

跟踪评级公告

联合[2012] 457号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持贵州产业投资（集团）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“10贵投债”的信用等级为AA-。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年六月二十八日



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>

贵州产业投资（集团）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

担保方长期信用

跟踪评级结果：AA ⁻	评级展望：稳定
上次评级结果：AA ⁻	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 贵投债	5 亿元	2010/2/3-2016/2/3	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间：2012 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年
现金类资产(亿元)	7.62	5.78
资产总额(亿元)	94.77	99.02
所有者权益(亿元)	46.02	46.26
短期债务(亿元)	17.39	7.35
全部债务(亿元)	40.51	49.32
营业收入(亿元)	1.73	7.28
利润总额(亿元)	1.74	1.91
EBITDA(亿元)	2.56	4.13
经营性净现金流(亿元)	-2.21	-1.10
营业利润率(%)	54.19	20.12
净资产收益率(%)	3.72	4.04
资产负债率(%)	51.44	53.28
全部债务资本化比率(%)	46.82	51.60
流动比率(%)	53.57	144.33
EBITDA/利息倍数(倍)	4.40	3.16
全部债务/EBITDA(倍)	15.81	11.94
经营现金流流动负债比(%)	-9.10	-10.46

分析师

刘献荣 高凡

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）作为贵州省政府电力建设投资主体，跟踪期内，募投电站投产发电使得公司主营业务收入大幅增加，但公司对外投资的电力板块由于成本上升导致收益下降，金融板块收益上升有效支持了整体投资收益，公司利润主要来源于投资收益。考虑到公司在投项目主要集中在电力等能源领域，随着在建项目陆续投入运营，公司整体收入和盈利能力有望得以持续提升。

“10 贵投债”由贵州开磷有限责任公司（以下简称“贵州开磷”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，贵州开磷主体长期信用等级为 AA⁻。贵州开磷的担保有助于保证本期债券本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定；维持本期债券担保方贵州开磷主体长期信用等级 AA⁻、“10 贵投债”的信用等级 AA⁻。

优势

- 跟踪期内，公司作为贵州省政府电力建设投资主体，随着募投电站的建成投产，公司业务收入大幅增加。
- 公司金融板块投资收益较上年大幅上升，对公司利润形成重要补充。
- 贵州开磷的担保有助于保证本期债券本息偿付的安全性。

关注

- 跟踪期内，电煤价格上升，对公司所投资的火电站构成较大成本压力。
- 跟踪期内，公司成本和期间费用对利润侵蚀较大，利润主要来源于投资收益，主营

本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

业务盈利能力较弱。

3. 公司对外担保较多，存在一定的或有负债风险。

一、企业基本情况

贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“贵州产投”）前身为成立于2003年的贵州省开发投资有限责任公司，贵州省开发投资有限责任公司是按照中共贵州省委、省人民政府的决定（贵州省委常委会议[2002]15号文），由贵州省基本建设投资公司 and 贵州省旅游投资有限公司合并组建而成，是省属“大一型”的国有独资企业，注册资本30亿元。2012年2月，贵州省开发投资有限责任公司更名为贵州产业投资（集团）有限责任公司。

公司经营范围包括投资融资、资本运营、资产管理、股权管理、企业兼并重组、资产托管、土地收储、财务顾问、招投标、房地产开发。目前公司资产分布在以能源领域为主，交通、旅游、金融等多元化投资为辅的数个领域。

截至2011年底，公司（合并）资产总额99.02亿元，所有者权益46.26亿元；2011年公司实现营业收入7.28亿元，利润总额1.91亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市延安中路110-2号；法定代表人：刘维敏。

二、重大事项

1、依据黔国资通改革【2011】27号文和黔国资通产权【2011】32号文规定，公司将持有的贵州黄果树旅游集团股份有限公司、贵州饭店和贵州省八鸽岩地块建设项目指挥部的股权全部划转至贵州饭店国际会议中心有限责任公司，公司合计减少实收资本2.27亿元、收入15184.43万元、净利润363.07万元。

2、根据《贵州省人民政府关于组建贵州产业投资（集团）有限责任公司的批复》（黔府函【2011】346号）文件，贵州省开发投资有限责任公司于2012年2月更名为贵州产业投资（集团）有限责任公司。公司于2012年6月20日在中国债券信息网上发布公告，由贵州产业投资（集团）有限责任公司承继原贵州省开

发投资有限责任公司债权债务。

3、公司法定代表人变更为刘维敏。

二、经营管理分析

1. 电力行业现状

2011年下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据，2011年国内累计全社会用电量46928亿千瓦时，同比增长11.74%，受中国经济增速放缓影响，2011年整体用电量同比增幅较2010年下滑2.8个百分点。其中重工业用电量增长12.4%，占总用电需求的61.4%；第三产业用电量同比增长13.5%，也高于平均水平。2012年1~3月，全国累计用电量为11655亿千瓦时，同比增长6.80%。其中第一产业、第二产业、第三产业、居民用电量，分别同比减少2.95%、增长4.51%、增长12.95%、增长15.49%。

