

信用等级公告

联合[2016]141号

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年度小微企业增信集合债券进行了主动评级，确定：

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司拟发行的 2015 年度小微企业增信集合债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年一月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司

2015 年度小微企业增信集合债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA_{pi}

本次债券发行额度：12 亿元

本次债券期限：3+1 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：向小微企业发放委托贷款

评级时间：2016 年 1 月 11 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	22.97	43.26	48.63
所有者权益(亿元)	22.42	36.59	37.52
长期债务(亿元)	0.15	5.20	8.09
全部债务(亿元)	0.45	5.41	9.06
营业收入(亿元)	0.95	1.25	1.34
净利润(亿元)	1.10	1.36	0.91
EBITDA(亿元)	1.14	1.48	1.38
经营性净现金流(亿元)	-0.06	-0.82	-3.61
营业利润率(%)	100.00	100.00	99.75
净资产收益率(%)	6.28	4.62	2.44
资产负债率(%)	2.36	15.43	22.85
全部债务资本化比率(%)	1.97	12.88	19.45
流动比率	56.53	20.94	11.81
EBITDA/全部债务(倍)	2.52	0.27	0.15
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.09	0.12	0.11

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

②本报告中数据如无特别注明均为合并口径；

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为盘县和红果经济开发区（以下简称“红果经开区”）主要的城市基础设施建设开发主体，在资本及资产注入、委托代建、财政补贴等方面获得盘县政府及红果经开区管委会的大力支持。同时联合评级也关注到，公司经营业务单一、收入规模较小、资产流动性弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

盘县经济稳步增长，红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进，自身经济实力将得到进一步增强，良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

为增强本次债券偿付能力，公司设立了包括政府风险缓释基金在内的多重还款保障，并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户。基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券偿付风险低。

优势

1. 盘县作为贵州省唯一一个百强县，近年来经济稳步增长，财政实力不断增强；红果经开区产业定位明确，基建项目及招商引资持续推进，为公司发展创造了良好的外部环境。

2. 公司作为盘县和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体，在资本及资产注入、委托代建、财政补贴等方面获得盘县政府及红果经开区管委会的大力支持。

3. 公司资产规模增长迅速，盈利能力较好，同时整体债务负担较轻。

4. 公司设立了包括政府风险缓释基金在内的多重还款保障，并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专

户，本次债券偿付风险低。

关注

1. 公司经营运作市场化程度较低，且业务单一，期间费用对利润侵蚀明显。
2. 公司资产以存货为主，整体资产流动性弱。
3. 政府注入土地未来实现收入具有一定不确定性。
4. 公司业务集中在盘县，对盘县未来的发展规划依赖程度较高，存在一定的业务集中风险。
5. 小微企业贷款回收风险较大，对公司风险管控能力提出了一定的挑战；相关基金吸收损失效用有限，公司面临一定代偿风险，若发生代偿，公司集中偿付压力大。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

岳俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由贵州省红果经济开发区开发有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因贵州省红果经济开发区开发有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与贵州省红果经济开发区开发有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

张建新 岳俊

联合信用评级有限公司



一、主体概况

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）于1998年11月6日由贵州省红果经济开发区开发总公司改制组建设立，初始注册和实收资本为1,100万元，由贵州红果经济开发区管理委员会（以下简称“红果经开区管委会”）全额出资，其出资比例占注册资本的100%。公司企业性质为有限责任公司（国有独资）。2001年8月25日，红果经开区管委会根据《关于将土地使用权等资产投入红果经济开发区开发总公司的决定》（红管会〔2001〕15号），决定以实物资产对公司增资，增资后红果经开区管委会对公司出资额为5,180万元，占注册资本的100%。2014年10月28日，公司决定增资至100,000万元，增资后注册资本由红果经开区管委会委托贵州红果经济开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）代认缴，并承诺于2034年12月31日前缴足。公司增资后的出资情况为经开区财政局出资100,000万元，占注册资本的100%。

根据盘县人民政府2014年第16次常务会议纪要《关于研究承办六盘水市第一届旅发大会等事宜的纪要》，盘县人民政府决定将公司51%股权划转至盘县财政局。2014年11月6日，公司股东决定划转上述股权。股权变更后公司的股东结构为：盘县财政局以货币出资51,000万元，占注册资本的51%，承诺于2034年12月31日前缴足；经开区财政局以货币出资49,000万元，占注册资本的49%，承诺于2034年12月31日前缴足。

基于以上公司股权结构及注册资本的变更，截至2014年底，公司注册资本为100,000万元，实收资本为5,180万元，盘县人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后作凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（市政工程施工、污水处理；建材、园林绿化、矿山设备、机电产品、矿产品、五金家电、日用百货、农副土特产）

公司内部设立办公室、财务部、项目部、物业部、融资部、安保部共6个职能部门（详见附件1）。截至2014年底，公司纳入合并报表范围的子公司1家（贵州省盘县红腾开发投资有限公司，以下简称“红腾公司”，公司对其持股比例为100%）。

截至2014年底，公司合并资产总额为48.63亿元，所有者权益合计37.52亿元（无少数股东权益）；2014年，公司实现营业收入1.34亿元，净利润0.91亿元；经营活动现金流量净额-3.61亿元，现金及现金等价物增加额-1.48亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市红果经济开发区管委会；法定代表人：何衍江。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行小微企业增信集合债券总额为12亿元（以下简称“本次债券”）。

本次债券为4年期，并设置公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。在本次债券存续期的第3年末，公司可选择上调或下调本次债券票面利率0至300个基点（含本数），债券票面年利率为本次债券存续期前3年票面年利率加上调整基点，在债券存续期内后1年固定不变。公司将于本次债券第3个计息年度付息日前的第15个工作日刊登关于是否调整本次债券票面利率以及调整幅度的公告和本次债券回售实施办法公告，投资者选择将持有的本次债券全部或部分回售给公司的，须于公司发出关于是否调整本次债券利率及调整幅度公告后的5个工作日内进行登记；若投资者未

做登记，视为继续持有债券并接受上述调整。

本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计息，本金自其兑付日起不另计息。

本次债券无担保。

2. 本次债券投向

公司将本次债券募集资金全部委托中国工商银行股份有限公司六盘水分行（以下简称“工行六盘水分行”）以委托贷款形式投放于经工行六盘水分行推荐并经公司确认的，位于盘县人民政府管辖区域内或者经盘县人民政府同意的其他区域的小微企业。

3. 募集资金使用操作流程

①确定小微企业名单。由工行六盘水分行严格按照自营贷款的标准和程序，协助公司认真审慎选择符合条件的小微企业贷款发放对象，并确定小微企业名单，提交公司最终书面确定，但公司不得直接指定小微企业名单。

②募集资金的归集、投放与监管。募集资金归集至公司在工行六盘水分行开立的募集资金专项账户，通过工行六盘水分行以委托贷款形式投放给小微企业，工行六盘水分行负责债券募集资金按发行文件与合同约定使用。

③债券存续期内资金的监控与回收。根据公司的另行专项委托，工行六盘水分行负责监管募集资金使用情况，并协助公司督促小微企业在委托贷款到期时还本付息，湘财证券股份有限公司（以下简称“湘财证券”）在债券到期时协助公司归集偿债资金，办理本金及利息偿付。

4. 募集资金委托贷款对象和集中度的要求

① 本次债券募集资金委托贷款对象要求。本次债券募集资金委贷对象应同时满足以下条件：
a.符合《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号）中的中型、小型、微型企业划型标准规定；
b.所在行业符合国家产业政策；
c.与公司无隶属、代管或股权关系；
d.在工商银行六盘水分行中无不良信用记录；
e.现阶段商业银行对信用贷款对象提出的其他条件。

② 本次债券募集资金委托贷款集中度的要求。对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过1,000万元且不得超过本次债券募集资金规模的3%。同一控制人下的企业，合计获得委贷资金不得超过上述规定数额和比例。

5. 委托贷款利率的确定

工行六盘水分行严格按照自营贷款的标准和程序，对向合格的小微企业发放委托贷款的方案包括贷款规模、期限、利率、结息方式等提供建议，公司有权进行接受或者否决，但不得变更贷款方案的内容。

6. 偿债资金来源

本次债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。同时，为保证投资者利益，公司与盘县人民政府、工行六盘水分行、湘财证券签订了《关于合作发行“小微企业增信集合债券”的框架协议》（以下简称“《四方协议》”），设置了包括风险储备基金和政府风险缓释基金在内的多层风险缓释措施。工行六盘水分行指定中国工商银行股份有限公司盘县支行代表工行六盘水分行负责所有具体工作，但中国工商银行股份有限公司盘县支行须依据工行六盘水

分行的贷款政策和风控标准开展具体工作。

公司本次债券募集资金偿还来源将按照下列资金来源顺序偿还。

①小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。

②风险储备基金：公司在本次债券募集资金投放过程中获得的利差收入（即公司已收到的委托贷款利息与已支付的债券兑付利息之间的差额）组成本次债券的风险储备基金，由工行六盘水分行统一在募集资金专项帐户中进行管理和监督，在本次债券本息全部到期清偿前，公司不得自行提取，从而形成本次债券的第一层风险缓释机制。

③政府风险缓释基金：盘县人民政府承诺将按照本次债券发行规模的5%由当地财政直接划拨资金，作为债券的风险缓释基金。若本次债券到期时，公司使用小微企业归还的贷款本息（含罚息）及风险储备基金仍不足以对债券本息进行清偿，盘县人民政府和公司双方不可撤销地授权工行六盘水分行将专项账户中的资金划拨至公司在工行六盘水分行开立的“偿债资金专项账户”中，用于清偿债券的本金及利息。

