

信用等级通知书

信评委函字[2013] 0451号

重庆市双福建设开发有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“2013年重庆市双福建设开发有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年八月二十八日

2013 年重庆市双福建设开发有限公司公司债券信用评级报告

发行主体	重庆市双福建设开发有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
发行规模	12 亿元
发行期限	7 年
偿还方式	每年支付利息，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金
发行用途	用于重庆市双福新区罗盘村经济适用房建设项目、重庆市双福新区祥福家园公租房建设项目和重庆市双福新区享堂公租房建设项目

概况数据

双福建设	2010	2011	2012
总资产(亿元)	21.00	50.62	61.13
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	10.03	41.99	43.71
总负债(亿元)	10.97	8.64	17.43
总债务(亿元)	8.05	4.95	12.06
营业总收入(亿元)	6.12	6.68	6.90
EBIT(亿元)	1.49	1.85	1.66
EBITDA(亿元)	1.64	2.20	2.09
经营活动净现金流(亿元)	-0.91	1.39	-5.82
营业毛利率(%)	5.09	7.45	9.63
EBITDA/营业总收入(%)	26.83	32.94	30.31
总资产收益率(%)	8.50	5.17	2.98
资产负债率(%)	52.23	17.07	28.51
总资本化比率(%)	44.52	10.54	21.63
总债务/EBITDA(X)	4.90	2.25	5.77
EBITDA 利息倍数(X)	2.96	3.52	2.94

注：2010~2012 年财务报告按照新会计准则编制。

分析师

项目负责人：赵晓曦	xxzhao@ccxi.com.cn
项目组成员：刘超	chliu01@ccxi.com.cn
电话：(010)66428877	
传真：(010)66426100	

2013 年 8 月 28 日

基本观点

中诚信国际评定重庆市双福建设开发有限公司（以下简称“双福建设”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“重庆市双福建设开发有限公司 2013 年公司债券”的信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了江津区及双福新区的经济实力和发展潜力、地方政府对公司强有力的支持、公司颇具升值潜力的土地资产等积极因素对公司信用实力的支撑；同时，中诚信国际也关注到公司面临一定的政策风险和资本支出规模较大等因素对公司信用水平的影响。

优势

- **区域快速经济发展。**江津区是重庆市重点规划建设的六大区域性中心城市之一，在重庆市具有较高的经济地位。双福新区是江津区快速发展寻求突破的支点，其区位优势突出，工业基础较好，近年来区域经济和财政实力快速增强，为公司业务提供良好的发展空间。
- **地方政府强有力的支持。**为支持双福新区和公司持续发展的步伐，拓宽融资渠道，扩大融资规模，根据重庆市江津区财政局对公司支持的相关文件，江津区财政局承诺在偿还各类到期债务时，若资金上发生困难，财政局将安排资金给予支持。
- **公司收入规模稳定增长。**根据《重庆市双福新区管理委员会关于加快双福建设开发有限公司发展专题会议纪要》（双福新管纪〔2010〕53 号），公司独立行使代建和开发职能，承担的基础设施建设和国有土地整治开发业务完成后由管委会按每年完成工程项目结算价的一定比例支付给公司。2010~2012 年，公司分别实现营业收入 6.12 亿元、6.68 亿元和 6.90 亿元，收入规模稳步增长。

关注

- **资本支出和债务压力较大。**公司是双福新区唯一一家基础设施建设主体，承担的园区开发和基建项目较多，未来资本支出压力较大。
- **政策风险。**2010 年以来，国家发改委、银监会、人民银行、审计署等监管机构陆续出台了一系列政策防范地方融资平台风险，加之房地产市场调控增大了土地市场的不确定性，公司面临一定的政策风险。

发行主体概况

重庆市双福建设开发有限公司原名重庆市双福工业园区建设开发有限公司，是重庆市江津双福工业园区管理委员会（以下简称“管委会”）于2003年投资成立的国有独资公司，注册资本为1亿元。2012年12月，重庆市双福建设开发有限公司新增注册资本4亿元，其中：重庆市江津区双福工业园区货币出资5,000万元，资本公积转增资本3.5亿元。截至目前，公司注册资产增至5亿元。

截至2012年底，公司下属全资企业4家。公司受重庆市江津区双福工业园管理委员会的监督和管理，主要经营基础设施建设及国有土地整治开发。

截至2012年末，公司总资产61.13亿元，所有者权益43.71亿元（含少数股东权益）。2012年公司实现营业总收入6.90亿元，利润总额1.63亿元，净利润1.22亿元。

本期债券概况

本期债券发行总额为12亿元，期限为7年。债券设计本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

本期债券为固定利率债券，票面年利率在债券存续期内固定不变，该利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

募集资金用途

本期债券所募集12亿元，将用于重庆市双福新区罗盘村经济适用房建设项目、重庆市双福新区祥福家园公租房建设项目和重庆市双福新区享堂公租房建设项目。

表1：募集资金投向情况

项目	项目总投资 (万元)	募集资金 使用额度 (万元)	占总投资 比例
重庆市双福新区罗盘村经济适用房建设项目	57,275	30,000	52.38%
重庆市双福新区祥福家园公租房建设项目	99,549	45,000	45.20%

重庆市双福新区享堂公租房建设项目	98,356	45,000	45.75%
合计	255,180	120,000	47.03%

资料来源：公司提供

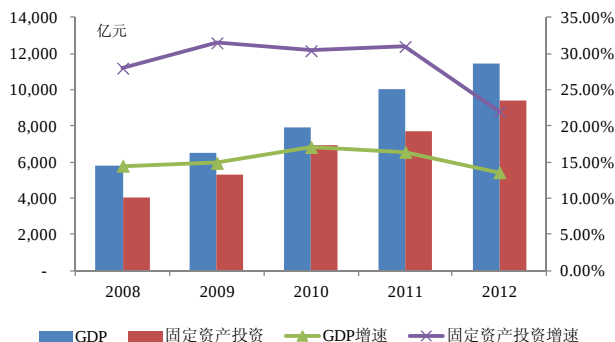
经营环境

重庆市经济财政概况

重庆市是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽，幅员面积8.24万平方公里，下辖40个行政区县（自治县），包括19个区和21个县。

近年来我国经济总体上由向好回升转向稳定增长，在此背景下，重庆市抢抓发展机遇，经济高位稳定增长。2012年，重庆市GDP达到11,459亿元，比上年增长13.60%，增速较全国平均水平高5.80个百分点。同时，重庆市工业继续快速发展壮大，2012年重庆市工业增加值为5,181.01亿元，增长15.90%，占全市地区生产总值的45.20%，工业支柱产业地位进一步强化。重庆市是西部经济发展的龙头城市，形成了以工业为主导，辅以商贸、金融、服务业的产业结构，推进重庆市经济稳步发展。

图1：2008年~2012年重庆市GDP和固定资产投资情况



资料来源：重庆市国民经济和社会发展统计公报

根据重庆市发布的“十二五”规划纲要，今后五年重庆市将加快发展以信息产业为主要支柱的战略性新兴产业。实施“2+10”建设方案，即基本建成国内最大笔记本电脑生产基地，形成1亿台整机生产规模、80%零部件及原材料本地配套；基本建成国内最大离岸数据开发和处理中心；集中打造通信设备、高性能集成电路、节能与新能源汽车、轨道交通装备、环保装备、风电装备及系统、光源设备、

