信用等级公告

联合[2018] 1336 号

联合资信评估有限公司通过对保山市国有资产经营有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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$^-$，“12 保山债/PR 保国资”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA-
上次主体长期信用等级：AA-

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
12 保山债/PR 保国资	3.20 亿元	2019/12/10	--	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	23.56	67.76	53.65
资产总额(亿元)	428.36	579.25	682.09
所有者权益(亿元)	203.08	240.65	257.29
短期债务(亿元)	41.46	55.38	71.59
长期债务(亿元)	128.60	178.04	227.73
全部债务(亿元)	170.06	233.43	299.32
营业收入(亿元)	20.78	27.27	24.90
利润总额 (亿元)	4.56	3.02	2.67
EBITDA(亿元)	14.48	14.27	9.92
经营性净现金流(亿元)	13.93	29.70	-12.13
营业利润率(%)	7.99	-3.39	5.92
净资产收益率(%)	2.12	1.28	1.08
资产负债率(%)	52.59	58.45	62.28
全部债务资本化比率(%)	45.58	49.24	53.77
流动比率(%)	98.78	117.99	157.78
经营现金流动负债比(%)	15.88	21.24	-8.35
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	16.35	30.18

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

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”）是保山市重要的电力供应和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、资产划入等方面的支持，公司资产及所有者权益规模继续保持增长，电力业务收入规模和盈利能力均明显改善；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较快增长、利润对政府补贴依赖性很大、公司对外担保规模大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

随着公司电力设施建设进一步开展，公司收入规模有望继续保持平稳增长态势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“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自有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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-，并维持“12保山债/PR保国资”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是保山市重要的电力供应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。公司资产及所有者权益规模继续保持较快增长。
2. 跟踪期内，公司电力业务收费单价及销售规模均呈增长态势，带动公司电力业务收入明显上升，外购电成本下降带动公司整体盈利能力提升。
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自有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. 公司利润总额对政府补贴的依赖度很高。
2. 跟踪期内，公司债务规模继续大幅增长，债务负担进一步加重，公司短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。
3. 公司对外担保规模大，存在较大的或有负债风险。
4. 公司其他应收款大幅增长，对公司资金占用明显。

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（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对公司实施注资 0.27 亿元，公司注册资本增加至 4.07 亿元。公司实际控制人未发生变化，仍为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”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年，公司内设财务部、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 个职能部门，拥有 8 家全资一级子公司和 4 家控股一级子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 682.09 亿元，所有者权益 257.29 亿元；2017 年，公司实现营业收入 24.90 亿元，利润总额 2.67 亿元。

公司地址：云南省保山市隆阳区兰城路传媒大厦；法定代表人：梁晓。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年4月底，联合资信所评“12保山债/PR保国资”尚需偿还债券余额3.20亿元。跟踪期内，“12保山债/PR保国资”已按期足额支付债券利息并兑付本金1.60亿元。

截至2018年4月底，“12保山债/PR保国资”募集资金按募集资金用途已使用完毕。“12保山债/PR保国资”募投项目隆阳区2011年北八环公共租赁住房项目和保山市隆阳区北片区建设项目已整体完工。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	到期兑付日	期限[1]
12 保山债/PR 保国资	8.00	3.20	2019.12.10	7 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改

[1] 根据公司于 2018 年 6 月 12 日公布的《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 2018 年第一次债券持有人会议的公告》，公司将于 2018 年 7 月 13 日召开债券持有人会议，审议表决《关于拟提前兑付 2012 年保山市国有资产经营有限责任公司公司债券全部未偿还本金及应计利息的议案》。

