

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 994 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确认维持盘山县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15盘山债”债券AA的信用等级。

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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

盘山县国有资产经营有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 盘山债	6 亿元	2015/01/21-2022/02/21	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	0.01	0.37	0.22
资产总额(亿元)	31.08	37.85	42.40
所有者权益(亿元)	27.50	34.42	36.02
长期债务(亿元)	0.00	1.50	2.40
全部债务(亿元)	0.00	1.50	2.40
营业收入(亿元)	3.16	3.66	1.92
利润总额(亿元)	1.15	1.95	0.48
EBITDA(亿元)	1.16	1.96	0.48
经营性净现金流(亿元)	-0.54	-2.54	-2.01
营业利润率(%)	37.89	40.74	12.33
净资产收益率(%)	4.20	4.59	1.32
资产负债率(%)	11.52	9.06	15.03
全部债务资本化比率(%)	--	4.18	6.25
流动比率(%)	846.73	1950.24	1061.92
全部债务/EBITDA(倍)	--	0.77	4.95
经营现金流负债比率(%)	-15.16	-131.41	-50.70

分析师

王治 车驰

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

盘山县国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)作为盘山县城市基础设施建设的唯一主体,在跟踪期内,在资产注入、财政补贴等方面获得盘山县政府较大支持。同时经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司收入规模下降,其他应收款保持增长,对公司资金形成占用及未来投资规模较大带来的不利影响。

跟踪期内,盘山县经济保持稳定增长,为公司发展提供了良好外部环境。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。

“15 盘山债”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,可有效增强存续债券的保障能力。

基于以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定,并维持“15 盘山债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,盘锦市经济平稳发展,政府财力稳步提升,为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为盘山县城市基础设施建设的唯一主体,业务具有区域垄断性。跟踪期内,公司在资产注入、财政补贴等方面获得盘山县政府的有力支持。
3. 公司“15 盘山债”由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. 跟踪期内，盘山县政府债务负担加重。
2. 跟踪期内，公司土地开发经营未形成收入，营业利润率大幅下降，主要来源于财政补贴。
3. 随着公司未来投资规模扩大，未来融资需求较大，未来债务将呈上升趋势。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

根据有关要求,按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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2014年底,公司注册资本105092万元,实收资本102592万元,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2014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3家。

截至2014年底,公司资产总额42.40亿元,所有者权益36.02亿元;2014年度公司实现营业收入1.92亿元,利润总额0.48亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表

现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元,比上年增加11449亿元,增长8.2%。其中,中央本级支出22570亿元,比上年增加2098亿元,增长10.2%;地方财政支出129092亿元,比上年增加9351亿元,增长7.8%。

2014年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本

高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。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，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。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。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”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。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014 年 10 月初，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“《43 号文》”)。《43 号文》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：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定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；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，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；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《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》”)，《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债

务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②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，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；③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。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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督管理的全程监控，将成为新趋势。同时，“十二五”将是水利投资和建设的重要时期，行业将面临大规模水利建设任务，水利基础设施工程将进入大规模建设的高峰期，水利工程施工行业面临着广阔的市场和前所未有的发展机遇。

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 2014 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，初步核算，全年地区生产总值 1304.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%。其中，第一产业增加值 114.6 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 739.3 亿元，增长 5.8%，第三产业增加值 450.0 亿元，增长 7.2%。三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为 8.8%、56.7%和 34.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值，比上年增长 5.9%。在规模以上工业中，石油和天然气开采业下降 0.1%，石油加工业增长 2.8%，化学原料和化学制品制造业增长 7.5%，专用设备制造业增长 6.7%；在固定资产投资中，第一产业投资 4.6 亿元，比上年增长 18.1%；第二产业投资 521.9 亿元，比上年下降 6.7%；第三产业投资 630.9 亿元，比上年增长 9.9%。工业投资 526.1 亿元，比上年下降 8.3%。全年基础设施建设完成投资 299.7 亿元，比上年增长 0.7%。全市园区完成投资 295.9 亿元，比上年下降 2.5%；在公用事业方面，电力、燃气及水的生产和供应业投资 44.6 亿元，比上年增长 16.0%；交通运输、仓储和邮政业投资 175.1 亿元，比上年下降 17.1%；卫生和社会工作投资 0.3 亿元，比上年下降 94.6%；水利、环境和公共设施管理业投资 85.6 亿元，比上年增长 78.7%；

