跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 892 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持盘山县国有资产经营有限公司主体长期信用等级为A^+，评级展望为稳定，维持“15盘山债”AA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

二零一七年六月二十二日

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：A^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 盘山债	6 亿元	2015/01/21-2022/01/21	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：2017 年 6 月 22 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	0.22	1.63	16.78
资产总额(亿元)	42.40	54.90	95.91
所有者权益(亿元)	36.02	38.31	52.69
短期债务(亿元)	--	--	0.48
长期债务(亿元)	2.40	8.35	21.68
全部债务(亿元)	2.40	8.35	22.16
营业收入(亿元)	1.92	3.56	2.98
利润总额(亿元)	0.48	1.08	1.34
EBITDA(亿元)	0.48	1.08	1.59
经营性净现金流(亿元)	-2.01	-5.38	-10.74
营业利润率(%)	12.33	11.95	40.98
净资产收益率(%)	1.32	2.58	2.53
资产负债率(%)	15.03	30.21	45.06
全部债务资本化比率(%)	6.25	17.89	29.61
流动比率(%)	1061.92	646.72	508.17
经营现金流动负债比(%)	-50.70	-65.37	-63.29
全部债务/EBITDA(倍)	4.95	7.70	13.97
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	7.16	1.38

分析师

许狄龙　赵起峰

邮箱：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）
网址：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，公司持续在资产注入、财政补助和政策支持等方面获得政府的大力支持；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力弱，存货和应收款项在资产中占比较高，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。

“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，经联合资信公开评级，确定盘锦建投的主体长期信用等级为 AApi。“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，联合资信维持公司主体长期信用等级为 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. 跟踪期内，公司持续在资产注入、财政补助和政策支持等方面获得政府的大力支持。
2. 公司作为盘山县城市基础设施建设的重要主体，具有区域业务优势。
3. “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. 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。
2. 跟踪期内，公司盈利能力有所增强，但利润总额对政府补助的依赖性仍较强。
3. 跟踪期内，公司存货和应收款项占比持续增长，且占比较高，对公司资金形成较大占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由盘山县国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

盘山县国有资产经营有限公司跟踪评级报告

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 5000.00 万元。跟踪期内，盘山国资办多次通过货币形式增加公司注册资本，共计 26112.82 万元（盘锦永正会计师事务所有限公司出具盘永正会师验[2016]003 号、009 号、019 号、023 号、027 号、034 号、035 号、038 号、039 号、040 号、046 号予以验证），截至 2016 年 11 月底，公司注册资本为 136784.82 万元。2016 年 12 月，根据相关股东会决议，盘山国资办将持有的公司 100%股权转让给盘山县国有资产管理局（以下简称“盘山国资局”）；同期，根据辽 2015101607 号、辽 2016022630 号及辽 2016042903 号协议，中国农发重点建设基金有限责任公司（以下简称“农发基金”）以货币形式对公司出资，共计 28300.00 万元，公司已对该笔注资进行工商变更，变更后注册资本 165084.82 万元。根据公司 2016 年度审计报告，注册会计师将该笔出资从“实收资本”调整至“长期应付款”核算。2016 年 12 月，盘山国资局通过货币形式增加公司注册资本，共计 15578.33 万元（盘锦永正会计师事务所有限公司出具盘永正会师验[2016]053 号予以验证，公司将该笔未办理工商变更的出资计入“实收资本”进行核算）。截至 2016 年底，公司注册资本 165084.82 万元，实收资本 152363.15 万元，盘山国资局持有公司 82.86%股权，农发基金持有公司 17.14%股权（见附件 1-1），盘山国资局为公司实际控制人。

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。

截至 2016 年底，公司内部下设综合部、财务部、项目管理部、融资部及动拆迁安置部 5 个职能部门（见附件 1-2）；公司拥有子公司 3 家，全部为全资子公司。

截至 2016 年底，公司资产总额 95.91 亿元，所有者权益 52.69 亿元；2016 年公司实现营业收入 2.98 亿元，利润总额 1.34 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2015 年发行 6 亿元企业债“15 盘山债”，募集资金用于府南、府西区基础设施建设项目。截至 2016 年底，公司募集资金已全部使用完毕，募投项目已竣工决算。根据公司与盘山县政府签订的代建协议，公司于 2016 年按净额法确认代建收入 1.15 亿元。2017 年 1 月 23 日，公司已结清该债券上一计息年度利息。

公司于 2016 年发行 8 亿元企业债“16 盘山债/16 盘山专项债”，募集资金用于盘山县中心城区地下综合管廊建设工程项目、盘山县停车场建设项目和补充营运资金。截至 2016 年底，盘山县中心城区地下综合管廊建设工程项目正在办理前期手续，盘山县中心城区停车场建设项目正在施工，高升停车场、物流园区停车场、主题公园停车场和北站停车场正在办理前期手续，“16 盘山债/16 盘山专项债”募集资金已使用 3.04 亿元，尚有 4.96 亿元未使用。2017 年 3 月 15 日，公司已结清该债券上一计息年度利息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增长幅度继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、

欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业与区域环境分析

1. 行业分析

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家

发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函[2016]88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预[2016]152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综[2016]11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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。全市下设一县、三区、两经济区，即盘山县、大洼区、双台子区、兴隆台区，以及辽东湾新区、辽河口生态经济区，下辖 29 个街道，29 个乡镇，占地总面积 4063 平方公里。

根据《盘锦市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》显示，全年地区生产总值 1007.1 亿元，按可比价格计算，比上年下降 4.2%。其中，第一产业增加值 121.3 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 458.4 亿元，下降 6.9%，第三产业增加值 427.4 亿元，下降 2.5%。三次产业增加值占地区生产总值的比重为 12.0：45.5：42.5。人均地区生产总值 70110 元。

2016 年，盘锦市全年固定资产投资（不含农户）601.4 亿元，比上年下降 38.8%。其中，建设项目投资 514.1 亿元，房地产开发投资 87.3 亿元。全年第一产业投资 13.1 亿元，占固定资产投资的比重为 2.2%；第二产业投资 277.4 亿元，占 46.1%；第三产业投资 310.9 亿元，占 51.7%。全年基础设施投资 173.8 亿元，占固定资产投资的比重为 28.9%。全年民间投资 331.0 亿元，占固定资产投资的比重为 55.0%。全年房屋施工面积 1313.7 万平方米；房屋竣工面积 206.6 万平方米。全年商品房销售面积 253.5 万平方米，其中住宅销售面积 224.2 万平方米；商品房销售额 95.5 亿元，其中住宅销售额 78.1 亿元。全年商品房待售面积 259.5 万平方米，同比下降 7.6%。

盘山县概况

盘山县位于盘锦市的北部，辽河下游，渤海之滨。东与台安县、海城市隔河相望，南与盘锦市区、大洼县毗邻，西连锦州市凌海市，北与锦州市北镇市接壤。盘山县面积 1735 平方公里，辖 10 个镇，117 个行政村，总人口 22.58 万人。

2016 年，盘山县实现可控财力 26.37 亿元，同比增长 12.33%，主要系一般预算收入和基金收入增长所致。2016 年一般预算收入完成 9.08 亿元，同比增长 29.65%。税收收入完成 7.04 亿元，同比增长 34.83%，税收收入占一般预算收入的比重为 77.52%，财政收入构成较好。2016 年，国有土地使用权出让收入快速上升至 4.09 亿元。

表 1　2014~2016 年盘山县财政收入统计表（单位：万元）

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
地方可控财力	**382031**	**234767**	**263711**
一般预算收入	**214815**	**70039**	**90808**
税收收入	140097	52207	70393
非税收入	74718	17832	20415
基金收入	**61128**	**25907**	**41359**
土地出让金	58065	24915	40927
其他	3063	992	432
上级补助收入	**105079**	**138342**	**131089**
返还性收入	5159	4633	5190
一般性转移支付	48573	55575	70309
专项转移支付	51347	78134	55590
预算外收入	**1009**	**479**	**455**

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有所下降，截至 2016 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 43.67 亿元，受盘山县整体财政收入情况转好影响，盘山县地方政府债务率快速下降至 165.61%，债务负担仍重。

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（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	436238.15	（一）地方一般预算收入	90808
1、外国政府贷款		1、税收收入	70393
2、国际金融组织贷款	28.45	2、非税收入	20415
3、国债转贷资金	250.91	（二）上级补助收入	131089
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	70309
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	55590
6、国内金融机构借款	71466	3、税收返还性收入	5190
7、债券融资	348335.75	（三）基金收入	41359
8、粮食企业亏损挂账		1、国有土地使用权出让金	40927
9、向单位、个人借款	8358.89	2、国有土地收益基金	
10、拖欠工资和工程款	7798.15	3、农业土地开发资金	432
11、其他		4、新增建设用地有偿使用费	
（二）担保债务余额	1003.83	（四）预算外财政专户收入	455
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			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
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	1003.83		
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	436740.07	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	263711
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			**165.61%**

资料来源：盘山县财政局

六、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，截至 2016 年底，注册资本 165084.82 万元，实收资本 152363.15 万元。其中，盘山国资局持有公司 82.86%股权，农发基金持有公司 17.14%股权，盘山国资局为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为盘山县基础设施建设的投资和营运管理主体，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，保障房建设，资产经营等，具有区域业务优势。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无重大变动。

