

萍乡市汇丰投资有限公司

**2013 年 10 亿元公司债券  
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行债券，或债券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖或持有、放弃持有债券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

## 萍乡市汇丰投资有限公司

### 2013 年 10 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

评级日期：2013 年 06 月 04 日

发行主体长期信用等级：AA-

债券期限：7 年

增信方式：国有土地使用权抵押

#### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”或“公司”）本次拟发行 10 亿元公司债券的评级结果为 AA，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于汇丰投资的外部运营环境、经营状况、财务状况及本期债券的增信方式等因素综合评估确定的。

#### 主要财务指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	1,001,481.23	636,545.18	193,533.17
所有者权益合计（万元）	753,162.36	509,993.85	112,289.30
资产负债率	24.80%	19.88%	41.98%
流动比率	14.49	23.16	9.36
速动比率	4.44	6.20	6.24
主营业务收入（万元）	13,518.12	9,353.75	22,027.91
补贴收入（万元）	2,926.14	5,577.65	5,252.04
营业利润（万元）	7,401.89	6,878.94	19,172.16
利润总额（万元）	10,397.13	12,463.92	24,421.44
综合毛利率	64.34%	88.42%	93.54%
总资产回报率	1.27%	3.00%	-
EBITDA（万元）	10,456.50	12,477.88	24,441.26
EBITDA 利息保障倍数	273.02	-	-
经营活动现金流净额（万元）	-35,075.02	-19,073.80	-27,116.84

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

### 正面:

- 萍乡市和萍乡经开区的经济发展态势良好,整体实力有所增强,地方财力稳步提高;
- 公司拥有丰富的土地资源,随着相关区域基础设施的不断完善和招商引资的推进,未来存在一定的价值提升空间并可为公司带来一定的财务弹性;
- 公司在资产注入、财政补贴等方面获得了政府的大力支持;
- 国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的信用水平。

### 关注:

- 萍乡市和萍乡经开区的地方财政收入整体规模偏小;
- 受项目建设及招商引资进度等因素影响,公司代建项目及土地一级开发收入存在一定波动;
- 受人工成本及拆迁补偿成本上升等因素影响,公司土地一级开发收入毛利率逐年下降;
- 公司在建项目规模较大,未来存在一定的资金压力;
- 公司应收账款和其他应收款规模较大,回收时间不确定,对资金造成一定占用;
- 公司经营活动现金流表现欠佳,对外部融资有较大依赖;
- 公司债务总量上升较快,存在一定的偿付压力。

### 分析师

姓名: 雷巧庭 林心平

电话: 0755-82872806

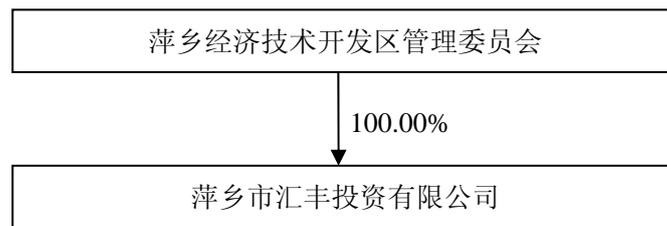
邮箱: leiqt@pyrating.cn

## 一、发行主体概况

萍乡市汇丰投资有限公司前身为萍乡市汇丰投资开发有限公司，于 2002 年 1 月经萍乡市人民政府《关于组建萍乡市汇丰投资公司的批复案》（萍府发〔2002〕7 号）批准设立，初始注册资本为人民币 3,000 万元，股东为江西省安源经济开发区管理委员会。2006 年 4 月 29 日，江西省安源经济开发区管理委员会更名为江西萍乡经济开发区管理委员会。2010 年 12 月，江西萍乡经济开发区升为国家级，更名为萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”或“经开区”），公司股东更名为萍乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“萍乡经开区管委会”或“管委会”）。

历经多次增资，截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本为 1 亿元，由萍乡经开区管委会 100% 控股。公司股权及控制关系图如下所示：

图 1 截至 2012 年底公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司系萍乡经开区唯一的基础设施建设投融资平台，主要经营区内城市基础设施项目的投资、建设，以及土地一级开发。截至 2012 年 12 月 31 日，公司纳入合并的全资子公司为萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”），主要经营城市基础设施和市政配套设施的投资建设及城市综合开发。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 100.15 亿元，所有者权益合计 75.32 亿元，资产负债率 24.80%。2012 年公司实现主营业务收入 1.35 亿元，利润总额 1.04 亿元，经营活动现金净流出 3.51 亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2013 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）；

**发行总额：**人民币 10 亿元；

**债券期限及利率：**7年期固定利率，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

**还本付息方式：**每年付息一次，分次逐年等额偿还本金，即在债券存续期内的第3至第7个计息年度末，每年偿还债券本金的20%。年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付首日起不另计利息。

**增信方式：**公司以其合法拥有的3宗41.99万平方米、评估价值合计20.05亿元的土地使用权为本期债券提供抵押担保。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金10亿元，资金具体用途见下表。

**表1 本期债券募集资金投向情况**

资金用途	项目总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	募集资金占项目 总投资比例
萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目	23.7	10.0	42.19%

资料来源：公司提供

该项目位于萍乡市区北郊田中片区，主要建设内容包括田中水库库容的开挖；水库拦河坝、溢洪道进出水控制闸阀及防洪墙的建设；田中片区土地收储整理；道路、给排水、绿化及田中生态水库沿湖景观带建设。

该项目业经萍乡市发展与改革委员会等相关部门批复，具体情况如下：

**表2 萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目审批情况**

项目审批、核准或备案情况	批准文号
关于萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目立项的批复	萍发改投资字（2011）426号
关于萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目可行性研究报告的批复	萍发改投资字（2011）454号
关于田中生态水库基础配套设施项目的用地预审意见	赣国土资核（2011）1220号
关于对萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目环境影响报告表的批复	萍环评字（2011）128号