盘锦市财政收入及地方政府债务水平

2014 年，盘锦市本级政府实现可控财力 148.14 亿元，较上年的 144.62 亿元增长 2.43%，其中，一般预算收入占比 29.67%、基金收入占

比52.20%、上级补助收入占比16.40%，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，2014年盘锦市本级地方一般预算收入为43.95亿元，较上

年增长1.01%，其中税收收入36.73亿元（占83.57%）、非税收收入7.22亿元（占16.43%）；基金收入为77.33亿元，较上年增长7.15%，其中土地出让金71.16亿元（占92.80%）。

表1 盘锦市本级财政收入统计表（单位：亿元、%）

科目	2012年	2013年	2014年	复合增长率
地方可控财力	138.12	144.62	148.14	3.56
一般预算收入	43.37	43.51	43.95	0.67
税收收入	34.02	35.60	36.73	3.91
非税收入	9.35	7.91	7.22	-12.19
基金收入	66.66	72.17	77.33	7.71
土地出让金	65.84	71.29	71.76	4.40
其他	0.82	0.88	0.88	3.59
上级补助收入	29.10	23.09	24.30	-8.62
返还性收入	2.00	2.10	2.10	2.47
一般性转移支付	12.00	4.10	14.03	9.16
专项转移支付	15.00	7.70	8.00	-26.97

资料来源：盘锦市财政局

地方政府债务方面，截至2014年底，盘锦市政府直接债务余额181.00亿元，担保债务余额1.64亿元，盘锦市政府全部债务余额181.82亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），2014年盘锦市全口径地方综合财力为286.61亿元，地方政府债务率为63.44%，债务负担一般。

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。

2014年，盘山县本级实现可控财力38.10亿元，较2013年盘山土地出让基金收入和上级补助收入有所下滑。其中，一般预算收入占比56.38%、基金收入占比16.04%、上级补助收入占比27.58%，总体来看，地方财政收入稳定性一般。

从公共财政预算收入情况看，2014年盘山县地方一般预算收入为21.48亿元，较上年增长2.11%。其中税收收入14.01亿元（占65.22%）、非税收收入7.47亿元（占34.78%）。

表2 盘山县本级财政收入统计表（单位：万元）

科目	2012年	2013年	2014年	复合增长率
地方可控财力	401747	382162	381022	-2.61
一般预算收入	195483	210385	214815	4.83
税收收入	137987	145261	140097	0.76
非税收入	57496	65124	74718	14.00
基金收入	88274	63446	61128	-16.78
土地出让金	85277	61217	58065	-17.48
其他	2997	2229	3063	1.10
上级补助收入	117990	108331	105079	-5.63
返还性收入	5150	5150	5159	0.09
一般性转移支付	43041	46362	48573	6.23
专项转移支付	69799	56819	51347	-14.23

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 12 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	417888.82	（一）地方一般预算本级收入	214815.00
1.外国政府贷款		1.税收收入	140097.00
2.国际金融组织贷款	39.63	2.非税收入	74718.00
（1）世界银行贷款	39.63	（二）转移支付和税收返还收入	105079.00
（2）亚洲开发银行贷款		1.一般性转移支付收入	48573.00
（3）国际农业发展基金会贷款		2.专项转移支付收入	51347.00
（4）其他国际金融组织贷款		3.税收返还收入	5159.00
3.国债转贷资金	250.91	（三）国有土地使用权出让收入	59297.00
4.农业综合开发借款		1.国有土地使用权出让金	58065.00
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	290012.50	3.农业土地开发资金	1232.00
（1）政府直接借款	290012.50	（四）预算外财政专户收入	1009.00
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		（五）其他基金收入	1831.00
7.债券融资	3253.00		
（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	3253.00		
8.粮食企业亏损挂账			
9.向单位，个人借款			
10.拖欠工资和工程款	124332.79		
11.其他			
（二）担保债务余额			
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			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	417888.82	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）+（五）	382031.00
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			109.39%

资料来源：盘山县财政局

地方政府债务方面，截至 2014 年底，盘山县政府没有担保债务，盘山县政府全部债务余额（直接债务余额+担保债务余额*50%）均为直接债务余额，为 41.79 亿元。地方政府债务率为 109.39%，债务负担过重。

总体来看，近年来盘锦市经济平稳发展，地方可控财力稳步提升，债务负担处于适宜水平；盘山县地方可控财力有所下降，债务负担较高，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 2014 年底，公司注册资本 105092 万元，实收资本 102592 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建设投融资主体，负责盘山县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2014年底,公司本部员工总数9人。其中管理人员2人、生产人员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

