内到期的非流动负债 13.88 亿元，较上年略有下降。

非流动负债方面，截至 2013 年底，公司非流动负债 84.32 亿元，同比增长 30.03%，主要系公司长期借款和其他非流动负债增长。截至 2013 年底，公司长期借款 70.63 亿元，其中公司转贷款 12.21 亿元。截至 2013 年底，公司其他非流动负债 5.73 亿元，较上年增长 88.56%，主要是新增政府拨付的建设项目专项资金，其中市政基础设施建设专项资金新增 1.62 亿元、2011 年廉租房建设项目新增 0.25 亿元、2012 年保障房建设项目新增 0.19 亿元、2013 年保障房项目专项工作经费新增 0.26 亿元、2013 年城市棚户区改造 0.36 亿元。

从有息债务来看，公司 2013 年底全部债务为 106.41 亿元，同比增长 23.25%，其中短期债务占 26.15%，长期债务占 73.85%。从债务负担看，由于所有者权益大幅增长 2013 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较上年略有下降，分别为 46.76%、42.10%和 34.93%。账面反映公司债务负担处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2013 年公司流动比率、速动比率分别为 108.70%和 107.64%，2011~2013 年的平均值分别为 95.67%和 94.22%；2013 年公司经营现金流动负债比为 34.42%，较上年上升 1.32 个百分点。同时考虑到公司流动资产中其他应付款占比较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，公司 2013 年 EBITDA 为 15.28 亿元，同比增长 14.79%；2013 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.39 倍和 6.97 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2013 年底，公司获得各家银行授信总额度为 98.46 亿元，尚未使用额度为零，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2013 年底，公司（合并口径）对外担保余额为 8.27 亿元，为保山第一中学、保山市第二人民医院、云南保山苏帕河水电开发有限公司、腾冲县土地收购储备中心、腾冲县中医医院、腾冲县人民医院、腾冲兴业园区开发投资有限公司，担保比率为 5.65%，较上年有所上升。但考虑到被担保方主要为公益事业单位，盈利能力偏弱，同时政府并未对公司进行反担保，公司存在一定或有负债风险。

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（组织信用代码为：G1053050200003470X），截至 2014 年 4 月 2 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。

十、存续债券偿债能力分析 & 保障措施

1. 偿债能力分析

跟踪期内，公司的存续债务为“12 保山债/12 保国资”。2013 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经营活动产生的净现金流对存续债券的保护倍数分别为 1.91 倍、6.96 倍和 1.90 倍，经营活动现金流入对存续债券的覆盖程度强。

“12 保山债/12 保国资”债券采取分期偿付的发行方式，在第 3~7 年分别偿还债券本金的 20%（即 1.6 亿元）。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的净现金流对提前偿还金额的保护倍数分别为 9.55 倍、和 34.8 倍和 9.52 倍；EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的净现金流对分期偿付的本金覆盖程度强。

“12 保山债/12 保国资”债券募集资金的募投项目于跟踪期间进行了变更，在变更前，针对募投项目中保山市隆阳区北片区新农村建设项目，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/12 保国资”发行完后的第 1 年度的付息首日前 15 个工作日向公司支付代建项目回购款 1.50 亿元，2014 年 4 月收到该款项。同时募投项目进行变更后，对保山市隆阳北片区建设项目增加 4838 万元募投资金，同时将用于保山市隆阳区惠通小区保障性住房建设项目的 47543 万元变更为 26040 万元用于隆阳区 2011 年北八环公共租赁住房项目、16665 万元用于青阳片 2012 年棚户区改造项目。募投项目及资金使用规模均发生变更，公司并未针对变更的募投项目与政府变更或新增回购协议。联合资信将持续关注新增项目的回购协议进展情况。

2. 土地使用权抵押担保

“12 保山债/12 保国资”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7 抵押资产情况（单位：平方米）