④如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需求，将由公司以自身日常经营资金补偿。

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）认为，小微企业贷款回收风险较大，且公司负责工行六盘水分行遴选推荐的小微企业的最终确认，并最终确定发放贷款利率，对公司风险管控能力提出了一定的挑战。

三、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公司通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的融资环境及 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公司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，严控公司债风险。

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公司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公司贷款风险管控工作。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 年政府融资公司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公司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、省会城市融资公司和从事保障房、公路类融资公司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公司得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资公司逐步出现两极分化，有条件的公司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，无条件的公司将出现功能弱化，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. 小微企业发展意义

小型微型企业是社会主义市场经济的基础组成部分，在国民经济体系中发挥着不可或缺的重要作用。支持小微企业发展：一是有利于促进经济增长和实现社会发展。小微企业数量众多、分布行业及区域广泛，丰富了我国多元化实体经济成分，对国内生产总值和财政收入的贡献逐步提高，已经成为经济社会发展的主要动力之一。二是有利于切实改善民生和维护社会稳定。小微企业能创造大量就业机会，提供惠及大众的产品和服务，在增加收入、改善民生、稳定社会方面发挥着不可替代的关键作用。三是有利于推动经济调整与鼓励创业创新。小微企业经营机制灵活、敢于尝试创新，在战略性新兴产业中发挥着独特积极作用，有效带动了产业升级、经济结构优化，加快经济发展由要素驱动向创新驱动的转变速度。因此，不断改进和完善小微企业金融服务，有效支持小微企业健康发展和科学转型，体现了促进小微企业更好发挥维护社会稳定作用、夯实经济可持续发展基础和践行“稳中求进”理念。

2014年9月17日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步扶持小微企业发展推动大众创业万众创新，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难。

会议指出，小微企业是发展的生力军、就业的主渠道、创新的重要源泉。在推进简政放权，尤其是实施商事制度改革后，新设企业大幅增加。加大对小微企业、个体工商户特别是在改革中新生者的扶持，让它们在公平竞争中搏击壮大，可形成示范效应，推动大众创业、万众创新，也能增添社会活力和发展内生动力，促进经济稳定增长和民生改善。会议确定，在继续实施好现有小微企业支持政策的同时，重点推出以下新政策：一是加大进一步简政放权力度。加快清理不必要的证照和资质、资格审批，为小微企业降门槛、除障碍。二是加大税收支持。在现行对月销售额不超过2万元的小微企业、个体工商户和其他个人暂免征收增值税、营业税的基础上，从2014年10月1日至2015年底，将月销售额2~3万元的也纳入暂免征税范围。对小微企业从事国家鼓励类项目，进口自用且国内不能生产的先进设备，免征关税。三是加大融资支持。采取业务补助、增量业务奖励等措施，引导担保、金融和外贸综合服务机构为小微企业提供融资服务。鼓励银行业金融机构单列小微企业信贷计划，鼓励大银行设立服务小微企业专营机构。推动民间资本依法发起设立中小银行等金融机构取得实质性进展。四是加大财政支持。对吸纳就业困难人员就业的小微企业，给予社会保险补贴。政府以购买服务等方式，为小微企业免费提供技能培训、市场开拓等服务。高校毕业生到小微企业就业，由市、县公共就业人才服务机构免费保管档案。五是加大中小企业专项资金对小微企业创业基地的支持，鼓励地方中小企业扶持资金将小微企业纳入支持范围。六是加大服务小微企业的信息系统建设，方便企业获得政策信息，运用大数据、云计算等技术提供更有效服务。会议要求，各地各部门要确保政策尽快落实，并适时提出进一步措施，帮助小微企业赢得“大未来”。

3. 区域经济和财政实力

公司主要从事盘县及红果经开区基础设施建设和土地一级开发等业务，其经营发展受盘县及红果经开区经济和财政实力的影响。

盘县经济概况

盘县地处滇黔桂三省区结合部，是贵州西大门，是贵州省第一个也是唯一一个入选全国百强的县（市、区）；在全省经济发展增比进位综合评比中预排名第2，被誉为“滇黔锁钥”、“川黔要塞”、“金三角下的一颗明珠”。

盘县物产丰富，现已探明的矿产资源有煤、铁、铜、黄金等20多种，其中煤炭资源以储量大、品种全、质量优等特点著称，现已探明储量105亿吨，远景储量380亿吨，储量分别占全市、全省的60%和15%，是贵州省的重点产煤县和“黔电送粤”重要电源点，被誉为“煤电之都”。

盘县交通便利，320国道、国家高速公路G60镇胜段横穿东西，212省道和在建的水盘高速公路纵贯南北，“一横一纵一环线”公路网和100分钟县域经济圈基本建成，长（沙）昆（明）快速铁路客运专线、毕（节）水（城）兴（义）高速公路加快建设。东起上海、西至昆明的东西向铁路干线沪昆高速铁路线正在施工中，是国家中长期铁路网规划中“四纵四横”的快速客运通道之一，预计2016年3月完工通车，目前盘县正在建设位于两河新区的高铁站，建成后将更大地增强盘县与其他城市的交流与合作。贵（阳）昆（明）铁路盘西支线、南（宁）昆（明）铁路、水（城）红（果）铁路在盘县县城红果交汇，已成为贵州省西部重要陆路交通枢纽，商贸物流发展快速。

2012~2014年，盘县分别完成地区生产总值300.72亿元、361.72亿元和426.30亿元。2014年度，盘县实现的地区生产总值按可比价格计算比上年增长16.1%。

2014年,全县第一产业增加值完成32.93亿元,比上年增长6.9%;第二产业增加值完成281.38亿元,比上年增长16.1%,在第二产业中,工业增加值完成243.04亿元,比上年增长14.2%,建筑业增加值完成38.33亿元,比上年增长31.3%;第三产业增加值完成111.99亿元,比上年增长18.1%。三次产业结构由上年的7.2:70:22.8调整为7.7:66:26.3,第一产业比重上升0.5个百分点,第二产业比重下降4个百分点,第三产业比重上升3.5个百分点,三次产业结构进一步优化。人均生产总值达40,896元,比上年增长15.73%。全县全社会固定资产投资完成802亿元,比上年增长39.24%,其中,基本建设投资完成217.42亿元,比上年增长36.06%。

全县完成规模以上工业总产值636.49亿元(现价),比上年增长21.77%,其中,2,000万元以上工业企业产值完成599.39亿元,比上年增长20.26%。规模以上工业增加值完成241.98亿元,比上年增长18.6%,其中,2,000万元以上工业企业增加值完成229.23亿元,比上年增长13.1%。

贵州红果经济开发区概况

贵州红果经济开发区(以下简称“红果经开区”)成立于1992年,1995年升格为省级开发区,2011年5月异地调区建设两河新区。新区位于贵州西部盘县境内,地处滇、黔、桂三省(区)结合部,沿沪昆高速、毕水兴高速、沪昆高铁布局,总规划面积126.36平方公里,其中,核心区规划15.75平方公里,新区规划建设面积42平方公里,其中工业用地规划面积16.68平方公里,商业与住房用地规划面积8.77平方公里,道路与公共服务设施用地规划面积7.61平方公里,绿地与公用设施用地规划面积6.78平方公里,仓储物流用地规划面积2.16平方公里。

红果经开区由一个商业中心,五大产业功能园区(煤主体产业园、高新科技产业园、中小产业园、配套服务产业园及工业区物流园)组成。在主导产业选择方面,红果经开区在“尊重自然,合理布局,完善功能,在开发建设的同时加强对环境的保护,发展循环经济,建设可持续发展的新型现代化产业园区,提升综合竞争力”的产业发展指导思想下,选择第二产业和第三产业为其主导产业,其中第二产业具体指:重点发展煤化工、煤炭机械设备与备件制造产业,同时植入轻型制造产业及高新科技产业;第三产业指:配套为开发区服务的商务商贸产业,包括商贸流通型商业及生活消费型商业,单独设置专业市场为各个园区提供商品流通服务的批发业,依托高速公路交汇的优势、高铁的发展和市场的建设,发展服务于生产资料和现代商品的物流业及批发业。

红果经开区基础配套设施日臻完善。新区已建成60公里的供水管网,璧板坡至新区供水工程已投入使用;建成220千伏变电站一座,110千伏变电站一座,在建220千伏变电站一座;架设迁改供电杆线62公里;启动路网建设46公里,已建成30余公里;规划建设标准厂房65万平方米,已建成47.3万平方米;同时还建成政务服务中心、金融担保体系和中等职业学校等,将为企业发展提供全方位服务。

红果经开区项目建设快速推进。截至2015年6月,已入园项目118个,项目总投资317.62亿元,累计完成投资87.22亿元。项目全部建成后预计年产值238.13亿元,年创税12.08亿元,解决就业1.73万余人。红果经开区建成投产项目73个,其中,机械加工及装备制造产业项目23个,建材产业项目24个,煤炭加工产业项目5个,农副产品及其他加工项目14个,其他产业项目7个,项目总投资62.49亿元,预计年产值112.8亿元,年创税10.45亿元,解决就业人员10,567人;在建项目28个,其中,机械加工及装备制造产业项目2个,建材产业项目9个,煤炭加工及相关产业项目2个,农副产品及其他加工产业4个,其他产业项目12个,项目总投资149.27亿元,预计年产值128.24亿元,年创税5.12亿元,解决就业人员5,839人;拟建项目17个,其中机械加工

及装备制造产业项目 5 个，建材产业项目 1 个，电子信息产业项目 1 个，其他项目 10 个，项目总投资 105.86 亿元。

总体看，近年来盘县经济稳步增长，依托其良好的交通及资源优势，未来经济增长空间较大；红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进，自身经济实力将得到进一步增强，并同时带动盘县整体经济的发展。