截至 2016 年底，公司本部员工总数 15 人。其中管理人员 3 人、相关岗位人员 12 人；从学历来看，大学本科及以上学历的 12 人、高中以下学历的 3 人；从年龄来看，30 岁以下的 9 人，30~50 岁的 6 人。

总体看，跟踪期内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

跟踪期内，公司持续在资产注入、财政补助等方面获得政府的大力支持。

资产注入

（1）实物资产

2016 年，公司获得盘山县政府注入的房屋所有权等实物资产共计 8.87 亿元，公司计入“资本公积”进行核算。

表 3 2016 年政府对公司注入实物资产情况（单位：平方米、万元）

证号	面积	坐落	评估价值	记账方式
房权证太平镇字第201600701号	12772.00	太平镇	8701.68	固定资产、资本公积
房权证2016字第00589601号	3875.26	盘山县太平镇贾家村	1544.93	存货、资本公积
房权证2016字第00589602号	6368.35	盘山县太平镇贾家村	1486.04	存货、资本公积
房权证2016字第00589605号	414.05	盘山县太平镇贾家村	164.67	存货、资本公积
房权证2016字第00594388号	4632.43	盘山县太平镇贾家村	7400.11	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594389号	9752.29	盘山县太平镇贾家村	7978.35	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594390号	4436.23	盘山县太平镇贾家村	4125.02	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594391号	3672.51	盘山县太平镇贾家村	2655.26	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594392号	4454.25	盘山县太平镇贾家村	3658.10	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594393号	4581.68	盘山县太平镇贾家村	3493.20	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594394号	9265.89	盘山县太平镇贾家村	6634.81	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594396号	5248.80	盘山县太平镇贾家村	3832.65	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594397号	627.43	盘山县太平镇贾家村	4526.72	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594398号	6220.50	盘山县太平镇贾家村	4606.30	投资性房地产、资本公积
房权证2016字第00594399号	30023.52	盘山县太平镇贾家村	25347.53	投资性房地产、资本公积
盘山国用[2016]第100088号	36635.00	盘山县太平镇贾家村	2593.76	存货、资本公积
合计		--	**88749.14**	--

资料来源：公司提供

注:1.房权证太平镇字第 201600701 号房产在固定资产-房屋、建筑物中入账金额为 10232.53 万元，与资本公积入账价值差异为 1530.85 万元，原因系政府划拨房产后，公司缴纳与房产所在地的土地出让金及相关税费并取得盘山国用[2016]第 000012 号土地使用权证，将其计入“固定资产”核算所致；2.公司将盘山国用[2016]第 100088 号土地计入存货-开发成本-土地开发费用进行核算，故审计报告中存货-开发成本-土地明细中未披露。

（2）资本金

2016 年，公司获得盘山国资委及盘山国资局注入资本金共计 4.17 亿元，公司计入“实收资本”进行核算。

表 4　2016 年政府对公司注入货币资金情况（单位：万元）

出资人	验资报告号	注资时间	注资金额	记账方式
盘山国资委	盘永正会师验[2016]003号	2016.02.03	1500.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]009号	2016.03.30	1200.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]019号	2016.05.09	1435.32	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]023号	2016.06.17	1352.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]027号	2016.07.22	1500.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]034号	2016.08.23	3062.60	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]035号	2016.08.30	2456.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]038号	2016.09.19	3287.34	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]039号	2016.09.20	2000.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]040号	2016.09.20	7411.00	货币资金、实收资本
盘山国资委	盘永正会师验[2016]046号	2016.10.09	908.56	货币资金、实收资本
盘山国资局	盘永正会师验[2016]053号	2016.12.13	15578.33	货币资金、实收资本
合计	--	--	**41691.15**	--

资料来源：公司提供

注：盘永正会师验[2016]053 号注资未进行工商变更。

财政补助

跟踪期内，盘山县政府拨付专项资金用于盘山县市政基础建设。2016 年，公司收到盘山县财政局政府补贴共计 5678.05 万元（盘山字[2016]7 号及盘山字[2016]143 号），公司计入“营业外收入”核算。

总体看，公司是盘山县基础设施建设的投资和营运管理主体，跟踪期内持续获得盘山县政府在资产注入及财政补贴等方面的大力支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

公司营业收入由工程项目施工收入和资产出租收入构成。近两年，公司实现营业收入分别为 3.56 亿元和 2.98 亿元，2016 年较 2015 年收入减少的原因系工程项目施工版块收入减少所致。毛利率方面，2016 年公司综合毛利率为 41.69%，较上年增加 28.16 个百分点，主要系工程项目施工板块毛利率大幅增加所致。2016 年，公司房屋出租收入 0.12 亿元，毛利率为 4.18%。

