

青州市宏源国有资产经营有限公司

**2014 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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： 

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【307】号 01

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2021 年
05 月 29 日

债券偿还方式: 按年付
息, 在本期债券存续期
的第 3 年至第 7 年每年
末分别兑付本期债券本
金的 20%

分析师

姓名:
王硕 王贞姬

电话:
010-66216006

邮箱:
wangzj@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

青州市宏源国有资产经营有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 17 日	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”)对青州市宏源国有资产经营有限公司(以下简称“青州宏源”或“公司”)及其 2014 年 05 月发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内青州市地区经济及综合财力保持增长;公司持续实现较大规模的回购收入且未来回购收入来源有保障;公司获得青州市政府的持续支持。但我们同时关注到,青州市地方综合财力对政府性基金收入依赖较大,易产生波动;公司大部分土地资产已用于抵押;公司存在一定的资金压力;有息债务规模较大,对外抵押担保规模较大等风险因素。

正面:

- 2014 年青州市地区经济及综合财力保持增长。2014 年,青州市实现地区生产总值 547.9 亿元,同比增长 9.2%。实现地方综合财力 82.90 亿元,增长 2.58%。
- 2014 年公司持续实现较大规模的回购收入,且未来回购收入来源有保障。2014 年公司实现基础设施建设项目回购收入 52,282 万元。截至 2014 年底,公司尚剩余待回购金额约 26.41 亿元,未来回购收入来源有保障。
- 公司获得地方政府的持续支持。公司作为青州市基础设施建设的主体,得到了当地政府的持续支持。2014 年,公司获得政府补贴收入 30,484.37 万元。

关注：

- **青州市地方综合财力对政府性基金收入依赖较大，易产生波动。**2014 年青州市政府性基金收入 317,264 万元，占地方综合财力的比重为 38.27%。考虑到基金收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，存在一定的不确定性，从而使地方综合财力易产生波动。
- **公司大部分土地资产已用于抵押，整体资产流动性一般。**2014 年末公司土地资产占资产总额的比例为 51.69%，其中账面价值 774,558.26 万元的土地已对外担保抵押，抵押土地占总资产比例为 45.40%。
- **公司期间费用率较高，利润水平对于财政补贴的依赖较大。**2014 年公司期间费用率提升至 27.16%，削弱了公司的盈利能力，当年实现营业利润-6,223.90 万元，利润总额 24,208.44 万元，利润水平对财政补贴的依赖较大。
- **公司经营活动现金流净流出金额较大，主要依靠筹资解决，在建项目后续投入较高，面临一定的资金压力。**2014 年公司经营活动产生现金净流出 183,363.86 万元，主要依靠筹资解决，在建项目后续尚需投资 13.37 亿元，使公司面临一定的资金压力。
- **公司负债规模快速增加，有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**截至 2014 年底，公司负债总额 637,985.92 万元，同比大幅上升 95.55%。2014 年末公司有息债务达 51.49 亿元，占负债总额的比重为 80.71%，规模较大且增长较快，公司存在一定的偿债压力。
- **公司对外抵押担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至 2014 年底，公司对外抵押担保余额为 33.31 亿元，占公司所有者权益的比例为 31.19%，公司存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,706,099.42	1,370,164.80	1,039,085.54
所有者权益合计（万元）	1,068,113.50	1,043,905.06	705,628.82
有息债务（万元）	514,899.00	242,893.00	230,087.00
资产负债率	37.39%	23.81%	32.09%
流动比率	7.69	12.20	7.65
速动比率	1.56	2.14	2.02
主营业务收入（万元）	73,517.67	65,008.92	58,460.74
营业利润（万元）	-6,223.90	-3,866.62	1,031.12

补贴收入（万元）	30,484.37	26,555.39	23,325.41
利润总额（万元）	24,208.44	22,676.08	24,370.03
主营业务毛利率	28.65%	23.08%	30.58%
总资产回报率	2.15%	2.39%	3.29%
EBITDA（万元）	35,766.38	31,038.28	32,797.59
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.76	4.84
经营活动现金流净额（万元）	-183,363.86	-16,889.51	-101,618.43

资料来源：2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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《国家发展改革委关于青州市宏源国有资产经营有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金[2014]793号文件）批准，公司于2014年05月29日发行10亿元公司债券，票面利率为7.59%。

本期债券计息期限为2014年05月29日至2021年05月29日，采用固定利率形式，每年付息1次。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%。

截至2015年5月31日，本期债券累计本息兑付情况如下：

表1 截至2015年5月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年5月29日	100,000.00	-	7,590.00	100,000.00

资料来源：公司2014年审计报告及公开资料，鹏元整理

截至2014年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕，具体情况如表2所示。

表2 截至2014年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	已投资	已使用募集资金
青州市北阳河综合治理项目	150,638.00	70,000.00	90,382.80	70,000.00
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420.00	20,000.00	24,852.00	20,000.00
青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程	21,600.00	10,000.00	17,280.00	10,000.00
合计	213,658.00	100,000.00	132,514.80	100,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实际控制人、合并范围均未发生变更，仍由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。

截至2014年12月31日，公司总资产为1,706,099.42万元，所有者权益合计1,068,113.50万元，资产负债率为37.39%。2014年度，公司实现主营业务收入73,517.67万元，利润总额24,208.44万元，经营活动产生的现金净流出183,363.86万元。