革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经

济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

（2）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如

融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载

体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 电力行业分析

根据国家能源局统计数据，2017 年中国电源基本建设投资合计完成 2700 亿元，同比下降 20.8%。其中火电完成投资 740 亿元，同比下降 33.9%；水电完成投资 618 亿元，同比增长 0.1%；核电完成投资 395 亿元，同比下降 21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成 5315 亿元，同比下降 2.2%。整体看，2017 年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至 2017 年底，中国全口径发电设备装机容量 17.77 亿千瓦，同比增长 7.6%。其中火电装机 11.06 亿千瓦，同比增长 4.3%；可再生能源发电装机达到 6.5 亿千瓦，同比增长 14%。包括水电装机 3.41 亿千瓦（全国水电新增装机约 900 万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机 1.64 亿千瓦（全国风电新增装机 1503 万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至 2017 年底，风电装机中“三北”地区占比 74.4%）、光伏发电装机 1.30 亿千瓦（全国光伏新增装机 5306 万千瓦，其中，集中电站 3362 万千瓦，同比增加 11%；分布式电站 1944 万千瓦，同比增长 3.7 倍）和生物质发电装机 1488 万千瓦（新增装机 274 万千瓦），分别同比增长 2.7%，10.5%，68.7%和 22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的 36.6%，同比上升 2.1 个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

2017 年，中国全口径发电设备发电量 63093 亿千瓦时，同比增长 2.6%，6000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时 3786 小时，同比下降 11 小时。其中火电发电量 46115 亿千瓦时，同比增长 4.6%，利用小时数 4209 小时，同比增长 23 小时；由于 2016 年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计 2017~2018 年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量 16978 亿千瓦时，同比增长 1500 亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的 26.4%，同比上升 0.7 个百分点。 其中，全国水电发电量 11945 亿千瓦时，同比增长 1.7%；平均利用小时数为 3579 小时，同比降低 40 小时。全国风电发电量 3057 亿千瓦时，同比增长 26.3%；平均利用小时数 1948 小时，同比增加 203 小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建 2756 小时、云南 2484 小时、四川 2353 小时）；2017 年，全国风电弃风电量同比减少 78 亿千瓦时，弃风率同比下降 5.2 个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量 1182 亿千瓦时，同比增长 78.6%；全国弃光电量 73 亿千瓦时，弃光率同比下降 4.3 个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

2017 年全社会用电量 63077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。分产业看，第一产业用电量 1155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 44413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业用电量 8814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活用电量 8695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

3. 区域经济环境

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 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，全市实现地区生产总值 678.9 亿元，比上年增长 11%，其中：第一产业增加值 159.1 亿元，

同比增长 6.2%；第二产业增加值 245.7 亿元，同比增长 14.5%；第三产业增加值 274.2 亿元，同比增长 10.9%。三次产业结构由上年的 24.7∶34.8∶40.5 调整为 23.4:36.2:40.4。

2017 年，保山市全年完成固定资产投资 881.8 亿元，比上年增长 32.1%，其中：民间投资 148.3 亿元，增长 12.2%。分产业看：第一产业投资 41.8 亿元，增长 49.2%；第二产业投资 151.2 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 688.8 亿元，增长 36.2%。全年施工项目 1806 个，增长 6.7%，其中：本年新开工项目 1251 个。总体上保山市固定资产投资保持较快增长势头。

从可控财力看，保山市 2017 年全年财政总收入 96.6 亿元，同比增长 11.7%，其中：一般公共预算收入 62.3 亿元，增长 8.4%。财政总支出 261.9 亿元，增长 15.4%，其中一般公共预算支出 238 亿元，增长 11.9%，财政自给能力较弱。

综合来看，跟踪期内，保山市经济继续保持较快发展势头，财政实力有所增强，对保山市基础设施建设提供了较为有利的财力保证。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，国开发展基金向公司出资 0.27 亿元，保山市国资委持有公司 93.33%的股权，为公司控股股东和实际控制人。

2. 外部支持

公司是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，保山市政府在资产划拨、财政补贴等方面给予公司大力支持。

资产划拨

据据保山市国资委 2017 年 12 月 29 日出具的保国资监[2017]148 号《关于市国有资产经营有限责任公司无偿划转云南京昌建设工程有限公司等 4 家企业国有股权相关事项的批复》，将保山市水长投资开发有限责任公司 65.72%、保山市永昌农业发展有限公司 100%的国有股权无偿划转至公司，增加资本公积 0.84 亿元。

根据保财建[2017]100 号文件《保山市财政局关于下达 2017 年农村电网改造升级工程中央基建投资预算（拨款）的通知》，公司子公司云南保山电力股份有限公司收到 2017 年中央基础建设投资增加资本公积 1300 万元，公司按持股比例计算享有 787.88 万元。