2014年,根据盘山县政府《关于同意增加盘山县国有资产经营有限公司注册资本金的批复》(盘县政【2014】99号)和《关于增加盘山县国有资产经营有限公司注册资本金的批复》(盘县政【2014】266号),盘山县政府分别注入公司资本金4596万元和1700万元;同时出资设立盘山县国泰建筑工程有限公司和盘山县国盛房地产有限公司,注册资金分别为3000万和2000万元,据以公司实收资本增加11296万元。

(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【2014】25号),盘山县财政局于2014年10月17日向公司拨付专项用途财政性资金3500万元,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“15盘山债”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较大,且持续。

六、管理分析

跟踪期内,公司人员安排和管理体制未发生变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司营业收入主要构成包括土地开发经营收入和工程项目施工收入。2014年公司实现营业收入1.92亿元,较2013年下降47.55%,主要系公司营业收入全部来源于保障房项目代建收入,土地尚在开发整理,未形成收入。

表4 2012-2014年公司营业务收入及毛利率情况

(单位:万元,%)

项目	2012年	
	收入	毛利率
土地开发经营	31628.26	38%
项目	2013年	
	收入	毛利率
土地开发经营	36557.40	41%
项目	2014年	

工程项目施工	收入	毛利率
	19173.58	13%

资料来源：根据公司审计报告整理

土地开发经营

公司于2011年4月通过招拍挂方式取得坐落在盘山县黄金村，临近新县城政府办公区，属新县城黄金地段土地。随着新县城开发建设，配套设施不断齐备，地价也不断上涨，因此利润较大，2012~2013年公司营业收入分别为3.16亿元和3.66亿元，毛利率分别为38%和87.16%，2013年毛利率高主要系未核算土地开发经营税金，根据2015年5月公司提供的《盘山县国有资产经营有限公司土地转让收入毛利率变动说明》，将土地开发经营税金1.70亿元计入成本，毛利率调整至41%。

工程项目施工

公司自2011年进行工程项目施工建设，2014农垦佳苑保障房性住房工程已竣工，并确认收入。工程项目主要还包括凤凰桥桐轩小区建设项目、曙光九年一贯制学校项目、府南区块路网工程建设项目、府西区道路建设项目，体现在“存货”中“开发成本科目”。其中农垦佳苑小区中保障房性住房工程，包括公共租赁住房150套，廉租住房150套，农垦职工住房1848套，建筑面积17.87万平方米，住宅套数2148套。估算总投资27000万元，项目计划建设期三年；凤凰桥桐轩小区建设项目包括凤凰桥桐轩保障房及配套的道路、绿化、硬质铺装、给排水管线、供热管线、燃气管线、小区道路照明等工程，估算总投资44575万元，项目假话建设期三年；曙光九年一贯制学校项目包括小学部12510平方米、初中部13310平方米、食堂4522平方米、师生公寓4781平方米、风雨草场1116平方米、门卫及警卫室72平方米，估算总投资额14000万元，项目计划建设期两年；府南区块路网工程建设项目包括8条道路，总路长7799米。其中3条主干道、1条次干道和4条支路。建设内容包括8条道路的路面工程、人行道工程及配套排水、路灯和绿化工程。估算

总投资20557万元，项目计划建设期两年；府西区道路建设项目包括7条道路的路面工程、人行道工程及配套的排水、路灯和绿化工程，估算总投资30296万元，项目计划建设期三年。

2014底，农垦佳苑保障性住房项目已竣工，实现收入1.92亿元，回购款项尚未到账。

2. 运营模式

土地开发经营

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。运营模式方面，公司收入主要通过两种方式实现，第一，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；第二，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。

2011~2013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，并返还公司土地开发收益，公司分别确认收入2.58亿元、3.16亿元和3.66亿元，截至2015年3月底，上述款项实际到账9.06亿元，尚有0.34亿元未返还；2014年，未实现土地开发经营收入。

工程项目施工

运营模式方面：根据公司与盘山县政府签订的《盘山新县城农垦佳苑保障性住房投资建设与转让收购协议书》和《盘山新县城建项目建设与收购协议书》，盘县政府将上述协议所列工程委托公司投资建设，建设完工后由盘山财政局收购，并支付项目投资收益和管理费。项目投资收益和管理费分别按项目实际投资额的10%和5%计算。实际中，项目投资资金由公司自筹和施工方垫资，或由公司申请盘山县政府划拨资金。项目竣工后，公司当年确认收