新材料、仪器仪表、生物医药等十大重点产业集群，基本建成西部地区的重要增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市。

2011 年，国务院正式批复《成渝经济区区域规划》（以下简称“规划”），未来成渝经济区将成为我国西部重点发展区域。成渝经济区以成都和重庆两个特大城市为核心，涵盖了四川和重庆主要的城市群和产业聚集区，是西部地区经济基础较好和增长潜力很大的区域，将建成西部地区重要的经济中心、全国重要的现代产业基地、深化内陆开放的试验区、统筹城乡发展的示范区和长江上游生态安全的保障区。《规划》明确了成渝经济区发展的近期目标和远期目标，到 2015 年，建成西部地区重要的经济中心；到 2020 年，成为我国综合实力最强的区域之一。

近年来随着招商引资与对外开放力度加大，重庆市宏观经济形势持续向好，财政实力稳步增强。2012 年重庆市地方财政总收入为 5,347.86 亿元，其中一般公共预算收入达到 1,703.50 亿元，较上年增长 14.5%，占 GDP 的比例逐年递增；上级补助及其他达到 2,209.90 亿元，成为重庆市财力的重要支撑。随着重庆市基础设施建设、招商引资的快速推进以及房地产市场的发展，2012 年重庆市土地出让收入较去年有所增长，促使基金收入达到 1,434.46 亿元。由于重庆市大规模城市建设和旧城改造，置换出较大规模的土地资产，将根据建设需求逐步出让用以平衡资金，但在国家整体宏观调控政策作用下，未来土地出让增幅或将有所放缓。

表 2：2010 年~2012 年重庆市财政收入主要指标

单位：亿元	2010	2011	2012
地方财政收入（1）	1,990.60	2,908.80	3,137.96
一般公共预算收入	1,018.30	1,488.20	1,703.50
基金预算收入	972.30	1,420.60	1,434.46
中央补助、上年结转及其他（2）	1,384.10	1,843.40	2,209.90
财政总收入（1）+（2）	3,374.70	4,752.20	5,347.86
地方财政支出（3）	2,749.50	3,961.70	4,520.05
一般公共预算支出	1,771.00	2,573.50	3,055.20
基金预算支出	978.50	1,388.20	1,464.85
上解中央（4）	20.10	21.50	80.30
财政总支出（3）+（4）	2,769.60	3,983.20	4,600.35

资料来源：重庆市财政局，中诚信国际整理

2012 年，重庆市地方财政支出依然保持较高水

平，全年财政总支出规模为 4,600.35 亿元，其中一般公共预算支出完成 3,055.20 亿元，同比增长 19.9%；基金预算支出完成 1,464.85 亿元，同比增长 5.4%。财政支出主要集中在支持“五个重庆”的建设、民生工程以及教育科技等方面。

总体上看，重庆市地区经济保持了高于全国平均水平的增长速度，经济增长支撑地方财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。

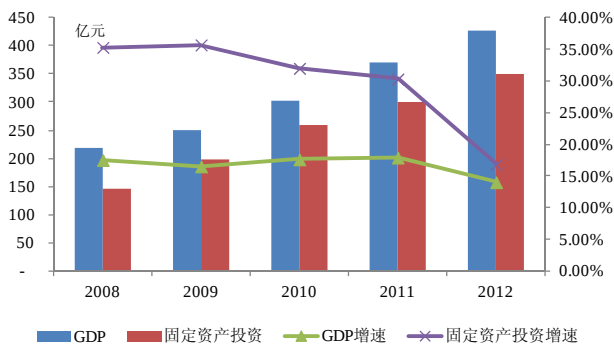
江津区经济概况

江津区位于重庆市西南部，是重庆市重点规划建设的六大区域性中心城市之一，是长江上游重要的航运枢纽和物资集散地，为重庆市建设的“一小时经济圈”内幅员面积最大的区县，下辖 23 个镇、3 个街道以及 1 个新区。

江津区交通优势明显，距重庆主城 42 公里、江北国际机场 70 公里，重庆市规划的“三环十射”公路网涵盖江津区；紧临渝黔、成渝高速公路；180 公里的重庆绕城高速公路在江津区境内有 28.6 公里、渝滇高速公路在江津区境内有 47 公里；铁路总里程达 135 公里，拟建的城市铁路南北贯穿全境，规划的城市轻轨 5 号线直达江津区，把江津区主城与重庆主城紧密连接。此外，江津区有国家级深水良港 5 个，常年可停泊 5000 吨以下的船舶和万吨级船队，全区水域通航里程超过 350 公里。

江津区一直具有较强的工业基础，是老国防三线企业基地，经过几十年发展，已形成电力、机械、建材等支柱产业和食品、轻纺等优势产业。2012 年江津区实现地区生产总值 426.0 亿元，较去年同期增长 14.0%；固定资产投资 350.8 亿元，同比增长 16.8%；全区规模以上工业企业达 245 家，实现工业总产值 906.6 亿元，增长 24.3%；德感、珞璜、双福三大工业园实现工业总产值 617.0 亿元，比上年增长 39.1%，对全区工业总产值增长的贡献率为 98.0%。渝安汽车、铁马汽车、陕重汽嘉川重卡、润通动力、玖龙纸业、龙煜铜管、东方光大、益海嘉里、中粮集团等企业先后落户江津区。

图 2：2008 年~2012 年江津区 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：江津区统计公报，中诚信国际整理

同时，江津区正在实施大城市发展战略，确立了“五年搭建框架、十年初具规模、十五年基本建成”的大城市建设奋斗目标和“一江两岸”的区域性中心大城市框架，构筑引领经济发展的支撑平台。重庆绕城高速、渝泸高速公路等重点建设项目顺利推进，九江大道、西江大道的建设进一步增强了与重庆主城区的联系，“五桥六路融主城”的格局逐步形成，城区管网已全面完成改造。

在经济快速发展的同时，江津区财政实力显著提高，2012 年完成地方财政收入 86.70 亿元，较上年增长 22.60%；其中一般预算收入 30.70 亿元，同比增长 6.70%，其中税收收入 18.00 亿元，增长 0.40%；基金收入 56.00 亿元，较上年增长 33.40%。

表 3：2009 年~2012 年江津区财政情况（亿元）

	2009	2010	2011	2012
地方财政收入（1）	25.35	40.10	70.77	86.70
一般预算收入	15.98	19.38	28.78	30.70
基金收入	9.37	20.51	41.99	56.00
转移收入等（2）	20.62	27.09	33.30	-
财政总收入（1）+（2）	46.15	67.19	104.07	-
地方财政支出（3）	43.81	65.54	101.04	118.10
上解支出（4）	0.69	1.07	2.34	-
财政总支出（3）+（4）	44.50	66.61	103.38	-

