跟踪评级公告

联合[2017] 1104 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

二零一七年六月二十七日

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	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：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	13.09	23.56	67.76
资产总额(亿元)	359.05	428.36	579.25
所有者权益(亿元)	182.32	203.08	240.65
短期债务(亿元)	36.09	41.46	55.38
长期债务(亿元)	107.62	128.60	178.04
全部债务(亿元)	143.72	170.06	233.43
营业收入(亿元)	20.07	20.78	27.27
利润总额 (亿元)	3.02	4.56	3.02
EBITDA(亿元)	12.22	14.48	14.27
经营性净现金流(亿元)	23.86	13.93	29.70
营业利润率(%)	22.68	7.99	-3.39
净资产收益率(%)	1.50	2.12	1.28
资产负债率(%)	49.22	52.59	58.45
全部债务资本化比率(%)	44.08	45.58	49.24
流动比率(%)	86.74	98.78	117.99
经营现金流动负债比(%)	39.01	15.88	21.24
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	11.75	16.35

分析师

顾喆彬　马玉丹

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

[1] 公司已于 2016 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 4.80 亿元。

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国有资产监督管理委员会出资组建的国有有限责任公司，是保山市重要的城市基础设施投资开发主体。跟踪期内，保山市政府继续给予公司及下属子公司财政补贴、资产划入及其他支持，公司资产及所有者权益规模保持增长；同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力出现下降、债务规模增长较快及公司利润对政府补贴依赖性大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

公司电力业务大规模扩张的可能性较低，但保山市较高的基础设施建设需求有望拉动公司基建业务规模提升，公司收入状况有望保持平稳增长态势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司对“12保山债/PR保国资”（以下简称“本期债券”）的分期偿付条款设置以及公司以拥有的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. 公司是保山市重要的电力业务和基础设施建设主体，在资产划转、财政补贴等方面继续得到保山市政府较大力度支持。
2. 跟踪期内，公司承建的部分基础设施建设工程在跟踪期内完工并确认业务收入，公司营业收入同比大幅提升。公司资产及所有者权益规模继续保持较快增长。
3. 公司对“12保山债/PR保国资”的分期偿付条款设置以及公司以其拥有的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. 跟踪期内，公司电力业务盈利能力明显下降，公司整体盈利能力较弱。公司利润总额对政府补贴依赖度高。
2. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务负担加重。
3. 公司自 2016 年起基础设施建设业务收入计入公司应收账款，公司应收账款规模大幅增长。同时，公司其他应收款规模仍处于高水平。公司应收类账款规模大，对公司资金形成一定占用。
4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、本报告引用的资料主要由保山市国有资产经营有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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，后经数次增资，截至 2016 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（以下简称“保山市国资委”）为公司唯一股东和实际控制人。

公司是云南省保山市重要的基础设施投资开发主体。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 2016 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共 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 2016 年底，公司（合并）资产总额为 579.25 亿元，所有者权益合计 240.65 亿元（含少数股东权益 26.85 亿元）；2016 年公司实现营业收入 27.27 亿元，利润总额 3.02 亿元。

公司注册地址：云南省保山市隆阳区兰城路传媒大厦。法定代表人：梁晓。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

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末按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。2016 年 12 月 10 日，公司已如期兑付第二期债券本金 1.60 亿元，并按期支付当期利息。截至 2016 年底，“12 保山债/PR 保国资”债券剩余待偿还本金为 4.80 亿元。

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/PR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。变更后详见下表。

表1 截至2016年底募集资金使用情况（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2016年底，本期债券募集资金已全部投入使用；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。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持

增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方

政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

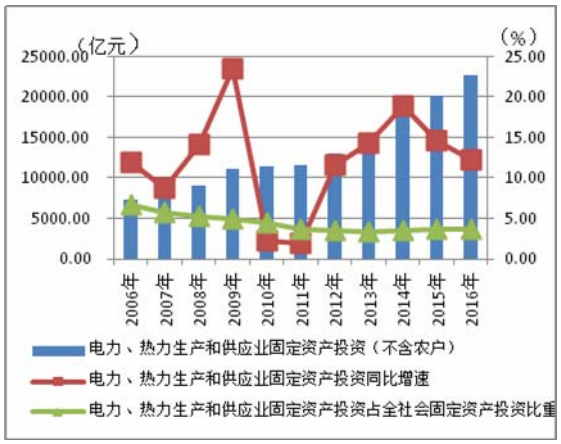
近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 电力行业分析

2006 年～2016 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。2016 年全社会固定资产投资完成额 606466 亿元，比上年名义增长 7.91%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 22638 亿元，同比增长 12.23%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.73%。

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事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2016年，全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资8855亿元、同比增长3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015～2020年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资5426亿元、同比增长16.9%；电源工程建设完成投资3429亿元，同比下降12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，水电完成投资612亿元，火电完成投资1174亿元，核电完成投资506亿元，风电完成投资896亿元。

2006 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8.0%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2016 年底，全国全口径发电装机容量达到 16.5 亿千瓦，同比增长 8.2%。其中，火电装机容量 10.5 亿千瓦（含煤电 9.4 亿千瓦、气电 7008 万千瓦），占全部装机容量的 64.0%，同比增长 6.1%；水电装机容量 3.3 亿千瓦（含抽水蓄能 2669 万千瓦），占全部装机容量的 20.2%，同比增长 3.4%；核电装机容量 0.34 亿千瓦，同比增长 30.77%；并网风电装机容量 1.5 亿千瓦，同比增长 16.28%；并网太阳能发电装机容量 0.77 亿千瓦，同比增长 79.07%。清洁能源装机占比达到了 36.0%，且增幅较快。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