入，政府按上述协议书完成回购。

盘山新县城农垦佳苑保障性住房投资建设，即农垦佳苑小区中保障房性住房工程由政府已竣工，并由政府完成回购；盘山新县城建设项目包括凤凰桥桐轩小区建设项目、曙光九年一贯制学校项目、府南区块路网工程建设项目、府西区道路建设项目自项目全部竣工后第二年起向公司支付代建投资额的20%的工程款（预计2016年起，实际支付日期以工程竣工的时间为准），连续支付五年。

3. 在建项目及未来发展

根据盘山县政府规划，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。

公司负责府南、府西区基础设施建设项目（“15盘山债”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，目前尚处于建设阶段，尚未竣工，未形成

收入。

目前，公司主要在建项目包括农垦佳苑保障房配套工程、盘山县曙光九年一贯制学校项目（一期）、盘山县府南区块路网工程建设项目、盘山县府西区块道路建设项目、盘山县商网建设项目，体现在“存货”中“开发成本”科目。农垦佳苑保障房配套工程主要以自筹资金为主，总投资额8989.30万元，截至2014年底已投资7500.00万元，项目正处于进行绿化等收尾阶段；盘山县曙光九年一贯制学校项目（一期）主要以自筹资金为主，总投资额14000.00万元，截至2014年底已投资6380.00万元，项目正在进行内部装饰和外网配套工程建设；盘山县府南区块路网工程建设项目主要以发债募集资金和自筹资金为主，总投资额20557.00万元，截至2014年底已投资17473.00万元，项目基本竣工；盘山县府西区块道路建设项目主要以发债募集资金和自筹资金为主，总投资额30296.00万元，截至2014年底已投资9876.00万元，府南二路、经四路工程基本竣工，正在进行其它五条道路的建设；盘山县商网建设项目主要自筹资金为主，总投资额2000.00万元，截至2014年底已投资2000.00万元，正在办理土地招拍挂和项目开工前的前期手续。

表 5 公司主要在建项目和拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2014年底已投资	2015年计划投资	2016年计划投资	2017年计划投资	2018年计划投资
在建项目						
农垦佳苑保障房配套工程	8989	7500	1489			
盘山县曙光九年一贯制学校项目（一期）	14000	6380	7620			
盘山县府南区块路网工程建设项目	20557	17473	3084			
盘山县府西区块道路建设项目	30296	9876				
盘山县商网建设项目	2000	2000				
盘山县甜水农场土地复垦项目	3000	3000				
拟建项目						
盘山县黄金村新农村建设项目	40762					
2015年棚户区改造项目	132351	0	15000	50000	50000	17351
盘山县生态养生养老社区建设项目	78571	0	25000	40000	13571	
盘山县中心城区新建停车场建设项目	28570	0	10000	12000	4570	
合计	359097	46229	62193	102000	68141	17351

资料来源：公司提供

总体看，公司负责建设区域较广，投资规模较大，在建项目和拟建项目总投资35.91亿元，截至2014年底已投资4.62亿元，其中盘山县黄金村新农村建设项目投资计划尚未确定。公司未来投资规模较大，存在较大的融资需求，未来债务规模将呈上升趋势。

八、募集资金使用情况

公司通过“15 盘山债”募集资金总额为 6 亿元，主要用于盘山县府南、府西区块基础设施建设工程项目。该项目投资总额 21.45 亿元，截至 2015 年 3 月底，已使用募集资金 2.54 亿元，尚有 3.40 亿元未使用。

九、财务分析

公司提供的2014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，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，较 2013 年底，公司新增 2 家子公司，分别为盘山县国泰建筑工程有限公司（注册资金为 3000 万元）和盘山县国盛房地产有限公司（注册资金为 2000 万元）。从合并口径上看，对财务数据影响较小，公司财务数据可比性强。

截至2014年底，公司资产总额42.40亿元，所有者权益36.02亿元；2014年度公司实现营业收入1.92亿元，利润总额0.48亿元。

1. 盈利能力

营业收入方面，2014年公司土地尚在开发整理，未形成收入，导致公司营业收入同比下降47.55%，为1.92亿元，均由工程项目施工收入构成。

期间费用方面，2014 年公司期间费用 342.76 万元，同比增长 164.41%，主要系管理费用大幅增长所致，为 359.88 万元；财务费用为-17.12 万元；公司无销售费用。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。公司财务费用为负，主要系公司无利息支出。

