

信用等级通知书

信评委函字[2018]1316M号

保山市国有资产经营有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年八月二十七日

2018年保山市国有资产经营有限责任公司信用评级报告

受评对象 保山市国有资产经营有限责任公司

主体信用等级 AA

评级展望 稳定

概况数据

保山国资（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	428.36	579.25	682.09
所有者权益合计（亿元）	203.08	240.65	257.29
总负债（亿元）	225.28	338.60	424.79
总债务（亿元）	172.96	233.43	299.32
营业总收入（亿元）	20.78	27.27	24.90
经营性业务利润（亿元）	-5.62	-9.59	3.22
净利润（亿元）	4.30	3.09	2.78
EBIT（亿元）	8.61	7.81	9.24
EBITDA（亿元）	14.48	14.27	16.49
经营活动净现金流（亿元）	13.93	29.70	-12.13
收现比（X）	1.16	0.77	1.00
总资产收益率（%）	2.19	1.55	1.47
营业毛利率（%）	8.55	-1.96	8.19
应收类款项/总资产（%）	16.42	17.34	26.74
资产负债率（%）	52.59	58.45	62.28
总资本化比率（%）	46.00	49.24	53.77
总债务/EBITDA（X）	11.95	16.35	18.15
EBITDA 利息倍数（X）	1.60	2.44	2.10

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债中带息金额。

项目负责人：陆静怡 jylu@ccxi.com.cn
项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn
黄菲 fhuang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018年8月27日

基本观点

中诚信国际评定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”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了保山市较快增长的地区经济、公司重要的地位以及云南保山电力股份有限公司（以下简称“保山电力”）的供电垄断优势等因素对公司信用实力的支撑；同时，中诚信国际也关注到公司电力业务等面临一定政策风险、公司债务规模增长过快、净利润持续降低以及其他应收款对公司资金占用较为明显等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

优势

- **较快增长的地区经济。**2017年，保山市实现地区生产总值（GDP）678.9亿元，同比增长11%，高于全国经济增速，较快增长的地区经济为公司发展提供了良好的外部经营环境。
- **公司重要的地位。**公司作为保山市主要的城市运营主体，承担保山市国有资产投资、运营及城市基础设施建设职能，业务板块涉及电力以及基础设施建设等关系国计民生的领域，地位十分重要。
- **保山电力的垄断优势。**公司子公司保山电力是保山市唯一的终端供电企业及农网工程建设主体，在保山市电力终端供应方面具有垄断地位。

关注

- **政策风险。**公司电力业务较易受相关政策调控影响，可能引起经营的较大波动；在电力体制改革大背景下，保山电力厂网分开，将发电资产和负债全部划入新成立的保山能源发展股份有限公司（以下简称“保山能源”），中诚信国际将对保山电力及保山能源持续经营保持关注；此外，公司土地资产中划拨地占比较大，面临一定的政策性收回风险。
- **债务规模增长较快。**受项目投入及拆借资金规模较大影响，公司总债务由2015年末的172.96亿元增至2017年末的299.32亿元，总债务规模过大且未来两年需偿还金额较高，中诚信国际将对公司债务情况和偿债资金安排保持关注。
- **净利润持续降低。**公司营业收入和毛利率波动较大，较高的三费收入占比对经营性业务利润侵蚀严重，利润总额对政府补助依赖较大，净利润近年来持续下降。
- **其他应收款增长迅速，规模较大，形成一定资金占用。**截至2017年末，公司其他应收款由2015年末的57.42亿元增至159.42亿元，随着与政府相关部门和国有企业产生的短期临时性资金拆借增长而迅速增长，对公司资金占用较为明显，中诚信国际对此将表示持续关注。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。

公司概况

保山市国有资产经营有限责任公司系经原云南省保山地区行政公署《保山地区行政公署关于组建保山地区国有资产经营有限责任公司的通知》（保署发[2001]39号）批准组建的国有独资有限责任公司。公司成立于2001年4月，初始注册资本0.90亿元，出资人为保山地区行政公署，2001年，原保山地区经国务院批准正式更名为保山市，公司名称相应变更为现名。

2006年9月，根据保山市人民政府《关于将原保山市电力公司国有法人股划归保山市国有资产经营有限责任公司的通知》（保政发[2006]151号）、《关于将保山市体育活动中心国有资产划归保山市国有资产经营有限责任公司的通知》（保政发[2006]152号）两份文件，公司得到第一次增资，其中实物出资（房屋及构筑物）0.08亿元、无形资产作价出资（土地使用权）2.22亿元、其他形式出资（股权划入）0.51亿元。完成增资后，公司注册资本变更为3.72亿元。

2009年4月，根据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”）《关于对保山市国有资产经营有限责任公司〈关于请求增加公司股本的请示〉的批复》（保国资监[2007]39号）及（保国资监[2008]23号）、保山市财政局《关于原保山电力公司上缴的供电贴费和电力建设基金拨给云南保山电力股份有限公司作为市级股本的通知》（保财企[2008]9号）和保山市国资委《保山市国有资产监督管理委员会关于授权市国有资产经营有限责任公司持股经营市政府投入云南保山电力股份有限公司654.1万元的通知》（保国资监[2009]6号）四份文件，将保山电力应上缴的供电贴费、电力建设基金及以前年度所分配的股利等转为对保山电力的股权，并将该股权注入公司进行第二次增资。完成增资后，公司注册资本变更为3.79亿元。

此外，根据国开发展基金有限公司、保山市国资委和公司签订的《国开发展基金投资合同》约定，国开发展基金有限公司以国开发展基金投资项目资金对公司进行增资，2017年自资本公积转入实收

资本0.27亿元。

截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为4.07亿元。保山市国资委持有公司93.33%股权，国开发展基金有限公司持有6.67%股权，保山市国资委为公司控股股东及实际控制人。

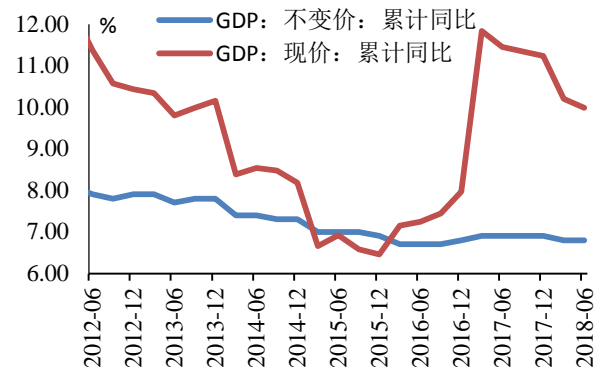
公司是保山市城市基础设施建设项目、保障房建设项目及其他政府公益性或准公益性项目的建设主体；同时子公司保山电力是云南省全资供电企业，在保山市电力终端供应方面具有垄断地位。

截至2017年末，公司总资产682.09亿元，所有者权益合计257.29亿元，资产负债率62.28%；2017年，公司实现营业总收入24.90亿元，净利润2.78亿元，经营活动净现金流-12.13亿元。

宏观经济和政策环境

2018年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP同比增长6.8%，较去年同期和去年底均回落0.1个百分点，名义GDP跌破10%。但GDP增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年GDP增长6.6~6.7%。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

2018年上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口

存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和

民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

保山市经济概况

保山市是位于云南省西南部的地级市，同缅甸接壤，总面积 1.96 万平方千米，下辖隆阳区、腾冲市、施甸县、龙陵县、昌宁县 1 区 1 市 3 县，2017 年末常住人口 261.4 万人。保山市有少数民族 36 个，其中世居少数民族 13 个，也是云南省第一大侨乡。

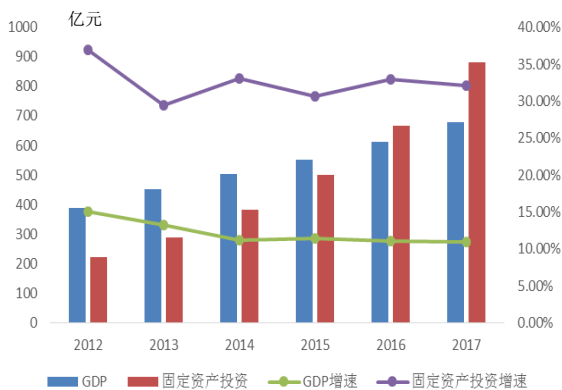
保山市矿产资源丰富，目前已发现矿产 56 种，矿床 534 处，其中，腾冲明光硅灰石特大型矿床储量居全国第一位，硅藻土、硅石、钛铁矿、天然气等储量居全省第一位。保山市热储量 250 万千瓦，为全国第二大热气田区。另外，保山市水能资源非常丰富，地跨澜沧江、怒江和伊洛瓦底江三大水系，截至目前，保山市理论水能储量 1,024 万千瓦，可开发利用水能为 882 万千瓦。保山市也是云南省旅游资源较为丰富的地区之一，拥有国家级 5A 级景区 1 个，4A 级景区 2 个，3A 级景区 1 个和 2A 级景区 9 个，其中还包括省级历史文化名城腾冲市。