根据龙陵县人民政府龙政发[2017]26 号文件《龙陵县人民政府关于将龙陵县飞扬城乡一体化开发有限责任公司等二家公司股权无偿划转至龙陵县国有资产经营有限责任公司的通知》、龙陵县人民政府龙政复[2017]28 号文件《龙陵县人民政府关于龙陵县地方公路管理段将龙陵县融通公路工程投资有限责任公司转让龙陵县国有资产经营有限责任公司的批复》，同意将龙陵县人民政府持有的龙陵县飞扬城乡一体化开发有限责任公司 100%股权、龙陵县财政局持有的龙陵县润龙水务投资开发有限责任公司 100%股权、龙陵县地方公路管理段将持有的龙陵县融通公路工程投资有限责任公司 100%股权无偿划转至公司。

根据龙陵县人民政府国有资产监督管理委员会文件龙国资监【2016】11 号文件《龙陵县人民政府国有资产监督管理委员会关于将原县中医医院资产划转县中医院有限责任公司的批复》同意龙陵国资以原县中医院土地价值 3430 万元作为龙陵县中医医院有限责任公司的注册资本，占比 49%。上述两事项导致公司子公司龙陵县国有资产经营有限责任公司增加资本公积 5.30 亿元。

根据施甸县人民政府文件施政发[2017]142 号《施甸县人民政府关于向县天源供水有限公司注入资产的通知》，将施甸县城南农贸市场 A、B 栋房屋所有权及土地使用权无偿划拨给子公司施甸县天源供水有限公司，增加资本公积 1.49 亿元。

根据《保山市隆阳区人民政府办公会议纪要》（第 43 期），将区住房和城乡建设局管理

的公房资产划归广厦公司，进一步增加公司的资本金，公司子公司保山市隆阳区国有资产经营有限责任公司增加资本公积 0.11 亿元。

财政补贴

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，进一步提升公司的资本和经营实力。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1053050200003470X），截至 2018 年 5 月 28 日，公司共有 2 笔关注类未结清记录和 33 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。

截至 2018 年 6 月 18 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

公司电力业务收入和毛利率上升，带动公司整体毛利率明显提升，基础设施建设业务确认收入规模明显下降，公司其他业务规模尚小。

2017 年，公司实现营业收入 24.90 亿元，同比下降 8.66%，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呈现增长态势，主要由于公司销售电量和平均销售电价上升，同时公司外购电成本下降所致。公司跟踪期内，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 2017 年合计收到政府补助 13.00 亿元。市政基础设施建设业务确认收入规模降幅较大，毛利率基本保持稳定。公司其他业务规模相对较小，对公司营业收入和毛利率情况影响不大。受电力业务毛利率上升影响，公司 2017 年主营业务毛利率同比明显上升。

表3 2016~2017年公司主营业务收入和毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务	2016年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	15.75	7.64	19.82	21.14
市政基础设施建设	10.11	8.67	3.36	8.53
物管费收入	0.08	80.99	0.11	9.00
管理费收入	0.07	63.27	0.07	60.51
租金收入	--	--	6.43 万元	100.00
合计	**26.01**	**8.41**	**23.36**	**19.38**

资料来源：审计报告

保山电力在保山市仍具有垄断地位。受2017年电价提升影响，电力业务营业收入大幅增长。受外购电成本下降影响，电力业务毛利率明显提升。

公司电力业务经营主体为子公司保山电力。保山电力是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。

截至 2017 年底，保山电力拥有 110 千伏变电站 43 座，变电总容量 297.05 万千伏安，110 千伏输电线路 1866.71 公里；35 千伏变电站 95 座，变电总容量 92.76 万千伏安，35 千伏输电线路 2000.36 公里。

2017 年，保山电力供电能力继续提升，供电量有所增加。2017 年公司销售电量 62.15 亿千瓦时，仍以外购电为主。

表 4 保山电力主要经济技术指标
（单位：亿千瓦时）

项目	2016 年	2017 年
自发电量	10.79	4.52
外购电量	48.30	59.50
供电量	60.85	62.18
公司销售电量	55.74	62.15