三、区域经济与财政实力

跟踪期内，青州市经济继续保持较快增长，产业结构进一步优化

2014 年，青州市地区经济继续保持较快增长，全年实现地区生产总值（GDP）547.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 49.8 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 273.3 亿元，增长 10.2%；第三产业增加值 224.8 亿元，增长 8.6%。三次产业比重由上年的 9.4:51.1:39.5 调整为 9.1:49.9:41.0，第三产业比重提高 1.5 个百分点，产业结构进一步优化。

表3 2013-2014年青州市主要经济指标及同比变化情况

项目	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	547.9	9.2%	504.3	11.15%
第一产业增加值（亿元）	49.8	3.7%	47.5	3.5%
第二产业增加值（亿元）	273.3	10.2%	257.6	11.4%
第三产业增加值（亿元）	224.8	8.6%	199.2	12.6%
规模以上工业总产值（亿元）	1,472.0	9.5%	1,509.7	13.3%
全年固定资产投资（亿元）	429.3	15.7%	359.0	19.9%
社会消费品零售总额（亿元）	183.5	13.9%	161.1	16.0%
进出口总额（亿美元）	8.3	73.8%	4.8	13.2%
存款余额（亿元）	581.9	9.6%	531.1	18.2%
贷款余额（亿元）	435.5	9.4%	397.9	20.1%

资料来源：青州市2013-2014年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2014 年，青州市工业调整步伐加快，工业生产整体保持平稳增长。2014 年，青州市园区平台集聚作用日趋显现，茂森科技股份有限公司等 117 个投资过 5,000 万元的重点项目和中化弘润石油化工有限公司等 8 个战略性投资项目进展顺利，山东盛世泰来橡胶科技有限公司等 12 个投资过 10 亿元大项目成为新的经济增长点。工程机械和汽车及零部件产业集群规模初具，成功创建山东省重大装备制造产业示范基地。当年全市规模以上工业企业 488 家，实现总产值 1,472.0 亿元，同比增长 9.5%；全市实现高新技术产业产值 286 亿元，同比增长 7.8%，占规模工业总产值的比重为 19.4%，比年初提高 1.7 个百分点。

2014 年，青州市完成固定资产投资完成 429.3 亿元，比上年增长 15.7%。从投资结构看，第一产业投资 9.3 亿元，增长 5.3%；第二产业投资 248.8 亿元，增长 18.2%；第三产业投资 171.2 亿元，增长 12.9%。房地产市场整体运行形势疲软。全市房地产市场完成投资 26.8 亿元，比上年下降 25.6%。商品房销售面积 76.5 万平方米，同比下降 35.7%。商品房销售额 29.4 亿元，同比下降 36.3%。近两年，尽管青州市固定资产投资增速有下滑趋势，但是均保持在了 15% 以上，固定资产投资对当地经济的拉动较大。

总体来看，2014 年青州市地区生产总值仍然保持较快增长，产业结构进一步优化，但经济增速有所放缓，房地产行业主要指标下降，固定资产投资增速有所下滑。

2014 年青州市地方综合财力小幅增长，但地方综合财力对政府性基金收入依赖较大，土地出让市场的不确定性使地方综合财力易产生波动

2014 年，青州市地方综合财力为 828,971 万元，同比小幅增长 2.58%。从地方综合财力构成来看，公共财政收入和政府性基金收入是其主要来源。2014 年，青州市公共财政收入和政府性基金收入占地方综合财力的比重分别为 45.95% 和 38.27%。

表4 2013-2014年青州市财政收支情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
财政收入		
（一）公共财政收入	380,896	343,042
其中：税收收入	305,744	276,588
非税收入	75,152	66,454
（二）上级补助收入	125,923	136,226
其中：返还性收入	18,737	18,737
一般性转移支付收入	65,492	52,164
专项转移支付	41,694	65,325
（三）政府性基金收入	317,264	322,956
其中：国有土地使用权出让金收入	279,964	306,715
（四）预算外财政专户收入	4,888	5,924
地方综合财力	828,971	808,148
（一）公共财政支出	419,631	405,178
（二）政府基金支出	366,172	351,336
（三）预算外财政专户支出	4,888	5,924
财政支出合计	790,691	762,438
公共财政收入/公共财政支出	90.77%	84.66%

注：地方综合财力=地方公共财政收入+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，鹏元整理

2014 年，青州市实现公共财政收入 380,896 万元，同比增长 11.03%。其中税收收入 305,744 万元，同比增长 10.54%。税收收入在公共财政收入中占比 80.27%，公共财政收入质量较好。

青州市政府性基金收入以国有土地使用权出让金收入为主，2014 年受青州市房地产景气度下降以及当地政府土地出让计划影响，国有土地使用权出让金收入同比下降 8.72%，使得政府性基金收入同比下降。青州市政府性基金收入占地方综合财力的比重较高，考虑到国有土地使用权出让金收入受房地产景气度以及当地政府土地出让计划的影响较大，未来政府性基金收入的实现存在一定的不确定性，从而使地方综合财力易产生波动。

