

乳山市城市国有资产经营有限公司

**2013 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
【835】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 中国投融资
担保有限公司

债券剩余规模: 13 亿元

债券到期日期: 2020 年
9 月 11 日

债券偿还方式: 按年计
息, 每年付息一次, 在
债券存续期第 3 年起分
别按照债券发行总额
20%的比例偿还债券本
金。

分析师

姓名:
王贞姬 杨建华

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

乳山市城市国有资产经营有限公司 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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 08 月 21 日	2014 年 06 月 29 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对乳山市城市国有资产经营有限责任公司 (以下简称“乳山国资”或“公司”) 及其 2013 年 9 月 11 日发行的公司债券 (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调升为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到乳山市经济继续保持较快增长, 财政实力进一步增强, 公司继续得到当地政府在资产注入、财政补贴方面的支持, 并且中国投融资担保有限公司提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性, 同时我们也关注到了乳山市财政收入对土地出让收入较为依赖, 工程建设收入回款缓慢, 未来尚需投资规模较大等风险因素。

正面:

- 乳山市经济增速较快, 财政实力进一步增强。乳山市实现地区生产总值 441.59 亿元, 按可比价格计算同比增长 9.70%; 地方综合财力为 82.76 亿元, 较上年增长 16.98%。
- 地方政府支持力度较大。2014 年乳山市政府将账面价值 22,299.50 万元的土地无偿划拨给公司, 并给予公司 16,900.00 万元的财政补助。
- 中国投融资担保有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。担保方担保业务持续发展, 担保业务收入稳定增长, 整体资产质量相对较好, 担保代偿率水平较低。经综合评定, 鹏元维持担保方 2015 年主体长期信用等级为 AA+。

关注：

- **地方财政受土地出让收入变动影响较大。**2014 年乳山市实现国有土地出让收入 42.72 亿元，在地方综合财力中的比重为 51.62%，地方财政受土地收入变动影响较大。
- **公司工程建设收入实际回款比例较低。**2014 年公司实现工程建设收入 99,092.05 万元，当年实际回款 16,687.24 万元，回款比例较低，未来需关注工程建设收入的回款时间。
- **资金支出压力较大。**截至 2014 年底，公司在建项目未来尚需投资 244,242.50 万元，仍将面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，存在一定偿付压力。**截至 2014 年底，公司有息负债规模为 281,356.11 万元，有息负债在负债总额中的比重为 86.84%。公司面临一定的债务偿付压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。**截至 2014 年底，公司对外担保余额为 30,198.00 万元，规模较大，存在一定的或有风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,153,711.93	1,120,119.78	677,028.40
所有者权益合计（万元）	829,702.17	792,538.18	519,692.26
有息债务（万元）	281,356.11	304,826.32	138,690.80
资产负债率	28.08%	29.25%	23.24%
流动比率	12.51	22.57	29.60
速动比率	3.74	6.21	5.92
营业收入（万元）	101,954.17	94,543.72	54,650.47
政府补助（万元）	16,900.00	18,891.16	6,080.00
利润总额（万元）	20,864.48	21,982.03	21,161.80
综合毛利率	8.79%	10.81%	11.66%
总资产回报率	2.62%	4.09%	3.36%
EBITDA（万元）	30,392.94	23,866.07	23,494.40
EBITDA 利息保障倍数	3.39	2.27	14.68
经营活动现金流净额（万元）	-17,447.85	-56,442.87	32,627.66

资料来源：公司 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发改财金[2013]1479号文件批准，公司于2013年9月11日发行13亿元公司债券，票面利率为6.9%。

本期债券起息日为2013年9月11日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，即在本期债券存续期第3年起分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。截至2015年5月底，本期债券本息累计兑付情况见下表：

表1 截至2015年5月31日本期债券本息兑付情况（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
2014年9月11日	130,000.00	-	8,970.00	130,000.00

资料来源：公司提供

截至2015年5月31日，本期债券募集资金使用及募投项目进展情况如表2所示。

表2 截至2015年5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	已投资	拟使用本期债券资金	已使用募集资金
乳山市棚户区改造一期工程	80,900.00	60,833.36	38,500.00	38,500.00
乳山市棚户区改造二期工程	45,800.00	40,612.72	22,000.00	22,000.00
乳山市城区集中供热二期工程	38,500.00	36,864.78	33,500.00	33,500.00
乳山市污水处理厂及配套管网建设项目	52,336.00	24,771.75	26,000.00	16,862.35
乳山市水厂及供水配套管网建设项目	50,546.00	26,716.13	10,000.00	9,029.68
合计	268,082.00	189,798.74	130,000.00	119,892.03