资料来源：江津区财政局，中诚信国际整理

可以看出，凭借良好的区位优势 and 重庆城市战略规划的政策推动，江津区交通基础设施建设加快，产业布局不断完善，并且以工业园区为主导的发展格局将促使江津区获得更为坚实的发展基础。

双福新区经济概况

2008 年，江津区委、区政府设立双福新区，明确提出要把双福打造成“重庆城市副中心”，将其列为江津区经济建设“十大战场”¹之首，双福新区成为江津区快速发展寻求突破的支点。

双福新区幅员面积 66 平方公里，常驻人口近 10 万人，地处江津区北大门，位于重庆市西部新城核心区，重庆市半小时经济圈内，距成渝高速走马出口 2 公里，距重庆市内环 10 分钟车程，距重庆江北机场仅 35 分钟车程，交通便捷、物流通畅。

双福新区城市建设和产业发展基础较好，城市化和工业化实现良好的互动。在产业结构上，双福新区已发展形成了以小康、铁马、潍柴、润通、大长江等五大汽车、摩托车整车制造项目为龙头，发展汽摩零部件企业的“5+N”传统产业发展模式，形成了以生物医药（如金山科技）、云计算（如中科龙芯）、笔电配套（如群光电子）三大产业集群为核心的“3+N”高新技术产业发展模式；形成了以重庆双福国际农贸城、和润汽摩城、攀华钢材等三大专业市场为基础的重庆仓储物流基地；形成了以恒大地产、晋愉地产、双岛湖综合开发项目为代表的高端旅游休闲及居住区。截至 2012 年末，双福新区已吸引包括金龙精密铜管集团、重庆润通力、广州恒大集团等 268 家企业入驻，投资总额累计约 1,369 亿元。

2012 年双福新区实现工业总产值 235.60 亿元，同比增长 41.08%；固定资产投资完成 85.10 亿元，同比增长 21.57%；经济总量在江津区“十大经济主战场”名列第一。

未来几年是双福新区全面提速、全面转型的几年，双福新区将以江津区加快建设“双百”现代化大城市²为契机，全面推进三大转型为工作主线，即以先进制造业为重点，大力推进经济转型；以生态宜居为核心，大力推进城市转型；以改善民生为根本，大力推进社会转型。在产业工程方面，确保新

¹ 江津区政府 2008 年确定了未来 5 至 10 年经济建设 10 大“主战场”：一是把双福建设成为重庆的第七个城市副中心；二是实施“一江两岸”城市发展战略；三是启动商业步行街；四是大力推进招商引资；五是加快三个工业园区和五个百亿级产业集群发展；六是建设现代农业园区；七是继续推进东部新城建设；八是大力发展以四面山为主的旅游产业；九是加快镇街发展；十是建设支坪新城。

² 根据江津区政府规划，到 2020 年建成 100 平方公里、100 万城市人口的特大城市。

增的津浦科技、敏达电子、育才中学、能源学院二期等重点项目加快推进，早日投产；在强基工程方面，启动珊瑚大道及珊瑚立交、育才路的建设，完成汽摩大道、福城二路建设，双福变电站、槽坊变电站建成投用，完成学府大道、创业大道白改黑及景观工程；在连线工程方面，加快干道两侧项目招商和建设步伐，规范对施工场地的管理，加强对沿线单位环境的综合整治，全力推进道路及绿化景观的提档升级，确保连线工程取得阶段性成效，双福新区城市形象实现大提升；在民生工程方面，新开工建设 40 万平方米还房，35 万平米还房建成投用，重庆育才中学双福校区、双福中学建成招生，福城医院建成投用，交通换乘中心启动建设，完成大溪河整治及绿化景观工程；在凝心工程方面，深化“五心教育”活动，进一步强化考核、强化服务、强化督查，营造干事创业的浓厚氛围。力争到 2016 年，工业总产值和商贸流通交易额分别达 800 亿元，城区人口达 20 万人，建成区面积达 25 平方公里。预计在 2020 年，双福新区将实现区域人口近 40 万，区域总产值超过 2,000 亿元，建成产业集聚、经济繁荣、环境优美、功能齐全、宜居宜业的重庆城市副中心。

可以看出，凭借合理的产业布局和江津区战略规划的政策推动，双福新区的城市副中心建设将得以稳步推进。

双福新区财政实力

双福新区无独立财政，财政收入由税收分成及土地出让金返还两部分组成。目前税收分成部分中，地税收入全额返还双福新区，国税收入按 20% 的比例进行返还；土地出让金部分由江津区财政扣除规费后全额返还双福新区。随着区域经济发展及政策支持力度的加强，双福新区财政实力近几年来有较大增长，2012 年完成地方财政收入 30.59 亿元，较上年有所下降，其中一般预算收入 8.97 亿元，同比增长 12.13%，主要受经济总量增长、入驻企业增加、税收基础扩大影响；基金收入 21.62 亿元，较上年下降了 25.96%，主要受国有土地使用权出让金收入下降影响。

表 4：2010 年~2012 年双福新区财政情况（亿元）

	2010	2011	2012
地方财政收入	13.75	37.20	30.59
一般预算收入	4.50	8.00	8.97
基金收入	9.25	29.20	21.62
财政总支出	13.50	37.00	39.12

注：地方财政收入=一般预算收入+基金收入

资料来源：双福新区管委会，中诚信国际整理

可以看出，双福新区财政总收入规模提升主要依赖于基金收入，而国有土地使用权出让金收入则成为其中重要支撑，这与当地大力发展基础设施与招商引资相关，更多项目和企业的入驻也相应地带动了一般预算收入的稳步提升，预计未来以一般预算收入和基金收入为主的地方财政收入仍将成为支撑双福新区可支配财力的重要因素。

财政支出方面也契合重庆市及江津区的整体发展规划，更多地投入到基础设施建设、民生工程、教育和公共卫生等方面。未来，随着双福新区作为重庆城市副中心地位的确立，良好的政策环境将更好地推动区域经济发展。

公司地位及抗风险能力

双福新区经济发展与辖区内的工业园区及金融后援中心的产业布局、招商引资以及资产经营实力密不可分，作为工业园区开发和基础设施建设唯一主体，公司在项目投资和资金平衡方面也获得了双福新区政府以及江津区政府的强有力的支持。

公司主要从事双福新区范围内的基础设施建设和保障房建设，根据《重庆市双福新区管理委员会关于加快双福建设开发有限公司发展专题会议纪要》（双福新管纪〔2010〕53 号），公司独立行使代建和开发职能，承担的基础设施建设和国有土地整治开发业务完成后由管委会按每年完成工程项目成本加成一定比例的方式支付给公司。2011 年公司承接的祥福家园公租房、享堂公租房项目均与江津区政府签署了回购协议，回购资金总额为 26.72 亿元，项目未来收益能够得到充足的保障。