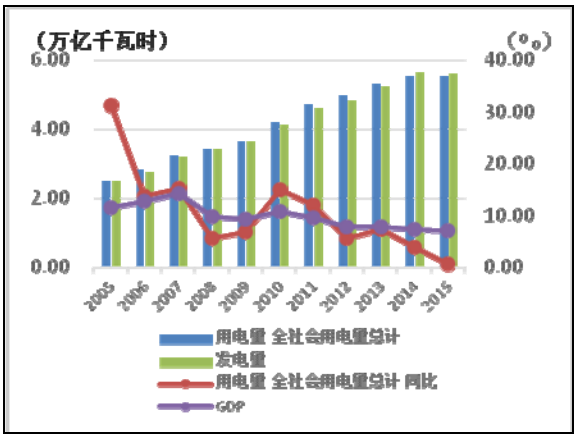


资料来源：中电联电力工业统计快报

2016 年，全国全口径发电量 59897 亿千瓦时，比上年增长 5.2%。分类型看，火电发电量 42886 亿千瓦时，同比上升 2.4%，占全国发电量的 71.6%，比上年降低 1.9 个百分点；水电发电量 11807 亿千瓦时，同比下降 6.2%，占全国发电量的 19.7%，比上年提高 0.2 个百分点。

2016 年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量 59198 亿千瓦时，同比增长 5.0%，大幅超过 2015 年全社会用电量仅 0.5%的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量 1075 亿千瓦时，同比增长 5.3%；第二产业用电量 42108 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第三产业用电量 7961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8054 亿千瓦时，同比增长 10.8%。工业用电量 41383 亿千瓦时，同比增长 2.9%；其中，轻工业用电量 7016 亿千瓦时，同比增长 4.4%，重工业用电量 34367 亿千瓦时，同比增长 2.6%。

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

长久以来，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，在当地积极展开扩张与收购行动，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。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模、提升市场份额、增强盈利能力、提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

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。

2016年11月，国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确主要目标和重点任务，是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标，供应能力方面：预计 2020 年全社会用电量 6.8~7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6%~4.8%，全国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%，人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到 27%。电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到 15%的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机增加 5000 万千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%；电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安；节能减排方面：力争淘汰火电落后产能 2000 万千瓦以上。

3. 区域经济环境分析

目前公司所有业务和工程项目均位于云南省保山市，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受保山市经济发展、财政收支状况的影响。

（1）保山市经济概况

近年来，保山市国民经济持续较快增长，全市经济综合实力不断提高。根据《保山市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，全市实现地区生产总值 613.4 亿元，比上年增长 11.1%，其中：第一产业增加值 151.3 亿元，同比增长 6%；第二产业增加值 214 亿元，同比增长 14.7%；第三产业增加值 248 亿元，同比增长 11.2%。三次产业结构由上年的 25.7∶34.8∶39.5 调整为 24.7:34.9:40.4。

2016 年，全市完成固定资产投资 667.3 亿元，比上年增长 33%，其中：民间投资 132.2 亿元，下降 5.6%。分产业看：第一产业投资 28 亿元，同比下降 11.9%；第二产业投资 133.6 亿元，增长 6.5%；第三产业投资 505.7 亿元，增长 46.7%。全年施工项目 1693 个，增长 30.1%，其中：本年新开工项目 1316 个，增长 38.5%。完成规模以上固定资产投资 667.3 亿元，增长 33%，增速居全省第二。总体上全市固定资产投资保持较快增长势头。

2016 年，保山市继续扩大投资，强化基础设施建设，以综合交通、棚户区改造、市政设施、易地搬迁等为重点，加快推进“五网”等基础设施建设。2016 年，龙江特大桥建成通车，大瑞铁路澜沧江特大桥钢管拱合龙，腾陇、腾猴、昌保、保施、东绕城高速开工建设，保泸高速、腾冲机场改扩建等工程进展顺利。成功申报全国 2016 年地下综合管廊试点城市，保山国家级天然气利用试验示范区建设规划和方案获国家批复，腾冲市、板桥镇成为国家新型城镇化综合试点，3 个万亩生态廊道工程全面启动，青华海列为国家湿地公园试点，有轨电车项目前期工作扎实推进。新增电力装机容量 18.2 万千瓦。新开工昌宁立新等 8 座中小型水库，完成 6.2 万农村人口饮水安全巩固提升任务。

（2）地方财政实力

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，2014~2016 年占比分别为 56.96%、64.20%和 53.48%。同期，保山市地方可控财力分别为 199.70 亿元、217.76 亿元和 247.33 亿元。

表 2 2014~2016 年保山市可控财力表（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	**47.18**	**52.23**	**57.50**
税收收入	31.26	34.12	38.22
非税收入	15.92	18.11	19.28
基金收入	**38.26**	**25.72**	**57.56**
土地出让金	28.57	14.94	9.54
其他	9.69	10.78	48.02
上级补助收入	**113.74**	**139.81**	**132.27**
返还性收入	2.99	2.97	4.11
一般性转移支付	50.11	66.62	72.15
专项转移支付	60.64	70.22	56.01
预算外财政专户资金	**0.52**	—	—
地方可控财力	**199.70**	**217.76**	**247.33**

资料来源：保山市财政局

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、基金收入和上级补助收入三部分构成。

2016 年，保山市一般预算收入 57.50 亿元，同比增长 10.09%；基金收入 57.56 亿元，同比增长 123.79%；上级补助收入 132.27 亿元，同比下降 5.39%；地方可控财力总额 247.33 亿元，同比增长 13.58%。同期，保山市一般预算支出 212.65 亿元，同比增长 10.68%。

表3 保山市地方财力及政府债务情况表（单位：亿元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	57.50	（一）直接债务余额	182.90