盘县财政实力情况

盘县近年来财政实力得到了较快增长。2012~2014 年，盘县地方综合财力分别为 66.30 亿元、75.49 亿元和 129.88 亿元，年均复合增长 39.97%；其中一般预算本级收入分别为 41.06 亿元、44.91 亿元和 46.14 亿元，年均复合增长 6.02%；转移支付和税收返还收入分别为 24.35 亿元、28.22 亿元和 31.39 亿元，年均复合增长 13.55%；国有土地使用权出让收入快速增长，分别为 0.38 亿元、1.72 亿元和 52.35 亿元。由于国有土地使用权出让收入的快速增长，盘县地方综合财力收入结构变化较大，主要收入来源由之前年度的一般预算本级收入变为国有土地使用权出让收入。未来宏观政策调控及土地市场波动对国有土地使用权出让收入的增长带来一定不确定性，进而对盘县地方综合财力的稳定性产生不利影响。

2012~2014 年，盘县地方一般预算本级收入结构有所变化，其中税收收入分别为 22.19 亿元、21.71 亿元和 28.95 亿元，占地方一般预算本级收入比重分别为 54.05%、48.35%和 62.73%，税收收入占比波动增长。

表 1 盘县 2012~2014 年地方综合财力构成情况表（单位：万元、%）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	复合增长率	2014 年各项占比
一般预算本级收入	410,554	449,078	461,446	6.02	35.53
其中：税收收入	221,912	217,133	289,483	14.21	22.29
非税收入	188,642	231,945	171,963	-4.52	13.24
转移支付和税收返还收入	243,490	282,193	313,932	13.55	24.17
其中：一般性转移支付收入	109,828	153,758	168,431	23.84	12.97
专项转移支付收入	123,026	118,253	135,488	4.94	10.43
税收返还收入	10,636	10,182	10,013	-2.97	0.77
国有土地使用权出让收入	3,760	17,169	523,451	1,079.90	40.30
其中：国有土地使用权出让金	3,335	16,957	526,881	1,156.92	40.57
国有土地收益基金	340	170	627	35.80	0.05
农业土地开发资金	85	42	157	35.91	0.01
预算外财政专户收入	5,156	6,432	0	-100.00	0.00
地方综合财力	662,960	754,872	1,298,829	39.97	100.00

资料来源：盘县财政局

总体来看，近年来盘县经济平稳发展，地方综合财力稳步提升，其中地方一般预算收入保持增长，税收收入占比呈增长态势；国有土地使用权出让收入增长迅速，成为地方综合财力的主要来源，但该类收入易受宏观调控及土地市场波动影响，对未来财政收入稳定性产生不利影响。红果经开区产业定位明确，伴随项目建设及招商引资的稳步推进，区域经济实力将有望进一步增长。总体看，上述外部环境有利于公司业务的持续发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

截至 2014 年底，公司注册资本为 100,000 万元，实收资本为 5,180 万元，盘县人民政府为公司实际控制人。

公司是盘县和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体，担负着盘县和红果经开区城市基础设施的建设和运营任务。目前，盘县范围内除公司外，同类型企业还有盘县宏财投资有限责任公司，该公司主要经营业务为盘县基础设施建设、公路经营、售电等。公司作为红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，目前其业务领域集中于红果经开区境内，经营区域与盘县宏财投资有限责任公司无重合，不构成竞争关系，公司业务在红果经开区内具有区域垄断优势。

总体看，受益于良好的经济环境和发展机遇，公司规模与竞争力优势明显。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司高级管理人员中有董事长 1 人，总经理 1 人、副总经理 2 人，共 4 人。

公司董事长何衍江，男，1981 年 2 月出生，大学学历。历任贵州省盘县民主镇中心小学教师，贵州红果经济开发区国土资源分局科员。现任公司董事长、法定代表人。

公司总经理李力，男，1983 年 1 月出生，大学学历。历任盘县人民政府办公室科员，盘县交通局科员，盘县红十字会办事员。现任公司董事、总经理。

截至 2014 年底，公司共有职工 56 人。从年龄构成看，30 岁以下的员工 43 人、30~50 岁的 13 人；从学历构成看，本科及以上学历的员工 20 人、大专学历 24 人、高中及以下学历 12 人。

总体看，公司高级管理人员均有政府工作经历，高级管理人员及员工以中青年为主，文化素质程度能满足公司日常经营需要。

3. 政府支持

公司作为盘县主要的和红果经开区唯一的基础设施建设和土地开发主体，盘县及红果经开区政府在资金注入、资产及股权划拨、代建成本返还及财政补贴等多方面均给予了公司大力支持。

资本注入

为增强公司的资本实力，增强融资能力，2001 年 8 月 25 日，红果经开区管委会根据《关于将土地使用权等资产投入红果开发区开发总公司的决定》（红管会（2001）15 号），决定以实物资产对公司增资，增资后红果经开区管委会对公司出资额为 5,180 万元（计入实收资本）。

2014 年 10 月 28 日，公司决定增资至 100,000 万元，增资后注册资本由经开区财政局代认缴，并承诺于 2034 年 12 月 31 日前缴足。公司增资后的出资情况为经开区财政局出资 100,000 万元，占注册资本的 100%。根据盘县人民政府 2014 年第 16 次常务会议纪要《关于研究承办六盘水市第一届旅发大会等事宜的纪要》，盘县人民政府决定将公司 51%股权划转至盘县财政局。2014 年 11 月 6 日，公司股东决定划转上述股权，并签署无偿划转协议。股权变更后公司的股东结构为：盘县财政局以货币出资 51,000 万元，占注册资本的 51%，承诺于 2034 年 12 月 31 日前缴足；经开区财政局以货币出资 49,000 万元，占注册资本的 49%，承诺于 2034 年 12 月 31 日前缴足。公司股东由红果经开区管委会变更为盘县财政局和红果经开区财政局共同持股，股东实力显著提升，有利于公司未来经营实力的增强。但联合评级同时关注到，股东增资认缴周期较长，由增资带来的公司实力增强效应的显现时间具有一定不确定性。

资产及股权注入

2011 年 11 月 14 日，根据红管会发【2011】25 号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）的岩雾山与 50 米快速通道间 7 号地块、沙坡村 9 号地块两宗商住用地的土地资产划入公司，相关土地以评估值 11.52 亿元入账（计入资本公积及存货），并经中天银（北京）

资产评估有限公司评估（中天银评报字[2011]第 1207 号）。

2012 年 6 月 30 日，根据红管会发【2012】12 号文《关于将贵州省盘县红腾开发投资有限公司国有股权无偿划转的通知》，红果经开区管委会将经开区财政局原持有的贵州省盘县红腾开发投资有限公司 100% 股权无偿划入公司，以入账价值 0.70 亿元计入资本公积；2012 年 9 月 28 日，根据红管会发【2012】17 号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）的沙坡村 8 号地块和沙坡村 10 号地块两宗商住用地的土地资产划入公司子公司红腾公司，相关土地以评估值 7.98 亿元入账（计入资本公积及存货），并经中天银（北京）资产评估有限公司评估（中天银评报字[2012]第 1208 号）。

2013 年 10 月 18 日，根据红管会发【2013】31 号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区 50 米快速通道的三宗商住用地的土地资产划入公司子公司红腾公司，相关土地以评估值 2.09 亿元入账（计入资本公积及存货）；2013 年 10 月 21 日，根据红管会发【2013】34 号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）东西 2#路共计 47,229.61 平方米、东西 3#路共计 97,223.27 平方米、南北 5#路共计 220,878.60 平方米的标准化厂房划入公司子公司红腾公司，相关资产以评估值 7.64 亿元入账（计入资本公积及投资性房地产）；2013 年 12 月 18 日，根据红管会发【2013】52 号文，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）大樱桃树综合性用房 1#、2#、3#楼及 1#地块的 1#、2#楼的商业性房地产划入公司子公司红腾公司，相关资产以评估值 3.07 亿元入账（计入资本公积及固定资产）。上述划入土地及资产已由中天银（北京）资产评估有限公司进行评估（中天银评报字[2013]第 1201 号）。

2014 年 7 月，贵州省财政厅贵州省经济和信息化委员会发黔财企【2014】82 号文，关于下达 2014 年贵州省工业和信息发展专项资金计划（工业园区的通知），划转后，公司增加资本公积 300.00 万元。

委托代建协议

2010 年，盘县人民政府与公司就城市基础设施建设和土地开发整理签订了《委托代建框架性协议》，委托公司代建红果经开区基础设施及进行土地一级开发。

根据《委托代建框架性协议》，公司及其子公司代建工程管理费及土地开发管理费按红果经开区管委会确认的建设工程项目工程造价（基建项目）及土地开发实际结算价款（土地开发项目）的 10% 计提，由盘县人民政府将代建管理费划拨到红果经开区，由红果经开区管委会支付给公司。

2012~2014 年，公司城市基础设施建设累计确认收入 3.03 亿元，土地开发整理累计确认收入 0.44 亿元，上述确认的收入已累计收到政府回款 2.81 亿元（计入“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，该科目近三年账面值合计 3.34 亿元，超出部分为 2012 年到位的之前年度营业收入），剩余金额 0.66 亿元计入应收账款。

