



寿光市金财公有资产经营有限公司

2012 年企业债券跟踪评级报告

大公报 SD【2014】423 号

跟踪评级

企业债券信用等级：AA+

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

上次评级

企业债券信用等级：AA+

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发债规模：12 亿元

上次评级时间：2013. 06

债券存续期间：2012. 10. 23 - 2019. 10. 23

担保方式：连带责任保证

担保单位：中国投资担保有限公司

主要财务数据和指标			
项 目	2013	2012	2011
总资产	175.22	174.03	131.48
所有者权益	97.34	94.85	69.90
主营业务收入	36.73	13.90	11.76
利润总额	2.50	2.31	3.30
经营性净现金流	-4.99	-7.42	-2.47
资产负债率 (%)	44.45	45.50	46.83
债务资本比率 (%)	30.48	32.95	34.95
主营业务毛利率 (%)	17.42	21.58	24.84
总资产报酬率 (%)	1.42	1.33	2.51
净资产收益率 (%)	2.56	2.43	4.71
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-1.25	-1.91	-0.72
经营性净现金流/总负债 (%)	-6.36	-10.54	-4.14

注：公司财务报表按照旧会计准则编制。

评级小组负责人：任海燕

评级小组成员：朱煜枫 刘 宇

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

寿光市金财公有资产经营有限公司（以下简称“寿光金财”或“公司”）主要从事寿光市城乡基础设施的建设、投资和经营等业务。评级结果反映了公司在寿光市仍具有重要地位、寿光市经济持续快速发展、地方财政实力不断增强和公司仍得到政府较大支持等优势；同时反映了寿光市地方财政收入对基金预算收入依赖程度逐年增大、公司资产变现能力较弱、有息负债规模和对外担保金额均较大、公司经营性现金流持续为负等不利因素。中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公对寿光金财 2012 年企业债券信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司仍是寿光市基础设施建设较为重要的主体，在寿光市具有重要地位；
- 2013 年以来，寿光市地方经济持续快速发展，产业结构不断调整，县域经济竞争力仍较强；
- 随着地方经济的发展，寿光市财税规模持续快速增长，地方财政实力不断增强；
- 公司仍得到政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持；
- 中投保为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

不利因素

- 寿光市土地出让规模持续增加，2013 年以来地方财政收入对基金预算收入依赖程度逐年增大；
- 公司大部分资产均已抵押，资产变现能力较弱；
- 公司有息负债规模较大，占总负债的比重较高；
- 公司对外担保金额较大，且涉及较多企业，存在一定的代偿风险；
- 2013 年，公司经营性现金流持续为负，缺乏对负债的保障能力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年六月二十七日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据寿光金财 2012 年企业债券的跟踪评级安排，大公对公司 2013 年以来的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司成立于 2003 年 8 月 25 日，目前注册资本 1.58 亿元人民币，其中寿光市基础设施建设资金管理中心（以下简称“基建中心”）出资 1.38 亿元，持股 87.34%；寿光市土地储备交易中心出资 0.20 亿元，持股 12.66%。2013 年 5 月 30 日经寿光市人民政府寿政函（2013）78 号文件批复，将寿光市土地储备交易中心持有的全部股份转让给基建中心，现基建中心持有公司 100.00% 股权。公司实际控制人为寿光市人民政府。

公司是寿光市基础设施建设较为重要的主体，仍主要负责寿光市城乡基础设施建设、投资和经营及建设项目总承包等业务，在寿光市仍具有重要地位。截至 2013 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 3 家，分别为寿光市信域担保有限公司、寿光市生态湿地旅游开发有限公司和寿光市金政融资担保有限公司，公司持股比例分别为 72.73%、92.50% 和 60.00%；参股公司 5 家，分别为山东寿光农产品综合批发市场有限公司、潍坊银行股份有限公司、山东寿光农村商业银行股份有限公司、神华国华寿光发电有限责任公司和山东铁路建设投资有限公司。2014 年 1 月，公司转让了两家子公司，现仅有子公司寿光市金政融资担保有限公司。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度我国经济保持增长，未来短期内经济有望继续保持稳中有进趋势，长期来看经济运行存在一定的下行压力

2014 年一季度，我国宏观经济继续保持增长，实现 GDP12.82 万亿元，按照可比价格计算，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期有所下降；同期，规模以上工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额等经济指标增速均有不同程度的下降但仍处于合理区间。2014 年一季度，全国公共财政预算收入为 3.50 万亿元，全社会融资规模 5.60 万亿元。截至 2014 年 4 月末，我国广义货币供应量 M2 余额 116.07 万亿元。现阶段国家实行稳健货币政策和积极财政政策，并围绕稳增长、调结构、促改革、惠民生和防风险推进城镇化建设等工作，未来短期内，我国整体经济有望保持稳中有进的发展趋势，长期来看经济运行仍面临经济结构调整、发展方式转变及外部环境变化等的挑战，存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

新型城镇化战略推动我国固定资产投资保持增长，地方基础设施建设仍继续增长的空间；针对投融资平台类企业的政策调整将继续影响这类企业的运作模式

近年来，我国社会固定资产投资额一直保持 20%以上的高速增长，其中地方基础设施建设占有重要地位，对全社会经济增长带动作用较强。十八大将“推进新型城镇化建设”确定为国家战略，未来我国固定资产投资规模将继续保持增长，地方政府基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资类企业在城市基础设施建设方面发挥重要作用，其通过外部融资形成的债务是地方政府性债务的重要组成部分，根据审计署审计结果，截至 2013 年 6 月末我国地方政府负有偿还责任、负有担保责任及可能承担一定救助责任的债务合计为 17.89 万亿元，其中融资平台类公司债务约占 39%。由于城市基建类项目公益性较强，该类债务的还本付息对当地税收和土地出让金收入的依赖程度较高，融资方式和规模受到各级监管部门政策调整的影响很大。近期，财政部、国家发改委、银监会等部门对于地方政府债务和投融资平台类企业融资方式的管理日趋严格，预计今后地方政府投融资平台类企业的运作模式将继续受到政策调整的较大影响。