1．税收收入	38.22	1．国债转贷资金	—
2．非税收入	19.28	2．国际金融组织贷款	1.73
（二）转移支付和税收返还收入	132.27	3．解决地方金融风险专项借款	0.4
1．一般性转移支付收入	72.15	4．国内金融机构借款	10.84
2．专项转移支付收入	56.01	5．债券融资	139.2
3．税收返还收入	4.11	6．农业综合开发借款	0.02
（三）基金收入	57.56	7．其他	30.71
1．国有土地使用权出让金	9.54	（二）担保债务余额	11.5
2．其他	48.02	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	34.85
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	247.33	地方政府债务余额=（一）+（二）*50%+（三）*50%	206.08
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**83.32%**		

资料来源：保山市财政局

从债务余额看，截至 2016 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 182.90 亿元，负有担保责任的债务余额 11.50 亿元，可能承担一定救助责任的债务余额 34.85 亿元。保山市地方政府债务率为 83.32%，较 2015 年时的 100.33%明显下降，但债务负担仍处于较高水平。

综合来看，跟踪期内，保山市经济继续保持较快发展势头，财政实力持续增强，对保山市基础设施建设提供了较为有利的财力保证，但保山市政府整体债务率仍较高，债务负担较重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

保山市国资委持有公司 100%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司是保山市重要的城市基础设施投资开发主体，在政府支持、电力业务垄断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县。

3. 政府支持

资产划拨

2016 年 6 月 10 日，根据龙陵县人民政府文件龙政复【2016】77 号，龙陵县人民政府将县内 33 宗土地 4 个房产无偿划拨给公司子公司龙陵县国有资产经营有限责任公司。根据云南腾信资产评估有限公司出具的评估报告，上述资产评估价值共计 20.38 亿元，本次资产划拨增加资本公积 20.38 亿元。

2016 年，昌宁县国有资产管理委员会将原昌宁县驻昆明办事处资产无偿划拨给公司子公司昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司，上述资产账面价值合计 310.65 万元，并相应增加公司资本公积。

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。公司 2016 年合计收到政府补助 12.39 亿元，在营业外收入中体现。具体财政补贴情况如下表所示：

表4 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）

被补贴单位	补贴金额	补贴类型	补贴机构	文件编号

保山市隆阳区国有资产经营有限责任公司	6000.00	经费补助	隆阳区人民政府	隆政发[2016]239 号，隆财预[2016]471 号
隆阳广厦投资开发建设有限责任公司	4500.00	经费补助	隆阳区人民政府 隆阳区财政局	隆政发[2016]240 号，隆财预[2017]469 号
隆阳区隆城投资开发有限责任公司	7500.00	经费补助	隆阳区人民政府 隆阳区财政局	隆政发[2016]241 号，隆财预[2016]470 号
腾冲市惠民城建投资有限责任公司	15000.00	奖励款、经费补助	腾冲市财政局	腾财预【2016】1049 号
施甸县天源供水有限公司	11000.00	奖励款、经费补助	施甸县人民政府 施甸县财政局	施政发【2016】113 号 施财预【2016】982 号
龙陵县国有资产经营有限责任公司	10000.00	奖励款、经费补助	龙陵县财政局	龙财发【2016】50 号
云南保山电力股份有限公司	7882.00	工程补助	云南省财政厅	云财建【2016】102 号
云南保山电力股份有限公司	420.00	经营性补贴	施甸县财政局	施财预【2016】1087 号
	811.00		保山市人民政府工贸园区管理委员会	保工贸财【2016】3 号
	3389.00		保山市人民政府工贸园区管理委员会	保工财预【2016】238 号
	4777.00		昌宁县财政局	昌财预【2016】360 号
	7563.00		龙陵县财政局	龙财预【2016】499 号
	20336.00		龙陵县财政局	龙财预【2016】498 号
	3245.00		隆阳区财政局	隆财预【2016】2028 号
	6437.00		腾冲市财政局	腾财发【2016】621 号
昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司	10000.00	经费补助	昌宁县人民政府	关于申请 2016 年财政补助资金的请示的批复
保山金盛工业开发有限公司	5000.00	与收益相关政府补助	保山市人民政府工贸园区管理委员会财政分局	保工贸才发[2016]38 号
合计	**123860.00**			

资料来源：公司提供

注：根据施甸县财政局下发的《关于追加天源供水有限公司政府补助资金的通知》（施财预【2016】982号），施甸县人民政府于2016年11月决定追加施甸县天源供水有限公司政府补助资金0.40亿元。文件要求上述资金列入2015年“2010399-其他政府办公厅（室）及相关机构事务支出”预算支出科目，并要求此款专款专用。

其他支持

根据《云南省财政厅关于下达 2016 年农村电网改造升级工程第一批中央基建投资预算（拨款）的通知》（云财建【2016】102 号），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”）收到农网改造升级工程第一批中央基建投资预算款，增加资本公积 0.79 亿元，公司按持股比例计算享有 0.48 亿元。

公司二级子公司隆阳广厦投资开发建设有限责任公司承建的 2010 年及以前年度廉租房已完工并办理相关权证，该项目对应的政府专项补助资金累计 0.68 亿元增加资本公积。

总体看，跟踪期内保山市政府在资产划转、财政补贴等方面继续给予公司有力支持，增强公司的资本和经营实力。

七、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。

八、经营分析

公司是保山市重要的城市基础设施投资开发主体，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融资和建设职能。公司承建的基础设施建设项目主要为公益性或准公益性项目。跟踪期内，公司主营业务收入主要来源于下属子公司保山电力的电费收入以及公司本部和相应县域子公司形成的基础设施建设业务收入。