在全国经济整体下行的背景下，保山市社会经济发展仍保持较快速度，2015~2017 年，保山市分别实现地区生产总值（GDP）552.0 亿元、613.4 亿元和 678.9 亿元，其中，2017 年地区生产总值比上年增长 11%，高于全国经济增速 4.1 个百分点，也高于云南省经济增速 1.5 个百分点。2017 年，保山市第一产业增加值 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 2016 年的 24.7:34.8:40.5 调整为 2017 年的 23.4:36.2:40.4，第二产业占比同比进一步提高。

固定资产投资方面，2015~2017 年，保山市完成固定资产投资（不含农户）分别为 501.8 亿元、

667.3 亿元和 881.8 亿元，其中，2017 年比上年增长 32.1%，增速较快，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%。

图 2：2012-2017 年保山市 GDP、固定资产投资额及其增速



资料来源：保山市国民经济和社会发展统计公报

近年来，保山市着力推进“工业强市”的发展战略，重点发展电力、硅业、化工和生物资源加工产业，形成了以电力、冶金、化工、建材及农产品加工为支柱的产业发展格局。电力产业为保山市的重点支柱产业，能源保障能力不断增强，2017 年，保山市电力体制改革取得成效，保山电力完成厂网分开工作，500 千伏变电站开工建设，保山电力和云南省电网有限责任公司（以下简称“云南电网”）按照“51+49”股权模式组建的保山工贸园区输供电公司完成工商注册和挂牌仪式。为促进工业产业发展，保山市还投资建成了 5 大工业园区，其中，保山工业园区和腾冲工业园区为省级工业园区。2017 年，5 个省级重点园区同步发展，保山市新增入园企业 57 户，新增规模工业企业 34 户，实现规模以上工业增加值 139.2 亿元，增长 14.1%。

保山市西部与南部部分地区与缅甸接壤，边境线长 160 余公里，是古代著名的“南方丝绸之路”的要冲，是中国通往南亚、东南亚陆路大通道的重要连接点和历代中缅贸易的集散地，其中，腾冲猴桥口岸为国家级一类对外开放口岸。根据《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡总体规划》（国发[2011]11 号），国家将以楚雄、大理、保山、瑞丽等城市为节点，重点发展石油化工、现代物流、农产品替代种植、宝玉石加工和旅游业，

推动与环孟加拉湾国家的区域合作；并积极谋划以保山、腾冲为节点的昆明—密支那经济走廊建设，适度发展钢铁、有色等产业，大力发展现代物流和旅游业。

未来，保山市规划以隆阳、施甸两县（区）发展新兴工业板块，依托长水工业园区、保山工贸园区，主攻冶金、化工、建材等产业，以园区工业带动城镇化和物流产业发展；以腾冲、龙陵两市（县）作为文化旅游板块，以旅游业为主导产业，建设国际休闲度假健康旅游目的地和民族文化产业基地，以旅游业兴工业、带农业、促城镇化，引领经济社会发展；以昌宁县作为特色经济板块，坚持以农促工，以商活农，突出核桃、茶叶、蔬菜等优势农产品生产，努力建设区域性农产品生产加工交易中心。保山市未来发展空间较大，发展潜力将逐步得到释放。

总体来看，保山市具有较好的区位优势，自然资源较为丰富，经济总量保持较高增速。保山市固定资产投资增速维持在较高的水平，为未来经济总量进一步高速增长提供了空间。

竞争及抗风险能力

公司是保山市重点支持的国有资产投资经营主体，是保山市政府授权的保山市城市基础设施建设项目及其他政府公益性或准公益性项目的主要建设主体，在保山市城市基础设施建设行业中具有明显的垄断优势。此外，子公司保山电力在保山市电力终端供应方面具有垄断地位。

政策支持方面，按照保山市地方税务局直属分局文件《关于对符合国家鼓励类产业的内资企业享有西部开发政策进行通知》（保地税直字[2009]1 号、保地税直字[2009]27 号、保地税直字[2011]1 号），保山电力享受减按 15% 的所得税税率。根据财政部、海关总署、国家税务总局 2011 年 7 月 27 日发布的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号），自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。子公司保山电力、孙公司云南保山槟榔江水电开发有限公司

(以下简称“槟榔江水电”)及槟榔江水电子公司保山市猴桥水电开发有限公司已取得优惠企业所得税税率。

资产注入方面,自公司成立以来,保山市政府多次向公司无偿划入股权、国有资产、土地等资产,公司资本实力不断夯实,2015~2017年末,公司资本公积分别为162.90亿元、183.80亿元和196.38亿元。截至2017年末,公司共有已办证土地2,197.80万平方米,账面价值为142.91亿元。

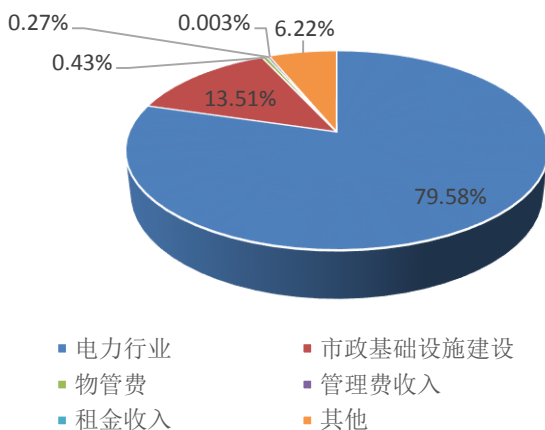
财政补贴方面,2015~2017年,公司分别获得政府补助10.30亿元、12.72亿元和13.01亿元,较高的政府补助有效提升了公司盈利水平。

总体来看,公司作为保山市主要的建设主体,在资产注入、财政补贴以及政策等方面获得了保山市政府的大力支持,具备一定的抗风险能力。

业务运营

公司作为保山市主要的城市运营主体,承担保山市国有资产投资、运营及城市基础设施建设职能,业务板块涉及电力以及基础设施建设等关系国计民生的领域,地位十分重要。2017年,公司实现营业总收入24.90亿元,主要来自电力业务和市政基础设施建设,占公司营业总收入的比重分别为79.58%和13.51%;其他业务规模较小。

图3: 2017年公司营业收入构成



资料来源:公司财务报告

电力板块

公司电力业务主要由保山电力和保山能源运营。保山电力是保山市唯一的终端供电企业和农村电网工程建设主体,主要负责保山市110千伏及以

下电网的建设和运营管理,保山市的工业及居民用电均由其供给等;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。保山能源自2017年8月后开始承担发电业务。

根据云政办发[2008]201号文件,云南电网是云南省电网经营的管理主体,以500kV为主干,以220kV为主网向省内外及境外输送电力,并在各州市成立全资子公司,负责相应区域内的电力输送。其中保山市220kV及以上电网由云南电网公司建设管理,110kV及以下电网由保山电力建设管理。保山电力电网为地区局域电网,最高电压等级为110kV。

根据《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(中发[2015]9号)、《中共云南省委云南省人民政府关于印发<云南省进一步深化电力体制改革试点方案>的通知》(云发[2016]10号),以及中共保山市委办公室、保山市人民政府办公室《关于印发<保山市电力体制改革工作方案>的通知》(保办字[2017]9号),保山电力董事会决定由保山电力现有全体股东共同发起设立保山能源,保山能源各股东出资比例与保山电力保持一致。保山能源成立后,保山电力依法将其发电类资产、负债、业务无偿划转到能源公司,完成划转后,保山电力和保山能源控股股东均为保山国资,属国有企业,由保山市国资委监管,具有独立企业法人资格。保山能源已于2017年7月19日注册成立,注册资本1,000万元。