2013 年以来，寿光市地方经济持续快速发展，产业结构不断调整，县域经济竞争力仍较强

近年来，潍坊市经济平稳较快发展。寿光市是隶属于潍坊市的县级市，位于山东半岛中部，渤海莱州湾南畔，总面积 2,072 平方公里，2012 年末，全市总人口 105 万，北部靠海，海岸线长 56 公里，交通便利。2013 年以来，寿光市地方经济持续快速发展，产业结构不断调整，。根据 2013 年 12 月中郡县域经济研究所在其《中国县域经济网》发布的“第十三届全国县域经济与县域基本竞争力百强县市”，寿光市综合排名位于第 29 位，地区生产总值 618.1 亿元，低于百强县平均值 647.42 亿元，地方财政公共财政预算收入 55.00 亿元，高于百强县平均值 44.79 亿元，县域经济竞争力仍较强。

表1 2011~2013年寿光市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要经济指标	2013年		2012年		2011年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	701.3	11.2	618.1	13.2	542.4	12.1
人均地区生产总值（元）	66,728.1	-	58,811.7	-	51,839.0	-
财政总收入 ¹	97.0	16.0	82.8	19.8	69.2	23.0
规模以上工业企业主营业务收入	1,739.0	14.6	1,542.2	19.1	1,290.1	30.9
全社会固定资产投资	406.5	19.3	360.7	23.6	297.2	23.5
社会消费品零售总额	204.3	16.8	175.0	16.9	149.6	18.5
三次产业结构	12.3:48.7:39.0		12.7: 50.6: 36.7		13.4:51.7: 34.9	

注：2013年人均地区生产总值以2012年末人口总数计算

数据来源：2011年~2013年寿光市国民经济和社会发展统计公报

地方政府财政分析

财政收入分析

随着地方经济的发展，寿光市税收规模持续快速增长，地方财政实力不断增强；财政收入仍以地方财政收入为主；寿光市土地出让规模持续增加，2013年以来地方财政收入对基金预算收入依赖程度逐年增大

随着经济的快速发展，近年来寿光市税收规模持续快速增长。2013年，寿光市财政本年收入同比增长26.11%。从财政本年收入结构看，寿光市财政收入仍以地方财政收入为主。2013年，地方财政收入占财政本年收入的比例为86.18%。

¹ 财政总收入=地方财政收入+上划中央税收收入。

表 2 2011~2013 年寿光市地方财政本年收支表 (单位: 亿元)

项目		2013 年	2012 年	2011 年
财政本年收入	本年收入合计	147.80	117.20	96.40
	地方财政收入	127.37	100.28	80.22
	公共财政预算	70.69	55.00	41.60
	其中: 税收收入	57.05	42.21	33.45
	非税收入	13.64	12.79	8.15
	基金预算	54.90	43.88	37.23
	预算外	1.78	1.41	1.39
	转移性收入	20.43	16.92	16.18
	公共财政预算	18.28	15.82	14.58
	基金预算	2.15	1.10	1.60
财政本年支出	本年支出合计	149.66	116.99	92.36
	地方财政支出	137.68	111.13	87.51
	公共财政预算	78.38	63.75	50.05
	基金预算	57.52	45.98	36.07
	预算外	1.78	1.41	1.39
	转移性支出	11.98	5.87	4.85
	公共财政预算	11.44	5.36	4.51
	基金预算	0.54	0.50	0.34
收支净额	本年收支净额	-1.86	0.21	4.04
	地方财政收支净额	-10.31	-10.85	-7.29
	转移性收支净额	8.45	11.06	11.33

数据来源: 根据寿光市财政局提供资料整理

2013 年, 寿光市公共财政预算收入保持增长, 占地方财政收入的比例为 55.50%。其中, 税收收入在公共财政预算收入中的占比为 80.70%, 仍以营业税、耕地占用税、增值税、契税和企业所得税为主要税种。受益于“蓝黄两区”战略, 寿光市新增建设用地规模较大, 招商引资等措施使得寿光市 2013 年土地出让规模较多, 引起土地增值税收入大幅增长, 成为主要税种之一。2013 年, 寿光市土地增值税高达 10.38 亿元, 同比增长 287.60%, 规模位居各税种第二位。受益于较大的土地出让规模, 寿光市近年基金收入保持增长, 占地方财政收入的比例为 43.10%, 同比增长 25.11%。寿光市转移性收入对财政收入规模影响相对较小。

综合来看, 随着地方经济的发展, 寿光市税收规模快速增长, 地方财政实力不断增强; 财政收入仍以地方财政收入为主; 寿光市土地出让规模持续增加, 2013 年以来地方财政收入对基金预算收入依赖程度逐年增大。

财政支出及政府债务

寿光市财政支出规模持续增长，仍以地方财政支出为主，公共财政预算支出中刚性支出规模持续增加；政府债务压力一般

随着财政实力的提升，寿光市政府在教育、社会保障和就业、医疗和节能环保等方面的投入不断加大，全市财政支出规模相应快速增长，仍以地方财政支出为主。2013年，全市地方财政支出在财政本年支出中的占比为92.00%。其中公共财政预算支出占当年地方财政支出的比例仍保持在55%以上。

寿光市公共财政预算支出中刚性支出规模持续增加，占比维持在较高水平。2013年，狭义刚性支出占比为54.27%，以教育支出为主，2013年寿光市教育支出为23.11亿元，同比增长23.65%。受财政支出增长较快影响，寿光市财政收支净额持续降低。

