

青州市宏源公有资产经营有限公司
2014 年 10 亿元公司债券
信用评级报告

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。



青州市宏源公有资产经营有限公司

2014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

发行主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

发行规模: 10亿元

债券期限: 7年

评级日期: 2014年05月09日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对青州市宏源公有资产经营有限公司(以下简称“青州宏源”或“公司”)本次拟发行的10亿元公司债券(以下简称“本期债券”)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。该等级是鹏元基于对公司的运营环境、经营状况、财务实力、政府支持等因素综合评估确定的。

主要财务指标:

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	1,370,164.80	1,039,085.54	855,347.96
所有者权益合计(万元)	1,043,905.06	705,628.82	607,198.04
资产负债率	23.81%	32.09%	29.01%
流动比率	12.20	7.65	5.94
速动比率	2.14	2.02	0.96
主营业务收入(万元)	65,008.92	58,460.74	52,923.64
营业利润(万元)	-3,866.62	1,031.12	8,260.75
补贴收入(万元)	26,555.39	23,325.41	16,455.09
利润总额(万元)	22,676.08	24,370.03	24,715.84
主营业务毛利率	23.08%	30.58%	44.33%
总资产回报率	2.39%	3.29%	4.31%
经营活动现金流净额(万元)	-16,889.51	-101,618.43	44,357.88
EBITDA(万元)	31,038.28	32,797.59	39,025.77
EBITDA利息保障倍数	1.76	4.84	3.39

资料来源: 审计报告

正面:

- 青州市交通便利、产业特色鲜明，近年来经济稳步增长，同时国家山东半岛蓝色经济区战略的实施为青州市经济和城建发展提供了良好的外部环境；
- 近年青州市一般预算收入较快增长，财政实力较强；
- 公司是青州市城市基础设施建设和土地开发利用主体，在资产注入和财政补贴等方面获得了当地政府大力支持。

关注:

- 青州市地方综合财力对基金收入依赖较大，土地出让市场的不确定性使地方综合财力易产生波动；近年青州市地方综合财力对上级补助的依赖性有所增加；
- 公司土地收益受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响呈现逐年下降趋势，未来仍存在一定的不确定性，潜在波动较大；
- 公司资产中土地资产占比较高，且部分土地已抵押，整体资产流动性一般；
- 近年公司主营业务毛利率水平有所下降，期间费用较高，营业利润有所下滑；
- 近两年公司经营活动现金流持续呈现净流出状态，在建项目投资金额较大，未来投资支出及还本付息需求较大，存在一定的资金压力；
- 公司有息债务规模较大，存在一定的债务偿还压力；
- 公司对外担保比例相对较高，存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：刘儒 王贞姬

电话：010-66216006

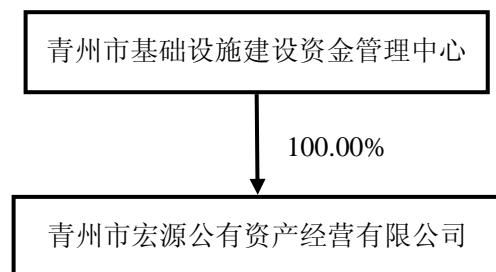
邮箱：liur@pyrating.cn

一、发行主体概况

青州市宏源公有资产经营有限公司于 2003 年 11 月 10 日经青州市人民政府以青政复字【2003】62 号文批准设立，公司注册资本为 11,800.00 万元，其中青州市基础设施建设资金管理中心出资 10,600.00 万元，持股 89.83%；青州市土地储备交易中心出资 1,200.00 万元，持股 10.17%。2009 年 7 月 7 日，公司股东会通过股权转让协议，青州市土地储备交易中心将其持有公司的全部股权依法转让给青州市基础设施建设资金管理中心。

截至 2013 年末，青州市基础设施建设资金管理中心出资 11,800.00 万元，持有公司 100% 股权。公司产权及控制关系见图 1。

图 1 截至 2013 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司作为青州市国有资产及城市资源投资运营主体，业务范围包括公有资产的经营与管理、城市基础设施建设和经营以及国有土地的综合开发和利用。目前，公司的收入主要来自于土地收益和基础设施建设收入。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 1,370,164.80 万元，所有者权益合计 1,043,905.06 万元，资产负债率 23.81%。2013 年，公司实现主营业务收入 65,008.92 万元，利润总额 22,676.08 万元，经营活动产生的现金流量净额为-16,889.51 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2014 年青州市宏源公有资产经营有限公司公司债券(简称“本期债券”);

发行总额：人民币 10 亿元;

债券期限和利率：7 年期固定利率;

还本付息方式：本期债券每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息；本期债

券的本金在本期债券存续期的第3年至第7年分期兑付，第3年至第7年每年末分别兑付本期债券本金的20%。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金10亿元人民币，具体使用计划如下表所示：

表1 本期债券募集资金用途（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金额度	占总投资比例
青州市北阳河综合治理项目	150,638	70,000	46.47%
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420	20,000	48.29%
青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程	21,600	10,000	46.30%
合计	213,658	100,000	46.80%

资料来源：公司提供

（一）青州市北阳河综合治理项目

1、项目批复

（1）青州市发展和改革局于2013年2月28日出具了《关于青州市北阳河综合治理项目可行性研究报告的批复》（青发改投资[2013]19号），同意由发行人建设青州市北阳河综合治理项目。

（2）青州市国土资源局于2013年2月23日出具了证明，青州市北阳河综合治理项目是在原有基础上进行治理改造，不需新占土地。

（3）青州市环境保护局于2013年2月27日出具了《青州市北阳河综合治理项目建设项目环境影响登记表》，同意该项目开工建设。

（4）青州市规划局于2013年2月25日出具了证明，青州市北阳河综合治理项目符合城乡规划要求。

（5）青州市经济和信息化局于2013年2月19日出具了《青州市宏源公有资产经营有限公司青州市北阳河综合治理项目节能审查意见》（青经信节能审（2013）021号），项目符合相关节能标准和行业规范，同意项目建设。