此外，补贴收入是公司利润的一个重要来源。2014 年，公司财政补贴收入 0.35 亿元，同比下降 22.22%，主要为盘山县财政局拨付的专项用途财政性资金。

从盈利指标看，2014 年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 12.33%、1.24%和 1.32%，较 2013 年分别减少 28.41 个百分点、3.15 个百分点和 3.27 个百分点。公司主业盈利能力由强转弱，主要系工程项目施工大部工程毛利率低所致。受公司经营职能所限，公司总资产收益率及净资产收益率较低，与公司所属行业经营特征相符合。

总体看，跟踪期内，公司未形成土地开发经营收入，营业收入快速下降，利润总额主要来源于政府补贴。

2. 现金流及保障

2014 年公司经营活动现金流入量为 4.06 亿元，同比下降 29.79%，主要系公司盘山县政府返还的土地开发收益和政府退税较少所致。2014 年公司现金收入比为 106.99%，较 2013 年增加 30.24 个百分点，公司收现质量有所提高。2014 年公司收到其他与经营活动相关的现金 2.01 亿元，主要为公司收到的往来款。2014 年公司经营活动现金流出量 6.07 亿元，同比下降 26.98%，主要为公司预付盘山县政府相关拆迁安置款和相关公司往来款。2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 2.59 亿元，该项现金流主要为工程付款；公司支付其他与经营活动有关的现金 3.48 亿元，主要包括的管理费用和往来款。2014 年公司经营活动现金净流量为-2.01 亿元，主要系经营支出较大所致。

投资活动方面，近两年，公司没有投资活动现金流入；投资活动现金流出用于府南府西区块基础设施建设项目、曙光九年一贯制学校项目和凤凰桥桐轩小区项目支出。2014 年，公司投资活动净流量为-114.11 万元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自公司吸收投资、取得借款收到的现金。其中，2014 年公司吸收投资收到的现金为 1.13 亿元，主要系股东增投资本金。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额 1.88 亿元。

总体看，公司获现能力差，公司土地开发的前期资金投入较大，同时考虑到公司未来投资规模大，公司对外融资需求大。

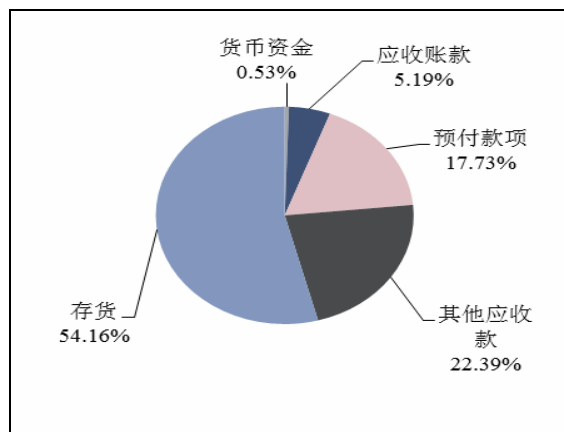
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 42.40 亿元，同比增长 12.02%，主要系预付款项和其他应收款增加所致。截至 2014 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 99.52%；公司非流动资产占资产总额的比重为 0.48%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 42.20 亿元，同比增长 12.09%。主要由存货（占 54.16%）、预付款项（占 17.73%）、其他应收款（占 22.39%）和应收账款（占 5.19%）构成。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2014 年底，公司货币资金 0.22 亿元，同比下降 39.96%，主要系银行存款减少所致。公司货币资金构成主要为银行存款（占 99.82%），货币资金规模小，无受限资金。

截至 2014 年底，公司应收账款 2.19 亿元，同比下降 5.77%，主要系应收盘山县财政局欠

款减少所致，集中度较高。从账龄上看，1 年以内的占 85.79%，1~2 年的占 0.80%，2~3 年的占 13.41%，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。

截至 2014 年，公司预付款项 7.48 亿元，同比增长 10.62%，主要系预付盘山县国有资产管理委员会办公室青年水库收购款所致。公司预付款项主要为公司支付盘山县项目动迁安置办公室拆迁补偿款 0.80 亿元、预付盘锦建安总公司第一工程处工程款 2.27 亿元、预付盘锦鼎隆房地产开发有限公司项目款 1.03 亿元、预付盘山县房屋征收补偿安置办公室拆迁补偿款 2.40 亿元、预付盘山县国有资产管理委员会办公室青年水库收购款 0.06 亿元；公司预付款项主要为预付工程款以及拆迁补偿款。从账龄上看，1 年以内的占 21.38%，1~2 年的占 51.04%，2~3 年的占 5.88%，3 年以上的占 21.70%。公司预付款项账龄较为集中。