表3 2011~2013年寿光市公共财政预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公共财政预算支出	78.38	100.00	63.75	100.00	50.05	100.00
狭义刚性支出 ²	42.54	54.27	34.13	53.54	26.25	52.45
一般公共服务	7.14	9.11	6.13	9.62	3.22	6.42
教育	23.11	29.48	18.69	29.32	3.14	6.27
社会保障与就业	7.11	9.07	5.28	8.28	14.74	35.72
医疗卫生	5.18	6.61	4.03	6.32	5.16	10.30
广义刚性支出 ³	51.30	65.45	46.28	72.60	32.17	64.28

数据来源：根据寿光市财政局提供资料整理

截至2013年末，寿光市地方政府债务余额78.44亿元，占当年财政收入的53.07%。其中，政府负有偿还责任的债务为1.75亿元，政府负有担保责任的债务2.34亿元，政府可能承担一定救助责任的债务74.35亿元。总体来看，政府债务压力一般。

经营与政府支持

基础设施建设项目仍是公司收入和利润的主要来源；由于土地转让业务易受政府规划和宏观政策等影响，土地转让收入波动较大；公司主营业务收入和利润保持增长，但受业务类型变化影响，毛利率有所下降

2013年，公司主营业务收入持续增长，业务类型较2012年有所波动。2011~2012年，公司主营业务收入和主营业务毛利润以基础设施

² 狹义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

³ 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括公共财政预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。

建设为主，2013年公司主营业务收入和主营业务毛利润以土地转让为主。受主营业务类型变化影响，公司毛利率持续下降。

表4 2011~2013年公司主营业务收入利润情况（单位：亿元、%）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	基础设施建设项目	7.05	19.21	12.19	87.70	9.37
	土地转让	28.22	76.82	-	-	0.67
	租赁	1.45	3.95	1.72	12.37	1.71
	其他	0.01	0.02	-	-	-
	合计	36.73	100.00	13.90	100.00	11.76
主营业务毛利润	基础设施建设	1.18	18.37	2.03	67.70	1.56
	土地转让	4.43	69.17	-	-	0.39
	租赁	0.79	12.33	0.97	32.30	0.97
	其他	0.01	0.13	-	-	-
	合计	6.40	100.00	3.00	100.00	2.92
主营业务毛利率	基础设施建设项目		16.67		16.67	16.67
	土地转让		15.68		-	57.74
	租赁		54.40		56.33	56.72
	其他		100.00		-	-
	综合		17.42		21.58	24.84

数据来源：根据公司提供资料整理

基础设施建设仍全部为政府BT协议项目。2013年，回购款仍包括项目建设成本和公司代建服务费，毛利率持续稳定在16.67%水平。土地转让仍主要是工业用地转让，该业务易受政府规划和宏观政策等影响，收入波动较大。由于公司储备用地受招商引资周期影响，2012年公司无土地转让收入；2013年，公司土地转让收入为28.22亿元，但由于多为工业用地出让，毛利率较低。租赁收入仍主要是公司将其拥有的房屋出租给寿光市部分行政事业单位收取的租金，以及将其拥有的土地出租收取的租金。2013年该业务收入略有下降，是因为公司转让了部分房产，毛利率相对稳定。2013年其他收入是公司转让房产土地所得，毛利率为100.00%。

综合来看，基础设施建设项目仍是公司收入和利润的主要来源；由于土地转让业务易受政府规划和宏观政策等影响，土地转让收入波动较大；公司主营业务收入和利润保持增长，但受业务类型变化影响，毛利率有所下降。预计未来1~2年，随着公司其他财政局代建项目的完工和城镇建设的不断推进，公司收入有望持续增长。

公司仍是寿光市基础设施建设较为重要的主体，已完成多个基础设施建设项目；预计随着承接项目的增加，未来有一定的资本支出压力

公司仍是寿光市基础设施建设较为重要的主体，仍负责寿光市大部分的基础设施建设。截至目前，公司基础设施建设项目全部为BT项目，即公司代财政局建设的新汽车站、文化中心等项目，然后由寿光市财政局出资回购。回购款包括项目建设成本及代建服务费，项目毛利率一般稳定在16.67%的水平。截至2013年末，公司在建项目主要为城区道路。公司已完成总投资规模的79.92%，在建项目后期资金投资压力较小。未来1~2年，随着寿光市城镇基础设施建设的不断推进，公司承接工程会持续增加，未来仍面临一定的资本支出压力。

表5 截至2013年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资规模	已完成投资	2014年计划投资额	开竣工时间
城区道路	17.01	15.31	0.80	2011.8~2014.10
城镇道路	7.84	6.56	0.50	2011.8~2014.10
益羊铁路	8.00	4.39	3.61	2012.3~2014.10
合计	32.85	26.26	4.91	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司土地转让收入波动较大，目前公司多通过招拍挂获得土地，现有土地储备规模较大，预计未来土地转让收入仍为公司主要收入来源

公司土地为政府注入和招拍挂所得，以招拍挂为主。截至2013年末，公司储备土地1,843.68万平方米，多为羊口镇片区的土地。受益于寿光市的发展战略，后期招商引资企业多集中在羊口镇片区，预计未来公司土地转让业务仍将是公司主要收入和利润来源。2013年，公司共转让土地452.53万平方米，多为工业用地，部分土地分割出让。现有土地储备规模较大，预计未来土地转让收入仍为公司主要收入来源。

表 6 2013 年公司土地转让情况 (单位: 亿元、万平方米、%)

原土地证号	收入	总面积	转让面积	转让比例 (转让面积/总面积)
寿国用 (2012) 第00341号	6.82	100.65	100.65	100.00
寿国用 (2009) 第0078号	6.65	133.37	109.32	81.97
寿国用 (2009) 第0079号	4.30	133.41	70.80	53.07
			18.52	
寿国用 (2010) 第0319号	4.09	75.87	33.52	88.57
			15.17	
			0.50	
寿国用 (2010) 第0318号	3.24	66.66	11.08	70.33
			7.62	
			20.44	
			0.38	
			0.25	
			13.09	
			5.31	
寿国用 (2010) 第0187号	3.11	51.19	9.90	100.00
			1.17	
			1.39	
			2.85	
			30.56	
合计	28.22	561.16	452.53	80.64

