

信用等级公告

联合[2014] 1720 号

联合资信评估有限公司通过对盘山县国有资产经营有限公司及其拟发行的 2015 年度 6 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

盘山县国有资产经营有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

盘山县国有资产经营有限公司

2015 年度 6 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。



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

网址：www.lhratings.com

盘山县国有资产经营有限公司

2015 年度 6 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

担保方主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 6 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还债券发行总额的 20%

发行目的: 项目建设

评级时间: 2014 年 10 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	27.49	31.08	37.85
所有者权益(亿元)	25.35	27.50	34.42
长期债务(亿元)	0.00	0.00	1.50
全部债务(亿元)	0.00	0.00	1.50
主营业务收入(亿元)	2.58	3.16	3.66
利润总额(亿元)	0.79	1.15	1.95
EBITDA(亿元)	0.80	1.16	1.96
经营性净现金流(亿元)	-1.57	-0.54	-2.26
主营业务利润率(%)	34.75	37.89	40.74
净资产收益率(%)	3.13	4.20	4.59
资产负债率(%)	7.78	11.52	9.06
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	4.18
流动比率(%)	1276.30	846.73	1950.24
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.00	0.77
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.13	0.19	0.33

分析师

郭 畅 田 英

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对盘山县国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为盘山县城市基础设施建设主体,在土地注入、财政补贴等方面获得盘山县政府的大力支持,具有区域垄断地位。同时联合资信也关注到,公司资产中划拨土地资产占比高、基础设施建设业务前期投入大,未来资本性支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来,盘山县经济持续稳定增长,为公司发展提供了良好的外部环境。未来随着盘山县基础设施建设进程的加快,公司作为盘山县基础设施投资建设的唯一主体,经营前景良好,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券提前分期偿还本金将有助于减轻公司集中偿付压力;公司设置了债券偿债资金专户,有助于保障本期债券本息偿还。公司获得盘锦建设投资有限公司(以下简称“盘锦建投”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,经联合资信评定,盘锦建投主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定。盘锦建投担保实力较强,可有效增强本期债券的偿付保障能力。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是盘山县城市基础设施的唯一建设主体,业务具有区域垄断性。
2. 公司在土地注入、财政补贴等方面获得盘山县政府的大力支持。
3. 本期债券提前分期偿还,同时公司设置了债券偿债资金专户,将有助于提升本期债

券本息偿付的安全性。

4. 公司获得盘锦建投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，盘锦建投担保实力较强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

关注

1. 近三年盘锦市及盘山县政府性基金收入规模有所下降，导致地方财政收入有所减少。
2. 公司土地开发经营业务易受宏观经济及政府规划等外部因素影响。
3. 公司资产构成中土地资产占比较大，且以划拨土地为主，整体资产流动性较弱，资产质量一般。
4. 公司担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与盘山县国有资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与盘山县国有资产经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因盘山县国有资产经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由盘山县国有资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、盘山县国有资产经营有限公司 2015 年度 6 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

盘山县国有资产经营有限公司（以下简称“公司”），由盘山县国有资产管理委员会办公室（以下简称“盘山县国资委”）全资组建，于2010年10月在盘山县工商行政管理局注册成立，初始注册资本5000万元。后经多次增资，截至2013年底，公司注册资本95892万元，实收资本91296万元，盘山县国资委持有公司100%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：县域城镇和农村基础设施建设管理、土地整理开发、国有资产经营管理。（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2013年底，公司内部下设综合财务部、项目管理部、融资部、动拆迁安置部4个职能部门，拥有全资子公司1家。

截至2013年底，公司资产总额37.85亿元，所有者权益34.42亿元；2013年度公司实现营业收入3.66亿元，利润总额1.95亿元。

公司注册地址：盘山县政府综合写字楼1号楼；法定代表人：王玉杰。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行6亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还债券发行总额的20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券由盘锦建设投资有限公司（以下简称“盘锦建投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，盘锦建投主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。盘锦建投担保实力较强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为6亿元，拟全部用于盘山县府南、府西区块基础设施建设工程项目。

（1）项目概况

该项目占地面积13977.50亩，其中府南区占地面积5794.50亩，府西区块占地面积8183亩，包括10条主干道，7条次干道，支路13条，总长度48407米，其中府南区拟新建市政主干道5条，次干道3条，支路4条。府西区拟新建市政主干道5条，次干道4条，支路9条，项目建设内容包括道路建设以及与之配套的室外给排水工程、单利工程、绿化工程、电信工程以及区内建（构）物拆除、区内场地地块平整等基础设施建设。

（2）项目审批情况

该项目投资总额21.45亿元，已经盘山县发展和改革委员会盘发改字[2014]48号文批准。

（3）项目进度情况

项目建设工程期预计2年，已于2014年4月开工，预计2016年4月完工。新县城路网工程、学府路项目工程、新县城给水工程、府南区块路网工程等子工程已陆续开工。截至目前，新县城路网工程已完成机动车道、人行道、污水管线、雨水管线铺设；学府路项目工程已完成机动车道、人行道、污水管线、雨水管线、路灯工程；新县城给水工程给水、管网铺设已完成11公里；府南区块路网工程已完成道路基础、污水、雨水管线安装。截至2014年8月底，已完成项目投资53329.62万元，占计划总投资额24.86%。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结

构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，

但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。

2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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，全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19号文对融资平台债务进行全面清理

（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881号，凡是申请发行公司债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行公司债券，除满足现行法律法规规定的公司债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投

融资平台公司发行公司债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行公司债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了

“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014年10月，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《意见》”或“《43号文》”），系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式。（2）《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；地方政府债务实行全口径预算管理。（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的

情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2014年10月底，财政部公开发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称“《351号文》”），是对《43号文》的具体细化，《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果，新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求，同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致，要求退回重新核实；②财政部将各地清理甄别结果抄送审计署后，新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据，对虚增政府存量债务的，相应核减地方政府债券发行规模，并追究相关责任人责任；③提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，具体分为4种情况，对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务，原则不变，但其他两种情况是本次新增的规定，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；④新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调