资料来源：公司提供

该项目于2011年10月开始施工，预计2013年11月建设完成，建设周期约为2年。截至2013年1月28日，项目已完成征地拆迁工作，正在进行泄洪道、防洪工程和挖湖等工程；已投入建设资金15.16亿元。

该项目由萍水河田中段防洪工程建设项目、田中湖生态水库综合开发项目、田中片区基

基础设施建设项目、田中片区土地收储及整理项目四个子项目组成，其中能直接产生经济效益的子项目为田中湖生态水库综合开发项目，该子项目主要由湖景接待宾馆、文体娱乐休闲吧、滨湖商业综合体、康体养生中心、青少年红色教育基地及水上乐园六个部分构成，总用地面积 208 亩，总建筑面积约 23.3 万平方米，所有权属公司，将采用招商模式，由专业企业或个体进行经营管理，公司通过租赁的方式获取收入。

根据《萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目可行性研究报告》测算，正常运营情况下，田中湖生态水库综合开发项目年均营业收入为 2.26 亿元，利润总额 2.06 亿元，税后内部收益率 1.09%，低于目前社会平均折现率（银行贷款利率可视为平均折现率）。

## 四、运营环境

**萍乡市经济持续发展，但总量偏小；2010 年底萍乡经开区成功升为国家级，未来发展潜力增大**

萍乡市位于江西省西部，与湖南省相邻，紧靠长株潭，是江西对外开放的西大门。全市总面积 3,802 平方千米，其中市中心城区面积 58 平方千米，辖安源、湘东两个市辖区和莲花、芦溪、上栗三个县。截至 2012 年底，全市常住人口为 187.40 万人。

萍乡是江西省西部重要的交通枢纽，市域对外交通以公路和铁路为主体，其中公路由沪昆高速萍乡段（昌金高速）、319 国道、320 国道构成主框架，铁路主要有浙赣铁路电气化新线经过；另外，航空运输可以依托湖南长沙的黄花国际机场和江西南昌的昌北国际机场。根据萍乡市“十二五”综合交通规划，2010-2015 年全市计划投资 100 亿元构筑以“两国道（319、320）、三铁路（杭南长高铁、沪昆铁路、衡茶吉铁路）、四高速（昌金高速、萍洪高速、萍莲高速、吉莲高速）”为主骨架的现代交通网络，届时，萍乡交通辐射能力将进一步提高。

2012 年，全市实现地区生产总值 733.06 亿元，同比增长 11.8%。从结构看，第二产业的规模和增长速度最快，对经济的贡献度达到 70.3%，三次产业结构为 7.2：60.8：32.0。

萍乡拥有丰富的煤资源和铁矿资源，其中煤的远景储量达 8.52 亿吨，铁矿储量达 6,760 万吨。依托资源优势，萍乡市的冶金、煤炭化工及煤炭深加工产业发展较好，另外，建材、机械、医药食品也是全市重点发展产业。2012 年，五大支柱产业完成工业增加值 289.02 亿元，增长 13.4%，对规模以上工业增加值的贡献率为 79.5%。

萍乡全市拥有三个工业园区，分别为：萍乡经济技术开发区、江西莲花工业园区、江西

芦溪工业园区。截至 2012 年底，三园区投产企业约 244 家，全年完成工业增加值 122.32 亿元，同比增长 15.4%；主营业务收入和利税分别完成 642.18 亿元和 73.60 亿元，同比增长 3.7%和 22.9%。

近几年萍乡市在固定资产投资方面保持了较快的增长速度，其中 2008 年同比增速达到 68.8%，近两年有所回落，但依然保持在 30%以上。从结构看，第二产业投资占主导地位，2012 年其比重达到 80.40%，增长速度为 33.8%。另外，房地产投资趋缓，市场表现一般，全年商品房销售面积和销售额分别同比下降 13.1%和 1.3%。

**表 3 近三年萍乡市主要经济数据（单位：亿元）**

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	<b>733.06</b>	<b>11.8%</b>	<b>658.15</b>	<b>14.3%</b>	<b>520.39</b>	<b>14.3%</b>
第一产业增加值	53.12	4.6%	48.97	4.3%	42.32	8.0%
第二产业增加值	445.68	12.8%	433.44	16.4%	329.46	14.2%
第三产业增加值	234.26	11.2%	175.74	12.5%	148.61	16.2%
固定资产投资	<b>763.42</b>	<b>32.2%</b>	<b>577.29</b>	<b>39.1%</b>	<b>667.75</b>	<b>33.0%</b>
社会消费品零售总额	<b>209.72</b>	<b>14.8%</b>	<b>183.21</b>	<b>17.6%</b>	<b>158.14</b>	<b>19.2%</b>
进出口总额（亿美元）	<b>11.11</b>	<b>50.6%</b>	<b>7.39</b>	<b>61.3%</b>	<b>4.53</b>	<b>77.5%</b>
存款余额	<b>541.07</b>	<b>15.7%</b>	<b>467.47</b>	<b>20.3%</b>	<b>388.61</b>	<b>29.1%</b>
贷款余额	<b>313.48</b>	<b>23.3%</b>	<b>254.29</b>	<b>17.4%</b>	<b>216.58</b>	<b>22.7%</b>

资料来源：萍乡市 2010-2012 年国民经济与社会发展统计公报

总体而言，萍乡经济起步相对较晚，整体实力偏弱。2012 年，在江西省 11 个地级市中，萍乡市地区生产总值排在第 9 位，处于下游水平；经济增速排在第五位，处于中游水平。

**表 4 江西各市 2011-2012 年经济总量及增速情况（单位：亿元）**

排名	地区	2012 年		2011 年	
		GDP	同比增长	GDP	同比增长
1	南昌	3,000.52	12.5%	2,688.87	13.0%
2	九江	1,420.10	12.0%	1,256.41	13.2%
3	赣州	1,335.98	12.5%	1,335.98	12.5%
4	上饶	1,265.40	11.5%	1,110.58	13.1%
5	宜春	1,247.60	11.6%	1,077.98	12.8%
6	吉安	1,006.26	11.3%	879.06	12.8%
7	新余	830.32	10.3%	779.21	13.3%
8	抚州	825.04	10.8%	742.51	12.5%
<b>9</b>	<b>萍乡</b>	<b>733.06</b>	<b>11.8%</b>	<b>658.15</b>	<b>14.3%</b>
10	景德镇	628.25	11.6%	564.71	12.1%