2017年11月,保山市国资委发布《对云南保山电力股份有限公司实施厂网分开资产无偿划转结果予以确认的批复》(保国资监[2017]105号),同意以2017年6月30日为资产无偿划转分割日,将保山电力发电业务相关资产和负债无偿划转至保山能源。目前,相关资产、负债均已按实施方案划转至保山能源。保山电力作为保山市唯一的终端供电企业及农网工程建设主体,继续从事保山市电力供应及输电线路和变电站的建筑安装等业务。随着发电资产已于2017年8月转移至保山能源,保山电力不再开展发电相关业务。

本次无偿划转后,保山电力及保山能源的资产

负债情况（以 2017 年 6 月 30 日为基准日）如下：

表 1：保山电力资产划转情况表（亿元）

项目名称	划转前合并数	保山电力	保山能源
总资产	125.77	89.96	35.81
其中：流动资产	24.35	16.67	7.68
非流动资产	101.42	73.29	28.13
总负债	95.16	63.91	31.25
其中：流动负债	24.12	14.05	10.07
非流动负债	71.04	49.86	21.18
所有者权益	30.61	26.05	4.56

资料来源：公司提供

供电能力方面，截至 2017 年末，保山电力共拥有变电站 138 座，其中 110 千伏变电站 43 座，35 千伏变电站 95 座，输电线路总长 3,867.06 公里，变电总容量 389.81 万千伏安。

表 2：2015~2017 年保山电力供电能力

项目名称	2015	2016	2017
变电站（座）	105	132	138
其中：110 千伏	35	38	43
35 千伏	70	94	95
变电总容量（万千伏安）	270.04	333.57	389.81
其中：110 千伏	214.40	241.05	297.05
35 千伏	55.64	92.52	92.76
输电线路长度（公里）	3,146.88	3,400.29	3,867.06
其中：110 千伏	1,458.50	1,568.14	1,866.70
35 千伏	1,661.38	1,832.15	2,000.36

注：2015 年输电线路长度还包含 35 千伏以下数据。

资料来源：公司提供

发电业务方面，公司发电业务主体分别为保山龙川江水电开发有限公司、槟榔江水电和云南保山苏帕河水电开发有限公司，保山能源¹对其持股比例分别为 50%、100% 和 37.68%。公司主要参股公司的水电资产质量较高，均建在水力资源丰富的区域，水电站设备运行稳定成熟，后续投入较低，是公司的利润来源之一。

发电资产无偿划出前，保山电力共有发电站 28 座，水电可控装机容量为 85.76 万千瓦，总装机容量为 85.76 万千瓦；在建发电站 1 座，装机容量为 9.5 万千瓦。2017 年 8 月，根据《云南保山电力股份有限公司厂网分开工作方案》，将上述发电资产全部划转至保山能源。

表 3：2015~2017 年公司发电业务情况

项目名称	2015	2016	2017
期末发电站（座）	28	28	28
可控装机容量（万千瓦）	80.96	85.76	85.76
其中：全资	80.96	85.76	85.76
控股	-	-	-
权益装机容量（万千瓦）	92.11	96.91	96.91
平均设备利用小时数（小时）	2,583	2,598	3,093
其中：全资	2,583	2,598	3,093
控股	-	-	-

注：1、2017 年公司发电业务情况为保山能源数据；2、权益装机容量包含参股运行电厂装机容量数据。

资料来源：公司提供

售电业务方面，保山电力对外销售的电力主要有四个来源：一是自保山能源采购发电，二是保山市境内小水电站发电，两者均直接通过保山电力电网对外销售；三是转供电，即保山境内高于 220kV 等级的电站，其电力需要通过云南电网转供至保山电力电网；四是境外电，当前三类电力不能满足保山境内用电需求时，则需通过云南电网从境外引进，再转供给保山电力。保山电力需要支付一定的成本购买外部电力，购电电价方面，境外购电成本最高，小水电成本最低，转供电价格处于中间。2017 年 8 月，公司取得昆明电力交易中心的交易资格，外购电量来源由“小水电电量+省电网电量”为主转变为“小水电电量+市场化外购电量”为主。2017 年，公司外购电量 59.50 亿千瓦时，同比增长 23.19%，其中新增市场化外购电量 29.03 亿千瓦时。外购电价方面，2017 年，公司平均外购电价为 0.22 元/千瓦时，由于市场化电量采购成本相对较低，公司 2017 年平均外购电量价格降幅达到 15.38%。

2015~2017 年，保山电力供电总量分别为 52.01 亿千瓦时、60.85 亿千瓦时和 62.18 亿千瓦时，受益于保山市扶持硅产业发展带动大宗工业用电的增长，供电总量不断增长

表 4：2015~2017 年保山电力发电及售电业务情况（亿千瓦时、元/千瓦时）

项目名称	2015	2016	2017
发、购电	53.95	59.09	64.02
其中：发电量	8.24	10.79	4.52
外购电量	45.71	48.30	59.50
其中：小水电	19.35	27.72	27.72

¹ 上述子公司股权划转尚未完全完成工商登记变更。

省电网	26.36	20.58	2.75
市场化外购电量	-	-	29.03
供电量	52.01	60.85	62.18
售电量	49.67	55.74	62.15
平均外购电价	0.27	0.26	0.22
其中：小水电	0.22	0.22	0.21
省电网	0.32	0.31	0.33
市场化	-	-	0.24
平均销售电价	0.38	0.33	0.36

注：1、由于电厂自用和线路传输损耗，所以供电量大于售电量；
2、由于线路损耗，所以外购电量加全电站发电量大于供电量；
3、因 2016 年发、购电量是 12 月 25 日抄表数据，而供电量是 12 月 31 日抄表数据，时点不同。因此，发、购电量略小于供电量；
4、2017 年自发电量统计期间为 1~7 月，市场化外购电量统计期间为 9~12 月。
资料来源：公司提供

用电结构方面，保山市电力需求主要以大宗工业用电为主，并且以大宗工业硅用电为主，用电结构较单一。2017 年，保山市大宗工业用电量为 40.62 亿千瓦时，在保山地区用电量占比达 65.36%。

从电价来看，截至 2017 年末，居民用电量平均价格为 0.36 元/千瓦时，一般工商业及其他用电平均价格为 0.64 元/千瓦时，大宗工业用电平均价格为 0.43 元/千瓦时，农业用电平均价格 0.34 元/千瓦时。为支持当地金属硅工业发展，保山市发改委于 2015 年 6 月对当地金属硅用电电价进行了规定，规定保山市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，售电价格根据当地金属硅的销售价格进行调整，但硅市场价格在 2015 年持续低迷。而且，为降低当地工业用电成本，公司自 2016 年 3 月 1 日起，将大工业用电基本电费由每月每千伏安 25 元下调至 20 元，受此影响，公司 2016 年供电业务及整体盈利能力有所下降。2017 年，由于丰水期金属硅市场价格大幅上涨，平均销售电价有所提升，同时受益于电量采购成本下降，2017 年公司供电业务收入和毛利率均有所上升。2015~2017 年，保山电力分别实现供电业务收入 18.34 亿元、15.75 亿元和 19.13 亿元。

表 5：2016 及 2017 年保山地区用电结构及平均电价
(亿千瓦时、%、元/千瓦时)

项目名称	2016			2017		
	电量	占比	价格	电量	占比	价格
居民用电量	7.93	14.22	0.36	10.82	17.41	0.36
一般工商业	6.65	11.94	0.64	8.17	13.15	0.64

及其他用电						
大宗工业用电	39.01	69.99	0.36	40.62	65.36	0.43
农业用电	2.15	3.85	0.42	2.54	4.09	0.34
全社会用电量	55.74	100.00	--	62.15	100.00	--

注：因此表不分电压等级、不分工业硅工业，故电价为平均电价。
资料来源：公司提供

在建工程方面，目前，保山电力在建项目主要为电网改造，截至 2018 年 3 月末，保山电力主要在建农网升级改造项目总投资为 30.04 亿元，已投资额为 21.42 亿元。

根据国家、云南省和保山地区的相关政策，保山电力主要在建工程农网升级改造项目，由国家出资 20% 的资本金，其余 80% 由保山电力贷款，但保山电力每年将获得一定规模的农网还贷金。农网还贷金以省内终端用户每度电 2 分钱的标准计收，保山电力及云南电网公司将收得的农网还贷金分别按 8.44%、91.56% 的比例上缴给地方财政和中央财政，地方财政将收取的农网还贷金于次月全部返还给保山电力和云南电网公司，保山电力将返还的农网还贷金确认为营业外收入，2015~2017 年，保山电力分别收到农网还贷金返还款 0.72 亿元、0.69 亿元和 0.67 亿元。保山电力获得的农网还贷金对农网升级改造项目建设资金提供了一定的补充。