资料来源：公司提供

跟踪期内，保山市继续对金属硅行业在枯水期和丰水期分别执行竞价供电政策和硅电价格联动机制，由于丰水期金属硅市场价格大幅上涨，保山电力 2017 年平均销售电价由上年的 0.33 元/千瓦时上涨至 0.36 元/千瓦时，涨幅为 9.09%。

2017 年，公司电力业务实现营业收入 19.82 亿元，同比增长 25.86%；业务毛利率为 21.14%，较上年同期明显上升，主要由于保山电力获得昆明电力交易中心交易资格后，外购电成本明显下降所致。

目前公司主要与电力业务相关的在建工程包括 2015 年农网升级改造工程等。保山电力在建项目后续投资规模仍较大。

表 5 截至 2018 年 3 月底保山电力主要在建项目情况（单位：亿元）

主要项目名称	预计总投资额	累计已投资额	预计尚需投资
2015 年第一批农网升级改造工程	11.60	2.32	9.28
2015 年新增农网升级改造工程	14.50	2.90	11.60
2016 年第一批农网升级改造工程	3.94	0.79	3.15
合 计	**30.04**	**6.01**	**24.03**

资料来源：审计报告及公司提供

公司基础设施建设业务按项目进展确认收入，2017 年收入同比出现较大幅度下降。公司实际回款情况较差。保山市政府部分应付公司项目建设工程款以财政补贴的方式向公司拨付。

公司是保山市基础设施建设项目的重要实施主体。根据保政复【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。

2017年，公司依据建设进度确认基建项目收入3.36亿元，公司当年未实际收到政府回款。公司基建项目收入确认情况如下表所示。

表 6 公司 2017 年基建项目确认收入情况表
（单位：亿元）

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	2.33	2019年	龙陵县财政局
长岭岗水库	0.63	2018年	昌宁县政府
施甸县异地搬迁项目	0.41	2018年	施甸县财政局
合计	**3.36**	**—**	**—**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司主要在建基建项目包括隆阳区限价房建设项目等。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。截至 2017 年，保山市各级政府机构回购款项均以财政补贴的名义对公司实际偿付。

公司转贷业务继续开展，业务规模变化不大，业务收入较少。

作为保山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。2017 年，公司转贷业务资金规模为 5.60 亿元，2017 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。

随着公司承建的保障房项目完工，公司开展物业管理业务。该业务规模小。

随着公司承建的部分保障房项目完工，公司针对相关保障房项目开展物业管理服务。2017 年，公司实现物业管理费收入 0.11 亿元，毛利率为 9.00%。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 2017 年度财务报告，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的审计结论。

2017 年，公司合并范围有所变动，保山市国资委于将保山市水长投资开发有限责任公司和保山市永昌农业发展有限责任公司国有股权无偿划转至公司；公司发起设立保山能源发展股份有限公司和保山市轨道交通有限责任公司；龙陵县飞扬城乡一体化开发有限责任公司、龙陵县润龙水务投资开发有限责任公司、龙陵县融通公路工程投资有限责任公司划入公司子公司龙陵国资。上述划入或新设立的子公司整体规模较小，对公司财务报表可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 682.09 亿元，所有者权益 257.29 亿元（含少数股东权益 28.05 亿元）；2017 年公司实现营业收入 24.90 亿元，利润总额 2.67 亿元。

1. 资产质量

2017 年底，公司资产总额为 682.09 亿元，同比增长 17.75%，主要由于其他应收款和其他非流动资产的快速增长所致。公司资产仍以非流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.76	11.70	53.61	7.86
其他应收款	85.04	14.68	159.42	23.37
流动资产	**165.00**	**28.48**	**229.30**	**33.62**
投资性房地产	113.25	19.55	117.68	17.25
固定资产	107.27	18.52	102.27	14.99
在建工程	85.29	14.72	89.82	13.17
其他非流动资产	57.56	9.94	75.03	11.00
非流动资产	**414.25**	**71.52**	**452.79**	**66.38**
资产总额	**579.25**	**100.00**	**682.09**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 229.30 亿元，同比增长 38.97%。公司货币资金 53.61 亿元，较上年底减少 14.14 亿元，主要系公司项目投资支出规模较大所致，货币资金中受限资金为 1.53 亿元，为子公司保山电力的借款保证金；受政府机构实际回款效率较差影响，公司应收账款上升至 9.53 亿元，应收账款中 1 年以内的占 34.57%，1~2 年的占 62.51%，2 年以上的占 2.92%，公司计提坏账准备 0.12 亿元；公司其他应收款 159.42 亿元，同比大幅增加 74.38 亿元，主要系往来款大幅增加所致，其中账龄在