编号	土地面积	《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

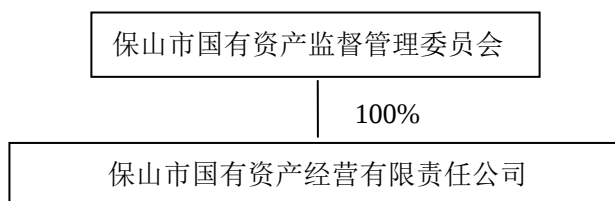
根据北京亚超资产评估有限公司 2014 年 5 月 26 日出具的评估报告（北京亚超评报字（2014）第 A054 号），以 2014 年 4 月 18 日为评估基准日，评估资产的评估价值 216206.59`TH01.25.评估价值`万元，评估结论有效期为 2014 年 4 月 18 日至 2015 年 4 月 18 日。上述评估价值对“12 保山债/12 保国资”本金加一年利息的覆盖倍数约为 2.52 倍（一年利息利率按票面利率 7.3% 计算）。

根据“12 保山债/12 保国资”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。

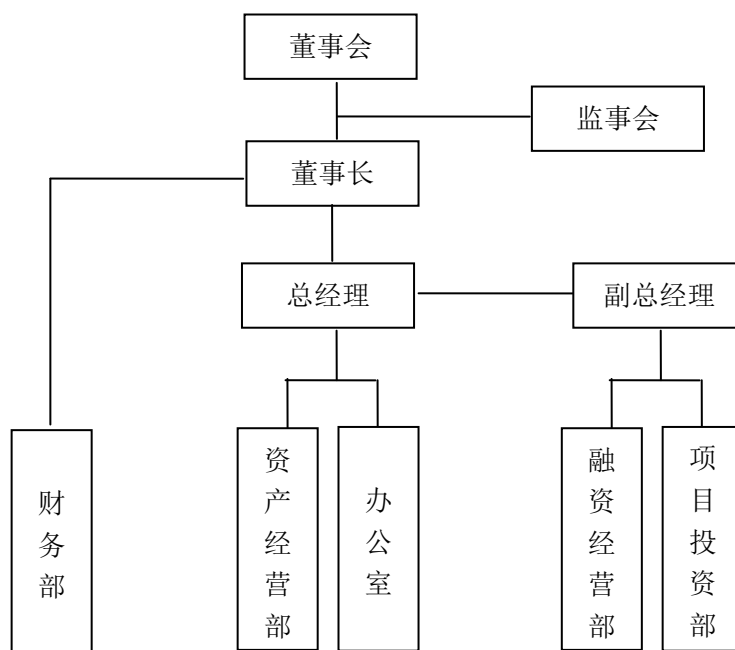
十、结论

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/12 保国资” AA 的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.48	4.56	12.56
资产总额(亿元)	125.16	213.07	274.93
所有者权益(亿元)	45.68	113.66	146.37
短期债务(亿元)	14.45	24.54	27.83
长期债务(亿元)	54.05	61.80	78.58
全部债务(亿元)	68.51	86.33	106.41
营业收入(亿元)	16.42	16.10	17.52
利润总额(亿元)	3.14	6.64	7.85
EBITDA(亿元)	7.76	13.31	15.28
经营性净现金流(亿元)	7.50	11.44	15.23
财务指标			
销售债权周转次数(次)	55.41	51.03	28.87
存货周转次数(次)	20.10	18.44	23.54
总资产周转次数(次)	0.14	0.10	0.07
现金收入比(%)	118.12	119.20	116.24
营业利润率(%)	46.23	36.61	28.82
总资本收益率(%)	4.82	4.92	4.41
净资产收益率(%)	5.73	5.35	5.24
长期债务资本化比率(%)	54.20	35.22	34.93
全部债务资本化比率(%)	60.00	43.17	42.10
资产负债率(%)	63.50	46.66	46.76
流动比率(%)	70.04	91.06	108.70
速动比率(%)	67.95	89.37	107.64
经营现金流动负债比(%)	30.72	33.09	34.42
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	3.53	3.39
全部债务/EBITDA(倍)	8.83	6.49	6.97

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+费用化利息支出) / (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
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%
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

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 4 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。