财政补贴

2012~2014 年，红果经开区管委会分别给予公司政府补助 1,894.07 万元、2,559.40 万元和 2,549.32，计入“营业外收入”科目。其中 2012 年政府补助、2013 年政府补助中的 2,501.90 万元和 2014 年的政府补助系根据红果经开区管委会红管会发【2011】21 号及红管会发【2012】41 号文件，在 2011 至 2015 年度按每年基础设施代建项目决算金额的 2% 发放的财政补贴。根据上述文件，公司获得的主要政府补助部分具有时间限制，考虑到公司股东于 2014 年增加盘县财政局，联合评级将密切关注后续盘县政府及红果经开区管委会在财政补助方面的支持力度及其持续性。

其他支持

根据盘县人民政府出具的《盘县人民政府关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司对政府应收账款及其他应收款的批复》（盘府复[2015]96号），截至2014年12月31日，公司合并报表应收账款6,573.78万元，均为政府性应收账款；其他应收款75,602.65万元，其中政府性其他应收款为69,420.40万元，合计政府性应收款项总额75,994.18万元。根据上述批复，经盘县人民政府研究决定，计划于2018年12月31日前履行相关还款计划，如下表所示：

表2 盘县人民政府对公司2014年底账面政府性应收款项出具的偿还计划（单位：万元）

单位名称	2015年12月31日	2016年12月31日	2017年12月31日	2018年12月31日	合计
贵州红果经济开发区管理委员会	14,000.00	15,000.00	13,000.00	3,783.41	45,783.41
贵州红果经济开发区财政局	7,300.00	7,300.00	7,300.00	7,310.77	29,210.77
贵州红果经济开发区国土分局	250.00	250.00	250.00	250.00	1,000.00
合计	21,550.00	22,550.00	20,550.00	11,344.18	75,994.18

资料来源：公司提供

根据盘县政府安排，将从以下几个方面妥善处理公司上述应收和其他应收款项：

① 同意将下表中的地块进行出让，出让收入全部用于偿还公司应收政府的款项。可供出让的土地七块，合计938.87亩，主要为商服用地、商业用地和商住用地。同时，盘县政府承诺未来将优先出让用于还款资金来源的上述地块，以确保偿付资金及时到位。如未来经济形势发生重大变化或其他不可抗拒因素致使土地价格发生重大变化，导致未来土地出让净收益不能覆盖各政府部门欠款等情况，将由盘县政府安排其他财政资金予以补足。

表3 盘县人民政府土地出让计划（单位：亩、万元/亩、万元）

地块编号	用地性质	地块面积	预计出让单价	预计出让收入	预计出让净收益	预计出让时间
2015-C-03	商服用地	122.00	105	12,810.00	10,248.00	2015年底之前
2015-C-04	商服用地	149.56	105	15,703.80	12,563.04	
2014-C-01	商业用地	156.83	108	16,937.64	13,550.11	2016年底之前
2014-C-02	商住用地	121.76	108	13,150.08	10,520.06	
2014-C-03	商住用地	92.42	112	10,351.04	8,280.83	2017年底之前
2015-C-01	商住用地	149.30	112	16,721.60	13,377.28	
2015-C-02	商业用地	147.00	115	16,905.00	13,524.00	2018年底之前
合计		938.87	-	102,579.16	82,063.32	-

资料来源：公司提供

② 同意在未来盘县招拍挂的土地中，为公司每年落实一定的土地出让指标，同时部分土地由公司进行摘牌，摘牌后所需缴纳的土地出让金与政府相关部门所欠的款项相抵。

③ 同意未来逐步减少通过暂借款和垫付款等方式增加公司的其他应收款，以保持公司未来经营的独立性。

联合评级认为，盘县政府及红果经开区管委会对公司的支持力度较大，有望为公司基础设施建设等业务的未来发展提供有力支撑。

五、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》、《中华人民共和国企业法人登记管理条例》和国家有关法律、行政法规、政府的有关政策，制订了《贵州省红果经济技术开发区开发有限责任公司章程》。按照《公司章程》的规定，公司建立和完善了法人治理结构，设有股东会、董事会、监事及经理层。

根据《公司章程》，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构；董事会由五人组成，设董事长一名，董事四名，其中职工董事一名；公司不设监事会，设监事 1 人，监事由出资人委派；设总经理 1 名、副总经理 2 名，总经理领导副总经理对董事会负责。同时，《公司章程》对股东会、董事会、监事及经理层的职责与权力进行了明确的规定。

2. 管理水平

公司主要按照政府的相关决策履行投资职能，针对公司经营业务及其特点，公司本部设 6 个职能部门，各部门分工明确，基本能满足公司经营管理需要。

办公室负责组织统筹并管理、监督公司行政管理运作。具体包括日常办公事务管理，办公物品及设备管理，文书资料管理，印信的管理和文书、公文的起草、收取、传达与处理，企业各种档案、书刊的建档、保管、借阅，做好文书资料以及内部信息的保密工作。编写制订和完善公司人力资源规划及人事行政管理制度。负责制订和完善人员招录管理制度。负责制订和完善绩效考核制度，对公司员工实施绩效考核，并制订、实施相应的绩效考核制度。负责制订和完善培训管理制度，并监督执行，对公司的培训工作实施管理和控制，并制订、实施相应的培训管理制度。负责完善薪酬体系，审核公司的薪酬制度，并监督其实施。

财务部负责财务核算管理和内部财务审核监督工作，建立和完善各项财务管理制度，包括财务核算制度、公司内控制度和内部结算制度等，并监督实施。负责公司的债务管理工作，编制公司债务偿还计划，负责和投融资管理部协调动态评价企业的整体融资成本并形成报告。负责工程款项的支付工作，负责竣工决算、产权登记和资产移交工作，掌握项目资金需求及流向、流量。编制公司月度、年度会计报表、年度会计决算；填制、录入和审核会计凭证，核对明细账和总账。对款项和有价证券的收付、财物的收发、增减和使用，资产增减和经费收入进行核算；正确计算收入、费用、成本，正确计算和处理经营成果。根据规定的成本、费用开支范围和标准，审核原始凭证的合法性、合理性和真实性，审核费用发生的审批手续是否符合公司的规定。月度财务分析和预测，提交财务分析报告；对新的投资项目进行预测和风险分析。负责公司税收的计算、申报和缴纳工作；掌握国家、地方有关税务政策信息；实行税务管理，统一报税。根据公司资金的运作情况，协助高层主管及相关部门合理调配资金，确保公司资金正常运作。及时做好会计凭证、账册、报表等财会资料的收集、汇编、归档等档案管理工作。执行审批制度，按规定的开支范围和标准核报一切费用，负责发放员工工资、奖金。严格执行现金管理制度和支票的使用规定，做好收费发票的购买、保管、使用及回收。监督和审计公司财务状况，并按月将审计结果报送公司董事会成员。做好本部门与相关部门的工作配合与协调工作。

项目部负责工程建设及重大项目的管理工作及安全生产管理工作，负责制定项目质量保证体系、安全保证体系。负责制订项目各阶段的施工进度控制计划、成本控制计划及资金需求计划，

负责建设权过程的协调监管，控制工程造价、质量和工期，严格执行公司的决议，严格工程预、决算的审批手续，合理使用财力、物力，发挥经济效益。负责组织设计单位、施工单位的图纸交底和施工图会审工作及工程预结算书的编制、工程合同编写工作。负责公司进行招投标及选择施工队伍的具体工作，进行施工阶段的进度控制，审批施工组织计划，监督进度计划的实施，完成工期目标。负责管理施工队伍，并协调好对内对外的关系，做好材料、设备、人员的管理工作，整理有关资料、图纸，做好归档工作。负责工程质量检查及工程验收、竣工验收工作；及时解决施工中的其他各项问题。

物业部负责公司产权登记管理、产籍管理、证照管理，公司授权范围内国有资产的产权界定、登记、划转、资产评估、处置及产权纠纷调处等基础管理工作。负责新增经营性、准经营性项目的招商引资工作，负责公司外向型经济工作的日常管理。负责公司项目的招商、管理、运营工作，负责配套设施管理及经营类工作。负责项目的市场调研、整体策划、招商引资及运营管理。负责对公司存量资产进行分析评价，分类规划设计资产运营方案，负责经营、报关、维护公司资产，实现保值、增值。

融资部负责了解、掌握国家和地方的有关融资政策及各项优惠条件。负责制定公司战略发展规划、筹集发展资金、参股战略性项目投资等工作，根据公司发展战略制订并组织实施投融资计划，负责调研与评估创新融资方式及成本，选择并制定多层次的投融资方案。调查、搜集、整理和筛选有关信息，储备投融资项目，建立公司项目信息库，为公司的投融资业务提供信息支持。负责投融资企业或项目的投资方案设计，包括融资方式、投融资规模、投融资结构及相关成本和风险预测等。根据公司发展需要，积极探索融资有效途径，办理借贷相关资料收集、材料编写及报批等工作。负责组织对合作及拟投资的企业或项目进行调研、论证、评估企业或项目的市场价值，负责项目投资方案编写及参与项目的可行性研究工作。加强与信贷部门协调与联系，办理信贷相关手续，完善信贷程序，确保融资的顺利进行，确保公司融资渠道的建立与优化。盘活国有资产存量，积极探索国有资本投资领域与方向。

安保部行使对公司安全保卫的管理权限，并承担执行公司规章制度、管理规程及工作指令的义务。负责拟订本科室部门的管理制度、工作计划和目标，做好公司安全保卫专业档案管理。负责公司固定资产的防火、防盗安全工作管理。负责公司标准厂房门卫工作的管理，负责对公司厂区、办公区的巡逻。负责公司防火、防盗安全的检查。协助做好员工安全知识教育培训，做好有关公司安全保卫工作，协助当地公安机关做好对违纪、违法的处理。