2016 年，公司实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 31.19%，公司营业收入主要由电力业务收入和市政基础设施建设业务收入构成。同期，公司电力业务收入和毛利率同比均出现下降，主要由于公司应保山市政府要求，降低电力业务收费标准所致。公司 2016 年起确认市政基础设施建设业务收入。2016 年，公司新开展物业管理业务并形成少量物管费收入。受电力业务毛利率下降及公司基础设施建设业务毛利率较低影响，公司 2016 年主营业务毛利率较 2015 年明显下降。

表5 2015~2016年公司主营业务收入和毛利率情况

（单位：万元、%）

业务	2015年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	183350.08	18.89	157464.21	7.64
市政基础设施建设	--	--	101128.33	8.67
物管费收入	--	--	777.39	80.99
管理费收入	702.43	66.33	680.79	63.27
合计	**184052.51**	**19.07**	**260050.72**	**8.41**

资料来源：审计报告

①电力业务

公司电力业务经营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。

截至 2016 年底，公司拥有 110 千伏变电站 38 座，总容量 2410.5 万千伏安，110 千伏线路 1568.14 公里；35 千伏变电站 94 座，总容量 925.2 万千伏安，35 千伏线路 1832.15 公里。

2016 年，公司全资电站发电量较上年大幅上升；全资电站机组平均利用小时 2597.8 小时，较上年（3237 小时）出现下降，主要是当年公司部分水电站进行增效扩容停运所致。

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、龙陵县和腾冲市，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。

2016 年，保山电力供电能力继续提升，供电量有所增加。2016 年公司销售电量 55.74 亿千瓦时，仍以外购电为主。

根据保山电力于 2016 年 3 月 28 日出具的《关于落实保山市人民政府稳增长开好局若干政策措施意见的通知》（云保电股发【2016】31 号），公司为贯彻保政发【2016】7 号文件精神，决定：一、下调基本电费，大工业用电基本电费从现行的 25.00 元/千伏安·月下调为 20.00 元/千伏安·月；二、暂停征收价格调节基金，大工业用电、一般工商业及其他用电、农业生产用电暂停征收价格调节基金 0.005 元/千瓦·时；三、对总投资 5000 万元以上的生产性项目，特别是新兴工业项目，完成项目建设并投入运营，经项目行业主管部门认定的，给予施工用电补助 0.02 元/千瓦时。

表 6 保山电力主要经济技术指标

（单位：亿千瓦时）

项目	2015 年	2016 年
全资发电装机容量（万千瓦）	85.31	85.76
全资电站发电量	8.24	22.28
公司销售电量	49.67	55.74
外购电量	45.71	48.30

资料来源：公司提供

2016 年，公司电力业务实现营业收入 15.75

亿元，同比下降 14.19%；业务毛利率为 7.64%，较上年同期明显下降，毛利率处于较低水平。公司 2016 年电力业务毛利率同比下降主要因为公司供电价格在 2016 年下调所致。

目前公司主要与电力业务相关的在建工程有 2014 年农网改造、2015 年农网升级改造工程、腾龙桥一级电站至镇安变电站 110KV 送电线路工程等，工程建设投资量较大。根据国家相关政策，农网工程项目 20%的资本金由政府出资，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 2016 年底保山电力主要在建项目情况（单位：万元）

主要工程名称	预计总投资额	累计已投资额	2016 年度投资额
2014 年农网改造	120000.00	120947.36	898.27
2015 年农网升级改造工程	109000.00	108512.78	6284.72
腾龙桥一级电站至镇安变电站 110KV 送电线路工程	--	34303.30	21595.99
合 计	**--**	**142816.08**	**28778.98**

资料来源：审计报告及公司提供

②基础设施建设业务

公司是保山市基础设施建设项目的重要实施主体，为了不断壮大公司实力，做强做大公司经营能力，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。项目建设期由公司自筹资金开展项目建设。公司承建的项目完工后由保山市或相关区县财政局出资回购，回购方案依据项目单独确定。

2016年以前，公司基础设施建设项目不确认收入，资金平衡通过政府次年划拨的财政补贴实现，财政补贴计入公司营业外收入。2016年起，公司基础设施建设业务调整收入确认模式，公司以当年项目建设成本加成一定比例确认主营业务收入，并形成应收各县财政局应收账款。基于上述原因，公司2016年度基础设施建设业务收入计入公司主营业务收入，相关收入计入公司应收账款。故公司2016年度应收账款同比大幅上升且账龄普遍较短。

2016年，公司对部分依照建设进度确认收入的承建项目确认相关收入。当年确认收入10.11亿元。公司基建项目收入确认情况如下表所示。

表 8 公司 2016 年主要基建项目确认收入情况表
（单位：万元）

项目名称	确认收入金额	预计完工时间	项目回购方
龙陵县异地搬迁项目	34159.27	2018年	龙陵县财政局
施甸县异地搬迁项目	40092.08	2018年	施甸县财政局
老腾板路三标道路工程	2160.67	2018年	腾冲市财政局
人口分界线亮化工程	415.48	2017年	腾冲市财政局
人口分界线绿化工程	561.52	2017年	腾冲市财政局
大沙河水景观工程	1013.33	2018年	腾冲市财政局
植物园项目工程（一期）	1070.86	2018年	腾冲市财政局
植物园项目工程（二期）	1054.50	2018年	腾冲市财政局
大盈江大沙河河道整治工程	270.71	2018年	腾冲市财政局
歪蚴河改道工程	270.71	2017年	腾冲市财政局
人口地理分界线基建项目	1272.86	2018年	腾冲市财政局
棚改四期2013-2017	8060.05	已完工	昌宁县政府
长岭岗水库	10726.26	2017年	昌宁县政府
合计	**101128.32**	**—**	**—**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司主要在建的基础设施建设项目（公司主要在建基础设施建设项目计入公司财务报表“在建工程”科目）包括四路一湖整体工程、保山市中心城市永昌路道路改造项目等。公司基础设施建设项目尚处于建设