2、项目建设内容及进度

该项目建设内容主要包括：北阳河沿途道路工程、节点绿化湿地工程、景点配套给排水工程、拦蓄工程、管道铺设工程、水土保持工程。

该项目建设期为2013年2月至2015年2月，预计总投资为150,638万元，拟利用本期债券募集资金90,000万元，其余部分由公司自筹解决。截至2013年12月底，该项目已累计投入资金约21,000万元，占项目总投资的比例为13.94%。项目当前已完成沿途道路主体建设，拦河坝全部建成，景观石安装完成，河道清淤基本完成，节点绿化完成约70%，完成总工程量的45%。

（二）青州市北阳河农田水利建设项目

1、项目批复

（1）青州市发展和改革局于2013年2月28日出具了《关于青州市北阳河农田水利建设项目可行性研究报告的批复》（青发改投资[2013]17号），同意由发行人建设青州市北阳河农田水利建设项目。

（2）青州市国土资源局于2013年2月23日出具了证明，青州市北阳河农田水利建设项目是在原有基础上进行治理改造，不需新占土地。

（3）青州市环境保护局于2013年2月27日出具了《青州市北阳河农田水利建设项目环境影响登记表》，同意该项目开工建设。

（4）青州市规划局于2013年2月25日出具了证明，青州市北阳河农田水利建设项目符合城乡规划要求。

（5）青州市经济和信息化局于2013年1月14日出具了《青州市宏源公有资产经营有限公司青州市北阳河农田水利建设项目节能审查意见》（青经信节能审（2013）008号），项目符合相关节能标准和行业规范，同意项目建设。

2、项目建设内容及进度

该项目建设内容包括：小型水源工程，包括新建灌溉机井350眼；高效节水灌溉工程，主要涉及乡镇为高柳镇，新挖排水沟39km，新建过沟涵146座，采用射频卡灌溉控制系统919套。

该项目建设期为2013年12月至2014年8月。总投资为41,420万元，拟利用本期债券募集资金20,000万元，其余部分由公司自筹解决。截至2013年12月底，该项目已累计投入资金约4,600万元，占项目总投资的比例为11.11%。项目已建设完成灌溉机井183眼，其中高柳镇70眼，王府街道办事处19眼、益都街道办事处76眼、庙子镇19眼，完成总工程量的52%。

（三）青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程

1、项目批复

（1）青州市发展和改革局于2013年2月28日出具了《关于青州市北阳河周边村庄农村饮

水安全建设项目可行性研究报告的批复》（青发改投资[2013]18号），同意由发行人建设青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程。

（2）青州市国土资源局于2013年2月23日出具了证明，青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程是在原有基础上进行治理改造，不需新占土地。

（3）青州市环境保护局于2013年2月27日出具了《青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程建设项目环境影响登记表》，同意该项目开工建设。

（4）青州市规划局于2013年2月25日出具了证明，青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程符合城乡规划要求。

（5）青州市经济和信息化局于2013年1月14日出具了《青州市宏源公有资产经营有限公司青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程项目节能审查意见》（青经信节能审（2013）009号），项目符合相关节能标准和行业规范，同意项目建设。

2、项目建设内容及进度

该项目建设内容包括：

（1）新建阳河水厂1座，日供水能力为6,000m³，供水范围：益都街道办事处、高柳镇、东夏镇，共41个村；（2）新打机井5眼，供水范围：王府街道办事处西部山区、邵庄镇，共62个村；（3）埋设供水干管、支管及村内供水管道332.8kM。

该项目建设期为2013年2月至2014年7月。项目总投资为21,600万元，拟利用本期债券募集资金10,000万元，其余部分由公司自筹解决。截至2013年12月底，该项目已累计投入资金约2,400万元，占项目总投资的比例为11.11%。项目当前已完成水厂主体建设，正在铺设供水管道，新打机井5眼，完成工程量的55%。

3、项目收益

该项目建成运营后，供水能力将达到12000m³/d，正常年份可实现现金流入5,033万元，利润总额2,765万元，总投资收益率12.8%，所得税后内部收益率为11.72%，财务净现值为4,236万元，投资回收期8.1年。在债券存续期内，项目可实现累计现金流入29,891万元，利润总额13,007万元。

同时，青州市政府将安排周边已熟化土地约3,190亩用于出让，并将土地出让净收益全额拨付至公司作为上述三个项目平衡资金。如按照目前该地段商住地最低出让价格100万元/亩测算，预计2014年至2020年可取得出让收入31.9亿元以上，出让后预计拨付公司土地出让净收益27.24亿元以上。若经济形势发生重大变化或其他不可抗拒因素致使出让价格低于100万元/亩，青州市政府将安排财政资金予以补足公司收益。

四、运营环境

青州市近年来经济稳步增长，国家山东半岛蓝色经济区战略的实施为青州市经济和城市建设发展提供了良好的外部环境

青州市隶属于潍坊市，位于山东半岛中部，是山东中部重要的交通枢纽和物资集散地，交通便利，胶济铁路和胶新铁路、济青高速公路和长深高速公路在青州境内交叉贯通，309国道、胶王路等穿境而过，距离济南国际机场120公里，距离青岛流亭国际机场和青岛码头210公里，被列为山东半岛城市群副中心城市。青州市辖4个街道、8个镇，全市总面积1,569平方公里。