2014 年，青州市上级补助收入为 125,923 万元，由于专项转移支付收入的下滑而略有

减少，在青州市地方综合财力中占比不高。

财政支出方面，2014 年青州市地方财政支出为 790,691 万元，其中公共财政支出 419,631 万元。公共财政收入与公共财政支出的比率为 90.77%，财政自给率较高且有所提升。近年青州市地方综合财力能较好地满足当年财政支出，并略有结余。

四、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。2014 年，公司主营业务收入构成未发生变化，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。2014 年，毛利率较低的基础设施建设项目收入占比有所下降，使当年公司主营业务毛利率有所上升。2013-2014 年公司主营业务收入和毛利率情况如下表所示。

表5 2013-2014年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施项目收益	52,282.00	16.67%	55,832.30	16.67%
土地收益	17,810.64	58.12%	5,996.00	61.97%
房屋租赁收入	3,425.03	58.41%	3,180.62	62.29%
合计	73,517.67	28.65%	65,008.92	23.08%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

2014 年公司持续实现较大规模的基础设施建设项目回购收入，且未来回购收入来源有保障；但公司在建项目规模较大，存在一定的资金需求压力

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。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。跟踪期内公司投资建设了包括弥河、南阳河综合治理工程及青州市城区路网提升改造项目和本期债券募投项目等。同时，根据青财字【2014】54 号、青财字【2014】65-66 号文件，2014 年，青州市财政局对公司弥河、南阳河综合治理工程及青州市城区路网提升改造项目部分工程进行了回购，累计确认回购收入 52,282 万元。回购金额以审定的实际项目投资金额加计 20% 确认，因此近年公司回购收入毛利率稳定为 16.67%。

表6 2014年公司工程项目回购收入确认情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	回购期间	回购总额	本期回购金额	累计确认回购金额
弥河、南阳河综合治理工程	119,085	116,929	2010-2019	126,823	34,800	90,000

青州市城区路网提升改造	174,820	157,338	2013-2019	262,230	17,482	34,964
合计	293,905	274,267	-	389,053	52,282	124,964

资料来源：公司提供

如上表所示，截至2014年底，公司弥河、南阳河综合治理工程及青州市城区路网提升改造项目后续尚需投资19,638万元，同时还有264,089万元尚未回购。除此以外，公司尚有本期债券募投项目等主要在建工程，如下表所示，项目预计总投资260,615.00万元，后续尚需投入114,013.10万元。本期债券募投项目资金平衡措施为青州市政府安排项目周边已熟化土地约3,190亩出让，并将土地出让净收益全额拨付至公司，若经济形势发生重大变化或其他不可抗拒因素致使这3,190亩土地出让价格低于100万元/亩，青州市政府将安排财政资金予以补足公司收益。农村路网提升项目暂未安排资金平衡措施。

表 7 截至 2014 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	预计完工时间
青州市北阳河综合治理项目	150,638.00	90,382.80	2015 年
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420.00	24,852.00	2014 年
青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程	21,600.00	17,280.00	2014 年
农村路网提升	46,957.00	14,087.10	2016 年
合计	260,615.00	146,601.90	-

资料来源：公司提供

综上所述，截至2014年底，公司尚剩余待回购金额约26.41亿元，公司未来回购收入有保障。同时，主要在建项目后续尚需投资13.37亿元，公司仍存在一定的资金压力。

公司是青州市土地开发利用的主体，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，同时大部分土地资产已抵押，收益实现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，并通过土地转让实现收益。截至2014年底，公司共拥有土地资产合计账面价值881,938.12万元，土地性质以商住地为主（具体情况如附录五所示），土地资产较为丰富。2014年，公司以每亩约120万元的价格转让土地98,948平方米，实现土地收益17,810.64万元，相应结转土地成本7,459.95万元。2014年公司土地转让情况如下表所示。

表 8 2014 年公司土地转让情况（单位：平方米、万元）

出让地块名称	地块位置	地块面积	土地用途	出让时间	合同收入	土地成本
--------	------	------	------	------	------	------

青国用（2013）第031896号	海岱南路与前寺路南侧	26,626	商住	2014.9	4,792.68	1,706.73
青国用（2013）第031897号	云门山南路与前寺路东北侧	35,915	商住	2014.9	6,464.70	2,857.04
青国用（2013）第031898号	云门山南路与前寺路东北侧	36,407	商住	2014.9	6,553.26	2,896.18
合计	-	98,948	-	-	17,810.64	7,459.95

资料来源：公司提供

但值得注意的是，截至 2014 年底公司土地资产中账面价值 501,392.26 万元的土地为公司借款和债券抵押，账面价值 273,166.00 万元的土地对外担保抵押，合计已提供抵押担保的土地资产占账面价值的 87.82%，未来土地转让存在一定的受限情况。同时，土地转让业务受当地房地产市场波动、政府土地出让计划影响较大，潜在波动较大。

此外，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、体育中心、会展中心等收取租金收入，租赁收入较为稳定，但规模相对偏小。

跟踪期内，公司在财政补贴方面继续得到地方政府的大力支持

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，当地政府在财政补贴方面持续给予公司大力支持。根据青财指字【2014】2号文，公司获得政府补贴收入30,484.37万元。

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 2013-2014 年度审计报告。公司会计报表按旧会计准则编制。2014 年公司会计报表合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，其中土地存货占比较高，但大部分土地资产已用于抵押，整体资产流动性一般