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司的主营业务、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，乳山市人民政府依旧持有公司100%的股权，是公司的实际控制人。跟踪期内，根据乳山市政府国有资产整体改制政策，2014年公司将全资子公司山东省乳山市市政建设工程公司整体产权转让给乳山市城市建设投资集团有限公司，转让价格以基准日2013年12月31日威海同信泰和资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》（威同泰评报字【2014】第2-002号）列示的评估值1,997.67万元。根据乳山市政府国有资产整体改制政策，2014年公司将全资子公司乳山国际大酒店整体产权转让给乳山市财税培训中心，考虑到乳山国际大酒店持续亏损，2013年末净资产为-1,469.24万元，已资不抵债，转让作价为零资产转让。鉴于公司资产及

业务主要由本部运作，子公司乳山国际大酒店及山东省乳山市市政建设工程公司的转让使公司减少了部分工程建设收入及酒店经营收入，对公司的影响不大。

表 3 跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	经营范围	公司持股比例	不再纳入合并报表原因
山东省乳山市市政建设工程公司	571.3	市政工程、道路、桥梁、施工、防洪工程、排水	100%	整体产权转让
乳山市国际大酒店	9,647	住宿、饮食、旅游、娱乐服务、水产品、日用百货	100%	整体产权转让

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为1,143,673.44万元，所有者权益合计为819,663.68万元，资产负债率为28.33%；2014年度，公司实现营业收入101,954.17万元，利润总额21,392.82万元，经营活动现金流净额-17,447.85万元。

三、区域经济与财政实力

乳山市经济继续保持增长，产业结构进一步优化

近年乳山市坚持实施“工业立市、旅游兴市”两大战略，重点发展高新技术产业和现代服务业，并加快推进临港产业、绿色能源产业、现代农业特色产业、旅游度假基地的建设。目前已形成了海洋工程装备制造、金属冶炼加工、农（海）产品精深加工、文化旅游等支柱性行业。

2014年，乳山市实现地区生产总值441.59亿元，按可比价格计算（下同）同比增长9.70%；其中，第一产业完成增加值38.28亿元，比上年增长3.60%；第二产业完成增加值230.57亿元，比上年增长10.43%；第三产业实现增加值172.74亿元，同比增长9.70%。三大产业结构占比由2013年的8.89：53.00：38.11变为2014年的8.7：52.2：39.1，第一、第二产业比重下降，第三产业比重上升，产业结构进一步优化。

表 4 2013-2014 年乳山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	441.59	9.70%	399.76	10.50%
第一产业增加值	38.28	3.60%	35.52	3.80%
第二产业增加值	230.57	10.43%	211.87	11.00%
第三产业增加值	172.74	9.70%	152.37	11.00%
固定资产投资	421.90	15.00%	376.73	25.00%
社会消费品零售总额	193.05	12.81%	171.12	13.30%
进出口总额（亿美元）	7.06	11.10%	6.35	9.20%

存款余额	277.42	2.16%	271.56	12.34%
贷款余额	178.00	-0.69%	179.24	2.18%

资料来源：乳山市 2013-2014 年国民经济和社会发展情况的公报

乳山市综合财力进一步增强，财政收入结构有所优化，公共财政自给率有所提高；地方综合财力对当地土地出让市场依赖较大，需关注未来的稳定性

在经济增长和土地出让收入增加的带动下，乳山市地方财政实力有所增强。2014年，乳山市地方综合财力为82.76亿元，较上年增长16.98%。其中公共财政实现收入27.66亿元，较上年增长12.99%，主要系税收收入增加。2014年乳山市税收收入在公共财政收入中的比重为84.92%，较上年提高1.96个百分点，乳山市公共财政收入的质量和稳定性有所提高。

2014年乳山市收到上级补助收入10.10亿元，较上年有所增长，从上级补助的构成结构上看，专项转移支付收入所占比重下降，一般性转移支付所占比重上升。鉴于专项转移支付政府不能随意支配，2014年乳山市上级补助收入的结构变化增强了政府财力的可支配能力。

受土地出让收入增加影响，2014年乳山市政府性基金收入继续保持增长。当年实现政府性基金收入43.86亿元，较上年增加20.59%，其中国有土地使用权出让收入42.72亿元，在政府性基金收入中的比重为97.40%，在地方综合财力中的比重为51.62%，占比较高。鉴于未来乳山市的一级土地市场可能随国内房地产市场的波动以及乳山市土地出让政策和计划的变化而出现下行，乳山市的土地出让收入可能有所波动。2014年乳山市预算外财政专户收入规模较小，当年实现收入0.16亿元。

从财政收支情况来看，2014年乳山市公共财政支出规模有所增加，但因公共财政收入增速快于支出增速，公共财政收入与公共财政支出的比为78.95%，较上年提高4.61个百分点。乳山市公共财政的自给率有所提高。

表 5 2013-2014 年乳山市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年
地方综合财力	82.76	70.75
（一）公共财政收入	27.66	24.48
其中：税收收入	23.49	20.31
非税收收入	4.16	4.16
（二）上级补助收入	10.10	8.82
其中：返还性收入	1.31	1.31
一般性转移支付收入	4.16	0.85
专项转移支付	4.63	6.69
（三）政府基金收入	43.86	36.37