总体来看，公司已建立了较完备的治理结构，内部组织机构设置合理，职责明确基本能满足公司经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事红果经开区内的基础设施建设及土地一级开发等业务。

从近三年收入情况来看，2012~2014年，随着红果经开区开发规模的扩大，公司主营业务收入逐年提升，分别为0.95亿元、1.25亿元和1.27亿元，年均复合增长16.02%。从收入构成看，公司主营业务收入主要来自代建工程管理费收入，2012~2014年，该业务收入分别为0.95亿元、1.02亿元和1.06亿元，在公司主营业务收入中占比分别为100.00%、81.72%和83.24%；2013~2014年，

公司土地开发管理费收入分别为 0.23 亿元和 0.21 亿元。

从近三年毛利率情况来看，根据公司与盘县人民政府签订的《委托代建框架性协议》，公司及其子公司代建工程管理费收入及土地开发管理费收入按红果经开区管委会各年确认的建设工程项目工程造价（基建项目）及土地开发实际结算价款（土地开发项目）的 10% 计提，故公司综合毛利率近三年均为 100%。

表 4 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程管理费	9,470.33	100.00	100.00	10,222.42	81.72	100.00	10,609.99	83.24	100.00
土地开发管理费	-	-	-	2,287.07	18.28	100.00	2,136.61	16.76	100.00
合计	9,470.33	100.00	100.00	12,509.49	100.00	100.00	12,746.60	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

总体看，公司主营业务收入逐年上升，代建工程管理费占比最高，并且公司主营业务毛利率水平较高，营业能力较好。

2. 经营模式

公司是盘县和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体，担负着盘县和红果经开区城市基础设施的建设和运营任务。目前，公司是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，主要业务包括红果经开区城市基础设施建设和土地开发整理。

从运营模式上看，公司从事的基础设施建设及土地开发整理业务在形式上基本一致，即根据 2010 年盘县人民政府与公司签订的《委托代建框架性协议》，盘县人民政府委托公司代建红果经开区园区基础设施各项目和对园区土地进行前期开发。其中，基础设施建设方面，委托代建的工程名称、内容、规模、工期等内容在每年度盘县人民政府或红果经开区管委会制定的工程清单中予以规定；项目工程建设造价执行贵州省 04 预算定额，并按二类企业二类工程计取费用，公司每月按结算价款的 10% 计提工程代建管理费；代建管理费以公司每月向红果经开区管委会的请示函及红果经开区管委会的批复为准，每个会计年度结算一次，结算后由盘县人民政府将代建管理费拨到红果经开区，由红果经开区向公司支付，每年的代建管理费应于次年 3 月 30 日之前一次性汇入公司。在实际项目建设过程中，在 2012 年 6 月红腾公司划入公司之前，项目建设资金由红果经开区管委会直接支付给相应施工单位，待项目建设工程竣工后，盘县人民政府和公司双方共同组织有关部门进行验收，经验收合格后，公司将项目移交给盘县人民政府。土地开发方面，双方权利义务、结算依据、土地开发管理费计提比例、结算时点、支付时点等条款与基础设施建设条款规定基本一致。自 2012 年下半年红腾公司划入公司以来，红果经开区内部分标准厂房及土地平整项目逐步开始由红腾公司自主融资建设，在确认收入方面，依然根据上述《委托代建框架性协议》处理，公司垫资支付的工程款（2013 年发生的 1.90 亿元和 2014 年发生的 1.71 亿元计入“购买商品、接收劳务支付的现金”科目）待项目验收交付政府（政府支付工程回款）或土地实现出让后进行平衡。

财务处理方面，基础设施建设及土地开发投入资金由红果经开区管委会直接支付给施工单位部分，未计入公司账目；应由公司支付的工程款贷记货币资金或应付账款，并反映在购买商品接收劳务支付的现金。根据《委托代建框架性协议》及各月红果经开区管委会出具的《基建工程投

资额及代建管理费的批复》和《土地开发项目投资额及土地开发管理费的批复》，公司相应确认营业收入（计入应收账款及营业收入）。

基础设施代建方面，2012~2014年，公司先后承接了红果经开区内两河新区、红果体育中心、东湖公园、老机场安置区等多项基础设施建设工程项目的代建管理任务，由红果经开区管委会实际累计完成投资 30.30 亿元，公司依据《委托代建框架性协议》累计确认收入 3.03 亿元。

表 5 2012~2014 年工程投资及公司收入确认情况（单位：万元）

	2012 年	2013 年	2014 年	合计
当年新增投资额	94,703.32	102,224.15	106,099.86	303,027.33
当年确认收入	9,470.33	10,222.42	10,609.99	30,302.74

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2014 年底，公司承担代建管理任务的在建基础设施项目包括两河新区 50 米快速通道、南北 6#路、东西 3#路西段工程、LED 产业园等 30 余项，合计总投资为 36.53 亿元，其中规模较大的主要在建工程 11 项，合计总投资 28.68 亿元，截至 2014 年底已完成投资合计 5.83 亿元。上述在建基础设施项目建设资金来源主要为红果经开区管委会，公司根据自身发展情况，逐步将采取自行融资方式进行建设，未来总体对外融资压力较小。

表 6 截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	建设内容	总投资	截至 2014 年底已完成投资	项目现状
两河新区 50 米快速通道（含沙坡立交桥）	道路	150,470.00	17,860.00	完成道路路基 6 公里，油化路面 4 公里，污水管 12 公里，桥梁 3 座
南北 6#路（浙江永联 0+025-0+630 段）、（太平洋 0+630-5+300 段含桥）	道路	23,000.00	2,890.00	完成道路路基 4 公里，污水管 2 公里
东西 3#路西段工程	道路	16,160.00	15,000.00	完成道路路基 3.9 公里，污水管 2 公里，土石方 63 万方
南北 1#路（0+000-0+820）	道路	16,000.00	150.00	土石方回填 30 万方
南北 5#路路面工程	道路	2,790.00	752.00	A 段完工
东西 4#路	道路	2,422.00	466.10	--
2#地块标准厂房	标准厂房	37,000.00	6,800.00	--
1#地块 2 期标准厂房	标准厂房	8,235.70	5,000.00	完成 22,255.76 平方米
LED 产业园	标准厂房及科研楼	21,212.20	6,200.00	厂房及研发中心 1#楼完工
冯家庄 3#路	道路	6,300.00	2,400.00	土石方 35 万方，1,000 万元，大樱桃树至东西 3#路道路路基管沟 1 公里，1,400 万元
东西 8#路（0+000-1+275）	道路	3,200.00	800.00	完成路基 1.1 公里，油化路面 0.4 公里，污水管 0.8 公里
合计	--	286,789.90	58,318.10	--

资料来源：公司提供

土地开发方面，公司自 2013 年起承接了红果经开区（两河新区）土地收储整理项目一级土地开发整理的代建管理任务，2013 年和 2014 年红果经开区管委会与公司共同完成投资分别为 2.29 亿元和 2.14 亿元（其中公司支付 1.90 亿元和 1.71 亿元计入“购买商品、接受劳务支付的现金”科目），公司确认营业收入分别 0.23 亿元和 0.21 亿元。根据 2015 年 7 月红果经开区财政局出具的《关于向贵州省红果经济开发区开发有限责任公司支付代建收入的承诺函》，上述由公司支付的土地开发成本共计 3.61 亿元，红果经开区财政局将于 2017 年 12 月 30 日前根据土地出让金缴纳情况逐年全额补贴给公司，联合评级将密切关注红果经开区财政局对该笔款项的支付进度。

近年来，红果经开区管委会先后向公司注入了岩雾山与 50 米快速通道间 7 号地块、沙坡村 9

号地块、沙坡村 8 号地块和沙坡村 10 号地块等 7 宗土地（均为商住用地，公司已取得土地使用权证），入账价值合计 21.60 亿元（计入存货和资本公积），上述土地公司计划进行整体开发（主要为五通一平），并根据规划部分土地用于厂房建设，带动周边土地价格上涨后进行出让，带动营业收入增长。但联合评级关注到，虽然土地资产已注入公司，但开发整理及出让计划尚处于前期阶段，土地出让价格受宏观调控及土地市场行情波动影响大，上述土地出让收入的实现具有一定不确定性。

从现金回流方面看，2012~2014 年，公司分别确认营业收入 0.95 亿元、1.25 亿元和 1.34 亿元，销售商品、提供劳务现金流入分别为 1.44 亿元、0.41 亿元和 1.50 亿元，其中 2012 年现金流入包含之前年度和当年确认的收入，2013 年营业收入未实现全额到位，2014 年现金流入包含上年未到位资金及本年部分收入现金回流，截至 2014 年底，尚有 0.66 亿元未到位，计入应收账款。根据《委托代建框架性协议》，代建管理费应于次年 3 月 30 日前完成支付，上述 0.66 亿元款项未按协议规定支付。根据盘县人民政府出具的《盘县人民政府关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司对政府应收账款及其他应收款的批复》（盘府复[2015]96 号），盘县人民政府计划于 2018 年 12 月 31 日前履行相关还款计划。联合评级将密切关注该笔款项及后续代建管理费的支付进度。

2013 年，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）东西 2#路共计 47,229.61 平方米、东西 3#路共计 97,223.27 平方米、南北 5#路共计 220,878.60 平方米的标准化厂房划入公司子公司红腾公司，相关资产以评估值 7.64 亿元入账（计入资本公积及投资性房地产，扣除折旧后 2014 年底账面净值为 7.46 亿元），2014 年已实现收入 562.39 万元（计入其他业务收入）。

