跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1135 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，将盘山县国有资产经营有限公司主体长期信用等级由AA^-调整为A^+，评级展望为稳定，并维持“15盘山债”AA的信用等级和“16盘山债/16盘山专项债”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十九日

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

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：A^+	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
16 盘山债/16 盘山专项债	8 亿元	2016/03/15-2023/03/15	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	37.85	42.40	55.53
所有者权益(亿元)	34.42	36.02	38.32
长期债务(亿元)	1.50	2.40	8.35
全部债务(亿元)	1.50	2.40	8.35
营业收入(亿元)	3.66	1.92	3.56
利润总额(亿元)	1.95	0.48	1.09
EBITDA(亿元)	1.96	0.48	1.10
经营性净现金流(亿元)	-2.54	-2.01	-5.38
营业利润率(%)	40.74	12.33	12.65
净资产收益率(%)	4.59	1.32	2.61
资产负债率(%)	9.06	15.03	30.99
全部债务资本化比率(%)	4.18	6.25	17.89
流动比率(%)	1950.24	1061.92	608.45
全部债务/EBITDA(倍)	0.77	4.97	7.62
经营现金流动负债比率(%)	-131.41	-50.70	-60.77

分析师

王 治　赵起锋
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”）是盘山县基础设施建设的投资和营运管理主体，主要承担盘山县基础设施建设和土地开发经营任务。跟踪期内，公司业务区域垄断优势明显，但受盘山县地方财政收入大幅下滑及政府债务率急剧增长影响，公司获得政府支持的持续性和项目建设回款情况有待关注；考虑到公司土地开发的前期资金投入较大，未来土地出让资金回流具有一定的不确定性；公司盈利能力弱，存货和其他应收款在资产中占比较高，对公司资金形成较大占用等因素对公司信用基本面带来不利影响。

为应对东北经济不断加大的下行压力，国家发改委、科技部、人社部、中科院等四部门联合制定《关于促进东北老工业基地创新创业发展打造竞争新优势的实施意见》，推动东北老工业基地发展方式转变，再造区域竞争新优势。在创新创业发展的政策指导下，盘山县财政收入下滑趋势有望减缓；国家首轮振兴东北老工业基地项目资金的投入，集中于对长春、沈阳老工业基地的扶持，考虑到盘山县与沈阳市较近的区位优势，未来盘山县经济发展有望获得新的发展机遇。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15 盘山债”由盘锦建设投资有限责任公司（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。“16 盘山债/16 盘山专项债”由东北中小企业信用再担保股份有限公司（以下简称“东北中小再担保”）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，东北中小再担保主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。“15 盘山债”和“16 盘山债/16 盘山专项债”分别由盘锦建投和东北中小再担保提供担保，有效增强了公司存续债券的偿付保障能

力。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^{-}调整为A^{+}，评级展望为稳定，并维持“15盘山债”AA的信用等级和“16盘山债/16盘山专项债”AA^{+}的信用等级。

优势

1. 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。
2. “15 盘山债”和 16 盘山债/16 盘山专项债”分别由盘锦建投和东北中小再担保提供提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效增强了公司存续债券的偿付保障能力。

关注

1. 跟踪期内，盘山县地方财政收入大幅下滑，政府债务率显著增长，债务负担急剧加重，公司外部经营环境及获取政府支持能力弱化。
2. 公司土地开发的前期资金投入较大，未来土地出让资金回流具有一定的不确定性。
3. 公司盈利能力弱，利润对政府补助依赖较大。
4. 跟踪期内，公司存货和其他应收款占比持续增长，且占比较高，对公司资金形成较大占用。

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、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于盘山县国有资产经营有限公司主体长期信用及“15 盘山债”、“16 盘山债/16 盘山专项债”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“盘山县国资办”）全资组建的国有独资有限责任公司，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。跟踪期内，盘山县国资办通过货币出资方式增加公司注册资本 8080 万元（盘锦永正会计师事务所有限公司出具盘永正会师验【2015】005 号、038 号、041 号、048 号、051 号、052 号、053 号、054 号予以验证）。截至 2015 年底，公司注册资本 110672 万元，实收资本 110672 万元，盘山县国资办持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：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。截至 2015 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2015年底，公司资产总额55.53亿元，所有者权益38.32亿元；2015年公司实现营业收入3.56亿元，利润总额1.09亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示全国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明全国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，国内固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，国内社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；全国消费与人均收入情况大致相同，全国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，全国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏

以及国内稳外贸措施和“一带一路”项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015 年 7 月 8 日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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调整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。

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。全市下设两县、两区、两经济区，即盘山县、大洼县、双台子区、兴隆台区，以及辽东湾新区、辽河口经济区，下

辖 29 个街道，29 个乡镇，占地总面积 4071 平方公里。

根据《盘锦市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年地区生产总值 1267.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 4.6%。其中，按新口径核算，第一产业增加值 121.1 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 684.0 亿元，增长 4.0%，第三产业增加值 462.8 亿元，增长 5.5%。三次产业增加值占地区生产总值的比重分别为 9.5%、54.0%和 36.5%。人均地区生产总值 88141 元，按可比价格计算，比上年增长 4.6%。