基建新增方面，2010年中国基建新增发电设备容量超过9000万千瓦，已连续6年超过9000万千瓦，其中，水电1225万千瓦，火电5886万千瓦，核电、并网风电和太阳能发电新增合计1928万千瓦。截至2011年底，全国发电设备容量105576万千瓦，比上年增长9.25%，其中水电装机容量23051万千瓦，占全部装机容量的21.83%；火电76546万千瓦，占全部装机容量的72.5%；并网太阳能发电规模发展较快，达到214万千瓦。2011年，全国基建新增220千伏及以上输电线路长度和变电设备容量分别为35071千米和2.09亿千伏安，分别比上年减少9654千米和0.49亿千伏安。

电力投资方面，2011年，全国电力工程建设完成投资7393亿元，与上年基本持平。其中，电源工程建设完成投资3712亿元，比上年下降6.49%。其中水电完成投资940亿元，火电1054亿元（其中煤电903亿元），核电740亿元，风电829亿元。电网工程建设完成投资3682亿元，比上年增长6.77%，电网建设新增220千伏及以上变电容量20906万千瓦伏安、线路长度35070

千米。

2011年，全国全口径发电量47217亿千瓦时，比上年增长11.68%。其中，水电6626亿千瓦时，同比下降3.52%；火电38975亿千瓦时，同比增长14.07%；核电、并网风电发电量分别为874亿千瓦时和732亿千瓦时，分别比上年增长16.95%和48.16%。2012年1~3月，全国规模以上电厂合计发电11446亿千瓦时，同比增长7.1%。

从设备利用效率看，2011年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4731小时，比上年同期增长81小时。其中，水电设备平均利用小时为3028小时，比上年同期下降376小时；火电设备平均利用小时为5294小时，比上年同期增长264小时。2012年1-3月，规模以上机组累计平均利用小时为1116小时，同比减少18小时；火电机组平均利用小时为1295小时，同比增加4小时；水电机组平均利用小时为516小时，同比减少65小时。

电煤供应及价格波动仍是影响火电企业运营的重要因素。2009年四季度末，国内市场电煤价格又一次进入上升通道，2011年8月，秦皇岛山西优混平仓价为725-735元/吨，较3月有所下降，但仍保持较高水平。由此也导致火电企业的经营压力再一次加大，火电企业出现亏损。2011年1~11月，全国火电生产企业实现利润681.4亿元，同比增长15.1%。

水电方面，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝表示，未来将开展水电和火电同价试点，提高相对偏低的水电价格。目前，中国大部分水电上网收购价格远低于火电，如果按照同质同价的原则，水电和火电价格应当完全一致，这样必然会提高水电收购价格。尽管该工作目前仍处于试点阶段，但水电企业有望获得良好的发展政策。

总体上，2011年用电需求持续回升，行业景气度明显改善，国内煤炭价格仍将维持上涨态势，对火电行业的盈利形成一定负面影响。目前在国家大力倡导节能减排，大力发展可再

生能源的背景下，水电行业具有良好的发展前景。

2. 经营分析

公司运营

公司主营投资、融资、资产运营及相应的项目经营管理，涉及电力、金融等行业。

公司本部作为投资性企业，主营业务收入主要为资金占用费收入（即委托贷款利息收入）等，但公司利润主要来源于投资收益。2011年公司本部实现主营业务收入2392.36万元（未合并数据），利润总额16940.99万元，其中投资收益23366.89元。

受资产划拨影响，公司主营业务发生很大变化。依据黔国资通改革【2011】27号文和黔国资通产权【2011】32号文规定，公司将持有的贵州黄果树旅游集团股份有限公司、贵州饭店和贵州省八鸽岩地块建设项目指挥部的股权全部划转至贵州饭店国际会议中心有限责任公司，因此2011年公司主营业务收入中不再包含旅游、客运收入。2011年子公司贵州兴义电力发展有限公司投产发电并进行电力销售，产生收入69842.07万元；公司电力销售收入的增加带动公司营业收入有很大提升，较2010年增长320.71%。

表1 公司（合并）收入构成及变动情况（万元）

业务板块	2010年	2011年
电力销售		69842.07
物业管理		17.50
委托贷款业务	750.93	1497.86
客运	2477.77	0
旅游服务	12469.16	0
其它收入	1611.26	0
合计	17309.12	71357.44

资料来源：公司提供

贵州兴义电厂是由公司、广西投资集团有限公司、深圳市博达煤电开发有限公司、贵州溜矿能源开发有限公司、黔西南州工业投资有限责任公司共同投资建设，公司为第一大股东。

贵州兴义电厂规划建设4台60万千瓦燃煤发电机组，一期建设2台60万千瓦燃煤发电机组。贵州兴义电厂被列入贵州省第三批重点电源项目规划的首个项目，并已列入贵州、广西两省人大通过的“十一五”规划和南方电网“十一五”规划中，位于“西电东送”南通道中部，所发电量全部送广西，且贵州、广西两省已签订了送电协议，2011年实现收入69842.07万元，利润总额622.65万元。

公司投资

截至2011年底，公司长期股权投资余额41.63亿元，较上年的38.00亿元增长9.56%，仍以电力、金融、交通、房地产和旅游板块为主。2011年，公司实现投资收益2.56亿元，较2010年的3.11亿元下降17.91%，主要原因是电煤价格持续上涨导致火电厂利润大幅下降、源黔桂电厂进行技改以及参股的3个水电站由于上游来水减少导致利润下降或亏损，公司投资收益主要来自电力板块（1.24亿元）和金融板块（1.17亿元），分别占48.44%和45.70%。

