

徐州高新技术产业开发区国有资产
经营有限公司

**2014 年 13 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.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN 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>

徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司

2014 年 13 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

债券期限：7 年

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：13 亿元

评级日期：2014 年 2 月 10 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司（以下简称“高新区国资公司”或“公司”）本次拟发行的13亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的运营环境、经营状况、财务实力和发展前景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）	674,196.52	637,511.25	582,792.67
股东权益合计（万元）	620,596.71	599,159.41	565,279.61
资产负债率	7.95%	6.02%	3.01%
流动比率	12.41	17.36	31.67
速动比率	2.68	3.30	1.44
营业收入（万元）	41,358.40	98,743.38	6,526.95
营业利润（万元）	10,207.11	30,358.06	477.54
营业外收入（万元）	6,026.56	6,000.34	2,500.34
利润总额（万元）	16,162.98	36,358.40	2,977.88
综合毛利率	54.27%	54.19%	26.27%
期间费用率	3.43%	1.11%	15.44%
总资产回报率	2.46%	5.96%	-
EBITDA（万元）	17,385.19	37,404.23	3,863.24
EBITDA 利息保障倍数	30.60	54.89	6.22
经营活动产生的现金流净额（万元）	9,260.76	4,554.63	-5,419.12

资料来源：公司提供

正面：

- 受益于高新区经济的快速发展，高新区财政收入快速增长，财政实力不断增强；
- 公司拥有较多的土地资产，未来该部分土地使用权的对外转让将为公司带来较大规模的收入及利润；
- 作为高新区市政基础设施建设及旧村改造主体，公司在资产划拨及财政补贴方面得到当地政府的大力支持；
- 公司债务规模较小，偿债压力不大。

关注：

- 高新区财政收入中土地出让收入占比相对较高，该部分收入受当地土地市场影响较大，存在一定的不稳定性；
- 公司收入规模受土地出让规模影响较大，存在较大的不稳定性；
- 目前公司在建项目较多，投资规模较大，公司面临一定的资金压力；
- 公司应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金造成较大规模的占用，不利于公司的正常运营；
- 公司资产主要由应收账款和存货构成，资产流动性一般；
- 公司利润来源对政府补贴具有一定的依赖。

分析师

姓名：肖利富 李飞宾

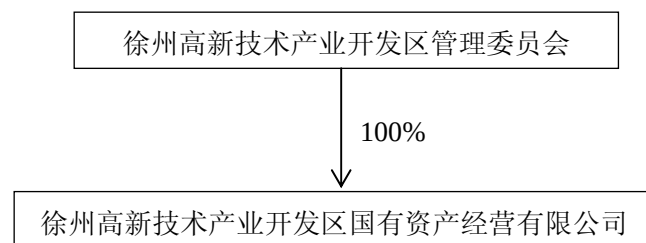
电话：010-66216006

邮箱：xiaolf@pyrating.cn

一、公司概况

公司成立于 2006 年 9 月 1 日，原名为铜山经济开发区国有资产经营有限责任公司，是由江苏省铜山经济开发区管理委员会投资设立的，公司初始注册资本为人民币 28,500.00 万元。2012 年 8 月 22 日，公司更为现名。截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 28,500.00 万元，实际控制人为徐州高新技术产业开发区管理委员会，公司股权和控制关系如下：

图1 截至2012年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要负责徐州高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）内旧村改造、高新区内土地出让、厂房及办公楼建设租赁等业务。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 674,196.52 万元，股东权益合计为 620,596.71 万元，资产负债率为 7.95%；2012 年，公司实现营业收入 41,358.40 万元，利润总额 16,162.98 万元，经营活动产生的现金流量净额为 9,260.76 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2014 年徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司公司债券；

发行总额：人民币 13 亿元；

债券期限和利率：本期债券为 7 年期固定利率债券，在本期债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

（一）募集资金总量及用途

本期债券募集资金总额为 13 亿元，资金具体使用安排情况如下：

表 1 本期募集资金投向情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
大学生创业园建设项目	92,400.00	45,000	48.70%
高新技术产业基地建设项目	93,400.00	50,500	54.07%
国家安全科技产业基地建设项目	66,000.00	34,500	52.27%
合计	251,800.00	130,000	51.63%

资料来源：公司提供

（二）项目基本情况

1、大学生创业园建设项目

（1）项目审批情况

表2 大学生创业园建设项目审批情况表

序号	批准文件	批准文号
1	徐州市铜山区发改委《关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司大学生创业园建设项目可行性研究报告的批复》	徐铜发改经济投审[2013]173 号
2	徐州市铜山区环境保护局《铜山区环保局关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司大学生创业园建设项目环境影响报告书审批意见》	铜环发[2013]34 号
3	徐州市铜山区国土资源局《关于大学生创业园项目的用地预审意见》	铜国土资预[2013]24 号
4	徐州市铜山区规划局《大学生创业园建设项目选址意见书》	铜规选字第 2013-1025 号
5	徐州市铜山区规划局《大学生创业园建设项目建设用地规划许可证》	铜规地字第 2013-1088 号
6	徐州市发改委《徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司大学生创业园建设项目节能评估报告书审查意见》	铜发改经济[2013]58 号

资料来源：公司提供

（2）项目概况

该项目定位为大学生创业孵化后的“加速器”，为大学生提供创业场所，解决大学生就业问题，继续扩大徐州市内大学生创业团队，建成后将为大学生创业提供研发、厂房、基地等一系列服务。

