

跟踪评级公告

联合[2015] 2649 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
二零一五年十二月三十一日



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: 2015 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	4.56	12.56	13.09
资产总额(亿元)	213.07	274.93	359.05
所有者权益(亿元)	113.66	146.37	182.32
短期债务(亿元)	24.54	27.83	36.09
全部债务(亿元)	86.33	106.41	143.72
营业收入(亿元)	16.10	17.52	20.07
利润总额(亿元)	6.64	7.85	3.02
EBITDA(亿元)	13.31	15.28	12.22
经营性净现金流(亿元)	11.44	15.23	23.86
营业利润率(%)	36.61	28.82	22.68
净资产收益率(%)	5.35	5.24	1.50
资产负债率(%)	46.66	46.76	49.22
全部债务资本化比率(%)	43.17	42.10	44.08
流动比率(%)	91.06	108.70	86.74
全部债务/EBITDA(倍)	6.49	6.97	11.76
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	3.39	2.23
经营现金流流动负债比(%)	33.09	34.42	39.01

分析师

熊睿哲 张峻铖
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多家子公司的影响,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,有助于提升“12 保山债/12 保国资”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“12 保山债/12 保国资”AA的信用级别。

优势

1. 跟踪期内,保山市经济较快发展,财政实力持续增强,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,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. 跟踪期内,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,政府债务大幅增长,政府债务负担重。
4. 公司基础设施建设项目未签订回购协议或实

际未按照回购协议回款。

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2014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2014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、党群工作部和项目投资部等6个部室。公司拥有下属子公司8家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为359.05亿元，所有者权益合计182.32亿元；2014年实现营业收入20.07亿元，利润总额3.02亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比

上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的

实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各

金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351 号,以下简称“《351 号文》”),《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平

衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

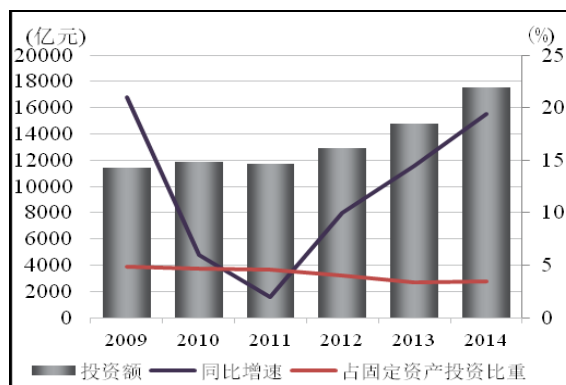
整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 电力行业分析

2009 年~2014 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，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2014 年全国固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%。其中，电

力、热力生产和供应业固定资产投资 17538 亿元，同比增长 19.4%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.49%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、中电联电力工业统计快报

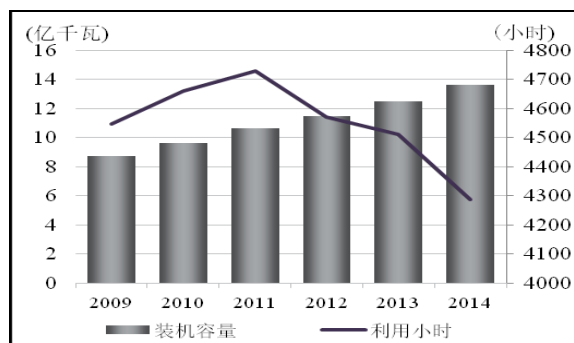
注：：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企业事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

行业运行

2014 年，全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元，同比增长 0.5%。其中，电源投资 3646 亿元，同比下降 5.8%；2014 年，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量为 13.6 亿千瓦，同比增长 8.7%，其中非化石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦，占总装机容量比重为 33.3%。2014 年，全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 19.6%；非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%，达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径，下同），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。

图2 近年全国电力装机与利用小时情况



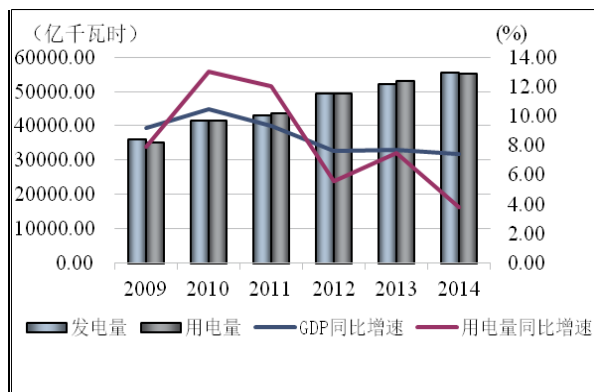
资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