青州市产业特色鲜明。在农业方面，培育形成了瓜菜、畜牧、花卉、果品、优质粮五大支柱产业，拥有潍坊市级以上农业龙头企业75家，建成6处市级有机农业示范园和15处镇级示范区；在工业方面，以“工业立市”为指导思想，加快工业经济发展，全市工业拥有机械、化工、轻工、纺织、电子、冶炼、制药等十几个行业，形成了以山东山工机械有限公司为龙头的机械制造业、以中化弘润石油化工有限公司为龙头的石油化工业、以青州中联鲁宏水泥有限公司为龙头的冶炼建材业三大主导产业，主要工业产品达2,000余种；在服务业方面，古城文化、佛寿文化、山地森林生态休闲、弥河水生态休闲“四大旅游片区”初具规模，建成了钢铁物流园、港天保税物流中心等一批物流园区。

青州市近年经济稳步增长，经济实力不断增强。2011-2013年期间青州市生产总值由402.3亿元上升至504.3亿元，年复合增长率为11.96%；固定资产投资从272.1亿元增长到359.0亿元，年复合增长率为14.86%；社会消费品零售总额由120.6亿元上升至161.1亿元，年复合增长率为15.58%。青州市在经济快速发展的同时，注重产业结构优化调整，将第二产业作为青州市经济发展的主要支柱，同时把发展服务业作为加快产业结构调整的战略重点，三次产业结构由2012年的9.3：53.2：37.5调整为2013年的9.4：51.1：39.5，第三产业比重提高2.0个百分点，产业结构进一步优化。

表2 青州市2011-2013年主要经济指标

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	504.3	11.15%	449.1	11.5%	402.3	12.8%
第一产业增加值（亿元）	47.5	3.5%	42.0	5.40%	36.2	4.1%
第二产业增加值（亿元）	257.6	11.4%	238.9	13.3%	222.4	14.3%
第三产业增加值（亿元）	199.2	12.6%	168.2	10.2%	143.6	12.9%

工业总产值（亿元）	1,509.7	13.3%	1,323.3	18.8%	1,102.9	32.3%
全年固定资产投资（亿元）	359.0	19.9%	312.6	22.8%	272.1	23.0%
社会消费品零售总额（亿元）	161.1	16.0%	140.7	16.6%	120.6	17.3%
进出口总额（亿美元）	4.8	13.2%	4.2	9.1%	3.9	36.6%
存款余额（亿元）	531.1	18.2%	449.4	23.1%	365.0	14.9%
贷款余额（亿元）	397.9	20.1%	331.4	29.9%	255.0	21.6%

资料来源：青州市国民经济和社会发展统计公报

2011 年 1 月，国务院正式批复打造山东半岛蓝色经济区的发展战略。战略指出要以青岛为龙头，以烟台、潍坊、威海等沿海城市为骨干，优化沿海城镇布局，培育青岛-潍坊-日照、烟台-威海、东营-滨州三个城镇组团，形成“一核、两极、三带、三组团”的总体开发框架。青州市“十二五”规划纲要指出，青州市将以蓝色半岛经济区战略为依托，结合当地经济布局、人口分布和资源环境承载能力，加快构建“两城四区¹”的城市发展新格局，同时培育打造“三三五七²”产业集群，尽快形成集群带动效应，国家山东半岛蓝色经济区战略的实施为青州市经济和城建发展提供了良好的外部环境。

五、地方财政实力

近年青州市一般预算收入较快增长；但地方综合财力对基金收入依赖较大，土地出让市场的不确定性使地方综合财力易产生波动，近年青州市地方综合财力对上级补助的依赖性有所增加

近年青州市地方综合财力呈现一定的波动性。从地方综合财力构成来看，一般预算收入、政府性基金收入是青州市地方综合财力的主要来源。2011-2013 年一般预算收入快速增长且以税收收入为主，年均复合增长率为 25.56%。2011-2013 年税收收入占一般预算收入的比例分别为 80.99%、77.81%、80.63%，占比较高，税收收入主要来源于山东中烟工业有限责任公司青州卷烟厂、山东青州农村商业银行股份有限公司、中化弘润石油化工有限公司（含运输公司）、青州中联水泥有限公司等重点企业。近年受国家对房地产市场的宏观调控以及青州市政府土地出让计划的影响，以国有土地出让金为主的政府性基金收入逐年大幅下降，导

¹两城为古城和东部新城，四区为东部花卉旅游区、西部工业项目区、南部生态文化区、北部高新产业区。

² 以江淮汽车为龙头的汽车及零部件、以卡特彼勒山工为龙头的工程机械、以弘润石化为龙头的石油化工等 3 个 500 亿级产业集群；以液压件、太阳能光伏、食品加工等产业集群为支撑的 3 个 200 亿级产业集群；烟草包装、起重机械、电力设备、生物医药、风电装备等产业集群为主的 5 个 100 亿级产业集群；以及纺织服装、新型建材、建筑机械等 7 个 50 亿级产业集群。

致青州市地方综合财力呈现一定的波动性。未来土地出让市场有一定的不确定性，易使地方综合财力产生波动。此外，2011-2013年上级补助收入占地方综合财力的比例分别为11.30%、14.13%、16.86%，占比逐年提高，青州市地方综合财力对上级补助的依赖性有所增加。青州市预算外收入以行政事业性收费为主，金额相对较小。此外，近年青州市地方综合财力能较好地满足当年财政支出，略有结余。

表3 2011-2013年青州市财政收入情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
(一) 一般预算收入	343,042	271,057	217,576
1、税收收入	276,588	210,907	176,221
2、非税收入	66,454	60,150	41,355
(二) 上级补助收入	136,226	111,045	97,629
1、一般性转移支付收入	52,164	36,031	32,262
2、专项转移支付收入	65,325	55,277	46,630
3、返还性收入	18,737	19,737	18,737
(三) 政府性基金收入	322,956	397,654	542,820
其中：国有土地使用权出让金	306,715	360,383	514,053
(四) 预算外财政专户收入	5,924	5,864	5,978
地方综合财力	808,148	785,620	864,003
(一) 一般预算支出	405,178	321,627	267,280
(二) 政府基金支出	351,336	373,048	533,396
(三) 预算外支出	5,924	5,864	5,978
财政支出合计	762,438	700,539	806,654