双福新区政府从土地整理和出让计划、税收返还以及未来经营性资产注入等方面来做大公司资

产规模。2010 年公司根据重庆市江津双福工业园区管理委员会津福管发【2010】5 号文件《江津区双福工业园管理委员会关于九江大道、来凤路、温双大道及园区市政道路资产划拨的批复》接受管委会划拨的九江大道、来凤路、温双大道及园区市政道路资产，价值 5.87 亿元；2011 年公司根据重庆市双福新区管理委员会双福新管发【2011】513 号文件《重庆市双福新区管理委员会关于同意将还房 B 区及标准厂房划拨的批复》接受管委会划拨的江津双福街道津福路 123 号滴水还房 B 区商业用房和双福新区九江大道 7 号工业用房，价值 3.68 亿元；同年，公司根据重庆市双福新区管理委员会双福新管发【2011】512 号文件《重庆市双福新区管理委员会关于将 C3-0403/01-2 等地块划拨的批复》接受管委会划拨 C3-0403/01-2 等 7 宗地块，共 614.11 亩，价值 17.37 亿元。以上土地均已办理土地使用证，可用于抵押借款或出让获得资金、划拨厂房可以通过出租的形式增加公司收入，这些资产的划拨在一定程度上提升公司盈利能力和竞争实力，并保障建设和还本付息的资金来源。

此外，为支持双福新区和公司持续发展的步伐，拓宽融资渠道，扩大融资规模，根据重庆市江津区财政局对公司支持的相关文件，江津区财政局承诺在偿还各类到期债务时，若资金上发生困难，财政局将安排资金给予支持，继续保持江津区政府的良好信誉。

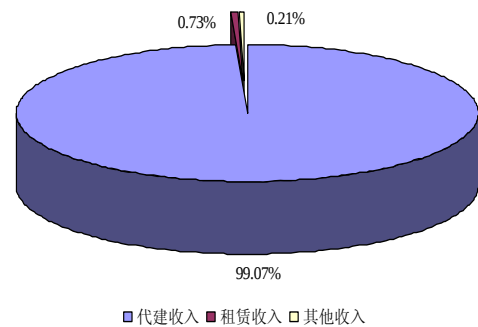
总的来看，公司作为双福新区内唯一一家基础设施建设主体，在近几年的发展过程中持续获得管委会的大力支持。在可预见的未来，公司作为双福新区唯一一家同时具备资产管理及基础建设功能的主体地位将得到进一步巩固。公司与双福新区管理委员会的密切联系为公司债务按期归还提供了资金及政策的双重保障，极大的增强了公司的偿债能力。公司收入主要来自于代建收入、利润主要来自于财政补贴的业务特点也为公司债务按期偿还提供了一定的保证，公司抗风险能力较强。

业务运营

公司是双福新区的投融资主体，负责双福新区

内的基础设施建设、保障房开发以及其他公共事业管理等任务。公司营业收入主要来源于工程代建收入和租赁业务收入。2012 年公司营业总收入为 6.90 亿元，其中，工程代建收入 6.83 亿元，占比 99.07%；租赁收入 0.05 亿元，占比 0.73%。

图 3：2012 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

基础设施建设

双福新区辖区面积 66 平方公里，规划建设面积 44 平方公里，是重庆市七大城市副中心之一。公司作为双福新区城市开发建设的投融资主体，在推进城市化建设、完善城市功能等方面发挥着重要作用。成立以来，公司主要负责双福新区的工业厂房、道路、保障房等建设业务。

公司承担的建设任务主要通过 BT、垫资、按进度结算三种方式进行，所谓 BT 即公司负责项目前期融资、建设，并在规定时限内将竣工后的项目移交管委会，管委会相关部门则根据事先签订的回购协议向公司分期分批支付项目总投资及确定的回报；由于公司内部没有施工队伍，工程的建设主要通过招投标的方式确定与开发商或施工单位合作的方式进行，垫资即由开发商自行垫付前期开发资金，待项目竣工验收后公司再与开发商结算，此方式在一定程度上缓解了公司的融资压力；按进度结算即公司与施工单位按照工程进度拨付工程款并施工的方式。无论是 BT、垫资还是按进度施工，政府最终将以回购的方式支付公司垫付的所有工程成本以及 5%~10% 不等的代建管理费。2009~2012 年，管委会分别以 5.2%、7.6% 和 10% 的管理费提取标准结转公司当年代建工程成本 5.80 亿元、6.17 亿元和 6.22 亿元，公司分别实现收入 6.10 亿元、

6.64 亿元和 6.83 亿元。从整体现金流情况来看，代建收入及财政补贴收入均可及时到账，保障了公司现金流的稳定增长。

2009 年以来，公司先后完成枫林大道、福城大道、三横三期道路工程、渝安大道等市政道路工程 20 余个，通车里程近 30 公里，累计总投资约 14.17 亿元；完成了渝惠还房、C2 还房等还建房等项目，累计总投资约 3.98 亿元。

公司目前在建、拟建的项目包括 A2 廉租房工程、汽摩廉租房、罗盘村经济适用房、祥福家园公租房、享堂公租房等 5 项保障房工程；福城二路、津马路改造、福星大道绿化工程、A-2 还建房附属工程等多项道路工程和公用事业工程等。截至目前，公司在建和拟建项目总投资超过 32 亿元，其中 2013 年计划投资 8 亿元。由于祥福家园公租房、享堂公租房项目均与江津区政府签署了回购协议，项目未来收益能够得到较为充足的保障。

表 5：公司主要建设项目情况

项目名称	总投资 (万元)	尚需投资 (万元)	开竣工 时间	结算 方式
枫林大道道路	14,000.00	已完工	2009- 2011	政 府 2013 年 始 分 3 期回购
三纵市政道路二期	4,000.00			
黑林村 C-2、三界村廉租房工程	7,926.93	已完工	2010- 2012	按进度
渝惠廉租房工程	7,459.68	已完工	2010- 2011	按进度
C-3（巴福花园）保障性住房	7,175.40	已完工	2010- 2010	施工方 垫资
渝惠还房工程	22,358.00	已完工	2010- 2012	按进度
津马路走马至管委会段改造工程	3,212.80	3,212.80	2012- 2013	施工方 垫资
双庆路、双河路、恒大南路附属工程（绿化）	1,067.18	已完工	2012- 2012	施工方 垫资
罗盘村经济适用房建设项目	57,275.00	39,275.00	2011- 2013	按进度
祥福家园公租房建设项目	99,549.00	96,444.00	2011- 2013	政府回 购 (2016 ~2020 分五期 回购)
享堂公租房建设项目	98,356.00	97,406.00	2012- 2014	
合计	322,379.99	236,337.80		

资料来源：公司提供

总的来看，公司作为双福新区基础设施重要的

运营和建设主体，随着在基础设施领域中的投资不断加大，公司在开发区的战略地位不断增强，但资金压力也随之增大。

资金平衡

公司作为双福新区城市开发建设的投融资主体，其投融资决策、项目建设情况全部纳入管委会整体规划。

从管委会的投资计划可以看出，未来几年仍为投资高峰期，所需资金量较大。2013~2015 年管委会包括基础设施建设、征地拆迁、偿还银行贷款等在内的投资高达 160.97 亿元，而 2013~2015 年包括土地出让、税费收入和房地产销售收入在内的收入合计 166.92 亿元，勉强可以覆盖公司未来三年的投资资金需求。