总体看，公司目前主营业务以基础设施代建管理为主，由于项目建设资金由红果开发区管委会支付，公司对外融资压力较小，但经营业务比较单一，政府投资项目未在公司账上反映，公司营业收入的实现取决于政府投资规模及投资进度，且现金流入对政府项目回款依赖程度高。政府向公司注入资产规模较大，为未来公司业务板块扩充提供一定支撑，但由于土地出让易受宏观调控及土地市场波动影响，公司业务扩充效果尚具有一定不确定性。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司总资产周转次数分别为 0.07 次、0.04 次和 0.03 次，应收账款周转次数分别为 71.65 次、2.79 次和 1.75 次，总资产周转次数在 2013 年与 2014 年整体保持较为稳定，但应收账款周转次数下降较为明显，应收账款变现能力下降。

总体看，公司经营效率一般。

4. 经营关注

经营项目单一

公司经营模式较为单一，主要依赖于代建工程管理费，占比最高。经营模式的单一使得公司应对外部环境变化的能力较低，公司整体的经营风险升高。

政策风险

由于公司自身属于地方政府投融资平台，自身的净利润过于依赖于政府的补助行为，若未来国家及当地政策发生转变，来源于政府补助的金额面临不可持续风险，可能会对公司的整体盈利能力产生较大影响。

5. 未来发展

公司作为盘县和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体，担负着盘县和红果经开区城市基础设施的建设和运营任务。公司结合实际经营情况，制定了明确的发展战略。

第一，进一步强化资产运营和资本运作，完善投融资体制，积极探索转变城市基础设施项目投融资模式，拓宽融资渠道，充分发挥国有资本的带动力，吸引社会资金投资基础设施项目，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。第二，继续加强红果经开区内城市基础设施建设。努力完成重大市政基础设施的建设，为红果经开区的市政道路网的升级作出贡献；同时，加快拆迁安置房建设的力度，提升城市化进程，改善居民生活条件，共建共享，提升居民幸福指数。第三，夯实基础管理，提高企业的管理素质。公司的管理将从人治转向制度治理，从上至下夯实基础管理工作，逐步实现管理的科学化、规范化和制度化。一是调整公司的组织架构，健全公司的法人治理结构，调整公司总经理班子的职责分工，调整和加强职能部门的管理职能，从而达到增强和优化公司控制力的目标；二是要着力加强战略管理、投资管理和财务预算管理，强化风险防范机制，提高信息化管理水平；三是建立健全公司管理流程、管理制度和管理规章体系。第四，提高公司的创新能力。公司未来将努力增强技术创新、制度创新、管理创新、业务创新和人才创新的能力，形成公司产业发展梯队和新的经济增长点，不断塑造和发展符合时代要求的企业文化，不断涌现具有超前意识和行业领先的企业家、职业经理人及高级专业人才。

从拟建项目看，根据红果经开区 2015 年计划建设项目清单，公司将承接南北 6 号路上跨高速公路大桥、50 米快速通道续建、沙坡安置区 1#路续建等 20 项基础设施建设项目，涉及总投资合计 24.79 亿元。此外，根据红果经开区管委会出具的 2016 年及 2017 年计划建设项目清单，2016 年和 2017 年，公司将分别承担 16 项和 12 项基础设施建设项目，涉及总投资分别为 14.88 亿元和 12.10 亿元。

表 7 截至 2014 年底公司 2015 年拟建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设规模	项目类别	项目性质	总投资	开工时间
1	南北 6 号路上跨高速公路大桥	328M*30M	基础设施	续建	5,564	2014 年 6 月
2	50 米快速通道	17KM*50M	基础设施	续建	11,000	2012 年 4 月
3	东西 3#路	4.9KM*30M	基础设施	续建	43,047	2012 年 4 月
4	东西 8 号路	1.42KM*22M	基础设施	续建	2,250	2013 年 7 月
5	沙坡安置区 1#路	1.28KM*16M	基础设施	续建	2,000	2014 年 7 月
6	沙坡安置区 2#路	1.14KM*22M	基础设施	续建	2,100	2014 年 7 月
7	沙坡安置区 3#路	0.53KM*16M	基础设施	续建	800	2014 年 7 月
8	冯家庄 5#道路	0.3KM*24M 挖方 14.7 万方	基础设施	续建	500	2014 年 6 月
9	冯家庄 6#道路	0.42KM*32M 填方 10 万方	基础设施	续建	800	2014 年 6 月
10	冯家庄 7#道路	0.3KM*22M 填方 11.7 万方	基础设施	续建	500	2014 年 6 月
11	东西 2#路 B 段	4.14KM*32M	基础设施	新建	26,496	2015 年 5 月
12	沙坡片区东西 1#路	4.5KM*30M	基础设施	新建	42,322	2015 年 3 月
13	南北 1#路	5.17KM*30M	基础设施	新建	35,803	2015 年 6 月
14	东西 2 号路上跨高速公路大桥	69.5M*24M	基础设施	新建	1,169	2015 年 5 月
15	南北 1 号路上跨高速公路大桥	69.5M*30M	基础设施	新建	1,417	2015 年 6 月
16	东西 3#路 1 号大桥	0.22KM*30M	基础设施	新建	4,092	2015 年 7 月
17	东西 3#路 2 号大桥	0.13KM*30M	基础设施	新建	2,925	2015 年 7 月
18	两河新区小区路网	3KM	基础设施	新建	3,600	2015 年 3 月
19	专业市场 2#路	0.72KM*16M	基础设施	新建	1,500	2015 年 3 月
20	冯家庄高铁站站前广场	占地约 130 亩	基础设施	新建	60,000	2015 年 3 月
合 计		--	--	--	247,885	--

资料来源：公司提供

总体看，根据红果经开区项目建设计划，园区基础设施建设具有一定持续性和发展空间，上述因素将有利于公司持续经营。联合评级同时关注到，红果经开区管委会制定的未来三年建设计划时间跨度较长，计划建设项目类型及规模可能会受宏观政策及地区经济发展速度影响，计划的具体实施具有一定不确定性；伴随红果经开区基础实施建设的日趋完善，计划建设规模有所下降，单独依靠代建管理业务，公司收入难以保持稳定增长；此外，综合考虑公司在建项目及拟建项目建设资金主要来自红果经开区管委会，公司将根据实际发展情况逐步通过自行融资支付建设款，未来公司对外融资压力较小。

七、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供的 2012~2014 年合并财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

从报表合并范围来看，公司合并范围内仅一家子公司，为 2012 年 6 月 30 日，依据贵州红果经济开发区管理委员会红管会发【2012】12 号文《关于将贵州省盘县红腾开发投资有限公司国有股权无偿划转的通知》，划入的贵州省盘县红腾开发投资有限公司。总体来看，合并报表范围的变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 48.63 亿元，所有者权益合计 37.52 亿元（无少数股东权益）；2014 年，公司实现营业收入 1.34 亿元，净利润 0.91 亿元；经营活动现金流量净额-3.61 亿元，现金及现金等价物增加额-1.48 亿元。

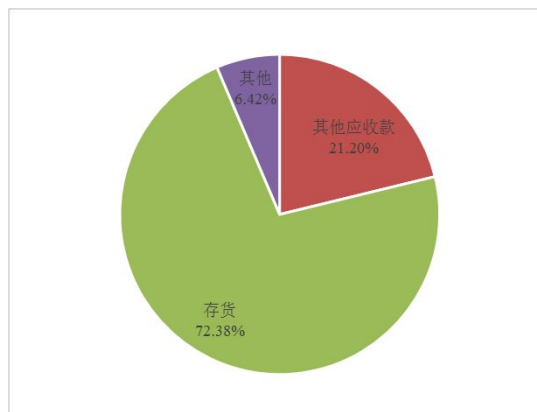
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，复合增长 45.52%，主要是由于流动资产增长较快所致。截至 2014 年底为 48.63 亿元，其中流动资产占 73.32%，非流动资产占 26.68%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，复合增长 26.78%，截至 2014 年底为 35.66 亿元，其中其他应收款占 21.20%，存货占 72.38%，如下图所示。

图 1 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

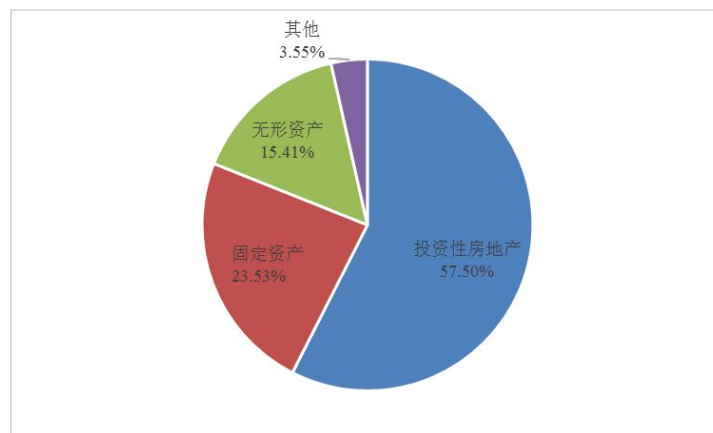
2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，复合增长 69.81%，2014 年底为 7.56 亿元，其中金额较大款项分别是应收贵州红果经济开发区管理委员会（3.92 亿元，1 年以内）、贵州红果经济开发区财政局（2.92 亿元，部分 1 年以内，部分 1~2 年）、恒源重工公司（0.36 亿元，1 年以内）等的往来款。上述其他应收款对公司资金形成一定占用。根据盘县人民政府出具的《盘县人民政府关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司对政府应收账款及其他应收款的批复》（盘府复[2015]96 号），盘县人民政府计划于 2018 年 12 月 31 日前对公司政府性其他应收款合计 6.94 亿元的款项分期偿还。

