

萍乡市汇丰投资有限公司

2013 年 10 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告



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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 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 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：国有土地使用权抵押

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2020 年 10 月 11 日

评级日期：2014 年 06 月 13 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：国有土地使用权抵押

债券规模：10 亿元

评级日期：2013 年 6 月 4 日

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”）及 2013 年发行的 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,478,605.23	1,001,481.23	636,545.18
所有者权益合计（万元）	905,670.22	753,162.36	509,993.85
资产负债率	37.68%	24.80%	19.88%
有息债务（万元）	419,500.00	219,380.00	99,075.00
流动比率	7.64	14.49	23.16
主营业务收入（万元）	66,486.38	13,518.12	9,353.75
补贴收入（万元）	5,155.50	2,926.14	5,577.65
营业利润（万元）	34,075.13	7,401.89	6,878.94
利润总额（万元）	44,515.77	10,397.13	12,463.92
主营业务毛利率	55.82%	64.34%	88.42%
总资产回报率	3.63%	1.27%	3.00%
EBITDA（万元）	45,010.74	10,456.50	12,477.88
EBITDA 利息保障倍数	96.72	273.02	-
经营活动现金流净额（万元）	-200,088.54	-35,075.02	-19,073.80

资料来源：公司 2011-2013 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；
- 跟踪期内，公司所开发土地出让规模和自有土地转让规模快速增加，土地一级开发收入大幅增长，目前仍拥有丰富的土地资源，未来可获得较大规模的土地转让收入；
- 公司代建项目规模较大，代建业务持续性较强；
- 跟踪期内，公司在资产注入、财政补贴、代偿利息等方面继续获得政府的大力支持；
- 国有土地使用权抵押仍能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经济总量不大，地方财政收入中占比较高的基金收入易受一级土地市场影响而波动，从而影响财政收入的稳定性；
- 公司土地开发业务收益分成比例不固定，未来公司土地开发业务的毛利率会随着分成比例的不同而波动；
- 公司在建、拟建项目规模较大，未来存在一定的资金压力；
- 公司土地资产的价值及流动性易受土地一级市场波动影响；
- 公司应收账款和其他应收款规模较大，对资金造成一定的占用；
- 公司债务规模上升较快，偿债压力有所增加。

分析师

姓名：孙月忠 陈远新

电话：0755-82871099

邮箱：sunyzh@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]1823号文件批准，公司于2013年10月11日发行10亿元公司债券，期限7年，发行利率为7.06%。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，分次还本，即自债券发行后第3年末起，每年分别按照债券发行总额20.00%的比例偿还债券本金。截至2014年4月30日，本期债券尚无兑付本息。

截至2014年4月30日，本期债券募集资金的使用情况如下表所示：

表1 截至2014年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
田中生态水库项目	237,000	100,000	100,000

资料来源：公司提供

截至2014年4月30日，萍乡市田中生态水库项目已投入资金约19亿元，完工进度约80%。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，不过公司新增注册资本 90,000 万元，其中以货币形式增加资本 20,000 万元，资本公积转增资本 70,000 万元。此次增资已经萍乡维信联合会计师事务所维信验字（2013）第 054 号验资报告验证。截至 2013 年 12 月 31 日，公司注册资本为 10 亿元。

公司主要从事萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”或“经开区”）内城市基础设施项目的投资、建设，以及土地一级开发业务。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并报表范围未发生变化。

2013 年 5 月，萍乡市新区建筑安装总公司向公司子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔公司”）投资 1,000 万元，成为汇翔公司的非控股股东。2013 年 12 月，公司向汇翔公司增资 153,106.57 万元，其中 500 万元用于增加注册资本，其余增加资本公积。经过上述变更后，汇翔公司注册资本增至 11,500 万元，其中公司出资 10,500 万元，占注册资本 91.30%，萍乡市新区建筑安装总公司出资 1,000 万元，占注册资本 8.70%。

表2 截至2013年底公司子公司情况

子公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例	合并期间
-------	------	--------------	------	------

萍乡市汇翔建设发展有限公司	基础设施建设	11,500	91.30%	2011-2013 年
---------------	--------	--------	--------	-------------

资料来源：公司提供

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 147.86 亿元，所有者权益合计 90.57 亿元，资产负债率 37.68%。2013 年公司实现主营业务收入 6.65 亿元，利润总额 4.45 亿元，经营活动现金净流出 20.01 亿元。

三、地方经济与财政实力

2013 年萍乡市经济实力有所增强，但增速有所放缓

2013 年，萍乡市经济平稳增长，全年实现生产总值 798.33 亿元，比上年增长 9.3%，但增速有所放缓。其中，第一产业增加值 56.32 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 473.70 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 268.31 亿元，增长 9.0%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 2.4%、69.2%、28.4%。三次产业结构为 7.1：59.3：33.6。

2013 年萍乡市在固定资产投资方面保持了较快的增长速度，固定资产投资 830.11 亿元，比上年增长 20.2%。分产业看，第一产业投资 12.63 亿元，下降 2.1%；第二产业投资 645.52 亿元，增长 17.0%；第三产业投资 171.95 亿元，增长 36.5%。分投资主体看，国有经济投资 65.03 亿元，增长 59.8%；非国有经济投资 765.08 亿元，增长 17.8%。另外，房地产市场活跃，全年房地产开发投资 24.38 亿元，比上年增长 42.1%；商品房销售面积 63.94 万平方米、销售额 27.63 亿元，分别增长 66.1%、88.3%。全年社会消费品零售总额 237.72 亿元，比上年增长 13.3%。

