跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2872 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，并维持其“12保山债/PR保国资”AA的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月二十二日

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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 保山债/PR 保国资	8 亿元[1]	2012/12/10-2019/12/10	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 12 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	12.56	13.09	23.56
资产总额(亿元)	274.93	359.05	428.36
所有者权益(亿元)	146.37	182.32	203.08
短期债务(亿元)	27.83	36.09	44.35
长期债务(亿元)	78.58	107.62	128.60
全部债务(亿元)	106.41	143.72	172.96
营业收入(亿元)	17.52	20.07	20.78
利润总额 (亿元)	7.85	3.02	4.56
EBITDA(亿元)	15.28	12.22	14.48
经营性净现金流(亿元)	15.23	23.86	13.93
营业利润率(%)	28.82	22.68	7.99
净资产收益率(%)	5.24	1.50	2.12
资产负债率(%)	46.76	49.22	52.59
全部债务资本化比率(%)	42.10	44.08	46.00
流动比率(%)	108.70	86.74	98.78
经营现金流动负债比(%)	34.42	39.01	15.88
全部债务/EBITDA(倍)	6.97	11.76	11.95
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	1.90	1.60

分析师

孙宏辰　顾喆彬

邮箱： 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）
网址： 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，是保山市本级重要的城市基础设施投资开发主体。跟踪期内受政府较大规模地注入财政补贴资金影响，公司资产及权益规模大幅增长；同时联合资信评估有限公司（以下简称“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。未来随着公司基建业务的相继完工，公司收入和盈利能力有望改善。

公司对“12保山债/PR保国资”（以下简称“本期债券”）的分期偿付政策以及公司以拥有的4宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，有助于提升“12保山债/PR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，并维持“12保山债/PR保国资”AA的信用等级。

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. 公司是保山市市级重要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。公司下属电力业务子公司在保山市内居于优势地位。
3. 公司对“12保山债/PR保国资”的分期偿付政策以及公司以拥有的4宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，有助于提升“12保山债/PR保国资”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司整体盈利能力一般，利润总额对政府补

[1] 公司已于 2015 年 12 月偿还 1.60 亿元本金，并按期支付当期利息，“12 保山债/PR 保国资”债券剩余待偿还本金为 6.40 亿元。

贴依赖性较大。

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. 保山市政府对部分应付公司的基础设施建设项目回购款以财政补贴的形式下达。

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至“12 保山债/PR 保国资”到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

保山市国有资产经营有限责任公司跟踪评级报告

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/PR 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 2015 年底公司注册资本为 3.79 亿元，保山市人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

公司是云南省保山市市级重要的基础设施投资运营主体。经营范围为经营本公司资本金范围内的投资入股，股权买卖，公司改制上市，企业托管等自营业务；受市政府及有关职能部门的委托，经营管理财政有偿资金债权转股权；市级财政其它投资入股业务；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；受市政府委托承担城市、交通基础设施及市政公用项目的投资、融资、建设和管理业务（涵盖城市土地开发及地下、地下空间设施经营）；工程建设及投融资业务咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司根据自身经营管理需要，设有财务部、资金运营管理中心、资产经营部、办公室（党群工作部）、融资经营部和项目投资部等 6 个部门。公司拥有下属子公司 8 家。其中，公司持有云南保山电力股份有限公司（以下简称“保山电力”）60.61%的股份。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 428.36 亿元，所有者权益合计 203.08 亿元；2015 年实现营业收入 20.78 亿元，利润总额 4.56 亿元。

注册住所：云南省保山市隆阳区兰城路传媒大厦。法定代表人：梁晓。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的

财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

2．政策环境

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预

算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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。

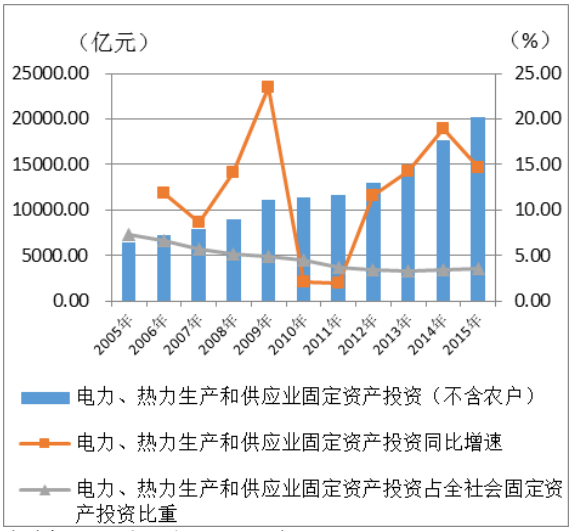
整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 电力行业分析

2005 年~2015 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。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据 Wind 资讯数据，2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比上升 10.98%。其中，火电完成投资 1396 亿元，同比上升 21.96%，所占比重为 34.13%；水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%；风电完成投资 1158 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%；核电完成投资 560 亿元，同比上升 5.15%，所占比重为 13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 61.14%，与上年相比有所下降。