表 6：截至 2018 年 3 月末保山电力主要在建工程 (亿元)

项目名称	总投资	已投资	资金来源	建设期限
2015 年第一批农网升级改造工程	11.60	11.37	国家拨付 20% 资本金同时拨付农网还贷金，其余由公司筹集	3 年
2015 年新增农网升级改造工程	14.50	7.61		3 年
2016 年第一批农网升级改造工程	3.94	2.44		3 年
合计	30.04	21.42	-	-

资料来源：公司提供

总的来看，保山电力是保山市唯一的终端供电企业，在保山市区域内形成垄断优势，尽管 2017 年随金属硅市场走高及外购电量采购成本下降供电业务收入和毛利率均有所回升，但电力业务较易受相关政策调控冲击引起经营波动，后续电网建设也尚存一定的资本支出规模。目前保山能源已完成股权划转，保山电力不再开展发电相关业务，中诚信国际将对保山电力和保山能源的后续经营情况保

持持续关注。

基础设施建设板块

公司作为保山市主要的投资建设主体，承担着保山市区县的基础设施建设、土地开发整理、保障房建设及其他公益性项目的建设任务。基础设施建设板块运作主体主要包括施甸县天源供水有限公司、龙陵县国有资产经营有限责任公司等下属子公司。

公司基础设施建设的主要模式为：公司作为项目的总包方，与发包方签订建设合同，与施工、监理单位签订施工和监理合同。同时，公司下属子公司与保山市各区县人民政府签订项目委托建设框架协议，由公司自筹建设资金，根据审计确认的成本加成一定比例代建管理费（管理费比例一般在12%~15%）确认相应收入，项目竣工决算后移交政府。

截至 2017 年末，公司在建基础设施建设项目主要包括四胡一路整体工程、松山大遗址项目等，除保山电力的农网升级改造工程外，主要在建基础设施项目总投资为 29.28 亿元，已投资金额为 13.56 亿元，未来面临一定投资压力。

表 7：截至 2017 年末公司重要在建基础设施项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	预计完工时间
四路一湖整体工程	8.30	6.96	2018 年
腾龙桥一级电站至镇安变电站 110KV 送电线路工程	8.98	5.13	2018 年
松山大遗址项目	12.00	1.47	2020 年
合计	29.28	13.56	--

资料来源：公司提供

此外，公司还对保山市政府指定的区域进行土地整理开发，由公司负责筹资开发整理，将土地整理开发后由保山市土储中心进行“招拍挂”，相关土地出让收入扣除基金及税费后，以财政补贴形式全额返还公司用于补偿政府公益性项目及准公益性项目建设的资金需求。保山市土储中心根据市场行情及市场需求制定土地出让计划，由于近几年土地市场价格并不理想，公司近年来对相关地块土地进行整理开发后并未出让土地。截至 2017 年末，由于

公司整理土地尚未由保山市土储中心挂牌出让，公司尚未收到土地出让返还财政补贴。

土地资产方面，截至 2017 年末，公司共有已办证土地 2,197.80 万平方米，账面价值为 142.91 亿元，其中，划拨地账面价值 87.82 亿元，占比较大，存在一定的划出风险。地块位置除中心城区外，大部分土地位于保山市下属县城区域。

表 8：截至 2017 年末公司土地资产情况

项目名称	面积 (万平方米)	已抵押面积 (万平方米)	账面价值 (亿元)
划拨地	1,808.14	290.36	87.82
出让地	389.66	109.10	55.09
合计	2,197.80	399.46	142.91

注：以上土地均为已办证土地。

资料来源：公司提供

总的来看，公司作为保山市主要的城市开发建设主体，承担着保山市市区及县城的基础设施建设任务，由于在建的基础设施项目投资金额较大，公司面临着一定的投资压力；同时，公司土地资产中划拨地占比较大，中诚信国际将持续关注划拨地未来的处置计划以及对公司生产经营以及财务状况的影响。

其他业务

作为保山市本级的重要平台，公司将融入的资金拆借给下属各县市的平台公司，并由具体用款单位承担借款本息的偿还，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，截至 2017 年末累计转贷业务资金规模为 16.45 亿元，2017 年通过转贷业务实现管理费收入 0.07 亿元。

此外，公司还有部分下属子公司新建住宅配套设施收入、廉租房出售收入以及各子公司出租资产等形成的管理收入，但规模较小；以及下属子公司偶尔转让土地业务形成土地转让收入，但不具有持续性。

总体来看，转贷业务主要体现了公司重要的平台地位，规模较小，但也为公司贡献一定管理费收入。

管理

产权结构

保山市人民政府是公司出资人，由保山市国资委履行出资人职责。截至 2017 年末，公司拥有 12 家一级全资、控股子公司。

法人治理结构

根据《公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，公司建立了董事会、监事会和管理层制度，并制定了《保山市国有资产经营有限责任公司章程》。

公司设董事会，董事会对保山市人民政府负责。公司董事会成员为 3 人，由保山市国资委委派。其中职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满，可连任。经保山市国资委批准和同意，董事可以兼任总经理。董事会设董事长一人，由保山市国资委从董事会成员中指定。

公司设监事会，成员为 5 人，其中 3 人由保山市国资委委派，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，由保山市国资委从监事会成员中指定。监事会中职工代表比例不得低于三分之一。监事的任期为每届三年，任期届满可以连任。

公司设总经理，由董事会聘任或者解聘，总经理列席董事会会议。

管理水平

依照《公司法》及现代企业制度要求，公司成立了董事会和监事会，构建了由经营班子及综合与业务职能管理部室构成的组织机构，建立和完善战略决策、经营管理和风险管控制度体系。

公司以建立现代产权制度为方向，以科学规范的法人治理结构为核心，建立了一系列内部管理制度，规范了公司的人力资源管理、对外担保、生产经营、财务管理等。

人力资源管理方面，公司制定了《人事管理制度》、《年终考核管理制度》等，根据各个部门、岗位在组织中所承担的职责，本着“权责对等”的原则设置职责、权限及相应的考核目标。高一级管理人

员可以将自己职责范围内的工作，授权给其下级处理。公司还建立了科学的聘用、培训、薪酬、轮岗、晋升、休假、辞退等人力资源管理制度，确保员工具备应有的工作心态和专业胜任能力。

对外担保方面，公司严格按照《公司章程》等规定进行操作，根据审批权限报各级管理层、董事会批准。董事会对集团公司及其全资子公司的对外担保行为行使审批权。未经批准，各子公司不得提供对外担保，也不得进行集团内的互相担保。

生产经营方面，公司制定了《工程项目管理制度》、《开发项目成本管理办法》等，设立专职的生产计划团队，综合分析市场环境、生产要素及成品库存情况，拟定生产计划，以确保生产制造系统低耗高效地运行。为确保公司经营目标的实现，公司生产和服务岗位要接受必要的岗位技能培训，以保证工作质量；对部分关键岗位、工种予以识别，同时制定确保有效控制的办法。同时公司还制定了科学合理的工艺流程及岗位作业指引，保障适宜的生产和服务设备、监测设备，对过程关键点予以识别并跟进监测；对监测设备制定并实施相应规定，以确保设备持续有效。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《风险控制制度》等基本管理制度。在投融资管理方面，公司建立融资管理体系，确保银行借款、担保、承兑、融资租赁等与资金筹措有关事项授权的合理性，对公司的授信管理进行统一规划，对投资的下属公司进行科学的监督管理和经营指导。在财务资金管理方面，公司本部和下属子公司独立核算单位均单独设置财务部，各独立核算单位会计主管人员的任免、调动，需经财务总监批准。

总体看来，保山国资的法人治理结构已经建立，内部管理控制制度较为完善。

战略规划

公司将在保山市政府的大力支持下以国有资本经营和股权管理为重点，以国有资本证券化和价值最大化为目标，抓紧开展融资工作，支持保山市国企又好又快地发展，进一步推动保山市国有经济发展和产业结构升级。

1、城市开发建设

公司将按照保山市“十三五”规划等发展规划的要求，抓好各项工作的落实，拓展以城市基础设施建设为主导的核心产业，吸收优质资产，为保山市城市基础设施建设的健康快速发展做出新的、更大的贡献。公司将以城市基础设施项目建设为重点，不断推动市政基础设施建设；将进一步盘活存量资产，扩展资本运营空间，形成良好的现金流，确保到期债务的按时偿还，形成成熟的债务偿还机制；继续与各金融机构保持良好的合作关系，准确把握金融政策走势，争取各金融机构的更大支持和合作。