整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司位于盘锦市盘山县，是盘山县项目投资、融资及开发建设的主体，其发展与盘锦市及盘山县区域经济的发展紧密相关。

盘锦市概况

盘锦市位于辽宁省西南部，辽河三角洲的中心地带，东北邻鞍山市，东南隔大辽河与营口市相望，西北邻锦州市，南临渤海辽东湾；是辽宁省高速公路最密集、公路网密度最大的城市。市南部的盘锦港是东北和蒙东地区最近、最便捷的出海口；是一座新兴石油化工城市，是中国最大的稠油、超稠油、高凝油生产基地辽河油田总部所在地。现辖2县2区，总面积4071平方公里，总人口188.15万。

根据《盘锦市2013年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，初步核算，全市实现生产总值1351.1亿元，比上年增长9.4%。其中，第一产业实现增加值114.5亿元，增长4.9%；第二产业实现增加值911.3亿元，增长10.2%；第三产业实现增加值325.2亿元，增长8.8%，三次产业结构为8.5: 67.4: 24.1。按常住人口计算，人均地区生产总值94052元，增长8.7%。在规模以上工业中，石油和天然气开采业下降0.5%，石油加工业增长12.1%，化学原料和化学制品制造业增长20.7%，专用设备制造业增长15.5%。在公用事业方面，2013年交通运输、仓储和邮政业投资211.2亿元，同比增长6.1倍；卫生和社会工作投资5.6亿元，同比增长51.2%；电力、燃气及水的生产和供应业投资38.5亿元，同比增长49.4%。

盘锦市财政收入及地方政府债务水平

2013年，盘锦市本级实现可控财力80.19亿元，较上年的98.70亿元下降18.76%，其中，一般预算收入占比54.25%、基金收入占比15.98%、上级补助收入占比29.77%，总体来看，

地方财政收入稳定性较差。

从公共财政预算收入情况看, 2013 年盘锦市地方一般预算收入为 43.50 亿元, 较上年增长 0.30%。其中税收收入 35.64 亿元 (占

81.93%)、非税收入 7.86 亿元 (占 18.07%), 非税收入主要包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入、国有资源 (资产) 有偿使用收入及其他收入等。

表 1 盘锦市本级财政收入统计表 (单位: 万元、%)

科目	2011 年	2012 年	2013 年	复合增长率
地方可控财力	1263313	987040	801874	-20.33
一般预算收入	355222	433659	434977	10.66
税收收入	269525	340173	356397	14.99
非税收入	85697	93486	78580	-4.24
基金收入	708748	262356	128153	-57.48
土地出让金	672686	235236	77956	-65.96
其他	36062	27120	50197	17.98
上级补助收入	199343	291025	238744	9.44
返还性收入	20294	20168	20666	0.91
一般性转移支付	82387	119870	140769	30.71
专项转移支付	96662	15987	77309	-10.57
GDP	11554667	12795354	13510562	8.13

资料来源: 盘锦市财政局

地方政府债务方面, 截至 2013 年底, 盘锦市政府直接债务余额 173.28 亿元, 担保债务余额 1.66 亿元, 盘锦市政府全部债务余额 174.11 亿元 (直接债务余额+担保债务余额*50%), 2013 年盘锦市全口径地方综合财力为 304.40 亿元, 地方政府债务率为 57.2%, 债务负担处于适宜水平。

盘山县概况

盘山县位于盘锦市的北部, 全县下辖 9 个镇, 8 个乡, 192 个行政村, 面积约为 2145 平方公里, 总人口约 26 万人。2013 年盘山县完成地区生产总值 183.80 亿元, 同比增长

11.50%。

2013 年, 盘山县本级实现可控财力 38.22 亿元, 较上年的 40.17 亿元下降 4.85%, 主要是 2013 年受盘山县对出让土地规模的控制, 盘山土地出让基金收入有所下滑。其中, 一般预算收入占比 55.05%、基金收入占比 16.59%、上级补助收入占比 28.36%, 总体来看, 地方财政收入稳定性较差。

从公共财政预算收入情况看, 2013 年盘山县地方一般预算收入为 21.04 亿元, 较上年增长 7.62%。其中税收收入 14.53 亿元 (占 69.05%)、非税收入 6.51 亿元 (占 30.95%)。

表 2 盘山县本级财政收入统计表 (单位: 万元)

科目	2011 年	2012 年	2013 年	复合增长率
地方可控财力	300602	401747	382162	17.4%
一般预算收入	138136	195483	210385	7.6%
税收收入	106788	137987	145261	5.3%
非税收入	31348	57496	65124	13.3%
基金收入	68349	88274	63446	-2.8%
土地出让金	65607	85277	61217	-2.8%
其他	2742	2997	2229	-25.6
上级补助收入	94117	117990	108331	-8.1%
返还性收入	5150	5150	5150	
一般性转移支付	45412	43041	46362	7.7%
专项转移支付	43555	69799	56819	-18.6%

GDP	1514640	1648504	1838038	12.6%
------------	---------	---------	---------	-------

资料来源：盘山县财政局

表 3 盘山县地方债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截止 2014 年 1 月）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	203535.00	（一）地方一般预算本级收入	210385.00
1.外国政府贷款		1.税收收入	145261.00
2.国际金融组织贷款	48.00	2.非税收入	65124.00
（1）世界银行贷款	48.00	（二）转移支付和税收返还收入	108331.00
（2）亚洲开发银行贷款		1.一般性转移支付收入	46362.00
（3）国际农业发展基金会贷款		2.专项转移支付收入	56819.00
（4）其他国际金融组织贷款		3.税收返还收入	5150.00
3.国债转贷资金	327.00	（三）国有土地使用权出让收入	61843.00
4.农业综合开发借款		1.国有土地使用权出让金	
5.解决地方金融风险专项借款		2.国有土地收益基金	
6.国内金融机构借款	163194.00	3.农业土地开发资金	
（1）政府直接借款	10178.00	（四）预算外财政专户收入	877.00
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	153016.00	（五）其他基金收入	1603.00
7.债券融资			
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8.粮食企业亏损挂账	11709.00		
9.向单位、个人借款	14645.00		
10.拖欠工资和工程款	13612.00		
11.其他			
（二）担保债务余额	48746.00		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
（1）世界银行贷款			
（2）亚洲开发银行贷款			
（3）国际农业发展基金会贷款			
（4）其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款	48746.00		
6、其他			
地方政府债务余额 = （一） + （二）*50%	227908.00	地方综合财力 = （一） + （二） + （三） + （四） + （五）	383039.00
债务率 = （地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力） × 100%			59.50%