该项目位于徐州高新区第二工业园，项目用地177.9亩，总建筑面积228,658平方米，地上建筑面积206,263平方米，地下车库建筑面积22,395平方米。

该项目建设内容包括园区的土建工程，供排水、电气安装工程以及室外工程（道路、绿化、地下管网）。

（3）项目进度

项目建设的工期24个月。目前，公司已经完成园区土地上的房屋拆迁、园区围栏搭建和园区初步设计规划以及建设工程招投标，并正在进行土地平整及周边的绿化、道路及管网建设等工作。截至2013年10月末，已累计投资约 12,420万元，项目预计于2015年5月完成。

（4）项目经济效益

该项目建成后，项目的收入主要来自园区房屋的出租收入，以及广告、园区管理等其他收入。根据可研报告，本项目税后项目的内部收益率为10.02%。该项目建成后，在债券存续期内预计共产生营业收入55,903万元。

2、高新技术产业基地建设项目

（1）项目审批情况

表3 高新技术产业基地建设项目审批情况表

序号	批准文件	批准文号
1	徐州市铜山区发改委《关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司高新技术产业基地建设项目可行性研究报告的批复》	徐铜发改经济投审[2013]171号
2	徐州市铜山区环境保护局《铜山区环保局关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司高新技术产业基地建设项目环境影响报告书审批意见》	铜环发[2013]36号
3	徐州市铜山区国土资源局《关于高新技术产业基地建设项目的用地预审意见》	铜国土资预[2013]25号
4	徐州市铜山区规划局《高新技术产业基地建设项目选址意见书》	铜规选字第2013-1023号
5	徐州市铜山区规划局《高新技术产业建设项目建设用地规划许可证》	铜规地字第2013-1086号
6	徐州市铜山区发改委《关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司高新技术产业基地建设项目节能评估报告书审查意见》	铜发改经济[2013]59号

资料来源：公司提供

（2）项目概况

徐州高新技术产业开发区目前已集聚了 200 多家行业龙头和高新技术企业。为继续大力

发展徐州高新技术产业开发区现代制造业，推动自主创新、引进高新技术型企业入驻园区，本项目建成后将为高新技术型企业提供研发、厂房、基地一系列综合服务。

该项目位于徐州高新区第二工业园，总用地 178.8 亩，总建筑面积 237,800 平方米，地上建筑面积 213,186 平方米，地下车库建筑面积 24,614 平方米。

该项目建设内容包括园区的土建工程，供排水、电气安装工程以及室外工程（道路、绿化、地下管网）。

（3）项目进度

项目建设的工期 24 个月。目前，公司已经完成园区土地上的房屋拆迁、园区围栏搭建和园区初步设计规划以及建设工程招投标，并正在进行土地平整及周边的绿化、道路及管网建设等工作。截至 2013 年 10 月末，已累计投资约 12,910 万元，项目预计于 2015 年 5 月完成。

（4）项目经济效益

项目建成后，该项目的收入主要来自园区房屋的出租收入，以及广告、园区管理等其他收入。根据可研报告，本项目税后项目的内部收益率为 10.24%。该项目建成后，在债券存续期内预计共产生营业收入 57,678 万元。

3、国家安全科技产业基地建设项目

（1）项目审批情况

表4 国家安全科技产业基地建设项目审批情况表

序号	批准文件	批准文号
1	徐州市铜山区发改委《关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司国家安全科技产业基地建设项目可行性研究报告的批复》	徐铜发改经济投审[2013]172 号
2	徐州市铜山区环境保护局《铜山区环保局关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司国家安全科技产业基地建设项目环境影响报告书审批意见》	铜环发[2013]35 号
3	徐州市铜山区国土资源局《关于国家安全科技产业基地建设项目的用地预审意见》	铜国土资预[2013]23 号
4	徐州市铜山区规划局《国家安全科技产业基地建设项目选址意见书》	铜规选字第 2013-1024 号
5	徐州市铜山区规划局《国家安全科技产业基地建设项目建设用地规划许可证》	铜规地字第 2013-1067 号
6	徐州市铜山区发改委《关于徐州高新技术产业开发区国有资产经营有限公司国家安全科技产业基地建设项目节能评估报告书审查意见》	铜发改经济[2013]60 号

资料来源：公司提供

（2）项目概况

为加快发展徐州高新技术产业开发区矿山安全科技产业，集中发展交通安全、食品安全、消防安全等相关安全科技产业，该项目建成后将为安全科技型企业提供研发、孵化、检测、展示、标准制定和产业化为一体的综合服务。

该项目位于徐州高新区第二工业园，总用地 146.1 亩，总建筑面积 188,830 平方米，地上建筑面积 168,236 平方米，地下车库建筑面积 20,594 平方米。

该项目建设内容包括园区的土建工程，供排水、电气安装工程以及室外工程（道路、绿化、地下管网）。

（3）项目进度

项目建设的工期 24 个月。目前，公司已经完成园区土地上的房屋拆迁、园区围栏搭建和园区初步设计规划以及建设工程招投标，并正在进行土地平整及周边的绿化、道路及管网建设等工作。截至 2013 年 10 月末，已累计投资约 9,030 万元，项目预计于 2015 年 5 月完成。

（4）项目经济效益

项目建成后，该项目收入主要来自园区房屋的出租收入，以及广告、园区管理等其他收入。根据可研报告，该项目税后内部收益率为 11.46%。该项目建成后，在债券存续期内预计共带来营业收入 46,992 万元。