2015年，盘锦市全年固定资产投资（不含农户）983.1亿元，比上年下降15.1%。全年新增固定资产827.4亿元，比上年下降9.6%。全年第一产业投资18.0亿元，比上年增长291%；第二产业投资366.6亿元，比上年下降29.8%；第三产业投资598.5亿元，比上年下降5.1%。全年工业投资374.4亿元，比上年下降28.8%。全年基础设施投资287.1亿元，比上年下降4.2%。全年园区投资204.5亿元，比上年下降30.9%。全年民间投资563.0亿元，占固定资产投资的57.3%；国有及国有控股企业投资360.6亿元；港澳台及外商企业投资59.5亿元。

2015 年，盘锦市全年房地产开发投资 239.5 亿元，比上年下降 15.6%。其中，住宅投资 176.0 亿元，比上年下降 8.1%；商业营业用房投资 46.3 亿元，比上年下降 25.8%。房屋施工面积 1558.0 万平方米，比上年下降 17.8%；房屋竣工面积 289.4 万平方米，比上年下降 51.9%。全年商品房销售面积 327.4 万平方米，比上年下降 13.6%；商品房销售额 144.3 亿元，比上年下降 10.5%。

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。

2015年，盘山县本级实现可控财力23.43亿元，同比下降38.51%，主要系一般算收入和基金收入大幅下降所致。2015年盘山县本级一般预算收入7.00亿元，同比下降67.40%，其中税收收入和非税收入分别占比74.54%和25.46%；同期，受宏观经济政策影响，基金收入大幅下降，2015年为2.59亿元；2015年上级补助收入同比增加3.33亿元，在地方可控财力中占比为59.05%。

表 1　盘山县本级财政收入统计表（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
地方可控财力	382162	381022	234288
一般预算收入	**210385**	**214815**	**70039**
税收收入	145261	140097	52207
非税收入	65124	74718	17832
基金收入	**63446**	**61128**	**25907**
土地出让金	61217	58065	24915
其他	2229	3063	992
上级补助收入	**108331**	**105079**	**138342**
返还性收入	5150	5159	4633
一般性转移支付	46362	48573	55575
专项转移支付	56819	51347	78134

资料来源：盘山县财政局

跟踪期内，盘山县地方政府债务规模较上年小幅增长，2015 年底，盘山县政府全部债务余额（直接债务余额+担保债务余额*50%）为 48.97 亿元，受盘山县整体财政收入下滑影响，盘山县地方政府债务率大幅增长，为 208.30%，债务负担显著加重。

表 2　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 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	483407.04	**（一）地方一般预算本级收入**	70039.00
1.外国政府贷款		1.税收收入	52207.00
2.国际金融组织贷款	35.34	2.非税收入	17832.00
（1）世界银行贷款	35.34	**（二）转移支付和税收返还收入**	138342.00

（2)亚洲开发银行贷款		1.一般性转移支付收入	55575.00
（3)国际农业发展基金会贷款		2.专项转移支付收入	78134.00
（4)其他国际金融组织贷款		3.税收返还收入	4633.00
3.国债转贷资金	250.91	**（三）国有土地使用权出让收入**	25248.00
4.农业综合开发借款		1.国有土地使用权出让金	24915.00
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	315399.00	3.农业土地开发资金	333.00
（1）政府直接借款	315399.00	**（四）预算外财政专户收入**	479.00
（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**	992.00
7.债券融资	38580.00		
（1)中央代发地方政府债券	38580.00		
（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	31709.00		
9.向单位，个人借款	8358.89		
10.拖欠工资和工程款	89073.90		
11.其他			
（二）担保债务余额	14818.22		
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	2194.00		
5、政府担保向单位、个人借款	12624.22		
6、其他			
地方政府债务余额＝（一）+（二）*50%	**489719.15**	**地方综合财力＝（一）＋（二）＋（三）＋（四）+(五)**	**235100.00**
债务率＝（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**208.30%**	

资料来源：盘山县财政局

跟踪期内，受宏观经济大环境及盘山县产业结构影响，盘山县地方财政收入大幅下滑，政府债务率急剧增长，给公司业务发展外部环境及获取政府支持的能力弱化。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司作为国有独资有限责任公司，跟踪期内，盘山县国资办通过货币出资方式增加公司注册资本 8080 万元，截至 2015 年底，公司注册资本 110672 万元，实收资本 110672 万元，盘山县国资办持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为是盘山县基础设施建设的投资和营运管理主体，跟踪期内，公司整体规模未发生重大变化，公司本部及下属 3 家全资子公司，主要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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生变化。

截至 2015 年底，公司本部员工总数 13 人。其中管理人员 3 人、相关岗位人员 10 人；从学历来看，大学本科及以上学历的 10 人、高

中中专学历的 3 人；从年龄来看，30 岁以下的 7 人，30~50 岁的 6 人。

总体看，跟踪高管人员未发生变化，员工文化素质符合业务经营需求。

4. 政府支持

（1）资产注入

跟踪期内，根据《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【2015】56 号）文件，盘山县政府 2015 年 2 月 16 日以货币形式增资 2500 万元，由盘锦永正会计师事务所有限公司（“盘永正会师验【2015】005 号”）出具验资报告。本次增资后公司的注册资本变更为 105092 万元。同时，根据公司股东通过的《盘山县国有资产经营有限公司股东决定》，公司分别于 2015 年 6 月 25 日、2015 年 7 月 29 日、2015 年 9 月 2 日、2015 年 10 月 28 日以货币形式增加注册资本 2000 万元、1100 万元、1000 万元、15000 万元，于 2015 年 10 月 29 日以货币形式减少注册资本 13520 万元，上述变更均已经盘锦永正会计师事务所有限公司验资，并分别出具盘永正会师验【2015】038 号、盘永正会师验【2015】041 号、盘永正会师验【2015】048 号、盘永正会师验【2015】053 号和盘永正会师验【2015】054 号验资报告。完成上述变更后，公司注册资本为 110672 万元。