资料来源：盘山县财政局

地方政府债务方面，截至 2013 年底，盘山县政府直接债务余额 20.35 亿元，担保债务 4.87 亿元，盘山县政府全部债务余额 22.79 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），地方政府债务率为 59.50%，债务负担处于适宜水平。

总体来看，近年来盘锦市及盘山县经济平

稳发展，地方可控财力稳步提升，债务负担处于适宜水平，但基金收入均呈下降趋势，给公司业务发展带来一定的不确定性。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，公司注册资本 95892 万元，实收资本 91296 万元，盘山县国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为盘山县唯一的基础设施工程建设投融资主体，负责盘山县专职县域内城乡一体化项目（或新农村建设项目）的投资建设、经营、管理，土地整理开发，道路基础设施建设，绿化工程，房地产开发，物业管理等，具有垄断优势。公司自成立以来，对盘山县黄金村区域的土地进行规划内的综合整理。承担了盘山县黄金村新农村建设项目，通过对该区域整理，完善域内用地布局，盘活土地资源，充分发挥土地的使用价值。

3. 人员素质

公司董事长、总经理王玉杰女士，1982 年出生，本科学历。曾任沈阳新威科办公设备有限公司总经理助理、招商局科员、盘山县经济开发区管委会科员、辽宁北方新材料产业园管委会副部长。现任公司董事长兼总经理。

截至 2013 年底，公司本部员工总数 9 人。其中管理人员占 2 人、生产人员占 7 人；从学历来看，大学本科及以上学历的 6 人、高中中专学历的 3 人；从年龄来看，30 岁以下的 2 人，30~50 岁的 7 人。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的管理经验；员工文化素质符合业务经营需求。

4. 政府支持

(1) 资产注入

2010 年 9 月 28 日，公司系经盘山县人民政府牵头成立，初始注册资本 5000 万元，2010~2013 年，盘山县政府对公司先后注入现金 50096 万元，作为注册资本金，同时将盘

山县甜水乡大台子村 5110 亩土地作价 41200 万元注入实收资本。2014 年 1~3 月，盘山县政府对公司先后注入现金 4596 万元，计入实收资本。

根据盘山县政府《关于对盘山县国有资产经营有限公司划拨土地的决定》（盘县正【2010】156 号），盘山县政府先后将位于盘山县甜水乡的 4032 亩工业用地和盘山县羊圈子 16399 亩工业用地注入公司作为资本性投入补充，会计处理计入资本公积。

根据盘山县政府《关于对盘山县国有资产经营有限公司划拨土地的决定》（盘县正【2010】155 号），位于盘山县区域内太平镇 44 块 2160 亩土地划归公司作为资本性投入补充，会计处理计入资本公积。

根据盘山县政府《关于对盘山县新农村建设有限公司划拨土地的决定》（盘县政【2013】124 号），将盘山北方新材料产业园开发建设有限公司所有的位于盘山县太平镇黄金村 557 亩的土地按账面价值划归公司子公司盘山县新农村建设有限公司，作为资本性投入补充，会计处理计入资本公积。

(2) 财政补助

根据盘山县财政局《关于拨付盘山县国有资产经营有限公司专项用途财政性资金的通知》（盘县财发【2012】150 号和盘县财发【2013】112 号），盘山县财政局于 2012 年和 2013 年向公司拨付专项用途财政性资金 600 万元和 4500 万元，专项用于盘山县市政基础设施建设。

(3) 政策支持

根据盘山县政府出具的《关于盘山县国有资产经营有限公司实施盘山县府南、府西区块基础设施建设项目资金安排的通知》（盘县政【2014】72 号）批文，盘山县政府同意将以募投项目中形成约 10125 亩商业及住宅用地的未来出让收入全部返还公司，作为公司承担该项目的建设投资回报。其中商业开发地块东至 305 国道，西至盘海高速，南至双绕河，北至府前大道。扣除规费和相关平整成本后的土地

净收益逐年返回至公司，作为项目建造成本的补充。

总体看，公司获得盘山县政府支持力度大。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、行政法规的规定，制定了公司章程。根据章程，公司治理结构如下：

公司不设股东会，由股东行使股东会的职权，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司的年度经营预决算方案、修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由5名董事组成，董事是股东代表的由股东委派，是职工代表由公司职工民主选举产生，公司设董事长1名。董事会负责执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预决算等事项。

公司设总经理，总经理对董事会负责，行使以下职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案，制定公司的具体规章等。

公司设监事会，监事会设监事5名，监事是股东代表的由股东委派，是职工代表由公司职工民主选举产生。监事会行使对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者公司董事会会议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

2. 管理水平

公司依据《公司法》、《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

财务管理方面，公司对日常各项费用支

出、工程项目费用支出等资金支出方面做出明确规定。各项经费支出、项目资金支出、资金调动等涉及支出的资金全部由公司经理和执行董事审批，未经审批的，公司财务部一律不得拨出资金。

资金管理方面，公司实行集中统一的资金管理，财务部统一调度和管理公司内的资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高了资金在整个公司内的利用效率。

项目管理方面，公司对工程项目施工、管理部门建立了一系列工程管理制度，有效提高了公司工程建设过程中的各项管理水平，使各项工程建设工作有序进行。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和相关经营管理制度。随着公司进一步发展，公司的管理制度将进一步完善。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要负责开发盘山县城市资源和可经营的城市基础设施领域。目前，公司主要收入来源于土地开发经营，2011~2012年公司进行土地一级开发整理，国土局回收公司土地后，通过招拍挂再返回出让收入方式实现，2013年公司通过土地协议出让方式获得收入。2011~2013年，公司三年主营业务收入分别为2.58亿元、3.16亿元和3.66亿元。