1 年以内的占比 66.86%、账龄在 1~2 年的占比 19.30%、账龄在 2~3 年的占比 6.88%、账龄在 3 年以上的占比 6.96%，共计提坏账准备 1.82 亿元，公司其他应收款前五名单位合计 63.22 亿元，占比 39.21%，集中度较低；公司存货 2.13 亿元，同比增长 202.17%，系代建项目持续投入所致。

表 8 公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比
龙陵县财政局	5.22	2 年以内	54.11
施甸县财政局	3.02	2 年以内	31.26
昌宁县水务局	0.13	3 年以内	1.37
保密高速公路开发有限公司	0.09	1~5 年	0.92
龙陵县泰康硅业有限公司	0.08	1 年以内	0.88
合计	**8.55**	--	**88.54**

资料来源：公司审计报告

表 9 公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面金额	账龄	与公司关系
保山市永昌投资开发有限公司	19.23	3 年以内	关联方
龙陵县财政局	17.24	2 年以内	政府单位
保山市人民政府工贸园区管委会	10.11	4 年以内	外部单位
圣帝珠宝有限责任公司	9.25	2 年以内	外部单位
保山市隆阳区财政局	7.39	1 年以内	政府单位
合计	**63.22**	--	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司非流动资产为 452.79 亿元，同比增长 9.30%，主要由于长期应收款、无形资产和其他非流动资产的增长所致。

2017 年底，公司长期应收款 13.43 亿元，同比增长 90.40%，主要由于对外借款增长所致。公司长期应收款主要为应收施甸县凯禾扶贫开发有限责任公司、龙陵县扶贫投资开发有限公司、老麦乡政府、保山市腾冲边境经济合作区管理委员会和龙陵县平达乡人民政府等单位的借出款[2]。

2017 年底，公司长期股权投资 18.45 亿元，同比增长 7.98%。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。2017 年底，公司投资性房地产 117.68 亿元，同比增长 3.91%，为公司及下属子公司持有的房屋建筑物及土地使用权。公司投资性房地产中的房屋建筑物主要用于出租用途。2017 年底，公司固定资产合计为 102.27 亿元，同比下降 4.66%，主要由于折旧增加及处置报废固定资产所致，公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备及辅配电线路构成；2017 年底，公司在建工程合计 89.82 亿元，同比增长 5.32%，主要系公司重点建设项目继续投入所致，公司主要在建工程包括农网升级改造工程等。2017 年底，公司无形资产 20.39 亿元，同比增长 67.89%，主要由于外购土地使用权增加所致，公司无形资产主要由土地使用权及少量探矿权和软件构成。2017 年底，公司其他非流动资产为 75.03 亿元，同比增长 30.35%，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。

2017 年底，公司已抵押的土地资产价值合计 56.42 亿元，占公司投资性房地产中土地规模的 48.87%。公司另有 1.53 亿元的借款保证金。公司受限资产规模较大。

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，对资金占用明显；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。

2. 资本结构

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益为 257.29 亿元，同比增长 6.92%，其中实收资本占 1.58%，资本

[2] 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。

公积占 76.32%，盈余公积占 0.28%，未分配利润占 10.91%，少数股东权益占 10.90%。

2017 年底，公司资本公积 196.38 亿元，同比增长 6.85%，主要包括资本（股本）溢价 12.23 亿元和其他资本公积增加 0.62 亿元。公司资本溢价主要体现为保山市及各下属县政府对公司及子公司划入的资产，其他资本公积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。

2017 年底，公司少数股东权益 28.05 亿元，同比增长 4.44%，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