表 3 2012-2013 年萍乡市主要经济数据（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	798.33	9.3%	733.06	11.8%
第一产业增加值	56.32	3.2%	53.12	4.6%
第二产业增加值	473.70	10.1%	445.68	12.8%
第三产业增加值	268.31	9.0%	234.26	11.2%
固定资产投资	830.11	20.2%	763.42	32.2%
社会消费品零售总额	237.72	13.3%	209.72	14.8%
进出口总额（亿美元）	13.73	23.5%	11.11	50.6%
存款余额	621.71	14.9%	541.07	15.7%
贷款余额	378.76	20.8%	313.48	23.3%

资料来源：萍乡市 2012-2013 年国民经济与社会发展统计公报

2013 年萍乡市财政收入快速提高，但基金收入占比较高，未来该部分收入易受一级土地市场的影响而波动

从萍乡市本级财政收入的主要构成来看，一般预算收入稳步增长，2013 年同比增长 12.04%，占财政收入的比例逐步提高，2012-2013 年分别为 48.28%、50.96%；上级补助收入有所减少，2013 年同比下降 4.96%；基金收入稳定增长，2013 年同比增长 8.89%，占财政收入的比例有所提高，2012-2013 年分别为 19.91%、20.43%。

随着经济的发展，萍乡市全口径财政收入保持了较快的增长速度，2013 年全口径财政收入实现 240.72 亿元，同比增长 43.92%。从萍乡市全口径财政收入的主要构成来看，一般预算收入稳步增长，2013 年同比增长 15.42%，但占财政收入的比例有所下降，2012-2013 年分别为 44.30%、35.53%；上级补助收入有所下降，2013 年同比下降 3.09%；基金收入在 2013 年大幅增长，较 2012 年增长 2.42 倍，2013 年基金收入占财政收入的比例为 37.29%。

2013 年萍乡市全口径和市本级一般预算收入对一般预算支出的覆盖率分别为 57.17%、66.94%，财政自给能力较低。

表 4 2012-2013 年萍乡市财政收支情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级
地方财政收入	2,407,159	1,018,735	1,672,610	959,866
（一）一般预算收入	855,196	519,193	740,916	463,419
其中：税收收入	669,860	431,547	592,642	384,166
非税收入	185,336	87,646	148,274	79,253
（二）上级补助收入	631,145	277,066	651,287	291,523
其中：返还性收入	30,628	11,799	31,192	20,201
一般转移支付	345,794	154,621	291,323	134,140
专项转移支付	254,723	110,646	328,772	137,182
（三）基金收入	897,563	208,081	262,656	191,088
（四）预算外收入	23,255	14,395	17,751	13,836
地方财政支出	2,402,938	918,506	1,646,721	987,080
（一）一般预算支出	1,496,007	775,620	1,343,449	755,950
（二）基金支出	883,560	127,975	277,541	210,532
（三）预算外支出	23,371	14,911	25,731	20,598

资料来源：萍乡市财政局

作为国家级开发区，2013 年萍乡经开区经济稳定发展，但增速有所放缓

随着萍乡经开区的发展，萍乡经开区形成了现代装备制造业、新材料产业、冶金行业、

生物医药食品四大支柱产业，2013 年该四大产业占全区工业比重分别为 23.2%、26.2%、32.7%、10.3%。2013 年萍乡经开区新引进 5,000 万元以上项目 30 个，亿元以上项目 13 个，其中机械装备项目 5 个，粉末冶金项目 3 个，新能源项目 2 个，食品药品项目 3 个。全年招商签约资金 85.01 亿元，实际到位资金 77.02 亿元。全年在建项目 25 个，其中双胞胎饲料、韦普磁性材料、九州环保、庞泰二期、禾尔斯环保、美孚仑石化等项目相继投产。2013 年实现业务收入百亿的产业三个：现代装备制造、新材料、冶金；超五十亿的产业一个：生物医药食品；主营业务收入破百亿企业一家：安源钢铁；超十亿元企业 14 家。2013 年萍乡经开区完成地区生产总值 119.6 亿元，同比增长 10.4%；规模以上工业增加值达到 82.2 亿元，同比增长 10.5%。2013 年萍乡经开区主要经济数据增速较 2012 年均有所放缓。

表 5 2012-2013 年萍乡经开区主要经济数据（单位：亿元）

指标	2013 年		2012 年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	119.6	10.4%	100.4	13.9%
规模以上工业增加值	82.2	10.5%	69.1	16.6%
固定资产投资	110.6	20.7%	91.6	31.5%
社会消费品零售总额	20.1	13.6%	17.7	17.7%

资料来源：萍乡经开区门户网站

2013 年萍乡经开区财政收入大幅增长，但其财政收入规模不大，占比较高的基金收入波动性较大

近年随着萍乡经开区经济的发展，萍乡经开区财政收入大幅增长。2013 年同比增长 221.30%。其中一般预算收入稳步增长，2013 年同比增长 20.51%，2012-2013 年在财政收入中占比分别为 72.63%、27.24%，2013 年占比较低；2013 年上级补助收入同比增长 10.09%，占财政收入的比例为 10.08%；基金收入波动较大，2012 年同比下降 28.89%，而 2013 年较 2012 年增长了 11.40 倍，2013 年基金收入占财政收入的 69.55%，占比较高。