表 5　2014~2016 年公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元，%）

行业名称	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程项目施工	1.92	100.00	13.04	3.56	100.00	13.53	2.86	95.82	42.23
资产出租	--	--	--	--	--	--	0.12	4.18	29.26
合计	**1.92**	**100.00**	**13.04**	**3.56**	**100.00**	**13.53**	**2.98**	**100.00**	**41.69**

资料来源：公司提供

1.　经营分析

工程项目施工

公司工程项目施工主要包括凤凰桥桐轩小区项目、农垦佳苑保障房项目、林翠广场、盘山县得胜镇景湖小区 2015 年棚户区改造工程、2015 年棚户区改造项目、盘山县新县城道路供水雨水管网工程及教育园等工程施工项目；2016 年，公司新增东北快递（电商）物流产业园项目、盘山县停车场建设项目、主题公园停车场建设项目、特色旅游基础设施建设项目及黄金村基础配套设施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的经营模式为委托代建（BT）模式。公司与盘山县人民政府签订的一系列项目《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最终价格，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、付款时间等内容。

公司少量工程项目施工的经营模式为政府购买服务。政府授权各部门作为实施主体进行政府服务采购，公司进行投标，中标后进行项目的建设，政府按照购买服务合同支付相关费用。公司与当地各级政府签订的一系列项目《委托代建购买服务协议》，接受各级政府或其授权部门的委托，受托代建项目。项目所涉及的除建筑安装工程费由公司投资外，项目建设其他费用也由公司投资并先行付款。当地政府需于前两年投入项目启动资金，项目建设期第三年开始每年投入委托代建资金及服务费直至项目建设期结束为止。

2016 年，公司共确认代建收入 2.86 亿元。其中，经四路工程（1482.83 万元）、曙北六号路工程（289.01 万元）、曙北七号路工程（925.05 万元）及凤凰桥桐轩小区工程的代建收入（1.43 亿元）采用全额法结转收入，确认收入时借记“应收账款”、贷记“营业收入”，确认成本时借记“营业成本”、贷记“开发成本”；府南府西区块基础设施建设工程（1.15 亿元）采用净额法结转收入，确认收入时借记“应收账款”，贷记“营业收入”和“开发成本”，不确认营业成本。受此影响，公司代建收入下降至 2.86 亿元，同比减少 0.70 亿元；代建业务毛利率 42.23%，同比大幅上升 28.70 个百分点。

土地开发经营

截至 2016 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地共计 1739.89 万平方米（体现在“存货”中“开发成本科目”），包括工业用地 1702.72 万平方米和商住用地 37.17 万平方米（见附件 3）。

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 2016 年底，公司土地价值合计 22.47 亿元，土地开发费用合计 4.60 亿元。

2. 未来发展

公司将继续推进工程项目施工建设，并根据盘山县政府规划，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。

东北快递（电商）物流产业园项目

东北快递（电商）物流产业园位于盘山县太平镇贾家村，毗邻京哈、丹锡、盘海营、阜盘等高速公路，系盘山县政府充分发挥区位交通枢纽优势，全力打造集快递中转、电商仓储、电商二次加工、车辆服务、快递培育基地、综合商业服务为一体的国家级示范物流园区。园区占地面积2.61平方公里，一期预计投资12.23亿元，截至2016年底，已投资1.50亿元，已进驻快递仓储企业13家。

盘山县高标准农田建设项目

盘山县是国家级现代农业示范区和省级水稻现代农业示范区，经过多年的农田基本建设，目前已完成高标准基本农田23万亩。盘山县政府充分发挥此优势，对全县的基本农田实施升级改造，实现基本农田方田化、排灌系统工程化、作业道路标准化、农田环境优美化、农田管理集约化、农田功能多元化的“六化”标准，在全县范围内实现高标准基本农田全覆盖。盘山县高标准农田建设项目预计总投资28.64亿元。

截至 2016 年底，公司在建和拟建项目总投资合计为 128.90 亿元，截至 2016 年底，已完成投资 10.70 亿元，公司未来面临较大的融资压力。

表 6 截至 2016 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	截至 2016 年底已投资
凤凰桥桐轩小区	30000	13001.02
农垦佳苑（保障性安居工程）	27000	3268.00
盘山县太平镇独立工矿区改造搬迁项目	95800	320.85
2015 年棚户区改造项目（第一批）	182273	1019.43
2015 年棚户区改造项目（第二批）	111375	37.40
盘山县新县城道路、供水、雨水管网工程	44190	1935.35
林翠广场	35173	3811.11
东北快递（电商）物流产业园项目	122300	15037.67