2017 年底，公司负债合计为 424.79 亿元，同比增长 25.46%，其中流动负债占 34.21%，非流动负债占 65.79%。

流动负债方面，2017 年底，公司流动负债 145.33 亿元，同比增长 3.93%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017 年底，公司短期借款 21.72 亿元，同比增长 48.61%，公司质押、抵押借款增幅较大；公司应付账款 6.20 亿元，同比增长 23.33%，主要由于应付施工单位的工程款增长所致，应付账款主要由应付工程款和应付购电款构成；其他应付款 63.12 亿元，同比下降 16.77%，主要由于往来款大幅减少所致，主要由往来款（占比 85.51%）构成；一年内到期的非流动负债 49.87 亿元，同比增长 22.32%，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 2017 年底，公司非流动负债 279.46 亿元，同比增长 40.60%，主要系公司长期借款和长期应付款增加所致。

2017 年底，公司长期借款 192.54 亿元，同比增长 32.52%，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 68.22 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；应付债券 35.19 亿元（应付债券期末余额 42.78 亿元，其中 7.59 亿元划入一年内到期的非流动负债），同比增长 7.47%，2017 年，公司发行两期非公开定向债务融资工具融资合计 10.00 亿元；长期应付款 31.57 亿元，包括公司应付保山市第二人民医院、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龙陵县人民医院的款项；其他非流动负债 19.69 亿元，同比增长 100.06%，主要是政府暂时拨付的建设项目专项资金，其中农村建设项目资金 13.02 亿元、市政建设项目专项资金 3.41 亿元、新建住宅供配电设施工程款 2.11 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 2017 年底全部债务为 299.32 亿元，同比增长 28.23%，其中短期债务占 23.92%，长期债务占 76.08%。从债务负担看，2017 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 62.28%、53.77%和 46.95%。公司债务负担处于一般水平。

表10　2016~2017年公司债务负担情况

（单位：万元、%）

项目	2016年	2017年
短期债务	55.38	71.59
长期债务	178.04	227.73
全部债务	233.43	299.32
资产负债率	58.45	62.28
长期债务资本化比率	42.52	46.95
全部债务资本化比率	49.24	53.77

资料来源：根据公司审计报告整理

整体看，跟踪期内，公司债务规模大幅上升，以长期债务为主，公司债务负担一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 24.90 亿元，同比下降 8.66%；2017 年公司营业成本 22.87 亿元，同比下降 17.76%，主要系当年公司基础设施建设业务确认收入和成本规模下降所致。

表11　2016~2017年公司收入及盈利情况

（单位：万元、%）

项目	2016年	2017年
营业收入	272673.92	249048.81
营业利润	-97948.76	27038.16
其他收益	--	130081.25
营业外收入	128313.60	1161.75
利润总额	30172.57	26718.19
营业利润率	-3.39	5.92
总资本收益率	1.66	0.50
净资产收益率	1.28	1.08

资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，公司2017年期间费用占营业收入比重为45.23%，较2016年增长13.44个百分点，公司期间费用控制能力较2016年有所降低，期间费用对公司利润总额存在较大侵蚀。

2017年公司其他收益为13.01亿元，全部为政府补助。同期，公司实现利润总额2.67亿元，同比下降11.45%。公司利润总额对政府补助依赖性极大。

从盈利指标来看，2017年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为5.92%、0.50%和1.08%，分别较2016年增加9.31个百分点、下降1.16个百分点和0.20个百分点。公司营业利润率较2016年有所提升，主要由于公司电力业务盈利规模提升所致。

整体看，跟踪期内，受基础设施建设业务确认收入及成本大幅下降影响，公司营业收入和营业成本均出现下降。电力业务利润空间提升，公司营业利润率提升。政府补贴收入仍是公司利润总额的重要来源。

4. 现金流

经营活动方面，2017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19.32%，现金收入比为100.15%，收入实现质量较2016年明显提升；2017年公司收到其他与经营活动有关的现金为157.36亿元，同比下降7.90%，主要由于往来款下降所致，由往来款和政府补贴款构成。受往来款变动影响，2017年公司经营活动现金流入量为182.30亿元，同比下降4.93%。2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金为18.96亿元，同比下降2.41%；支付其他与经营活动有关的现金为169.80亿元，同比增长23.23%，主要为往来款。公司经营活动现金流出量为194.43亿元，同比增长19.98%。2017年公司经营活动现金流量净额为-12.13亿元。