注：地方综合财力=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入。

资料来源：青州市财政局

六、经营与竞争

公司是青州市城市基础设施建设和土地开发利用主体，主要从事城市基础设施建设以及土地整理开发等业务。2011-2013年公司收入结构如表4所示，基础设施建设项目政府回购收入和土地收益是公司收入的主要来源，同时房屋租赁收入是公司收入的有益补充。

表4 2011-2013年公司收入结构（单位：万元）

项目	2013年		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施项目收益	55,832.30	16.67%	46,923.94	16.67%	34,212.42	16.67%
土地收益	5,996.00	61.97%	9,950.00	94.68%	17,111.22	100.00%

房屋租赁收入	3,180.62	62.29%	1,586.80	40.10%	1,600.00	40.59%
合计	65,008.92	23.08%	58,460.74	30.58%	52,923.64	44.33%

资料来源：公司提供

公司是青州市城市基础设施投资建设主体，承接了青州市主要基础设施建设项目并采用代建模式进行运营，回购收入来源较有保障；公司在建项目规模较大，存在较大的资金需求压力

根据青政复字【2003】62号文件，公司负责青州市城市基础设施的建设和经营，是青州市城市基础设施投资建设主体。自成立以来，公司按照青州市政府经营城市的总体规划，先后完成了多个城区道路、桥梁、供排水管网、污水处理设施等城市基础设施建设项目的投资。公司基础设施项目主要采取投资建设与转让回购（BT）模式，即由公司负责项目资金筹措和项目建设，由政府按照协议进行回购。近年公司主要完工工程包括城区部分道路及管网建设、南阳河和弥河综合治理、两家污水处理厂建设、玲珑山北路、经济适用房等。近三年通过对已完工项目弥河、南阳河综合治理工程及弥河、美陵污水处理厂项目、玲珑山北路工程及城区部分道路及管网工程项目进行回购，公司累计实现回购收入136,968.66万元，回购金额以审定的实际项目投资金额加计20%确认，因此近三年公司回购收入毛利率稳定为16.67%。截至2013年底，公司尚剩余待回购金额约44.51亿元，公司未来回购收入较有保障。

表5 2011-2013年公司工程项目收入确认情况（单位：万元）

年度	项目名称	总投资	回购期间	回购总额	本期确认金额
2013年	弥河、南阳河综合治理工程及弥河、美陵污水处理厂	119,085	2010-2020	126,823	13,200.00
	经济适用房	37,426	2013-2015	44,911	25,150.30
	青州市城区路网提升改造	218,525	2013-2019	262,230	17,482.00
2012年	弥河、南阳河综合治理工程及弥河、美陵污水处理厂	119,085	2010-2020	126,823	15,600.00
	城区部分道路及管网工程	92,535	2012-2017	99,588	31,323.94
2011年	弥河、南阳河综合治理工程及弥河、美陵污水处理厂	119,085	2010-2020	126,823	13,200.00
	玲珑山北路	17,510	2011	21,012.42	21,012.42

注：总投资数据中包含项目的资本化利息。

资料来源：公司提供

根据青州市目前发展现状和“十二五”规划，青州市将加快构建“两城四区”城市发展新格局，“十二五”期间青州市基础设施建设项目进入集中建设阶段，作为青州市城市基础设施项目的投资建设主体，截至2013年底公司主要建设工程是本次债券募投项目，项目预计

总投资213,658万元，后续尚需投入185,658万元，资金需求较大。

表 6 截至 2013 年 12 月 31 日公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	开工日期	完工日期
青州市北阳河综合治理项目	150,638	21,000	2013.02	2015.02
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420	4,600	2013.12	2014.08
青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程	21,600	2,400	2013.02	2014.07
合计	213,658	28,000		

资料来源：公司提供

公司是青州市土地开发利用的主体，在土地出让收益返还方面得到政府一定支持，目前公司土地资产丰富，但土地收益易受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响而具有一定的不确定性；租赁收入是公司收入的有益补充

根据《中共青州市委、青州市人民政府关于加强城市资产集中经营管理的意见》（青发【2005】29号）有关规定，青州市政府授权公司作为青州市行使全市土地和其他城市国有资产统一经营管理的职能单位之一，对青州市规划范围内的部分土地进行土地储备及一级开发工作。

2011-2012年，青州市财政局在对青州市辖区内土地出让后将部分土地出让收益返还给公司，公司以收到的土地收益确认收入，土地出让的毛利率为100%。2012年土地收益中包括出让账面成本为529万元的农机公司土地，故当年土地收益毛利率略有下降；2013年，公司对基础设施项目建设中腾空土地进行土地一级开发和整理工作，青州市财政局对公司所投入的开发成本由土地出让收益予以全额补偿的基础上，并将土地出让净收益的一定比例支付给公司，作为公司的土地开发整理收益。2012-2013年，公司通过土地出让累计实现土地收益15,946万元。截至2013年底，公司共拥有土地资产1,253.94万平方米（具体情况如附录四所示），土地性质以商住地为主，土地资产较为丰富，但较大部分存在抵押情况，未来土地出让存在一定的受限情况。总体来看，公司土地收益受当地房地产市场波动、政府土地出让计划以及土地存在受限情况影响存在一定不确定性，潜在波动较大。

此外，2011-2012年公司通过出租青州市商业大厦、青州市行政事业单位办公楼收取租金收入，2013年公司新增体育中心、会展中心等资产的出租，2013年租赁收入大幅增长，但收入规模仍然较小。