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、Wind 资讯

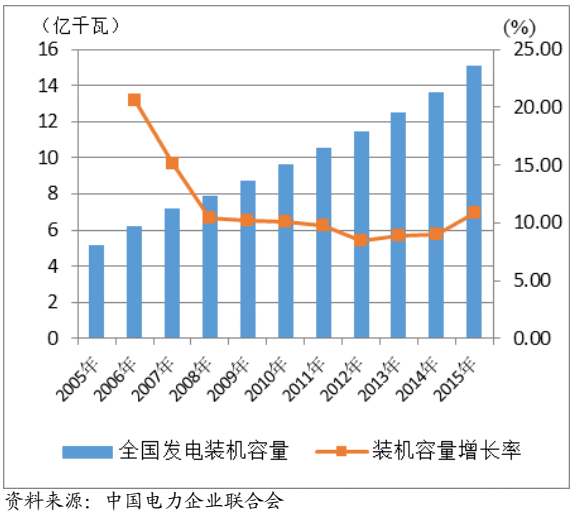
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，

同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千瓦，同比增长 73.7%。清洁能源装机占比达到了 34.35%，且增幅较快。

2015 年，全国全口径发电量 56184 亿千瓦时，比上年增长 1.31%。分类型看，火电发电量 42102 亿千瓦时，同比上升 0.89%，占全国发电量的 74.94%，比上年降低 0.26 个百分点；水电发电量 9960 亿千瓦时，同比下降 6.58%，占全国发电量的 17.73%，比上年下降 1.47 个百分点。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

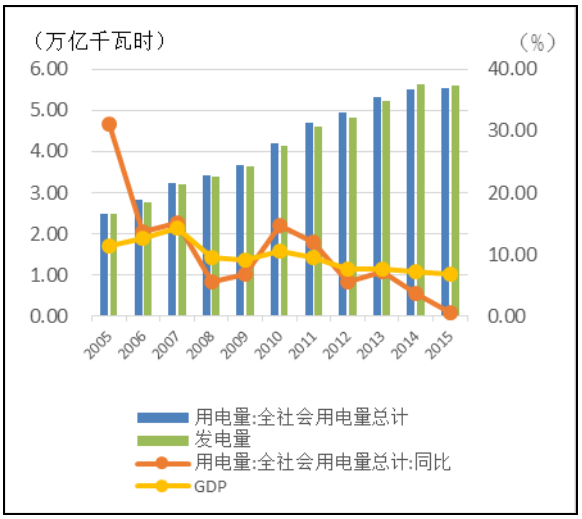


资料来源：中国电力企业联合会

随着特高压建设的提速、农村电网改造升级及城市配电网建设改造工作的有序推进，电网供售电能力及跨区域输送能力持续增强，大范围优化配置资源能力不断提高。截至 2015 年底，全国电网 220 千伏及以上输电线路回路长度、公用变电设备容量分别为 61.10 万千米、31.30 亿千伏安，分别同比增长 5.8%和 7.6%。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3969 小时，同比降低 349 小时。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比减少 48 小时；核电 7350 小时，同比降低 437 小时；风电 1728 小时，同比降低 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

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

2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015 年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40 年来首次负增长。

未来发展

为加快推进配电网建设改造，国家能源局于 2015 年 7 月底发布 《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）（以下简称《行动计划》），以贯彻《关于加快配电网建设改造的指导意见》，落实“稳增长、防风险”有关部署。该计划抓住当前我国配电网实际情况，从 7 大方面对配电网建设改造任务提出目标。《行动计划》明确提出，2015~2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万千米，分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍，中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万千米，分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。 5 年后城市供电可靠率将达 99.99% 近年来，我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。

《行动计划》指出，将用 5 年左右时间，进一步加大我国配电网建设改造力度。到 2020 年，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电可靠率达到 99.99%，用户年均停电时间不超过 1 小时，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力及供电安全水平显著提升，供电可靠率达到 99.88%以上，用户年均停电时间不超过 10 小时，保障地区经济社会快速发展；乡村及偏远地区全面解决电网薄弱问题，基本消除长期“低电压”，户均配变容量不低于 2 千伏安，有效保障民生。

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

近年来，保山市国民经济持续较快增长，全市综合实力不断提高。根据《保山市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，全市实现地区生产总值(GDP)551.96 亿元，比上年同期增长 11.5%，其中：第一产业增加值 141.97 亿元，同比增长 6.5%；第二产业增加值 192.05 亿元，同比增长 14.4%；第三产业增加值 217.93 亿元，同比增长 11.6%。三次产业结构由上年的 27.5∶34.7∶37.8 调整为 25.7∶34.8∶39.5。