项目名称	总投资	截至 2016 年底已投资
盘山县停车场建设项目	28600	10116.61
盘山县新县城旅游基础设施建设项目	23000	4.00
盘山县创新创业孵化基地建设项目	28600	4.00
盘山县高标准农田建设项目	286404	8.00
盘山县中心城区地下综合管廊建设工程	89806	4.00
主题公园停车场	5000	904.43
物流园停车场	15000	11.93
特色旅游基础设施建设项目	23000	6615.47
盘山县得胜镇景湖小区 2015 年棚户区改造工程	35767	6394.26
高升聚兴诚小区项目	8500	1.30
黄金村基础配套设施项目	32000	4354.35
盘山县城镇污水处理设施及污水管网工程	25000	148.37
教育园	34200	34214.00
体育馆	6000	5799.05
合计	**1288988**	**107010.60**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）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 2016 年底，公司资产总额 95.91 亿元，所有者权益 52.69 亿元；2016 年公司实现营业收入 2.98 亿元，利润总额 1.34 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 95.91 亿元，同比增长 74.70%，主要系流动资产大幅增加所致。截至 2016 年底，公司资产构成中流动资产和非流动资产占资产总额比重分别为 89.94%和 10.06%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 86.26 亿元，同比增长 61.92%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增加所致。公司流动资产由货币资金（占比 19.46%）、应收账款（占比 11.01%）、预付款项（占比 6.42%）、其他应收款（占比 18.40%）和存货（占比 44.72%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 16.78 亿元，较上年底增加 15.15 亿元，主要系新增借款和成功发行债券所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 99.99%）。截至 2016 年底，公司受限制资金 0.50 亿元，为用于质押的定期存款。

截至 2016 年底，公司应收账款 9.49 亿元，同比增长 173.05%，主要系应收盘山县财政局欠款增加所致。从组成上看，由按账龄组合计提坏账准备的应收账款（0.15 亿元）和按信用较高的政府部门组合计提坏账准备的应收账款（9.54 亿元）构成。从集中度看，公司应收账款集中度高，其中应收盘山县财政局欠款占比 98.50%。截至 2016 年底，公司已计提坏账准备 0.19 亿元，计提比例 2.00%，计提比例较低。

总体来看，公司应收账款较为集中，多为政府相关部门欠款，回收风险较低。

截至 2016 年底，公司预付款项 5.54 亿元，同比上升 123.04%，主要系公司开工项目较多，相应预付款增加所致。从账龄上看，公司预付款项账龄较为集中，1 年以内占 88.08%，1~2 年占 11.02%，2~3 年占 0.90%。

表 7　截至 2016 年底公司预付账款前 5 名

（单位：万元、%）

欠款单位	账面余额	占比	款项性质
盘山县国盛房地产开发有限公司	12617.97	22.77	工程款
沈阳汇之鑫房地产有限公司	9781.63	17.65	工程款
盘锦天时房地产开发有限公司	8605.13	15.53	工程款
辽河石油勘探局筑路工程公司	7080.00	12.78	工程款
盘锦鼎顺建筑工程有限公司	5365.00	9.68	工程款
合计	**43449.73**	**78.42**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款 15.87 亿元，同比增长 52.77%，主要系公司与盘山县财局往来款增加所致。从组成上看，由按账龄组合计提坏账准备的其他应收款（3.36 亿元）和按信用较高的政府部门组合计提坏账准备的其他应收款（12.86 亿元）构成；账龄组合中，1 年以内占比 70.81%，1~2 年占比 0.01%，2~3 年占比 29.12%；从集中度看，前 4 名单位合计 12.84 亿元，占其他应收款总额的 79.16%。截至 2016 年底，公司已计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例 2.19%，计提比例较低。整体看，其他应收款主要是与政府部门及市内平台公司的往来款，安全性较高；但考虑到其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 8　截至 2016 年底其他应收款余额较大单位情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
盘山县财政局	119484.82	1 年以内	73.65
盘山县国有资产管理委员办公室	6473.37	1 年以内	3.99
盘山县房屋征收补偿安置办公室	2000.00	1 年以内	1.23
盘山县公共资源交易中心	459.37	1 年以内	0.28
合计	**128417.56**	--	**79.16**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货 38.57 亿元，同比增长 9.30%，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，划拨土地占比较高。截至 2016 年底，用于抵押的土地使用权账面价值为 13.06 亿元（见附件 3）。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 9.65 亿元，较上年底增加 8.02 亿元，主要系公司投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 76.02%）和固定资产（占比 22.05%）构成。

2016 年公司新增投资性房地产。截至 2016 年底，公司投资性房地产 7.34 亿元，主要系政府注入资产所致。从组成看，全部为房屋、建筑物。公司投资性房地产采用成本法进行计量。2016 年底，公司投资性房地产无用于抵押的房屋、建筑物。

截至 2016 年底，公司固定资产 2.13 亿元，较上年底增加 1.73 亿元，主要系在建工程竣工后结转及政府注入资产所致。从组成看，主要为房屋、建筑物，占固定资产的 99.53%。截至 2016 年底，公司固定资产无用于抵押的房屋、建筑物。