表 6 截至 2014 年底，公司前五名预付款项情况

（单位：亿元）

欠款单位	2014 年 12 月 31 日	占总额比例
盘锦建安总公司第一工程处	2.27	30.28%
盘锦鼎隆房地产开发有限公司	1.03	13.81%
盘山县国有资产管理委员会办公室	0.60	8.02%
盘山县房屋征收补偿安置办公室	2.40	32.07%
盘山县项目动迁安置办公室	0.80	10.69%
小计	7.10	94.87%

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司其他应收款 9.45 亿元，同比增长 63.64%，主要系公司与盘锦华垒房地产开发有限公司、盘锦煜兴房地产开发有限公司和泛华建设集团有限公司往来款增加所致。公司其他应收款主要由盘山县财政局（占 61.00%）、盘锦华垒房地产开发有限公司（占 18.13%）、盘锦煜兴房地产开发有限公司（占 11.16%）、泛华建设集团有限公司（占

7.62%)和盘锦融达建设监理有限公司往(占0.02%)来款构成,集中度较高;按账龄分析,1年以内的占83.44%,1至2年的占8.60%,3至4年的7.96%,计提坏账准备0.19亿元。

截至2014年底,公司存货22.85亿元,同比增加1.97%,均为开发成本(土地)。主要为盘山县政府注入的土地资产,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。公司未计提存货跌价准备。

表7 2014年底公司土地情况
(单位:万平方米,万元)

序号	使用类型	规划用途	面积	金额	抵押情况
1	出让	商住用地	6.67	6557.40	否
2	出让	商住用地	6.67	6557.40	否
3	出让	商住用地	6.03	5934.42	否
4	出让	商住用地	4.67	4590.18	否
5	出让	商住用地	6.20	6098.38	否
6	出让	商住用地	6.93	6819.62	否
7	划拨	工业	90.91	11000.11	农行盘锦分行
8	划拨	工业	54.00	6533.93	农行盘锦分行
9	划拨	工业	126.18	15267.84	农行盘锦分行
10	划拨	工业	69.58	8418.88	农行盘锦分行
11	划拨	工业	167.93	17800.33	否
12	划拨	工业	199.46	21142.46	否
13	划拨	工业	234.27	24832.60	否
14	划拨	工业	240.96	25541.63	否
15	划拨	工业	250.64	26567.90	否
16	划拨	工业	27.91	2958.95	否
17	划拨	工业	186.23	19740.20	否
18	划拨	工业	54.66	5793.91	否
19	出让	商服	3.30	1705.16	否
总计			174.20	223861.31	

资料来源:公司提供

非流动资产

截至2014年底,公司非流动资产0.20亿元,较2013年略微下降0.43%。其中长期股权投资(占12.38%)、固定资产(占3.14%)和

无形资产(占84.47%)构成。

截至2014年底,公司长期股权投资保持稳定,为250.00万元,主要为盘锦市政府国有资产监督管理委员会(“盘国资发[2013]17号”)无偿将盘锦市粮库持有的益海嘉里(盘锦)粮油工业有限公司2.94%的股权转让给公司。

公司固定资产规模较小,截至2014年底,公司固定资产63.45万元,主要以运输工具和通用设备为主,2014年底固定资产原值135.57万元,累计折旧72.12万元,固定资产成新率为46.80%。

截至2014年底,公司无形资产保持相对稳定,较2013年底增长1.50%,为0.17亿元

总体看,跟踪期内,公司资产规模稳步增长,存货和其他应收款持续增长,且占比大,资产流动性较弱,公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底,公司所有者权益为36.02亿元,同比增长4.67%,主要系实收资本增加所致。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积以及未分配利润构成。其中实收资本10.26亿元,同比增加12.37%,主要系股东注入现金(61392万元)和(41200万元)土地使用权以增加注册资本;资本公积21.77亿元,保持稳定,主要为股东划拨的土地资产;未分配利润4.00亿元,同比增长13.53%。总体看,公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底,公司负债合计6.37亿元,同比增长85.80%,主要系其他应付款和长期借款增长所致。从负债结构来看,流动负债占62.34%,非流动负债占37.66%,以流动负债为主。

流动负债方面,截至2014年底,受其他应付款增加影响,公司流动负债同比105.85%,为3.97亿元,其中应付账款、应交税费和其他应付款分别占比1.95%、14.71%和83.35%。

截至2014年底,公司其他应付款3.31亿

元，同比增长 143.57%。主要系盘锦建设投资有限公司和盘锦华垒房地产开发有限公司往来款增加所致。按账龄分析，公司其他应付款 1 年以内的和 3 年以上的分别占 76.83% 和 23.17%。