2012-2013 年，萍乡经开区一般预算收入对一般预算支出的覆盖率分别为 97.47%、85.67%，财政自给能力有所下降。

表 6 2012-2013 年萍乡经开区财政收支情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
地方财政收入	489,456	152,336
（一）一般预算收入	133,337	110,646
其中：税收收入	105,539	91,121

非税收入	27,798	19,525
(二) 上级补助收入	15,682	14,245
其中：返还性收入	415	415
一般转移支付	4,621	4,440
专项转移支付	10,646	9,390
(三) 基金收入	340,437	27,445
地方财政支出	475,741	139,303
(一) 一般预算支出	134,326	112,395
(二) 基金支出	341,415	26,908
(三) 预算外支出	-	-

资料来源：萍乡经开区财政局

四、经营与竞争

公司负责萍乡经开区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。公司土地一级开发收入主要来源于自有土地的转让及开发土地的出让收入返还，2013 年公司土地一级开发收入大幅增长，较 2012 年增加 4.52 倍，但毛利率有所下降。项目代建按照收益确认收入，因而毛利率为 100%，由于近年完工结算的项目规模下降，该项收入有所下降。

表 7 2012-2013 年公司主营业务收入构成（单位：万元）

业务	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地一级开发	65,246.15	54.98%	11,815.95	59.21%
项目代建	1,240.23	100.00%	1,702.16	100.00%
合计	66,486.38	55.82%	13,518.12	64.34%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

跟踪期内，公司所开发土地出让规模和自有土地转让规模快速增加，土地一级开发收入大幅增长，但毛利率有所下降；目前公司仍拥有较大规模的土地资源，未来可获得较大规模的转让收入

公司从事萍乡经开区的土地开发业务，公司及子公司与萍乡经开区国土局、萍乡经开区财政局签订土地一级开发合作合同，根据合同，土地一级开发资金由公司自筹，土地开发完成后由萍乡经开区国土局进行出让，土地出让净收益的分配由合同约定，土地净收益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来确定，公司根据获

得的土地出让返还金额确认收入。此外，公司将自有土地转让给萍乡经开区土地收购储备中心，获得的出让收入纳入土地一级开发业务收入核算，近年出让的土地有萍国用（2008）字第 62662 号、萍国用（2012）字第 107499 号、萍国用（2009）字第 75515 号。

2013 年公司转让及土地一级开发出让面积为 505.5 亩，获得土地出让收入 65,246.15 万元，但是受土地开发成本上升的影响，毛利率有所下降。

表 8 2012-2013 年公司土地一级开发业务情况（单位：亩、万元）

出让时间	土地编号	宗地位置	土地类型	土地面积	出让返还收入/转让收入
2012 年	DJF2012002	开发区经贸大厦周边	商服、住宅	53.9	9,300.00
2012 年	萍国用（2008）字第 62662 号	洪山大道与富裕大道交汇处	商服、住宅	26.5	2,515.95
2013 年	萍国用（2012）字第 107499 号	安源大道北侧、浮玻二厂对面	商服、住宅	61.93	8,698.80
2013 年	萍国用（2009）字第 75515 号	洪山大道和齐民路交汇处	商服、住宅	155.96	10,137.35
2013 年	DJF2013002	横板管理处内地块	商服、住宅	124.30	21,040.00
2013 年	DJF2013004	东壁管理处内地块	商服、住宅	137.4	17,070.00
2013 年	DJF2013026	光丰管理处内地块	商服、住宅	25.9	8,300.00
合计	-	-	-	585.89	77,062.10

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司共拥有商业、住宅土地 41 宗，面积合计约 4,541.33 亩，评估价值约 88.68 亿元（见附录四），公司未来可通过出让土地获得较大规模的收入。但是我们关注到，公司土地的转让规模及价格易受土地一级市场波动影响。

跟踪期内，受完工结算项目投资额下降影响，公司代建收入有所下降；公司在建、拟建项目规模较大，业务持续性较强，但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》、经开区管委会办公室抄告单（萍开管办抄字（2012）198 号），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，由政府负责按照投资额的 1.2 倍回购，项目回购款由经开区财政局直接拨付给公司或者公司委托的相关施工单位。公司将基础设施项目的投入纳入预付账款核算，项目交付时冲减相应的预付账款，并确认相应的代建收益，不确认成本，因而该业务的毛利率为 100%。

由于所投建的项目建设周期长，2013 年公司完工决算的项目投资规模有所下降，因而

代建收入有所下降。

表 9 截至 2013 年 12 月 31 日公司完工决算的代建项目情况（单位：万元）

结算项目	投资额	代建收益
玉湖西路改建工程	605.66	121.13
319 国道转盘至萍洪高速 320 国道非机动车道及人行道工程	491.96	98.39
朝阳路,凤凰山庄等沥青路面改造工程	457.30	91.46
校园路砼路面\下水道工程	386.53	77.31
创业园内沪瑞高速边土石方工程	324.10	64.82
其余 95 个项目小计	3,935.60	787.12
合计	6,201.15	1,240.23