四、运营环境

铜山区区位优势明显，近年来经济增长速度较快，发展势头良好

2010 年经国务院批复，撤销徐州市铜山县设立铜山区，并将原九里区的利国、垞城、张集、义安、张双楼、电厂、三河尖、拾屯 8 个街道划归铜山区。铜山区总面积 1,877 平方公里，人口 134.52 万（截至 2012 年末），区内现辖 8 个街道，20 个镇，1 个国营农场及 1 个国家级开发区（江苏省徐州高新技术产业开发区）。

铜山区地处苏鲁豫皖四省交界和淮海经济区中心，居江苏省“三大都市圈”之一的徐州市都市圈核心，环抱徐州市区，具有典型的城郊型经济特点。铜山区交通便利，境内现有高速公路 4 条，国道 4 条，京沪、陇海两大铁路干线在铜山境内交汇；内陆水运，黄金水道京杭大运河斜贯县域东西，有货运码头 55 个，15 条航线最大通航能力达 1,000 吨级；远洋运输，铜山距离连云港、青岛、上海三大港口分别为 200 公里、500 公里和 800 公里；航空运输，铜山距徐州观音国际机场 40 公里，现已开通北京、上海、广州、深圳、杭州、厦门等

10 余条航线。

近年来，铜山区以“培育主导产业、提升传统产业、招引新兴产业”为主线，在积极发展钢铁、食品、电子、工程机械和冶金等支柱产业的同时，不断培育新兴产业，目前，已经形成了以能源、新材料、新医药和矿山物联网等为代表的四大新兴产业，全区经济保持了平稳较快的发展。2012 年，全区国内生产总值 647.60 亿元，按可比价格计算，同比增长 14.30%；全区规模以上工业企业实现利润总额 212.86 亿元，同比增长 30.84%；全区固定资产投资完成 478.00 亿元，同比增长 22.40%；全年进出口总额达到 5.60 亿美元，同比增长 70.63%，各项经济发展指标良好。

表 5 2010-2012 年铜山区主要经济指标（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	647.60	14.30%	570.57	14.30%	462.75	14.60%
第一产业增加值	50.70	6.00%	43.90	6.00%	35.80	2.80%
第二产业增加值	360.27	15.50%	323.32	14.90%	263.92	16.60%
第三产业增加值	236.63	14.20%	203.35	15.10%	163.03	14.30%
规模以上工业企业利润总额	212.86	30.84%	161.48	66.20%	107.95	75.60%
全年固定资产投资	478.00	22.40%	390.52	23.84%	323.30	34.82%
社会消费品零售总额	116.40	15.90%	100.50	18.10%	85.13	19.10%
进出口总额（万美元）	56,046.00	70.63%	32,847.00	113.98%	15,350.57	49.88%

资料来源：2010-2012 年铜山区国民经济和社会发展统计公报

徐州高新技术产业开发区原为铜山经济开发区，始建于 1992 年，1993 年晋升为省级开发区，是苏北地区首家获得批准的省级开发区。2011 年初，又被省政府批准为省级高新技术产业开发区，2012 年 8 月 19 日，经国务院批准升级为国家高新技术产业开发区。

高新区规划面积 180 平方公里，规划建设机械、纺织、食品、冶金、车辆、电子、电镀、轻工、板材、建材、化工、玻璃器皿以及农产品加工等 14 个特色产业园区。截至目前，高新区已开发面积 27.7 平方公里，已建成五个现代化工业园区、一个科教聚集区以及一个商贸区。高新区成立以来一直保持较快发展速度，目前已基本形成了以工程机械、车辆制造、电子电器等为主导的特色产业聚集区，高新区主要企业包括徐工集团、徐工重卡、美驰车桥等，截至 2012 年末，高新区规模以上企业达 400 余家，进区企业千余家。2012 年，高新区实现地区生产总值 262.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 32.4%，实现规模以上工业增加值 194.8 亿元，同比增长 33.7%，全年固定资产投资 166.2 亿元，同比增长 24.1%，经济发

展速度较快，整体发展情况较好。

表 6 2010-2012 年高新区主要经济指标（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	262.2	32.4%	198.0	51.1%	131.0	44.8%
第一产业增加值	-	-	-	-	-	-
第二产业增加值	209.2	34.1%	156.0	54.0%	101.6	45.0%
第三产业增加值	53.0	26.2%	42.0	42.0%	29.4	38.0%
规模以上工业增加值	194.8	33.7%	145.7	56.0%	93.7	58.0%
全年固定资产投资	166.2	24.1%	133.9	11.0%	129.0	31.0%

资料来源：高新区统计局

五、财政实力

随着经济的快速发展，铜山区和高新区财政收入快速增长，财政实力不断增强

在经济发展的带动下，铜山区财政收入增长迅速，2012 年铜山区财政收入为 110.02 亿元，比 2010 年增长 50.59%。

从铜山区一般预算收入的结构来看，2010-2012 年税收收入占比分别为 77.13%、70.98% 和 77.38%，占比相对较高，财政收入的基础来源稳定性较好。铜山区财政收入中上级补助收入规模也相对较大，一是由于铜山区由铜山县改制而来，且目前依旧享受县级待遇；二是由于江苏省政府近年来在政策上对苏北地区有所倾斜，铜山区每年可以从省级财政得到较大规模专项转移支付收入，2010-2012 年，专项转移支付收入分别为 10.49 亿元、10.79 亿元和 12.73 亿元。从政府性基金收入来看，2010-2012 年分别为 24.63 亿元、28.38 亿元和 34.87 亿元，较好地增强了铜山区的财政实力，但考虑到政府性基金收入主要来自土地出让收入，且该部分收入易受土地市场波动的影响，政府性基金收入规模在未来具有较大的不确定性。