跟踪期内，公司资产规模保持较快增长，以流动资产为主，流动资产中存货和应收款项占比大。公司资产流动性较差，整体资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 52.69

亿元，同比增长 37.53%，主要系实收资本及资本公积增加所致。公司所有者权益由实收资本（占比 28.92%）、资本公积（占比 59.08%）以及未分配利润（占比 12.00%）构成。其中实收资本 15.24 亿元，同比增长 37.67%，主要系股东注入现金 4.17 亿元据以增加注册资本；资本公积 31.13 亿元，同比增长 39.88%，主要系股东划拨的房屋资产所致；未分配利润 6.32 亿元，同比增长 26.75%。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 43.22 亿元，同比增长 160.55%，主要系非流动负债大幅增加所致，受此影响，非流动负债占比较 2015 年底增加 10.39 个百分点。公司负债中流动负债占 60.72%，非流动负债占 39.28%，负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2016 年底，受其他应付款增加影响，公司流动负债同比增长 106.06%，为 13.10 亿元，其中应付账款和其他应付款分别占比 12.30%和 77.17%。

截至 2016 年底，公司应付账款 2.09 亿元，较上年底增加 1.87 亿元，主要系公司应付工程款大幅增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 13.10 亿元，同比增长 90.51%。主要系与盘锦建设投资有限责任公司往来款增加所致。按账龄分析，1 年以内占比 51.29%，1~2 年占比 28.26%，2~3 年占比 20.45%。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 26.24 亿元，同比增长 214.30%，主要系公司中长期融资增加所致。公司非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占比 29.68%、52.94%和 17.38%。截至 2016 年底，公司长期借款 7.79 亿元，全部为保证借款。2016 年 3 月 15 日公司发行“16 盘山债/16 盘山专项债”，发行规模 8 亿元，债券期限 7 年。截至 2016 年底，公司应付债券余额 13.89 亿元。2016 年，公司新增长期应付款，为中国农发重点建设基金有限公司股权投资款。截至 2016 年底，公司长期应付款 4.56 亿元。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务合计 22.16 亿元，同比增长 165.46%，公司债务结构以长期债务为主，占比 97.83%。受有息债务大幅增长影响，截至 2016 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.06%、29.61%和 29.15%，较 2015 年底分别上升 14.85 个、11.72 个和 11.26 个百分点。

跟踪期内，公司负债以长期债务为主，债务负担上升较快，但仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入主要来源于工程施工项目收入。2016 年，公司营业收入 2.98 亿元，同比下降 16.17%，主要系公司本年度对建设移交方式的工程施工核算方法由全额法改为净额法所致。2016 年公司整体营业利润率为 40.98%，较 2015 年增加 29.03 个百分点。

公司期间费用由管理费用和财务费用组成，无销售费用。2016 年，公司管理费用 888.32 万元，同比增长 127.27%，主要系公司新增固定资产，导致折旧费大幅增长所致；同期，公司财务费用金额为 1041.28 万元，主要系新增短期借款，其借款利息费用化所致。跟踪期内，公司期间费用收入比 6.47%，同比上升 5.38 个百分点，期间费用控制能力有所减弱。

2016 年公司利润总额为 1.34 亿元，同比增长 24.10%，其中补贴收入为 0.57 亿元，较 2015 年减少 0.16 亿元。整体看，公司利润总额对政府补助的依赖程度呈下降趋势。

从盈利指标情况看，受所有者权益快速增长影响，2016 年公司总资本收益率 1.81%，较 2015 年减少 0.31 个百分点；同期，公司净资产收益率 2.53%，较上年下降 0.05 个百分点。受公司经营职能所限，跟踪期内，公司总资本收

益率及净资产收益率持续在较低水平，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下降，但公司营业利润率的大幅上升，使公司利润总额增加。