（1）电力投资

电力板块是公司的主导产业，公司投资的主要电力企业包括贵州黔桂发电有限责任公司（简称“黔桂发电站”）、安顺发电有限责任公司（简称“安顺发电站”）、天生桥一级水电开发有限责任公司（简称“天生桥一级水电站”）、贵州中电电力有限责任公司（简称“中电电力”）、贵州兴义电厂（简称“兴义电厂”），以及龙滩水电开发公司（简称“龙滩水电”）、重庆彭水水电开发公司（简称“彭水水电站”）、习水二郎电厂等在建电厂。此外，公司还拥有贵州黔源电力股份有限公司（简称“黔源电力”，上市公司，股票代码002039）6.72%（其中直接持股5.37%）股权，按照新会计准则要求反映在“可供出售金融资产”科目。截至2012年3月底，公司累计拥有权益装机容量308.31万千瓦。

2011年电力板块投资收益占公司投资收益

48.44%，主要由重庆彭水水电站、黔桂发电站、天生桥一级水电站、龙滩水电站构成。受电煤价格上涨带来的发电成本增加影响，公司部分火电站投资收益较上年有所减少，如安顺发电站的投资收益自2010年的4033.24万元亏损了699.18万元，龙滩水电站的投资收益由2010年的6753.10万元下降至2238.41万元。

表2 公司已投产发电资产分布

参股公司	权益装机容量 (万千瓦)	股权比例 (%)	投资收益(万元)
黔桂发电	21.9	36.50	6827.73
安顺发电	24	40.00	-699.18
天生桥一级水电站	12	10.00	270.00
黔源电力	9.13	3.70	-
中电电力	7.20	12.00	-
龙滩水电站	24.5	5.00	2238.41
彭水水电站	21	12.00	3576.02

资料来源：公司提供

公司在建发电项目主要是习水二郎电厂，装机容量79.20万千瓦，公司持股30%。习水二郎电厂一期建设2台66万千瓦超临界燃煤发电机组，已列入贵州省第三批重点电源项目规划，并列入贵州、重庆两省市人大通过的“十一五”规划。习水二郎电厂属典型的坑口电厂，毗邻重庆，由重庆电网调度并消纳全部电量。目前，该项目取得国家能源局《关于同意贵州习水二郎电厂项目开展前期工作的复函》（国能电力〔2011〕89号）。

（2）金融投资

金融板块投资收益已上升至主要地位。公司主要投资企业包括贵阳银行（持股比例10.00%）、华能贵诚信托投资有限责任公司（持股比例27.43%）、贵州中鼎投资管理公司（持股比例20.79%），安顺市城市信用社已于2011年转出。公司参股的贵阳银行是贵州省第一家具有独立法人资格的地方性股份制商业银行。公司作为第二大股东的贵诚信托投资有限责任公司是贵州省内唯一一家信托投资机构，该公司以信托投资业务为主体，是公司金融投资的

重要平台。2011 年金融板块实现投资收益 1.17 亿元，占公司投资收益比例由上年的 14.57% 上升至 45.70%。

(3) 其他投资

煤炭板块，公司主要投资企业包括贵州西能煤炭勘查开发有限公司（持股比例 14.29%）、贵州松河煤业发展有限公司（持股比例 10.00%）、贵州兴安煤业有限公司（持股比例 10.00%）、贵州黔桂天能焦化有限责任公司（持股比例 10.00%）、永贵五凤煤业有限责任公司（持股比例 10.00%）等。2011 年煤炭板块投资收益占公司投资收益比例较低。

交通板块，公司主要投资企业包括贵州水红铁路有限责任公司（持股比例 42.66%）、黄织铁路（持股比例 10%），荔波机场（相关股权手续正在办理，持股比例尚未确定）和安顺黄果树机场（持股比例 5%）。由于交通板块业务的公益性较强，2011 年投资收益贡献低。

旅游板块，公司主要投资企业包括贵州省花溪宾馆（持股 100%）、花溪迎宾馆（持股 100%），2011 年公司将其所持的贵州饭店（持股 100%）和黄果树扶梯公司（持股 10%）的股权划拨至其他公司。其中，花溪宾馆系与原旅游投资公司合并由原旅游投资公司转入公司，根据省财政厅黔财预[2009]114 号文，省财政对花溪迎宾馆和花溪宾馆改扩建和维修形成的固定资产产权由省委办公厅划转到公司管理，由于上述 2 家单位行政管理体制尚未理顺，公司未将其纳入合并范围，暂采用成本法核算。

房地产板块，公司主要投资企业包括主要遵义亿俊房开公司（持股比例 25.00%）、贵州恒茂房地产开发有限公司（持股比例 49.00%）、贵州安电房地产开发有限责任公司（持股比例 51.00%）。截至 2011 年底，公司房地产板块正处于建设施工阶段，尚未产生收益。