表 7 2010-2012 年铜山区财政收支情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
财政收入	1,100,191	914,510	730,584
（一）一般预算收入	500,801	411,006	274,004
其中：税收收入	387,510	291,717	211,346
非税收入	113,291	119,289	62,658
（二）上级补助收入	248,552	203,288	181,485
其中：返还性收入	22,588	22,436	21,570

一般性转移支付收入	98,664	72,948	55,012
专项转移支付	127,300	107,904	104,903
(三) 政府性基金收入	348,653	283,844	246,260
其中：土地出让收入	310,290	251,904	230,195
(四) 预算外收入	2,185	16,372	28,835
财政支出	1,067,696	927,525	694,864
(一) 一般预算支出	637,865	521,982	382,972
(二) 上级补助支出	78,176	61,222	47,368
(三) 政府基金支出	349,091	326,186	235,322
(四) 预算外支出	2,564	18,135	29,202

资料来源：铜山区财政局

伴随经济规模的快速增长，高新区财政收入也实现快速增长。2012 年，高新区实现财政收入 350,298 万元，比 2010 年增长 78.59%，财政收入增速较快。从财政收入构成来看，一般预算收入和政府性基金收入是高新区财政收入最重要的构成部分，2010-2012 年二者合计占财政收入的比重分别为 87.01%、86.45%和 90.68%。

高新区一般预算收入增长较快，2012 年一般预算收入为 188,558 万元，比 2010 年增长 73.49%。从一般预算收入构成来看，近年来税收收入一直是一般预算收入中最重要的构成部分，2010-2012 年税收收入占一般预算收入的比重一直维持在 80%以上，表明高新区一般预算收入的来源较为稳定。高新区政府性基金收入全部来自土地出让收入，2012 年高新区政府性基金收入为 129,100 万元，比 2010 年增长 108.26%，增长较快。由于土地出让收入受当地土地出让市场影响较大，存在一定的不确定性。

表 8 2010-2012 年高新区财政收支情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
财政收入	350,298	255,443	196,143
(一) 一般预算收入	188,558	141,813	108,685
其中：税收收入	156,696	115,623	88,765
非税收入	31,862	26,190	19,919
(二) 上级补助收入	32,591	34,601	25,466
其中：返还性收入	286	286	286
一般性转移支付收入	31,432	33,802	25,001
专项转移支付收入	872	513	178
(三) 政府性基金收入	129,100	79,030	61,989
其中：土地出让收入	129,100	79,030	61,989
(四) 预算外收入	49	0	4

财政支出	215,678	180,758	137,282
（一）一般预算支出	18,171	25,722	16,324
（二）上级补助支出	191,903	144,599	112,671
（三）政府基金支出	5,394	9,845	8,221
（四）预算外支出	209	592	66

资料来源：高新区财政局

总体来看，铜山区和高新区财政收入增长较快，财政实力不断增强。

六、经营与竞争

公司主要经营高新区园区内旧村改造、土地转让以及物业租赁等业务，2010-2012 年公司收入及毛利率变动情况如下：

表 9 2010-2012 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旧村改造	20,125.56	16.67%	11,876.24	16.67%	5,774.51	16.67%
土地转让	20,126.14	89.37%	85,565.70	58.70%	-	-
租金	1,106.70	100.00%	1,301.45	100.00%	752.44	100.00%
合计	41,358.40	54.27%	98,743.38	54.19%	6,526.95	26.27%

资料来源：公司提供

公司收入主要来源相对单一，土地转让规模变动对公司收入及利润水平影响较大，公司营业收入稳定性较差

作为高新区城区建设服务主体，公司与高新区管理委员会签署了《城中村改造项目工程回购协议书》，根据协议书规定，由公司负责对高新区内的旧村进行拆迁改造，达到预定要求后由高新区管委会负责回购，回购金额在公司投入成本的基础上加成 20%作为对公司的回报。2010 年以来，公司分别完成了望城安置小区、托龙山安置小区和凤凰山安置小区等项目的旧村改造工程，公司旧村改造业务规模逐步扩大，收入规模也快速提高，由于该业务属于成本加成模式，因此其盈利能力较为稳定。目前高新区建成区面积仅 27.7 平方公里，未来旧村改造业务前景较为广阔，公司该项业务未来收入较有保障。

土地转让业务方面，公司对外转让的土地包括两部分，一部分为公司通过招拍挂形式在土地市场取得的土地，待土地增值后对外转让；另一部分为政府划拨给公司的土地，公司通过转让的形式获取土地收益。2011-2012 年，公司共对外转让土地四宗，其中 2011 年对外转让的三宗土地为国有出让用地，2012 年对外转让的一宗土地为国有划拨用地（用于建设

职工教育中心)。公司土地转让业务波动较大, 对公司营业收入的稳定性产生较大的影响。

表 10 2011-2012 年公司土地转让情况 (单位: 平方米, 万元)

土地证编号	面积	转让价格	土地用途	土地性质	出让年份
铜国用(2005)第 0994 号	65,073.28	20,126.14	教育	国有划拨	2012 年
铜国用(2009)第 1644 号	102,639.00	85,565.70	住宅	国有出让	2011 年
铜国用(2009)第 1643 号	93,214.00		住宅	国有出让	2011 年
铜国用(2009)第 1642 号	39,131.00		住宅	国有出让	2011 年
合计	300,057.28	105,691.84	-	-	-