期，后期仍有较大资金需求。

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/PR 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合计支付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。截至2016年，保山市各级政府机构应偿付公司的基础设施建设回购款项均以财政补贴的名义对公司实际偿付。

③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部门转给其他政府部门使用，下属各县市的平台公司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。2016年，公司转贷业务资金规模为7.00亿元，2016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。

④物业管理业务

随着公司承建的部分保障房项目完工，跟踪期内，公司针对相关保障房项目开展物业管理服务。2016年，公司实现物业管理费收入0.08亿元，相关业务成本0.03亿元，毛利率为80.99%。公司物业管理业务当前业务规模较小，随着更多保障房项目的逐步完工，公司物业管理业务规模有望提升。

九、财务分析

公司提供了2016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。

2016年公司财务报表合并范围无变更。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为579.25亿元，所有者权益合计240.65亿元（含少数股东权益26.85亿元）；2016年公司实现营业收入27.27亿元，利润总额3.02亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额为579.25亿元，同比增长35.23%，主要由于货币资金、其他应收款、固定资产和其他非流动资产的快速增长。公司资产中流动资产占28.48%，非流动资产占71.52%。公司非流动资产比重较上年末有所下降，但仍以非流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产为165.00亿元，同比增长90.42%。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2016年底，公司货币资金为67.76亿元，同比增长187.81%，主要系公司借款和债券发行所致。公司货币资金中受限货币资金1.53亿元，占比为2.26%。公司受限货币资金由于子公司保山电力银行存款的存单质押所致。

截至2016年底，公司应收账款8.36亿元，同比增长1069.25%，主要为应收各县财政局的项目回购款。公司2016年应收账款大幅增加主要系收入确认模式调整所致。账龄1年以内的占96.45%，1~2年的占0.92%，2~3年的占0.68%，3年以上的占1.95%。公司应收账款账

龄较短。

表 9 公司应收账款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比
龙陵县财政局	32830.67	1 年以内	39.15
施甸县财政局	25758.54	1 年以内	30.72
昌宁县财政局	19156.40	1 年以内	22.84
昌宁县水务局	1078.68	1 年以内、1~3 年	1.29
保密高速公路开发有限公司	840.24	1~4 年	1.00
合计	**79664.53**	--	**95.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款 85.04 亿元，同比增长 48.11%，主要由于公司往来款增加所致，主要为公司应收龙陵县财政局、保山市永昌投资开发有限公司、保山市人民政府工贸园区管委会财政分局等单位的往来款项。账龄在 1 年以内的占比 66.49%，1~2 年的占比 15.92%，2~3 年的占比 10.27%，3 年以上的占比 7.32%。其他应收款规模大，对公司资金形成一定占用。

表 10 公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	账龄	与公司关系
龙陵县财政局	9.68	1 年以内及 1~2 年	政府部门
保山市永昌投资开发有限公司	9.66	1 年以内及 2~3 年	关联方[2]
保山市人民政府工贸园区管委会财政分局	8.34	1 年以内及 1~2 年	政府单位
圣帝珠宝有限责任公司	7.19	1 年以内	外部客商
昌宁县财政局	5.19	1 年以内及 1~2 年	政府部门
合计	**40.07**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他流动资产 1.01 亿元，同比增长 45.91%，其他流动资产全部为预缴或待抵扣税款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产为 1.72 亿元，其中包括一年内到期的长期应付款 1.57 亿元和一年内到期的其他非流动资产 0.15 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 414.25 亿元，同比增长 21.23%，主要由于固定资产和其他非流动资产的增长所致。

截至 2016 年底，公司长期应收款 7.06 亿元，同比下降 42.17%，主要由于相关款项陆续到位，公司长期应收款下降所致。公司长期应收款主要为应收龙陵县平达乡人民政府、保山市水长投资开发有限公司、保山市腾冲边境经济合作区管理委员会、施甸县老麦乡人民政府和保山市人民政府高黎贡山旅游度假区管理委员会等单位的借出款[3]。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 17.09 亿元，同比增长 69.56%。除追加投资外，公司长期股权投资增加原因还包括其他权益变动。其他权益变动主要是由于深圳汇力叁号城建投资合伙企业（有限合伙）于 2016 年以股权形式对公司联营企业保山昌源水务有限责任公司进行增资，认缴增资额为 12.51 亿元，增资后深圳汇力叁号城建投资合伙企业（有限合伙）持股比例为 20%。公司子公司保山电力及隆阳国资对联营企业的持股比例由 49%降至 39.2%。截至 2017 年 3 月底，相关工商变更手续正在办理过程中。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 113.25 亿元，同比下降 0.76%，为公司及下属子公司持有的房屋建筑物（占比 4.81%）及土地使用权（占比 95.19%）。公司投资性房地产中的房屋建筑物主要用于出租用途。

截至 2016 年底，公司固定资产合计为 107.27 亿元，同比增长 46.20%，主要由于公司外购及转入的房屋及建筑物、机器、机械设备、工具和辅配电线路增加所致，除上述类型的固

[2] 公司与保山市永昌投资开发有限公司属“一个机构，两块牌子”。

[3] 公司长期应收款主要基于公司转贷业务而形成，通常由公司融入资金后，根据借款合同转贷给具体公司使用，各笔款项回款安排依照合同明细确定。公司不实际承担相关利息支出。