11	鹰潭	482.17	12.4%	426.70	12.3%
----	----	--------	-------	--------	-------

资料来源：江西省各市 2011-2012 年国民经济与社会发展统计公报

萍乡经开区原名安源经济开发区，创建于 1993 年，1995 年经省政府批准为省级开发区。2003 年 5 月萍乡市委、市政府决定将经开区与萍乡高新技术工业园合并，形成“一区三园”（即：萍乡经济开发区与东区、西区、北区三个工业园）的格局，辖区面积 57.6 平方公里。2010 年 12 月，萍乡经开区经国务院批准为国家级经济技术开发区。

“十一五”期间，萍乡经开区得到了快速发展，其中 2010 年完成地区生产总值 62.07 亿元，是 2005 年的 2.7 倍，规模以上工业增加值 37.83 亿元，是 2005 年的 3 倍。2012 年全区完成地区生产总值 100.4 亿元，同比增长 13.9%。规模以上工业增加值达到 69.11 亿元，同比增长 16.58%。

根据规划布局，新能源、汽车及零配件、生物医药食品、新材料、冶金机械、非金属材料是萍乡经开区的六大支柱产业。2012 年，全区新拓展工业平台 1,200 亩，形成了以柯美纸业、飞虎炭黑等为龙头的上柳源非金属材料产业基地；以甘源食品、双胞胎饲料、浏阳河饲料等为龙头的清泉生物医药产业基地；以创业园、蓝翔重工、庞泰实业等为龙头的万新国家新材料（萍乡）产业基地和以安源钢铁为龙头的白源金属材料产业基地。2012 年全区新开工重大工业项目 18 个，柯美纸业、甘源食品、优锂新材料、九州实业等项目相继投产。

**表 5 萍乡经开区 2011-2012 年主要经济指标（单位：亿元）**

指标	2012 年		2011 年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	100.4	13.9%	81.1	17.90%
规模以上工业增加值	69.1	16.58%	60.5	30.40%
固定资产投资	91.6	31.5%	69.6	40.70%
社会消费品零售总额	17.7	17.7%	15.0	-

资料来源：萍乡经开区门户网站

## 五、地方财政实力

**萍乡市和萍乡经开区的地方财政实力稳步提高，但整体规模偏小；萍乡经开区税收收入占比较高，财政稳定性和持续性较好**

随着区域经济的发展，萍乡市地方财政收入逐年提高，但整体规模仍然偏小。2012 年萍乡全市公共财政预算收入 74.09 亿元，同比增长 26.7%；市本级公共财政预算收入 7.77 亿元，同比增长 11.6%。在江西省 11 个地级市中，萍乡全市公共财政预算收入的规模和增长

速度均排在第9位，处于下游水平。

从结构看，得益于二手房交易、金融、通信等行业的发展，营业税、企业所得税的增长幅度较大，税收收入对整体财政的贡献度有所提高。2012年萍乡全市实现税收总收入85.68亿元，同比增长11.6%，占财政总收入的比重达到85.2%。

从收支平衡看，近两年萍乡全市和市本级的公共财政预算支出均明显大于公共财政预算收入，也大于财政总收入，总体而言存在一定的财政偏紧现象。

**表6 2010-2012年萍乡全市及市本级的主要财政数据（单位：亿元）**

项目	2012年		2011年	
	全市	市本级	全市	市本级
财政总收入	100.51	13.80	86.92	13.36
公共财政预算收入	74.09	7.77	58.49	6.96
税收总收入	85.68	-	76.76	
公共财政预算支出	134.34	26.69	108.71	22.77

资料来源：萍乡市财政局门户网站、萍乡市2011-2012年国民经济与社会发展统计公报

**表7 江西各市2011-2012年地方财政收入及增速情况（单位：亿元）**

排名	地区	2012年		2011年	
		收入	同比增长	收入	同比增长
1	南昌	240.02	28.3%	187.03	27.7%
2	九江	141.87	40.4%	101.03	42.2%
3	赣州	141.30	28.4%	110.05	39.3%
4	上饶	134.16	40.4%	95.58	31.7%
5	宜春	132.40	43.4%	92.3	39.3%
6	吉安	103.50	34.7%	76.81	34.5%
7	抚州	87.25	14.8%	75.99	37.1%
8	新余	83.23	19.9%	69.43	38.9%
<b>9</b>	<b>萍乡</b>	<b>74.09</b>	<b>26.7%</b>	<b>58.49</b>	<b>42.3%</b>
10	景德镇	66.64	30.4%	51.09	31.8%
11	鹰潭	58.83	51.5%	38.82	31.6%

注：收入系指全市公共财政预算收入（即一般预算收入）。

资料来源：江西省各市2011-2012年国民经济与社会发展统计公报

2010-2012年，萍乡经开区地方综合财力由8.95亿元提高到14.93亿元，累计增长66.91%。从结构看，一般预算收入系最主要来源，近三年占地方综合财力的比重均达到60%以上。一般预算收入中，税收收入占比均为80%以上，表明财政增长建立在良好的经济发展之上，其稳定性和持续性较好。

作为萍乡市最重要的工业园区，萍乡经开区获得上级政府在财政上的较大支持，其中税

收返还收入较大，可支配性较强。

值得注意的是，萍乡经开区的部分地区发展相对滞后，基础设施有待进一步完善，导致现阶段招商引资能力偏弱，土地出让价格较低，出让规模较小。受此影响，近几年萍乡经开区的国有土地使用权出让收入较低，且存在一定波动。