（2）财政补助

2014~2015 年，盘山县政府拨付专项资金用于盘山县市政基础建设，公司分别收到盘山县财政局政府补贴 3500.00 万元和 7345.87 万元。

（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的投资回报。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，但考虑到跟踪期内，盘山县财政收入下滑影响，公司获得政府支持的持续性有待关注。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制未发生变化。

七、经营分析

公司营业收入主要由土地开发经营收入和工程项目施工收入构成。近两年，公司实现营业收入分别为1.92亿元和3.56亿元，均来源于工程项目施工收入，主要系土地尚在开发整理，未对外出售形成收入。毛利率方面，近两年公司工程项目施工板块毛利率分别为13.04%和13.53%，保持相对稳定。

表3　近两年公司营业收入及毛利率情况

（单位：万元，%）

项目	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发经营	--	--	--	--
工程项目施工	19173.58	13.04%	35603.44	13.53%
合计	**19173.58**	**13.04%**	**35603.44**	**13.53%**

资料来源：审计报告

1. 经营分析

工程项目施工

公司工程项目施工主要包括农垦佳苑保障房项目、凤凰桥桐轩小区建设项目、曙光九年一贯制学校项目、府南府西区块基础设施建设项目、府西路网建设项目、新华路道路工程和学府路道路工程等工程施工项目；2015年底公司新增农垦佳苑（保障性安居工程）、太平

镇独立工矿区改造搬迁项目、2015年棚户区改造项目（第一批）、2015年棚户区改造项目（第二批）、新县城道路、供水、雨水管网工程、林翠广场、教育园、北苑商街项目和得胜镇景湖棚改项目等工程项目施工（体现在“存货”中“开发成本科目”）。

运营模式方面，公司工程项目施工主要为为保障房项目代建。保障房建设业务的经营模式为委托代建（BT）模式。公司与盘山县人民政府或其授权部门签订保障房项目的《投资建设与转让收购协议书》，接受盘山县人民政府或其授权部门的委托，作为代建人对承接的保障房建设项目自主进行建设、投资。代建项目的投资资金由公司自行筹措，代建工程或局部工程建设完毕并经验收合格后，由盘山县人民政府或其授权部门按项目实际投资额、项目管理费和项目投资资金的利息成本核定回购价格，其中实际投资成本和资金成本为实际总投资额并加成10%，项目管理费为实际投资额的5%。《投资建设与转让收购协议书》可约定代建项目的代建工期、交工验收方式、回购方式、付款时间等内容。具体而言，公司就农垦佳苑保障房项目、凤凰桥桐轩小区项目和盘山县府南府西区块基础设施建设项目分别与签订项目建设和收购协议书，约定在项目竣工办理结算手续后，由盘山县政府进行回购，其中农垦佳苑保障房项目回购期限为2014~2016年，凤凰桥桐轩小区项目和盘山县府南府西区块基础设施建设项目预计在2016年竣工验收后的第二年期，五年完成回购。

截至2015年底，公司工程项目施工总投资合计为81.37亿元，已完成投资8.93亿元。近两年，农垦佳苑保障房项目已完工验收，分别确认收入1.92亿元和3.56亿元，实际收到回款分别为1.40亿元和2.20亿元。

土地开发经营

截至2015年底，公司通过划拨和出让方式取得并用于开发的土地主要包括盘山县太平镇黄金村、甜水乡大台子村、羊圈子镇、甜水镇、得胜镇后胡村和太平镇贾家村等合计共计1746.23万平方米（体现在“存货”中“开发成本科目”），包括商用用地37.17万平方米、工业用地1702.73万平方米、住宅用地5.23万平方米和其他商服用地1.10万平方米。

运营模式方面，公司土地开发经营等基础设施建设业务主要通过两种方式实现：第一，利润分成模式。公司接受土地整理储备中心的委托进行土地一级开发，生地变成熟地之后，土地储备中心进行招拍挂出让，出让所得扣除开发成本及相关税费后在盘山县人民政府和公司之间按照一定的比例进行分成；第二，土地补偿模式。公司在完成规定的土地一级开发任务后，通过公开的“招拍挂”渠道取得土地使用权。土地一级开发期间，因周边基础设施等配套不完善等因素，土地价格较低，公司可以较低成本价格优先取得相关土地使用权。公司通过出让手续取得的该类土地使用权属于公司的自有合法资产，资产权利完整，公司可按自身经营需要进行二级开发或待土地增值后进行转让获取土地增值收益。