5. 现金流

2016 年公司经营活动现金流入量为 19.35 亿元，同比增长 267.96%，主要系收到其他与经营活动有关的现金 17.47 亿元，较 2015 年的 3.03 亿元大幅提高，具体为公司收到的往来款增加所致。销售商品、提供劳务收到的现金 1.87 亿元，同比下降 15.80%，主要系主营业务回款较差所致。2016 年公司现金收入比 62.75%，较 2015 年上升 0.27 个百分点，公司收现质量仍较差。2016 年公司经营活动现金流出量 30.09 亿元，同比增长 182.74%，主要系支付其他与经营活动有关的现金 23.94 亿元，较 2015 年的 3.19 亿元大幅提高，具体为公司支付的往来款增加所致。2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 6.10 亿元，同比下降 18.13%，主要系工程施工项目和土地开发投入减小所致。公司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。2016 年，公司投资活动净流量极小，为 0.16 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入来自股东增资、取得借款、发行债券和其他筹资取得的现金。2016 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金为 8.87 亿元，主要系收到棚改资本金（2.37 亿元）、农发重点建设资金（2.83 亿元）、独立工矿基金（0.25 亿元）及财政划拨款转付款（3.42 亿元），上述款项为无息往来款，公司在资产负债表中将其计入“其他应付款”进行核算。公司筹资活动现金流出主要是偿还银行贷款本金及利息和发行债券的还本付息支出。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额 26.05 亿元，同比增长 283.20%，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，维持较低水平，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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016 年底公司流动比率上年底有所下降，为 508.17%，主要系流动负债增速低于流动资产增速所致；速动比率较上年底有所上升，为 280.93%，主要系本年货币资金大幅增长所致。近两年，公司经营现金流动负债比均为负值，对公司流动负债不具有保障能力。考虑到公司短期有息债务仅 0.48 亿元，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 1.08 亿元和 1.59 亿元。截至 2016 年底公司全部债务/EBITDA 为 13.97 倍，较 2015 年底的 7.70 倍大幅提高，主要系公司有息债务大幅增长所致。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司对外担保余额 1.37 亿元，担保比率为 2.60%。担保企业主要包括盘山县国源建设投资有限公司（担保金额：0.72 亿元）、辽宁胜友橡胶科技有限公司（担保金额：0.30 亿元）、辽宁华原葡萄酒庄有限公司（担保金额：0.20 亿元）和盘锦希望天承农牧有限公司（0.15 亿元，此笔担保审计报告未披露）。总体来看，被担保企业均正常运营，公司担保比率较低，或有负债风险较小。

截至 2016 年底，公司获得银行授信总额 8.50 亿元，已使用额度 6.89 亿元，公司间接融资渠道亟需拓宽。

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（机构信用代码：G1021112200026530A），截至 2017 年 5 月 10 日，公司未结清业务中无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及盘锦市盘山县区域及财力状况、盘山县财政和盘山县政府对公司在资产注入、财政补贴及政策上等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十、存续期内债券偿债能力

“15 盘山债”发行额度 6.00 亿元，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;“16 盘山债/16 盘山专项债”发行额度 8.00 亿元，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。公司 EBITDA 为上述两期债券本金分期偿付峰值的 0.57 倍，保障程度弱。

2016 年公司经营活动现金流入量为 19.35 亿元，为上述两期债券本金分期偿付峰值的 6.91 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较好。2016 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，公司经营活动现金流入量对存续期债券分期偿付峰值保障程度较好。

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及盘山县停车场。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。

2016 年，盘锦市全年公共财政预算收入 100.5 亿元，比上年增长 5.7%。其中，各项税收 82.2 亿元，比上年增长 6.0%。在各项税收中，增值税 28.6 亿元，增长 91.1%；营业税 10.6 亿元，下降 40.2%；企业所得税 4.9 亿元，增长 28.2%；个人所得税 2.0 亿元，下降 29.0%；房产税 2.5 亿元，增长 15.4%。

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。

截至 2016 年底，盘锦建投资产总额 455.62 亿元，所有者权益 208.17 亿元；2016 年盘锦建投实现营业收入 14.22 亿元，利润总额 2.01 亿元。同期，盘锦建投 EBITDA 为 12.88 亿元，为“15 盘山债”本金分期偿付金额的 10.73 倍；2016 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 56.94 亿元和 8.43 亿元，为“15 盘山债”本金分期偿付金额的 47.45 倍和 7.03 倍。跟踪期内，盘锦建投经营活动现金流量净额对“15 盘山债”本金分期偿付金额的保障能力强。

经联合资信公开评级，盘锦建投主体长期信用等级为 AApi，盘锦建投担保实力较强，可有效增强“15 盘山债”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 2016 年底，东北中小再担保资产总额 47.62 亿元，负债总额 14.52 亿元，所有者权益合计 33.10 亿元。2016 年实现营业收入 4.55 亿元，其中担保业务收入 2.20 亿元，利息收入 2.29 亿元，投资收益 589.79 万元；全年实现净利润 0.67 亿元。截至 2016 年底，公司担保余额 274.78 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。

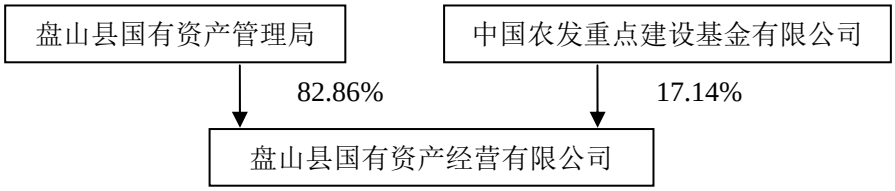
综上所述，“15 盘山债”和“16 盘山债/16 盘山专项债”分别由盘锦建投和东北中小再担保提供担保，有效增强了公司存续债券的偿付保障能力。