总体看，2011 年公司收入主要来自兴义电厂，发电收入成为公司收入的主要来源，投资收益对利润贡献大，但电煤价格的持续上涨压缩了电站利润空间，投资收益较上年下降。

3. 管理分析

2011 年，公司治理结构无重大变化，但法定代表人兼总经理变更为刘维敏。

三、募集资金使用情况

公司于 2010 年 2 月发行 5 亿元公司债券“10 贵投债”（以下简称“本期债券”），募集资金用于重庆乌江彭水水电站项目建设（公司持股 12%）。2011 年已兑付利息。彭水水电站装机容量 175 万千瓦，是乌江干流规划开发的第二大水电站。该项目实际投资额超过预期的 121 亿元，截至 2011 年底，公司累计完成投资额 121.70 亿元；2012 年 1-3 月完成投资额 5576 万元。2009 年彭水水电站已投入运营，已累计发电 175.55 亿千瓦时。

四、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经立信会计师事务所贵州分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

1. 盈利能力

2011 年公司实现营业收入 72821.58 万元，较 2010 年的 17309.13 万元增长 320.71%，其中主营业务收入为 71357.44 万元，较上年增长 312.25%，主要来自兴义电厂电力销售的增加。受电煤价格上涨影响，发电成本上升，公司营业成本较 2010 年上升 736.30%，公司营业利润率下降至 20.12%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主。公司期间费用合计 24157.40 万元，占营业收入的 33.17%，其中公司债务规模扩大致使财务费用较上年大幅增加，销售费用由上年的 2144.92 万元大幅减少至 2.84 万元，主要是贵州黄果树旅游集团股份有限公司划转所致。公司期间费用支出多，费用控制能力弱。

公司利润主要来自对贵州黔桂发电有限责任公司、龙滩水电开发公司、重庆彭水水电开

发公司等参股公司的股权投资收益。龙滩水电站因来水减少收益下降，安顺发电站因电煤价格上涨导致亏损，随着彭水水电站的建成投产以及金融板块收益的提高，2011年公司实现投资收益2.56亿元，较2010年的3.11亿元下降了17.91%。投资收益对公司利润贡献大，2011年公司实现利润总额和净利润分别为19136.96万元和18684.78万元。

从盈利能力指标看，2011年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.32%和4.04%，较上年均有所上升。

总体看，公司收入主要是兴义电厂发电收入，电煤价格上涨导致成本上升，期间费用支出过高，营业收入无法覆盖营业成本及期间费用，公司利润主要来自投资收益，公司费用控制能力有待改善。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为电力销售收入，2011年为55552.33万元；购买商品、接受劳务支付的现金主要是购买电煤支付的资金，2011年为83298.37万元，均较上年的景区门票及相关配套服务业务大幅增加，且受电煤价格高涨影响，现金流出大于流入。公司现金收入比下降至76.29%，收入实现质量进一步降低。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要包括收回购买信托款（1.20亿元）、工程保证金、光大能源发展有限公司购买子公司多彩贵州股权款项1.25亿元等，2011年为49301.95万元，远高于上年水平。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要是支付环保局排污费、往来款和保证金等，2011年为26538.26万元，支付款项较上年减少，同期公司经营活动现金流量净额仍为负值-10986.55万元，经营现金流平衡压力大。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流入主要是收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金（主要为长期股权投资分红），均较上年减少，2011年分别为510.00万元和

7552.41万元。2011年公司取得投资收益收到的现金与利润表中投资收益比例为29.54%，低于2010年的53.73%，投资收益实现质量仍较差；公司2011年购买固定资产、无形资产等支付的现金为112604.71万元，较上年下降了36.10%，同期，公司投资支付的现金也减少至36765.88万元，较上年下降了14.70%。公司2011年投资活动产生的现金净流量为-144964.53万元，资金缺口仍较大，对外融资需求较大。

2011年公司筹资活动仍以吸收投资和银行借款为主，其中银行借款增加至275210.00万元，吸收投资14700.00万元，筹资活动现金流入为290713.00，略低于上年水平；同期公司筹资活动现金流出大幅上升至164963.20万元，较上年上升了150.00%，主要是偿还债务、利息及分配利润等，因此筹资活动产生的净现金流为125749.80万元，较上年下降了49.30%。

总体看，公司用于投资的现金净流出规模较大，公司主要通过举债来满足其资金需求，对外部债务的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额为990184.45万元，与上年基本持平。流动资产占比小幅上升至15.31%，非流动资产占比下降至84.69%。

截至2011年底，公司流动资产合计151588.30万元，较上年增长16.63%，其中占比较大的科目为货币资金（占30.36%）、应收账款（占16.03%）、其他应收款（占26.00%）和存货（占14.43%）。公司货币资金46022.68万元，较上年减少39.62%，主要为现金和银行存款，无其他受限制资金。应收账款24299.89万元，较上年大幅增加，主要是应收贵州电网公司款项24299.54万元，账龄全部在1年以内。其他应收款39414.47万元，较上年略有下降，主要为委托贷款、往来款等，其中贵州恒茂房开公司、贵州安电房开公司和贵州饭店国际会议中心有限责任公司合计29915.75万元，占比75.90%，集中度较高，其中账龄在1年以内的

占 72.64%、1-3 年的占 13.18%、3 年以上的占 14.18%，2011 年公司对其他应收款计提坏账准备 6118.38 万元。存货 21879.75 万元，主要是电煤等原材料，占 97.13%。