跟踪期内公司资产规模持续增长，截至 2014 年底，公司总资产 170.61 亿元，同比增长 24.52%。资产结构以流动资产为主，截至 2014 年底流动资产占比为 94.52%，其中以土地为主的存货占比较高，2014 年末土地资产占资产总额的比例为 51.69%。

表9 2013-2014年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	1,612,663.47	94.52%	1,281,566.52	93.53%
其中：货币资金	53,510.89	3.14%	2,954.76	0.22%
预付款项	156,128.55	9.15%	170,021.77	12.41%
其他应收款	101,114.93	5.93%	39,562.71	2.89%
存货	1,284,845.49	75.31%	1,057,013.47	77.14%
固定资产净额	60,984.94	3.57%	62,803.48	4.58%
在建工程	31,111.35	1.82%	23,914.74	1.75%
资产总计	1,706,099.42	100.00%	1,370,164.80	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司的流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成，其中存货的占比最高。公司货币资金中有3.50亿元其他货币资金，均为3个月定期存款。公司的预付账款主要是预付的基础设施建设项目工程款项，包括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52.04%，账龄在1-2年内的占比33.02%。其他应收款主要是应收青州市基础设施建设资金管理中心、青州市财政局的往来款以及应收青州市博奥炭黑有限责任公司等单位的借款，其中账龄在1年以内的占比85.28%、账龄在3年以上的占比7.43%，对青州市博奥炭黑有限责任公司、山东龙马重工集团有限公司、山东阳光沥青有限公司的借款存在一定的回收风险，2014年末其他应收款累计计提4,259.82万元的坏账准备，而对股东青州市基础设施建设资金管理中心和青州市财政局的款项回收较有保证，未计提坏账准备。

表10 截至2014年末公司其他应收款前五名应收单位情况（单位：万元）

应收单位	账面价值	占总额比例
青州市基础设施建设资金管理中心	30,298.03	29.96%
青州市财政局	8,689.03	8.59%
青州市博奥炭黑有限责任公司	7,700.00	7.62%
山东龙马重工集团有限公司	5,022.00	4.97%
山东阳光沥青有限公司	5,100.00	5.04%
合计	56,809.06	56.18%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司存货包括土地、开发成本，其中土地资产价值881,938.12万元，开发成本价值402,907.37万元。2014年土地资产转让减少7,459.94万元，同时新增云门山风景区周边147.59万平方米商住用地及蚕场周边土地，合计净增1.17亿元土地资产；开发成本为公司基础设施建设工程投入，包括弥河、南阳河综合治理工程、青州市城区路网提升改造工程、本期债券募投项目、道路及管网等投资成本。近两年公司融资额较大，2014年发行成功本

期债券，当年工程投入较大，开发成本增长较快。截至2014年底公司存货中账面价值774,558.26万元的土地已对外担保抵押，占总资产比例为45.40%。

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22.28%的房屋建筑物通过经营租赁方式出租。2014年在建工程同比增加，主要是猫山工业园等项目投资增加所致。

总体而言，2014年公司资产规模持续增长，其中土地存货占比较高，但大部分土地资产已用于抵押，整体资产流动性一般。

盈利能力

2014 年公司主营业务收入及利润总额稳定增长，但较高的期间费用削弱了公司整体盈利能力，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，跟踪期内公司主营收入稳定增长。基础设施建设项目政府回购收入仍是公司收入的主要来源，未来回购收入仍有保障；土地收益在跟踪期增长，但土地转让受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响较大，且公司大部分土地资产已抵押，未来收入潜在波动较大；房屋租赁业务是公司收入的稳定来源，但收入规模较小。跟踪期内公司各项业务毛利率水平较为稳定，主营业务毛利率水平的小幅提升来自毛利率较低的基础建设回购收入的占比下降。

2014年公司期间费用率提升至27.16%，管理费用及财务费用均有增长，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，2014 年获得政府补贴收入 3.05 亿元，使利润总额保持增长。公司利润水平对于财政补贴的依赖较大。

表11 2013-2014年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
主营业务收入	73,517.67	65,008.92
营业利润	-6,223.90	-3,866.62
补贴收入	30,484.37	26,555.39
利润总额	24,208.44	22,676.08
净利润	24,208.44	22,676.08
主营业务毛利率	28.65%	23.08%
期间费用率	27.16%	23.38%
总资产回报率	2.15%	2.39%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

2014 年公司经营活动现金流净流出金额较大，主要依靠大额的筹资活动现金流入来满足，在建项目后续投资金额较高，公司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基础设施建设支出、土地开发整理成本及公司支付的与其他单位的往来款项。跟踪期内，公司工程项目投资支出加大，经营活动现金净流出金额较高。近两年公司投资活动现金均无流入，持续表现为净流出状态，2014 年投资活动现金流出主要是猫山工业园投资支出。

近两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，2014 年由于公司成功发行本期债券 10 亿元，同时借款流入 19.75 亿元，当年筹资活动现金流呈现大额净流入状态，支持了经营活动的资金支出需求。

截至 2014 年底公司主要在建工程后续尚需投入 13.37 亿元，资金支出需求较大；2014 年大额的筹资流入也使未来还本付息资金需求增加，同时考虑到公司大部分土地资产已抵押，未来融资弹性受限，公司存在一定的资金压力。