数据来源: 根据公司提供资料整理

作为寿光市基础设施建设较为重要的主体，公司持续得到政府在资产划拨和财政补贴等方面的重大支持

作为寿光市基础设施建设较为重要的主体，政府对公司资产划拨和财政补贴等方面给予了较大支持。2012 年，根据寿光市财政局出具的文件，公司收到土地注入资产 21.84 亿元。2012 年和 2013 年，公司分别收到财政补贴 3.51 亿元和 2.32 亿元。此外，政府还先后划拨给公司多项资产，公司资产规模不断扩大。

公司治理与管理

公司是依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定设立，由基建中心和寿光市土地储备中心共同出资组建的有限责任公司，实际控制人为寿光市人民政府。截至 2013 年末，公司注册资本 1.58 亿元人民币。

公司治理结构较为完善。公司设立了董事会、监事会等部门，同时设立了资产部、财务部、项目部等日常管理机构，主要领导均由寿光市政府委派担任，并专职任职。

根据公司规划，2014年，公司将按照寿光市发展规划进行融资、投资管理，计划制定自身发展战略。在做好推动基础设施建设快速发展的基础上，着力推进市场化升级改造，以带动寿光市经济的发展。

综合来看，公司产权关系清晰，治理机制较为完善，有利于公司战略的实施和发展。公司是寿光市最重要的城市基础设施投融资建设和运营主体，在寿光市基础设施建设和经济社会发展地位突出，抗风险能力不断提高。

财务分析

公司提供了2011~2013年财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2011~2013年度的财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表均采用旧会计准则编制。

资产质量

受益于政府注入土地资产等因素，公司资产规模持续增加，以土地存货为主的流动资产占比仍较高；由于大部分资产均已抵押，公司资产变现能力较弱

2013年末，公司总资产增长0.68%，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比例较2012年末上升了0.62个百分点。

表7 2011~2013年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013年末		2012年末		2011年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	35.40	20.20	21.57	12.39	16.37	12.45
其他应收款	4.83	2.76	5.49	3.15	10.40	7.91
存货	109.20	62.32	118.13	67.88	75.64	57.53
流动资产合计	152.66	87.12	150.54	86.50	109.48	83.27
长期股权投资	4.93	2.81	4.31	2.48	4.31	3.28
固定资产	8.96	5.11	10.37	5.96	10.81	8.22
无形资产	6.67	3.81	6.81	3.91	6.88	5.23
其他长期资产	2.00	1.14	2.00	1.15	0.00	0.00
无形资产及其他资产合计	8.67	4.95	8.81	5.06	6.88	5.23
资产总计	175.22	100.00	174.03	100.00	131.48	100.00

2013年，公司流动资产主要由存货和应收账款构成。其中，存货占总资产的62.32%，同比减少7.56%，由土地存货和开发成本构成。其中土地存货74.53亿元，主要为寿光市国资局划拨给公司的洋口镇的工矿用地，其中87.49%的土地存货已抵押；开发成本34.67亿元，

主要为城区和农村道路项目。整体来看，存货变现能力较弱。应收账款占总资产的 20.20%，同比大幅增长 64.12%，68.26%的款项账龄集中在 1 年以内，主要为基础设施回购款及寿光市沿海经济开发投资有限公司土地款，预计 1 年内可收回，未计提坏账准备。

公司长期投资均为长期股权投资，为公司对联营企业和其他企业的股权投资。2013 年末，公司长期股权投资占总资产的 2.81%，同比增长 14.39%，主要为公司对山东铁路建设投资有限公司、山东寿光农产品综合批发市场有限公司和山东寿光农村商业银行股份有限公司的投资。固定资产主要为租赁给寿光市政府机关及直属事业单位的办公楼、房屋及建筑物，同比减少 1.41 亿元，主要是公司转让房产所致；从账面价值看，80.47%的房产已抵押。无形资产主要是公司房屋等建筑物的土地使用权，已全部抵押。综合来看，公司长期资产的变现能力很弱。

总体来看，受益于政府注入土地资产等因素，公司资产规模持续增加，以土地存货为主的流动资产占比仍较高；由于大部分资产均已抵押，公司资产变现能力较弱。

资本结构

受公司基础设施建设项目周期等影响，公司负债规模和结构均有所变动，以其他应付款为主的流动负债占比仍较高；公司有息负债规模仍较大，占总负债的比重较高；公司对外担保金额仍较大，且涉及较多企业，存在有一定的代偿风险

受公司基础设施项目的建设周期等影响，公司融资需求有所变动。从负债结构看，2011~2012 年末，公司负债以长期负债为主；2013 年末，公司负债以流动负债为主，其占负债总额的比例为 55.39%。

表 8 2011~2013 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	43.14	55.39	38.81	49.01	30.13	48.93
长期负债合计	34.75	44.62	40.38	50.99	31.44	51.06
负债总额	77.88	100.00	79.19	100.00	61.58	100.00
有息负债合计	42.67	54.79	46.61	58.86	37.55	60.98
短期借款	0.97	1.25	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期长期负债	6.96	8.94	6.23	7.87	6.11	9.92
长期借款	14.75	18.94	19.38	24.47	21.44	34.82
应付债券	20.00	25.68	21.00	26.52	10.00	16.24

2013 年末，公司流动负债主要为其他应付款，其他应付款占负债总额的 43.75%，同比增加 7.35%，为公司与寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司等单位的往来款，包括借外单位款项 21.02 亿元，该

借款由公司为外单位的银行借款提供担保或抵押；从账龄结构看，72.30%的款项集中在1年以内，26.47%的款项集中在1至2年。此外，公司一年内到期长期负债包含公司要偿还的已发行债券本金1.00亿元。