表 8 截至 2014 年底公司前五名其他应付款情况
(单位：万元)

单位名称	2014 年 12 月 31 日	占总额比例
盘锦建设投资有限公司	18517.26	55.91%
盘锦华垒房地产开发有限公司	7673.10	23.17%
盘山县房屋征收补偿安置办公室	6900.00	20.83%
盘锦辽河工程造价咨询事务所有限公司	25.46	0.08%
丹艺图文工作室	1.70	0.01%
小计	33117.52	100%

资料来源：公司提供。

截至 2014 年底，公司新增应收款项 773.68 万元，主要系应收沈阳汇之鑫房地产有限公司往来款。

截至 2014 年底，公司应交税费 0.58 亿元，同比增加 2.41%，主要系营业税增加所致。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债 2.40 亿元，同比增长 60%，主要系保证借款增加所致。

截至 2014 年底，公司有息债务全部为长期借款，为 2.40 亿元，同比增长 60%，主要系保证借款增长所致，整体债务规模不大。

从负债指标看，2014 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，但整体债务负担轻。截至 2014 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 15.03%、6.25% 和 6.25%。

总体看，2014 年，公司负债以长期债务为主，债务负担上升较快，但仍处于较低水平，具有一定财务弹性。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年公司流动

比率和速动比率较 2013 年有所下降，分别为 1061.92% 和 486.77%，主要系其他应付款增加导致公司流动负债增所致。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。近两年，公司经营现金流动负债比均为负值，分别为 -131.41% 和 -50.70%，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，2014 年公司全部债务/EBITDA 倍数为 4.95 倍，较 2013 年的 0.77 倍有显著提高。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 2015 年 3 月底，公司对外担保余额 1.60 亿元，担保比率为 4.44%，主要系对盘锦建设投资有限公司（1.25 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 6.21%，担保比率较低，公司或有负债风险较小。

截至 2014 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。

5. 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（机构信用代码：G1021112200026530A），截至 2015 年 6 月 17 日，公司无违约记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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。

十、存续期债券偿债能力分析

公司存续期债券“15 盘山债”发行额度为 6 亿元。跟踪期内，“15 盘山债”尚未到付息日。2014 年，由于公司利润总额减少，公司 EBITDA 为 4846.13 万元，同比下降 75.22%，为存续期债券发行额度的 0.08 倍。“15 盘山债”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。存续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，以公司 2014 年底报表财务数据为基础，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数为 0.40 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度低。

2014 年，公司经营活动的现金流入量为 4.06 亿元，为存续期债券发行额度 0.68 倍；对每年待偿还本金的保障倍数 3.38 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。2014 年，公司经营活动现金流量净额为负，对存续债券无保障能力。

总体看，公司 EBITDA 对存续期公司债券分期等额待偿还金额保障程度较弱，经营活动现金流入量对公司存续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，提升了公司对存续期公司债券的偿付能力。

十一、 债项保护条款分析

1. 资金偿债来源

盘山县人民政府对“15 盘山债”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工程的投资建设任务，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的投资回报。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》，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、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. 存续债券增信担保

“15 盘山债”由盘锦建投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2014 年，盘锦市本级政府实现可控财力 148.14 亿元，较上年 144.62 亿元增长 2.43%，

其中，一般预算收入占比29.67%、基金收入占比52.20%、上级补助收入占比16.40%，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，2014年盘锦市本级地方一般预算收入为43.95亿元，较上年增长1.01%，其中税收收入36.73亿元（占83.57%）、非税收收入7.22亿元（占16.43%）；基金收入为77.33亿元，较上年增长7.15%，其中土地出让金71.16亿元（占92.80%）。受政府性基金收入规模增长影响，地方财政收入有所增长。

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。

2012~2014年，盘锦建投EBITDA分别为3.44亿元、5.16亿元和3.32亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.29倍、0.43倍和0.28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2.40亿元。2012~2014年，盘锦建投EBITDA对每年待偿还本金的保障倍数分别为1.43倍、2.15倍和1.38倍，EBITDA对每年待偿还本金保障程度尚可。

2012~2014年，盘锦建投经营活动的现金流入量分别为15.01亿元、53.93亿元和49.43亿元，为本期债券发行额度1.25倍、4.49倍和4.12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2.40亿元。2012~2014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6.25倍、22.47倍和20.60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。2012~2014年，盘锦建投经营活动现金流量净额分别为6.68亿元、4.27亿元和22.63亿元，为本期债券发行额度0.56倍、0.36倍和1.89倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别2.78倍、1.78倍和9.43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。