公司在资产注入和财政补贴等方面获得了当地政府大力支持

为提高公司持续经营能力，保障公司的工程建设与运营发展，当地政府在资产注入、财

政补贴方面给予公司大力支持。

2009 年，青州市政府将云门山植物园周边、云门山风景区周边、青州市东阳河果园、青州市弥河流域等共计约 4,526.93 亩国有土地使用权转入公司，评估入账价值合计为 33.71 亿元；2010 年，青州市政府将七一水库周边区域的商业、住宅用地转入公司，增加公司的土地储备，评估价格为 93,871.81 万元，计入公司资本公积科目；2012 年，青州市财政局划入公司 7.43 亿元资本金计入资本公积；2013 年，青州市人民政府将位于望寿路周边 3,000 亩的 15 宗商业用地注入公司，评估价格为 315,600.16 万元。另外，公司还被授权集中统一管理全市行政事业单位资产，政府将各行政事业单位土地、房地产等国有资产划入公司，各事业单位从公司租赁使用相应国有资产并缴纳租金。

此外，青州市人民政府还给予公司较大规模的财政补贴支持。公司于 2011-2013 年度分别获得政府补贴收入 1.65 亿元、2.33 亿元和 2.66 亿元。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011-2013 年度审计报告。公司会计报表按旧会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产以流动资产为主，其中土地存货占比较高，整体资产流动性一般

近年公司资产规模快速增长，2011-2013 年年均复合增长率为 26.57%，主要是由于公司存货中土地资产规模快速增加所致。公司资产中以土地为主的存货占比较高，2011-2013 年存货占资产总额的比例分别为 76.19%、67.70%、77.14%。

表7 2011-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,954.76	0.22%	29,594.03	2.85%	12,467.09	1.46%
应收账款	4,496.00	0.33%	32,273.94	3.11%	-	-
预付账款	170,021.77	12.41%	133,666.37	12.86%	36,428.90	4.26%
其他应收款	39,562.71	2.89%	45,273.97	4.36%	76,859.06	8.99%
存货	1,057,013.47	77.14%	703,458.83	67.70%	651,681.20	76.19%

其他流动资产	7,407.81	0.54%	12,305.82	1.18%	-	-
流动资产合计	1,281,566.52	93.53%	956,572.96	92.06%	777,532.26	90.90%
固定资产净额	62,803.48	4.58%	15,535.63	1.50%	16,530.64	1.93%
在建工程	23,914.74	1.75%	64,556.51	6.21%	58,359.03	6.82%
无形资产	1,880.05	0.14%	2,420.44	0.23%	2,926.03	0.34%
资产总计	1,370,164.80	100.00%	1,039,085.54	100.00%	855,347.96	100.00%

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司的流动资产主要由预付账款、其他应收款和存货构成，其中存货的占比最高。公司的预付账款主要是预付工程款项，主要是预付城区路网及经济适用房项目工程款项，其中账龄在1年以内的占比51.98%，账龄在1-2年内的占比35.88%。其他应收款主要是应收青州市财政局、青州市非税收入管理局等单位的往来款项，其中账龄在1年以内的占比25.25%、账龄在2-3年的占比38.87%，其他应收款累计计提3,113.98万元的坏账准备。公司存货包括土地、开发成本，其中土地占比82.33%。2013年土地资产大幅增加主要是由于青州市人民政府将位于望寿路周边3,000亩的15宗商业用地注入公司所致；开发成本为公司弥河综合治理工程、南阳河综合治理工程、美陵污水处理厂、城区部分道路及管网工程等成本。截至2013年底公司存货中账面价值23.11亿元的部分已用于抵押借款，存货比例为21.86%。

公司长期资产主要包括固定资产、在建工程。固定资产主要是公司的房屋建筑物、机器设备、运输工具等，其中房屋建筑物占比较高，账面价值占比21.63%的房屋建筑物通过经营租赁方式出租。2013年固定资产规模同比大幅增加，主要是由于体育中心、会展中心项目由在建工程转入所致。公司在建工程主要包括花博会基础设施、青州市宏远大厦、文化产业园工程以及其他工程。2013年在建工程同比减少，主要是由于体育中心、会展中心等项目完工后转出所致。

盈利能力

近年公司主营业务收入持续增长，但土地开发业务毛利率水平的逐年下降，导致综合毛利率水平下降，同时较高的期间费用一定程度上削弱了公司整体盈利能力；公司利润水平对于财政补贴的依赖较大

公司收入来源于基础设施项目回购、土地收益、房屋租赁等业务，近三年公司主营收入逐年增长。从各项收入规模来看，由于基础设施完工项目逐年增加，公司确认的项目回购收入亦逐年增加，2011-2013年基础设施项目回购收入占主营业务收入的比例分别为64.64%、

80.27%、85.88%，占比逐年上升。未来随着对代建项目的逐年回购，公司基础设施回购收入较有保障；近年土地收益受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响呈现逐年下降趋势。未来土地收益受前述因素影响存在一定不确定性，潜在波动较大；房屋租赁业务是公司收入的稳定来源，但收入规模较小。从各项业务毛利率水平来看，根据回购协议约定，公司基础设施项目毛利率水平较为稳定；2013年租赁收入中新增对体育中心、会展中心项目租赁收入，由于新增项目租金按照市场价出租，高于行政事业单位租金收入，故2013年租赁业务毛利率同比大幅上升，未来随着对新增租赁资产的折旧计提，毛利率水平将恢复至正常水平。

近三年公司期间费用率分别为26.36%、23.92%、23.38%，期间费用率持续处于较高水平。较高的期间费用率一定程度上削弱了公司的盈利能力。

作为青州市城市基础设施建设主体，公司得到了当地政府的大力支持，2011-2013 年度分别获得政府补贴收入 1.65 亿元、2.33 亿元和 2.66 亿元，公司利润水平对于财政补贴的依赖较大。

表8 2011-2013年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
主营业务收入	65,008.92	58,460.74	52,923.64
营业利润	-3,866.62	1,031.12	8,260.75
补贴收入	26,555.39	23,325.41	16,455.09
利润总额	22,676.08	24,370.03	24,715.84
净利润	22,676.08	24,130.79	24,715.84
主营业务毛利率	23.08%	30.58%	44.33%
期间费用率	23.38%	23.92%	26.36%
总资产回报率	2.39%	3.29%	4.31%