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司在建、拟建项目总投资 633,705 万元，已投资 226,905 万元，尚需投资 406,800 万元，未来随着项目的逐步结算，公司可获得较大规模的收入，代建业务持续性较强。但是项目前期资金需要公司筹集，公司面临较大的资金压力。

表 10 截至 2013 年底公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否已签订回购协议
城市基础设施建设项目	52,000	14,505	37,495	是
田中生态水库建设项目	237,000	182,000	55,000	否
保障性住房建设项目	51,000	18,000	33,000	是
管线工程	15,000	7,800	7,200	是
公园建设	23,000	4,600	18,400	是
杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目	255,705	0	255,705	否
合计	633,705	226,905	406,800	

资料来源：公司提供

跟踪期内，当地政府在资产注入及财政补贴方面继续对公司给予大力的支持

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、财政补贴、项目融资等方面得到了上级政府的大力支持。

2013 年，上级政府通过注入货币资金和资本公积转增注册资本的方式对公司进行增资，其中注册资本增加 9 亿元，资本公积增加 3 亿元，公司资本实力明显增强。

表 11 2013 年上级政府的注资情况（单位：万元）

期间	文件号	划拨方	文件内容	确认资本公积	确认注册资本
2013 年	萍开管办抄字[2013]219 号	管委会	注入资金	100,000.00	20,000.00

2013 年		管委会	资本公积转增注册 资本 7 亿元	-70,000.00	70,000.00
合计				30,000.00	90,000.00

资料来源：公司提供

在补贴方面，2013 年公司共获得上级政府各类补贴 5,155.5 万元。

表 12 2013 年上级政府拨付给公司的补贴情况（单位：万元）

期间	相关批准文件	批准机关	项目	金额
2013 年	-	萍乡经济开发区财政局	融资工作经费	14.50
2013 年	-	萍乡市财政局	中小企业专项补贴	35.00
2013 年	萍开管办抄字[2012]198 号	经开区财政局	融资补贴	5,100.00
2013 年	-	经开区财政局	奖励	6.00
合计				5,155.5

资料来源：公司提供

根据管委办抄字[2002]013 号文件，公司融资的利息费用均由萍乡经开区财政局进行支付，这降低了公司的利息偿还负担。根据萍乡经开区管委会办公室抄字[2002]23 号文件提取融资总额的 2%作为融资经费（纳入补贴收入核算）。

上级政府给予公司大力支持，有效地提升了公司的资本实力，缓解了公司资金压力。

五、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华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年审计报告。公司财务报表全部根据旧会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模快速提高，但其主要资产土地的价值及流动性易受土地一级市场波动影响；关联方占用公司资金规模较大，影响公司资金使用效率

跟踪期内，公司的资产规模大幅提高。2013 年末公司资产总额同比增长 47.64%。从结构看，公司资产以流动资产为主。

公司流动资产主要包括货币资金、短期投资、应收账款、预付账款、其他应收款和存货，其中存货占比最高。截至 2013 年底，货币资金大幅增加，主要是因为筹资规模较大所致，受限资金为 18,861.34 万元，系贷款保证金。截至 2013 年底，短期投资主要是为促进萍乡市

和开发区内中小微企业发展，公司以委托贷款的形式给予当地多家小微企业资金支持，其中向萍乡市城北房地产有限公司提供委托贷款 3 亿元，向江西汇恒置业有限公司提供 1.7 亿元，截至 2014 年 4 月底，公司短期投资已全部收回。应收账款主要为萍乡经开区土地收购储备中心所欠公司的土地出让金，截至 2013 年底，应收账款大幅减少，主要缘于公司当年将部分应收账款调整至其他应收款核算所致。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，由于相关项目的建设周期较长，尚未办理结算，随着工程项目的投入，预付账款逐年上升，截至 2013 年底，预付给萍乡市田中生态水库项目建设指挥部的款项为 8.07 亿元。其他应收款主要系公司与萍乡经开区财政局及萍乡市星海建设有限公司等单位的往来款，截至 2013 年底，前五大应收对象占比 91.74%，其中应收萍乡经开区财政局 17.92 亿元，2013 年新增的其他应收款主要有公司应收萍乡经开区财政局南昌银行的股权款 3.85 亿元，应收利息 3.75 亿元以及应收账款调整至该科目的款项。截至 2013 年底，其他应收款账龄在 1 年以上的比例为 77.11%，账龄较长，存在关联方对公司资金的占用情况。公司存货主要为土地使用权，主要通过作价投资和招拍挂获得，均为商业、住宅用地，截至 2013 年底，土地使用权面积合计约 4,541.33 亩，其中 70.66 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。

针对上述应收账款及其他应收款，萍乡市经开区出具了《萍乡经济技术开发区管理委员会关于萍乡市汇丰投资有限公司对政府应收账款和其他应收款情况及解决措施的说明》，约定了以管委会 14 宗土地出让的净收益作为还款来源，上述土地估算总价值为 32.83 亿元，从 2014 年开始分 7 年向公司支付完毕。