资料来源: 公司提供

目前, 公司共有 19 宗划拨土地可用于出让, 该部分土地均为城镇住宅用地, 面积共计 3,815,000.00 平方米, 账面价值共计 494,293.50 万元(见附录四), 未来该部分土地资产的出让将给公司带来大量的土地转让收入。

租金收入方面, 作为高新区基础设施建设的主体, 公司根据高新区园区内企业的对生产用房要求进行投资建设, 建成后出租给特定企业, 由于公司对外租赁厂房均是按照企业要求定制, 因此具有一定的专用性, 其租赁关系也较为稳定。目前公司租赁业务规模相对较小, 对公司收入及利润贡献不大。截至 2012 年末, 公司租赁业务开展情况如下:

表 11 截至 2012 年末公司对外出租房产明细情况

房产名称	面积(平方米)	租赁方
肯纳一期	26,789.00	肯纳金属公司
美驰一期	70,095.88	徐州美驰车桥有限公司
合计	96,884.88	-

资料来源: 公司提供

目前, 公司在建对外租赁项目除本期募投项目外, 还有美驰二期厂房, 该项目建筑面积共计 31,000 平方米, 截至 2012 年 6 月末已经基本建设完工, 未来随着本期债券募投项目和美驰二期厂房建设完工并投入出租, 公司租金收入将大幅增加。

目前公司在建项目投资规模较大, 存在一定的资金压力; 为支持公司发展, 近年来政府在资产划拨及资金补助方面给与公司较大力度的支持

目前, 公司在建项目主要为本期债券募投项目, 上述募投项目共需投资 25.18 亿元, 截至 2013 年 10 月末已投资 3.44 亿元, 未来尚需要 21.74 亿元的资金支出, 公司面临一定的资金压力。

表 12 截至 2013 年 6 月末公司在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	开工日期	完工日期
------	-----	-----	------	------	------

大学生创业园建设项目	92,400	12,420	79,980	2013 年 10 月	2015 年 5 月
高新技术产业基地建设项目	93,400	12,910	80,490	2013 年 10 月	2015 年 5 月
国家安全科技产业基地建设项目	66,000	9,030	56,970	2013 年 10 月	2015 年 5 月
合计	251,800	34,360	217,440	-	-

资料来源：公司提供

由于公司承担着高新区基础设施建设及旧村改造任务，为支持公司发展，高新区管委会在资产划拨及财政补贴方面给予公司大力支持。

根据铜山区人民政府铜政复【2010】20 号《关于将驿城村高营等 19 块地土地使用权授权铜山经济开发区国有资产经营有限公司经营的批复》，铜山区人民政府将 19 块住宅用地划入公司，上述 19 宗土地面积共 3,815,000.00 平方米，评估价值为 494,293.50 万元。财政补贴方面，2010-2012 年，公司共计获得补助收入 1.45 亿元。上述资产划拨及财政补助增强了公司的资本实力和盈利能力。

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江苏天华大彭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 年度审计报告，公司会计报表按新会计准则编制。

资产结构与质量

近年来公司资产规模有所增长，但存货占比较高，资产流动性一般

近年来随着公司自身经营的不断累积，公司资产规模有所扩大，截至 2012 年末，公司资产总额为 674,196.52 万元，比 2010 年增长 15.68%。从公司资产构成来看，流动资产是公司最重要的资产构成部分，非流动资产占比相对较小。截至 2012 年末，流动资产占公司资产总额的比重为 93.54%。

表 13 2010-2012 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	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	45,016.32	6.68%	23,422.25	3.67%	12,447.53	2.14%
其他应收款	68,096.01	10.10%	64,182.64	10.07%	3,540.05	0.61%

存货	494,293.50	73.32%	494,293.50	77.53%	529,510.93	90.86%
流动资产合计	630,620.43	93.54%	610,174.25	95.71%	554,683.22	95.18%
固定资产	29,853.36	4.43%	24,446.14	3.83%	25,437.15	4.36%
非流动资产合计	43,576.09	6.46%	27,337.00	4.29%	28,109.45	4.82%
资产总计	674,196.52	100.00%	637,511.25	100.00%	582,792.67	100.00%

资料来源：公司提供

公司流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成。截至 2012 年末，公司应收账款共计 45,016.32 万元，占公司资产总额的 6.68%，主要为应收徐州市铜山区财政局的补贴款和回购款。公司其他应收款主要为应收徐州市铜山高新区财政局的暂借款，截至 2012 年末，公司其他应收款共计 68,096.01 万元，占公司资产总额的 10.10%。公司存货规模较大，占比较高，截至 2012 年末，公司存货总额共计 494,293.50 万元，占公司资产总额的 73.32%。公司存货全部为土地使用权，该部分土地使用权是根据铜山区人民政府铜政复【2010】20 号《关于将驿城村高营等 19 块地土地使用权授权铜山经济开发区国有资产经营有限公司经营的批复》取得的 19 块土地，面积共 3,815,000.00 平方米，均为住宅用地。

公司非流动资产主要为固定资产，公司固定资产主要由房屋建筑物和道路桥梁等构成，截至 2012 年末，公司固定资产共计 29,853.36 万元，占公司资产总额的 4.43%。

总体来看，近年来公司资产规模有所增长，但应收账款规模较大，对公司自有资金造成较大规模的占用，不利于公司正常运营，且公司资产主要由土地使用权构成，资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入来源相对单一，收入稳定性易受单个业务规模变动的影响