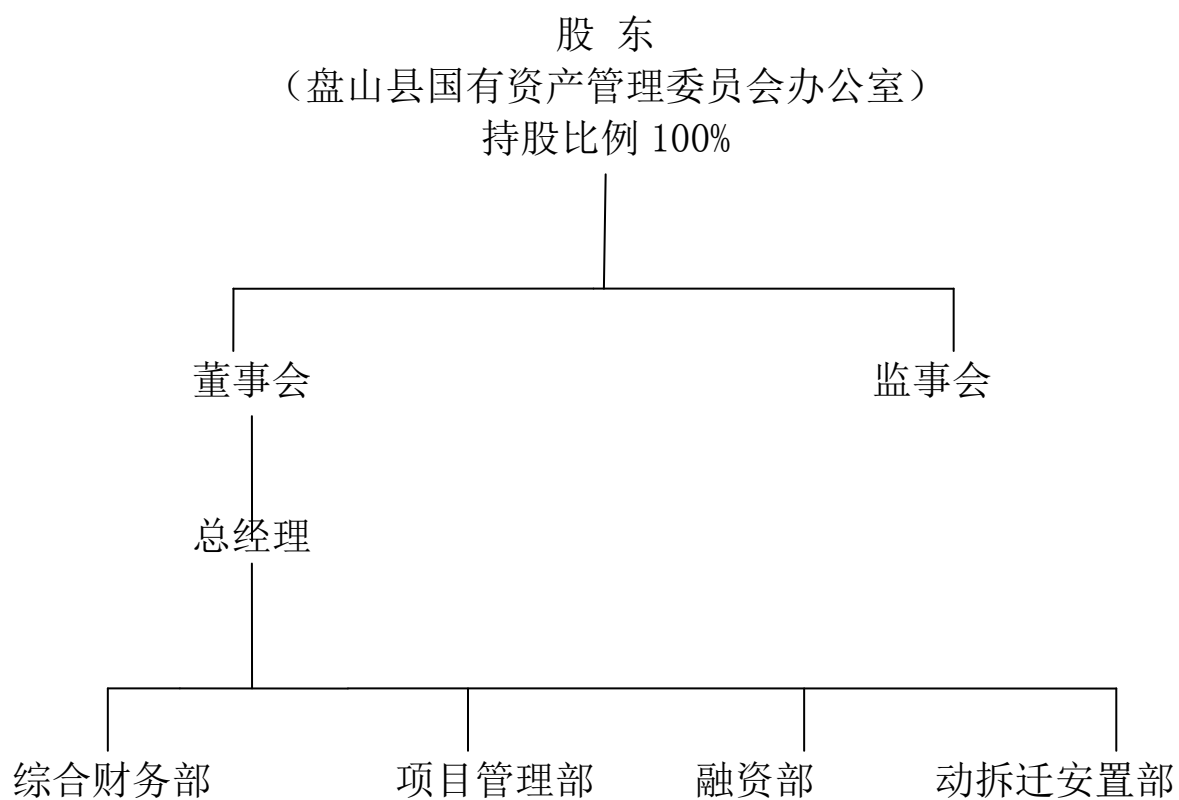
经联合资信评定，盘锦建投主体长期信用

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。

十二、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15盘山债”AA的信用等级。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.01	0.37	0.22
资产总额(亿元)	31.08	37.85	42.40
所有者权益(亿元)	27.50	34.42	36.02
长期债务(亿元)	0.00	1.50	2.40
全部债务(亿元)	0.00	1.50	2.40
营业收入(亿元)	3.16	3.66	1.92
利润总额(亿元)	1.15	1.95	0.48
EBITDA(亿元)	1.16	1.96	0.48
经营性净现金流(亿元)	-0.54	-2.54	-2.01
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.31	1.02	0.85
存货周转次数(次)	0.21	0.02	0.07
总资产周转次数(次)	0.20	0.11	0.05
现金收入比(%)	120.15	76.75	106.99
营业利润率(%)	37.89	40.74	12.33
总资本收益率(%)	4.20	4.39	1.24
净资产收益率(%)	4.20	4.59	1.32
长期债务资本化比率(%)	--	4.18	6.25
全部债务资本化比率(%)	--	4.18	6.25
资产负债率(%)	11.52	9.06	15.03
流动比率(%)	846.73	1950.24	1061.92
速动比率(%)	316.57	789.12	486.77
经营现金流动负债比(%)	-15.16	-131.41	-50.70
全部债务/EBITDA(倍)	--	0.77	4.95

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/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