截至 2011 年底，公司非流动资产 838596.16 万元，与上年相比保持稳定，主要由长期股权投资（占 49.64%）、固定资产（占 30.21%）和在建工程（占 16.94%）构成。长期股权投资 416312.20 万元，较上年增长 9.56%，主要是对联营企业的权益投资。固定资产 253314.28 万元，是上年的 18.92 倍，主要是 2011 年兴义电厂购买的大批发电设备，价值 259138.66 万元。在建工程 142074.33 万元，较上年下降 13.15%，公司在建工程主要包括贵州兴义电厂 2*600MW 新建工程、办公楼及住宅楼等。

总体看，公司是投资控股型企业，资产构成中长期股权投资较多，资产流动性一般。

截至 2011 年底，公司所有者权益为 462638.52 万元（含少数股东权益 49339.23 万元），和上年相比保持稳定。公司所有者权益中，股本占 64.85%、资本公积占 12.39%、盈余公积占 1.21%、未分配利润占 10.89%，少数股东权益占 10.66%，公司权益结构稳定性强。

截至 2011 年底，公司负债总额 527545.93 万元，较上年增长 8.22%。其中流动负债和非流动负债分别占 19.91%和 80.09%。

截至 2011 年底，公司流动负债 105031.76 万元，较上年减少 66.63%，主要受短期借款减少影响。公司流动负债主要由短期借款（占比 47.60%）、应付账款（占比 35.71%）、其他应付款（占比 17.91%）、一年内到期的非流动负债（占比 19.04%）构成。应付账款 37510.10 万元，主要是应付设备款，较上年下降了 34.17%，账龄在 1 年以内的占 98.01%。其他应付款 18815.66 万元，较上年增长 143.66%，原因是往来款、保证金增多。一年内到期的非流动负债 20000.00 万元，是一年内到期的长期借款。截至 2011 年底，公司非流动负债 422514.17 万元，较上年增长 72.54%，主要是长期借款增加。

其中长期借款（占比 87.50%）、应付债券（占比 11.83%）占比高，其中应付债券 50000 万元是于 2010 年 2 月发行的公司债券，2011 年已兑付利息。

截至 2011 年底，公司全部债务总额为 493219.52 万元，较上年增长 24.82%，其中短期债务和长期债务分别为 73509.52 万元、419719.00 万元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 53.28%、51.60%和 47.57%，公司债务负担略微加重。

总体看，公司负债水平上升，负债结构以长期负债为主，债务负担较上年加重。

4. 偿债能力

截至 2011 年底，公司流动负债减少导致公司流动比率和速动比率均分别上升至 144.33%和 123.49%；公司经营活动现金流入量/流动负债为 99.83%，经营活动现金流入量对流动负债保障较上年大幅提高，但仍不能完全覆盖，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，公司 2011 年 EBITDA 较上年增长 61.22%，利息支出较上年增长 124.73%，公司 EBITDA 利息倍数自上年的 4.40 倍降至 3.16 倍；全部债务/EBITDA 自上年的 15.81 倍升至 11.94 倍，公司长期债务偿还压力仍较大。

截至 2011 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5 亿元，已使用 2.9 亿元，尚款使用 2.1 亿元。

在或有负债方面，

1、对外担保：截至 2011 年底，公司对外担保余额为 10.69 亿元，担保比例为 23.11%。其中：公司与贵州开磷（集团）有限责任公司互为发行债券担保方；对贵州省国际会议中心有限责任公司和黄果树旅游集团公司合计担保 2.25 亿元；其余 3.44 亿元是对参股子公司的担保，目前被担保企业经营正常。

2、未完结的诉讼案件：

①公司为贵州贵宝绿色产业股份有限公司

(以下简称“贵宝绿色”)向交通银行贵阳分行贷款1500万元提供担保,因贵宝绿色未能履行按期归还贷款本金和利息,经交行起诉,公司被法院强行划扣银行存款2050万元,公司于2007年起诉要求贵宝绿色归还被划扣款项并得到判决,截至2011年底,贵宝绿色归还公司900万元,剩余1150万元尚未归还。

②公司向赤水旅游投资公司投资1895万元,因2004年赤水政府擅自将几个核心景区的经营权转让,公司申请仲裁并得到调解书,由赤水政府归还公司上述投资额,但款项尚未到位。

③公司诉黎平县人民政府、黎平县地方电力公司借款合同纠纷案,因电力公司已申请破产,公司已申报债权本息合计1514.90万元,但上述款项尚未到账。

五、担保分析

本期债券由贵州开磷提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

贵州开磷前身为贵州开阳磷矿矿务局(始建于1958年,是国家最早重点投资建设的三大磷矿石生产基地之一)。1995年6月,经原国家经贸委和贵州省人民政府批准,贵州开阳磷矿矿务局改制为国有独资公司,并更名为“贵州开磷(集团)有限责任公司”。贵州开磷主要从事磷矿石及磷肥等产品的生产和销售,截至2012年3月底,贵州开磷已形成年产磷矿石300万吨、磷酸二铵110万吨、磷酸一铵30万吨的生产能力,是中国高浓度磷肥生产企业十强之一,中国石油和化工行业百强企业。

截至2011年底,贵州开磷注册资本86047.57万元,目前股东为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会(持股14.0%)、贵州开磷(集团)有限责任公司(持股7.8%)、中国信达资产管理公司(持股60.5%)、中国华融资产管理公司(持股4.5%)、中国东方资产管理公司(持股7.5%)、中国建设银行股份有限公司(持