2015 年，全市完成固定资产投资 501.83 亿元，比上年同期增长 30.7%，其中：民间投资 140.05 亿元，同比下降 2.8%。分产业看：第一产业完成投资 31.79 亿元，增长 121.6%；第二产业完成投资 125.44 亿元，增长 26.8%；第三产业完成投资 344.6 亿元，增长 27.4%；全年施工项目 1301 个，增长 55.8%，其中：本年新开工项目 950 个，增长 75.6%。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效应较为明显。

2015 年，保山市继续扩大投资，强化基础设施建设，其中保泸高速公路开工建设，大瑞铁路、绕城高速公路等项目建设进展顺利，大链二级公路试通车；工业园区配套设施不断完善，龙陵动力锂离子电池生产线、保山国际数据产业园开工，宝佳鞋业、九隆酵母建成投产；中心城市地下综合管廊、棚户区改造、“三校一院”建设加快推进，永昌路等一批老城市政道路完成改造提升，城市综合整治成效明显；各县城持续扩容提质，城乡统筹发展试点扎实推进，腾冲创建国家园林县城通过验收；新开工保山小地方中型水库和昌宁桂花树等 5 座小型水库；建成蒲缥温泉、施甸温泉养生洗浴等旅游项目；三岔河水库建成蓄水发电，移民搬迁安置稳步推进，境外水电开发进展顺利。

（2）地方财政实力

从收入构成上看，保山市地方可控财力主要由一般预算收入和上级补助收入两部分构成，其具体明细见表 1。

2015 年，保山市财政总收入 75.98 亿元，比上年同期增长 7.21%，其中：一般预算收入 52.23 亿元，同比增长 10.70%。同期，保山市一般预算支出 192.13 亿元，同比增长 16.98%。

从可控财力看，保山市地方可控财力对上级补助收入依赖度较高，近三年占比分别为 54.54%、56.96%和 64.20%。同期，保山市地方可控财力分别为 194.62 亿元、199.70 亿元和 217.76 亿元。

从债务余额看，截至 2015 年底，保山市政府债务余额由直接债务、负有担保责任债务和可能承担一定救助责任的债务构成；其中，直接债务余额 192.07 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 39.53 亿元。保山市地方政府债务率为 100.33%，债务负担较重。

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，但地方政府整体债务率较高，债务负担较重。

表 1　截至 2015 年底保山市可控财力表

（单位：亿元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	**42.84**	**47.18**	**52.23**
税收收入	32.58	31.26	34.12
非税收入	10.26	15.92	18.11
基金收入	**45.64**	**38.26**	**25.72**
土地出让金	38.05	28.57	14.94
其他	7.59	9.69	10.78
上级补助收入	**106.14**	**113.74**	**139.81**
返还性收入	3.05	2.99	2.97
一般性转移支	48.15	50.11	66.62
专项转移支付	54.93	60.64	70.22
预算外财政专户资金	**0.77**	**0.52**	**—**
地方可控财力	**194.62**	**199.70**	**217.76**

资料来源：保山市财政局

表2　2015年底保山市政府债务余额表　（单位：亿元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	52.23	（一）直接债务余额	192.07
1．税收收入	34.12	1．国债转贷资金	—
2．非税收入	18.11	2．国际金融组织贷款	0.87
（二）转移支付和税收返还收入	139.81	3．解决地方金融风险专项借款	0.03
1．一般性转移支付收入	66.62	4．国内金融机构借款	109.37
2．专项转移支付收入	70.22	5．债券融资	26.85
3．税收返还收入	2.97	6．农业综合开发借款	0.02
（三）基金收入	25.72	7．其他	54.93
1．国有土地使用权出让金	14.94	（二）担保债务余额	13.29
2．其他	10.78	1．政府担保的国内金融机构借款	
（四）预算外财政专户收入	—	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	39.53
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	217.76	地方政府债务余额=（一）+（二）*50%+（三）*50%	218.48
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**100.33%**		

资料来源：保山市财政局

五、基本素质分析

1. 产权状况

保山市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司 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。公司及多家下属子公司业务区域已覆盖至全市各区县。

3. 政府支持

股权划转

公司于 2015 年 12 月 11 日与云南保山科源硅电有限责任公司签订《关于云南保山科源硅电有限责任公司 2.12%股权的转让协议》，公司受让云南保山科源硅电有限责任公司持有的保山电力 2.12%的股权，增加合并报表资本公积 0.29 亿元。

财政补贴

跟踪期内，公司及多家下属子公司继续收到保山市及各县（区）政府财政补贴。保山市政府对公司及下属子公司财政补贴支持力度较大。上述补助部分计入公司营业外收入-政府补助科目，部分计入资本公积科目。