2013年末，公司长期负债由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款占负债总额的18.94%，48.01%的长期借款为以公司资产抵押的款项，其他为质押和信用借款，其中质押借款3.73亿元，原为国家开发银行股份有限公司山东省分行的借款4.73亿元，以应收账款为质押，其中1.00亿元已转入“一年内到期的长期借款”，另外3.40亿元同时由公司自有6宗土地作为抵押。应付债券占负债总额的25.68%，一是公司于2010年9月发行的10年期企业债券10亿元（以下简称“10寿光债”），专项用于弥河综合治理工程及雨污分流项目的建设；二是公司于2012年10月发行的7年期企业债券12亿元（以下简称“12寿光债”），专项用于寿光市城区道路配套改造建设工程、寿光市城镇道路改造建设工程及前朴里社区翰林首府等18个经济适用住房项目的建设。

2013年末，公司有息负债为42.67亿元，占负债总额的比例为54.79%，占比较高。有息负债结构较为分散，其中2年以内的有息负债比例为40.35%。

表9 截至2013年末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5年	合计
金额	7.93	9.29	7.31	5.56	4.52	8.06	42.67
占比	18.58	21.77	17.13	13.03	10.59	18.89	100.00

2013年末，公司所有者权益较2012年增长2.63%，主要是公司累计盈利所致。

截至2013年末，公司为61家企业提供担保，对外担保余额为23.92亿元，担保比率为24.61%，主要是为山东泰丰制动系统科技股份有限公司、潍坊金正食品有限公司和山东博润事业有限公司共计8.50亿元的私募债及为山东英利实业有限公司和山东德润绿城置业发展有限公司等企业借款的担保，目前尚未出现需要公司代偿债务的情况。根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2014年4月22日，公司对外担保余额31.90亿元，保证担保和抵押担保分别为210笔和7笔，金额分别为31.20亿元和0.65亿元，其中抵押担保全部为正常类，保证担保正常类余额为21.12亿元，关注类余额1.88亿元，不良类余额0.10亿元。根据公司提供资料，截至2014年4月30日，公司为39家企业提供对外担保，对外担保余额为22.05亿元，担保比率为21.41%。

表 10 截至 2014 年 4 月 30 日公司对外担保主要企业 2013 年末的财务情况（单位：亿元）

担保单位	借款日	到期日	金额	类型	资产	所有者权益	收入	净利润
山东博润实业有限公司	2013.01.29	2016.04.17	5.00	私募债	16.05	10.87	10.78	0.41
山东泰丰制动系统科技股份有限公司	2013.10.16	2016.10.16	2.50	私募债	17.26	7.81	10.50	0.92
山东英利实业有限公司	2013.06.20	2018.01.01	2.11	借款	9.57	5.86	5.35	0.29
山东德润绿城置业发展有限公司	2012.12.25	2015.11.08	1.88	借款	5.37	4.70	2.37	0.54
潍坊金正食品有限公司	2013.06.20	2015.06.20	1.00	私募债	3.60	2.18	3.09	0.17

注：根据公司提供的资料整理对外担保金额最大的五家企业

总体来看，受公司基础设施建设项目周期等影响，公司负债规模和结构均有所变动，以其他应付款为主的流动负债占比仍较高；公司有息负债规模仍较大，占总负债的比重较高；公司对外担保金额仍较大，且涉及较多企业，存在有一定的代偿风险。预计随着寿光市基础设施建设的步伐加快，公司负债规模将持续增加。

盈利能力

受益于公司土地出让业务的增加，公司主营业务收入持续增长，补贴收入仍是公司利润的重要补充

2013 年，公司主营业务收入大幅增长，主要是受益于公司土地出让业务的增加。受主营业务类型变化影响，公司主营业务毛利率降低了 4.16 个百分点，盈利能力有所降低。同期，公司期间费用占主营业务收入的比例降低了 13.19 个百分点，控制力度有所增强。公司期间费用仍以财务费用为主，主要为利息支出。公司营业利润较低，补贴收入仍是公司利润的重要补充。



表11 2011~2013年公司收入与利润情况（单位：亿元、%）

项目	2013年	2012年	2011年
主营业务收入	36.73	13.90	11.76
主营业务成本	30.33	10.90	8.84
期间费用	4.23	3.44	3.20
管理费用	1.50	1.08	0.79
财务费用	2.74	2.36	2.41
营业利润	0.09	-1.22	-0.73
投资收益	0.08	0.02	0.00
补贴收入	2.32	3.51	4.03
利润总额	2.50	2.31	3.30
净利润	2.50	2.30	3.30
毛利率	17.42	21.58	24.84
总资产报酬率	1.42	1.33	2.51
净资产收益率	2.56	2.43	4.71

现金流

2013年，公司经营性净现金流持续为负，缺乏对负债的保障能力；由于基础设施项目对资金需求较高，公司筹资性净现金流仍较大

2013年，公司经营性净现金流持续为负，缺乏对负债的保障能力。由于公司处置部分固定资产，使得2013年投资性净现金流为正。由于基础设施项目对资金需求较大，公司筹资性净现金流仍较大。

表12 2011~2013年公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2013年	2012年	2011年
经营活动产生的现金流量净额	-4.99	-7.42	-2.47
投资活动产生的现金流量净额	0.49	-1.98	-0.37
筹资活动产生的现金流量净额	2.38	8.49	3.18
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.25	-1.91	-0.72
经营性净现金流/流动负债（%）	-12.19	-21.53	-9.87
经营性净现金流/总负债（%）	-6.36	-10.54	-4.14