**表 8 近三年萍乡经开区财政收入情况（单位：万元）**

项目	2012 年	2011 年	2010 年
<b>（一）地方一般预算收入</b>	<b>110,646</b>	<b>81,985</b>	<b>59,119</b>
1、税收收入	91,121	71,491	49,256
2、非税收入	19,525	10,494	9,863
<b>（二）转移支付和税收返还收入</b>	<b>28,075</b>	<b>26,617</b>	<b>19,468</b>
1、一般转移支付收入	4,440	3,858	2,718
2、专项转移支付收入	9,390	9,243	6,823
3、税收返还收入	14,245	13,516	9,927
<b>（三）政府性基金收入</b>	<b>10,579</b>	<b>14,336</b>	<b>5,140</b>
1、国有土地使用权出让收入	10,579	14,336	5,140
<b>（四）预算外收入</b>	<b>0</b>	<b>8,217</b>	<b>5,724</b>
<b>地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）</b>	<b>149,300</b>	<b>131,155</b>	<b>89,451</b>

资料来源：萍乡经开区财政局

总体而言，萍乡市和萍乡经开区的地方财政实力稳步提高，但整体规模偏小。萍乡经开区税收收入占比较高，财政的整体稳定性和持续性较强；随着区内基础设施的进一步完善和招商引资的推进，预计未来的国有土地使用权出让收入将有所提高。

## 六、经营与竞争

公司是萍乡经开区唯一的投融资平台，负责区内基础设施建设及土地一级开发。公司主营业务收入来源于土地一级开发和项目代建，两项收入均呈现较大的波动。

**表 9 2010-2012 年公司主营业务收入构成（单位：万元）**

业务	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地一级开发	11,815.95	59.21%	4,600.24	76.45%	8,437.65	83.15%
项目代建	1,702.16	100.00%	4,753.51	100.00%	13,584.66	100.00%
<b>合计</b>	<b>13,518.12</b>	<b>64.34%</b>	<b>9,353.75</b>	<b>88.42%</b>	<b>22,027.91</b>	<b>93.54%</b>

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

公司在建、拟建项目规模较大，项目代建收入预期良好，但未来存在一定的资金压力

根据江西省安源经济开发区管委办抄告单（安开管办抄字〔2002〕34号），以及公司与经开区管委会、经开区财政局签订的《基础设施建设代建及回购框架协议》，经开区范围内的基础设施项目，全部委托公司投资建设，并按工程进度将回购资金列入财政预算，工程竣工验收后，由政府负责回购（本期债券募投项目除外，其子项目有直接经济效益），回购金额包括代建项目的代建款、相关利息以及公司的投资回报，项目回购款由财政局直接拨付给公司或者公司委托的相关施工单位。据目前执行情况，投资回报一般为代建项目投资总额的20%，收益水平相对较高。

成立以来，公司分别投资建设了玉湖生态区、齐民路、迎宾大道、洪山大道、安源大道、工业大道等一大批基础设施工程，完善了相关区域的水、电、路、气和通信网络，很大程度上提升了萍乡经开区的城市综合配套功能，对其社会投资和经济增长起到良好促进作用。

公司的主营业务收入中的项目代建收入仅核算项目代建的投资回报，近三年分别实现13,584.66万元、4,753.51万元和1,702.16万元，呈现大幅下降态势，主要原因是各年项目建设规模及相关项目建设进度有所不同。

截至2012年底，公司在建项目主要包括城市基础设施、保障性住房建设及田中生态水库等项目，预算总投资26.08亿元，累计已投资7.52亿元，未来仍将有较大投入。

**表 10 截至 2012 年底公司在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	是否已签订回购协议	投资回报	预计完工时间
城市基础设施建设项目	12,000	6,400	是	2,400	2014.11
田中生态水库建设项目	201,780	50,356	否	-	2016.09
保障性住房建设项目	17,000	8,400	是	3,400	2015.07
管线工程	7,000	5,400	是	1,400	2015.06
公园建设	23,000	4,600	是	4,600	2017.01
<b>合计</b>	<b>260,780</b>	<b>75,156</b>	-	<b>11,800</b>	-

资料来源：公司提供

除田中生态水库建设项目外，其他项目均与萍乡经开区管委会签订了回购协议。根据回购协议约定，公司进行项目代建所获得的投资回报为项目总投资的20%，合计约1.18亿元。值得注意的是，在建项目投资规模较大，公司未来存在一定的资金压力；同时根据近三年的情况看，投资回报的实际现金流入较少，对公司资金造成一定占用。

公司土地一级开发收入受房地产调控政策及萍乡经开区内招商引资情况的影响，存在一定波动；公司土地资源丰富，未来有一定升值空间

根据江西萍乡经济开发区管委办抄告单（萍开管办抄字（2010）36号），以及公司与萍乡经开区国土局、萍乡经开区财政局签订的《土地一级开发合作合同》，萍乡市政府同意公司自2010年起参与区内的土地一级开发工作并取得土地出让收益分成，其中开发资金由公司自筹，收益分成按土地出让总价款扣除土地一级开发成本、相关税费、政府提取的各项基金后的净收益确定。

近三年公司土地一级开发出让面积分别为86.7亩、8.4亩和80.4亩，获得土地出让收入8,437.65万元、4,600.24万元和11,815.95万元。可以看出，公司各年土地开发出让规模及出让价格均有较大差异，受房地产调控政策及区内招商引资等因素的影响，存在一定波动。同时由于人工成本及拆迁补偿成本的上升，该业务毛利率逐年下降。

萍乡三大主城区之一的安源区中，有部分区域划由萍乡经开区管委会进行管理，该部分区域的开发相对较早，生活、商业等配套设施基本完善；除此以外，萍乡经开区其他区域有待进一步开发，土地价格偏低，招商引资能力相对不足。

**表 11 近三年公司土地一级开发业务情况**

出让时间	土地编号	宗地位置	土地面积 (亩)	出让返还收入 (万元)
2010年	SZTP-1010	洪山大道	86.7	8,437.7
2011年	SZTP-1108	建设东路边市环保局对面	8.4	4,600.2
2012年	DJF2012002	开发区经贸大厦周边	53.9	9,300.0
2012年	萍国用（2008）字第 62662号	洪山大道与富裕大道交汇 处	26.5	2,516.0
<b>合计</b>	-	-	<b>175.5</b>	<b>24,853.8</b>