公司营业收入来源相对单一，主要来自旧村改造和土地转让业务，小部分来自厂房租赁业务。近年来虽然旧村改造业务收入快速增长，但受公司土地出让业务规模大幅变动的影响，公司营业收入波动较大，2010-2012 年，公司营业收入分别为 6,526.95 万元、98,743.38 万元和 41,358.40 万元。盈利能力方面，由于公司与高新区政府签署协议，公司旧村改造业务主要为成本加成，毛利率水平较为稳定，近年来该业务毛利率一直维持在 16.67%。土地转让方面，公司土地转让业务盈利能力受土地市场变动影响较大，近两年该业务毛利率一直保持在较高水平，是公司最重要的收入及利润来源。此外，公司租金收入主要来自于公司自建厂房的对外出租，目前该业务规模相对较小，对公司收入及利润贡献不大。

补贴方面，2010-2012 年公司分别获得政府补助 2,500.00 万元、6,000.00 万元和 6,000.00 万元，政府补助已经成为公司重要的利润来源。

表 14 2010-2012 年公司收入及盈利变动情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	41,358.40	98,743.38	6,526.95
营业利润	10,207.11	30,358.06	477.54
营业外收入	6,026.56	6,000.34	2,500.34
利润总额	16,162.98	36,358.40	2,977.88
净利润	13,622.34	28,768.80	2,858.41
综合毛利率	54.27%	54.19%	26.27%
期间费用率	3.43%	1.11%	15.44%
总资产回报率	2.46%	5.96%	-

资料来源：公司提供

总的来看，公司收入来源相对单一，收入稳定性易受单个业务变动的影响。此外，公司利润水平波动较大，利润来源对政府补助具有一定的依赖性。

现金流

公司经营活动现金流表现逐步好转，但公司目前承担的在建工程投资规模较大，公司面临一定的资金压力

公司主要从事高新区旧城改造以及土地转让业务，其现金流入主要来源于政府对旧村改造项目的回购款和公司土地转让获得的现金流入，其现金流出主要为旧村改造成本支出及购买土地资产的现金支出，近年来公司经营活动现金流逐步好转，经营活动产生的现金流量净额由 2010 年的净流出 5,419.12 万元逐步调整至 2012 年的净流入 9,260.76 万元。

投资活动方面，近年来公司对外投资金额有所波动，但整体规模不大。我们注意到，目前公司所投资建设的工程项目较多，投资规模较大，公司面临一定的资金压力。

筹资活动方面，2010-2012 年公司筹资活动现金流处于净流入状态，近三年筹资活动现金净流入合计 11,998.18 万元，随着公司在建项目未来逐步投入，公司对筹资活动的依赖将进一步加大。

表 15 2010-2012 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：			
现金流入小计	31,985.59	103,244.64	4,623.81

现金流出小计	22,724.83	98,690.01	10,042.93
经营活动产生的现金流量净额	9,260.76	4,554.63	-5,419.12
二、投资活动产生的现金流量：			
现金流入小计	1,002.00	-	9,867.04
现金流出小计	14,883.62	71.49	7,997.76
投资活动产生的现金流量净额	-13,881.62	-71.49	1,869.28
三、筹资活动产生的现金流量：			
现金流入小计	2,649.26	7,530.00	2,970.00
现金流出小计	652.91	498.16	-
筹资活动产生的现金流量净额	1,996.34	7,031.84	2,970.00

资料来源：公司提供

总体来看，公司经营活动现金流表现较好，但公司目前承担的在建工程投资规模较大，公司面临一定的资金压力。

资本结构和财务安全性

公司负债水平相对较低，债务偿付压力不大

近年来公司负债规模增长较快，截至 2012 年末，公司负债总额为 53,599.81 万元，比 2010 年增长 206.06%，负债规模增长较快。但从负债规模来看，公司负债规模相对较小，截至 2012 年末，公司产权比率仅为 8.64%，处于较低水平。

表 16 2010-2012 年公司资本结构变动情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
负债合计	53,599.81	38,351.84	17,513.06
其中：流动负债	50,816.85	35,148.11	17,513.06
非流动负债	2,782.96	3,203.73	-
股东权益合计	620,596.71	599,159.41	565,279.61
产权比率	8.64%	6.40%	3.10%

资料来源：公司提供

从负债结构来看，公司负债主要由流动负债构成，截至 2012 年末，流动负债占公司负债总额的 94.81%。

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款构成。截至 2012 年末，公司应付账款共计 8,456.59 万元，主要为应付中达建设集团股份有限公司、江苏省忠信建筑工程有限公司的工程款和应付徐州市高新区财政局的土地出让金。公司预收款项规模不大，主要为预收铜山房产服务中心的保障房款、预收徐州市铜山区铜山镇驿城村村委会安置

房款和徐州万邦道路工程装备服务股份有限公司的土地款。公司应缴税费主要为应交企业所得税，截至 2012 年末，公司应交税费共计 11,459.58 万元，占公司负债总额的 21.38%。公司其他应付款规模较大，截至 2012 年末，公司其他应付款共计 25,136.53 万元，占公司负债总额的 46.90%，公司其他应付款主要为应付徐州市铜山区国有资产经营有限公司、徐州市铜山区工业园基础设施建设办公室、江苏省徐州高新技术产业开发区财政局和徐州市铜山区财政局等单位的暂借款。

公司非流动负债全部为长期借款，截至 2012 年末，公司长期借款共计 2,782.96 万元，占公司负债总额的 5.19%，公司长期借款全部为抵押借款，抵押物为铜房权证铜山镇字第 25058 号房产和铜国用（2010）第 2490 号土地使用权。