2、电力业务

为保障保山市经济社会发展和人民生活水平具有安全可靠、稳定充足的电力供应，公司将把保山市电网发展规划与国民经济和社会发展规划相结合，充分发挥电力在国民经济中的基础性和先导性作用，以满足全市工农业生产和居民生活用电的需求为目标，加快公司在建和拟建的水电站等电源项目建设，合理有序开发中小水电，使其与地方负荷增长相协调，与电网的发展相协调。保山电力将大力优化电网结构，实现主网与配网协调发展、城市与农村电网协调发展。电网规划应适应国民经济可持续发展的战略要求，并纳入国民经济和社会发展规划、城乡总体规划。同时，公司将科学规划变电站布局，变电站布点以负荷分布、大工业布局为依据，并兼顾目标网架要求、电网结构调整和建设条件，统筹考虑、统一规划。按照地区远期用电规模、电网远期规划考虑变电站的合理布局，选择变电站站址时侧重满足地区负荷发展的需要和安全的供电要求，并考虑与远期后续新增变电站布局上的协调。

总体看来，公司发展思路清晰，各业务板块有明确的发展规划。随着战略的逐步实施，公司加大项目的投资，同时整体运营能力将得到大幅提升。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年财务报告。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

随着公司自身业务规模扩大，公司资产总额持续高速增长，2015~2017年末，公司总资产分别为428.36亿元、579.25亿元和682.09亿元。

从资产结构上看，公司非流动资产在总资产中占比很高，截至2017年末占比为66.38%。2015~2017年末，公司非流动资产分别为341.71亿元、414.25亿元和452.79亿元，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。2015~2017年末，公司投资性房地产分别为114.11亿元、113.25亿元和117.68亿元，变动不大，2017年末主要系102.37亿元土地使用权，其中大部分土地为划拨地。同期，公司固定资产分别为73.37亿元、107.27亿元和102.27亿元，其中2016年末同比增长46.20%，主要系公司外购机器设备、辅配线路以及已完工的三岔河电站由在建工程转入所致；截至2017年末，公司固定资产主要由64.94亿元的房屋建筑物、20.54亿元保山电力输配线路资产和16.26亿元的机器设备构成。2015~2017年末，公司在建工程分别为92.42亿元、85.29亿元和89.82亿元，主要系农网升级改造工程和市政基础设施建设等重点建设项目投入，其中2016年受已完工项目转入固定资产核算影响小幅下降。2015~2017年末，公司其他非流动资产为分别12.53亿元、57.56亿元和75.03亿元，近年来增长较快，其中2016年主要系新增国开发展基金投资项目16.19亿元及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价值20.38亿元的水库土地、道路土地等资产所致；2017年增长则主要来自基础设施建设项目预付工程款的增加。此外，公司非流动资产还包括长期应收款、长期股权投资、生产性生物资产和无形资产等，2017年末，上述科目余额分别为13.43亿元、18.45亿元、12.38亿元和20.39亿元。长期应收款主要系对施甸县凯禾扶贫开发有限责任公司及龙陵县扶贫投资开发有限公司的拆借款；长期股权投资主要系对联营企业保山昌源水务有限责任公司和云南保山苏帕河水电开发有限公司的投资款，2017年末分别为14.65亿元和2.74亿元；生产性生物资产全部系林

业资产；无形资产主要系账面价值为 20.02 亿元的土地使用权。

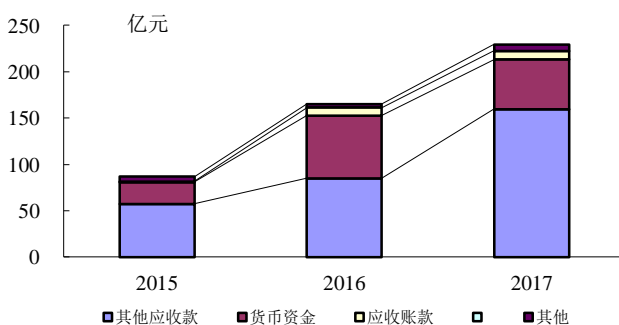
2015~2017 年末，公司流动资产分别为 86.65 亿元、165.00 亿元和 229.30 亿元，占公司总资产的比重分别为 20.23%、28.48% 和 33.62%，随应收账款、其他应收款和货币资金等增长逐年递增。2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 57.42 亿元、85.04 亿元和 159.42 亿元，随着与政府相关部门和国有企业产生的短期临时性的资金拆借增长而迅速增长，截至 2017 年末账龄在一年以内的数额占比达到 66.86%，单位较为分散，资金占用也较为明显，截至 2017 年末，主要为应收龙陵县财政局、保山市永昌投资开发有限公司等国有单位的拆借款项和在建工程投资款。2015~2017 年末，公司货币资金分别为 23.54 亿元、67.76 亿元和 53.61 亿元，随公司对外融资及项目投资支出使用波动较大，截至 2017 年末，公司货币资金中受限质押存单合计 1.53 亿元。2015~2017 年末，公司应收账款分别为 0.71 亿元、8.36 亿元和 9.53 亿元，主要为应收各县财政局项目回款。

表 9：截至 2017 年末其他应收款前五名

单位名称	金额 (亿元)	占比 (%)
保山市永昌投资开发有限公司	19.23	11.92
龙陵县财政局	17.24	10.69
保山市人民政府工贸园区管理委员会	10.11	6.27
圣帝珠宝有限责任公司	9.25	5.74
保山市隆阳区财政局	7.39	4.58
合计	63.22	39.21

资料来源：公司财务报告

图 4：2015~2017 年末公司流动资产分析



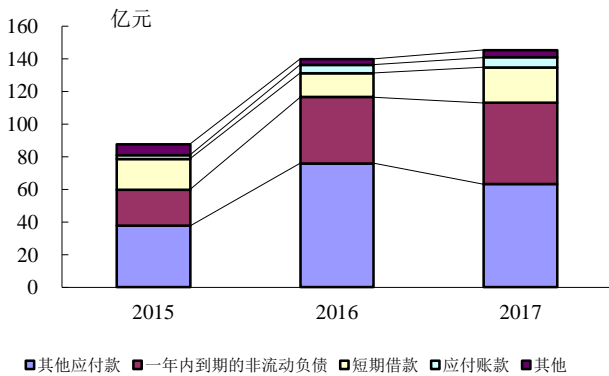
资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

负债方面，2015~2017 年末，公司总负债分别为 225.28 亿元、338.60 亿元和 424.79 亿元，近三年复合增长率达 37.32%。负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2017 年末，公司非流动负债 279.46 亿元，占负债总额比重为 65.79%。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2015~2017 年末，公司长期借款分别为 97.00 亿元、145.29 亿元和 192.54 亿元，公司项目资金需求和拆借资金需求的增加带动外部融资不断增长，主要为抵、质押借款、保证借款以及取得的融资租赁和信托公司借款等，但部分借款融资成本较高，中诚信国际将对公司的融资方式保持关注。2015~2017 年末，公司应付债券分别为 31.61 亿元、32.75 亿元和 35.19 亿元，部分债券已调整至“一年内到期的非流动负债”科目，其中 2017 年公司新发行两期非公开定向债务融资工具共计 10 亿元。此外，2016 年末，公司新增长期应付款 10.47 亿元，2017 年末进一步增至 31.57 亿元，主要系下属子公司因项目建设需要向其他单位借入的款项增加。2015~2017 年末，公司其他非流动负债分别为 8.95 亿元、10.24 亿元和 19.69 亿元，主要是政府暂时拨付的建设项目专项资金，其中 2017 年农村建设项目资金增加较多，达 13.02 亿元。

流动负债方面，公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。2015~2017 年末，公司短期借款分别为 18.66 亿元、14.62 亿元和 21.72 亿元，规模随公司经营需要略有波动，主要系质押、抵押借款和保证借款。公司其他应付款主要为往来款和应付工程款等，2015~2017 年末分别为 37.69 亿元、75.84 亿元和 63.12 亿元，波动较大，其中 2016 年末较 2015 年末增长 101.22%，主要系收到保山市基础设施建设投资有限责任公司(以下简称“基础设施投资公司”)拨付的扶贫基金增加；2017 年末有所下降主要系扶贫基金拨付及往来款下降。2015~2017 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 22.23 亿元、40.77 亿元和 49.87 亿元，主要系一年内到期的长期借款、应付债券等。此外，截至 2017 年末，公司应付账款为 6.20 亿元，主要系应付工程款。