截至 2013 年底，长期投资净值中包括长期股权投资 3.85 亿元、合并价差 1.31 亿元和长期债权投资 0.93 亿元。长期股权投资原为公司持有的南昌银行股份有限公司股权，2013 年公司将该部分股权经由萍乡经开区财政局转至汇翔建设；合并价差 1.31 亿元系 2013 年公司向汇翔建设增资形成；长期债权投资是汇翔公司投资杭南沪昆客专高铁项目 0.93 亿元，根据协议规定，公司按照投入资金的 20% 确认投资收益，由萍乡经开区管委会向公司支付。

总体而言，跟踪期内，资产规模大幅提高，但关联方占用资金规模大，影响公司资金使用效率；土地使用权价值及流动性易受土地一级市场波动影响。

表 13 2012-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产	1,417,432.54	95.86%	962,742.26	96.13%

货币资金	91,541.34	6.19%	31,150.41	3.11%
短期投资	56,287.00	3.81%	3,250.00	0.32%
应收账款	18,836.15	1.27%	58,106.57	5.80%
预付款项	105,553.49	7.14%	58,408.34	5.83%
其他应收款	257,863.00	17.44%	144,133.46	14.39%
存货	887,351.56	60.01%	667,693.47	66.67%
非流动资产	61,172.69	4.14%	38,738.97	3.87%
长期投资	60,836.81	4.11%	38,456.50	3.84%
资产总计	1,478,605.23	100.00%	1,001,481.23	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司收入快速增长，但毛利率呈现一定的下降趋势

2013 年公司基础设施代建项目收入有所下降，但因经开区出让土地规模增加，土地一级开发收入快速增长，2013 年主营业务收入同比增长 391.83%。代建项目收入的核算内容为投资回报，毛利率为 100%，受土地一级开发业务毛利率下降影响，2013 年主营业务毛利率有所下降。

由于公司银行借款和已发行的债券主要用于基础设施建设，相关的贷款利息和债券利息均由萍乡经开区财政局负责偿还。2013 年，萍乡经开区财政局承担的利息为 37,070.87 万元，因而公司的财务费用规模较小。2013 年公司获得市政项目补贴、经费补贴等各项政府补贴收入 5,155.50 万元。2013 年投资收益大幅增长，一方面是因为委托贷款形成利息收入 4,708.50 万元，另一方面是因为长期债权投资获得收益 619.92 万元，投资收益的规模易受公司委托贷款规模、债权投资规模及利率影响而产生波动。

表 14 2012-2013 年公司主要盈利能力指标

项目	2013 年	2012 年
主营业务收入（万元）	66,486.38	13,518.12
营业利润（万元）	34,075.13	7,401.89
财务费用（万元）	1,406.32	53.96
投资收益	5,235.70	3.73
补贴收入（万元）	5,155.50	2,926.14
利润总额（万元）	44,515.77	10,397.13
净利润（万元）	32,507.86	7,707.23
主营业务毛利率	55.82%	64.34%
期间费用率	2.97%	6.68%
总资产回报率	3.63%	1.27%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

现金流

项目代建及土地一级开发收入的资金回笼情况一般，但支出规模较大，公司对外部融资的依赖程度较高；公司往来资金规模大，造成一定的资金占用

公司将基础设施代建业务及土地开发业务的收入及支出分别纳入销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金科目核算。2013 年购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，主要是当年购买土地所致。收到及支付的其他与经营活动有关的现金流科目主要为往来款、政府补贴等项目，2013 年公司往来资金规模大幅增加，造成一定的资金占用。

2013 年投资活动现金流出主要为公司进行委托贷款、债权投资、购买理财产品等长短期投资形成。

经营活动及投资活动的资金缺口主要通过股东注资以及外部筹资解决。2013 年公司筹资活动现金流量净额较高，主要融资渠道为银行借款、信托融资和发行债券。另外，2013 年公司收到萍乡经开区财政局注入资本金 12 亿元。

截至 2013 年底，公司在建、拟建项目尚需投资 406,800 万元，公司对外部筹资依赖程度较高。

表 15 2012-2013 年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
销售商品、提供劳务收到的现金	51,378.62	11,097.69
收到其他与经营活动有关的现金	589,541.17	287,071.32
经营活动现金流入小计	640,919.79	298,169.01
购买商品、接受劳务支付的现金	252,074.58	29,688.50
支付其他与经营活动有关的现金	587,811.44	301,219.19
经营活动现金流出小计	841,008.33	333,244.03
经营活动产生的现金流量净额	-200,088.54	-35,075.02
投资活动现金流入小计	44,589.38	6,803.73
投资活动现金流出小计	104,563.38	49,131.10
投资活动产生的现金流量净额	-59,974.00	-42,327.38
筹资活动现金流入小计	456,000.00	168,847.00
筹资活动现金流出小计	135,345.38	83,984.26
筹资活动产生的现金流量净额	320,654.62	84,862.74
现金及现金等价物净增加额	60,592.09	7,460.34

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司债务规模快速增长，债务偿还压力加大

2013 年，公司负债总额同比增长 179.27%，其中有息债务增长 91.22%。从负债结构看，非流动负债的比重较高，主要为银行借款、信托融资和应付债券。

表 16 2012-2013 年公司债务结构情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	185,542.72	33.30%	66,438.87	26.76%
短期借款	5,000.00	0.90%	37,500.00	15.10%
其他应付款	108,394.06	19.45%	11,923.71	4.80%
一年内到期的长期负债	42,850.00	7.69%	0.00	0.00%
非流动负债合计	371,650.00	66.70%	181,880.00	73.24%
长期借款	271,650.00	48.75%	181,880.00	73.24%
应付债券	100,000.00	17.95%	0.00	0.00%
负债总额	557,192.72	100.00%	248,318.87	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