表12 2013-2014年公司现金流情况（单位：万元）

	2014 年	2013 年
经营活动现金流入	109,846.88	91,947.07
经营活动现金流出	293,210.74	108,836.58
经营活动产生的现金流量净额	-183,363.86	-16,889.51
投资活动现金流入	-	-
投资活动现金流出	7,490.30	8,307.31
投资活动产生的现金流量净额	-7,490.30	-8,307.31
筹资活动现金流入	297,450.00	35,000.00
筹资活动现金流出	56,039.71	36,442.45
筹资活动产生的现金流量净额	241,410.29	-1,442.45
现金及现金等价物净增加额	50,556.13	-26,639.26

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

2014 年公司负债总额快速增长，负债结构以长期负债为主，有息债务规模较大，存在一定的债务压力

截至 2014 年底，公司负债总额 637,985.92 万元，同比大幅上升 95.55%。公司负债主要是由长期负债构成，2014 年由于债券发行和借款，公司债务规模增加较大。2014 年公司所有者权益变化不大，故公司负债与所有者权益比率上升，但总体仍维持在较好水平，所有者权益对负债的保障程度较高。

表13 公司近年资本构成情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
负债总额	637,985.92	326,259.74
其中：流动负债	209,730.92	105,060.74
所有者权益	1,068,113.50	1,043,905.06
负债与所有者权益比率	59.73%	31.25%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

从公司债务构成上看，公司负债主要包括应付账款、其他应付款、一年内到期的长期负债、长期借款和应付债券，以长期负债为主。应付账款主要是应付的工程款，2014 年公司基建工程投资增加，应付账款随之大幅增长；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 2014 年底，公司长期借款包括抵押借款 10.99 亿元、信托借款 15.50 亿元。

表14 2013-2014年主要负债结构（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债：				
应付账款	33,001.00	5.17%	1,389.91	0.43%
其他应付款	70,944.14	11.12%	70,152.22	21.50%
一年内到期的长期负债	86,644.00	13.58%	21,694.00	6.65%
流动负债合计	209,730.92	32.87%	105,060.74	32.20%
长期负债：				
长期借款	210,255.00	32.96%	71,199.00	21.82%
应付债券	218,000.00	34.17%	150,000.00	45.98%
长期负债合计	428,255.00	67.13%	221,199.00	67.80%
负债合计	637,985.92	100.00%	326,259.74	100.00%
有息债务	514,899.00	80.71%	242,893.00	74.45%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至 2014 年底，公司已发行债券面值总额合计 28 亿元，期末余额合计 25 亿元，其中一年内到期应付债券 3.2 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。2014 年债券需在 2017 年至 2021 年每年分别偿付债券本金 2 亿元。

表 15 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
14 青州债	7 年	2014/05/29	10.00	7.59%	10.00
合 计	-	-	28.00	-	25.00

资料来源：公司 2014 年审计报告及公开资料，鹏元整理

从公司银行借款及应付债券本金偿还期限分布来看，未来3年偿还压力较大。

表16 截至2014年末公司银行借款及应付债券本金偿还期限分布（单位：万元）

时间	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2020 年	合计
金 额	116,644	149,119	79,572	65,064	48,000	26,300	26,500	3,700	514,899

资料来源：公司提供

偿债能力方面，截至2014年末公司资产负债率为37.39%，增长较快但整体水平尚可。2014年末公司有息债务达51.49亿元，占负债总额的比重为80.71%，规模较大且增长较快。目前公司主要依靠外部融资解决资金需求，且公司在建基础设施项目投资金额较大，预计债务规模可能会进一步增长，公司偿债压力继续增大。跟踪期内，流动负债规模快速上升，2014年末流动比率及速动比率指标较2013年末均有下降，短期偿债压力有所增加。2014年公司利润总额增加，EBITDA规模增长，但较大的利息支出使EBITDA利息保障倍数有所下降。

表17 2013-2014年公司主要偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	37.39%	23.81%
流动比率	7.69	12.20
速动比率	1.56	2.14
EBITDA（万元）	35,766.38	31,038.28
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.76

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

总体来看，跟踪期内公司负债总额快速增长，负债结构以长期负债为主，有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。

六、或有事项分析

截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外抵押担保总额为 39.50 亿元，担保余额为 33.31 亿元，占公司所有者权益的比例为 31.19%，对外抵押担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表18 截至2014年12月31日公司对外抵押担保情况（单位：万元）