近三年，公司存货快速增长，复合增长 15.02%，截至 2014 年底为 25.81 亿元，其中土地资产账面价值合计 21.60 亿元，面积合计为 174.48 万平方米，土地性质均为出让地，土地用途均为商住用地，并均已用于抵押。除土地资产外，公司自 2013 年起将土地一级开发的投入计入开发成本，其中 2013 年和 2014 年分别为 1.90 亿元和 1.71 亿元

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，复合增长 307.48%，截至 2014 年底为 12.97 亿元，其中投资性房地产占 57.50%，固定资产占 23.53%，无形资产占 15.41%。

图 2 截至 2014 年公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司以成本计量的投资性房地产分别为 0 亿元、7.60 亿元和 7.46 亿元，2014 年底，公司投资性房地产全部为标准化厂房（政府注入资产），2014 年已实现部分收入。

近三年，公司固定资产波动增长，复合增长 1,365.21%，截至 2014 年底为 3.05 亿元，全部为房屋及建筑物。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，复合增长 61.46%，截至 2014 年底为 2.00 亿元，全部为土地使用权，土地性质均为出让地，其中 23 宗合计账面价值为 1.84 亿元的土地用途为工业用地，其余 2 宗账面价值为 0.16 亿元的土地用途为商住用地。截至 2014 年底，公司子公司红腾公司将其中十八块账面价值为 1.62 亿元的土地使用权用于为自身借款提供抵押担保。

总体来看，公司资产规模增长较快，但公司资产以存货为主，且存货中土地均已用于抵押，公司整体资产质量及流动性弱。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，复合增长 352.57%，主要是由于公司非流动负债规模大幅增加所致；截至 2014 年底，公司负债总额合计 11.11 亿元，其中流动负债占 27.18%，非流动负债占 72.82%，非流动负债占比较高。

流动负债

近三年，公司流动负债快速增长，复合增长 177.37%，截至 2014 年底为 3.02 亿元，其中短期借款占 19.87%、其他应付款占 61.32%。

2012~2013 年，公司无短期借款，2014 年，公司新增短期借款 0.60 亿元，全部为抵押借款。

近三年，公司其他应付款快速增长，复合增长 3,827.78%，截至 2014 年底为 1.85 亿元，主要是与贵州玖鼎兴邦工程建设有限公司和红果开发区国土资源分局土地开发中心的往来款。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，复合增长 634.44%，截至 2014 年底为 8.09 亿元，全部为长期借款，其中质押借款 4.90 亿元、抵押借款 3.19 亿元。

2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，三年分别为 0.45 亿元、5.41 亿元和 9.06 亿元。2014 年底，公司长期债务 8.09 亿元，公司以长期债务为主。

债务指标方面，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 2.36%、15.43%和 22.85%；全部债务资本化比率分别为 1.97%、12.88%和 19.45%；长期债务资本化比率分别为 0.66%、12.44%和 17.74%。整体来看，公司债务负担较轻。

总体来看，随着公司业务规模的扩大，各项目的投入增加使公司债务规模有所扩大。公司以长期债务为主，但整体债务负担轻。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，复合增长 29.35%，截至 2014 年底，公司所有者权益为 37.52 亿元，其中实收资本占 1.38%、资本公积占 88.04%、未分配利润占 10.12%。

2012~2014 年，公司资本公积快速增长，复合增长 27.86%，增长主要来自近年来政府对公司资产及股权的注入。截至 2014 年底公司资本公积为 33.04 亿元。2014 年 7 月 8 日，根据贵州省财政厅贵州省经济和信息化委员会《关于下达 2014 年贵州省工业和信息发展专项资金计划（工业园区的通知）》（黔财企【2014】82 号文），2014 年公司增加资本公积 300 万元。

整体来看，近三年随着资本公积增加，公司所有者权益快速增长，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入快速增长，复合增长 18.78%。2014 年，公司实现营业收入 1.34 亿元，其中代建工程管理费实现收入 1.06 亿元，土地开发管理费实现收入 0.21 亿元。

从期间费用来看，公司近三年期间费用快速增长，三年分别为 0.03 亿元、0.14 亿元和 0.67 亿元，增长主要来自管理费用和财务费用，其中由于政府在 2013 年下半年注入多项投资性房地产和固定资产，使公司 2014 年折旧额较上年大幅增长，同时，公司债务规模的增长带动了财务费用同步增长。2012~2014 年，公司管理费用与财务费用均呈上升趋势，复合增长 791.80%和 230.19%，2014 年分别为 3,346.59 万元与 3,325.45 万元，占期间费用总额比例分别为 50.16%和 49.84%；公司 2014 年期间费用占营业收入比重也较前两年大幅提高，三年分别为 3.66%、11.46%和 49.93%。政府注入的投资性房地产目前盈利较弱及公司债务规模的增大对公司期间费用控制能力产生较大

不利影响。

受期间费用快速增长影响，公司营业利润也波动中有所下降，年均下降 14.58%，三年分别为 0.91 元、1.11 亿元和 0.67 亿元。2012~2014 年，公司获得的政府补助分别为 0.19 亿元、0.26 亿元和 0.25 亿元。近三年公司利润总额分别为 1.10 亿元、1.36 亿元和 0.92 亿元。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润率分别为 100%、100%和 99.75%；总资本收益率分别为 4.95%、3.40%和 2.39%；净资产收益率分别为 4.91%、3.73%和 2.41%。

总体来看，公司营业收入稳定增长，但整体规模仍较小，期间费用的快速增长对利润侵蚀明显。

5. 现金流

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 2.09 亿元、2.05 亿元和 2.72 亿元，复合增长 13.90%。公司经营活动现金流入主要来自于收到其他与经营活动有关的现金，其构成主要是单位往来款、补贴收入及利息收入等。由于政府并不完全在同一年度支付当年代建管理费，公司销售商品、提供劳务收到的现金近三年波动幅度较大，分别为 1.44 亿元、0.41 亿元和 1.50 亿元，现金收入比分别为 152.16%、32.42%和 111.90%，公司收现质量受政府支付代建管理费进度影响大。经营活动现金流出方面，由于 2013 年之前基础设施建设及土地开发资金由红果经开区管委会投入，公司 2012 年无购买商品、提供劳务支付的现金，2013 年和 2014 年分别发生土地开发支出分别为 1.90 亿元和 1.71 亿元；支付其他与经营活动有关的现金主要为单位往来款（主要为对红果经开区管委会和红果经开区财政局的往来款）。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为-0.06 亿元、-0.82 亿元和-3.61 亿元。

从投资活动来看，公司近三年无投资活动现金流入。在投资活动流出方面，公司近三年投资活动现金流出均表现为购建固定资产、无形资产支付的现金，分别为 0.78 亿元、1.05 亿元和 0.81 亿元，主要为公司通过招拍挂购买土地（计入无形资产）支付的土地款。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.78 亿元、-1.05 亿元和-0.81 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司逐渐加大融资力度，取得借款收到的现金分别为 0.60 亿元、5.26 亿元和 3.86 亿元；2012 年，公司吸收投资收到的现金为 0.70 亿元，为公司子公司红腾公司的注册资本，并入公司时计入该科目。而随着公司债务的逐渐增加，公司筹资活动流出的现金也波动增长，近三年分别为 0.47 亿元、0.41 亿元和 0.92 亿元。2012~2014 年公司筹资活动现金流量净额分别为 0.83 亿元、4.85 亿元和 2.94 亿元。

总体来看，公司现金收入质量波动较大，经营活动现金持续净流出，往来款的支付对经营活动净现金流影响大。随着公司业务规模的逐步扩大，若未来代建项目建设资金由公司自身筹措，公司对外融资需求将进一步扩大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，近三年公司流动比率分别为 5,653.24%、2,093.62%和 1,181.08%；速动比率分别为 682.27%、474.84%和 326.27%；经营现金流动负债比分别为-15.05%、-55.56%和 -119.47%。公司经营活动净现金流对短期债务无覆盖能力，但考虑到公司短期债务规模较小，现金类资产较短期债务规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.14 亿元、1.48 亿元和 1.38 亿

元。2014 年，公司 EBITDA 为 1.38 亿元，其构成为利润总额（占 15.42%）、折旧（占 15.42%）、计入财务费用的利息支出（占 15.18%）和摊销（占 2.57%）；2012~2014 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 2.52 倍、0.27 倍 0.15 倍；公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司共获各家银行及金融机构授信额度为人民币 13.86 亿元，已使用额度 10.45 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1052022200008010U），截至 2015 年 7 月 2 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

整体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及盘县及红果经开区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到盘县及红果经开区政府对于公司在资本注入、委托代建、补贴收入等方面的有力支持，公司整体抗风险能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为 12 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 148.31%，全部债务的 132.44%，本次债券的发行对公司现有债务影响很大。

截至 2014 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 22.85%、19.45% 和 17.74%，以公司 2014 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，上述指标将分别上升至 38.12%、35.95% 和 34.87%，公司债务负担将显著加重，但仍处于适宜水平。

2. 本次债券偿债能力分析

公司与盘县人民政府、工行六盘水分行、湘财证券股份有限公司签订了《四方协议》。根据《四方协议》，本次债券偿债资金除来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）外，还包括风险储备基金、政府风险缓释基金及公司自有资金在内的多层风险缓释措施。上述措施在一定程度上增强了本次债券的保障能力。