其他应付款 2013 年大幅增加，主要是公司与萍乡市开发区财政局、萍乡安装等单位之间往来款增加。截至 2013 年底公司有息负债合计 41.95 亿元，占负债总额的 75.29%。公司银行贷款、发行债券以及通过信托方式筹集来的资金主要用于基础设施建设，借款利息均由萍乡经开区财政局负责偿还，因此公司实质的利息支付压力很小。从公司的还款计划看，公司于 2014-2016 年需偿付有息负债本金分别为 8.73、8.39、16.44 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 17 2013 年新增尚未兑付的信托融资产品

成立时间	到期时间	名称	规模（亿元）	期限（年）
2013.05	2015.05	云信智兴115号单一资金信托计划	2	2
2013.05	2015.05	中江国际·金象218号萍乡市开发区民生工程集合资金信托计划	1.5	2
2013.05	2016.05	中江国际·金象218号萍乡市开发区民生工程集合资金信托计划	1.5	3
合计			5	-

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

2013 年，公司所有者权益为 90.57 亿元，呈快速增长态势，主要缘于政府注入资金 12

亿元。截至 2013 年底，公司资产负债率 37.68%，较 2012 年末有所增加，但整体负债水平仍然不高。公司流动比率和速动比率近年持续下降，主要缘于流动负债提高，考虑到应收账款和其他应收款回收较慢，存货主要为土地使用权，流动性偏弱，公司流动资产对债务偿付保障能力一般。未来随着公司基础设施建设的推进，公司偿债压力有进一步增加的趋势。

表 18 2012-2013 年公司主要负债指标

偿债能力	2013 年	2012 年
资产负债率	37.68%	24.80%
流动比率	7.64	14.49
速动比率	2.86	4.44
EBITDA（万元）	45,010.74	10,456.50
EBITDA 利息保障倍数	96.72	273.02

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

六、对外担保情况

截至 2013 年 12 月 31 日，公司对外担保合计 2.25 亿元，占当期期末所有者权益的 2.48%，存在一定的或有负债风险。

表 19 公司对外担保情况

被担保单位	担保方式	被担保单位性质	担保总额（万元）
萍乡市新区建筑安装总公司	抵押物担保	国有企业	15,000
萍乡市汇恒置业有限公司	抵押物担保	国有企业	7,500
合计			22,500

资料来源：公司提供

七、债券偿还保障分析

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。跟踪期内，公司已完成抵押资产登记手续，抵押资产满足抵押资产监管协议约定的覆盖倍数，没有追加、置换或释放抵押资产。该项抵押资产有效地提升了本期债券的信用水平。

表20 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
合计					419,889.5	200,466.1

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，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。公司所开发土地出让规模和自有土地转让规模快速增加，土地一级开发收入大幅增长，目前公司仍拥有较大规模的土地资源，未来可获得较大规模的转让收入。公司在建、拟建项目规模较大，业务持续性较强。当地政府通过代付利息、拨付补贴资金以及作价出资的方式注入土地等对公司进行大力支持。但我们也注意到萍乡经开区财政收入易受土地出让收入影响而产生波动，公司土地资产价值易受土地一级市场影响而产生波动，土地资产集中处置存在一定难度；公司在建、拟建项目规模较大，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，对资金造成一定的占用；公司有息债务规模较大，而资产流动性一般，存在一定的偿付压力，且对外担保金额较大，存在一定的代偿风险。

基于以上分析，经鹏元综合评定：将本期债券信用等级上调为 **AA+**，主体长期信用等级上调为 **AA**，评级展望维持为稳定。

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	91,541.34	31,150.41	23,688.91
短期投资	56,287.00	3,250.00	-
应收账款	18,836.15	58,106.57	47,079.80
其他应收款	257,863.00	144,133.46	68,097.04
预付款项	105,553.49	58,408.34	31,451.54
存货	887,351.56	667,693.47	465,927.46
流动资产合计	1,417,432.54	962,742.26	636,244.75
长期股权投资	38,456.50	38,456.50	-
合并价差	13,067.93	-	-
长期债权投资	9,312.38	-	-
长期投资合计	60,836.81	38,456.50	-
固定资产合计	335.88	282.47	300.43
资产总计	1,478,605.23	1,001,481.23	636,545.18
短期借款	5,000.00	37,500.00	-
应付账款	25.00	347.10	4.00
预收款项	9,568.92	11,704.37	9,978.69
应付利息	3,463.50	-	-
应交税金	13,887.37	2,688.05	1,757.44
其他应交款	78.26	0.02	0.01
其他应付款	108,394.06	11,923.71	13,480.56
一年内到期的非流动负债	42,850.00	-	-
其他流动负债	2,275.61	2,275.62	2,255.63
流动负债合计	185,542.72	66,438.87	27,476.34
长期借款	271,650.00	181,880.00	99,075.00
应付债券	100,000.00	-	-
非流动负债合计	371,650.00	181,880.00	99,075.00
负债合计	557,192.72	248,318.87	126,551.34
少数股东权益	15,742.28	-	-
实收资本(股本)	100,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	729,188.81	699,188.81	463,727.53
盈余公积	7,648.14	4,404.46	3,626.63
未分配利润	68,833.27	39,569.09	32,639.68
所有者权益合计（含少数股东权益）	905,670.22	753,162.36	509,993.85
负债和所有者权益总计	1,478,605.23	1,001,481.23	636,545.18