毛利率方面，2011~2013年公司毛利率保持较高水平，2013年受协议出让方式及公司出让土地取得成本较低的影响，公司收入毛利率有较大幅度提升，达到87.16%。

表4 2011-2013年公司主营业务收入及毛利率情况

(单位：万元，%)

项目	2011年	
	收入	毛利率
土地开发经营	25763.58	34.88
项目	2012年	

土地开发经营	收入	毛利率
	31628.26	37.97
项目	2013年	
土地开发经营	收入	毛利率
	36557.40	87.16

资料来源：根据公司审计报告整理

2. 运营模式

运营模式方面，公司收入主要通过两种方式实现，第一，通过公开的招拍挂渠道取得土地使用权，公司拥有的该类土地证照齐全，属于公司的自有合法资产，有权按照自身经营需要进行处置；第二，公司在从事城市基础设施建设过程中，作为经济补偿获得政府无偿划拨的部分储备用地，该部分土地经整理开发并依法出让后，土地出让金按照收支两条线原则上缴财政，扣除开发成本以及相关税费后再由市政府全额拨付给公司。2011~2012 年公司土地开发经营主要是通过土地一级开发整理，由国土局挂牌出让，返回土地出让收入形式完成。

2013 年公司将其在 2010 年通过招拍挂获得的太平镇黄金村 557 亩土地价值 1.46 亿元出让给盘山北方新材料产业园开发建设有限公司。根据盘山县财政局出具的《关于盘山县国有资产经营有限公司缴纳土地出让金的决定》，鉴于太平镇黄金村 557 亩土地需由公司负责支付拆迁补偿款及完成部份基础设施建设，考虑到拆迁补偿及基础设施建设成本，公司按照合同价款的 30%（即 0.45 亿元）缴纳土地出让金，故 2013 年土地开发经营业务毛利率大幅上升。

根据2010年盘山县人民政府下发《关于对盘山县国有资产经营有限公司划拨土地的决定》（盘县政【2010】155号）。根据决定，公司获得盘山县区域内太平镇44块2160亩土地，同时由公司负责对土地进行开发整理，待土地达到预定可出让状态后，公司将协助国土部门履行招拍挂手续。

2011~2012年，公司根据盘山县财政局文件确认收入。公司通过土地一级整理开发获得

土地收益返还2.58亿元和3.16亿元。

2011年，根据盘山县财政局《关于返还盘山县国有资产经营有限公司土地出让收入的决定》（盘县财发【2011】151号），公司开发整理的34宗1275亩土地已通过招拍挂形式对外出让，盘山县财政局返还公司土地出让金2.58亿元，该项收入不计入应纳税所得额。

2012年，根据盘山县财政局《关于返还盘山县国有资产经营有限公司土地出让收入的决定》（盘县财发【2012】132号），公司开发整理的10宗885亩土地已通过招拍挂形式对外出让，盘山县财政局返还公司土地出让金3.16亿元，该项收入不计入应纳税所得额。

2013年，公司将其所有的太平镇557亩住宅用地以总价值3.66亿元出让给盘山北方新材料产业园开发建设有限公司，2013年公司共缴纳税费1.70亿元。

3. 在建项目及未来发展

公司负责府南、府西区基础设施建设项目（本次债券募投项目），建设内容包括道路建设以及与之配套的室外给水工程、电力工程、市政绿化工程、电信工程以及区内建（构）物拆除、区内场地地块平整工程等基础设施工程，但尚处于计划阶段，尚未形成收入。

根据盘山县“十二五”规划，公司将继续承担盘山县土地一级开发及基础设施建设，同时公司子公司盘山县新农村建设有限公司将专职县域内城乡一体化项目（或新农村建设项目）的投资建设、经营、管理，土地整理开发，道路基础设施建设，绿化工程，房地产开发和物业管理等。

总体看，公司负责建设区域较广，投资规模较大，公司未来的资金需求不断增加，公司存在一定对外融资的需求，且未来债务规模将呈上升趋势。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙人）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

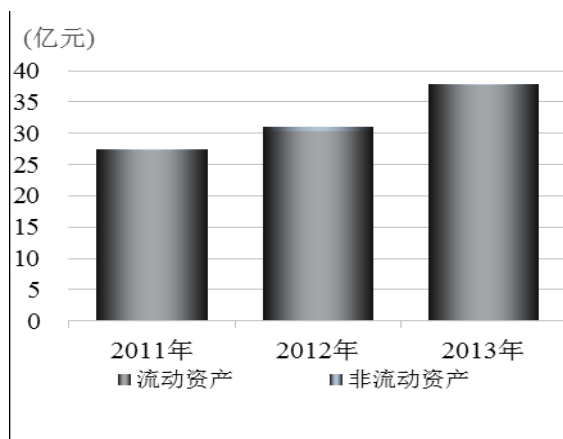
从报表合并范围方面，2012年，公司出资设立盘锦县新农村建设有限公司，故将其纳入合并范围。整体看，公司财务可比性强。

截至2013年底，公司资产总额37.85亿元，所有者权益34.42亿元；2013年度公司实现营业收入3.66亿元，利润总额1.95亿元。

2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额保持稳定增长，年复合增长17.34%，主要来自预付款项、其他应收款及存货增加所致。截至2013年底，公司资产构成中流动资产37.65亿元，占资产总额的比重为99.46%；公司非流动资产占资产总额的比重为0.54%。公司资产构成以流动资产为主。