按照管委会的测算，双福新区规划建设面积 44 平方公里，其中工业用地 16 平方公里已基本建成，目前待开发综合用地 28 平方公里。双福新区部分土地指标可通过购买地票获得，并计入当期开发成本，由此按照工业用地每年出让 2,000~3,000 亩，综合用地每年出让 1,000~1,500 亩的计划进行开发并出让，双福新区可实现每年 30 亿元以上的土地出让收入规模。此外，随着双福新区开发的日渐成熟，入住企业的逐渐增多，双福新区税收收入规模将逐渐增加。到 2015 年，双福新区将实现财政收入 51.78 亿元，进而达到资金收支平衡。

然而中诚信国际也注意到：1）在当前房地产行业的调控政策愈发严厉的大背景下，土地出让难度以及出让价格受政策影响加大；2）公司通过银行贷款获取稳定资金来源的可持续性存在一定的不确定性。3）作为一个新区，企业入驻情况、产业发展成熟度直接影响该地区的税收收入规模，税收收入的增长性与可持续性存在一定的不确定性，上述因素均给企业的资金平衡带来一定的不确定性。

表 6：双福新区 2013-2016 年现金流量预测表 （单位：亿元）

项 目	2013	2014	2015	2016	小计
(一) 财政收入	43.40	47.74	51.78	57.74	200.66
税收	7.80	10.14	13.18	17.14	48.26
规费返还收入	1.60	1.60	1.60	1.60	6.40
土地出让收入	34.00	36.00	37.00	39.00	146.00
收入 其中：综合用地	20.00	24.00	28.00	32.00	104.00
工业用地	14.00	12.00	9.00	7.00	42.00
其它	0.50	0.50	0.50	0.50	2.00
(二) 融资	12.00	7.00	5.00	5.00	29.00
合计	55.40	54.74	56.78	62.74	229.66
征地拆迁安置补偿金	8.00	8.00	6.00	6.00	28.00
工程建设	15.00	15.00	12.00	10.00	52.00
归还借款	5.00	6.00	5.00	5.00	21.00
支出 企业补助性支出	15.00	11.00	10.00	8.00	44.00
管理费用及其它支出	0.80	0.90	1.00	1.10	3.80
市、区财政计提税费	12.00	14.00	16.00	19.00	61.00
合计	55.55	55.40	50.02	49.13	210.10
年末节余	-0.15	-0.66	6.76	13.61	19.56

资料来源：公司提供

对于双福建设，管委会除定期为公司结转代建成本与管理费外，管委会于 2011 年先后将价值 9.5 亿元的土地资产以及价值 38.74 亿元的出让地划拨给公司，截至目前，公司共有出让地 909.45 亩，其中 688.21 亩已用于抵押贷款。

表 7：截至 2012 年末公司土地资产明细

名称	土地用途	土地面积 (亩)
江津区双福新区 B5-8-1/01-2 号地块		146.21
江津区双福新区 B5-8-1/01-1 号地块	城镇混合住	201.49
江津区双福新区 B2-8-3/01 号地块	宅用地	62.83
江津区双福新区 B2-8-2/01 号地块		82.89
江津区双福新区 C3-4-3/01-2 号地块	城镇单一住	37.60
江津区双福新区 B3-03-13/01 号地块	宅用地	29.92
江津区双福新区 A5-03-8/01 号地块	住宅用地	53.17
江津区双福新区 C4-10-1/01 地块	城镇住宅及	217.61
江津区双福新区 A3-01-1/02 号地块	其他商服	4.99
江津区双福新区 C3-03-6/02 号地块	其他商服	6.39
江津区双福新区 A3-05-1/02 号地块		14.63
江津区双福新区 A3-01-3/01 号地块	城镇住宅用	32.67
江津区双福新区 A2-02-8/02 号地块	地	19.06
合计		909.45

资料来源：公司提供

综上，公司未来几年建设任务较重、资金需求量较大，短期内面临一定的资金压力。长期来看，随着土地整治及基建项目逐步完善，资金需求量逐年递减，而收入会随着地价提升以及招商引资得以延续，公司的资金平衡能力有望得到增强。然而，中诚信国际同时也关注到房地产调控政策严厉和

税收政策为公司资金平衡能力带来的不确定性。

租赁业务

管委会除对公司代建业务给予一定的资金支持外，通常还根据新区整体规划要求并考虑公司经营需求将政府回购的廉租房、标准厂房等资产以注资的形式注入公司名下，办理产权过户后形成公司物业租赁业务载体。可为公司带来稳定的物业租赁收入。

目前，公司主要物业资产主要由廉租房、商业门面和工业厂房三部分组成。公司负责经营的黑林廉租房、渝惠廉租房、C2 廉租房和 A2 廉租房，物业面积达 11 万平方米，平均出租率 50%以上；商业门面即廉租房、还迁房的楼底门面，目前公司持有的该项可供出租面积为 2.70 万平方米，由于公司所持商业门面具有较为优越的地理位置条件，出租率可达 100%；标准厂房的服务对象为入驻新区的企业，租赁合同合同期通常为 4 至 5 年，平均出租率为 85%。截至 2012 年末，公司可供出租的各项物业资产建筑面积达 23.29 万平方米，2012 年公司实现租赁收入 0.05 亿元。

表 8：公司主要持有物业情况

物业名称	可用于出租面积 (m ²)	出租率 (%)	平均租金 (元/元/月)
标准厂房	86,884	95	15.51

A 区还房门面	4,115	100	45
B 区还房门面	14,774	100	30
C 区还房门面	2,054	100	35
C2还房门面	1,625	100	35
A2还房门面	9,163	100	45
D、E 区住宅	2,693	100	8
黑林廉租房	23,645	95	6
A2廉租房	28,859	100	6
渝惠廉租房	56,000	50	6
C2廉租房	3,126	50	6
合计	232,938		

资料来源：公司提供

总的来看，公司目前租赁收入较低，但随着新区招商引资的进行以及管委会对公司持续注资，公司物业资产出租率、租金水平、收入规模均将获得一定的上升空间。

管理

公司根据《公司法》等有关法律、行政法规和规范性文件的规定，发行人建立了健全的董事会、监事会等制度，保证了决策的专业化、高效化。公司不设股东会，由管委会行使股东会相关职权，主要负责决定公司的经营方针和投资计划；审议批准公司年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司年度利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司的合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；修改公司章程；对公司向其他企业投资或者为他人提供担保作出决议；决定聘用或解聘承办公司审计业务的会计师事务所；国家法律、行政法规和本章程规定的其他职权。

在制度建设方面，公司制定了一系列较为完善的内部管理制度《重庆市双福建设开发有限公司部门职能职责、规章制度及工作流程》，该制度规定了公司各部门的职责、要求、规定以及人事管理、财务管理、招投标管理等方面的工作流程和相关规定，为加强公司对外投资活动的管理，保证对外投资活动的规范性、合法性和效益性提供了具体指引；规范了公司财务行为，保证做好各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作，为公司依法合理筹集资金提供了保障；加强公司资产的管