火电方面，2014年，全国火电投资完成952亿元，同比下降6.3%；全年基建新增火电装机容量4729万千瓦，同比增加554万千瓦，其中新增煤电3555万千瓦；气电886万千瓦。截至2014年底，全国全口径火电装机容量9.2亿千瓦，同比增长5.9%，其中煤电8.3亿千瓦，同比增长5.0%；气电5567万千瓦，同比增长29.2%。2014年，全国全口径火电发电量4.17万亿千瓦时、同比下降0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自1974年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，利用水平创新低。

电力供需

2014年，受气温及经济稳中趋缓等因素影响，全国电力供需形势总体宽松，运行安全稳定。

图3 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

2014年，全国全社会用电量5.52万亿千瓦时，同比增长3.8%，增速同比回落3.8个百分点，为1998年（2.8%）以来的年度最低水平。从结构看，第一产业用电量994亿千瓦时，占全社会用电量比重为1.80%；第二产业用电量4.07万亿千瓦时，占比为73.60%；第三产业用电量6660亿千瓦时，占比为12.06%；城乡居民生活用电量6928亿千瓦时，占比为12.54%。第三产业用电量比重同比提高0.30个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低0.07个百分点、0.04个百分点和0.19个百分点。

2015年1~6月，全社会用电量为26624亿千瓦时，同比增长1.3%，增速比去年同期回落4.0个百分点。结合2014年和2015年上半年数据来看，用电量增速明显放缓，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极开展扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2014年煤价与2013年同趋变化，呈前三季度下降、第四季度回升的态势，截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，较年初平均下降80元/吨。进入2015年，该指数继续下跌，截至7月底下跌至416元/吨，跌幅超20%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网

电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。以上电价调整自2015年4月20日起执行。上述措施的推行将导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。

行业发展

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。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

3. 区域经济环境分析

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较快增长，全市综合实力不断提高。2014 年，全市实现生产总值(GDP)5009.8 亿元，比上年同期增长 11.2%。其中：第一产业增加值 138.38 亿元，同比增长 6.6%；第二产业增加值 175.31 亿元，同比增长 14.8%；第三产业增加值 187.28 亿元，同比增长 10.7%。三次产业结构由上年的 28.6：34.5：36.9 调整为 27.6：35.0：37.4。

2014 年，全市规模以上固定资产投资（含房地产开发投资）完成 383.9 亿元，比上年同期增长 33.1%，其中：民间投资 144.2 亿元，同比下降 4.7%。分产业看：第一产业完成投资 14.4 亿元，增长 66.7%；第二产业完成投资 98.9 亿元，增长 42.1%，其中：非电力工业完成投资 67.8 亿元，增长 16.4%；第三产业完成投资 270.6 亿元，增长 28.8%；全年施工项目 835 个，增长 20.3%，其中：本年新开工项目 541 个，增

长 20.5%。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

全市财政总收入 70.87 亿元，比上年同期增长 3.0%，其中：公共财政预算收入 47.18 亿元，同比增长 10.1%。财政总支出 189.81 亿元，同比增长 3.9%；公共财政预算支出 164.24 亿元，同比增长 9.3%。

从可控财力看，2014 年保山市地方公共财政预算收入 47.18 亿元、基金收入 19.70 亿元（其中土地出让收入 18.69 亿元）、上级补助收入 119.24 亿元、预算外财政专户资金 0.52 亿元，保山市地方可控财力 186.64 亿元。

表 1 截至 2014 年底保山市可控财力表（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	35.55	42.84	47.18
税收收入	27.79	32.58	31.26
非税收入	7.76	10.26	15.92
基金收入	18.56	27.29	19.70
土地出让金	17.31	26.13	18.69
其他	1.25	1.16	1.01
上级补助收入	105.12	106.14	119.24
返还性收入	3.02	3.05	2.99
一般性转移支	41.85	48.15	50.21
专项转移支付	60.25	54.93	66.04
预算外财政专户资金	0.39	0.33	0.52
地方可控财力	159.61	176.60	186.64