图1 2011~2013年公司资产构成情况



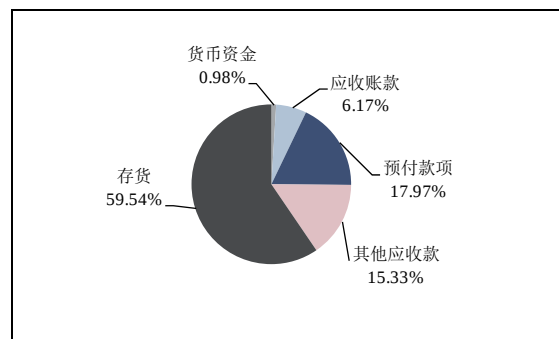
资料来源：根据公司财务报表整理

流动资产

2011~2013年，公司流动资产年均复合增长17.41%，主要由于公司预付款项、其他应收款和存货增长所致；截至2013年底，公司流动资产合计37.65亿元，主要由存货（占

59.54%）、预付款项（占17.97%）、其他应收款（占15.33%）和应收账款（占6.17%）构成。

图2 2013年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报表整理

2011~2013年，公司货币资金波动中快速增长，年均复合增长88.31%；截至2013年底，公司货币资金为0.37亿元，较2012年底增加0.36亿元，公司货币资金构成主要是银行存款（占99.97%），货币资金规模小。

2011~2013年，公司应收账款呈波动下降趋势，年均复合下降3.72%；截至2013年底，公司应收账款为2.32亿元，同比下降51.81%，主要为2013年盘山县财政局还款2.56亿元所致；从集中度上看，公司应收账款全部为应收盘山县财政局款项，集中度较高；从账龄上看，1年以内的占0.77%，1~2年的占99.23%，公司账龄较为集中，计提坏账准备比例为2.00%。公司应收账款欠款单位为政府部门，风险较小，计提比例较为合理。

2011~2013年，公司预付款项持续快速上升，年均复合增长104.10%。截至2013年底，公司预付款项为6.77亿元，同比增长212.61%，主要系2013年公司支付盘山县项目动迁安置办公室拆迁补偿款2.10亿元、预付盘山县建业安装工程总公司第一工程处工程款1.12亿元所致；公司预付款项主要为预付工程款以及拆迁补偿款。

2011~2013年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长66.40%。截至2013年底，公司其他应收款为5.77亿元，同比增长33.11%，主要是与盘山县财政局（占86.93%）

和盘锦华垒房地产开发有限公司（占 13.03%）项目往来款，集中度较高；按账龄分析，1 年以内的占 51.42%，1 至 2 年的占 36.02%，2 至 3 年的 12.56%，计提坏账准备 0.12 亿元。

2011~2013 年，公司存货波动中略有增长，年均复合增长 3.34%。截至 2013 年底，公司存货 22.41 亿元，同比增长 18.08%，主要系 2013 年政府注入土地资产所致所致；存货构成以开发成本（土地）为主（占 99.12%），划拨土地占比高；其中 340.67 万平方米、金额 4.12 亿元的土地为相关企业银行贷款提供担保抵押给银行。

表 5 2013 年底公司存货中土地情况
(单位：万平方米、万元)

	用地类型	使用权类型	面积	金额
1	商住用地	出让	6.67	6557.40
2	商住用地	出让	6.67	6557.40
3	商住用地	出让	6.03	5934.42
4	商住用地	出让	4.67	4590.18
5	商住用地	出让	6.20	6098.38
6	商住用地	出让	6.93	6819.62
7	工业	划拨	90.91	11000.11
8	工业	划拨	54.00	6533.93
9	工业	划拨	126.18	15267.84
10	工业	划拨	69.58	8418.88
11	工业	划拨	167.93	17800.33
12	工业	划拨	199.46	21142.46
13	工业	划拨	234.27	24832.60
14	工业	划拨	240.96	25541.63
15	工业	划拨	250.64	26567.90
16	工业	划拨	27.91	2958.95
17	工业	划拨	186.23	19740.20
18	工业	划拨	54.66	5793.91
	合计		1739.90	222156.15

资料来源：公司提供。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年均复合增长 7.03%。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 0.20 亿元，主要由长期股权投资（占 12.33%）、固定资产（占 4.80%）和无形资产

（占 82.87%）构成。

2013 年，公司新增长期股权投资 250.00 万元，为盘锦市政府国有资产监督管理委员会无偿转让给公司的益海嘉里（盘锦）粮油工业有限公司股份。截至 2013 年底公司长期股权投资为 250.00 万元。

公司固定资产规模较小，2011~2013 年分别为 0.23 万元、130.22 万元和 97.29 万元。公司固定资产主要以运输工具和通用设备为主，2013 年底固定资产原值 138.50 万元，累计折旧 41.21 万元，固定资产成新率为 70.25%。

2011~2013 年，公司无形资产年均复合增长-2.56%。截至 2013 年底，公司无形资产 1679.93 万元，同比下降 77.68%，主要系公司撤回对子公司盘山县新农村建设有限公司的土地使用权投资所致。

总体看，近三年公司资产规模稳步增长，其中流动资产占比高，主要以存货为主，资产流动性差，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 16.53%。截至 2013 年底，公司所有者权益 34.42 亿元，主要由实收资本、资本公积以及未分配利润构成，分别占 26.53%、63.14%和 10.24%。其中实收资本 9.13 亿元，同比增加 2.19 亿元，主要为股东注入现金以增加注册资本；资本公积 21.77 亿元，同比增加 3.15 亿元，主要为股东划拨的土地资产。总体看，公司所有者权益稳定性较好，但质量一般。

负债

2011~2013 年，公司负债规模波动中快速增长，年均复合增长 26.61%，从负债结构来看，流动负债占 56.27%，非流动负债占 43.73%，以流动负债为主。

流动负债方面，2011~2013 年，受预收款项减少影响，公司流动负债年均复合增长-5.02%。截至 2013 年底，公司流动负债 1.93

亿元，主要由应交税费（占 29.56%）和其他应付款（占 70.44%）构成。

2011~2013 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.22%。截至 2013 年底，公司其他应付款为 1.36 亿元，同比增长 25.86%，主要为应付盘锦华玺房地产开发有限公司工程款以及黄金村购房款，合计占 97.20%。按账龄分析，公司其他应付款 1 年以内的和 2-3 年的分别占 43.57%、56.43%。