近两年，因公司土地尚在开发整理，没有对外出售，该板块尚未形成收入。截至2015年底，公司正在开发的土地价值合计22.42亿元，土地开发费用合计3.94亿元。

2. 在建项目及未来发展

公司将继续推进工程项目施工建设，同时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。

跟踪期内，公司工程项目施工项目回款未能足额到位，且受盘山县地方财政收入大幅下滑影响，公司项目建设回款情况有待关注，同时，公司土地开发的前期资金投入较大，未来土地出让资金回流具有一定的不确定性。公司

负责建设区域较广，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。

表 4　截至 2015 年底公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	总回购额	截至 2015 年底已投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
在建项目						
曙光九年一贯制学校	1400.00	0	443.92	8133.65	5422.43	--
盘山县府西路网建设项目	30296.00	0	1166.37	17417.78	11651.85	--
盘山县府南府西区块基础设施建设项目	184224.00	0	47112.02	82267.19	54844.79	--
凤凰桥桐轩小区	30000.00	27845.34	10870.14	9564.93	573.90	3825.97
农垦佳苑（保障性安居工程）	27000.00	19174	268.00	13366.00	801.96	5346.40
盘山县太平镇独立工矿区改造搬迁项目	95800.00	0	231.50	47784.25	2867.06	19113.70
2015 年棚户区改造项目（第一批）	182273.00	0	88.90	91092.05	5465.52	36436.82
2015 年棚户区改造项目（第二批）	111375.00	0	7.40	55683.80	3341.03	22273.52
盘山县新县城道路、供水、雨水管网工程	44190.00	0	7.00	22091.50	1325.49	8836.60
林翠广场	35173.00	7087.37	3811.10	15680.95	940.86	6272.38
教育园	34200.00	0	25171.09	5417.35	3611.56	--
北苑商街项目	2000.00	0	65.06	1160.96	773.98	--
得胜镇景湖棚改项目	35767.00	0	90.56	21405.86	14270.58	--
合计	**813698.00**	**54106.71**	**89333.06**	**391066.27**	**105891.00**	**102105.39**
拟建项目						
中心城区地下综合管廊建设工程项目	85800.00					
盘山县停车场建设项目	28600.00					

资料来源：公司提供

注：盘山县府南府西区块基础设施建设项目为“15 盘山债”募投项目，因项目融资调整，该项目总投资由 21.45 亿元调整为 18.42 亿元；公司拟建项目主要为“16 盘山债/16 盘山专项债”募投项目。

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，均用于府南、府西区基础设施建设项目，公司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。截至本期跟踪评级报告出具之日，“15盘山债”募集资金已全部使用完毕。

公司通过“16盘山债/16盘山专项债”募集资金总额为8亿元，主要用于盘山县中心城区地下综合管廊建设工程项目和盘山县停车场建设项目。截至2015年底，盘山县中心城区地下综合管廊建设工程项目正在进行图纸设计，盘山县停车场建设项目正在办理土地规划，招投标手续施工图完成，“16盘山债/16盘山专项债”募集资金已使用0.63亿元，尚有7.37亿元未使用。

九、财务分析

公司提供的2015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，跟踪期内公司合并口径无变化，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司资产总额55.53亿元，所有者权益38.32亿元；2015年公司实现营业收入3.56亿元，利润总额1.09亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入均来源于工程施

工项目收入。截至2015年底，公司营业收入3.56亿元，同比增长85.69%，主要系公司工程施工项目建设不断推进所致。2015年底公司整体营业利润率为12.65%，较2014年底增加0.32个百分点。

期间费用方面，2015 年公司期间费用388.25 万元，同比增长 13.27%，主要系管理费用大幅增长所致，2015 年为 390.86 万元；财务费用为-2.62 万元；公司无销售费用。跟踪期内，公司期间费用控制能力有所减弱；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，主要系公司相关融资成本均已资本化。

2015年公司利润总额为1.09亿元，同比增长128.28%，其中补贴收入为0.73亿元，较2014年的0.35亿元有所增长。整体看，公司利润对补贴收入的依赖性强。

从盈利指标情况看，受公司净利润增速高于所有者权益增速影响，跟踪期内，公司总资本收益率小幅增长，截至2015年底，公司总资本收益率3.67%较2014年底增加1.93个百分点；公司净资产收益率小幅增长，截至2015年底，公司净资产收益率2.61%较2014年底增加1.29个百分点。跟踪期内，公司资产收益水平有所提高，但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，与公司所属行业经营特征相符合。

跟踪期内，公司收入较上年有所上升，但公司整理盈利能力弱，公司利润对政府补助依赖较大。

2．现金流

2015 年公司经营活动现金流入量为 5.26亿元，同比增长 29.57%，主要系收到其他与经营活动有关的现金 3.03 亿元较 2014 年的 2.01亿元有所提高，具体为公司收到的往来款增加所致所致。销售商品、提供劳务收到的现金2.22 亿元，同比增长 8.44%，主要系工程施工项目回款增加所致。2015 年公司现金收入比62.48%，较 2014 年减少 44.51 个百分点，公司收现质量明显下降。2015 年公司经营活动现金流出量 10.64 亿元，同比增长 75.24%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金7.45 亿元，同比增长 187.13%，主要系工程施工项目和土地开发持续投入所致。支付其他与经营活动有关的现金 3.19 亿元，较 2014 年有所下降。2015 年，公司经营活动现金净流量净额-5.38 亿元，经营活动现金净流量净额持续为负，主要系近年来公司业务规模扩大，使得代建工程项目前期垫资增多，导致经营性现金流出较大。