资料来源：公司提供

截至2012年底，公司共拥有土地使用权34宗，面积合计约4,152亩，入账价值约66.77亿元。具体明细详见附录四。

公司目前执行相对稳健的土地出让策略，待萍乡经开区进一步发展，相关土地周边设施完善并促进土地升值后，再加大土地出让规模。萍乡经开区是萍乡新型工业化和新型城市化的重要承接地，至长沙及南昌机场分别仅需80分钟及150分钟的车程，交通条件良好，同时2010年12月经国务院批准为国家级经济技术开发区，招商引资能力进一步增强。预计随着萍乡经开区基础设施的不断完善，以及招商引资的持续推进，公司的土地资源有一定升值空间。

作为萍乡经开区唯一的基础设施投融资主体，公司获得的政府支持力度较大

作为萍乡经开区管委会全资企业和经开区唯一的基础设施工程建设投融资主体，公司在资产注入、税收优惠、资金补贴、项目融资等方面得到了经开区管委会的大力支持。

资产注入方面，萍乡经开区政府于 2011 年 9 月起，先后向公司注入 34 宗国有土地使用权，面积合计约 4,152 亩，入账价值约 66.77 亿元。得益于此，公司资产规模迅速提高，投融资能力进一步增强。

2009 年以来，以公司为主体向银行融资的借款利息费用均由萍乡经开区财政进行支付，具体金额以贴息当年实际发生金额为准。同时，根据相关文件，公司于 2010-2012 年分别获得经费补贴、中小企业专项补贴、市政项目建设补贴等多项政府补助合计 5,252.04 万元、5,577.65 万元和 2,926.14 万元。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年审计报告。公司财务报表根据旧会计准则编制。

公司 2010 年无合并子公司；2011 年 12 月 30 日成立子公司汇翔建设，注册资本 1,000 万元，公司持股比例 100%，故将其纳入报表合并范围；2012 年合并范围不变。

### 资产结构与质量

公司资产规模快速提高，但整体流动性一般

作为萍乡经济技术开发区唯一的基础设施投融资主体，公司获得的政府支持力度较大。近三年大量土地资产的注入，使公司的资产规模迅速提高。2010-2012 年，公司资产总额年复合增长率为 127.48%。

表 12 近三年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	962,742.26	96.13%	636,244.75	99.95%	193,383.78	99.92%
货币资金	31,150.41	3.11%	23,688.91	3.72%	7,269.98	3.76%
应收账款	58,106.57	5.80%	47,079.80	7.40%	36,868.64	19.05%

预付款项	58,408.34	5.83%	31,451.54	4.94%	29,677.58	15.33%
其他应收款	144,133.46	14.39%	68,097.04	10.70%	53,839.11	27.82%
存货	667,693.47	66.67%	465,927.46	73.20%	64,528.47	33.34%
长期投资净值	<b>38,456.50</b>	<b>3.84%</b>	-	<b>0.00%</b>	-	<b>0.00%</b>
固定资产净额	<b>282.47</b>	<b>0.03%</b>	<b>300.43</b>	<b>0.05%</b>	<b>149.39</b>	<b>0.08%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,001,481.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>636,545.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>193,533.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

从结构看，公司流动资产比重较高。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 100.15 亿元，其中流动资产 96.27 亿元，占比 96.13%。

流动资产中，货币资金有所增加，主要是公司加大了银行借款规模，受限资金较少，仅为 201.16 万元，系贷款保证金。

应收账款账龄为 2 年以内，系萍乡经开区财政局所欠的工程回购款；随着项目的增加，款项规模逐年加大，而未来回收时间不确定，对公司资金造成一定占用。

预付账款系公司在项目建设过程中预付给各施工方的工程款，近三年逐年上升，主要是相关项目的建设周期较长，尚未办理结算所致。

其他应收款主要系萍乡经开区财政局、萍乡市汇源中小企业担保中心等企事业单位的往来借款，以及应收萍乡市财政局的土地保证金。款项集中度较高，前五大款项占比 83.79%，部分账龄较长，考虑到主要债务人的政府背景，相关款项的坏账风险较小，但仍对公司资金造成一定占用。

公司存货为土地使用权，均由政府无偿划拨获得；土地用途均为商服和住宅用地。截至 2012 年底，土地使用权面积合计约 4,152 亩，随着萍乡经开区升为国家级，相关土地拥有一定的升值空间。值得注意的是，已有 45.44 亿元的土地使用权用于银行贷款和发行债券的抵押，限制了流动性。

长期股权投资对象为南昌银行股份有限公司，近三年投资收益较少。

总体而言，公司资产规模快速提高，但应收账款和其他应收款回收时间不确定；土地使用权规模较大，短期变现能力偏弱，资产整体流动性一般。

## 盈利能力

**公司收入存在一定波动，毛利率逐年下降；随着萍乡经开区的发展，未来土地一级开发和基础设施建设仍有较大空间**

公司收入包括土地一级开发收入和代建项目收入，受出让土地规模和相关项目建设进度

的影响，两项收入均有一定波动。公司现有较大规模的在建项目，为将来提供了良好的代建收入空间。

毛利率方面，土地出让收益分成按土地出让总价款扣除土地一级开发成本、相关税费、政府提取的各项基金后的净收益确定，从近三年情况看，土地出让收入毛利率有所下降。代建项目收入的核算内容为投资回报，毛利率为 100%。

近两年，公司管理费用有所增加，但总体而言规模不大，期间费用率相对较低。作为萍乡经开区唯一的投融资主体，公司获得一定的政府支持，近三年分别获得市政项目补贴、经费补贴等各项政府补助收入 0.53 亿元、0.56 亿元和 0.29 亿元。