表12　2016~2017年公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2016年	2017年
经营活动现金流入量小计	191.75	182.30
经营活动现金流出量小计	162.05	194.43
经营活动现金流量净额	29.70	-12.13
投资活动现金流量净额	-51.16	-41.36
筹资活动现金流量净额	65.84	39.34
现金收入比（%）	76.66	100.15

资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入0.06亿元，主要包括取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出为41.42亿元，同比下降19.36%，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金。2017年公司投资活动现金净流出41.36亿元。

筹资活动方面，基于公司在建工程规模较大且未来投资所需资金仍处于较高水平，公司筹资活动现金流入继续处于较高水平。2017年，公司筹资活动现金流入为114.83亿元，同比下降10.60%，主要由取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金构成，收到其他与筹资活动有关的现金为公司收回的借款保证金和划入子公司增加的现金。2017年公司筹资活动现金流出为75.49亿元，同比增长20.59%，以偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主；支付其他与筹资活动有关的现金3.32亿元，主要为存单质押借款保证金和支付融资手续费。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为39.34亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流量净额由正转负，公司在建工程未来投资规模仍较大，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，2017 年底，公司流动比率、速动比率分别为 157.78%和 156.31%；2017 年公司经营现金流动负债比为-8.35%，较上年下降 29.59 个百分点，主要源于经营活动产生的现金流量净额由正转负所致。跟踪期内，公司短期债务规模大，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力来看，公司 2017 年 EBITDA 值为 9.92 亿元，同比下降 30.53%；2017 年全部债务/EBITDA 为 30.18 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。公司整体偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司获得商业银行授信总额为 313.51 亿元，尚未使用额度为 28.85 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司及子公司对外担保余额为 86.58 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。整体看，公司担保比率为 22.77%，存在一定的或有负债风险。

表13 公司对外担保前五位情况（单位：亿元）

被担保企业	担保余额
腾冲县建安城乡投资开发有限公司	26.00
云南沙蒲公路投资开发有限责任公司	15.00
腾冲平易投资开发有限公司	8.00
昌宁县鑫源城镇开发投资有限责任公司	5.00
龙陵县人民医院	4.59
合计	**58.59**

资料来源：公司提供

十、存续债券偿债能力分析及保障措施

“12 保山债/PR 保国资”于 2012 年 12 月发行，并已于 2015 年 12 月、2016 年 12 月、2017 年 12 月分别偿还债券本金 1.60 亿元，目前剩余本金 3.20 亿元。2017 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（3.20 亿元）的保护倍数分别为 3.10 倍、56.97 倍和-3.79 倍，经营活动现金流入量对“12 保山债/PR 保国资”待偿还本金的覆盖程度很高。

“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）。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额对分期偿还本金（1.60 亿元）的覆盖倍数分别为 6.20 倍、113.94 倍和-7.58 倍；EBITDA 和经营活动现金流入量对分期偿付的本金覆盖程度很高。