资料来源：保山市财政局

从债务余额看，截至 2014 年底，保山市政府债务余额为 246.49 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 228.70 亿元，负有担保责任的债务余额 13.29 亿元，可能承担一定救助责任的债务余额 4.50 亿元。保山市地方政府负债率为 117.31%，债务负担重。

表 2 2014 年底保山市政府债务率（单位：亿元）

地方财力（2014 年度）	金额	地方债务（截至 2014 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	47.18	（一）直接债务余额	228.70
1. 税收收入	31.26	1. 国债转贷资金	

2. 非税收入	15.92	2. 国际金融组织贷款	
(二) 转移支付和税收返还收入	113.84	3. 解决地方金融风险专项借款	
1. 一般性转移支付收入	50.21	4. 国内金融机构借款	
2. 专项转移支付收入	60.64	5. 债券融资	
3. 税收返还收入	2.99	6. 农业综合开发借款	
(三) 基金收入	19.70	7. 其他	
1. 国有土地使用权出让金	18.69	(二) 担保债务余额	13.29
2. 其他	1.01	1. 政府担保的国内金融机构借款	
(四) 预算外财政专户收入	0.52	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	4.50
地方综合财力	210.12	地方政府债务余额	246.49
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		117.31%	

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，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。但债务率高，债务负担重。

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. 企业规模

公司是保山市基础设施投资建设重要主体，在区域经济环境、政府支持、资源贸易等方面具有显著优势。2014 年，政府将昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司、施甸县天源供水有限公司及保山金盛工业开发有限公司股权划转至公司后，公司业务范围进一步扩大，业务区域逐渐覆盖至全市各区县。

3. 政府支持

股权划转

跟踪期内，根据保山市人民政府保政发【2014】200 号《保山市人民政府关于昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司股权划转有关事项的通知》，将昌宁县佳阳城市建设投资有限

责任公司国有股权无偿划转给保山市国有资产经营有限责任公司，本次股权划转增加资本公积 0.89 亿元。昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司是于 2010 年 4 月 20 日经昌宁县人民政府昌政复【2010】10 号批准成立的国有独资有限责任公司，并于 2010 年 5 月 4 日在保山市昌宁县工商行政管理局登记注册，企业法人营业执照注册号为 530524000001488，注册资金 8000 万元。

根据保山市人民政府保政发【2014】201 号《保山市人民政府关于施甸县天源供水有限公司股权划转有关事项的通知》，将施甸县天源供水有限公司国有股权无偿划转给保山市国有资产经营有限责任公司，本次股权划转增加资本公积 13.32 亿元。施甸县天源供水有限公司（以下简称“本公司”）是经施甸县委、县政府同意，由施甸县国有资产经营有限责任公司和施甸县鱼洞水库管理所共同出资，依法设立的有限责任公司。公司成立于 2009 年 5 月 21 日，注册资本为人民币 1572 万元。2010 年 12 月 1 日，公司注册资本变更为人民币 5000 万元，其经营范围不变。2012 年 3 月，公司启动内部重组方案，股东变更为施甸县国有资产管理委员会，注册资本增至 2 亿元。内部重组完成后的公司，是具有投融资性质的国有资产经营和投资主体，是县政府实施重大基础设施、重点产业和重大社会事业项目的政策性投融资平台，

是推动全县经济社会发展的战略工具。

根据保山市人民政府保政发【2014】199号《保山市人民政府关于保山金盛工业开发有限公司股权划转有关事项的通知》，将保山金盛工业开发有限公司国有股权无偿划转给保山市国有资产经营有限责任公司，本次股权划转增加资本公积 1.41 亿元。保山金盛工业开发有限公司（以下简称“本公司”）是保山工业园区管理委员会出资组建的一人有限公司，于 2006 年 9 月 15 日取得保山市隆阳区工商行政管理局核发的“530502000001149 号”《企业法人营业执照》，原注册资本为人民币 1000.00 万元，实收资本为人民币 1000.00 万元。根据保山工业园区管理委员会文件隆工委字【2012】45 号《保山工业园区管理委员会关于对保山工业金盛工业开发有限公司追加投资的通知》，根据本公司股东会决议和修改后的章程规定，变更后的注册资本为 7000.00 万元。