表 17 2010-2012 年公司主要负债结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	8,456.59	15.78%	1,934.37	5.04%	483.64	2.76%
预收款项	5,764.16	10.75%	2,841.49	7.41%	7.20	0.04%
应交税费	11,459.58	21.38%	8,402.10	21.91%	456.68	2.61%
其他应付款	25,136.53	46.90%	21,970.15	57.29%	16,565.54	94.59%
流动负债合计	50,816.85	94.81%	35,148.11	91.65%	17,513.06	100.00%
长期借款	2,782.96	5.19%	3,203.73	8.35%	-	-
非流动负债合计	2,782.96	5.19%	3,203.73	8.35%	-	-
负债合计	53,599.81	100.00%	38,351.84	100.00%	17,513.06	100.00%

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，虽然近年来公司负债规模增速较快，但公司资产负债率一直维持在较低水平，截至 2012 年末，公司资产负债率为 7.95%。从短期债务偿付能力指标来看，公司流动比率和速动比率虽有所下降，但依旧维持在较高水平，公司短期债务偿付能力较有保障。近年来，受公司营业收入及利润波动幅度较大，导致公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数呈大幅波动，截至 2012 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数为 30.60，利息偿付能力较强。

表 18 2010-2012 年公司偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	7.95%	6.02%	3.01%
流动比率	12.41	17.36	31.67
速动比率	2.68	3.30	1.44

EBITDA（万元）	17,385.19	37,404.23	3,863.24
EBITDA 利息保障倍数	30.60	54.89	6.22

资料来源：公司提供

八、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划分析

本期债券拟发行总额 13 亿元，为 7 年期固定利率债券，附本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

2010-2012 年，公司分别实现营业收入分别为 6,526.95 万元、98,743.38 万元和 41,358.40 万元。盈利能力方面，由于公司与高新区政府签署协议，公司旧村改造业务主要为成本加成，毛利率水平较为稳定，近年来该业务毛利率一直维持在 16.67%。土地转让方面，公司土地转让业务盈利能力受土地市场变动影响较大，近两年该业务毛利率一直保持在较高水平，是公司最重要的收入及利润来源。此外，公司租金收入主要来自于公司自建厂房的对外出租，目前该业务规模相对较小，对公司收入及利润贡献不大。由于公司承担着高新区基础设施建设及旧村改造任务，为支持公司发展，高新区管委会在资产划拨及财政补贴方面给予公司大力支持。此外，为平衡本期债券募投项目收益，高新区管委会决定将位于高新区内总面积约 1,468 亩的 7 宗土地按计划逐年挂牌出让，所得土地出让金扣除相关税费及其他成本后全额返还给高新区国资公司。根据上述宗地地理区位及近期高新区范围内土地出让市场成交价格情况综合测算，扣除相关税费及其他成本后，实际返还不低于 28.63 亿元，为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。

本期债券募集资金主要用于大学生创业园建设项目、国家安全科技产业基地建设项目、高新技术产业基地建设项目，上述项目的未来收入主要来自园区内房产的出租，以及部分广告和园区管理等其他收入。大学生创业园建设项目、高新技术产业基地建设项目和国家安全科技产业基地建设项目的总投资分别为 92,400 万元、93,400 万元和 66,000 万元，根据项目可行性研究报告，上述项目建成以后，于本期债券存续期内可分别累计实现营业收入 55,903 万元、57,678 万元和 46,992 万元，内部收益率分别为 10.02%、10.24%和 11.46%。

募集资金投资项目将为公司带来稳定的营业收入和现金流，也为本期债券偿付提供了一定保障。

但我们也注意到，公司收入来源相对单一，且近年来收入波动较大，公司利润来源对政府补助存在一定的依赖性。此外，本期募投项目未来能否实现预期收益尚存在一定的不确定性。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	9,854.55	12,479.06	964.08
应收账款	45,016.32	23,422.25	12,447.53
预付款项	13,360.05	15,796.81	8,220.63
其他应收款	68,096.01	64,182.64	3,540.05
存货	494,293.50	494,293.50	529,510.93
流动资产合计	630,620.43	610,174.25	554,683.22
固定资产	29,853.36	24,446.14	25,437.15
在建工程	2,035.88	1,058.63	798.84
无形资产	11,686.85	1,832.23	1,873.46
非流动资产合计	43,576.09	27,337.00	28,109.45
资产总计	674,196.52	637,511.25	582,792.67
应付账款	8,456.59	1,934.37	483.64
预收款项	5,764.16	2,841.49	7.20
应交税费	11,459.58	8,402.10	456.68
其他应付款	25,136.53	21,970.15	16,565.54
流动负债合计	50,816.85	35,148.11	17,513.06
长期借款	2,782.96	3,203.73	-
非流动负债合计	2,782.96	3,203.73	-
负债合计	53,599.81	38,351.84	17,513.06
股本	28,500.00	28,500.00	28,500.00
资本公积	548,639.66	540,824.70	535,713.70
盈余公积	4,524.91	3,162.72	285.84
未分配利润	38,932.14	26,671.98	780.06
股东权益合计	620,596.71	599,159.41	565,279.61
负债和股东权益总计	674,196.52	637,511.25	582,792.67