“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 13 所示。

表14 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

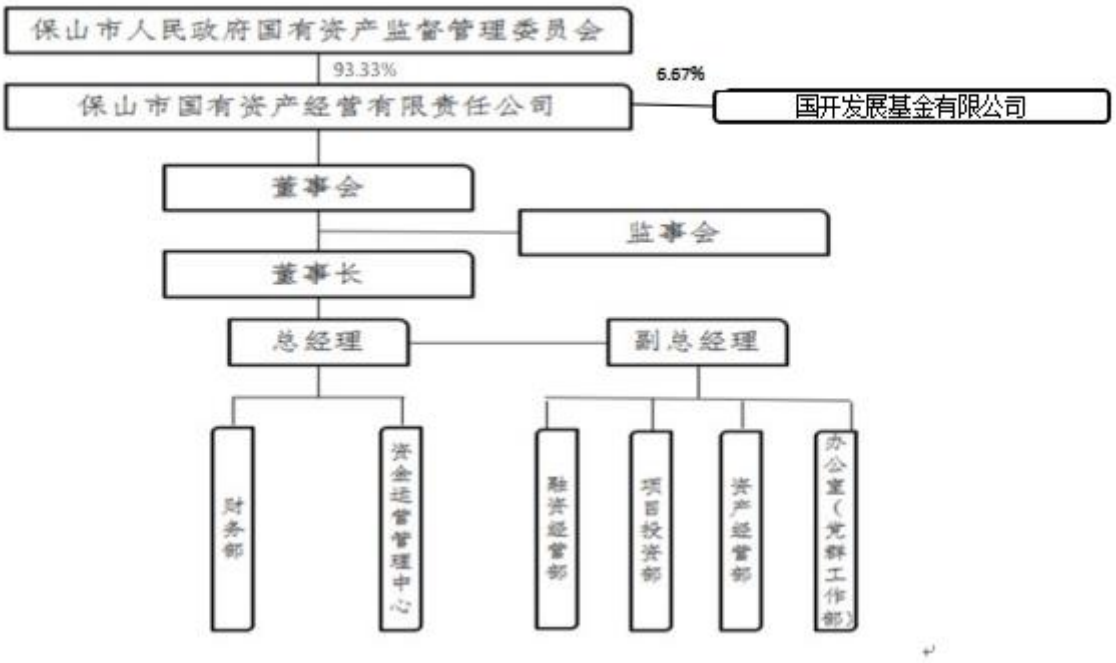
根据北京亚超资产评估有限公司 2016 年 7 月 12 日出具的评估报告（北京亚超评报字【2016】第 A089 号），该评估报告有效期截至 2017 年 6 月 29 日。以 2016 年 6 月 30 日为评估基准日，评估资产的评估价值 216265.82 万元。上述评估价值对“12 保山债/PR 保国资”剩余本金的覆盖倍数约为 6.76 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“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

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA-，并维持“12保山债/PR保国资”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构和组织结构图



附件 2　公司全资及控股一级子公司情况（截至 2018 年 3 月底）

（单位：%）

序号	企业名称	主要经营地	业务性质	公司出资比例
1	昌宁县佳阳城市建设投资有限责任公司	昌宁县	国有资产经营	100.00
2	保山金盛工业开发有限公司	保山市	国有资产经营	100.00
3	施甸县天源供水有限公司	施甸县	水的供应、输配和销售	100.00
4	保山能源发展股份有限公司	保山市	电力、热力生产和供应业	60.61
5	保山市永昌农业发展有限公司	保山市	其他农业	100.00
6	保山市隆阳区国有资产经营有限责任公司	保山市	国有资产经营	100.00
7	保山市永昌能源开发有限责任公司	保山市	能源开发	100.00
8	保山市轨道交通有限责任公司	保山市	市政设施管理	100.00
9	保山市水长投资开发有限责任公司	施甸县	园区基础设施建设、房地产开发经营	65.72
10	腾冲县惠民城建投资有限责任公司	腾冲市	国有资产经营	51.00
11	云南保山电力股份有限公司	保山市	电力行业	60.61
12	龙陵县国有资产经营有限责任公司	龙陵县	国有资产经营	100.00

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.56	67.76	53.65
资产总额(亿元)	428.36	579.25	682.09
所有者权益(亿元)	203.08	240.65	257.29
短期债务(亿元)	41.46	55.38	71.59
长期债务(亿元)	128.60	178.04	227.73
全部债务(亿元)	170.06	233.43	299.32
营业收入(亿元)	20.78	27.27	24.90
利润总额(亿元)	4.56	3.02	2.67
EBITDA(亿元)	14.48	14.27	9.92
经营性净现金流(亿元)	13.93	29.70	-12.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	28.28	6.00	2.78
存货周转次数(次)	27.34	39.73	16.14
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	116.06	76.66	100.15
营业利润率(%)	7.99	-3.39	5.92
总资本收益率(%)	2.24	1.66	0.50
净资产收益率(%)	2.12	1.28	1.08
长期债务资本化比率(%)	38.77	42.52	46.95
全部债务资本化比率(%)	45.58	49.24	53.77
资产负债率(%)	52.59	58.45	62.28
流动比率(%)	98.78	117.99	157.78
速动比率(%)	97.99	117.49	156.31
经营现金流动负债比(%)	15.88	21.24	-8.35
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	16.35	30.18

附件 4　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 5-1　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 5-2　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 5-3　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。