表3 公司及子公司在跟踪期内接受保山市政府机构财政补贴情况 （单位：万元）

补贴机构	文件编号	补贴类型	被补贴单位	补贴金额
保山市财政局	保财企【2015】26 号	市国有资本经营预算资金	公司	400.00
保山市财政局	保财企【2015】88 号	市国有资本经营预算资金	公司	600.00
保山市财政局	保财建【2015】126 号	2015 年农网改造升级工程第一批基建投资预算	公司	23200.00
保山市财政局	保财建【2015】195 号	2015 年农网改造升级工程中央基建投资预算	公司	29000.00
保山市人民政府	保政发【2015】206 号	2015 年度政府补助	公司	3000.00
保山市财政局	保财企【2015】147 号	经营性补贴	云南保山电力股份有限公司	8494.00
隆阳区财政局	隆财企【2015】1866 号			2141.00
腾冲市财政局	腾财预【2015】1256 号			3584.00
龙陵县财政局	龙财预【2015】601 号			3305.00
施甸县财政局	施财预【2015】1130 号			2866.00
昌宁县财政局	昌财企【2015】43 号			1171.00
昌宁县人民政府	昌政发【2015】157 号	财政补贴	昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司	15000.00
保山市人民政府工贸园区管理委员会	保工贸发【2015】116 号	政府补助	保山金盛工业开发有限公司	5000.00
龙陵县人民政府	龙政发【2015】69 号	财政补贴	龙陵县国有资产经营有限责任公司	15000.00
隆阳区人民政府	隆政发【2015】171 号	政府补贴	隆阳区隆城投资有限责任公司	8000.00
施甸县人民政府	施政发【2015】120 号	政府补助	施甸县天源供水有限公司	10000.00
腾冲市人民政府	腾政复【2015】109 号	财政补助	腾冲市惠民城建投资有限责任公司	15000.00
隆阳区人民政府	隆政发【2016】172 号	政府补助	隆阳区国有资产经营有限责任公司	2000.00
合计				**147761.00**

资料来源：审计报告及公司提供

项目资金支持

跟踪期内，根据保财建[2015]223 号《保山市财政局关于下达 2015 年新增省预算内前期工作经费的通知》，保山市财政局拨付公司隆阳区 220KV 秀子输变电工程前期费投资 100 万元，回收 70 万元；拨付公司保山 500KV 输变电工程前期费投资 200 万元，回收 140 万元。不收回部分 90.00 万元计入资本公积。

总体看，跟踪期内保山市政府在股权划转、财政补贴、项目资金支持等方面给予了公司有力支持，增强公司的资本和经营实力。

六、管理分析

跟踪期内，公司原董事长赵碧原先生因正常工作调动不再担任公司董事长职务，公司董

事长现由原公司总经理梁晓先生担任。

根据《保山市国有资产经营有限责任公司董事会会议决议》（2016 年 6 月 20 日），公司董事会同意聘任濮应秘先生担任公司总经理。蒲应秘先生，1973 年 5 月生，本科学历，自 2004 年起先后担任腾冲县固东镇镇长、副书记、腾冲县中和乡书记、腾冲县委组织部常务副部长、腾冲县财政局局长、腾冲县腾越镇书记、保山市永昌投资开发有限公司党委委员、副董事长兼任保山昌源水务公司总经理，2016 年 6 月至今担任公司总经理。

现公司董事会由梁晓先生、濮应秘先生和陈赞泽先生三位董事组成。

跟踪期内，公司高管人员、组织结构、管理体制、管理制度等无其他重大变化。

七、经营分析

公司是保山市重要的基础设施建设主体，公司本部主要承担保山市城市基础设施及市政公用事业项目的投资、融资、建设、运营、管理等职能，建设项目性质主要为政府公益性或准公益性项目。公司主营业务收入主要来源于下属子公司云南保山电力股份有限公司的电费收入。

跟踪期内，公司主营业务收入主要由电力行业业务收入（主要为电费收入）和管理费收入构成。

表4　主营业务收入和毛利率情况

（单位：万元、%）

	2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力行业	185797.87	30.98	183350.08	18.89
管理费收入	665.27	100.00	702.43	66.33
合计	**186463.14**	**31.23**	**184052.51**	**19.07**

资料来源：审计报告

基础设施投资业务

公司是保山市市级政府性项目的重要投融资主体，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，保山市政府授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职能。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。由于工程处于建设期，公司目前暂未确认回购收入。

截至 2015 年底，公司的主要在建项目有保岫东路、青堡路工程、龙玉大道工程、腾冲县迎宾大道工程等。公司主要基础设施建设项目尚处于建设期，后期仍有较大资金需求。

表 5　公司主要在建基建项目情况

（单位：亿元、%）

项目名称	总投资额	已投资额	项目进度
保岫东路、青堡路	20.50	7.03	34.00
龙玉大道工程	12.00	4.00	34.00
迎宾大道工程	1.58	1.58	100.00
保山中心城市东城区道路基础设施项目	4.23	4.23	100.00
合计	**38.31**	**16.84**	**—**

资料来源：审计报告及公司提供

注：截至2015年底，公司部分基础设施建设项目已完工但尚未结转固定资产。

目前，公司分别与保山市政府和保山市财政局签订有关保山市隆阳区北片区建设项目与隆阳区 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。