投资活动方面，近两年，公司未形成投资活动现金流入；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2015 年，公司投资活动净流量极小。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自股东增资和发行债券取得的现金。公司筹资活动现金流出主要是银行贷款和发行债券的还本付息支出。2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额 6.80 亿元，同比增长 261.89%，主要系公司业务规模扩大导致资金需求增加所致。

跟踪期内，公司工程施工项目回款实际到位情况受盘山县政府拨付效率影响，公司获现能力大幅下降，政府回款情况有待关注；公司土地开发的前期资金投入较大，未来土地出让资金回流具有一定的不确定性。同时考虑到公司未来投资规模大，对外融资需求大。

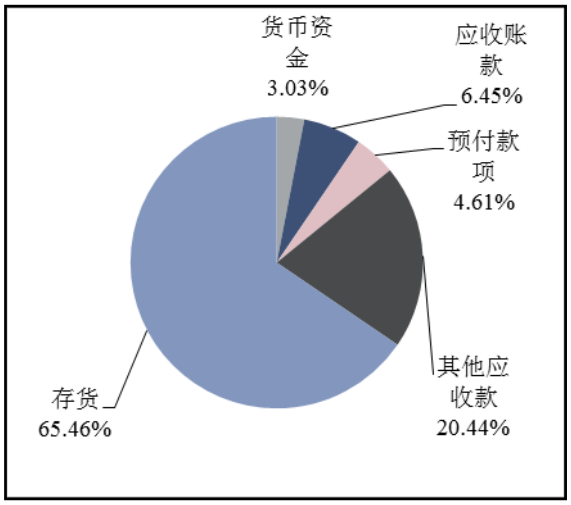
3．资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 55.53 亿元，同比增长 30.98%，主要系应收账款、其他应收款和存货增加所致。截至 2015 年底，公司资产构成中流动资产和非流动资产分别占资产总额的比重为 97.07%和 2.93%，较 2014 年底非流动资产占比增加 2.45 个百分点，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产53.91亿元，同比增长 27.75%。主要由应收账款（占比6.45%）、预付款项（占比 4.61%）、其他应收款（占比 20.44%）和存货（占比 65.46%）构成。

图 1　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至2015年底，公司货币资金1.63亿元，同比增幅加大，主要系银行存款增加所致。公司货币资金构成主要为银行存款，剩余少量现金，公司货币资金规模较小，且无受限资金。

截至2015年底，公司应收账款3.48亿元，同比增长 58.75%，主要系应收盘山县财政局、盘锦鼎源拍卖有限公司和盘山县国源建设投资有限公司欠款增加所致。公司应收账款集中度较高，其中应收盘山县财政局和盘山县国源建设投资有限公司欠款分别占比 82.97%和16.47%。从账龄上看，1 年以内的占 37.01%，1~2 年的占 55.12%，2~3 年的占 0.51%，3~4 年的占 7.36%，公司账龄较为集中，计提坏账准备比例为 2.00%。

截至 2015 年，公司预付款项 2.48 亿元，同比下降 66.80%，主要系工程完成结算所致。公司预付款项主要为公司支预付盘锦华垒房地产开发有限公司项目款 1.69 亿元、预付盘锦煜兴基建投资有限公司工程款 0.30 亿元、预付盘山县房屋征收补偿安置办公室拆迁安置款 0.17 亿元、预付沈阳汇之鑫房地产有限公司项目款 0.16 亿元、预付盘锦天时房地产开发有限公司项目款 0.14 亿元，上述款项合计占预付款项比重为 99.08%。从账龄上看，公司预付款项账龄较为集中，1 年以内的占 92.45%。

截至 2015 年底，公司其他应收款 11.02 亿元，同比增长 16.67%，主要系公司与盘山县财局往来款增加所致。公司其他应收款主要由盘山县财政局（占 78.21%）、盘锦华垒房地产开发有限公司（占 15.54%）和盘山县国有资产管理委员会办公室（占 5.74%）往来款构成，集中度较高。按账龄分析，1 年以内的占 33.31%，1 至 2 年的占 54.95%，2~3 年的占 5.08%，4 至 5 年的占 7.82%。公司计提坏账准备 0.22 亿元。

截至 2015 年底，公司存货 35.29 亿元，同比增加 54.41%，主要系开发成本（土地开发费用和工程项目建设）增加所致。公司土地主要为盘山县政府注入的土地资产，划拨土地占较比高。截至 2015 年底，公司存货均不存在减值因素，故未计提存货跌价准备。其中盘山县甜水乡大台子村 340.67 万平方米（价值 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　2015 年底土地情况（单位：万平方米、万元）

坐落	地类(用途)	类型	面积	金额
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.67	6557.40
	商住用地	出让	6.67	6557.40
	商住用地	出让	6.03	5934.42
	商住用地	出让	4.67	4590.18
	商住用地	出让	6.20	6098.38
	商住用地	出让	6.93	6819.62
盘山县甜水乡大台子村	工业	划拨	90.91	11000.11
	工业	划拨	54.00	6533.93
	工业	划拨	126.18	15267.84
	工业	划拨	69.58	8418.88
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	167.93	17800.33
	工业	划拨	199.46	21142.46
	工业	划拨	234.27	24832.60
	工业	划拨	240.96	25541.63