土地和房屋划转

跟踪期内，根据施甸县人民政府施政复【2014】92 号文件，《施甸县人民政府关于无偿划拨县级 6 宗土地的批复》，将 21.05 万平方米土地资产无偿划入公司全资子公司施甸县天源供水有限公司，增加公司资本公积 2.67 亿元。

根据昌宁县人民政府昌政复【2014】24 号文件，《昌宁县人民政府关于将县级土地等资产注入昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司的批复》，将县级土地等资产无偿划入公司全资子公司昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司，增加公司资本公积 12.49 亿元。

根据保山市隆阳区人民政府《隆阳区人民政府关于推进保障性安居工程建设办公会议纪要》，由区国资公司将区住房和城乡建设局管理的资产划归公司，增加公司资本公积 0.69 亿元。

财政补贴

跟踪期内，根据施财预【2014】1132 号文，《施甸县财政局关于追加天源供水有限公司财政补贴的通知》，公司子公司施甸县天源供水有限公司收到政府经费补助 5000.00 万元。

根据腾财预【2014】1016 号文，《腾冲县财政局关于对腾冲县惠民城建投资有限责任公司给予财政补贴的通知》，公司子公司腾冲县惠民城建投资有限责任公司收到政府经费补助 10222.00 万元。

根据昌财发【2014】210 号文，《昌宁县财政局关于对昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司给予财政补贴的通知》，公司子公司昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司收到政府经费补助 12000.00 万元。

根据龙陵县人民政府文件《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》，公司子公司龙陵县国有资产经营有限责任公司收到政府经费补助 10000.00 万元。

公司子公司保山市隆阳区国有资产经营有限责任公司共收到各类政府补助 5137.36 万元。

项目资金支持

跟踪期内，公司全资子公司云南保山电力股份有限公司收到 2014 年农村电网改造升级工程中央基建投资预算拨款，财政部、水利部农村水电增效扩容改造财政补助配到资金等款项，增加公司合并报表资本公积 1.74 亿元。

总体看，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，公司高管人员、组织结构、管理体制、管理制度等无重大变化。

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、%）

	2013年		2014年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电力行业	170385.42	35.79	185797.87	30.98
管理费收入	1471.16	94.75	665.27	100.00
合计	171856.57	36.29	186463.14	31.23

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。

2014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、保岫东路青堡路项目、青华湖项目。

保山市隆阳区北片区建设项目计划投资20亿元，截至2014年底累计完成投资11.53亿元，较2013年底无新增投资，主要系工程进度调整所致。

保山市隆阳区保岫东路青堡路道路建设工程计划投资20.50亿元，截至2014年底已投资6.00亿元。

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。目前，回购款并未按照协议进度支付。

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，并由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2014年底，公司转贷业务资金规模9.57亿元，2014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）0.06亿元。

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。

2014年公司销售电量44.66亿千瓦时，实现营业收入18.58亿元，毛利率为30.98%，较去年同期略有上升，总体上毛利率保持较高水平。

截至2014年底，公司拥有110千伏变电站26座，总容量151.95万千伏安；110千伏线路1345.59公里；35千伏变电站62座，总容量48.48万千伏安。

表4 保山电力主要经济技术指标

项目	2013年	2014年
全资发电装机发电量（亿千瓦）	25.01	25.01
控股权益发电装机总容量（万千瓦）	53.10	53.10
全资电站发电量（亿千瓦时）	8.54	8.09
公司销售电量（亿千瓦时）	42.60	44.66
外购电量（亿千瓦时）	35.92	40.02

资料来源：公司提供

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2014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	19128	9719.40	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	12960	7105.40	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	40530	20740.16	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	18360	10015.25	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	27000	14062.88	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	117978	61643.09	-

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2012年12月10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。2015年12月10日，公司已如期兑付第一期债券本金1.60亿元。

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。

表6 截至2014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	26040
青阳片区 2012 年棚户区改造项目	27776	16665	16665
保山市隆阳区北片区建设项目	200000	37295	37295
合计	271176	80000	80000

资料来源：公司提供

截至2014年底，保山市隆阳区北片区建设项目实际投入金额11.53亿元，项目进度为57.65%；青阳片区2012年棚户区改造项目实际投入金额1.70亿元，项目进度为61.20%；隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目实际投入金额为3.70亿元，项目进度为85.25%。截至2014年底，保山市隆阳区北片区建设项目进度已有调整，落后于原计划；其他项目正有序推进。