**表 13 近三年公司主要盈利能力指标**

盈利能力	2012 年	2011 年	2010 年
主营业务收入（万元）	13,518.12	9,353.75	22,027.91
营业利润（万元）	7,401.89	6,878.94	19,172.16
补贴收入（万元）	2,926.14	5,577.65	5,252.04
利润总额（万元）	10,397.13	12,463.92	24,421.44
净利润（万元）	7,707.23	12,463.92	24,421.44
综合毛利率	64.34%	88.42%	93.54%
期间费用率	6.68%	9.28%	0.95%
总资产回报率	1.27%	3.00%	-

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

公司系萍乡经开区唯一的基础设施建设和土地开发实施主体，未来区内的土地开发将全部由公司承担，随着萍乡经开区升为国家级，其经济承载能力进一步增强，区内土地开发预计会保持较好的发展态势，有利于公司收入的增长；同时，萍乡经开区经济地位的上升将直接促进招商引资能力的提高，进而推动区内土地出让价格，有利于公司现有土地资源的升值；另外，萍乡经开区基础设施建设的进一步推进也对项目代建收入的提高起到积极作用。

## 现金流

**项目代建及土地一级开发收入的资金回笼速度较慢，对经营活动现金流产生负面影响，加大了公司对外部融资的依赖程度**

近三年公司基础设施及土地一级开发投入持续增加，现金流出的规模逐年提高；另一方面，经开区财政局尚有较大规模的项目回购款暂未支付，公司的经营活动现金流入和流出主要集中在政府补贴收入和往来款项，项目代建收入及土地一级开发收入产生的实际现金流入

规模较少，导致近三年净流量均表现为负值。

2012 年公司投资支出较大，主要是对南昌银行股份有限公司进行的长期股权投资。经营活动及投资活动的资金缺口主要通过外部筹资解决。近三年公司筹资活动现金流量净额持续提高，其中 2012 年为 8.49 亿元，主要融资渠道为银行借款。考虑到目前较重的在建项目建设任务，预计未来几年内公司的外部融资规模将保持在一定水平。

**表 14 近三年公司现金流主要指标（单位：万元）**

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	11,097.69	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	287,071.32	125,620.41	70,808.70
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>298,169.01</b>	<b>125,620.41</b>	<b>70,808.70</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	29,688.50	-	-
支付其他与经营活动有关的现金	301,219.19	144,606.32	97,874.06
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>333,244.03</b>	<b>144,694.21</b>	<b>97,925.54</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-35,075.02</b>	<b>-19,073.80</b>	<b>-27,116.84</b>
投资活动现金流入小计	6,803.73	-	-
投资活动现金流出小计	49,131.10	2.27	1,200.09
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-42,327.38</b>	<b>-2.27</b>	<b>-1,200.09</b>
筹资活动现金流入小计	168,847.00	50,000.00	26,000.00
筹资活动现金流出小计	83,984.26	14,505.00	10,980.00
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>84,862.74</b>	<b>35,495.00</b>	<b>15,020.00</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>7,460.34</b>	<b>16,418.93</b>	<b>-13,296.93</b>

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

### 资本结构与财务安全性

公司整体负债水平不高，但债务总量上升较快，存在一定的偿付压力

2010-2012 年，公司所有者权益分别为 11.23 亿元、51.00 亿元和 75.32 亿元，呈快速增长态势，主要增长点为政府注入土地形成的资本公积，以及历年盈余形成的未分配利润。资本实力的增强有利于公司更好地发挥投融资职能。

**表 15 近三年公司资本构成情况**

资本构成	2012 年	2011 年	2010 年
负债总额（万元）	248,318.87	126,551.34	81,243.86
流动负债（万元）	66,438.87	27,476.34	20,653.86
非流动负债（万元）	181,880.00	99,075.00	60,590.00
所有者权益（万元）	753,162.36	509,993.85	112,289.30

负债与所有者权益比率	32.97%	24.81%	72.35%
------------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

近三年，公司负债总额增长较快。从结构看，非流动负债的比重较高，主要为银行借款。

截至 2012 年底公司银行借款合计 21.94 亿元，占负债总额的 88.35%。从公司的还款计划看，公司于 2012-2015 年需偿付金额为 7.06 亿元。假设本期债券于 2013 年发行成功，公司需于 2016-2020 年每年偿还本金 2 亿元。可以看出，未来几年公司将存在一定的刚性债务偿付压力。

**表 16 近三年公司债务结构情况（单位：万元）**

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
<b>流动负债合计</b>	<b>66,438.87</b>	<b>26.76%</b>	<b>27,476.34</b>	<b>21.71%</b>	<b>20,653.86</b>	<b>25.42%</b>
短期借款	37,500.00	15.10%	-	0.00%	3,000.00	3.69%
预收款项	11,704.37	4.71%	9,978.69	7.89%	6,674.69	8.22%
其他应付款	11,923.71	4.80%	13,480.56	10.65%	7,527.09	9.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>181,880.00</b>	<b>73.24%</b>	<b>99,075.00</b>	<b>78.29%</b>	<b>60,590.00</b>	<b>74.58%</b>
长期借款	181,880.00	73.24%	99,075.00	78.29%	60,580.00	74.57%
<b>负债总额</b>	<b>248,318.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>126,551.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>81,243.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司资产负债率 24.80%，整体负债水平较低。公司流动比率和速动比率较高，但考虑到 2012 年短期借款大幅增加，而应收账款和其他应收款的回收时间不确定，存货主要为土地使用权，流动性偏弱，公司流动资产的债务偿付保障能力受到削弱。公司银行借款主要用于基础设施建设，相关的贷款利息均由萍乡经开区财政负责偿还，因此公司实质的利息支付压力很小。

**表 17 近三年公司主要负债指标**

偿债能力	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	24.80%	19.88%	41.98%
流动比率	14.49	23.16	9.36
速动比率	4.44	6.20	6.24
EBITDA（万元）	10,456.50	12,477.88	24,441.26
EBITDA 利息保障倍数	273.02	-	-