根据保山市财政局于 2015 年 9 月 6 日出具的说明，对于保山市国有资产经营有限责任公司与保山市财政局签订的《2011 年保山市国有

资产经营有限责任公司项目投资建设与转让收购（BT）协议》里的回购款，保山市财政局以每年下达财政补贴的方式实现，之前的财政补贴已下达，之后将继续以财政补贴形式下达。

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市国资委进行操作，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。2015 年，公司转贷业务资金规模为 9.49 亿元，转贷业务累计资金规模为 20.91 亿元，2015 年通过转贷业务实现的手续费收入（主营业务中管理费收入）0.07 亿元。

电力业务（发电）

公司电力业务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，为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。

保山电力运营的发电机组全部为水电，2015 年以来可控装机容量小幅增长，但电源结构相对单一，全资电站机组平均利用小时数小幅下滑。

2015 年，公司全资电站发电量 8.24 亿千瓦时，较上年小幅上升；全资电站机组平均利用小时 3237 小时，较上年小幅下降，主要是当年公司部分小水电站进行增效扩容停运所致。

电力业务（供电）

跟踪期内，保山电力继续维持保山市唯一的终端供电企业地位，供电范围覆盖保山市隆阳区、施甸县、昌宁县、龙陵县和腾冲县，负责 110KV 及以下电网的建设管理，保山电力在供电区域上具有专营优势。

2015 年，保山电力供电能力继续提升，供电量有所增加。2015 年公司销售电量 49.67 亿千瓦时，实现营业收入 18.34 亿元，毛利率为 18.89%，较去年同期明显下降，毛利率处于一般水平。公司 2015 年毛利率较 2014 年下降主要因为保山市发展和改革委员会和保山市工业和信息化委员会在 2015 年度下半年连续下调金属硅用电价格导致公司电费收入下降，同时在生产成本未出现明显下降的情况下导致公司电力业务毛利率较上年明显下降。根据保山市发展和改革委员会、保山市工业和信息化委员会在 2015 年下半年下发的一系列通知，保山市金属硅用电价格在 2015 年 6 月~12 月分别为 0.2848 元/千瓦时、0.274 元/千瓦时、0.2632 元/千瓦时、0.2524 元/千瓦时、0.2524 元/千瓦时、0.247 元/千瓦时、0.2362 元/千瓦时。

2015 年，保山电力所辖全资发电装机发电量较 2014 年大幅提升，原因在于保山电力在 2015 年度收购全部控股权益发电装机剩余股权，因此保山电力 2015 年度无控股权益发电装机总容量。同时，全资发电装机发电量大幅提升。

截至 2015 年底，公司拥有 110 千伏变电站 35 座，总容量 2144 万千伏安，110 千伏线路 1458.5 公里；35 千伏变电站 70 座，总容量 556.4 万千伏安，35 千伏线路 1661.38 公里。

表 6　保山电力主要经济技术指标

项目	2014 年	2015 年
全资发电装机容量（万千瓦）	25.01	85.31
控股权益发电装机容量（万千瓦）	53.10	—
全资电站发电量（亿千瓦时）	8.09	8.24
公司销售电量（亿千瓦时）	42.60	49.67
外购电量（亿千瓦时）	35.92	45.71

资料来源：公司提供

目前公司主要与电力业务相关的在建工程有三岔河电站、2014 年农网改造、2015 年农网升级改造工程等，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，但贷款由保山市政府负责偿还。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 7　截至 2015 年底保山电力主要在建项目情况（单位：万元）

地区	主要工程名称	预计总投资额	累计已投资额	2015 年度投资额
腾冲县	槟榔河三岔河电站	310037.91	286274	68917
保山市	2014 年农网工程	120000.00	120000	45203
保山市	2015 年第一批农网工程	109000.00	102228	102220
合 计	**—**	**539037.91**	**508502**	**216340**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2015 年度合并财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

本期财务报表无合并范围变更情况。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 428.36 亿元，所有者权益合计 203.08 亿元；2015 年公司实现营业收入 20.78 亿元，利润总额 4.56 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入为 20.78 亿元，同比上升 3.54%；2015 年营业成本为 19.01 亿元，同比增长 23.29%，主要系电网服务成本上升所致。

从期间费用来看，公司 2015 年期间费用率为 35.00%，较上年上升 0.51 个百分点，公司期间费用控制能力有待提升。

2015 年公司营业外收入为 10.37 亿元，主要系政府补助（10.30 亿元）。同期，公司实现利润总额为 4.56 亿元，同比上升 50.90%。公司利润对政府补助依赖性较大。

从盈利指标来看，2015 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 7.99%、2.22%和 2.12%，分别较去年下降 14.69 个百分点、上升 0.10 个百分点和 0.62 个百分点。