定资产外，公司固定资产还包括相对少量的电子设备、运输设备等。

截至 2016 年底，公司在建工程合计 85.29 亿元，同比下降 7.71%，主要系公司重点项目三岔河电站建设完毕并转入固定资产所致，公司主要在建工程包括 2014 年农网改造、2015 年农网升级改造工程、2011 年公共租赁住房建设项目、四路一湖整体工程、腾龙桥一级电站至镇安变电站 110KV 送电线路工程、保山市中心城市永昌路道路改造项目等。

截至 2016 年底，公司无形资产 12.15 亿元，同比下降 8.66%，主要由于公司转出部分土地使用权所致，公司无形资产包括土地使用权（占比 97.11%）及少量探矿权和软件。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 57.56 亿元，同比增长 359.24%，主要由于龙陵县政府向公司子公司龙陵县国有资产经营有限责任公司注入的水库土地、道路土地等资产，此外还包括 2016 年新增的国开发展基金转投资项目 16.19 亿元[4]。国开发展基金转投资项目款为公司收到国开基金投资款后通过与项目公司签订投资协议的方式出借给项目公司使用。

截至 2016 年底，公司已抵押的土地资产价值合计 56.42 亿元，已抵押的固定资产（电力设备）评估价值合计 4.25 亿元。公司抵押比率为 10.47%。公司受限资产规模一般。

总体来看，跟踪期内公司资产规模继续保持增长，资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。公司资产流动性较弱；应收类款项占流动资产比重较大；非流动资产以投资性房地产、固定资产和在建工程为主。公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 240.65 亿元，其中实收资本占 1.58%，资本公积占 76.38%，盈余公积占 0.30%，未分配利润占 10.58%，少股股东权益占 11.16%。

截至 2016 年底，公司资本公积 183.80 亿元，同比增长 12.82%。公司资本公积增量中包括资本（股本）溢价 15.68 亿元和其他资本公积增加 5.21 亿元。

公司资本（股本）溢价 15.68 亿元包括：①公司收到国开发展基金有限公司的增资款[5]7.77 亿元；②2016 年 6 月，龙陵县人民政府将涉及县内 33 宗土地及 4 个房产无偿划拨给公司子公司龙陵国资，上述资产评估价值为 20.38 亿元，增加公司资本公积 20.38 亿元；③2016 年 1 月，公司一级子公司龙陵国资与二级子公司龙陵松山大遗址公园管理有限责任公司的少数股东签订购买协议，收购少数股东持有的二级子公司 10%的股权，该事项减少资本公积 52.25 万元；④根据云财建【2016】102 号文件，公司子公司保山电力收到农网改造升级工程第一批中央基建投资预算款，增加资本公积 0.79 亿元，公司按持股比例享有 0.48 亿元；⑤根据保山市人民政府《关于同意将腾冲市惠民城建投资有限责任公司 49%股权划转至腾冲市建安城乡投资开发有限公司的批复》，公司于 2016 年与腾冲市建安城乡投资开发有限公司签署股权无偿划转协议，将公司所持的子公司腾冲县惠民城建投资有限责任公司 49%的股份划转给腾冲市建安城乡投资开发有限公司，划转基准日为 2016 年 12 月 31 日，减少资本公积 13.65 亿元。截至 2017 年 1 季度末，工商变更手续正在办理过程中；⑥2016 年昌宁县国资委将原昌宁县驻昆办资产无偿划拨给公司子公司昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司，上述资产账面价值合计 0.03 亿元，增加公司资本公积 0.03 亿元；⑦公司二级子公司隆阳广厦投资开发建设有限责任公司承建的 2010 年及以前年度廉租房本期已完工并办理相关权证，该项目对应的政府专项补助资金累计 0.68 亿元计入公司资本公积。

[4] 公司 2015 和 2016 年分别收到国开发展基金投资款 8.57 亿元和 7.77 亿元。

[5] 根据国开发展基金有限公司与公司股东保山市国有资产监督管理委员会及公司签订的投资合同，公司 2016 年度收到国开发展基金有限公司增资款，增加资本公积 7.77 亿元。截至 2016 年底，国有资产批准和增资变更手续正在办理中。国开发展基金对公司的投资属债权投资性质，后期通过还本付息实现投资退出。

公司其他资本公积增加 5.21 亿元，主要为公司联营企业保山昌源水务有限责任公司权益变动并导致公司资本公积增加。

截至 2016 年底，公司少数股东权益 26.85 亿元，同比增长 128.07%，主要系公司控股子公司所有者权益增加所致。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 338.60 亿元，同比增长 50.30%，其中流动负债占 41.30%，非流动负债占 58.70%。

流动负债方面，截至 2016 年底，公司流动负债 139.84 亿元，同比增长 59.42%，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 2016 年底，公司短期借款 14.62 亿元，同比下降 21.68%，主要系公司偿还部分借款所致。

截至 2016 年底，公司应付账款 5.02 亿元，同比增长 108.53%，主要由于应付施工单位的工程款大幅上升所致，应付账款主要由应付工程款 4.36 亿元（占 86.84%）和应付购电款 0.60 亿元（占 11.98%）组成。

截至 2016 年底，公司其他应付款 75.84 亿元，同比增长 101.22%，主要由于往来款大幅增加所致。公司其他应付款主要由往来款（占比 95.00%）构成。公司与保山市基础设施建设投资有限责任公司间的往来款占比较大。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 40.77 亿元，同比增长 83.36%，主要由于一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 198.76 亿元，同比增长 44.48%，主要系公司长期借款和长期应付款增加所致。

截至 2016 年底，公司长期借款 145.29 亿元，同比增长 49.79%，主要由质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款构成。此外，公司持有 44.92 亿元的其他借款，其他借款主要为公司或子公司与融资租赁公司和信托公司间形成的融资款或借款。