	工业	划拨	250.64	26567.90
盘山县甜水镇	工业	划拨	27.91	2958.95
	工业	划拨	186.23	19740.20
	工业	划拨	54.66	5793.91
盘山县得胜镇后胡村	住宅用地	出让	5.23	1256.00
盘山太平镇贾家村	其他商服用地	出让	0.28	185.73
	其他商服用地	出让	0.40	269.61
	其他商服用地	出让	0.43	286.57
合计	--	--	**1746.23**	**263561.99**

资料来源：审计报告

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 1.63 亿元，同比增幅较大，主要系公司新增在建工程增加所致，具体为新增综合写字楼建设项目 1.03 亿元。截至 2015 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；公司固定资产同比增幅较大，但整体规模较小，截至 2015 年底公司固定资产为 0.40 亿元，主要以运输工具、通用设备和房屋、建筑物为主，2015 年底固定资产原值 0.41 亿元，累计折旧 104.47 万元；公司无形资产小幅下降，主要系累计摊销所致，截至 2015 年底，公司无形资产 0.17 亿元。公司非流动资产中无受限资产。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，存货和其他应收款占比持续增长，且占比较高，资产流动性进一步减弱，公司整体资产质量较差。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 38.32 亿元，同比增长 6.38%，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（占比 28.88%）、资本公积（占比 58.07%）以及未分配利润（占比 13.05%）构成。其中实收资本 11.07 亿元，同比增加 7.88%，主要系股东注入现金 2.16 亿元据以增加注册资本；资本公积 22.26 亿元，同比增长 2.25%，主要系股东划拨的土地资产所致；未分配利润 5.00 亿元，同比增长 25.05%。跟踪期内，公司所有者权益保持较好的稳定性。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 17.21 亿元，同比增长 170.01%，主要系其他应付款和应付债券增长所致。从负债结构来看，受公司发行债券影响，非流动资产占比较 2014 年底增加 10.86 个百分点。公司负债中流动负债占 51.48%，非流动负债占 48.52%，负债结构以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，受其他应付款增加影响，公司流动负债同比 122.96%，为 8.86 亿元，其中应付账款、应交税费、应付利息和其他应付款分别占比 2.53%、7.92%、4.64%和 84.91%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 7.52 亿元，同比增长 127.13%。主要系盘锦建设投资有限责任公司往来款增加所致。按账龄分析，公司其他应付款账龄较为集中，1 年以内的和 1~2 年的分别占 55.98%和 33.82%。

表 6　截至 2015 年底公司前五名其他应付款情况

（单位：万元、%）

单位名称	截至 2015 年底	占总额比例
盘锦建设投资有限责任公司	55015.44	73.14
盘山县国有资产管理委员会办公室	7673.10	10.20
盘山县房屋征收补偿安置办公室	6900.00	9.17
中国农发重点建设基金有限公司	2000.00	2.66
盘山县城市建设投资有限公司	1000.00	1.33
合计	**72588.54**	**96.50**

资料来源：审计报告

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 8.35 亿元，同比增长 60%，主要系公司发行额度 6.00 亿元的“15 盘山债”所致。公司非流动负债由长期借款和应付债券构成，分别占比 28.74%和 71.26%。截至 2015 年底，公司长期借款 2.40 亿元，较 2014 年底无变化，均为抵押借款。

跟踪期内，公司有息债务全部由长期债务构成，具体为长期借款和应付债券。2015 年底公司有息债务 8.35 亿元，同比增长 247.90%，主要系公司发行债券所致。

从负债指标看，2015 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 2015 年底，上述三项指标分别为 30.99%、17.89%和 17.89%。

跟踪期内，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。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年底公司流动比率和速动比率较上年底有所下降，分别为 608.45%和 210.13%，主要系流动负债增速高于流动资产增速所致，且公司流动资产中其他应收款和存货占比较大，资产变现能力较差。近两年，公司经营现金流动负债比均为负值，分别为-50.70%和-60.77%，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，近两年公司 EBITDA 分别为 0.48 亿元和 1.10 亿元。截至 2015 年底公司全部债务/EBITDA 倍数为 7.62 倍，较 2014 年底的 4.97 倍有所提高。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，同时考虑到盘山县财政对公司支持力度的持续性有待关注。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 1.60 亿元，担保比率为 4.18%。具体为公司以土地使用权对盘锦建设投资有限责任公司在中国农业银行盘锦分行 2019 年 12 月 22 日到期的 12500 万元贷款提供担保；以土地使用权对盘山县城市建设投资有限公司在盘锦市商行盘山支行 2017 年 12 月 30 日到期的 3500 万元贷款提供担保。目前上述企业均正常运营，公司担保比率较低，或有负债风险较小。

截至 2015 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，公司间接融资渠道亟需拓宽。

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 2016 年 6 月 14 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，但受盘山县地方财政收入大幅下滑，政府债务率急剧增长，公司获得政府支持的持续性和项目建设回款情况有待关注，同时，公司土地开发的前期资金投入较大，未来土地出让资金回流具有一定的不确定性。总体看，公司整体抗风险能力急剧减弱。