股5.7%)。贵州开磷注册地址:贵州省贵阳市中华南路203号(海天商厦8-12楼);法定代表人:屈庆麟。

磷矿石行业

磷矿是不可再生和不可替代的战略资源,已被国土资源部列为2010年后不能满足国民经济发展需求的矿产资源,我国磷矿资源主要集中在云南(29.3亿吨)、贵州(25.7亿吨)、湖北(18.1亿吨)、湖南(17.3亿吨)、四川(8.2亿吨)5省。云南、贵州、湖北三省占全国磷矿石产量85%以上。贵州省磷矿探明储量26.87亿吨,保有储量25.7亿吨,占全国的16.8%,居全国第二位,其中一级品富矿储量5.27亿吨,占全国磷富矿储量的45%。

2011年,全国磷矿石产量为8122.40万吨,同比增长19.32%。其中贵州地区产量为2052.82万吨,占全国产量的25%,同比增长30%。价格方面,30%品味的磷矿石价格从2011年年初的400元/吨上涨到年末的540元/吨。

中国磷矿石总体上质量较差,全国磷矿平均品位在17%左右,远低于全球平均水平,矿石品位大于30%的富矿只有16.5亿吨,占比仅9.40%。加之国内选矿技术水平不高,大多数磷肥生产企业采富弃贫,导致富矿储量越来越少。全国大部分磷矿石为中低品位矿石(一般P₂O₅含量低于28%为贫矿),除少数富矿可直接作为生产高效磷肥的原料以外,大部分矿石需经选矿才能为工业部门所用。

磷肥行业

2011年,国内磷肥(折合P₂O₅100%)产量1462.40万吨,比2010年的1701.40万吨出现了明显的下降,而国内的需求基本保持稳定,因此从供给需求来看,国内磷肥产量的减少导致了2011年磷肥价格同比上升。

从具体磷肥品种价格来看,国内磷酸二铵价格2010年1-7月保持在2700-2800元/吨,从2010年8月开始,价格从2800元/吨一直上涨到2011年3月的3400元/吨,2011年价格总体保持

平稳在3200-3400元/吨，较2010年平均上涨500元/吨。磷酸一铵价格低于磷酸二铵价格，但波动性高于磷酸二铵，2010年1-5月保持平稳在2100-2200元/吨，6-7月下跌到1800元/吨，从2010年8月开始，价格从1900元/吨一直上涨到2011年8月的3000元/吨，之后又下跌，到2011年底价格为2800元/吨。

贵州开磷经营情况

从业务收入构成来看，贵州开磷主要业务板块为磷肥、磷矿石以及建设施工等，其中磷肥业务占主导地位。2011年贵州开磷实现收入653394.50万元，其中磷肥销售收入421466.98万元，同比增长4.73%，占整个公司收入的64.50%；建设施工板块销售收入67384.84万元，同比增长70.93%，增长迅速，主要是承接股东贵州开磷（集团）有限责任公司的土建项目，占整个收入的10.31%，比例较小；磷矿石销售收入为58417.17万元，同比增长10.98%，占整个收入的8.94%。磷矿石利润水平较高，2011年磷矿石毛利率58.05%，贡献利润33874万元，占公司主营业务利润的23%。

表3 2010年至2011年公司收入构成情况表

单位：万元

项目	2010年		2011年	
	收入	占比	收入	占比
磷矿石产品	52638.44	8.67%	58417.17	8.94%
磷肥产品	401961.77	66.19%	421466.98	64.50%
煤化工产品	16484.31	2.71%	622.21	0.10%
复合(混)肥	20993.84	3.46%	27569.20	4.22%
黄磷	6031.03	0.99%	19269.99	2.95%
建设施工	39420.38	6.49%	67384.84	10.31%
贸易	37994.89	6.26%	12932.49	1.98%
其他	31788.40	5.23%	45731.62	7.00%
合计	607313.05	100.00%	653394.50	100.00%

资料来源：公司提供

2011年公司磷矿石年产量300万吨，外购80万吨，合计380万吨，其中用于自己生产240

万吨，对外销售140万吨。2011年对外销售的140万吨中，其中出口17万吨，国内销售123万吨，出口磷矿石价格高于国内销售价格。

贵州开磷财务情况

从资本及债务规模来看，截至2011年底，贵州开磷合并口径资产总额123.19亿元，同比增长26.84%，主要来自存货和其他应收款的增长；总负债为96.44亿元，同比增长14.28%，主要由流动负债构成，占总负债的86%；所有者权益为26.75亿元，同比增长85.05%，主要由于2011年子公司贵阳中化开磷化肥有限公司增资7亿元，导致资本公积增加1.65亿元，同时未分配利润和少数股东权益的大幅增长也导致所有者权益的上升。

从盈利能力来看，2011年贵州开磷合并口径实现营业收入为65.34亿元，同比增长7.57%，利润总额为6.44亿元，同比增长134%，主要由于磷肥产品2011年毛利率比2010年提高了7.09%。2011年贵州开磷毛利率和净利率分别为22.38%和8.23%，均明显高于2010年的18.82%和3.29%；净资产收益率为20.10%，高于2010年的13.87%。整体看，由于磷肥价格的上涨，2011年贵州开磷盈利能力明显提升。