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	41,358.40	98,743.38	6,526.95
减：营业成本	18,911.55	45,233.14	4,812.09
营业税金及附加	10,822.66	22,056.95	229.83
管理费用	1,463.32	1,127.14	1,017.64
财务费用	-46.25	-31.90	-10.16
二、营业利润（亏损以“—”号填列）	10,207.11	30,358.06	477.54
加：营业外收入	6,026.56	6,000.34	2,500.34
减：营业外支出	70.70	-	-
三、利润总额（亏损以“—”号填列）	16,162.98	36,358.40	2,977.88
减：所得税费用	2,540.63	7,589.60	119.47
四、净利润（净亏损以“—”号填列）	13,622.34	28,768.80	2,858.41
加：期初未分配利润	26,671.98	780.06	-1,792.51
五、可供分配的利润（亏损以“—”号填列）	40,294.33	29,548.86	1,065.91
减：提取法定盈余公积	1,362.19	2,876.88	285.84
六、可供投资者分配的利润（亏损以“—”号填列）	38,932.14	26,671.98	780.06
七、未分配利润（未弥补亏损以“—”号填列）	38,932.14	26,671.98	780.06
八、综合收益总额	13,622.34	28,768.80	2,858.41

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	24,365.50	90,602.95	759.64
收到其他与经营活动有关的现金	7,620.09	12,641.68	3,864.17
现金流入小计	31,985.59	103,244.64	4,623.81
购买商品、接受劳务支付的现金	8,627.10	16,141.15	8,304.30
支付的各项税费	10,704.74	21,884.40	191.41
支付其他与经营活动有关的现金	3,392.99	60,664.46	1,547.22
现金流出小计	22,724.83	98,690.01	10,042.93
经营活动产生的现金流量净额	9,260.76	4,554.63	-5,419.12
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	9,867.04
收到其他与投资活动有关的现金	1,002.00	-	-
现金流入小计	1,002.00	-	9,867.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,883.62	71.49	7,997.76
现金流出小计	14,883.62	71.49	7,997.76
投资活动产生的现金流量净额	-13,881.62	-71.49	1,869.28
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	2,140.25	4,030.00	2,970.00
取得借款收到的现金	509.01	3,500.00	-
现金流入小计	2,649.26	7,530.00	2,970.00
偿还债务支付的现金	420.77	296.27	-
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	232.14	201.89	-
现金流出小计	652.91	498.16	-
筹资活动产生的现金流量净额	1,996.34	7,031.84	2,970.00
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-2,624.51	11,514.98	-579.85
加：期初现金及现金等价物余额	12,479.06	964.08	1,543.92
六、期末现金及现金等价物余额	9,854.55	12,479.06	964.08

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	13,622.34	28,768.80	2,858.41
加：资产减值准备	-	-	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,076.83	1,004.60	861.32
无形资产摊销	145.38	41.23	24.05
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	26.30	-	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-	35,217.43	-
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-18,925.64	-79,193.48	-13,540.56
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	13,315.54	18,716.05	4,377.66
经营活动产生的现金流量净额	9,260.76	4,554.63	-5,419.12
现金的期末余额	9,854.55	12,479.06	964.08
减：现金的期初余额	12,479.06	964.08	1,543.92
现金及现金等价物净增加额	-2,624.51	11,514.98	-579.85

附录四 公司存货中土地资产明细

序号	土地证号	地块位置	面积 (平方米)	用途	性质
1	铜国用(2011)第9000号	铜山镇驿城村高营地块	192,996.00	住宅用地	划拨
2	铜国用(2011)第9001号	铜山镇驿城村洞山口地块	149,236.00	住宅用地	划拨
3	铜国用(2011)第9002号	铜山镇驿城村汪庄地块	176,764.00	住宅用地	划拨
4	铜国用(2011)第9003号	铜山镇驿城村邓庄、闫山地块	317,063.00	住宅用地	划拨
5	铜国用(2011)第9004号	铜山镇驿城村毕庄地块	105,700.00	住宅用地	划拨
6	铜国用(2011)第9005号	三堡镇龙亭村万沃地块	144,634.00	住宅用地	划拨
7	铜国用(2011)第9006号	铜山镇葛楼村张窝地块	135,943.00	住宅用地	划拨
8	铜国用(2011)第9007号	汉王镇葛楼村吴楼地块	121,605.00	住宅用地	划拨
9	铜国用(2011)第9008号	汉王镇望城村皇姑窝地块	232,421.00	住宅用地	划拨
10	铜国用(2011)第9009号	铜山镇焦山社区西焦山地块	234,096.00	住宅用地	划拨
11	铜国用(2011)第9010号	铜山镇滕寨村滕寨地块	317,292.00	住宅用地	划拨
12	铜国用(2011)第9011号	铜山镇台上村台上地块	227,148.00	住宅用地	划拨
13	铜国用(2011)第9012号	铜山镇台上村贾村地块	103,100.00	住宅用地	划拨
14	铜国用(2011)第9013号	三堡镇龙亭村石桥地块	178,642.00	住宅用地	划拨
15	铜国用(2011)第9014号	铜山镇榆庄村王楼地块	193,228.00	住宅用地	划拨
16	铜国用(2011)第9015号	三堡镇榆庄村腰庄、榆庄地块	266,450.00	住宅用地	划拨
17	铜国用(2011)第9016号	三堡镇徐村村徐村地块	310,857.00	住宅用地	划拨
18	铜国用(2011)第9017号	三堡镇龙亭村毛草庄地块	183,195.00	住宅用地	划拨
19	铜国用(2011)第9018号	铜山镇新庄村新庄地块	222,386.00	住宅用地	划拨

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
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。