截至 2016 年底，公司应付债券 32.75 亿元（应付债券期末余额 43.94 亿元，其中 11.19 亿元划入一年内到期的非流动负债），同比增长 3.61%。2016 年，公司发行两期非公开定向债务融资工具融资合计 6.00 亿元，保山电力发行中期票据融资 4.00 亿元，子公司龙陵县国有资产经营有限责任公司（以下简称“龙陵国资”）发行非公开定向债务融资工具融资 2.40 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款 10.47 亿元，包括公司应付施甸县畅隆旅游投资有限责任公司、龙陵县龙斛生物科技有限公司和施甸县教育局的款项。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债 9.84 亿元，同比增长 13.84%，主要是政府暂时拨付的建设项目专项资金，其中市政建设项目专项资金 4.39 亿元、新建住宅供配电设施工程款 2.54 亿元、保障房、廉租房项目专项资金 2.37 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 2016 年底全部债务为 233.43 亿元，同比增长 37.26%，其中短期债务占 23.73%，长期债务占 76.27%。从债务负担看，2016 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均出现上升，分别为 58.45%、49.24%和 42.52%。公司债务负担处于一般水平。

整体看，跟踪期内，公司债务规模快速上升，以长期债务为主，公司债务负担处于一般水平。

2. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 31.19%；2016 年公司营业成本 27.80 亿元，同比增长 46.28%。公司营业收入和营业成本在 2016 年出现较大幅度提升，主要系公司承建的部分基础设施建设项目在 2016 年完成阶段性工作并确认部分收入及成本所致。

从期间费用来看，公司 2016 年期间费用率为 31.79%，较 2015 年下降 3.21 个百分点，公

司期间费用控制能力较 2015 年有所提升，但期间费用对公司利润总额仍有较大侵蚀。

2016 年公司营业外收入为 12.83 亿元，主要由政府补助构成（占比 99.11%）。同期，公司实现利润总额 3.02 亿元，同比下降 33.79%。公司利润总额对政府补助依赖性大。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为-3.39%、1.66%和 1.28%，分别较 2015 年下降 11.38 个百分点、0.58 个百分点和 0.84 个百分点。公司盈利能力指标较 2015 年下降明显，主要由于公司电力业务盈利能力下降及盈利能力较低的基础设施代建业务在 2016 年确认收入及成本所致。

整体看，跟踪期内，受基础设施建设业务确认收入及成本以及电价下调影响，跟踪期内公司营业收入和营业成本均同比大幅上升，公司盈利能力出现下降且处于低水平。政府补贴收入仍是公司利润总额的重要来源。

3. 现金流

经营活动方面，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 20.90 亿元，同比下降 13.34%，现金收入比为 76.66%，收入实现质量较 2015 年明显下降，主要因为公司 2016 年确认基础设施建设业务收入，相关业务确认收入与政府实际回款存在时间差；2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 170.85 亿元，同比增长 169.39%，主要系往来款大幅增加所致，公司收到其他与经营活动有关的现金主要由往来款和政府补贴构成。受往来款大幅增加影响，2016 年公司经营活动现金流入量为 191.75 亿元，同比增长 119.04%。2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 19.42 亿元，同比增长 46.49%；支付的其他与经营活动有关的现金为 137.79 亿元，同比增长 148.70%，主要为往来款。公司经营活动现金流出量为 162.05 亿元，同比增长 120.14%。2016 年公司经营活动现金流量净额为 29.70 亿元，同比增长 113.20%。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入 0.21 亿元，主要包括取得投资收益收到的现金、处置固定资产和其他长期资产收回的现金以及收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出为 51.37 亿元，同比增长 41.90%，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。支付其他与投资活动有关的现金为国开基金转投资款。2016 年公司投资活动现金净流出 51.16 亿元。

筹资活动方面，基于公司在建工程规模较大且未来发展所需资金仍处于较高水平，公司筹资活动现金流入相应增加。2016 年，公司筹资活动现金流入为 128.45 亿元，同比增长 50.45%，以吸收投资收到的现金（占 6.41%）、取得借款收到的现金（占 83.85%）和发行债券收到的现金（占 9.65%）为主；收到其他与筹资活动有关的现金 0.12 亿元，为公司收回的融资保证金。2016 年公司筹资活动现金流出为 62.60 亿元，同比增长 21.23%，以偿还债务支付的现金（占 78.90%）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（占 15.37%）为主；支付其他与筹资活动有关的现金 3.59 亿元，主要为归还票据融资款和支付融资手续费。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 65.84 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力下降，公司在建工程数量仍较多，未来投资额较大，公司仍具有较大的对外融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别为 117.99%和 117.49%，2014~2016 年的加权平均值分别为 105.98%和 105.32%；2016 年公司经营现金流动负债比为 21.24%，较上年上升 5.36 个百分点，主要源于经营活动产生的现金流量净额的大幅提升。跟踪期内，公司短期偿付能力有所提升。

从长期偿债能力来看，公司 2016 年 EBITDA 值为 14.27 亿元，同比下降 1.41%；2016 年全部债务/EBITDA 为 16.35 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 2016 年底，公司获得商业银行授信总额度为 266 亿元，尚未使用额度为 20 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年底，公司及子公司对外担保余额为 78.74 亿元，主要担保对象为保山市当地水利投资和建设施工单位。其中，公司对腾冲县建安城乡投资开发有限公司（以下简称“腾冲建安”）担保规模较大，腾冲建安为腾冲县国有资产监督管理委员会全资控股企业，公司代偿风险较小。整体看，公司对外担保比率为 32.72%，存在一定的或有负债风险。

表11 公司对外担保前五位情况（单位：亿元）

担保企业	被担保企业	担保余额
腾冲惠民	腾冲县建安城乡投资开发有限公司	26.00
龙陵国资	龙陵县龙斛生物科技有限公司	8.00
腾冲惠民	腾冲县平易投资开发有限公司	8.00
腾冲惠民	腾冲县人民医院	5.30
施甸天源	施甸县鑫源建设有限公司	5.00
合计	—	**52.30**