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 6.00 亿元。跟踪期内，“15 盘山债”已按期兑付债券利息。“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，即 2018~2022 年每年待偿还金额为 1.20 亿元；公司存续期债券“16 盘山债/16 盘山专项债”发行额度为 8.00 亿元。跟踪期内，“16 盘山债/16 盘山专项债”尚未到付息日。“16 盘山债/16 盘山专项债”本金自存续期内第 3 年起至第 7 年分期等额偿还，即 2019~2023 年每年待偿还金额为 1.60 亿元。公司将于 2019 年达到上述两期债券本金分期偿付峰值 2.80 亿元。不考虑其他因素，以公司 2015 年财务数据为基础，公司 EBITDA 为上述两期债券本金分期偿付峰值 0.39 倍，保障程度弱。

2015 年公司经营活动的现金流入量为 5.26 亿元，为上述两期债券本金分期偿付峰值

1.88 倍，公司经营活动现金流入量对上述两期债券本金分期偿付峰值保障程度弱。2015 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。

跟踪期内，公司BEITDA和经营活动现金流入量对存续期券分期偿付峰值保障程度弱。

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项目的投资建设任务，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。

“16 盘山债/16 盘山专项债”募投项目为盘山县中心城区地下综合管廊建设工程项目，项目建成后，综合管廊实行有偿使用制度，公司作为特许经营单位负责向各管线运营单位提供管廊进入使用及管廊日常维护管理服务并收取租金（含服务费），在项目运营期前 5 年（债券存续期和项目运营重合期），年均可实现营业收入约 2.62 亿元，年均可实现税前净现金流量约 2.45 亿元。盘山县停车场建设项目建成后，通过出租车位和广告位等方式实现收入，在项目运营期前 5 年（债券存续期和项目运营重合期），年均可实现营业收入约 0.43 亿元，年均可实现税前净现金流量约 0.37 亿元。

即在“16 盘山债/16 盘山专项债”存续期与募投项目运营期的重合期间，上述两个募投项目的营业收入总额累计可达到 15.22 亿元、税前净现金流量累计可达到 14.11 亿元，为“16 盘山债/16 盘山专项债”在项目运营期间的还本付息提供了可靠保障。

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。

2015 年，盘锦市全年公共财政预算收入 95.0 亿元，比上年下降 37.1%。其中，税收收入 77.6 亿元，比上年下降 30.7%。在税收收入中，增值税 14.9 亿元，下降 27.2%；营业税 17.7 亿元，下降 19.4%；企业所得税 3.8 亿元，下降 8.7%；个人所得税 2.8 亿元，下降 2.1%。

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。

2015年，盘锦建投EBITDA为8.27亿元，为“15盘山债”和“16盘山债/16盘山专项债”本金分期偿付峰值的2.95倍；2015年，盘锦建投经营活动的现金流入量和经营活动现金流量净额分别为45.74亿元和12.52亿元，分别为上述两期债券本金分期偿付峰值的16.34倍和4.47倍。跟踪期内，盘锦建投经营活动现金流量净额对上述两期债券本金分期偿付峰值的保障能力强。

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，盘锦建投和担保实力较强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

“16盘山债/16盘山专项债”由东北中小再担保提供担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

东北中小再担保成立于2007年11月，是由国家发改委和原国务院振兴东北办等联合发起，由中央财政、中国进出口银行、东北三省财政及内蒙古自治区财政共同出资组建的政策性区域再担保机构，公司总部位于吉林省长春市。截至目前，公司注册资本金30亿元，均为货币出资。公司第一大股东为吉林省投资集团有限公司，出资12亿元，占注册资本的40%（其中代国家财政部出资9亿元，占注册资本的30%；代吉林省人民政府出资3亿元，占注册资本的10%）；辽宁省、黑龙江省、内蒙古自治区三地担保机构代当地财政出资。从合并口径看，截至2015年底，东北中小再担保资产总额45.54亿元，负债总额12.01亿元，所有者权益合计33.53亿元。2015年实现营业收入4.85亿元，其中担保业务收入2.50亿元，利息收入2.47亿元，投资收益-0.14亿元；全年实现净利润0.90亿元。截至2015年底，公司担保余额263.32亿元，其中直保业务余额69.27亿元、再担保业务余额194.04亿元；再担保业务中承担一般责任项目担保余额32.10亿元。