偿债能力

2013年以来，受益于政府注入土地资产等因素，公司资产规模持续增加，以土地存货为主的流动资产占比仍较高；由于大部分资产均已抵押，公司资产变现能力较弱。受公司基础设施建设项目建设周期等影响，公司负债规模和结构均有所变动，以其他应付款为主的流动负债占比仍较高；公司有息负债规模仍较大，占总负债的比重较高；公司对外担保金额仍较大，且涉及较多企业，存在有一定的代偿风险。受益于公司土地出让业务的增加，公司主营业务收入持续增长，补贴收入仍是公司利润的重要补充。公司经营性净现金流持续为负且波动较，

缺乏对负债的保障能力；由于基础设施项目对资金需求较高，公司筹资性净现金流仍较大。预计未来1~2年，随着寿光市基础设施建设的发展和土地转让规模的增加，公司收入水平将得到进一步提高。综合来看，公司偿还债务的能力很强。

表 13 2011~2013 年公司偿债指标情况（单位：%）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	44.45	45.50	46.83
流动比率（倍）	3.54	3.88	3.63
速动比率（倍）	1.01	0.84	1.12
债务资本比率	30.48	32.95	34.95
经营性净现金流/流动负债	-12.19	-21.53	-9.87
经营性净现金流/总负债	-6.36	-10.54	-4.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.25	-1.91	-0.72
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.96	1.93	2.36

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2014年4月22日，公司无信贷违约事件。截至本报告出具日，公司偿还“10寿光债”本金1.00亿元，“12寿光债”本金尚未兑付，利息均已按期支付。

担保分析

中投保为本期债券承担全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用

中投保总部设在北京，其前身为财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建的中国经济技术投资担保有限公司，成立于1993年12月，是国内首家以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，注册资本5.00亿元。1999年，中国经济技术投资担保有限公司与财政部脱钩，移交原中共中央大型企业工作委员会管理，同时脱离中国人民银行的监管，不再作为金融机构。2000年，公司注册资本增至6.65亿元。2003年，公司划归国务院国有资产监督管理委员会，2006年9月，公司更名为“中国投资担保有限公司”，整体并入国家开发投资公司（以下简称“国开投”），成为国开投的全资子公司。2006年12月，公司注册资本增至30.00亿元。2010年，公司新引入6家国内外投资者，从国有法人独资公司变为中外合资有限责任公司，注册资本上升到35.21亿元。2012年6月，公司进行公积金转增资本，转增后的注册资本达到45.00亿元，原有7家股东持股比例不变。2013年11月，根据北京市金融工作局《关于统一本市融资性担保机构名称的通知》要求，公司更名为“中国投融资担保有限公司”。

中投保经营范围包括直接融资担保、间接融资担保、保证担保、担保相关服务，以及投融资业务等。截至 2013 年 6 月末，中投保共设有上海、大连、华东及天津四家分公司和沈阳办事处。

截至 2013 年 6 月末，中投保总资产 88.36 亿元，所有者权益 55.38 亿元，在保余额 984.66 亿元。2013 年 1~6 月，公司实现担保业务收入 3.10 亿元，净利润 1.45 亿元；未经年化总资产收益率和净资产收益率分别为 1.57% 和 2.64%。

中投保注重不断加强业务平台和渠道建设，强化与银行、信托及证券公司等金融机构的合作和协同创新，整合渠道资源。截至 2013 年 6 月末，公司共获得 19 家银行授信额度 1,637.50 亿元，其中包括新获得的渤海银行 10 亿元授信额度。合作银行数量以及授信额度的不断增加为中投保担保业务的开拓与发展奠定了稳固的资金基础，同时也在外部流动性方面为公司提供了一定的支持，有助于公司担保业务能力的提升。

综合来看，中投保资本实力和业务规模位居行业前列，营业收入和净利润保持增长，与银行等金融机构保持良好的合作关系，股东实力雄厚并能够为中投保提供充足的支持，具有很强的代偿能力。大公对中投保 2013 年度信用等级评定为 AA+，评级展望为稳定。中投保为本期债券承担全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用。

2010~2012 年及 2013 年 1~6 月，中投保的主要财务数据如表 17 所示：

表 14 2010~2012 年及 2013 年 1~6 月中投保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2013 年 1~6 月	2012 年	2011 年	2010 年
总资产	88.36	95.76	72.21	62.34
净资产	55.38	54.51	51.61	49.69
实收资本	45.00	45.00	35.21	35.21
营业收入	3.10	5.65	5.16	4.97
投资收益	2.45	4.65	3.28	1.65
净利润	1.45	3.04	3.01	1.52
担保代偿率(%)	9.71	2.29	-	-
准备金覆盖率(%)	0.31	0.46	0.44	0.73
担保责任放大比例(倍)	17.78	17.87	13.78	6.73
总资产收益率(%)	1.57	3.62	4.34	2.61
净资产收益率(%)	2.64	5.73	5.76	3.31