担保单位	担保方式	担保期限	担保金额	担保余额
青州海岱旅游发展有限责任公司	保证	2010.6.11-2017.6.8	20,000.00	8,333.33
青州市城市建设投资开发有限公司	保证	2010.10.26-2018.10.25	20,000.00	10,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2013.11.20-2016.5.20	10,000.00	7,386.32
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2014.12.30-2017.12.29	10,000.00	10,000.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2013.3.22-2018.12.15	10,000.00	8,300.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2013.9.4-2018.12.15	5,000.00	4,000.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2014.8.26-2015.8.27	5,200.00	5,200.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2014.6.13-2015.6.11	10,000.00	10,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2013.12.30-2015.12.30	9,000.00	9,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2014.1.10-2015.12.30	7,000.00	7,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2014.12.19-2016.12.16	9,000.00	2,000.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2006.12.20-2016.12.22	8,000.00	6,000.00
青州海岱旅游发展有限责任公司	保证、抵押	2010.9.13-2018.9.13	7,000.00	1,200.00
青州市广播电视中心	保证、抵押	2011.6.24-2017.6.12	3,000.00	3,000.00
潍坊工程职业学院	保证	2009.7.24-2015.7.23	1,000.00	1,000.00
晖泽水务（青州）有限公司	保证	2014.5.29-2015.5.22	6,000.00	1,000.00
青州华龙机械科技有限公司	保证	2010.12.31-2015.12.30	3,000.00	3,000.00
青州市中医院	保证	2014.9.25-2015.9.24	3,000.00	800
青州四通物资有限公司	保证	2014.7.18-2015.7.15	3,000.00	3,000.00
青州市海岱小学	保证	2014.6.30-2014.12.29	3,000.00	3,000.00
青州市山水园林工程有限公司	保证	2014.10.10-2015.9.28	3,500.00	3,500.00
青州市人民医院	保证	2014.5.30-2015.5.29	4,900.00	4,900.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2012.3.23-2017.9.20	2,400.00	2,400.00
青州广播电视传媒集团股份有限公司	保证	2014.1.3-2015.1.2	7,980.00	6,000.00
青州市人民医院	保证、抵押	2014.3.27-2015.3.26	2,000.00	2,000.00
山东省华盛农业股份有限公司	保证	2014.2.8-2015.2.6	1,700.00	1,700.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2014.5.8-2015.5.8	1,500.00	1,500.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2014.4.28-2014.10.28	1,000.00	1,000.00
山东庆大化工有限公司	保证	2014.4.3-2014.10.3	600.00	600.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2014.9.4-2015.9.4	600.00	600.00

青州市城市建设投资开发有限公司	保证	2012.3.30-2020.3.29	500.00	500.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2013.10.31-2010.8.31	50,000.00	43,100.00
青州市宏利水务有限公司	抵押	2013.10.21-2019.4.20	28,000.00	28,000.00
青州广播电视传媒集团股份有限公司	抵押	2012.2.24-2018.10.14	38,000.00	38,000.00
青州市银通新农村建设投资有限公司	抵押	2012.11.24-2017.10.27	16,000.00	14,500.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2012.11.19-2018.1.15	19,000.00	19,000.00
山东省青州实验中学	抵押	2013.3.25-2016.3.24	7,000.00	5,500.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2014.1.22-2015.1.21	7,900.00	6,900.00
青州市水利建筑总公司	抵押	2014.8.20-2015.8.13	7,000.00	7,000.00
青州市水利建筑总公司	抵押	2014.8.20-2015.8.13	5,000.00	5,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2014.3.26-2015.3.8	5,000.00	5,000.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2014.7.16-2015.7.10	5,000.00	5,000.00
青州市世安市政建设养护有限公司	抵押	2014.4.25-2015.4.24	4,000.00	4,000.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2014.4.25-2015.4.24	3,500.00	3,500.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2014.4.17-2015.3.25	3,500.00	3,500.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2014.2.28-2015.2.9	3,500.00	3,500.00
山东鼎诺工程有限公司	抵押	2013.12.31-2014.12.30	3,000.00	3,000.00
山东鼎诺工程有限公司	抵押	2013.12.31-2014.12.30	1,500.00	1,500.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2014.8.25-2015.8.24	1,000.00	1,000.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2013.8.14-2014.8.13	1,800.00	1,800.00
青州市宏利水务有限公司	抵押	2013.12.31-2014.12.15	1,000.00	1,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2014.7.22-2015.7.20	2,000.00	2,000.00
山东青能动力股份有限公司	抵押	2014.5.21-2015.5.20	2,000.00	2,000.00
山东庆大化工有限公司	抵押	2014.1.20-2015.1.19	1,400.00	1,400.00
合计			394,980.00	333,119.65

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

跟踪期内，青州市地区经济继续保持增长，地方财政实力不断增强，为公司提供了较好的外部发展环境；作为青州市重要的基础设施建设主体，公司代建工程较多，跟踪期内持续实现较大规模的回购收入，且未来回购收入来源有保障；公司在财政补贴方面继续得到地方政府的大力支持。同时值得关注的是，青州市地方综合财力对政府性基金收入依赖较大，土地出让市场的不确定性使地方综合财力易产生波动；公司大部分土地资产已用于抵押，整体资产流动性一般；公司期间费用率较高，利润水平对于财政补贴的依赖较大；