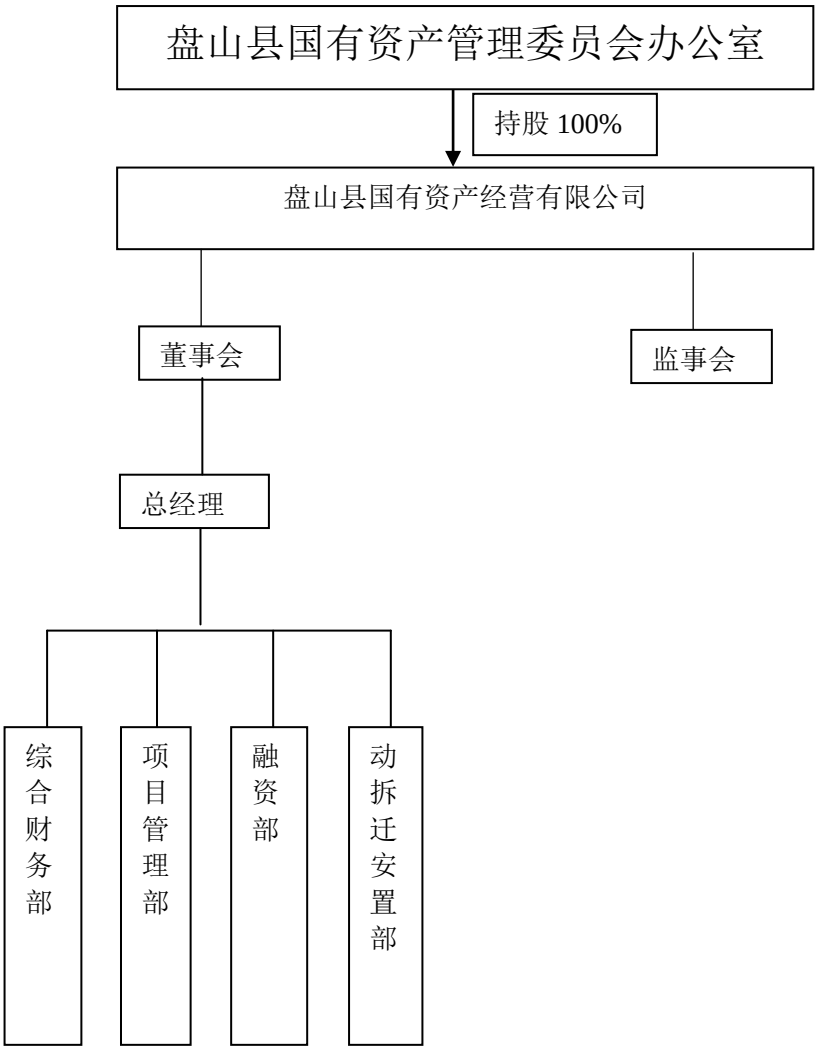
经联合资信评定，东北中小再担保主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

综上所述，“15 盘山债”和“16 盘山债/16盘山专项债”分别由盘锦建投和东北中小再担保提供担保，有效增强了公司存续债券的偿付保障能力。

十二、 结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^{-}调整为A^{+}，评级展望为稳定，并维持“15盘山债”AA的信用等级和“16盘山债/16盘山专项债”AA^{+}的信用等级。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2015 年底公司土地开发成本明细

坐落	地类(用途)	使用权类型	面积（万平方米）	金额（万元）
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.67	6557.40
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.67	6557.40
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.03	5934.42
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	4.67	4590.18
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.20	6098.38
盘山县太平镇黄金村	商住用地	出让	6.93	6819.62
盘山县甜水乡大台子村	工业	划拨	90.91	11000.11
盘山县甜水乡大台子村	工业	划拨	54.00	6533.93
盘山县甜水乡大台子村	工业	划拨	126.18	15267.84
盘山县甜水乡大台子村	工业	划拨	69.58	8418.88
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	167.93	17800.33
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	199.46	21142.46
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	234.27	24832.60
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	240.96	25541.63
盘山县羊圈子镇	工业	划拨	250.64	26567.90
盘山县甜水镇	工业	划拨	27.91	2958.95
盘山县甜水镇	工业	划拨	186.23	19740.20
盘山县甜水镇	工业	划拨	54.66	5793.91
盘山县得胜镇后胡村	住宅用地	出让	5.23	1256.00
盘山太平镇贾家村	其他商服用地	出让	0.28	185.73
盘山太平镇贾家村	其他商服用地	出让	0.40	269.61
盘山太平镇贾家村	其他商服用地	出让	0.43	286.57
开发费用	--	--	--	39407.93
合计			**1746.23**	**263561.99**

附件 3 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.37	0.22	1.63
资产总额(亿元)	37.85	42.40	55.53
所有者权益(亿元)	34.42	36.02	38.32
长期债务(亿元)	1.50	2.40	8.35
全部债务(亿元)	1.50	2.40	8.35
营业收入(亿元)	3.66	1.92	3.56
利润总额(亿元)	1.95	0.48	1.09
EBITDA(亿元)	1.96	0.48	1.10
经营性净现金流(亿元)	-2.54	-2.01	-5.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.15	0.85	1.26
存货周转次数(次)	0.02	0.07	0.11
总资产周转次数(次)	0.19	0.05	0.07
现金收入比(%)	76.75	106.99	62.48
营业利润率(%)	40.74	12.33	12.65
总资本收益率(%)	4.41	1.74	3.67
净资产收益率(%)	4.59	1.32	2.61
长期债务资本化比率(%)	4.18	6.25	17.89
全部债务资本化比率(%)	4.18	6.25	17.89
资产负债率(%)	9.06	15.03	30.99
流动比率(%)	1950.24	1061.92	608.45
速动比率(%)	789.12	486.77	210.13
经营现金流动负债比(%)	-131.41	-50.70	-60.77
全部债务/EBITDA(倍)	0.77	4.97	7.62

附件 4 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/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 5 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