公司营业利润率同比下降主要源于金属硅用电价格下调所致；公司总资本收益率和净资产收益率同比上升主要系公司营业外收入增加提升了净利润规模所致。

整体看，跟踪期内，公司营业收入较上年小幅上升，补贴收入是公司利润总额的重要来源。公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 24.12 亿元，同比下降 3.28%；现金收入比为 116.06%，收入实现质量较好；2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 63.42 亿元，较上年增长 27.84%，主要为公司与市财政及其他相关单位往来款项（57.36 亿元，较 2014 年上升 23.15%）、公司收到的政策性工程补助款、代收农网还贷资金等；受往来账款大幅增加影响，2015 年公司经营活动现金流入量为 87.54 亿元，同比增长 17.43%。2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 13.26 亿元，较上年上升 10.25%；支付的其他与经营活动有关的现金（主要为往来款项、支付代收的农网还贷资金、支付本公司报销的费用等）为 55.40 亿元，同比增长 61.97%。公司经营活动现金流出量为 73.61 亿元，同比增长 45.24%。2015 年公司经营活动现金流量净额为 13.93 亿元，同比下降 41.62%。

2015 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 0.48 亿元和处置固定资产和其他长期资产收回的现金 4.38 万元；投资活动现金流出为 36.20 亿元，较 2014 年大幅下降

31.28%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2015 年公司投资活动现金净流出 35.72 亿元。

随着公司在建工程规模的增加，公司筹资活动现金流入相应增加，2015 年公司筹资活动现金流入为 85.37 亿元，同比增长 28.95%，以取得借款收到的现金（69.74 亿元）为主；收到其他与筹资活动有关的现金 5.99 亿元，为存单质押借款保证金和附追索权票据转让。2015 年公司筹资活动现金流出为 51.64 亿元，以偿还债务支付的现金（38.41 亿元）为主，同比增长 39.46%；支付其他与筹资活动有关的现金 6.36 亿元，主要为购买子公司股权所支付的现金。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 33.73 亿元。

总体来看，公司经营活动获取现金能力较好。公司在建工程数量增多，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 2015 年，公司资产总额为 428.36 亿元，同比增长 19.30%，主要由于货币资金、其他应收款、长期应收款、长期股权投资和在建工程的快速增长，其中流动资产占 20.23%，非流动资产占 79.77%。公司资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 86.65 亿元，同比增长 63.32%。公司流动资产增长主要系货币资金和其他应收款的增长所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 23.54 亿元，较上年底增长 80.73%，主要系公司长期借款增加所致，其中受限资金 1.70 亿元，占比为 7.22%；公司应收账款 0.71 亿元，账龄一年以内的占 68.32%，主要为应收用户电费或项目费用；公司预付款项为0.54亿元，较上年底增长11.59%，主要为预付保山市隆阳区城市管理服务中心、中国水利水电第十四工程局有限公司等机构的款项；存货 0.70 亿元，较上年底增长 37.05%，主要为生产所需原材料；一年内到期的非流动资产 2.93 亿元，较上年底下降 32.51%，主要是长期应收款到期所致；其他应收款为 57.42 亿元，同比增长 70.89%，主要为公司以及下属子公司与保山市当地各政府部门的往来款；从集中度看，其他应收款余额前五名分别为保山市永昌投资开发有限公司[2]（7.98 亿元）、保山工业园区管理委员会（7.40 亿元）、龙陵县财政局（4.62 亿元）、保山市财政局（4.04 亿元）、隆阳区易地扶贫搬迁项目指挥部（4.00 亿元），占其他应收款总额 48.19%；从账龄看，1 年以内的占 60.52%，1 至 2 年的占 22.45%，2 至 3 年的占 8.87%，3 年以上的占 8.16%。总体看，公司其他应收款规模较大，资产流动性较弱。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 341.71 亿元，同比增长 11.67%，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 2015 年底，公司长期应收款 12.20 亿元，主要为应收保山市博盛投资管理开发有限公司、保山市永昌投资开发有限公司、隆阳区建设局等单位的借款；同期，公司投资性房地产账面价值合计为 114.11 亿元，同比下降 1.86%，为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；同期，固定资产合计为 73.37 亿元，同比增长 10.76%，主要为子公司保山电力相关水电站、机械设备、工具和辅配电线路等转固定资产所致；在建工程合计为 92.42 亿元，同比增长 30.33%，主要为农网升级改造项目（增加 10.22 亿元）、三岔河电站（增加 6.89 亿元）等基础设施建设项目增长所致；公司无形资产 13.30 亿元，同比下降 0.16%，主要为土地使用权。截至 2015 年底，公司已抵押的土地和房产等资产价值合计 81 亿元，公司投资性房地产和无形资产中的房屋、建筑物和土地使用权价值合计 127.07 亿元，抵押比率为 63.74%，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，