数据来源：根据中投保提供资料整理

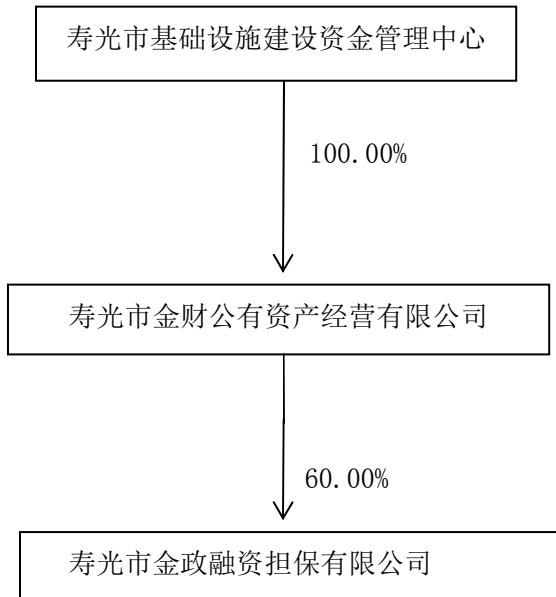
结论

公司仍是寿光市基础设施建设较为重要的主体，在寿光市具有重

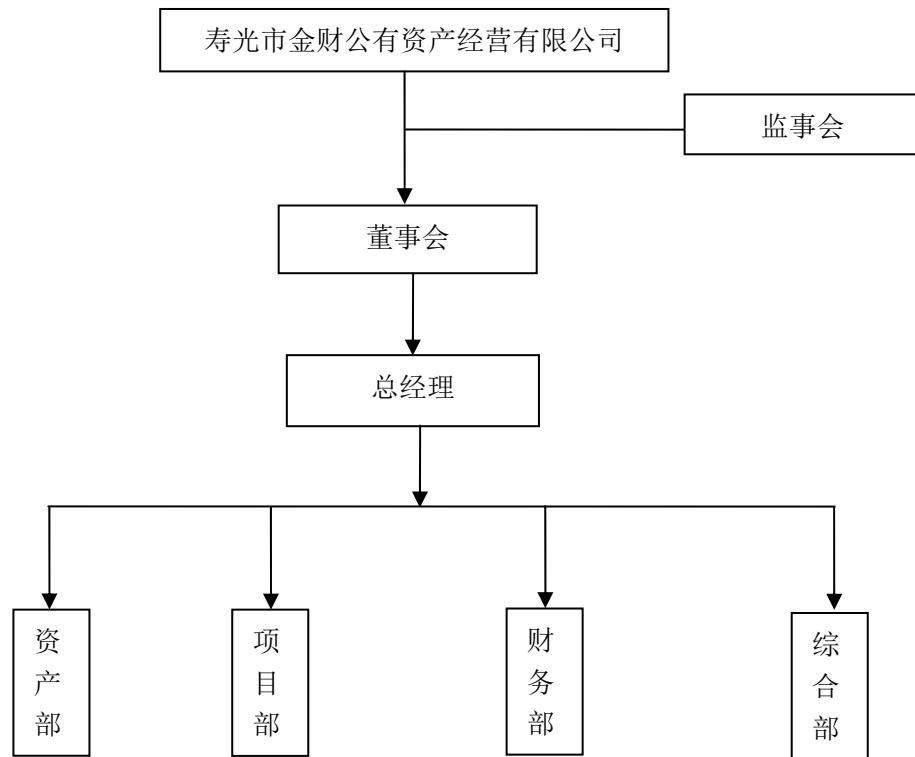
要地位。2013 年以来，寿光市地方经济持续快速发展，产业结构不断调整，县域经济竞争力仍较强。随着地方经济的发展，寿光市财税规模持续快速增长，地方财政实力不断增强。公司仍得到政府在资产划拨和财政补贴等方面的重大支持。寿光金财以其合法拥有的国有土地使用权作为抵押资产，为本期债券的还本付息提供抵押担保，抵押资产价值仍能够覆盖本期债券未偿付本息，对本期债券具有一定的增信作用。

预计未来 1~2 年，随着公司代建项目的完工和寿光市城镇建设的推进，公司收入将不断增加。综合分析，大公对寿光金财的评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 年 3 月末寿光市金财公有资产经营有限公司股权结构图



附件2 截至2013年末寿光市金财公有资产经营有限公司组织结构图



附件3 寿光市金财公有资产经营有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2013 年	2012 年	2011 年
资产类			
货币资金	28,894	50,140	59,312
应收账款	354,008	215,661	163,652
其他应收款	48,300	54,929	103,991
存货	1,092,042	1,181,259	756,409
流动资产合计	1,526,640	1,505,385	1,094,780
长期股权投资	49,321	43,110	43,110
固定资产	89,596	103,743	108,103
无形资产	66,677	68,098	68,757
资产总计	1,752,234	1,740,336	1,314,750
占资产总额比%			
货币资金	1.65	2.88	4.51
应收账款	20.20	12.39	12.45
其他应收款	2.76	3.16	7.91
存货	62.32	67.88	57.53
流动资产合计	87.13	86.50	83.27
长期股权投资	2.81	2.48	3.28
固定资产	5.11	5.96	8.22
无形资产	3.81	3.91	5.23
负债类			
短期借款	9,700	0	0
其他应付款	340,763	317,426	232,840
一年内到期的长期负债	69,582	62,310	61,060
流动负债合计	431,378	388,115	301,314
长期借款	147,458	193,768	214,442
应付债券	199,996	210,000	100,000
负债合计	778,833	791,883	615,756
占负债总额比%			
短期借款	1.25	0.00	0.00
其他应付款	43.75	40.08	37.81
一年内到期的长期负债	8.93	7.87	9.92
流动负债合计	55.39	49.01	48.93
长期借款	18.93	24.47	34.83
应付债券	25.68	26.52	16.24
长期负债	44.61	50.99	51.07

附件3 寿光市金财公有资产经营有限公司主要财务指标（续表1）

单位：万元

年份	2013年	2012年	2011年
权益类			
实收资本	15,800	15,800	15,800
资本公积	803,381	803,381	584,999
盈余公积	9,462	9,462	9,462
未分配利润	132,987	107,948	84,956
少数股东权益	11,770	11,862	3,777
所有者权益合计	973,401	948,453	698,995
损益类			
主营业务收入	367,310	139,023	117,553
主营业务成本	303,324	109,022	88,351
主营业务税金及附加	20,753	7,866	4,523
管理费用	14,963	10,777	7,854
财务费用	27,366	23,577	24,138
营业利润	905	-12,218	-7,314
利润总额	24,955	23,077	32,955
净利润	25,039	22,992	33,008
占主营业务收入比%			
主营业务成本	82.58	78.42	75.16
主营业务税金及附加	5.65	5.66	3.85
管理费用	4.07	7.75	6.68
财务费用	7.45	16.96	20.53
营业利润	0.25	-8.79	-6.22
利润总额	6.79	16.60	28.03
净利润	6.82	16.54	28.08
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-49,931	-74,217	-24,676
投资活动产生的现金流量净额	4,935	-19,843	-3,696
筹资活动产生的现金流量净额	23,750	84,888	31,814