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	66,486.38	13,518.12	9,353.75
主营业务收入净额	66,486.38	13,518.12	9,353.75
减：主营业务成本	29,375.41	4,820.04	1,083.24
主营业务税金及附加	1,828.36	489.01	523.81
二、主营业务利润	35,282.61	8,209.07	7,746.70
加：其他业务利润	767.34	95.53	-
管理费用	568.50	848.75	867.91
财务费用	1,406.32	53.96	-0.15
三、营业利润	34,075.13	7,401.89	6,878.94
加：投资收益	5,235.70	3.73	7.33
补贴收入	5,155.50	2,926.14	5,577.65
营业外收入	58.44	83.16	-
减：营业外支出	9.00	17.79	0.01
四、利润总额	44,515.77	10,397.13	12,463.92
减：所得税	10,443.37	2,689.90	-
减：少数股东权益	1,564.54	-	-
五、净利润	32,507.86	7,707.23	12,463.92

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	51,378.62	11,097.69	-
收到其他与经营活动有关的现金	589,541.17	287,071.32	125,620.41
经营活动现金流入小计	640,919.79	298,169.01	125,620.41
购买商品、接受劳务支付的现金	252,074.58	29,688.50	-
支付给职工以及为职工支付的现金	104.39	71.94	87.89
支付的各项税费	1,017.92	2,264.39	-
支付其他与经营活动有关的现金	587,811.44	301,219.19	144,606.32
经营活动现金流出小计	841,008.33	333,244.03	144,694.21
经营活动产生的现金流量净额	-200,088.54	-35,075.02	-19,073.80
收回投资收到的现金	42,100.00	6,800.00	-
取得投资收益收到的现金	2,489.38	3.73	-
投资活动现金流入小计	44,589.38	6,803.73	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	114.00	3.10	2.27
投资支付的现金	104,449.38	39,078.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	10,050.00	-
投资活动现金流出小计	104,563.38	49,131.10	2.27
投资活动产生的现金流量净额	-59,974.00	-42,327.38	-2.27
吸收投资收到的现金	121,000.00	31,347.00	-
取得借款收到的现金	235,000.00	137,500.00	50,000.00
发行债券收到的现金	100,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	456,000.00	168,847.00	50,000.00
偿还债务支付的现金	134,880.00	17,195.00	14,505.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	465.38	11,789.26	-
支付其他与筹资活动有关的现金	-	55,000.00	-
筹资活动现金流出小计	135,345.38	83,984.26	14,505.00
筹资活动产生的现金流量净额	320,654.62	84,862.74	35,495.00
现金及现金等价物净增加额	60,592.09	7,460.34	16,418.93

附录三-2 合并现金流量表补充材料（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	34,072.40	7,707.23	12,463.92
加：计提的资产减值准备	11.97	195.83	2.22
固定资产折旧	29.59	21.07	13.96
财务费用.	465.38	38.30	-0.15
投资损失（减：收益）	-5,235.70	-3.73	-7.33
存货的减少（减：增加）	-219,658.08	-201,766.01	-15,157.09
经营性应收项目的减少（减：增加）	-117,554.75	-115,315.82	-26,227.55
经营性应付项目的增加（减：减少）	107,780.65	274,048.12	9,838.24
经营活动产生的现金流量净额	-200,088.54	-35,075.02	-19,073.80
现金的期末余额	91,541.34	30,949.26	23,488.91
减：现金的期初余额	30,949.26	23,488.91	7,069.98
现金及现金等价物净增加额	60,592.09	7,460.34	16,418.93