九、财务分析

公司提供的 2014 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，2014 年新增三家子公司，分别为施甸县天源供水有限公司、昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司和保山金盛工业开发有限公司。截至 2014 年底，施甸县天源供水有限公司总资产为 18.45 亿元，负债总额为 2.38 亿元；2014 年实现营业收入 150.29 万元，利润总额 8800.00 万元；昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司总资产为 20.58 亿元，负债总额为 6.15 亿元；2014 年实现营业收入 356.77 万元，利润总额 10461.79 万元；保山金盛工业开发有限公司总资产为 6.53 亿元，负债总额为 5.97 亿元；2014 年实现营业收入 0，利润总额 -58.80 万元。整体看，新划入的三家子公司对公司合并报表中其他应付款、资本公积、营业外收入等科目影响较大。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 359.05 亿元，所有者权益合计 182.32 亿元；2014 年实现营业收入 20.07 亿元，利润总额 3.02 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入为 20.07 亿元，同比上升 14.57%，其中主营业务收入 18.65 亿元；2014 年营业成本为 15.42 亿元，同比增长 24.55%，主要系电力行业成本上升所致。

从期间费用来看，公司 2014 年期间费用率为 34.49%，较上年上升 0.23 个百分点。

2014 年公司营业外收入为 5.46 亿元，主要系政府补助（5.08 亿元）。同期，公司实现利润总额为 3.02 亿元，同比下降 61.55%。公司利润对政府补助依赖性较大。

从盈利指标来看，2014 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.68%、2.12%和 1.50%，分别较去年下降 6.14 个百分点、2.29 个百分点和 3.74 个百分点，主

要系公司电力业务由于应政府要求进行电价优惠让利导致毛利下降，同时补贴收入减少所致。

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，2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 24.94 亿元，同比增长 24.85%；现金收入比为 124.25%，收入实现质量较好；2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 49.61 亿元，较上年增长 38.93%，主要为公司与市财政及其他相关单位往来款项（46.57 亿元，较 2013 年上升 68.87%）、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 74.55 亿元，较上年增长 33.88%。2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 12.03 亿元，较上年上升 2.93%；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 34.20 亿元，较上年增长 41.77%。公司经营活动现金流出量为 50.68 亿元，较上年增长 25.28%。2014 年公司经营活动现金流量净额为 23.86 亿元，较上年上升 56.73%。

2014 年，公司投资活动现金流入较少，全部为取得投资收益收到的现金 4.98 万元；投资活动现金流出为 52.68 亿元，较 2013 年大幅增长 149.84%，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金，其中又以保山市隆阳区北片区建设项目和其他电力、电网项目的建设支出为主，2014 年公司投资活动现金净流出 52.68 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，2014 年公司筹资活动现金流入为 66.21 亿元，同比增长 78.86%，以取得借款的现金为主（59.94 亿元）；其中，收到其他与筹资活动有关的现金 3.04 亿元，为存单质押借款保证金。2014 年公司筹资活动现金流出为 37.03 亿元，以偿还债务支付的现金

(29.53 亿元)为主,同比增长 34.17%;此外支付其他与筹资活动有关的现金 3.59 亿元,主要为存单质押借款保证金。2014 年,公司筹资活动产生的现金流量净额为 29.18 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 2014 年,公司资产总额为 359.05 亿元,同比增长 30.60%,主要由于其他应收款、固定资产和在建工程的快速增长。其中流动资产占 14.78%,非流动资产占 85.22%,公司资产结构较为稳定,仍以非流动资产为主。

截至 2014 年底,公司流动资产为 53.05 亿元,同比增长 10.33%。公司流动资产增长主要系其他应收款的快速增长所致。截至 2014 年底,公司货币资金为 13.03 亿元,较上年增长 3.69%,其中受限资金 3.13 亿元,占比为 24.03%;公司应收账款 0.43 亿元,账龄一年以内的占 57.07%,主要为个项目应收款项及应收用户电费;公司预付款项为 0.49 亿元,较上期下降 91.26%,主要是因为预付工程款大幅下降;一年内到期的非流动资产 4.33 亿元,较上年增长 10.33%,主要是长期应收款将到期。截至 2014 年底,公司其他应收款为 33.60 亿元,同比增长 37.39%,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保山市永昌投资开发有限公司(5.55 亿元)、保山工业园区管理委员会(3.58 亿元)、云南省城乡建设投资有限公司(1.27 亿元)、昌宁县财政局(0.84 亿元)、腾冲县城市工作委员会(0.81 亿元),占其他应收款总额 35.29%;从账龄看,1 年以内的占 66.02%,1 至 2 年的占 18.12%。总体看,公司其他应收款规模大,资产流动性较弱。