资料来源：公司提供

总体而言，公司整体负债水平不高，但有息负债规模较大，未来几年内存在一定的集中偿付压力。

## 八、债券偿还保障分析<sup>1</sup>

土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平

### （一）资产抵押概况

为保障本期债券债权人的利益，公司以其合法拥有的 3 宗国有土地使用权进行抵押担保，土地位于萍乡经开区内，占地面积合计 41.99 万平方米，均为商服用地。经萍乡地源评估咨询有限公司评估，3 宗土地使用权的总价值为 20.05 亿元，对本期债券本金的覆盖倍率约为 2.00。

**表18 资产抵押情况**

序号	权属证号	宗地位置	宗地用途	使用年限 (年)	面积 (平方米)	评估价值 (万元)
1	萍国用(2012)第 104584 号	开发区洪山大道以南	商服	40	141,503.2	80,642.7
2	萍国用(2012)第 104585 号	开发区萍福路以东、洪山大道以南	商服	40	84,388.2	48,548.5
3	萍国用(2012)第 104586 号	开发区沪昆高速以北	商服	40	193,998.1	71,274.9
<b>合计</b>					<b>419,889.5</b>	<b>200,466.1</b>

资料来源：公司提供

### （二）抵押相关法律手续

公司已出具《抵押资产承诺函》，承诺合法、完整地拥有用于抵押土地的使用权，并在本期债券发行完毕后的 15 个工作日内完成抵押资产登记手续。萍乡经开区国土资源局已就用于抵押的 3 宗国有土地出具权属证明，证明该 3 宗国有土地使用权可用于为本期债券提供抵押担保。

### （三）抵押资产的监管

公司与债权代理人签署了《2012 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券之国有土地使用权抵押合同》。依据合同规定，公司以其合法拥有的 3 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

公司与债权代理人签署了《2012 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券债权代理协议书》。依据协议规定，在本期债券存续期间，公司聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构应按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的

<sup>1</sup> 根据《关于 2013 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券发行申报材料更新的说明》，下文出现的《抵押资产承诺函》、《2012 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券之国有土地使用权抵押合同》、《2012 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券债权代理协议书》均继续有效。

基准日期为本期债券当年的付息日，出具时间不超过本期债券当年付息日后的 30 个工作日。当债权代理人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告。

#### **（四）抵押资产的追加及置换**

根据《2012 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券债权代理协议书》的约定，本期债券存续期内，当抵押比率（即担保物资产评估价值/本期债券未偿还本金及当年应付利息）低于 1.8 时，公司应及时追加抵押物、质物，以保证抵押比率不低于 1.8 倍；若公司未能在有效时间内提供追加抵押资产的方案、未办理相关手续或拒绝追加的，债权代理人应提议召开债券持有人会议，协商解决办法。

本期债券存续期间，当且仅当置换后抵押资产的评估价值不低于本期债券未偿还本金及当年应付利息总额的 1.8 倍的前提下，公司可以向债权代理人申请置换已抵押的资产，并由具备相应资质的资产评估机构对拟换入资产出具资产评估报告。

总体而言，公司以其合法拥有的 3 宗土地为本次债券作抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平。

**附录一 资产负债表（单位：万元）**

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	31,150.41	23,688.91	7,269.98
短期投资	3,250.00	-	1,200.00
应收账款	58,106.57	47,079.80	36,868.64
其他应收款	144,133.46	68,097.04	53,839.11
预付款项	58,408.34	31,451.54	29,677.58
存货	667,693.47	465,927.46	64,528.47
<b>流动资产合计</b>	<b>962,742.26</b>	<b>636,244.75</b>	<b>193,383.78</b>
长期股权投资	38,456.50	-	-
固定资产原价	375.22	372.12	207.12
减：累计折旧	92.76	71.68	57.73
固定资产净值	282.47	300.43	149.39
固定资产净额	282.47	300.43	149.39
<b>固定资产合计</b>	<b>282.47</b>	<b>300.43</b>	<b>149.39</b>
<b>资 产 总 计</b>	<b>1,001,481.23</b>	<b>636,545.18</b>	<b>193,533.17</b>
短期借款	37,500.00	-	3,000.00
应付账款	347.10	4.00	4.00
预收款项	11,704.37	9,978.69	6,674.69
应交税金	2,688.05	1,757.44	1,230.83
其他应交款	0.02	0.01	0.01
其他应付款	11,923.71	13,480.56	7,527.09
其他流动负债	2,275.62	2,255.64	2,217.25
<b>流动负债合计</b>	<b>66,438.87</b>	<b>27,476.34</b>	<b>20,653.86</b>
长期借款	181,880.00	99,075.00	60,580.00
专项应付款	-	-	10.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>181,880.00</b>	<b>99,075.00</b>	<b>60,590.00</b>
<b>负 债 合 计</b>	<b>248,318.87</b>	<b>126,551.34</b>	<b>81,243.86</b>
实收资本（股本）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
实收资本（股本）净额	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	699,188.81	463,727.53	78,486.90
盈余公积	4,404.46	3,626.63	2,380.24
未分配利润	39,569.09	32,639.68	21,422.16
<b>所有者权益合计（含少数股东权益）</b>	<b>753,162.36</b>	<b>509,993.85</b>	<b>112,289.30</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,001,481.23</b>	<b>636,545.18</b>	<b>193,533.17</b>

**附录二 利润表（单位：万元）**

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
<b>一、主营业务收入</b>	<b>13,518.12</b>	<b>9,353.75</b>	<b>22,027.91</b>
主营业务收入净额	13,518.12	9,353.75	22,027.91
减：主营业务成本	4,820.04	1,083.24	1,422.02
主营业务税金及附加	489.01	523.81	1,223.56
<b>二、主营业务利润</b>	<b>8,209.07</b>	<b>7,746.70</b>	<b>19,382.33</b>
加：其他业务利润	95.53	-	-
管理费用	848.75	867.91	210.30
财务费用	53.96	-0.15	-0.13
<b>三、营业利润</b>	<b>7,401.89</b>	<b>6,878.94</b>	<b>19,172.16</b>
加：投资收益	3.73	7.33	-
补贴收入	2,926.14	5,577.65	5,252.04
营业外收入	83.16	-	-
减：营业外支出	17.79	0.01	2.75
<b>四、利润总额</b>	<b>10,397.13</b>	<b>12,463.92</b>	<b>24,421.44</b>
减：所得税	2,689.90	-	-
<b>五、净利润</b>	<b>7,707.23</b>	<b>12,463.92</b>	<b>24,421.44</b>