资料来源：公司提供

现金流

近两年公司经营活动现金流呈现净流出状态，在建项目投资金额较大，未来投资支出及还本付息需求较大，存在一定的资金压力

公司经营活动现金流入主要来自公司基础设施项目回购收入、土地整理等业务收入以及收到的政府补助、与其他单位的往来款等，公司经营活动现金流出主要是委托代建支出、土地开发整理成本及公司支付其他单位的往来款项。近年来，随着工程项目投资支出加大，2012-2013 年公司经营活动现金持续表现为净流出状态。近三年公司投资活动现金均无流

入，持续表现为净流出状态。

近年公司筹资活动现金流入主要是发行债券以及银行借款取得的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2013年由于公司偿付借款和支付债务利息金额较大，公司筹资活动现金流呈现净流出状态。截至2013年底公司主要在建工程后续尚需投入185,658万元，公司未来存在较大的资金压力。公司经营活动现金流不足以满足在建项目投入需求，预计公司未来融资规模仍然较大。

表9 2011-2013年公司现金流情况（单位：万元）

	2013年	2012年	2011年
经营活动现金流入	91,947.07	73,886.45	86,018.19
经营活动现金流出	108,836.58	175,504.88	41,660.31
经营活动产生的现金流量净额	-16,889.51	-101,618.43	44,357.88
投资活动现金流入	-	-	-
投资活动现金流出	8,307.31	6,431.71	5,286.90
投资活动产生的现金流量净额	-8,307.31	-6,431.71	-5,286.90
筹资活动现金流入	35,000.00	169,300.00	-
筹资活动现金流出	36,442.45	39,172.92	38,540.20
筹资活动产生的现金流量净额	-1,442.45	130,127.08	-38,540.20
现金及现金等价物净增加额	-26,639.26	22,076.93	530.78

资料来源：公司提供

资本结构和财务安全性

公司负债以长期负债为主，有息债务规模较大，存在一定的债务压力

公司负债主要是由长期负债构成，近年由于债券发行，公司债务规模较大。同时由于青州市财政局注资以及注入土地计入资本公积科目，公司所有者权益规模快速上升。2013年由于公司所有者权益增长幅度超过负债总额增长幅度，故公司负债与所有者权益比率有所下降。

表10 公司近三年资本构成情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
负债总额	326,259.74	333,456.71	248,149.92
其中：流动负债	105,060.74	125,063.71	130,793.92
长期负债	221,199.00	208,393.00	117,356.00
所有者权益	1,043,905.06	705,628.82	607,198.04
负债与所有者权益比率	31.25%	47.26%	40.87%

资料来源：公司提供

从公司债务构成上看，公司负债主要包括其他应付款、长期借款和应付债券，以长期负债为主。其他应付款主要是应付土地保证金、政府拨付的专项资金以及往来款。截至 2013 年底，公司长期借款包括抵押借款、保证借款和信托借款，以抵押和信托借款为主。截至 2013 年底公司抵押借款余额 5.13 亿元，抵押物为公司账面价值 23.11 亿元的存货和账面净值 553.99 万元的土地使用权；保证借款余额 5,625 万元，由青州市城市建设投资开发有限公司进行担保。

表11 2011-2013年主要负债结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	70,152.22	21.50%	92,706.98	27.80%	96,919.16	39.06%
一年内到期的长期负债	21,694.00	6.65%	21,694.00	6.51%	24,425.00	9.84%
流动负债合计	105,060.74	32.20%	125,063.71	37.51%	130,793.92	52.71%
长期借款	71,199.00	21.82%	52,393.00	15.71%	75,356.00	30.37%
应付债券	150,000.00	45.98%	156,000.00	46.78%	42,000.00	16.93%
长期负债合计	221,199.00	67.80%	208,393.00	62.49%	117,356.00	47.29%
负债合计	326,259.74	100.00%	333,456.71	100.00%	248,149.92	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司已发行债券面值总额合计 18 亿元，期末余额合计 15 亿元，具体情况如下表所示。其中，2009 年发行债券需在存续期内每年偿还本金 6,000 万元，2012 年债券品种一（8 亿元）需在 2015 年至 2019 年每年分别偿付债券本金 1.6 亿元，品种二（4 亿元）需在 2015 年至 2018 年每年分别偿付债券本金 1 亿元。

表 12 公司已发行债券情况（单位：亿元）

债券种类	期限	发行日期	面值总额	票面利率	期末数
实名制记账式企业债券	10 年	2009/5/27	6.00	6.50%	3.00
12 年青州债：					
品种一	7 年		8.00	7.35%	
品种二	6 年	2012/10/18	4.00	7.25%	12.00
合计	-	-	18.00	-	15.60

资料来源：公司提供

公司有息负债规模较大，近三年公司有息负债规模分别为 14.68 亿元、23.11 亿元和 24.29 亿元，分别占公司当年负债总额的比例为 59.15%、69.30%、74.45%，有息负债占比较高，存在一定的偿付压力。

从偿债能力看，公司资产负债率呈现波动下降趋势，整体处于较低水平。由于公司流动资产规模较大，使得流动资产对流动负债的保障程度较好，但流动资产中存货资产占比较大，因此流动比率与速动比率差异较大。2013 年由于资本化利息的大幅上涨，公司 EBITDA 利息保障倍数下降明显。

表13 2011-2013年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	23.81%	32.09%	29.01%
流动比率	12.20	7.65	5.94
速动比率	2.14	2.02	0.96
EBITDA（万元）	31,038.28	32,797.59	39,025.77
EBITDA 利息保障倍数	1.76	4.84	3.39

资料来源：公司提供

总体来看，公司资产负债率处于较低水平，但有息债务压力较大，未来随着公司在建项目投资的不断增加，预计还将大量依靠债务融资进行基础设施建设，因此公司债务规模预计将继续增加，进一步加大公司的债务压力。