截至 2014 年底,公司非流动资产为 306.00 亿元,同比增长 34.90%,公司非流动资产增长

主要由于固定资产及在建工程增长所致。截至 2014 年底,公司长期应收款 9.57 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 116.28 亿元,同比增长 19.25%,主要以近两年政府向公司及其下属子公司注入的房屋、建筑物及土地使用权为主(占 95.31%);同期,固定资产合计为 66.24 亿元,同比增长 17.50%,主要为子公司保山电力相关水电站、机器设备、辅配电线路等转固所致;同期,在建工程合计为 70.91 亿元,同比增长 74.13%,增长 30.18 亿元,主要为子公司保山电力三岔河电站、农网改造升级项目(合计 20.55 亿元),母公司及其他子公司基础设施建设项目增长所致;同期,无形资产 13.32 亿元,同比增长 113.72%,主要为土地使用权。截至 2014 年底,公司已抵质押的房产、土地使用权等资产合计 69.19 亿元,公司受限资产规模较大。

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,非流动资产以固定资产和在建工程为主。整体看,公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益为 182.32 亿元,其中实收资本占 2.22%,资本公积占 85.92%,盈余公积占 0.37%,未分配利润占 11.48%。其中,截至 2014 年底,资本公积 147.03 亿元,同比增长 28.11%,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 2014 年底,公司负债合计为 176.74 亿元,同比增长 37.48%,其中流动负债占 34.61%,非流动负债占 65.39%。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债 61.17 亿元，同比增长 38.26%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长。截至 2014 年底，公司短期借款 13.06 亿元，同比下降 6.42%；同期，公司应付账款 1.68 亿元，同比下降 14.38%，主要以应付工程款为主；公司其他应付款 20.62 亿元，同比增长 51.05%，主要为往来款（15.29 亿元）；公司一年内到期的非流动负债 23.04 亿元，较上年增长 66.00%。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债 115.57 亿元，同比增长 37.07%，主要系公司长期借款和应付债券增长。截至 2014 年底，公司长期借款 77.42 亿元，其中公司转贷款 9.57 亿元；截至 2014 年底，公司应付债券 30.20 亿元，主要为公司 2012 年发行的 8 亿元企业债（尚余待偿还本金 6.40 亿元），2014 年发行的 18 亿元企业债，子公司保山电力 2014 年发行的两期合计 6 亿元私募债；截至 2014 年底，公司其他非流动负债 7.59 亿元，较上年增长 32.43%，主要是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 5.51 亿元、保障房、廉租房建设项目专项资金 1.87 亿元。

从有息债务来看，公司 2014 年底全部债务为 143.72 亿元，同比增长 35.06%，其中短期债务占 25.11%，长期债务占 74.89%。从债务负担看，2014 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增长，分别为 49.22%、44.08%和 37.12%。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，2014 年公司流动比率、速动比率分别为 86.74%和 85.91%，2012~2014 年的平均值分别为 94.19%和 93.12%；2014 年公司经营现金流动负债比为 39.01%，较上年上升 4.59 个百分点。同时考虑到公司流动资产中其他应收款占比较大，公司实际短期偿债能力低于理论值，且短期债务规模快速增长，公司有一定短期偿付压力。

从长期偿债能力来看，公司 2014 年 EBITDA 为 12.22 亿元，同比下降 20.03%；2014 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.23 倍和 11.76 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司获得各家银行授信总额度为 90.47 亿元，尚未使用额度为零，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司（合并口径）对外担保余额为 11.80 亿元，为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 6.47%，较上年有所上升。但考虑到被担保方主要为公益性事业单位，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。

公司因基础设施建设项目产生的债务均已纳入政府性债务。近年来，保山市经济较快发展，财政实力持续增强，为公司各项债务的偿付提供了有力保障。

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 2015 年 11 月 3 日，公司共有 21 笔关注类未结清记录，依据国家开发银行云南省分行开具的说明，系根据该行资产质量分类相关规定，将公司在该行的贷款均列为关注类，但不属于不良类贷款，公司在该行贷款以来，本息均回收正常，未出现过逾期。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