当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）、风险储备基金、政府风险缓释基金不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。2012~2014 年，公司 EBITDA 值分别为 1.14 亿元、1.48 亿元和 1.38 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 0.09 倍、0.12 倍和 0.11 倍；2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 2.09 亿元、2.05 亿元和 2.72 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 0.17 倍、0.17 倍和 0.23 倍；近三年公司经营活动现金流量净额为负值，对本次债券本息不具备保障能力。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本次债券的保障程度弱。考虑到公司未来三年基础设施代建计划明确，代建收入有望保持稳定，以及盘县及红果经开区政府持续的支持，公司对本次债券的保障能力将进一步提升。

总体看，公司日常经营收入对本次债券的的保障能力弱。联合评级关注到，当小微企业经营清偿贷款不利，且相关基金吸收损失效用有限时，公司面临一定代偿风险，若发生代偿，公司集中偿付压力大。

九、债权保障措施

公司拟聘请工行六盘水分行作为本次债券的资金监管银行，全面负责募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户的资金监管。

公司与工行六盘水分行签订了《2015年贵州省红果经济开发区开发有限责任公司小微企业增信集合债券账户及资金监管协议》。募集资金专户方面，该账户用于本次债券募集资金的债券募集资金的接收和存放、委托贷款的发放、委托贷款本金及利息的回收和存放、债券本金及利息偿付资金的归集和划转；工行六盘水分行应加强募集资金专户的监管，确保资金安全和按照《募集说明书》披露的用途使用。偿债资金专户方面，该账户用于本次债券偿债资金的接收、存放及债券到期本金与利息的划转、支付；工商对偿债账户内资金进行管理，并按时划付相应资金；公司应在本次债券存续期内每年兑付兑息日前5个工作日之前，将当期应偿付资金划付至偿债账户；工行六盘水分行于本次债券存续期内每年兑付兑息日前的20个工作日，应核对偿债账户内资金状况，如发现不足以支付当期应偿付资金，工行六盘水分行应于当日通知公司，公司应尽快向偿债账户内划付当期应偿付资金额。当偿债账户的资金不足以偿还当前应偿付资金时，工行六盘水分行有义务禁止公司自行支配偿债账户的资金。本次债券存续期内，当公司发生偿债困难时，工行六盘水分行在国家法律、法规和其信贷政策和规章制度允许、并经其授信审批部门审批同意的的前提下，给予公司流动性支持，该流动性支持仅限于为本次债券偿付本息，以解决公司临时偿债困难。

风险缓释基金专用独立账户方面，公司、盘县人民政府与工行六盘水分行共同签订了《关于“风险缓释基金”之监管协议》。根据上述协议，盘县人民政府同意在本次债券发行前5个工作日内从地方财政中划拨债券发行规模5%的专项资金到工行六盘水分行指定的账户中作为公司发行债券的“风险缓释基金”。在公司本次债券已届清偿期、公司已使用在工行六盘水分行开立的募集资金专项账户内资金余额进行本金及利息清偿，但上述资金仍不足以清偿本次债券的本金及利息的情况下，使用风险缓释基金清偿本次债券的本金及利息。

公司同时聘请工行六盘水分行为本次债券的债券受托管理人，在本次债券存续期限内，代理债券持有人行使权力，维护债券持有人的利益。

综合来看，针对本次债券资金来源设置了多重保障，公司对于本次公司债券整体偿付能力有所提高。公司为本次债券设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，并由工行六盘水分行对上述账户进行监管。联合评级同时关注到，相关基金吸收损失效用有限，公司面临一定代偿风险。

综合分析，本次债券整体偿债风险低。

十、结论

盘县作为贵州省唯一一个百强县，近年来经济稳步增长，财政实力不断增强；红果经开区产业定位明确，基建项目及招商引资持续推进，为公司发展创造了良好的外部环境。

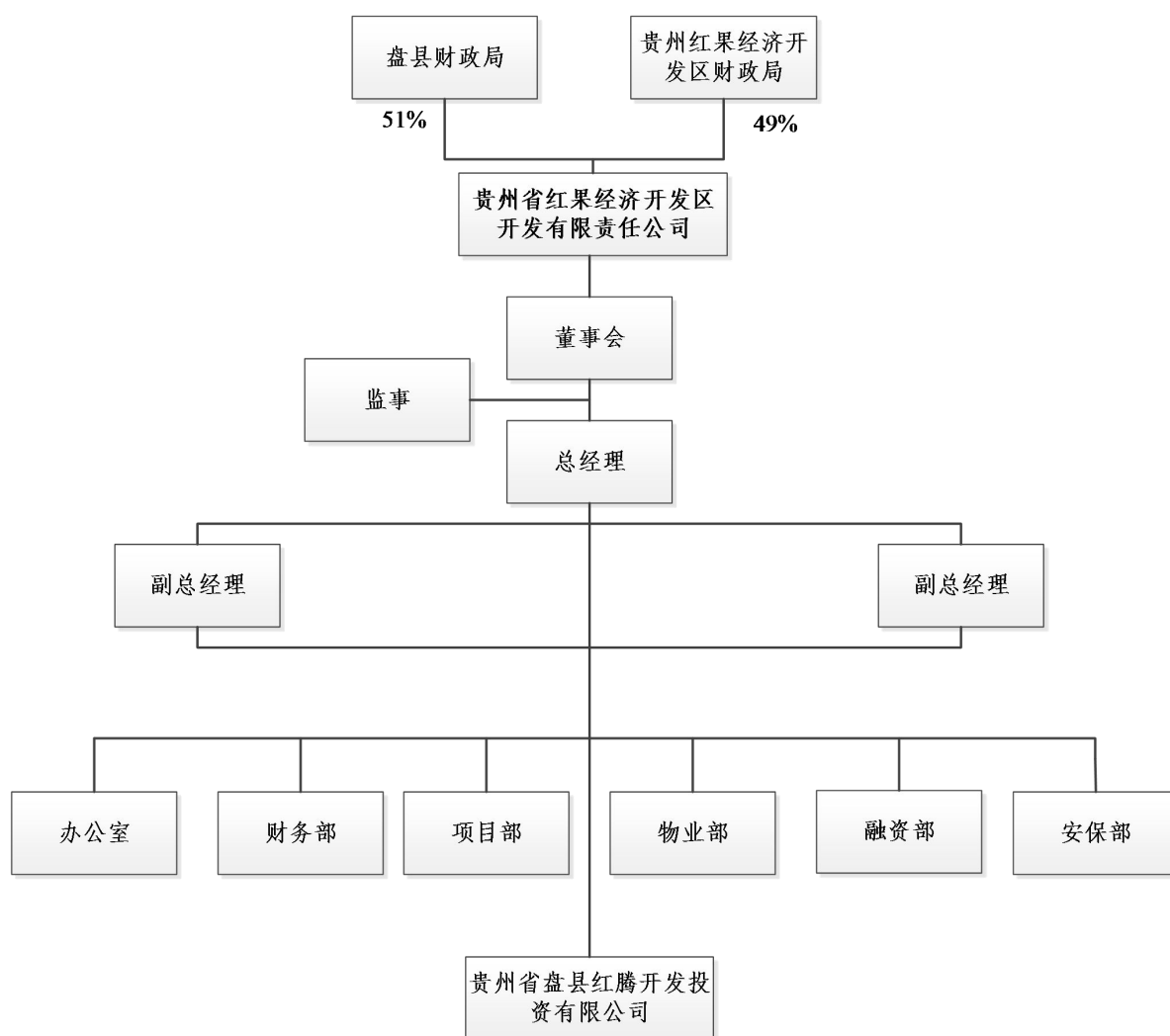
公司作为盘县和红果经开区主要的城市基础设施建设开发主体以及红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，在资本及资产注入、委托代建、财政补贴等方面获得盘县及红果经开区管委会的大力支持。近年来，公司资产规模增长迅速，但资产以存货为主，整体资产质量及流动性一般；公司债务负担较轻，整体偿债能力尚可；营业收入增长较快，但整体规模仍较小，期间

费用的增长对利润侵蚀明显。

本次债券偿债资金来源为小微企业归还贷款本金及利息和罚息，公司针对本次债券资金来源设置了多重保障，在一定程度上增强了本次债券的保障能力。公司为有效归集本次债券的偿债资金，设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户，降低了相关操作风险。

总体看，本次债券到期不能偿付的风险低。

附件 1 贵州省红果经济开发区开发有限责任公司 股权结构图及组织结构图



附件 2 贵州省红果经济开发区开发有限责任公司
2012 年~2014 年主要财务指标
（单位：人民币亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	22.97	43.26	48.63
所有者权益	22.42	36.59	37.52
短期债务	0.30	0.21	0.97
长期债务	0.15	5.20	8.09
全部债务	0.45	5.41	9.06
营业收入	0.95	1.25	1.34
净利润	1.10	1.36	0.91
EBITDA	1.14	1.48	1.38
经营性净现金流	-0.06	-0.82	-3.61
应收账款周转次数（次）	--	2.79	1.75
存货周转次数（次）	--	0.00	0.00
总资产周转次数（次）	--	0.04	0.03
现金收入比率（%）	152.16	32.42	111.90
总资本收益率（%）	--	4.41	2.52
总资产报酬率（%）	--	4.31	2.46
净资产收益率（%）	--	4.62	2.44
营业利润率（%）	100.00	100.00	99.75
费用收入比（%）	3.66	11.46	49.93
资产负债率（%）	2.36	15.43	22.85
全部债务资本化比率（%）	1.97	12.88	19.45
长期债务资本化比率（%）	0.66	12.44	17.74
EBITDA 全部债务比（倍）	2.52	0.27	0.15
流动比率（倍）	56.53	20.94	11.81
速动比率（倍）	6.82	4.75	3.26
现金短期债务比（倍）	0.10	14.32	1.58
经营现金流动负债比率（%）	-15.05	-55.56	-119.47
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.09	0.12	0.11

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。