八、或有事项分析

截至 2013 年末，公司为青州市银通新农村建设投资有限公司、青州市城市建设投资开发有限公司、青州市宏利水务有限公司、青州尧王制药有限公司、青州广播电视台传媒集团股份有限公司等企业共计担保 283,675.64 万元，占同期净资产比例为 27.17%，对外担保余额较大，比例较高，存在一定的或有负债风险。

九、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模为人民币 10 亿元，每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息；本期债券的本金在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年分期兑付，第 3 年至第 7 年每年末分别兑付本期债券本金的 20%。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

2011-2013 年度公司营业总收入分别为 52,923.64 万元、58,460.74 万元、65,008.92 万元，呈现逐年增长趋势，其中基础设施回购收入是其重要组成部分，未来随着代建项目的逐年回

购，公司基础设施回购收入较有保障；公司土地收益受当地房地产市场波动、政府土地出让计划以及土地存在受限情况影响存在一定不确定性，潜在波动较大。但公司利润水平对于财政补贴的依赖较大。从公司可变现资产来看，截至 2013 年底，公司共拥有土地资产 1,253.94 万平方米，土地资产规模较大，但其中 64.66% 的部分存在抵押情况，实际可变现土地规模一般。

本次债券募投项目的自身收益不能完全覆盖项目建设支出，为保障偿债资金来源及公司正常收益，青州市政府将安排周边已熟化土地约 3,190 亩用于出让，并将土地出让净收益全额拨付至公司作为项目平衡资金。如按照目前该地段商住地最低出让价格 100 万元/亩测算，预计 2014 年至 2020 年可取得出让收入 31.9 亿元以上，出让后预计拨付公司土地出让净收益 27.24 亿元以上。若经济形势发生重大变化或其他不可抗拒因素致使出让价格低于 100 万元/亩，青州市政府将安排财政资金予以补足公司收益。从上述保障措施来看，当地政府为本次债券的还本付息提供了较好保障，但考虑到当前国家对房地产市场的调控，未来土地出让或具有一定的不确定性，土地出让净收益的实现亦具有一定不确定性。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	2,954.76	29,594.03	12,467.09
应收票据	110.00	-	96.00
应收账款	4,496.00	32,273.94	-
其他应收款	39,562.71	45,273.97	76,859.06
预付账款	170,021.77	133,666.37	36,428.90
存货	1,057,013.47	703,458.83	651,681.20
其他流动资产	7,407.81	12,305.82	-
流动资产合计	1,281,566.52	956,572.96	777,532.26
固定资产原价	72,717.55	23,785.54	23,637.70
减: 累计折旧	9,914.07	8,249.91	7,107.06
固定资产净额	62,803.48	15,535.63	16,530.64
在建工程	23,914.74	64,556.51	58,359.03
固定资产合计	86,718.23	80,092.14	74,889.67
无形资产	1,880.05	2,420.44	2,926.03
无形资产及其他资产合计	1,880.05	2,420.44	2,926.03
资产总计	1,370,164.80	1,039,085.54	855,347.96
短期借款	-	-	-
应付票据	-	1,000.00	5,000.00
应付账款	1,389.91	1,269.55	706.34
应付利息	3,254.28	3,495.86	1,932.67
应交税金	8,139.17	4,661.19	1,726.00
其他应交款	431.17	236.14	84.76
其他应付款	70,152.22	92,706.98	96,919.16
一年内到期的长期负债	21,694.00	21,694.00	24,425.00
流动负债合计	105,060.74	125,063.71	130,793.92
长期借款	71,199.00	52,393.00	75,356.00
应付债券	150,000.00	156,000.00	42,000.00
长期负债合计	221,199.00	208,393.00	117,356.00
负债合计	326,259.74	333,456.71	248,149.92
实收资本	11,800.00	11,800.00	11,800.00
资本公积	878,382.62	562,782.46	488,482.46
盈余公积	13,104.64	13,104.64	10,691.56
未分配利润	140,617.81	117,941.73	96,224.02
所有者权益合计	1,043,905.06	705,628.82	607,198.04
负债和所有者权益总计	1,370,164.80	1,039,085.54	855,347.96

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、主营业务收入	65,008.92	58,460.74	52,923.64
减：主营业务成本	50,006.43	40,583.31	29,460.84
主营业务税金及附加	3,673.00	2,862.33	1,250.03
二、主营业务利润	11,329.48	15,015.10	22,212.77
减：管理费用	7,153.11	4,801.81	3,383.12
财务费用	8,043.00	9,182.16	10,568.90
其中：利息支出	6,154.81	6,779.12	11,504.67
利息收入	382.76	650.30	939.59
三、营业利润	-3,866.62	1,031.12	8,260.75
加：补贴收入	26,555.39	23,325.41	16,455.09
营业外收入	2.44	13.50	-
减：营业外支出	15.13	-	-
四、利润总额	22,676.08	24,370.03	24,715.84
减：所得税	-	239.24	-
五、净利润	22,676.08	24,130.79	24,715.84

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011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	65,008.92	50,960.74	52,923.64
收到其他与经营活动有关的现金	26,938.15	22,925.71	33,094.55
经营活动现金流入小计	91,947.07	73,886.45	86,018.19
购买商品、接受劳务支付的现金	89,353.38	171,343.81	38,866.18
支付给职工以及为职工支付的现金	40.00	30.40	15.39
支付的各项税费	5,182.36	3,919.69	2,601.64
支付其他与经营活动有关的现金	14,260.84	210.99	177.10
经营活动现金流出小计	108,836.58	175,504.88	41,660.31
经营活动产生的现金流量净额	-16,889.51	-101,618.43	44,357.88
二、投资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入小计	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,307.31	6,431.71	5,286.90
投资活动现金流出小计	8,307.31	6,431.71	5,286.90
投资活动产生的现金流量净额	-8,307.31	-6,431.71	-5,286.90
三、筹资活动产生的现金流量：			
发行债券收到的现金	-	120,000.00	-
取得借款收到的现金	35,000.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	49,300.00	-
筹资活动现金流入小计	35,000.00	169,300.00	-
偿还债务支付的现金	16,194.00	25,694.00	26,469.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,906.39	13,478.92	12,071.20
支付其他与筹资活动有关的现金	2,342.06	-	-
筹资活动现金流出小计	36,442.45	39,172.92	38,540.20
筹资活动产生的现金流量净额	-1,442.45	130,127.08	-38,540.20
四、现金及现金等价物净增加额	-26,639.26	22,076.93	530.78