十二、结论

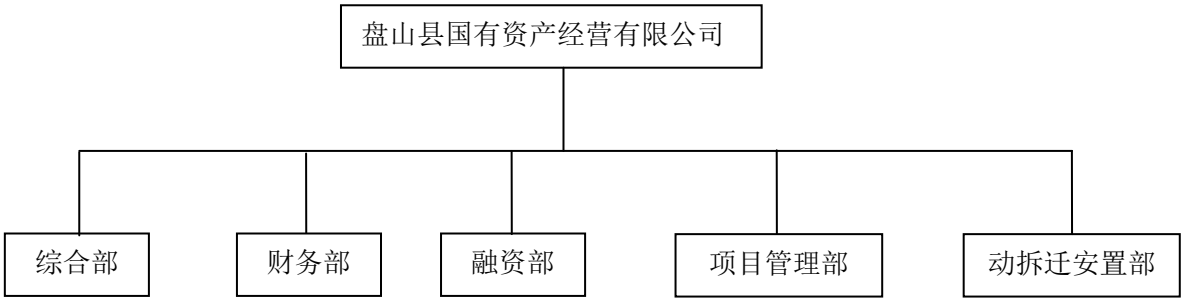
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 A^+，评级展望为稳定，并维持“15

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 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.22	1.63	16.78
资产总额(亿元)	42.40	54.90	95.91
所有者权益(亿元)	36.02	38.31	52.69
短期债务(亿元)	--	--	0.48
长期债务(亿元)	2.40	8.35	21.68
全部债务(亿元)	2.40	8.35	22.16
营业收入(亿元)	1.92	3.56	2.98
利润总额(亿元)	0.48	1.08	1.34
EBITDA(亿元)	0.48	1.08	1.59
经营性净现金流(亿元)	-2.01	-5.38	-10.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.10	1.26	0.46
存货周转次数(次)	0.15	0.11	0.05
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.04
现金收入比(%)	106.99	62.48	62.75
营业利润率(%)	12.33	11.95	40.98
总资本收益率(%)	1.24	2.12	1.81
净资产收益率(%)	1.32	2.58	2.53
长期债务资本化比率(%)	6.25	17.89	29.15
全部债务资本化比率(%)	6.25	17.89	29.61
资产负债率(%)	15.03	30.21	45.06
流动比率(%)	1061.92	646.72	508.17
速动比率(%)	486.77	218.31	280.93
经营现金流动负债比(%)	-50.70	-65.37	-63.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	7.16	1.38
全部债务/EBITDA(倍)	4.95	7.70	13.97

附件 3　公司存货开发成本土地明细表

（单位：平方米、万元）

名称	地类(用途)	使用权类型	面积	金额	是否抵押
盘山国用（2013）第 000150 号	商住用地	出让	66670	6557.40	是
盘山国用（2013）第 000151 号	商住用地	出让	66670	6557.40	是
盘山国用（2013）第 000152 号	商住用地	出让	60336	5934.42	是
盘山国用（2013）第 000153 号	商住用地	出让	46669	4590.18	是
盘山国用（2013）第 000154 号	商住用地	出让	62003	6098.38	是
盘山国用（2013）第 000155 号	商住用地	出让	69336	6819.62	是
盘山国用（2010）第 000902 号	工业	划拨	909100	11000.11	否
盘山国用（2011）第 000049 号	工业	划拨	540003	6533.93	否
盘山国用（2011）第 000108 号	工业	划拨	1261805	15267.84	否
盘山国用（2011）第 000124 号	工业	划拨	695775	8418.88	否
盘山国用（2010）第 300001 号	工业	划拨	1679276	17800.33	是
盘山国用（2010）第 300002 号	工业	划拨	1994572	21142.46	是
盘山国用（2010）第 300003 号	工业	划拨	2342698	24832.60	是
盘山国用（2010）第 300004 号	工业	划拨	2409588	25541.63	是
盘山国用（2010）第 300005 号	工业	划拨	2506406	26567.90	是
盘山国用（2010）第 300006 号	工业	划拨	279146	2958.95	是
盘山国用（2010）第 300007 号	工业	划拨	1862283	19740.20	是
盘山国用（2010）第 300008 号	工业	划拨	546595	5793.91	是
盘山国用（2016）第 100088 号	其他商服	出让	36635	2593.43	否
合计	--	--	**17435566**	**224749.57**	--

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4　公开评级信用等级设置及其含义

评级符号后标有“pi”表示该信用等级是联合资信使用已公开的财务资料或其它公开信息作为分析的依据，而主动给定的信用等级符号。这类评级所依据的资料不及委托评级全面，评级结果的客观性可能会受到影响。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。详见下表：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务