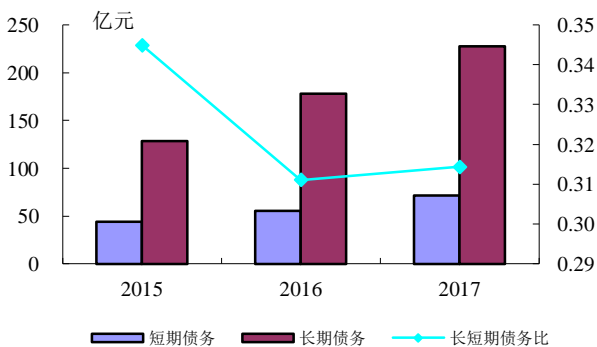
图 5：2015~2017 年末公司流动负债分析



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

债务方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 172.96 亿元、233.43 亿元和 299.32 亿元，债务增长较快。债务结构方面，2015~2017 年末，公司短期债务占比总体呈下降趋势，截至 2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.31 倍，债务结构较为合理。

图 6：2015~2017 年末公司债务结构分析



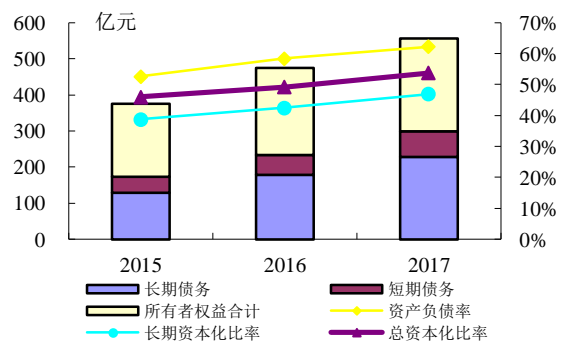
资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 203.08 亿元、240.65 亿元和 257.29 亿元，呈持续增长趋势，主要来自资本公积的增长以及未分配利润的积累。2015~2017 年末，公司实收资本分别为 3.79 亿元、3.79 亿元和 4.07 亿元，2017 年实收资本增加主要系国开发展基金有限公司对公司进行增资。同期，公司资本公积分别为 162.90 亿元、183.80 亿元和 196.38 亿元，其中，2016 年公司资本公积增长 20.89 亿元，主要系公司继续收到国开发展基金有限公司增资款 7.77 亿元以及保山电力收到农网改造升级工程建设投资预

算款 0.48 亿元；公司下属子公司龙陵国资收到龙陵县人民政府划拨的 83 宗土地，价值 20.38 亿元；公司联营企业保山昌源水务有限责任公司权益变动增加其他资本公积 5.21 亿元；同期，公司将所持子公司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，减少资本公积 13.65 亿元。此外，2016 年，由于公司持有的腾冲县惠民城建投资有限责任公司 49% 的股权划转至腾冲市建安城乡投资开发有限公司，公司少数股东权益增加明显。2017 年公司资本公积增长 12.58 亿元，主要来自于保山市政府对公司股权划入、保山各下属县政府对公司及子公司划入的资产、完工廉租房和公共租赁住房建设项目对应的专项补助资金等。

近年来，公司负债规模增长较快，受此影响，公司资产负债率和总资本化比率不断上升。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 52.59%、58.45% 和 62.28%，总资本化比率分别为 46.00%、49.24% 和 53.77%，均逐年递增。

图 7：2015~2017 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，公司作为保山市最大的基础设施建设主体，得到保山市政府较大的支持，近几年获得了保山市各级政府股权无偿划转和资产注入，资本公积不断增长。但中诚信国际也注意到，公司负债规模增长迅速，资产负债率及总资本化比率不断提高，其他应收款大幅增长，对资金占用很大；随着公司融资需求的增加，未来债务压力或将进一步加大。

盈利能力

2015~2017 年，主要受市政基础设施建设业务收入影响公司营业总收入先升后降，分别为 20.78 亿元、27.27 亿元和 23.36 亿元。公司营业总收入来源主要为下属子公司保山电力的电费收入和市政基础设施建设收入，2017 年以上两项收入分别实现 19.82 亿元和 3.36 亿元，占营业总收入比重分别为 79.58% 和 13.51%。具体来看，公司电力业务收入先降后升，受硅电价格联动机制影响比较明显，2016 年电价下调收入有所下降；2017 年跟随金属硅市场行情平均销售电价有所提升，电力业务收入有所回升。市政基础设施建设收入受项目进度及完工周期影响波动较大，2016 年由于市政基础设施在建项目中部分项目即将完工，公司根据项目进度确认 10.11 亿元市政基础收入；2017 年该项收入下降至 3.36 亿元，主要来自龙陵县异地搬迁项目。此外，公司还将自有资金及暂未安排用途的融资款等转贷给其他平台公司并收取一定的手续管理费，形成管理费收入，该部分业务规模较小，2015~2017 年分别为 702.43 万元、680.79 万元和 672.09 万元。2015~2017

年，公司实现其他业务收入分别为 2.38 亿元、1.26 亿元和 1.55 亿元，除 2015 年包含下属子公司土地资产处置收入外，2016 年及以后主要来自电表安装业务、下属子公司新建住宅配套设施收入、廉租房出售收入以及各子公司出租资产等形成的管理收入，对公司营业收入形成一定补充。

从毛利率水平看，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 8.55%、-1.96% 和 8.19%，其中 2016 年由于电力业务毛利率下滑明显带动公司营业毛利率也大幅下降。电力业务方面，2016 年，受大工业用电基本电费下调影响，公司电力业务毛利率明显下滑。市政基础设施建设业务毛利率较为稳定。其他业务主要包含电表安装业务、廉租房销售业务和土地转让，2015~2017 年，其他业务毛利率分别为 -72.80%、-215.58% 和 -160.67%，持续为负，且 2016 年降幅较大，主要系 2015 年其他业务包含土地转让收入，由于土地转让收入毛利率较高且占比较大，一定程度上弥补了其他业务的亏损；2016 及 2017 年未形成土地转让收入，再加上限价房销售成本较高等，其他业务亏损较大。

表 10：2015~2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2015		2016		2017	
	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)
电力业务	183,350.08	18.95	157,464.21	7.64	198,186.25	21.14
市政基础设施建设	-	-	101,128.33	8.67	33,634.90	8.53
物管费	-	-	777.39	80.99	1,062.84	9.00
管理费	702.43	66.33	680.79	63.27	672.09	60.51
租金	-	-	-	-	6.43	100.00
其他	23,792.76	-72.80	12,623.20	-215.58	15,486.30	-160.67
合计/综合	207,845.27	8.55	272,673.92	-1.96	249,048.81	8.19

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用合计为 7.28 亿元、8.67 亿元和 11.26 亿元，呈上升趋势。其中，财务费用占比较高，随公司对外融资规模增长利息支出也逐年升高。作为供电、售电企业，公司销售费用近年来也逐年上涨。三费收入占比方面，2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 35.00%、31.79% 和 45.23%，三费比重较高且超过公司毛利率，严重侵蚀公司利润。

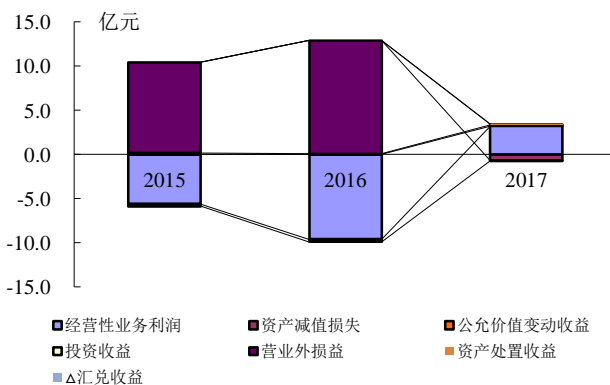
表 11：2015~2017 年公司期间费用分析

项目名称	2015	2016	2017
销售费用(亿元)	1.45	1.77	2.09
管理费用(亿元)	1.98	2.21	2.14
财务费用(亿元)	3.85	4.69	7.03
三费合计(亿元)	7.28	8.67	11.26
营业总收入(亿元)	20.78	27.27	24.90
三费收入占比(%)	35.00	31.79	45.23