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	22,676.08	24,130.79	24,715.84
加：计提的资产减值准备	527.01	-74.15	1,213.33
固定资产折旧	1,667.00	1,142.85	2,299.67
无形资产摊销	540.39	505.59	505.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	15.13	-	-
财务费用(减：收益)	6,154.81	9,829.12	11,504.67
存货的减少(减：增加)	-37,954.48	-51,777.63	-22,111.22
经营性应收项目的减少(减：增加)	-3,393.21	-79,108.43	-19,717.61
经营性应付项目的增加(减：减少)	-7,122.25	-6,266.55	45,947.61
经营活动产生的现金流量净额	-16,889.51	-101,618.43	44,357.88
现金的期末余额	2,954.76	29,594.03	7,517.09
减：现金的期初余额	29,594.03	7,517.09	6,986.31
现金及现金等价物净增加额	-26,639.26	22,076.93	530.78

附录四 截至 2013 年末，公司拥有的已取得产权证的土地资产情况

(单位: 万平方米、万元)

土地证编号	面积	土地类型	土地用途	账面价值	是否抵押
青国用(2010)第03133	49.56	出让	商业、住宅	76,251.95	是
青国用(2008)第05010	66.30	出让	商业、住宅	31,182.90	部分抵押
青国用(2006)第13056	10.63	出让	垃圾污水处理	473.73	是
青国用(2006)第11009	15.06	出让	商住	3,057.15	是
青国用(2007)第031569	117.01	出让	商业、住宅	175,608.40	部分抵押
青国用(2008)第01041	35.91	出让	商业、住宅	95,164.61	是
青国用(2008)第15009	68.93	出让	商业、住宅	63,608.41	是
青国用(2011)第01011	32.02	出让	商住	6107.78	是
青国用(2011)第01016	32.84	出让	商住		部分抵押
青国用(2011)第10003	31.62	出让	商住	2,977.84	是
青国用(2011)第10004	38.81	出让	商住	3,655.04	是
青国用(2011)第01012	31.60	出让	商住	2,970.88	是
青国用(2011)第01013	30.86	出让	商住	2,911.05	是
青国用(2011)第01017	17.05	出让	商住	3,488.63	否
青国用(2012)第01001	20.00	出让	商住		否
青国用(2012)第03122	37.41	出让	商住	8,437.95	否
青国用(2012)第03124	35.93	出让	商住	8,103.84	否
青国用(2012)第01028	5.79	出让	批发零售城镇住宅	5,364.27	否
青国用(2012)第03119	36.01	出让	商住	15,800.25	否
青国用(2012)第03120	34.03	出让	商住		否
青国用(2012)第03031	19.66	出让	商住	37209.10	是
青国用(2012)第01032	19.93	出让	商住		否
青国用(2012)第03033	19.97	出让	商住		是
青国用(2012)第03035	19.66	出让	商住		是
青国用(2012)第03036	6.63	出让	商住		是
青国用(2012)第03042	13.33	出让	商住		是
青国用(2012)第03038	19.96	出让	商住		否
青国用(2012)第03037	19.99	出让	商住		否
青国用(2012)第03039	19.92	出让	商住		否
青国用(2012)第03034	19.87	出让	商住		是
青国用(2012)第03040	19.97	出让	商住		部分抵押
青国用(2012)第03041	17.50	出让	商住		是
青国用(2012)第03123	43.56	出让	商住		否
青国用(2012)第03121	34.83	出让	商住		否

青国用 (2013) 第 031878 号	26.97	出让	商住	42,564.81	是
青国用 (2013) 第 031879 号	22.35	出让	商住	35,264.20	否
青国用 (2013) 第 031880 号	29.18	出让	商住	46,052.35	是
青国用 (2013) 第 031881 号	14.00	出让	商住	22,092.00	否
青国用 (2013) 第 032650 号	4.80	出让	商住	7,574.40	否
青国用 (2013) 第 032651 号	4.70	出让	商住	7,416.60	否
青国用 (2013) 第 032652 号	4.50	出让	商住	7,101.00	否
青国用 (2013) 第 031883 号	14.00	出让	商住	22,092.00	否
青国用 (2013) 第 031968 号	2.60	出让	商住	4,102.80	是
青国用 (2013) 第 032653 号	2.02	出让	商住	3,190.72	否
青国用 (2014) 第 03184 号	13.33	出让	商住	21,039.63	是
青国用 (2013) 第 031969 号	20.60	出让	商住	32,507.43	否
青国用 (2013) 第 031970 号	12.94	出让	商住	20,418.22	是
青国用 (2013) 第 031971 号	14.00	出让	商住	22,092.00	是
青国用 (2013) 第 031972 号	14.00	出让	商住	22,092.00	是
青国用 (2013) 第 011866 号	1.91	出让	商住	4,777.80	否
青国用 (2013) 第 031896 号	2.66	出让	商住	1,706.73	否
青国用 (2013) 第 031897 号	3.59	出让	商住	2,857.04	否
青国用 (2013) 第 031898 号	3.64	出让	商住	2,896.18	否
合计	1,253.94			870,211.69	

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
资本结构及财务安全性	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	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	$\text{EBIT} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

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。