从现金流情况来看，2011年贵州开磷经营活动中销售商品产生的现金流为70.85亿元，同比增长31.91%，高于收入增速26.84%，经营活动现金净流量7.17亿元，同比增长113.39%；投资活动现金流出量为7.28亿元，比2010年的17.38亿元大幅下降，基本能够被经营活动现金净流量覆盖；筹资活动产生的现金净流量为6.26亿元，比2010年的16.75亿元也出现了大幅下降。

从偿债能力来看，截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为80.61%和64.29%，均高于2010年的67.31%和58.55%；2011年资产负债率为78.29%，低于2010年的85.12%。

整体来看，2011年由于磷肥产品销售价格高于2010年，贵州开磷经营状况良好，收入和利润均保持了增长趋势，同时由于子公司增资，

所有者权益大幅增长，资产负债率大幅下降，偿债能力有所增强。

综合考虑，联合资信维持贵州开磷主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

六、本期债券偿还能力分析

2011年公司经营活动产生的现金流入量及现金流量净额分别是“10贵投债”的2.10倍和-0.22倍，较2010年的0.62倍和-0.44倍均有所上升；2011年公司EBITDA是本期债券发行额度的0.83倍，高于上年的0.51倍，EBITDA对本期债券保障程度仍较低。考虑到公司作为贵州省政府电力建设投资主体，所参股的电站均为优质电源项目，随着在建电站的陆续投入运营，其利润规模和盈利能力有望得以提升；公司目前对本期债券具备一定的偿还能力。

本期债券由贵州开磷提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。以贵州开磷2011年底财务数据为基础，本期5亿元公司债券占其资产总额的4.06%、所有者权益的18.70%，占其净资产比例较高；2011年贵州开磷实现营业收入65.34亿元，本期债券占其营业收入的7.65%，占比较低。

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“10贵投债”AA⁻的信用等级。

附表 1 截至 2011 年底公司纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本(万元)	经营范围	权益比例(%)
1	施秉县旅游开发有限公司	560	旅游开发	65.00
2	贵州新能实业发展公司	13680	能源开发与投资	100.00
3	贵州兴义电力发展有限公司	27000	火力发电	51.00
4	贵州省开投房地产开发有限责任公司	1000	房地产开发	100.00
5	贵州多彩贵州城建设经营有限公司	5000	非金融性项目投资	40.00

注：公司对贵州多彩贵州城建设经营有限公司持股比例虽未超过 50%，但因对其有实际控制权，故从 2009 年将其纳入合并范围。

附表 2-1 贵州产投合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	76223.95	46022.68	-39.62
交易性金融资产	0.00	0.00	-
应收票据	0.00	11752.58	-
应收账款	653.98	24299.89	3615.69
预付款项	6022.11	5489.91	-8.84
应收利息	31.70	83.00	161.84
应收股利	2190.00	2576.02	17.63
其他应收款	42278.45	39414.47	-6.77
存货	2574.06	21879.75	750.01
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	-
其他流动资产	0.00	70.00	-
流动资产合计	129974.26	151588.30	16.63
非流动资产：			
可供出售金融资产	19873.19	12466.68	-37.27
持有至到期投资	16838.33	0.00	-100.00
长期应收款	0.00	0.00	-
长期股权投资	379980.00	416312.20	9.56
投资性房地产	174.59	167.63	-3.99
固定资产	12715.00	253314.28	1892.25
在建工程	163593.11	142074.33	-13.15
工程物资	202760.91	0.00	-100.00
固定资产清理	0.00	0.00	-
生产性生物资产	9111.69	0.00	-100.00
油气资产	0.00	0.00	-
无形资产	2414.37	3572.38	47.96
开发支出	10146.50	0.00	-100.00
商誉	56.09	2499.99	4356.71
合并价差	0.00	0.00	-
长期待摊费用	10146.50	8136.59	-19.81
递延所得税资产	56.09	52.09	-7.15
其他非流动资产	0.00	0.00	-
非流动资产合计	827866.39	838596.16	1.30
资产总计	957840.65	990184.45	3.38

附表 2-2 贵州产投合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	149828.80	50000.00	-66.63
交易性金融负债	0.00	0.00	-
应付票据	14081.92	3509.52	-75.08
应付账款	56980.09	37510.10	-34.17
预收账款	3.59	0.02	-99.46
应付职工薪酬	1244.23	1036.90	-16.66
应交税费	-404.77	-29006.55	7066.20
应付利息	3152.93	3162.50	0.30
应付股利	0.00	0.00	-
其他应付款	7722.07	18815.66	143.66
预计负债	0.00	0.00	-
一年内到期的非流动负债	10000.00	20000.00	100.00
其他流动负债	3.60	3.60	0.00
流动负债合计	242612.45	105031.76	-56.71
非流动负债：			
长期借款	181220.00	369710.00	104.01
应付债券	50000.00	50000.00	0.00
长期应付款	9000.00	0.00	-100.00
专项应付款	0.00	0.00	-
预计负债	0.00	0.00	-
递延收益	0.00	0.00	-
递延所得税负债	4655.80	2804.17	-39.77
其他非流动负债	0.00	0.00	-
非流动负债合计	244875.80	422514.17	72.54
负债合计	487488.25	527545.93	8.22
所有者权益：			
实收资本（或股本）	321993.72	300000.00	-6.83
资本公积	60570.10	57310.60	-5.38
减：库存股	0.00	0.00	-
盈余公积	3900.55	5594.64	43.43
未分配利润	33050.15	50394.05	52.48
外币报表折算差额	0.00	0.00	-
归属于母公司所有者权益合计	419514.52	413299.29	-1.48
少数股东权益	40676.03	49339.23	21.30
所有者权益合计	460190.54	462638.52	0.53
负债和所有者权益总计	947678.79	990184.45	4.49