2011~2013 年，公司预收款项波动较大，三年分别为 1.00 亿元、4.00 亿元和 0.00 亿元。截至 2012 年底，公司预收款项同比大幅增加 3.00 亿元，主要为公司将土地出让收入计入该科目所致；截至 2013 年底，公司预收款项为 0，主要系公司将土地出让收入 3.00 转出计入营业收入，另有 1.00 亿元预收款项退回所致。

2011~2013 年，公司应交税费大幅增加，主要是因为应交企业所得税和营业税大幅增加所致。

非流动负债方面，截至 2013 年底，公司非流动负债 1.50 亿元，全部为长期借款（具体为保证借款）。

2011~2013 年，公司有息债务全部为长期借款。截至 2013 年底公司全部有息债务 1.50 亿元。

图 3 2011~2013 年公司债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

从负债指标看，2011~2013 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率呈上升趋势，但整体债务负担仍很轻。截

至 2013 年底公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 9.06%、4.18%和 4.18%。

总体看，公司整体债务负担轻，以长期债务为主。

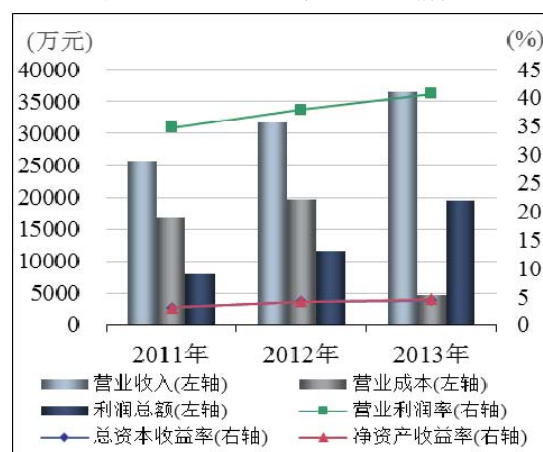
4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于土地开发经营收入。2011~2013 年，公司营业收入年均复合增长 19.12%，2013 年公司实现营业收入 3.66 亿元，同比增长 15.58%，主要系土地出让收入返还增长所致。

期间费用方面，2011~2013 年，公司期间费用分别占主营业务收入的 0.32%、0.34%、0.35%，公司期间费用控制能力较强；从期间费用结构看，主要由管理费用构成。公司财务费用较低，主要由于公司债务本息主要由政府财政偿还。

此外，补贴收入是公司利润的一个重要来源。公司 2011~2013 年公司补贴收入分别为 0 元、600 万元和 4500 万元，主要为盘山县财政局拨付的专项用途财政性资金。

图 4 2011~2013 年公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

从盈利能力指标看，近三年，公司营业利润率整体呈持续上升趋势，2013 年为 40.74%，主业盈利能力较强。2011~2013 年，由于公司净利润波动中持续增长，公司总资本收益率和净资产收益率持续上升，三年均值分别为

4.08%和 4.18%；2013 年，上述比率分别为 4.39%和 4.59%。受公司经营职能所限，公司总资本收益率及净资产收益率较低，但与公司所属行业经营特征相符合。

5. 现金流

经营活动流入方面，2011~2013 年，公司经营现金流入量波动增长，三年分别为 4.91 亿元、3.88 亿元、5.08 亿元。2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.81 亿元，同比下降 26.16%，主要由于 2012 年公司已预收部份土地开发经营收入所致。2011~2013 年，现金收入比分别为 39.51%、120.15%、76.75%，公司收现质量一般。2013 年公司收到其他与经营活动相关的现金 2.27 亿元，主要为暂收黄金村购房款 0.55 亿元及与盘山县国有资产管理委员会办公室、盘山县财政局的往来款项。近三年，公司经营活动现金流出量持续增长，分别为 6.48 元、4.42 亿元、7.33 亿元，主要由购买商品接受劳务支付的现金和公司支付其他与经营活动相关的现金构成。近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 2.09 亿元、0.54 亿元和 3.82 亿元，该项现金流公司主要为土地开发整理支出；近三年，公司支付其他与经营活动有关的现金主要包括各年的管理费用等往来款。近三年，公司经营活动现金净流量分别为-1.57 亿元、-0.54 亿元和-2.26 亿元。

投资活动方面，公司没有投资活动现金流入；投资活动现金流出用于购建固定资产、无形资产支付的现金，2011~2013 年，公司投资活动净流量分别为-0.18 亿元、-0.01 亿元和-0.88 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自吸收投资、取得借款收到的现金。其中，2013 年公司吸收投资收到的现金为 2.19 亿元，主要为盘山县国有资产管理委员会办公室投资款；取得借款收到的现金 1.50 亿元。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.85 亿元、0.46 亿元、3.50 亿元。

总体看，公司的运营模式决定公司土地开发的前期资金投入较大，考虑公司未来投资规模大，公司对外融资依赖较强。

6. 偿债能力

从短期债务指标来看，公司流动比率波动上升、速动比率持续上升，三年均值为 1484.40%和 548.61%，2013 年底分别为 1950.24%和 789.12%，主要由于公司流动负债波动下降所致。且公司流动资产大多为预付账款、其他应收款和存货，变现能力较差。近三年，经营现金流动负债比均为负值，经营活动产生的现金净流量对公司流动负债不具有保障能力。考虑到公司暂无短期有息债务，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2011~2013 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 0.00 倍、0.00 倍和 0.77 倍。受公司经营模式影响，公司经营性指标对全部债务和利息的保障能力一般，但考虑到盘山县财政实力不断增强，政府对公司支持力度较大，公司有望获得持续稳定的财力支持和资产注入。总体看，公司整体偿债能力正常。

截至 2013 年底，公司对外担保余额 2.35 亿元，担保比率为 6.83%，主要系对盘锦建设投资有限公司（2.00 亿元）和盘山县城市建设投资有限公司（0.35 亿元）提供的担保，目前上述企业均正常运营；考虑到公司资本公积主要为土地资产，流动性较弱，剔除资本公积后公司对外担保金额占所有者权益的比重为 18.57%，担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2013 年底，公司获得银行授信总额 2.40 亿元，已使用额度 2.40 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201404210029737389），