理，保证了国有资产的保值增值。

总体来看，公司内部管理相对规范，对投资和担保等风险的控制较为严格，随着公司投资规模的逐渐扩大，公司集约经营和精细化管理以及对下属公司的控制力度还须进一步加强。

发展规划

公司作为双福新区唯一一家基础设施建设主体，未来战略规划将围绕双福新区的经济发展战略、产业政策的要求，结合公司的职能职责和双福新区的发展制定实施。

按照区委、区政府“统一规划，集中建设”的原则，公司将按政府土地利用计划，筹集资金整治并管理土地资产，着力推进祥福家园公租房、享堂公租房、罗盘经济适用房等保障房建设项目，确保群众住有所居。加快城市基础设施建设，大幅度提高城市形象，提高人居环境质量；在政企分开的总原则下，加快建立现代企业制度，建立有效的国有资本管理、监督和运营机制，以及以市场为导向构建相对完备的产业体系，推动国有资产的保值增值，不断提高经营管理科学化水平，不断壮大自身综合实力；加大资信、资本的组合优势，将公司整合为资产质量优、融资能力强、偿债能力佳、发展前景好的“借、用、管、还”一体化的政府综合性投融资平台，形成“政府引导，社会参与，市场运作”的多元化投融资格局。为地区经济发展，城市基础设施建设，公益性项目建设等提供持续的资金保障。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太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年财务报告，报告均按新会计准则编制。

2012年公司新增对重庆市双福污水处理有限公司投资，将其纳入合并范围，纳入合并的子公司情况如下表。

表 9：2010 年~2012 年公司纳入合并范围的子公司

被投资单位名称	持股比例 (%)	纳入合并范围时间
重庆市津耕农业开发有限公司	100.00	2009

重庆富腾建筑工程有限公司	100.00	2010
重庆富腾房地产开发有限公司	100.00	2010
重庆市双福污水处理有限公司	100.00	2012

资料来源：公司年报

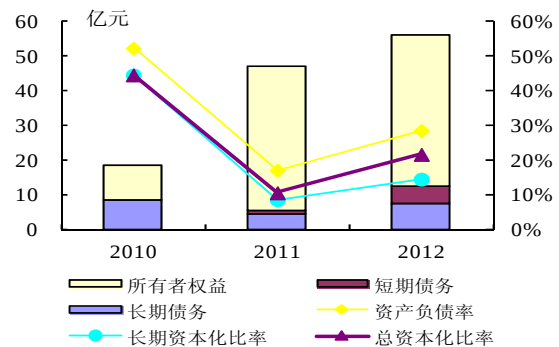
资本结构

2010~2012 年公司的资产规模增长较快，分别为 21.00 亿元、50.62 亿元和 61.13 亿元，年复合增长率为 70.61%，主要体现在存货、其他应收款、货币资金及应收账款的增加。截至 2012 年底，存货、固定资产、应收账款、其他应收款四项合计占公司资产总额的 89.52%，其中存货为 28.88 亿元，较上年增长 8.54 亿元，主要为 2012 年 12 月重庆市双福新区管理委员会将 C4-10-1/01 等六宗地块及门面置换原公司无形资产-储备用地所致，受此影响公司无形资产较去年同期减少 9.37 亿元；固定资产为 8.83 亿元，较上一年度减少 0.80 亿元，主要因公司就标准厂房与国银融资租赁有限公司签订《标准厂房售后回租项目之房产买卖合同》和《标准厂房售后回租之融资租赁合同》，将标准厂房以售后回租融资租赁的方式卖给国银融资租赁有限公司所致；应收账款为 8.94 亿元，主要为应收重庆市江津双福工业园区管理委员会代建工程款，回款风险较低。此外，其他应收款方面，公司 2012 年其他应收款为 8.09 亿元，较去年增加 6.08 亿元，主要为与重庆市双福新区管理委员会往来款 6.20 亿元、与重庆盛博建筑工程有限公司往来款 1.50 亿元等。

2010~2012 年，公司所有者权益分别为 10.03 亿元、41.99 亿元和 43.71 亿元，年复合增长率为 108.71%，增速快于总资产，主要源自管委会划入资产导致资本公积的增长。2010 年，公司接受管委会划拨的九江大道、来凤路、温双大道及园区市政道路资产，评估值 5.87 亿元。2011 年，委员会将 C3-0403/01-2 等 7 宗出让用地和 3 块储备用地划拨至公司，评估值 26.87 亿元；公司接受管委会划拨的江津双福街道津福路 123 号滴水还房 B 区商业用房和双福新区九江大道 7 号工业用房，评估值 3.68 亿元。上述因素使得公司资本公积大幅增加至 2012

年底的 33.30 亿元。

图 4：2010 年~2012 年公司资本结构分析



资料来源：公司年报

2010~2012 年，公司的总负债分别为 10.97 亿元、8.64 亿元和 17.43 亿元，年复合增长率为 26.05%，呈增长态势，但增速远低于总资产及所有者权益。2012 年度总负债较上一年度增加了 8.79 亿元，主要因公司新增长期借款 3.45 亿元以及新增 3.10 亿元银行承兑汇票所致；公司负债以有息债务为主，截至 2012 年末公司总债务为 12.06 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 28.51% 和 21.63%，受公司债务规模上升影响，公司的资产负债率和总资本化比率均有所上升，但仍处于低位。截至 2012 年底，公司长期债务 7.41 亿元，短期债务 4.65 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.63，债务结构合理。

总体来看，近年来管委会持续的资产注入使得公司所有者权益持续增长，虽债务规模亦有所增加但资本结构较为合理。同时，中诚信国际也关注到公司的核心资产主要为土地使用权，其他资产的经营性盈利能力较弱，随着园区开发建设的逐步推进，未来几年公司资金压力将有所上升，债务融资规模或将继续增加。

盈利能力

近年来公司的收入主要来自代建收入和租赁收入，2010~2012 年，公司分别实现营业总收入 6.12 亿元、6.68 亿元和 6.90 亿元，其中主要为代建收入。管委会每年按照结算成本加成比例的方式支付项目资金作为公司代建收入，2010~2012 年结算比例

分别为 5.2%、7.6%和 10%，保证了公司收入水平的稳定增长。2010~2012 年，公司租赁业务收入分别为 0.01 亿元、0.03 亿元和 0.05 亿元，呈持续增长态势，2012 年租赁收入增长幅度较大，较去年同期增长 69.39%，主要受公司管理资产规模不断扩大的影响。预计随着公司业务发展，资产管理规模的持续增加，租赁收入将逐步提升。2010~2012 年，公司租赁业务收入毛利率分别为 74.31%、36.70%和 63.48%，处于较高水平。可以看出，公司目前仍主要依赖代建收入，收入来源较单一，受政策影响较大，对双福新区财政实力的依赖度较高，易受双福新区财政情况变化影响。

表 10：2010 年~2012 年公司营业总收入构成

单位：亿元/%	2010		2011		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	6.10	4.93	6.64	7.09	6.83	9.05
租赁收入	0.01	74.31	0.03	36.70	0.05	63.48
其他收入	0.01	35.03	0.02	99.22	0.01	100.00
合 计	6.12	5.09	6.68	7.45	6.90	9.63