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”。2014 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待偿还本金的保护倍数分别为 1.91 倍、11.65 倍和 3.73 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 7.64 倍、和 46.59 倍和 14.91 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

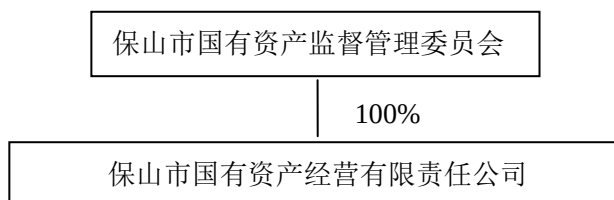
根据北京亚超资产评估有限公司 2014 年 5 月 26 日出具的评估报告（北京亚超评报字（2014）第 A054 号），以 2014 年 4 月 18 日为评估基准日，评估资产的评估价值 216206.59 万元。上述评估价值对“12 保山债/12 保国资”本金加一年利息的覆盖倍数约为 2.52 倍（一年利息利率按票面利率 7.3% 计算）。该评估报告有效期截至到 2015 年 4 月 18 日，公司暂未针对该土地资产进行新的评估活动。

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。

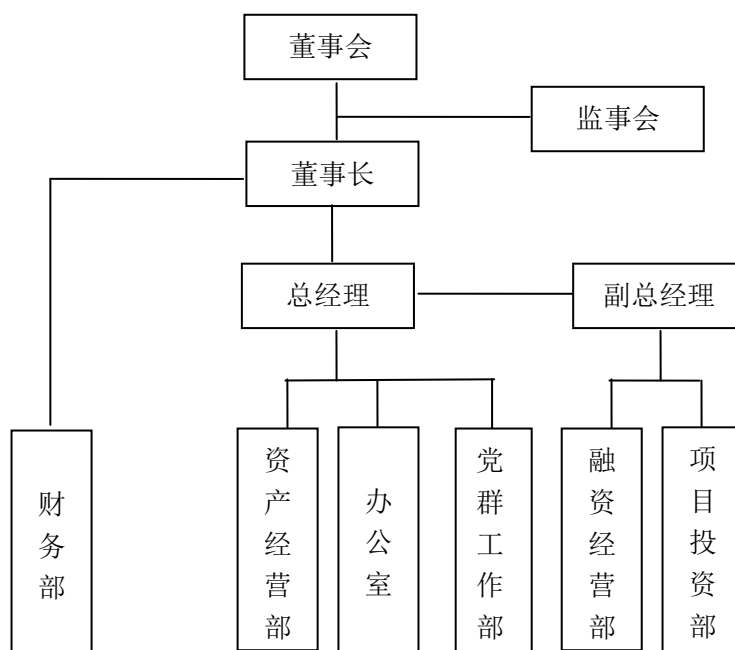
十、结论

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.56	12.56	13.09
资产总额(亿元)	213.07	274.93	359.05
所有者权益(亿元)	113.66	146.37	182.32
短期债务(亿元)	24.54	27.83	36.09
长期债务(亿元)	61.80	78.58	107.62
全部债务(亿元)	86.33	106.41	143.72
营业收入(亿元)	16.10	17.52	20.07
利润总额(亿元)	6.64	7.85	3.02
EBITDA(亿元)	13.31	15.28	12.22
经营性净现金流(亿元)	11.44	15.23	23.86
财务指标			
销售债权周转次数(次)	51.03	28.87	29.26
存货周转次数(次)	18.44	23.54	31.57
总资产周转次数(次)	0.10	0.07	0.06
现金收入比(%)	119.20	116.24	124.25
营业利润率(%)	36.61	28.82	22.68
总资本收益率(%)	4.92	4.41	2.12
净资产收益率(%)	5.35	5.24	1.50
长期债务资本化比率(%)	35.22	34.93	37.12
全部债务资本化比率(%)	43.17	42.10	44.08
资产负债率(%)	46.66	46.76	49.22
流动比率(%)	91.06	108.70	86.74
速动比率(%)	89.37	107.64	85.91
经营现金流流动负债比(%)	33.09	34.42	39.01
EBITDA 利息倍数(倍)	3.53	3.39	2.23
全部债务/EBITDA(倍)	6.49	6.97	11.76

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/营业收入×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%

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