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2015~2017年,公司利润总额分别为4.56亿元、3.02亿元和2.67亿元,其中经营性业务利润分别为-5.62亿元、-9.59亿元和3.22亿元。公司2016年利润总额同比下降33.79%,主要系经营性业务亏损扩大所致。公司营业收入以电费为主,应政府要求实行电价优惠让利,且三费收入占比较高,因而前两年经营性业务利润持续亏损,2017年随电价回升及采购电成本降低电力收入和毛利率有所回升,且由于会计准则变更将其他收益计入经营性业务利润,公司经营性业务利润转负为正。公司经营性业务亏损主要依靠政府补助来平衡,作为保山市基础设施建设最重要的投融资主体,公司获得保山市各级政府的补助金额较大,2015~2017年,公司获得政府补助分别为10.30亿元、12.72亿元和13.01亿元,主要包括奖励款、经费补助以及农网还贷金等,2017年由于政府补助计入其他收益导致营业外损益大幅下降。

图 8: 2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看,公司营业收入和毛利率波动较大,三费收入占比较高,利润总额仍依赖于政府补助,近年来净利润持续下降,公司盈利能力与三费控制能力有待提升。

现金流

公司经营活动净现金规模呈波动状态,2015~2017年,公司经营活动净现金流分别为13.93亿元、29.70亿元和-12.13亿元。2016年,受公司与龙陵县财政局、保山市永昌投资开发有限公司等国有单位的项目补助款、往来款项影响,公司经营活动现金流入流出均大幅增加,由于2016年收到往

来款金额较大,使得经营活动净现金流大幅增加。2017年,公司经营活动净现金流由正转负,主要系基础设施投资公司涉及的扶贫基金集中支付,造成支付其他与经营活动有关的现金大幅增长。

2015~2017年,公司投资活动净现金流分别为-35.72亿元、-51.16亿元和-41.36亿元,公司投资活动净现金流一直呈净流出且缺口较大。其中,2015年,公司子公司保山电力和隆阳区国资因农网基础设施建设和市政项目建设发生支出较大;2016年,公司三岔河电站、四路一湖整体工程等项目支出较大;此外,国开发展基金有限公司自2015年开始对公司增加增资款,2016年,公司对其他平台公司的国开基金转贷资金增加,导致当期支付其他投资活动现金较多。2017年,农网升级改造工程及腾龙桥水电站建设等项目投入不断增加,公司投资活动净现金流持续流出。

2015~2017年,公司筹资活动净现金流分别为33.73亿元、65.84亿元和39.34亿元。随着公司资金需求的增加,近年来,公司筹资活动现金流入持续增长,现金流入主要来自银行借款、发行债券以及国开基金投资款。

表 12: 2015~2017 年公司现金流结构分析(亿元)

项目名称	2015	2016	2017
经营活动产生现金流入	87.54	191.75	182.30
经营活动产生现金流出	73.61	162.05	194.43
经营活动净现金流	13.93	29.70	-12.13
投资活动产生现金流入	0.48	0.21	0.06
投资活动产生现金流出	36.20	51.37	41.42
投资活动净现金流	-35.72	-51.16	-41.36
筹资活动产生现金流入	85.37	128.45	114.83
其中: 吸收投资	9.64	8.23	0.71
借款	69.74	107.70	111.16
发行债券	--	12.40	-
筹资活动产生现金流出	51.64	62.60	75.49
其中: 偿还债务	38.41	49.39	63.18
筹资活动净现金流	33.73	65.84	39.34
现金及等价物净增加额	11.95	44.39	-14.14

资料来源: 公司财务报告、中诚信国际整理

偿债能力

偿债能力指标方面,公司近年来债务规模增长较快,其增速大于EBITDA增速,导致相关偿债指标有所弱化。2015~2017年,总债务/EBITDA分别

为 11.95 倍、16.35 倍和 18.15 倍，EBITDA 对债务本金的覆盖能力不断下降；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.60 倍、2.44 倍和 2.10 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力先升后降，但仍能完全覆盖利息支出，其中 2016 年覆盖能力上升主要由于债务转贷规模增加，公司不承担该部分产生的利息，2017 年则受融资规模扩大影响覆盖能力下降。2015~2017 年，公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 1.54 倍、5.08 倍和-1.54 倍，经营活动净现金流/总债务分别为 0.08 倍、0.13 倍和-0.04 倍，2015~2016 年公司经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力较强，2017 年随公司经营活动净现金流由正转负已不能覆盖利息支出。

表 13: 2015~2017 年公司偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017
总债务(亿元)	172.96	233.43	299.32
长期债务(亿元)	128.60	178.04	227.73
EBITDA(亿元)	14.48	14.27	16.49
总债务/EBITDA(X)	11.95	16.35	18.15
EBITDA 利息保障系数(X)	1.60	2.44	2.10
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.13	-0.04
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.54	5.08	-1.54

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2017 年末，公司总债务 299.32 亿元，其中保山电力债务余额共计约 60 亿元。2018~2019 年，公司分别需偿还债务 69.31 亿元及 74.37 亿元，待偿金额过高，中诚信国际将对公司偿债情况保持持续关注。

表 14: 公司到期债务安排表(亿元)

名称	2018	2019	2020	2021	2022 及以后
到期债务	69.31	74.37	33.90	26.78	92.69

注：一年内到期的非流动负债包含部分一年内到期的长期应付款，公司提供待偿债务安排中不包含此部分款项。

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2017 年末，公司拥有建设银行、工商银行、国家开发银行等多家商业银行的授信总额共计 313.51 亿元，其中已使用银行授信额度 284.66 亿元，未使用授信余额 28.85 亿元。

或有事项方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 86.58 亿元，占年末净资产的比重为 33.65%，

被担保企业主要系腾冲县建安城乡投资开发有限公司、腾冲平易投资开发有限公司、云南沙蒲公路投资开发有限责任公司等，主要为保山市及下属区县国有企业，公司对外担保规模较大，中诚信国际将对公司对外担保情况保持关注。

表 15: 截至 2017 年末公司前五大被担保人情况(亿元)

被担保人	担保金额
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

受限资产方面，截至 2017 年末，公司及其子公司受限资产总计账面价值 57.95 亿元，占总资产的比重为 8.50%，其中货币资金 1.53 亿元，主要为银行借款存单质押；抵押土地房产 56.42 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的征信报告显示，截至 2018 年 7 月 24 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，但有 33 笔已还清关注类贷款，根据国开行提供说明，主要系国开行根据其资产质量分类所致，实质公司本息回收正常。截至目前，公司未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