[2] 公司与保山市永昌投资开发有限公司（以下简称“永昌公司”）属“一个机构、两块牌子”。

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；应收类账款占流动资产比重较大；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 2015 年底，公司所有者权益为 203.08 亿元，其中实收资本占 1.87%，资本公积占 80.22%，盈余公积占 0.33%，未分配利润占 11.77%，少股股东权益占 5.80%。其中，截至 2015 年底，资本公积 162.90 亿元，同比增长 10.80%，其中资本（股本）溢价增加 8.86 亿元，主要为云南保山科源硅电有限责任公司的增资款和国开发展基金有限公司的增资款；其他资本公积增加 8.06 亿元，主要为公司子公司资本公积增加所致。总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 225.28 亿元，同比增长 27.47%，其中流动负债占 38.94%，非流动负债占 61.06%。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 87.72 亿元，同比增长 43.41%，主要系短期借款和其他应付款的增长。截至 2015 年底，公司短期借款 18.66 亿元，同比上升 42.93%；同期，公司应付账款 2.41 亿元，同比上升 43.12%，主要以应付工程项目款为主；公司预收款项 1.01 亿元，同比上升 107.46%，主要是预收电费款；公司其他应付款 37.69 亿元，同比增长 82.73%，主要为往来款（29.61 亿元）；公司一年内到期的非流动负债 22.23 亿元，较上年末下降 3.50%；公司其他流动负债 2.90 亿元，为附追索权的票据受益权转让。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 137.56 亿元，同比增长 19.03%，主要系公司长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。截至 2015 年底，公司长期借款 97.00 亿元，主要由质押、抵押借款、保证借款和信用借款构成，此外，公司持有 13.95 亿元的其他借款，其他借款主要为公司或子公司与民生银行金融租赁股份有限公司、丰汇租赁有限公司等租赁公司间发生的融资租赁款项；截至 2015 年底，公司应付债券 31.61 亿元，包括公司在 2012 年和 2014 年发行的公司债券和子公司保山电力在 2014 年发行的私募债券和在 2015 年发行的中期票据；截至 2015 年底，公司其他非流动负债 8.65 亿元，较上年末增长 13.87%，主要是政府暂时拨付的建设项目专项资金，其中市政建设专项资金 5.27 亿元、保障房、廉租房项目专项资金 2.95 亿元。部分专项资金将由公司负责偿还。

从有息债务来看，公司 2015 年底全部债务为 172.96 亿元，同比增长 20.35%，其中短期债务占 25.64%，长期债务占 74.36%。从债务负担看，2015 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底略有增长，分别为 52.59%、46.00%和 38.77%。账面反映公司债务负担处于合理水平。

整体看，公司债务负担处于合理水平，长期偿债压力一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 98.78%和 97.99%，2013~2015 年的平均值分别为 97.15%和 96.30%；2015 年公司经营现金流动负债比为 15.88%，较上年下降 23.13 个百分点，主要源于经营活动产生的现金流量净额的大幅下降。公司短期偿付能力较弱。

从长期偿债能力来看，公司 2015 年 EBITDA 值为 14.48 亿元，同比增长 18.52%；2015 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.60 倍和 11.95 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 2015 月底，公司获得各家银行授信总额度为 224 亿元，尚未使用额度为 0.00 亿元，公司间接融资渠道急需拓宽。

截至 2015 年底，公司担保余额为 20.00 亿元，主要担保对象为子公司保山电力，担保比率为 9.85%。公司无对外担保。

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 2016 年 10 月 8 日，公司共有 15 笔关注类未结清记录。根据公司出具的情况说明，截至 2016 年 10 月 8 日，公司 15 笔关注类贷款为国家开发银行贷款。上述贷款不属于不良类贷款，公司本息偿还情况正常，未出现逾期。

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、财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券与募集资金使用情况

公司已于 2015 年 12 月偿还 1.60 亿元本金，并按期支付当期利息，“12 保山债/PR 保国资”债券剩余待偿还本金为 6.40 亿元。

1. “12保山债/PR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、设立专项偿债资金账户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8 截至2015年底本期债券募集资金使用情况

（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2015年底，本期债券募集资金已全部投入使用，其中保山市隆阳区北片区建设项目实际投入金额11.59亿元，项目进度为58%；青阳片区2012年棚户区改造项目已移交云南省城乡投资公司实施，公司不再负责相关项目的具体承建工作；隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目实际投入金额为5.07亿元，项目已全部完工。项目完工后，相关项目将计入公司投资性房地产，因项目产生的部分房地产资产将由公司对外出售。

十、存续债券偿债能力分析及保障措施

1. 偿债能力分析

“12 保山债/PR 保国资”于 2012 年 12 月发行，并于 2015 年 12 月首次偿还债券本金 1.60 亿元，目前剩余本金 6.40 亿元。2015 年，公司经营活动现金流入量规模较大，但公司投资支

出规模仍维持在较高水平，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（6.40 亿元）的保护倍数分别为 2.26 倍、13.68 倍和 2.18 倍，经营活动现金流入对存续债券的覆盖程度强。

“12 保山债/PR 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 1.60 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分期偿还金额（1.60 亿元）的保护倍数分别为 9.05 倍、54.71 倍和 8.71 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。