附件3 寿光市金财公有资产经营有限公司主要财务指标（续表2）

单位：万元

年 份	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标			
EBIT	51,871	46,938	57,174
EBITDA	78,461	75,121	80,975
总有息债务	426,737	466,078	375,502
主营业务毛利率（%）	17.42	21.58	24.84
营业利润率（%）	0.25	-8.79	-6.22
总资产报酬率（%）	1.42	1.33	2.51
净资产收益率（%）	2.56	2.43	4.71
资产负债率（%）	44.45	45.50	46.83
债务资本比率（%）	30.48	32.95	34.95
长期资产适合率（%）	642.46	629.08	460.72
流动比率（倍）	3.54	3.88	3.63
速动比率（倍）	1.01	0.84	1.12
保守速动比率（倍）	0.07	0.13	0.20
存货周转天数（天）	1,349.03	3,199.16	3,022.41
应收账款周转天数（天）	279.17	491.11	412.68
经营性净现金流/流动负债（%）	-12.19	-21.53	-9.87
经营性净现金流/总负债（%）	-6.36	-10.54	-4.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.25	-1.91	-0.72
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.30	1.21	1.67
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.96	1.93	2.36
现金比率（%）	6.70	12.92	19.68
现金回笼率（%）	62.34	61.92	50.84
担保比率（%）	24.61	19.88	19.97

附件 4 中投保主要财务数据和指标

单位: 人民币万元

项目	2013年6月末 (未经审计)	2012年末	2011年末	2010年末
资产类				
货币资金	158,871.27	42,936.29	29,024.81	25,515.03
交易性金融资产	1,355.76	1,091.55	189.14	2,111.63
定期存款	15,230.76	216,136.04	41,685.60	149,404.92
应收代偿款	171,887.56	56,644.96	938.74	869.62
可供出售金融资产	448,931.91	547,072.65	567,446.04	397,524.71
长期股权投资	8,566.35	7,568.12	7,940.00	9,804.70
固定资产净额	10,062.73	10,242.97	11,268.48	11,360.94
递延所得税资产	7,915.30	5,974.19	7,093.85	3,815.35
资产总计	883,637.00	957,580.23	722,091.10	623,417.00
负债类				
短期借款	140,000.00	90,000.00	-	-
卖出回购金融资产	42,000.00	116,900.00	70,000.00	-
预收保费	43,905.35	41,932.83	23,741.52	12,010.46
未到期责任准备金	30,642.89	45,240.97	29,820.55	24,357.98
负债合计	329,855.28	412,467.21	205,946.94	126,489.42
权益类				
实收资本(股本)	450,000.00	450,000.00	352,145.99	352,145.99
资本公积	-1,286.11	4,537.21	25,086.73	33,425.41
盈余公积	26,943.30	26,943.30	59,320.22	59,320.22
未分配利润	78,124.53	63,632.51	79,591.20	50,053.82
所有者权益合计	553,781.72	545,113.02	516,144.15	496,927.57
损益类				
主营业务收入	31,023.06	56,473.35	42,106.62	18,942.58
营业税金及附加	1,360.82	3,281.96	2,529.52	2,205.54
管理费用	12,864.58	25,693.83	21,822.76	18,648.58
投资收益	24,463.11	46,501.38	32,761.34	16,484.95
净利润	14,492.02	30,418.95	30,132.70	15,199.60
现金流量类				
经营活动产生的现金流量净额	-176,491.93	-41,957.19	10,025.61	35,752.38
投资活动产生的现金流量净额	76,632.44	105,038.20	-178,850.07	-179,714.32
筹资活动产生的现金流量净额	14,889.19	125,291.57	67,486.28	83,345.55

附件 4 中投保主要财务数据和指标 (续表 1)

项目	2013 年 6 月末 (未经审计)	2012 年末	2011 年末	2010 年末
担保业务				
在保余额(亿元)	984.66	974.12	771.24	334.20
担保放大比例 (倍)	17.78	17.87	13.78	6.73
风险管理				
准备金覆盖率(%)	0.31	0.46	0.44	0.73
商业性业务代偿率(%)	9.71	2.29	—	—
资本充足				
实收资本(亿元)	45.00	45.00	35.21	35.21
核心资本(亿元)	55.38	54.51	54.59	52.13
资本充足率(%)	11.18	10.74	13.31	16.52
流动性				
流动资产占比(%)	40.05	35.13	10.61	29.02
盈利能力				
净资产收益率(%)	2.64	5.73	5.76	3.31
总资产收益率(%)	1.57	3.62	4.34	2.61

附件 5 各项指标的计算公式

1. 主营业务毛利率 (%) = (1—主营业务成本/主营业务收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润/主营业务收入×100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT = 利润总额+计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT+折旧+摊销(无形资产摊销+长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益+少数股东权益+长期负债) / (固定资产+长期股权投资+无形及递延资产) × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 = 短期有息债务+长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款+应付票据+其他流动负债(应付短期债券)+一年内到期的长期债务+其他应付款(付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款+应付债券+长期应付款(付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务+所有者权益+少数股东权益
14. 流动比率 = 流动资产/流动负债
15. 速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金+应收票据+短期投资) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金+短期投资) / 流动负债×100%
18. 存货周转天数 = 360 / (主营业务成本/年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数 = 360 / (主营业务收入 / 年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数(倍) = EBIT/利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)

22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = EBITDA/利息支出 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
23. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出+资本化利息)
24. 担保比率 (%) = 担保余额 / (所有者权益+少数股东权益) × 100%
25. 经营性净现金流/流动负债 (%) = 经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债) /2] × 100%
26. 经营性净现金流/总负债 (%) = 经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额) /2] × 100%

附件 6 企业债券及主体信用等级符号和定义

大公企业债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。