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1053050200003470X），截至 2017 年 6 月 19 日，公司共有 5 笔关注类未结清记录和 30 笔关注类已结清记录。

根据国家开发银行股份有限公司云南省分行于 2015 年 8 月 20 日出具的说明，根据该行资产质量分类相关规定，公司在该行的 20 个贷款项目分类均为关注类，但不属于不良类贷款。公司在该行贷款以来，本息回收正常，未出现过逾期。

根据中国人民银行企业信用报告，公司 30 笔关注类已结清记录均在贷款到期日前或到期日当天正常收回。

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划转、财政补贴和其他等方面的支持，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，并已分别于 2015 年 12 月和 2016 年 12 月分别偿还债券本金 1.60 亿元，目前剩余本金 4.80 亿元。2016 年，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“12 保山债/PR 保国资”待偿还本金（4.80 亿元）的保护倍数分别为 2.97 倍、39.95 倍和 6.19 倍，经营活动现金流对“12 保山债/PR 保国资”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）。2016 年，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 8.92 倍、119.85 倍和 18.56 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高。

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 12 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。

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），该评估报告有效期截至 2017 年 6 月 29 日。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

金加剩余年限利息的覆盖倍数约为 3.70 倍（一年利息利率按票面利率 7.3%计算）。

表12 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**	

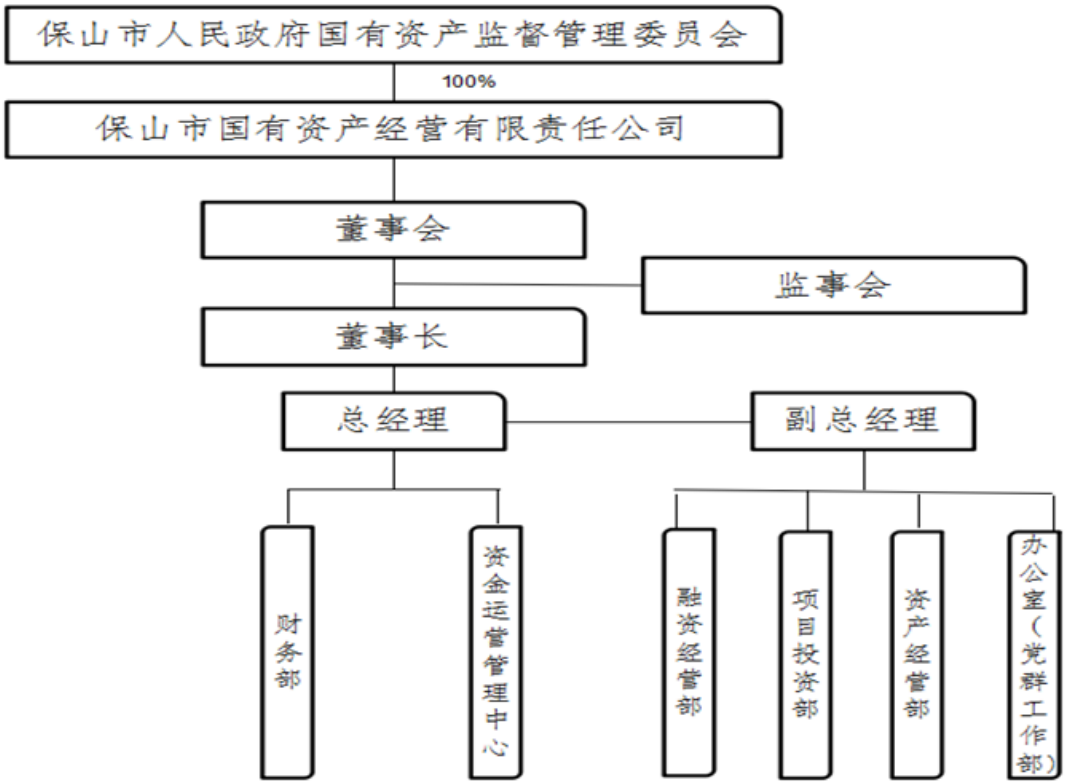
资料来源：公司提供

总体看，公司经营活动现金流对“12保山债/PR保国资”待偿还本金的覆盖程度强，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付的本金覆盖程度强。同时，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，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的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.09	23.56	67.76
资产总额(亿元)	359.05	428.36	579.25
所有者权益(亿元)	182.32	203.08	240.65
短期债务(亿元)	36.09	41.46	55.38
长期债务(亿元)	107.62	128.60	178.04
全部债务(亿元)	143.72	170.06	233.43
营业收入(亿元)	20.07	20.78	27.27
利润总额(亿元)	3.02	4.56	3.02
EBITDA(亿元)	12.22	14.48	14.27
经营性净现金流(亿元)	23.86	13.93	29.70
财务指标			
销售债权周转次数(次)	40.84	33.90	6.00
存货周转次数(次)	30.39	31.61	39.73
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	124.25	116.06	76.66
营业利润率(%)	22.68	7.99	-3.39
总资本收益率(%)	2.12	2.24	1.66
净资产收益率(%)	1.50	2.12	1.28
长期债务资本化比率(%)	37.12	38.77	42.52
全部债务资本化比率(%)	44.08	45.58	49.24
资产负债率(%)	49.22	52.59	58.45
流动比率(%)	86.74	98.78	117.99
速动比率(%)	85.91	97.99	117.49
经营现金流动负债比(%)	39.01	15.88	21.24
全部债务/EBITDA(倍)	11.76	11.75	16.35

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+一年内到期的非流动负债+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。