资料来源：公司年报

期间费用方面，受业务规模的逐步扩大影响，公司费用也在不断提高，2010~2012 年分别为 0.40 亿元、0.67 亿元和 0.77 亿元。从三费收入占比来看，公司的三费收入占比呈现出逐年增长的趋势，2010~2012 年分别为 6.60%、9.97%和 11.11%。2012 年三费占收入比达到 11.11%，已超过毛利率水平，公司整体费用控制能力有待加强。从构成来看，公司的期间费用以管理费用为主，受道路、厂房等资产存量增长影响，折旧费用增长较快，导致管理费用逐年上升；由于公司利息支出大部分进行资本化，计入财务费用部分相对较少。

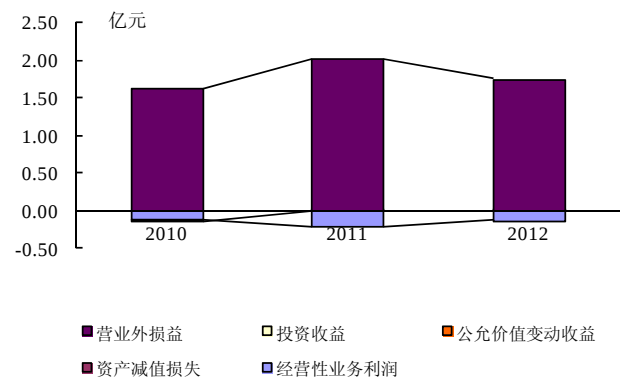
表 11：2010 年~2012 年公司期间费用分析

单位：亿元	2010	2011	2012
销售费用	-	0.00	-
管理费用	0.42	0.56	0.72
财务费用	-0.01	0.10	0.05
三费合计	0.40	0.67	0.77
营业总收入	6.12	6.68	6.90
三费收入占比	6.60%	9.97%	11.11%

资料来源：公司年报

2010~2012 年，公司分别实现利润总额 1.49 亿元、1.84 亿元和 1.63 亿元，主要来自财政补贴收入。因公司为双福新区的基础设施建设及土地整治开发做出了较大贡献，管委会每年根据公司业务发展情况对公司进行财政补贴，公司根据实际补贴金额记入营业外收入。2010~2012 年，公司营业外损益分别为 1.62 亿元、2.03 亿元和 1.74 亿元，补贴规模较稳定。近年来代建管理费收入以及财政补贴的增长促使公司当期盈利逐步增加。

图 5：2010 年~2012 年公司利润总额构成



资料来源：公司年报

总体来看，公司的主要业务是基础设施建设，代建收入及财政补贴是重要的利润来源。公司对双福新区的资金及政策支持依赖度较高，未来盈利情况易受双福新区财政实力变化的影响。

现金流及偿债能力

2010~2012 年公司经营性净现金流分别为-0.91 亿元、1.39 亿元、-5.82 亿元。2012 年公司经营性净现金流为-5.82 亿元主要受经营活动现金流出大幅增加影响，其中支付其他与经营活动有关的现金为 4.61 亿元，较上年同期增加 4.12 亿元，主要包括存放于银行的承兑汇票保证金 2.65 亿元以及其他零星费用（保证金、其他应收款项目等）1.79 亿元。公司经营活动现金流入主要为代建收入及财政补贴收入，近年来较平稳。

2010~2012 年投资活动净现金流分别是-0.01 亿元、-0.05 亿元和-0.02 亿元，投资规模较小。

在筹资活动现金流方面，2010~2012 年公司的

筹资现金流净流量分别为-1.03 亿元、-2.64 亿元和 5.85 亿元。2010 及 2011 年，公司筹资活动均体现为净流出，系近两年建设施工付款量逐步减少，同时管委会加大财政补贴力度，筹资规模有所减少，资本结构趋于优化。2012 年，公司筹资活动现金流入量超过现金流出量，主要是公司当年新增借款用于项目建设所致。

表 12：2010 年~2012 年公司现金流分析 单位：亿元

	2010	2011	2012
经营活动现金流入	7.64	8.09	8.49
经营活动现金流出	8.55	6.71	14.31
经营活动净现金	-0.91	1.39	-5.82
投资活动现金流入	0.00	-	-
投资活动现金流出	0.01	0.05	0.02
投资活动净现金	-0.01	-0.05	-0.02
筹资活动现金流入	3.30	4.28	8.84
其中：投资	-	-	0.50
借款	3.30	4.28	7.00
筹资活动现金流出	4.33	6.92	2.99
其中：偿还债务	4.33	6.92	2.99
筹资活动净现金	-1.03	-2.64	5.85
现金及等价物净增加额	-1.96	-1.30	0.01

资料来源：公司年报

从整体现金流的情况来看，近几年由于代建收入及财政补贴收入的及时到账，公司经营活动现金净流入稳定增长，受存放于银行的承兑汇票保证金以及其他零星费用大幅增加影响 2012 年经营活动净现金流量由正转负。同时受公司借款增加影响，筹资活动现金净流量有较大增长。

2010 年以来，由于管委会持续的资产注入，公司资产负债率和总资本化比率呈下降趋势，2011 年分别为 17.07%和 10.54%，2012 年受债务规模增加影响公司资产负债率和总资本化比率有所上升，分别为 28.51%和 21.63%，仍处于较低水平。偿债指标方面，受债务规模增加的影响，EBITDA 和经营活动现金流对总债务的覆盖能力有所下降，截至 2012 年末，总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务分别为 5.77 和-0.48；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出覆盖能力呈下降趋势，2012 年底

分别为 2.94 和-8.19。但同时，中诚信国际也关注到，公司由于采用 BT、垫资等建设方式，随着业务发展，未来几年的偿债压力将有所增加，公司与管委会关联度较高，资金往来金额较大，公司债务偿还能力受管委会财政资金拨付进度影响较大。

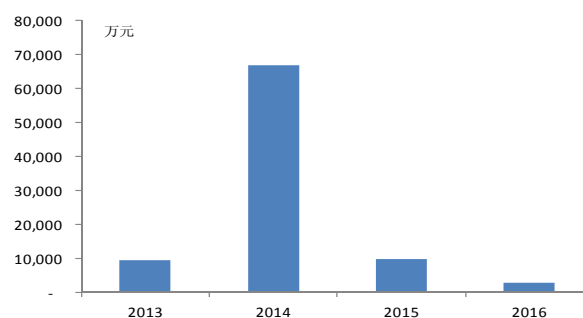
表 13：2010 年~2012 年公司偿债能力分析

	2010	2011	2012
短期债务(亿元)	--	0.99	4.65
长期债务(亿元)	8.05	3.96	7.41
总债务(亿元)	8.05	4.95	12.06
总债务/EBITDA(X)	4.90	2.25	5.77
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	0.28	-0.48
EBITDA(亿元)	1.64	2.20	2.09
EBITDA 利息保障系数(X)	2.96	3.52	2.94
经营净现金流利息保障系数(X)	-1.64	2.22	-8.19
总资本化比率(%)	44.52	10.54	21.63
长期资本化比率(%)	44.52	8.62	14.50
资产负债率(%)	52.23	17.07	28.51