公司经营活动现金流净流出金额较大，主要依靠筹资解决，在建项目后续投入较高，面临一定的资金压力；公司负债规模快速增加，有息债务规模较大，存在一定的偿债压力；公司对外抵押担保规模较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
流动资产：			
货币资金	53,510.89	2,954.76	29,594.03
应收票据	9,550.00	110.00	-
应收账款	-	4,496.00	32,273.94
其他应收款	101,114.93	39,562.71	45,273.97
预付账款	156,128.55	170,021.77	133,666.37
存货	1,284,845.49	1,057,013.47	703,458.83
其他流动资产	7,513.61	7,407.81	12,305.82
流动资产合计	1,612,663.47	1,281,566.52	956,572.96
固定资产原价	73,011.24	72,717.55	23,785.54
减：累计折旧	12,026.30	9,914.07	8,249.91
固定资产净值	60,984.94	62,803.48	15,535.63
在建工程	31,111.35	23,914.74	64,556.51
固定资产合计	92,096.29	86,718.23	80,092.14
无形资产	1,339.66	1,880.05	2,420.44
资产总计	1,706,099.42	1,370,164.80	1,039,085.54
应付票据	-	-	1,000.00
应付账款	33,001.00	1,389.91	1,269.55
应付利息	7,509.47	3,254.28	3,495.86
应交税金	11,063.32	8,139.17	4,661.19
其他应付款	569.00	431.17	236.14
其他应付款	70,944.14	70,152.22	92,706.98
一年内到期的长期负债	86,644.00	21,694.00	21,694.00
流动负债合计	209,730.92	105,060.74	125,063.71
长期借款	210,255.00	71,199.00	52,393.00
应付债券	218,000.00	150,000.00	156,000.00
长期负债合计	428,255.00	221,199.00	208,393.00
负债合计	637,985.92	326,259.74	333,456.71
实收资本	11,800.00	11,800.00	11,800.00
资本公积	878,382.62	878,382.62	562,782.46
盈余公积	13,104.64	13,104.64	13,104.64
未分配利润/（或未弥补亏损）	164,826.25	140,617.81	117,941.73
所有者权益合计	1,068,113.50	1,043,905.06	705,628.82
负债和所有者权益总计	1,706,099.42	1,370,164.80	1,039,085.54

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、主营业务收入	73,517.67	65,008.92	58,460.74
减：主营业务成本	52,452.86	50,006.43	40,583.31
主营业务税金及附加	7,323.62	3,673.00	2,862.33
二、主营业务利润	13,741.18	11,329.48	15,015.10
减：管理费用	9,611.21	7,153.11	4,801.81
财务费用	10,353.88	8,043.00	9,182.16
其中：利息支出	8,905.31	6,154.81	6,779.12
利息收入	1,348.36	382.76	650.3
三、营业利润	-6,223.90	-3,866.62	1,031.12
加：补贴收入	30,484.37	26,555.39	23,325.41
营业外收入	-	2.44	13.5
减：营业外支出	52.02	15.13	-
四、利润总额	24,208.44	22,676.08	24,370.03
减：所得税	-	-	239.24
五、净利润	24,208.44	22,676.08	24,130.79

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 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	78,013.67	65,008.92	50,960.74
收到其他与经营活动有关的现金	31,833.21	26,938.15	22,925.71
经营活动现金流入小计	109,846.88	91,947.07	73,886.45
购买商品、接受劳务支付的现金	261,837.67	89,353.38	171,343.81
支付给职工以及为职工支付的现金	65.17	40.00	30.40
支付的各项税费	11,699.58	5,182.36	3,919.69
支付其他与经营活动有关的现金	19,608.32	14,260.84	210.99
经营活动现金流出小计	293,210.74	108,836.58	175,504.88
经营活动产生的现金流量净额	-183,363.86	-16,889.51	-101,618.43
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	7,490.30	8,307.31	6,431.71
投资活动现金流出小计	7,490.30	8,307.31	6,431.71
投资活动产生的现金流量净额	-7,490.30	-8,307.31	-6,431.71
三、筹资活动产生的现金流量：			
发行债券收到的现金	100,000.00	-	120,000.00
取得借款收到的现金	197,450.00	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	297,450.00	35,000.00	169,300.00
偿还债务支付的现金	25,444.00	16,194.00	25,694.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,802.82	17,906.39	13,478.92
支付其他与筹资活动有关的现金	2,792.89	2,342.06	-
筹资活动现金流出小计	56,039.71	36,442.45	39,172.92
筹资活动产生的现金流量净额	241,410.29	-1,442.45	130,127.08
四、现金及现金等价物净增加额	50,556.13	-26,639.26	22,076.93

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	24,208.44	22,676.08	24,130.79
加：计提的资产减值准备	1,145.85	527.01	-74.15
固定资产折旧	2,112.24	1,667.00	1,142.85
无形资产摊销	540.39	540.39	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)	11,698.20	6,154.81	9,829.12
存货的减少(减：增加)	-227,832.03	-37,954.48	-51,777.63
经营性应收项目的减少(减：增加)	-34,957.13	-3,393.21	-79,108.43
经营性应付项目的增加(减：减少)	39,720.18	-7,122.25	-6,266.55
经营活动产生的现金流量净额	-183,363.86	-16,889.51	-101,618.43
现金的期末余额	53,510.89	2,954.76	29,594.03
减：现金的期初余额	2,954.76	29,594.03	7,517.09
现金及现金等价物净增加额	50,556.13	-26,639.26	22,076.93