2. 土地使用权抵押担保

“12 保山债/PR 保国资”采用土地使用权抵押担保方式进行增信，抵押土地如表 9 所示。根据“12 保山债/PR 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。

表9 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

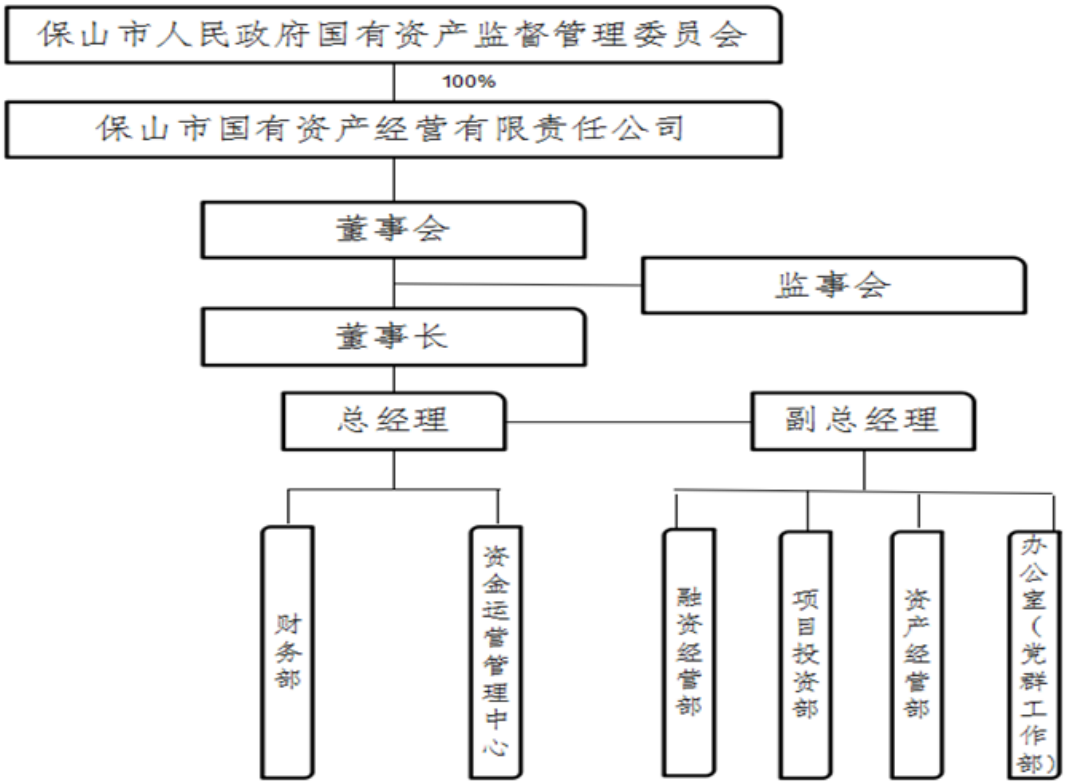
根据北京亚超资产评估有限公司 2016 年 7 月 12 日出具的评估报告（北京亚超评报字（2016）第 A089 号），以 2016 年 6 月 30 日为评估基准日，评估资产的评估价值 216265.82 万元。上述评估价值对“12 保山债/PR 保国资”剩余本金加一年利息的覆盖倍数约为3.15倍（一年利息利率按票面利率 7.3%计算）。该评估报告有效期截至到 2017 年 6 月 29 日。

总体看，公司经营活动现金流入对“12 保山债/PR 保国资”的覆盖程度强，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，存续债券偿债能力较强。

十一、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/PR保国资”AA的信用级别。

附件 1 公司股权结构和组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.56	13.09	23.56
资产总额(亿元)	274.93	359.05	428.36
所有者权益(亿元)	146.37	182.32	203.08
短期债务(亿元)	27.83	36.09	44.35
长期债务(亿元)	78.58	107.62	128.60
全部债务(亿元)	106.41	143.72	172.96
营业收入(亿元)	17.52	20.07	20.78
利润总额(亿元)	7.85	3.02	4.56
EBITDA(亿元)	15.28	12.22	14.48
经营性净现金流(亿元)	15.23	23.86	13.93
财务指标			
销售债权周转次数(次)	19.89	29.26	33.90
存货周转次数(次)	26.37	31.57	31.61
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	114.01	124.25	116.06
营业利润率(%)	28.82	22.68	7.99
总资本收益率(%)	4.41	2.12	2.22
净资产收益率(%)	5.24	1.50	2.12
长期债务资本化比率(%)	34.93	37.12	38.77
全部债务资本化比率(%)	42.10	44.08	46.00
资产负债率(%)	46.76	49.22	52.59
流动比率(%)	108.70	86.74	98.78
速动比率(%)	107.64	85.91	97.99
经营现金流动负债比(%)	34.42	39.01	15.88
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	1.90	1.60
全部债务/EBITDA(倍)	6.97	11.76	11.95

附件 3　主要财务指标的计算公式

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/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 4-1　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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。