资料来源：公司年报

2012 年以来，随着基础设施投入的增加，公司新增贷款规模有所增长，截至目前，公司长期借款余额增至 8.46 亿元，其中 6.70 亿元需在 2014 年偿还，公司近两年偿债压力较大。考虑到未来几年公司较大的基础设施建设投资计划，公司债务偿还和项目投资尚需依赖管委会进一步支持。未来中诚信国际将继续关注公司到期债务偿付情况及管委会对公司债务偿还的支持力度。

图 6：截至目前公司债务到期情况



资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2012 年末，公司有账面价值为 27.84 亿元的资产用于抵、质押借款，其中，共有土地 688.21 亩用于抵押借款，账面价值为 23.65

亿元。此外，截至 2012 年末，公司无涉诉、仲裁等事宜。

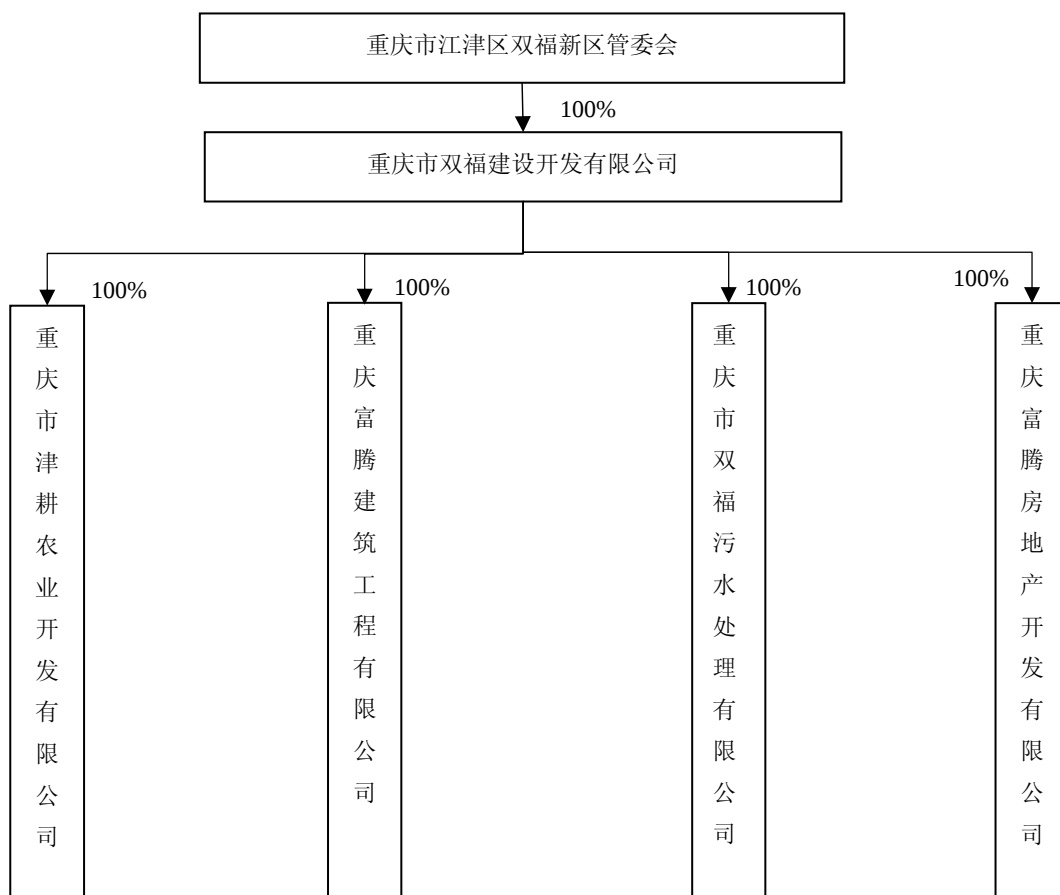
截至 2012 年末，公司授信总额为 10.15 亿元，其中尚未使用的余额为 0.50 亿元。

评级展望

双福新区作为重庆市正在建设的七大城市副中心之一，具备一定的工业基础，近年来区域经济和财政实力不断增强。双福建设是双福新区主要的基础设施建设和投融资主体，得到了管委会很强的支持，拥有大量优质的土地资产。但是，公司未来建设投资和债务偿还压力较大，面临一定的政策风险。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平将在未来一定时期内保持稳定。

附一：重庆市双福建设开发有限公司股权结构（截至 2012 年 12 月底）



资料来源：公司提供

附二：重庆市双福建设开发有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	13,474.61	498.16	27,127.70
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	57,040.46	62,934.50	89,357.78
存货净额	17,856.97	203,399.10	288,751.28
其他应收款	29,565.72	20,054.57	80,850.89
长期投资	500.00	745.00	745.00
固定资产(合计)	62,923.99	96,283.08	88,261.55
总资产	210,011.75	506,246.91	611,318.20
其他应付款	17,031.95	15,931.35	18,208.58
短期债务	0.00	9,875.00	46,500.00
长期债务	80,500.00	39,600.00	74,100.00
总债务	80,500.00	49,475.00	120,600.00
净债务	67,025.39	48,976.84	93,472.30
总负债	109,680.51	86,394.28	174,265.68
财务性利息支出	7.21	91.81	334.15
资本化利息支出	5,547.81	6,162.57	6,776.09
所有者权益（含少数股东权益）	100,331.24	419,852.63	437,052.52
营业总收入	61,226.42	66,834.94	68,981.24
三费前利润	2,971.03	4,773.19	6,392.26
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	14,881.64	18,525.04	16,641.17
EBITDA	16,425.86	22,012.78	20,905.80
经营活动产生现金净流量	-9,108.88	13,870.85	-58,220.48
投资活动产生现金净流量	-129.90	-459.70	-203.66
筹资活动产生现金净流量	-10,316.38	-26,387.60	58,549.00
现金及现金等价物净增加额	-19,555.16	-12,976.46	124.86
资本支出	132.07	214.70	203.66
财务指标	2010	2011	2012
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	5.09	7.45	9.63
三费收入比(%)	6.60	9.97	11.11
EBITDA/营业总收入(%)	26.83	32.94	30.31
总资产收益率(%)	8.50	5.17	2.98
流动比率(X)	5.02	6.74	5.85
速动比率(X)	4.41	2.39	2.53
存货周转率(X)	4.30	0.56	0.25
应收账款周转率(X)	1.09	1.11	0.91
资产负债率(%)	52.23	17.07	28.51
总资本化比率(%)	44.52	10.54	21.63
短期债务/总债务(%)	0.00	19.96	38.56
经营活动净现金/总债务(X)	-0.11	0.28	-0.48
经营活动净现金/短期债务(X)	--	1.40	-1.25
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.64	2.22	-8.19
总债务/EBITDA(X)	4.90	2.25	5.77
EBITDA/短期债务(X)	--	2.23	0.45
EBITDA 利息倍数(X)	2.96	3.52	2.94

注：公司财务报告依据新会计准则编制。

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附四：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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。

附五：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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。