附录四 公司及子公司土地使用权明细

序号	土地证号	使用权人	位置	面积 (亩)	用途	性质	是否 抵押	账面价值 (万元)
1	萍国用(2005)第41165号	汇丰投资	开发区登岸管理处 滨河路旁	38.48	商业、 住宅	出让	否	4,413.31
2	萍国用(2009)第69785号	汇丰投资	开发区沪瑞萍乡挂 线旁边	271.85	商业、 住宅	出让	是	13,081.12
3	萍国用(2009)第75513号	汇丰投资	开发区郑和路北侧	114.99	商业、 住宅	出让	是	4,205.58
4	萍国用(2011)第91790号	汇丰投资	开发区齐民路与紫 云路交汇处	127.18	商业、 住宅	出让	是	20,221.46
5	萍国用(2011)第91792号	汇丰投资	开发区迎萍实大道 与尚贤路交汇处	166.69	商业、 住宅	出让	是	36,071.69
6	萍国用(2011)第91793号	汇丰投资	开发区迎萍实大道 与尚贤路交汇处	175.27	商业、 住宅	出让	是	37,928.76
7	萍国用(2011)第99120号	汇丰投资	开发区郑和路北侧 与齐民路南侧	132.87	商业、 住宅	作价 出资	否	27,707.17
8	萍国用(2011)第99121号	汇丰投资	开发区郑和路北侧 与齐民路南侧	135.26	商业、 住宅	作价 出资	是	24,608.95
9	萍国用(2011)第99122号	汇丰投资	开发区洪山大道西 侧与齐民路北侧	238.24	商业、 住宅	作价 出资	是	37,007.25
10	萍国用(2011)第99123号	汇丰投资	开发区洪山大道西 侧与齐民路北侧	72.26	商业、 住宅	作价 出资	是	16,990.62
11	萍国用(2011)第99332号	汇丰投资	开发区经二路西侧	60.07	商业、 住宅	作价 出资	是	10,928.03
12	萍国用(2011)第99333号	汇丰投资	开发区经二路两侧	131.63	商业、 住宅	作价 出资	是	23,948.23
13	萍国用(2011)第99334号	汇丰投资	开发区经一路西侧	75.71	商业、 住宅	作价 出资	是	13,773.73
14	萍国用(2011)第99335号	汇丰投资	开发区中环路以南	195.73	商业、 住宅	作价 出资	是	35,610.09
15	萍国用(2011)第99336号	汇丰投资	开发区广兴东路以 南	97.9	商业、 住宅	作价 出资	是	20,415.61
16	萍国用(2011)第99337号	汇丰投资	开发区中环路以西	201.22	商业、 住宅	作价 出资	是	36,608.28
17	萍国用(2011)第99338号	汇丰投资	开发区玉湖以北	213.16	商业、 住宅	作价 出资	是	38,780.97
18	萍国用(2012)第102264号	汇丰投资	开发区通久路旁边	201.86	商业、 住宅	出让	否	109.84

19	萍国用(2012)第102369号	汇丰投资	开发区齐民路与紫云路交汇处	130.8	商业、住宅	出让	是	20,798.15
20	萍国用(2012)第104584号	汇丰投资	开发区洪山大道以南	212.25	商业、住宅	作价出资	是	80,062.51
21	萍国用(2012)第104585号	汇丰投资	开发区萍福路以东、洪山大道以南	126.58	商业、住宅	作价出资	是	49,616.37
22	萍国用(2012)第104586号	汇丰投资	开发区沪昆高速以北	291	商业、住宅	作价出资	是	74,525.40
23	萍国用(2012)第107498号	汇丰投资	开发区安源大道北侧、浮玻工厂对面	88.07	商业、住宅	出让	是	10,228.42
24	萍国用(2012)第107500号	汇丰投资	开发区东壁管理处319国道边	29.44	商业、住宅	出让	是	1,988.18
25	萍国用(2012)第107501号	汇丰投资	开发区东壁管理处319国道边	8.56	商业、住宅	出让	否	578.08
26	萍国用(2012)第108044号	汇丰投资	开发区沪瑞萍乡挂线旁边	54	商业、住宅	出让	否	2,890.84
27	萍国用(2012)第108045号	汇丰投资	开发区沪瑞萍乡挂线旁边	50.91	商业、住宅	出让	是	2,725.42
28	萍国用(2013)第108518号	汇丰投资	开发区东壁管理处319国道边	49.38	商业、住宅	出让	是	3,335.28
29	萍国用(2013)第109468号	汇丰投资	开发区郑和路北侧	34.78	商业、住宅	出让	否	1,170.00
30	萍国用(2013)第109469号	汇丰投资	开发区郑和路北侧	110.22	商业、住宅	出让	否	3,709.02
31	萍国用(2013)第109470号	汇丰投资	开发区东壁管理处319国道边	13.41	商业、住宅	出让	是	905.74
32	萍国用(2013)第113838号	汇丰投资	开发区家兴小区后面黄塘小区旁	84.34	商业、住宅	出让	是	4,594.06
33	萍国用(2013)第114715号	汇丰投资	开发区吴楚北大道以南、尚贤中路以北	66.51	商业、住宅	出让	否	24,721.03
34	萍国用(2013)第114716号	汇丰投资	开发区尚贤中路以北、朝阳中路以西	88.7	商业、住宅	出让	是	33,327.15
35	萍国用(2013)第114717号	汇丰投资	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	22.42	商业、住宅	出让	否	8,335.71
36	萍国用(2013)第114718号	汇丰投资	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	81.73	商业、住宅	出让	否	30,376.11
37	萍国用(2013)第114719号	汇丰投资	开发区宝鼎中路以北、朝阳中路以东	33.36	商业、住宅	出让	否	12,537.87
38	萍国用(2013)第114864号	汇翔建设	开发区吴楚北大道以南、朝阳中路以西	72	商业、住宅	出让	是	27,054.08
39	萍国用(2013)第	汇翔	开发区吴楚北大道	45.24	商业、	出让	否	16,815.94

	114865 号	建设	以南、尚贤中路以北		住宅			
40	萍国用（2013）第 114866 号	汇翔 建设	开发区尚贤中路以 南、朝阳中路以东	124.8	商业、 住宅	出让	否	46,891.36
41	萍国用（2013）第 114867 号	汇翔 建设	开发区吴楚北大道 以南、尚贤中路以北	72.48	商业、 住宅	出让	是	27,235.08
	合计			4,541.35	-	-	-	886,832.49

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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	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。