附表 3 贵州产投合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	17309.13	72821.58	320.71
减: 营业成本	6933.02	57980.72	736.30
营业税金及附加	996.46	189.11	-81.02
销售费用	2144.92	2.84	-99.87
管理费用	6776.37	11399.76	68.23
财务费用	6056.58	12757.64	110.64
资产减值损失	645.37	350.00	-45.77
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	-
投资收益	31140.16	25563.71	-17.91
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	-
汇兑收益	0.00	0.00	-
二、营业利润	24896.57	15705.20	-36.92
加: 营业外收入	207.51	3921.52	1789.83
减: 营业外支出	7661.78	489.77	-93.61
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	-
三、利润总额	17442.30	19136.96	9.72
减: 所得税费用	318.33	452.18	42.05
四、净利润	17123.98	18684.78	9.11

附表 4-1 贵州产投合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	15405.20	55552.33	260.61
收到的税费返还	0.42	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	15581.86	49301.95	216.41
经营活动现金流入小计	30987.48	104854.28	238.38
购买商品、接受劳务支付的现金	6870.53	83298.37	1112.40
支付给职工以及为职工支付的现金	4995.79	5256.32	5.22
支付的各项税费	4200.34	747.87	-82.19
支付其他与经营活动有关的现金	36988.28	26538.26	-28.25
经营活动现金流出小计	53054.94	115840.83	118.34
经营活动产生的现金流量净额	-22067.45	-10986.55	-50.21
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	6580.96	510.00	-92.25
取得投资收益收到的现金	16732.89	7552.41	-54.86
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	174.04	1.08	-99.38
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	-
收到其他与投资活动有关的现金	279.15	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	23767.04	8063.49	-66.07
购建固定资产、无形资产等支付的现金	176213.89	112604.71	-36.10
投资支付的现金	43100.03	36765.88	-14.70
取得子公司等支付的现金净额	0.00	20.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	1635.02	3637.42	122.47
投资活动现金流出小计	220948.94	153028.02	-30.74
投资活动产生的现金流量净额	-197181.90	-144964.53	-26.48
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	69304.00	14700.00	-78.79
取得借款收到的现金	244548.80	275210.00	12.54
发行债券收到的现金	0.00	0.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	157.97	803.00	408.33
筹资活动现金流入小计	314010.77	290713.00	-7.42
偿还债务支付的现金	54913.79	139500.00	154.03
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11051.40	25672.38	132.30
支付其他与筹资活动有关的现金	20.33	-209.17	-1128.83
筹资活动现金流出小计	65985.52	164963.20	150.00
筹资活动产生的现金流量净额	248025.25	125749.80	-49.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-
五、现金及现金等价物净增加额	28775.89	-30201.28	-204.95
加：期初现金及现金等价物余额	47448.06	76223.95	60.65

六、期末现金及现金等价物余额	76223.95	46022.68	-39.62
----------------	----------	----------	--------

附件 4-2 贵州产投合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	17123.98	18684.78	9.11
加: 资产减值准备	645.37	350.00	-45.77
固定资产折旧及其他	1812.50	9088.01	401.41
无形资产摊销	108.74	1.27	-98.83
长期待摊费用摊销	442.19	3.22	-99.27
处置固定资产、无形资产等损失	3.41	0.00	-100.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	-
公允价值变动损失	0.00	0.00	-
财务费用	6097.51	12867.76	111.03
投资损失	-31140.16	-25563.71	-17.91
递延所得税资产减少	0.00	0.00	-
递延所得税负债增加	506.96	0.00	-100.00
待摊费用减少	0.00	0.00	-
预提费用增加	0.00	0.00	-
存货的减少	-5253.39	-21671.09	312.52
经营性应收项目的减少	-12936.76	-13630.11	5.36
经营性应付项目的增加	522.19	8886.54	1601.78
其他	0.00	-3.22	-
经营活动产生的现金流量净额	-22067.45	-10986.55	-50.21
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	-
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	-
融资租入固定资产	0.00	0.00	-
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	76223.95	46022.68	-39.62
减: 现金的期初余额	47448.06	76223.95	60.65
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	-
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	-
现金及现金等价物净增加额	28775.89	-30201.28	-204.95

附件 5 贵州产投主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	7.91	3.97
存货周转次数(次)	3.94	4.74
总资产周转次数(次)	0.02	0.08
现金收入比(%)	89.00	76.29
盈利能力		
营业利润率(%)	54.19	20.12
总资本收益率(%)	2.65	3.32
净资产收益率(%)	3.72	4.04
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	33.44	47.57
全部债务资本化比率(%)	46.82	51.60
资产负债率(%)	51.44	53.28
偿债能力		
流动比率(%)	53.57	144.33
速动比率(%)	52.51	123.49
经营现金流流动负债比(%)	-9.10	-10.46
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	3.16
全部债务/EBITDA(倍)	15.81	11.94
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.54	-0.32
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-37.63	-11.91

注：EBITDA利息倍数未考虑资本化利息因素。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。