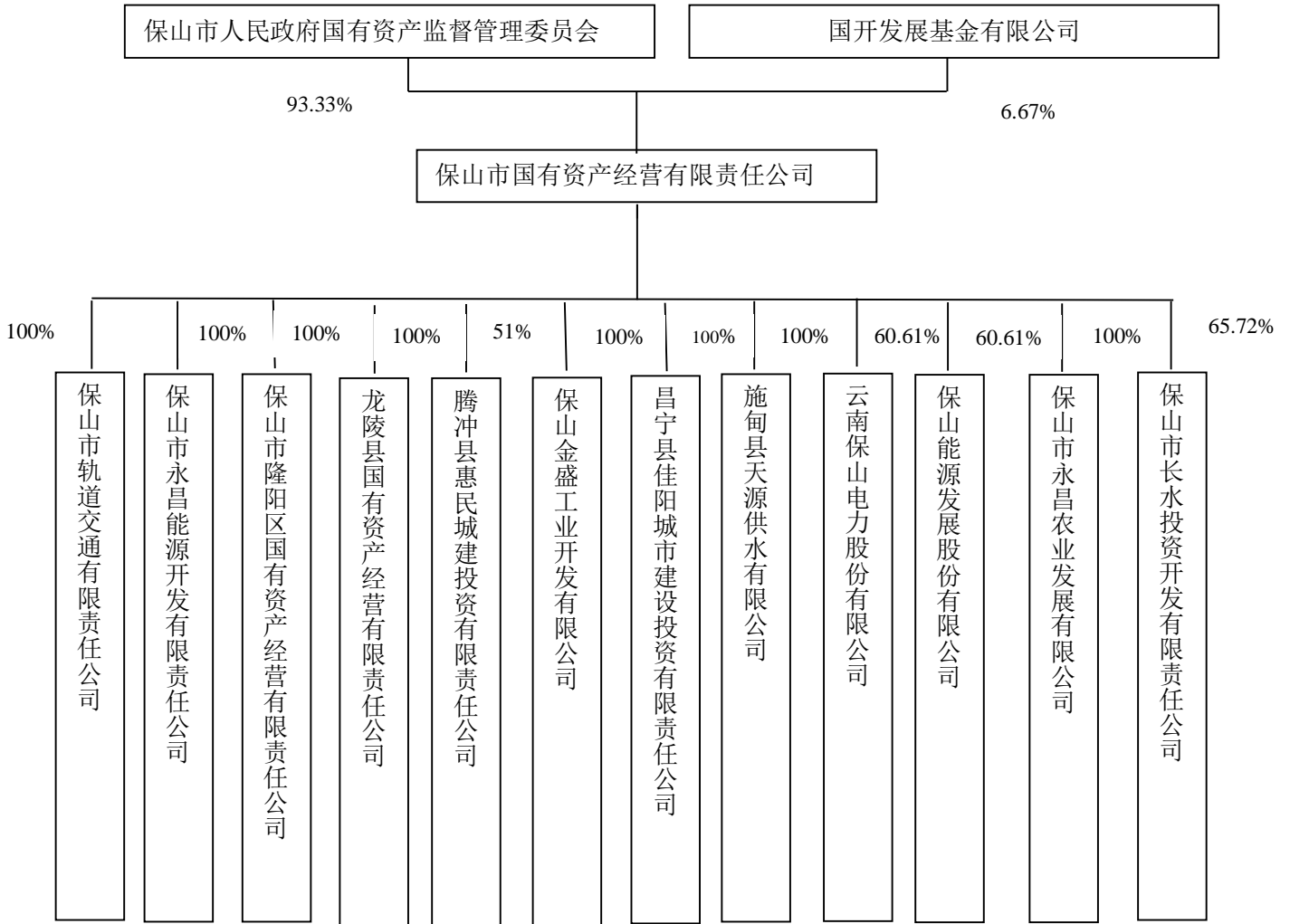
保山市较快增长的地区经济为公司发展提供了良好的外部环境，公司在保山市享有重要的地位以及保山电力的供电垄断优势等因素都对公司信用实力形成了有力支撑；同时，公司电力业务较易受到宏观政策调控等影响、划拨地未来也可能面临一定政策性收回风险、公司债务规模增长过快、净利润持续下降以及其他应收款增长迅速、对公司资金占用较为明显，中诚信国际也关注到上述因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为保山国资在未来一段时间内的信用水平将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定保山市国有资产经营有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

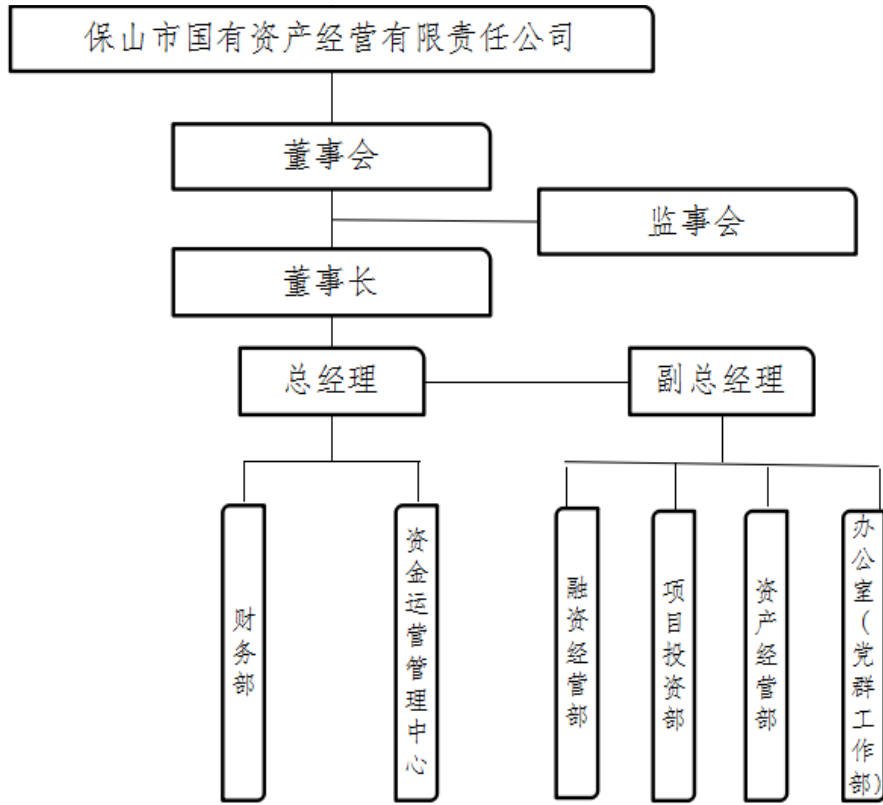
附一：保山市国有资产经营有限责任公司股权结构图（截至 2017 年末）



注：仅列示二级子公司。

资料来源：公司提供

附二：保山市国有资产经营有限责任公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：保山市国有资产经营有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2015	2016	2017
货币资金	235,425.47	677,585.80	536,141.78
应收账款	7,148.27	83,581.17	95,308.06
其他应收款	574,182.73	850,417.66	1,594,193.73
存货	6,952.43	7,044.09	21,284.80
可供出售金融资产	10,778.05	18,891.08	25,210.02
长期股权投资	100,764.85	170,853.96	184,486.66
在建工程	924,154.65	852,856.38	898,199.50
无形资产	132,982.00	121,470.56	203,934.43
总资产	4,283,567.84	5,792,475.04	6,820,869.89
其他应付款	376,882.52	758,353.10	631,211.01
短期债务	443,549.09	553,826.98	715,854.75
长期债务	1,286,034.88	1,780,423.20	2,277,316.58
总债务	1,729,583.97	2,334,250.18	2,993,171.33
总负债	2,252,815.38	3,385,980.17	4,247,926.68
费用化利息支出	40,502.33	47,952.13	65,731.61
资本化利息支出	50,126.28	10,516.79	12,965.26
实收资本	37,948.16	37,948.16	40,660.19
少数股东权益	117,744.08	268,535.94	280,464.97
所有者权益合计	2,030,752.46	2,406,494.87	2,572,943.21
营业总收入	207,845.27	272,673.92	249,048.81
经营性业务利润	-56,150.69	-95,921.10	32,191.72
投资收益	1,908.75	905.34	1,453.75
营业外收入	103,669.28	128,313.60	1,161.75
净利润	42,992.99	30,875.99	27,750.13
EBIT	86,071.63	78,124.71	92,449.79
EBITDA	144,783.97	142,744.45	164,893.44
销售商品、提供劳务收到的现金	241,234.12	209,044.95	249,432.92
收到其他与经营活动有关的现金	634,200.91	1,708,495.27	1,573,577.31
购买商品、接受劳务支付的现金	132,594.71	194,242.97	189,552.46
支付其他与经营活动有关的现金	554,022.68	1,377,866.23	1,697,992.15
吸收投资收到的现金	96,400.00	82,300.00	7,142.48
资本支出	327,173.13	346,784.71	405,272.69
经营活动产生现金净流量	139,312.51	297,009.23	-121,281.76
投资活动产生现金净流量	-357,184.05	-511,594.18	-413,583.04
筹资活动产生现金净流量	337,333.85	658,443.28	393,420.78
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	8.55	-1.96	8.19
三费收入比 (%)	35.00	31.79	45.23
应收类款项/总资产 (%)	16.42	17.34	26.74
收现比 (X)	1.16	0.77	1.00
总资产收益率 (%)	2.19	1.55	1.47
流动比率 (X)	0.99	1.18	1.58
速动比率 (X)	0.98	1.17	1.56
资产负债率 (%)	52.59	58.45	62.28
总资本化比率 (%)	46.00	49.24	53.77
长短期债务比 (X)	0.34	0.31	0.31
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.08	0.13	-0.04
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.31	0.54	-0.17
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.54	5.08	-1.54
总债务/EBITDA (X)	11.95	16.35	18.15
EBITDA/短期债务 (X)	0.33	0.26	0.23
货币资金/短期债务 (X)	0.53	1.22	0.75
EBITDA 利息倍数 (X)	1.60	2.44	2.10

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际 2015 年债务统计口径包含其他流动负债中的带息金额；3、由于公司存在对外拆借资金，相关利息支出体现为往来款，故利息支出金额与当年总债务规模不符。

附四：报告所用基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。