截至 2014 年 4 月 21 日，公司无违约记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近年来，盘山县财政实力稳步增强，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为盘山县开发建设的主体，在土地资产注入、财政补贴等方面获得政府支持力度较大，未来随着城市经济的发展，公司有望保持稳定增长。

总体看，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 6 亿元，为 2013 年底公司长期债务及全部债务的 4 倍，对公司现有债务有影响很大。

2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 9.06% 和 4.18%，以公司 2013 年底报表财务数据为基础，预计本期公司债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 21.51% 和 17.89%，公司债务负担大幅加重，但处于合理区间内。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 0.80 亿元、1.16 亿元和 1.96 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.13 倍、0.19 倍和 0.33 倍。本期债券本金自存续期内第 3 年起至第 7 年分期等额偿还，每年待偿还金额为 1.20 亿元。2011~2013 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.66 倍、0.97 倍和 1.63 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度一般。

2011~2013 年，公司经营活动的现金流入量分别为 4.91 亿元、3.88 亿元和 5.08 亿元，为本期债券发行额度 0.82 倍、0.65 倍和 0.85 倍；对每年待偿还本金的保障倍数分别为 4.10 倍、3.23 倍和 4.23 倍，公司经营活动现金流入

量对每年待偿还本金保障程度尚可。2011~2013 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -1.57 亿元、-0.54 亿元和 -2.26 亿元，公司经营活动现金流量净额对本期债券无保障能力。

总体看，公司 BEITDA 对本期公司债券分期等额待偿还金额保障程度一般，经营活动现金流入量对本期公司债券分期等额待偿还金额保障程度尚可，考虑到地方政府对公司的各项支持，提升了公司对本期公司债券的偿付能力。

十、债项保护条款分析

1. 资金偿债来源

盘山县人民政府对本次募投项目未来资金偿债来源给予了支持。盘山县人民政府就募投项目中实施盘山县府南、府西区块基础设施建设项目进行专项资金安排。

根据《关于盘山县国有资产经营有限公司实施盘山县府南、府西区块基础设施建设项目资金安排的通知》（盘县政【2014】72 号），盘山县政府委托公司承担该府南、府西区块基础设施建设项目投资建设任务，为缓解公司资金筹措压力，保障公司的持续发展能力和该项目的顺利开展，政府将推行土地保障模式，即通过将项目投资与土地出让收入直接挂钩，给予公司项目资金安排。

经初步测算，项目完工后将形成约 10125 亩商业及住宅用地。其中商业开发地块东至 305 国道，西至盘海高速，南至双绕河，北至府前大道。

盘山县人民政府同意将上述地块的未来出让收入全部返还公司，作为公司承担该项目建设投资回报。参考上述地块周边已出让的商住用地《国有建设用地使用权出让合同》，商住用地每平方米出让价格为 484.45 元。不考虑未来土地价格上涨因素，预计本项目土地出让价格至少可达到商住用地 484.45 元/平方米。

在建设期当年开始出让,按65%的销售率测算,项目可取得土地出让总收入约21.25亿元。根据相关文件,土地出让净收益应为土地出让总收入一次扣除国有土地收益基金、财政部上缴中央和省的新增建设用地有偿使用费等费用,国有土地收益基金按土地出让总收入的4%计取,建设用地有常使用费按20元/平方米计取,扣除政策要求上缴的相关税费后,上述地块预计可实现出让净收入约30.76亿元,将全额返还至公司。

综上所述,该项目开发建设总投资为21.45亿元,项目建成后,公司可获得土地出让净收益和财政贴息共计30.76亿元,可以有效覆盖项目投资,确保公司项目投资收回并获取一定的收益,同时考虑到土地市场景气度下行,公司未来收益存在一定不确定性。

2. 债券偿债资金专户监管

公司在中国邮政储蓄银行股份有限公司盘锦市分行设立了募集资金以及偿债资金专项账户,聘请中国邮政储蓄银行股份有限公司盘锦市分行作为专项账户的监管银行,并与其签订了《2014年盘山县国有资产经营有限公司企业债券募集资金使用和偿债资金专项账户监管协议》,协议做出以下规定。

公司对本期债券募集资金设立专项监管账户,并委托盘锦市发展和改革委员会和监管银行对该账户进行监管。募集资金监管账户设立后,公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金监管账户。公司应当按照国家发展改革委批准的债券募集说明书中说明的用途使用债券募集资金,制定资金使用拨付计划,逐笔向盘锦市发展和改革委员会提交债券募集资金使用清单及提供拟付款凭证;盘锦市发展和改革委员会对照经批准的募集资金使用方向,签署资金拨付意见;监管银行应按照国家发展改革委书面同意的公司通知中载明的金额,按照募集说明书要求,向用途指定的收款方拨付资金。

同时,公司在监管银行开立偿债资金账户,专项用于本期债券偿债资金的归集和本期债券的还本付息,由监管银行对该账户资金的归集和使用进行监管;公司应于每年的债券付息日或本金兑付日前十个工作日将还本付息的资金及时划付至偿债账户,以保证该账户的余额不低于债券当期还本付息金额;偿债资金账户资金优先用于债券还本付息。监管银行应对偿债资金账户中当期还本付息金额以内部分的资金予以冻结,专项用于债券还本付息。

3. 本期债券增信担保

本期债券由盘锦建投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2011~2013年盘锦市财政收入波动增长,2013年,盘锦市本级实现可控财力80.19亿元,较上年的98.70亿元下降18.76%,其中,一般预算收入占比54.25%、基金收入占比15.98%、上级补助收入占比29.77%,一般预算收入占比高,但受政府性基金收入规模下降影响,地方财政收入有所下降。