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2014 年	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	514,899.00	242,893.00	230,087.00
资产负债率	37.39%	23.81%	32.09%
流动比率	7.69	12.20	7.65
速动比率	1.56	2.14	2.02
主营业务毛利率	28.65%	23.08%	30.58%
总资产回报率	2.15%	2.39%	3.29%
EBITDA（万元）	35,766.38	31,038.28	32,797.59
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.76	4.84
负债与所有者权益比率	59.73%	31.25%	47.26%
期间费用率	27.16%	23.38%	23.92%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日公司土地资产情况（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
青国用（2010）第 03133	49.56	出让	商业、住宅	76,251.95
青国用（2008）第 05010	66.30	出让	商业、住宅	31,182.90
青国用（2006）第 13056	10.63	出让	垃圾污水处理	473.73
青国用（2006）第 11009	15.06	出让	商住	3,057.15
青国用（2007）第 031569	117.01	出让	商业、住宅	175,608.40
青国用（2008）第 01041	35.91	出让	商业、住宅	95,164.61
青国用（2008）第 15009	68.93	出让	商业、住宅	63,608.41
青国用（2011）第 01011	32.02	出让	商住	6,107.78
青国用（2011）第 01016	32.84	出让	商住	
青国用（2011）第 10003	31.62	出让	商住	2,977.84
青国用（2011）第 10004	38.81	出让	商住	3,655.04
青国用（2011）第 01012	31.60	出让	商住	2,970.88
青国用（2011）第 01013	30.86	出让	商住	2,911.05
青国用（2011）第 01017	17.05	出让	商住	3,488.63
青国用（2012）第 01001	20.00	出让	商住	
青国用（2012）第 03122	37.41	出让	商住	8,437.95
青国用（2012）第 03124	35.93	出让	商住	8,103.84
青国用（2012）第 01028	5.79	出让	批发零售城镇住宅	5,364.27
青国用（2012）第 03119	36.01	出让	商住	15,800.25
青国用（2012）第 03120	34.03	出让	商住	
青国用（2012）第 03031	19.66	出让	商住	37,209.10
青国用（2012）第 01032	19.93	出让	商住	
青国用（2012）第 03033	19.97	出让	商住	
青国用（2012）第 03035	19.66	出让	商住	
青国用（2012）第 03036	6.63	出让	商住	
青国用（2012）第 03042	13.33	出让	商住	
青国用（2012）第 03038	19.96	出让	商住	
青国用（2012）第 03037	19.99	出让	商住	
青国用（2012）第 03039	19.92	出让	商住	
青国用（2012）第 03034	19.87	出让	商住	

青国用（2012）第 03040	19.97	出让	商住	
青国用（2012）第 03041	17.50	出让	商住	
青国用（2012）第 03123	43.56	出让	商住	
青国用（2012）第 03121	34.83	出让	商住	
青国用（2013）第 031878 号	26.97	出让	商住	42,564.81
青国用（2013）第 031879 号	22.35	出让	商住	35,264.20
青国用（2013）第 031880 号	29.18	出让	商住	46,052.35
青国用（2013）第 031881 号	14.00	出让	商住	22,092.00
青国用（2013）第 032650 号	4.80	出让	商住	7,574.40
青国用（2013）第 032651 号	4.70	出让	商住	7,416.60
青国用（2013）第 032652 号	4.50	出让	商住	7,101.00
青国用（2013）第 031883 号	14.00	出让	商住	22,092.00
青国用（2013）第 031968 号	2.60	出让	商住	4,102.80
青国用（2013）第 032653 号	2.02	出让	商住	3,190.72
青国用（2014）第 03184 号	13.33	出让	商住	21,039.63
青国用（2013）第 031969 号	20.60	出让	商住	32,507.43
青国用（2013）第 031970 号	12.94	出让	商住	20,418.22
青国用（2013）第 031971 号	14.00	出让	商住	22,092.00
青国用（2013）第 031972 号	14.00	出让	商住	22,092.00
青国用（2013）第 011866 号	1.91	出让	商住	4,777.80
青国用（2014）第 03168 号	7.15	出让	商住	645.50
青国用（2014）第 03169 号	6.66	出让	商住	600.80
青国用（2014）第 03170 号	7.01	出让	商住	632.62
青国用（2014）第 03171 号	6.67	出让	商住	601.82
青国用（2014）第 03172 号	6.67	出让	商住	601.55
青国用（2014）第 03173 号	7.00	出让	商住	631.60
青国用（2014）第 03174 号	6.65	出让	商住	599.65
青国用（2014）第 03175 号	6.95	出让	商住	627.32
青国用（2014）第 03176 号	6.15	出让	商住	555.16
青国用（2014）第 03177 号	7.00	出让	商住	631.60
青国用（2014）第 03178 号	5.66	出让	商住	510.25
青国用（2014）第 03179 号	7.30	出让	商住	658.97
青国用（2014）第 03180 号	7.00	出让	商住	631.60
青国用（2014）第 03240 号	6.64	出让	商住	599.53
青国用（2014）第 03241 号	6.85	出让	商住	617.72

青国用（2014）第 03242 号	6.67	出让	商住	601.55
青国用（2014）第 03243 号	6.50	出让	商住	586.76
青国用（2014）第 03244 号	7.36	出让	商住	663.93
青国用（2014）第 03245 号	5.54	出让	商住	500.18
青国用（2014）第 03246 号	6.48	出让	商住	585.12
蚕场周边土地	-	出让	-	7,103.17
合计	1,377.97	-	-	881,938.12

附录六 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	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{EBIT} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体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（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。

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。