**附录三-1 现金流量表（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	11,097.69	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	287,071.32	125,620.41	70,808.70
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>298,169.01</b>	<b>125,620.41</b>	<b>70,808.70</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	29,688.50	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	71.94	87.89	51.48
支付的各项税费	2,264.39	-	-
支付其他与经营活动有关的现金	301,219.19	144,606.32	97,874.06
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>333,244.03</b>	<b>144,694.21</b>	<b>97,925.54</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-35,075.02</b>	<b>-19,073.80</b>	<b>-27,116.84</b>
收回投资收到的现金	6,800.00	-	-
取得投资收益收到的现金	3.73	-	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>6,803.73</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3.10	2.27	0.09
投资支付的现金	39,078.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	10,050.00	-	1,200.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>49,131.10</b>	<b>2.27</b>	<b>1,200.09</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-42,327.38</b>	<b>-2.27</b>	<b>-1,200.09</b>
吸收投资收到的现金	31,347.00	-	5,000.00
取得借款收到的现金	137,500.00	50,000.00	21,000.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>168,847.00</b>	<b>50,000.00</b>	<b>26,000.00</b>
偿还债务支付的现金	17,195.00	14,505.00	10,980.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,789.26	-	-
支付其他与筹资活动有关的现金	55,000.00	-	-
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>83,984.26</b>	<b>14,505.00</b>	<b>10,980.00</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>84,862.74</b>	<b>35,495.00</b>	<b>15,020.00</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>7,460.34</b>	<b>16,418.93</b>	<b>-13,296.93</b>

### 附录三-2 现金流量表补充材料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	7,707.23	12,463.92	24,421.44
加：计提的资产减值准备	195.83	2.22	9.60
固定资产折旧	21.07	13.96	19.82
处置固定资产等损失（减：收益）	-	-	2.75
财务费用	38.30	-0.15	-0.13
投资损失（减：收益）	-3.73	-7.33	-
存货的减少（减：增加）	-201,766.01	-15,157.09	47,615.78
经营性应收项目的减少（减：增加）	-115,315.82	-26,227.55	-60,735.89
经营性应付项目的增加（减：减少）	274,048.12	9,838.24	-38,450.22
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-35,075.02</b>	<b>-19,073.80</b>	<b>-27,116.84</b>
现金的期末余额	30,949.26	23,488.91	7,069.98
减：现金的期初余额	23,488.91	7,069.98	20,366.91
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>7,460.34</b>	<b>16,418.93</b>	<b>-13,296.93</b>

## 附录四 土地使用权明细

序号	土地证号	性质	用途	入账金额 (万元)	面积 (亩)	是否 抵押
1	萍国用(2012)第107499号	出让	商服	17,420.94	61.93	否
2	萍国用(2012)第107498号	出让	商服		88.07	否
3	萍国用(2012)第107501号	出让	商服	2,566.26	8.56	否
4	萍国用(2012)第107500号	出让	商服		29.44	否
5	萍国用(2005)第44165号	出让	商服	4,413.31	38.48	否
6	萍国用(2009)第75515号	出让	商服	964.14	155.96	否
7	萍国用(2008)第63942号	出让	商服	4,593.60	84.34	是
8	萍国用(2013)第109470号	出让	商服	905.74	13.41	是
9	萍国用(2009)第69785号	出让	商服	13,081.12	271.85	是
10	萍国用(2009)第75513号	出让	商服	4,205.58	114.99	是
11	萍国用(2012)第102264号	出让	商服	109.84	201.86	是
12	萍国用(2011)第91790号	出让	商服	20,221.46	127.18	是
13	萍国用(2011)第91792号	出让	商服	36,071.69	166.69	
14	萍国用(2011)第91793号	出让	商服	37,928.76	175.27	
15	萍国用(2011)第99120号	出让	商服	27,707.17	132.87	是
16	萍国用(2012)第104584号	出让	商服	80,062.51	212.25	是
17	萍国用(2012)第104585号	出让	商服	49,616.37	126.58	
18	萍国用(2012)第104586号	出让	商服	74,525.40	291	
19	萍国用(2013)第108518号	出让	商服	3,335.28	49.38	否
20	萍国用(2012)第102369号	出让	商服	20,798.15	130.8	是
21	萍国用(2011)99122号	出让	商服	37,007.25	238.24	是
22	萍国用(2011)99121号	出让	商服	24,608.95	135.26	
23	萍国用(2011)99123号	出让	商服	16,990.62	72.26	
24	萍国用(2011)99332号	出让	商服	10,928.03	60.07	
25	萍国用(2011)99333号	出让	商服	23,948.23	131.63	
26	萍国用(2011)99334号	出让	商服	13,773.73	75.71	

27	萍国用（2011）99335 号	出让	商服	35,610.09	195.73	
28	萍国用（2011）99336 号	出让	商服	20,415.61	97.9	
29	萍国用（2011）99337 号	出让	商服	36,608.28	201.22	
30	萍国用（2011）99338 号	出让	商服	38,780.97	213.16	
31	萍国用（2013）第 109468 号	出让	商服	4,878.13	34.78	否
32	萍国用（2013）第 109469 号	出让	商服		110.22	是
33	萍国用（2012）第 108044 号	出让	商服	2,890.84	54	
34	萍国用（2012）第 108045 号	出让	商服	2,725.42	50.91	是
合计	-			<b>667,693.47</b>	<b>4,152</b>	-

## 附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入净额} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$\text{期间费用} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。