盘锦建投作为盘锦市重大项目和城市基础设施建设投融资、公用事业及相关国有资产的经营管理主体,在财政补助、政策支持和资产注入等方面获得盘锦市政府的大力支持。

2011~2013年,盘锦建投 EBITDA 分别为 4.37 亿元、3.44 亿元和 5.16 亿元,分别为本期债券拟发行额度的 0.73 倍、0.57 倍和 0.86 倍。本期债券本金自存续期内第 3 年起至第 7 年分期等额偿还,每年待偿还金额为 1.20 亿元。2011~2013 年,盘锦建投 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 3.64 倍、2.87 倍和 4.30 倍,EBITDA 对每年待偿还本金保障程度尚可。

2011~2013年,盘锦建投经营活动的现金流入量分别为20.40亿元、15.01亿元和53.93亿元,为本期债券发行额度3.40倍、2.50倍和8.99倍;本期债券本金自存续期内第3年起至第7年等额偿还,每年待偿还金额为1.20亿元。2011~

2013年，盘锦建投经营活动现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别为17.00倍、12.50倍和44.94倍，盘锦建投经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障程度较好。2011~2013年，盘锦建投经营活动现金流量净额分别为2.84亿元、6.68亿元和4.27亿元，为本期债券发行额度0.47倍、1.11倍和0.71倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为2.37倍、5.57倍和3.56倍，盘锦建投经营活动现金流量净额对每年待偿还本金保障程度尚可。

经联合资信评定，盘锦建投主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。盘锦建投担保实力较强，同时获得盘锦市政府的大力支持，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

十一、 结论

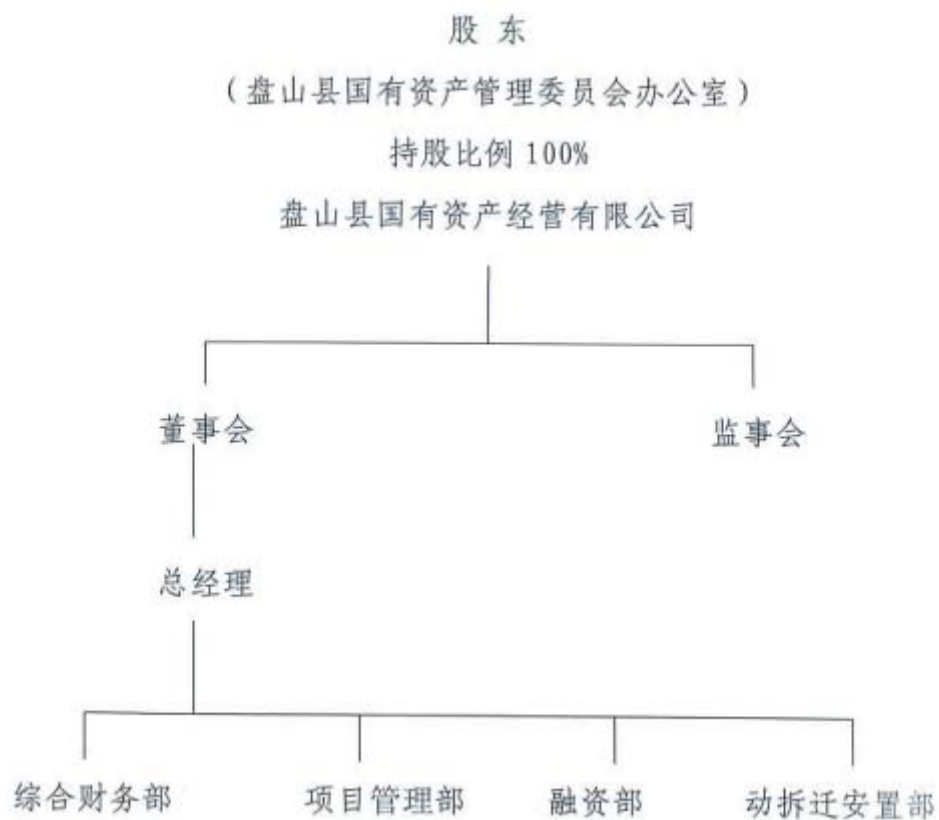
公司作为盘山县城市基础设施的唯一建设主体，在土地注入、财政补贴等方面获得盘山县政府对公司的全力支持，具有区域垄断地位。

近年来，盘山县经济持续稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。未来随着盘山县基础设施建设进程的加快，经营前景良好。

本期债券提前分期偿还本金将有助于减轻公司集中偿付压力；公司设置了债券偿债资金专户，有助于保障本期债券本息偿还，公司获得盘锦建投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，盘锦建投主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。盘锦建投担保实力较强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.10	0.01	0.37
资产总额(亿元)	27.49	31.08	37.85
所有者权益(亿元)	25.35	27.50	34.42
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	0.00	0.00	1.50
全部债务(亿元)	0.00	0.00	1.50
营业收入(亿元)	2.58	3.16	3.66
利润总额(亿元)	0.79	1.15	1.95
EBITDA(亿元)	0.80	1.16	1.96
经营性净现金流(亿元)	-1.57	-0.54	-2.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.06	0.86	1.02
存货周转次数(次)	0.16	0.10	0.02
总资产周转次数(次)	0.19	0.11	0.11
现金收入比(%)	39.51	120.15	76.75
营业利润率(%)	34.75	37.89	40.74
总资本收益率(%)	3.13	4.20	4.39
净资产收益率(%)	3.13	4.20	4.59
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	4.18
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	4.18
资产负债率(%)	7.78	11.52	9.06
流动比率(%)	1276.30	846.73	1950.24
速动比率(%)	295.38	316.57	789.12
经营现金流动负债比(%)	-73.32	-15.16	-116.84
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.00	0.77
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.82	0.65	0.85
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.26	-0.09	-0.38
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.13	0.19	0.33

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+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%
本期债券偿债能力	
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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(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

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 4 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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 盘山县国有资产经营有限公司 2015 年度 6 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期企业债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

盘山县国有资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。盘山县国有资产经营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，盘山县国有资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注盘山县国有资产经营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现盘山县国有资产经营有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如盘山县国有资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送盘山县国有资产经营有限公司、主管部门、交易机构等。