其中：国有土地使用权出让收入	42.72	33.75
（四）预算外财政专户收入	0.16	0.20
财政支出	79.98	70.87
（一）公共财政支出	35.03	32.93
（二）政府基金支出	44.79	37.75
（三）预算外财政专户支出	0.16	0.20
公共财政收入/公共财政支出	78.95%	74.34%

资料来源：乳山市财政局

四、经营与竞争

跟踪期内，公司的收入依然主要来源于工程建设收入。2014年公司工程建设业务实现收入99,092.05万元，在公司营业收入中的比重为97.19%。2014年，公司将子公司乳山国际大酒店整体转让，所以当年公司未实现酒店经营收入。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	99,092.05	9.09%	89,948.53	10.82%
城市供水收入	2,862.12	-1.51%	2,444.22	-26.42%
酒店经营收入	-	-	2,150.98	52.63%
合计	101,954.17	8.79%	94,543.72	10.81%

注：子公司山东省乳山市市政建设工程公司 2013 年产生工程建设收入 3,821.73 万元。

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司收入主要来源于由政府负责回购的市政工程项目收入，目前公司在建项目较多，且大部分与政府签订了回购协议，工程项目收入持续性较好；但公司未来尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力

公司是乳山市城市基础设施建设的主体，乳山市人民政府将城市基础设施建设项目委托公司进行代建，代建的内容包括室内道路、桥梁工程、防洪工程、管网和绿化工程等。由于公司将子公司山东省乳山市市政建设工程公司整体产权转让给乳山市城市建设投资集团有限公司，跟踪期内，公司工程项目收入全部来自于公司市政工程的回购收入。根据公司与乳山市财政局签订的回购协议，项目完工达到预定可使用状态时由乳山市财政局实施回购，财政局向公司所支付的回购价款为经审计机构审计的工程总结算造价金额的110%确定。2014年共有3项工程达到协议约定的可使用状态，并由乳山市财政局进行回购。3项工程开发成本共计为90,083.68万元，公司按开发成本10%加成比例确认收入99,092.05万元。2014年公司工程建设收入实际回款16,687.24万元，回款比例较低，未来需关注工程建设收

入的回款时间。

表7 2014年公司完成主要市政回购工程项目情况（单位：万元）

完工验收时间	项目	开发成本	确认收入	回购收益
2014 年	市政工程二期	18,017.52	19,819.27	10%
	海湾一区土地综合整理工程	65,375.44	71,912.99	10%
	乳山港扩建二期	6,690.72	7,359.79	10%
合计		90,083.68	99,092.05	

资料来源：公司提供

目前，公司在建项目投资规模较大。截至2015年5月底，公司在建项目总投资471,530.00万元，已投资227,287.50万元，未来尚需投资244,242.50万元。其中乳山市棚户区改造一期、二期工程、乳山市城区集中供热二期工程等项目为本期债券募投项目。值得注意的是，根据公司与政府签订的《乳山市棚户区改造一期工程BT合同》的约定，乳山市棚户区改造一期工程项目完工后由乳山市人民政府按照项目总投资额的112%逐年支付回购款，回购款支付时间为2014-2019年。截至2014年底，该项目未按预计完工时间完工，乳山市人民政府也未支付回购款。鉴于公司大部分在建项目均与乳山市财政局签订了回购协议，公司未来工程收入的持续性较有保障。但是由于公司在建项目尚需投资规模较大，因此未来仍将面临较大的资金压力。

表8 截至2015年5月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	开工日期	是否回购
乳山市棚户区改造一期工程	80,900.00	60,833.36	20,066.64	2012.5	是
乳山市棚户区改造二期工程	45,800.00	40,612.72	5,187.28	2013.4	是
乳山市城区集中供热二期工程	38,500.00	36,864.78	1,635.22	2013.3	是
乳山市污水处理厂及配套管网建设项目	52,336.00	24,771.75	27,564.25	2013.5	是
乳山市水厂及供水配套管网建设项目	50,546.00	26,716.13	23,829.87	2013.1	是
2014 年乳山市棚户区改造工程	90,180.00	6,491.08	83,688.92	2014.4	是
乳山市滨海新区工业园区标准厂房建设项目	62,930.00	19,049.35	43,880.65	2014.3	是
乳山市城乡客运一体化建设工程	50,338.00	11,948.33	38,389.67	2014.1	是
合计	471,530.00	227,287.50	244,242.50		

资料来源：公司提供

公司供水收入有所增长，承接部分管道安装业务获得收入使供水业务亏损率降低

截至2014年底，公司拥有自来水厂2座，日供水能力为11万立方米，供水管道总长度为

602公里，供水总覆盖面积达到45平方公里。2014年公司完成供水量1,331万吨，完成售水量1,065万吨，较上年提高3.60%。2014年度，公司实现供水收入2,862.12万元，较上年增加17.10%，主要系当年公司承接了部分管道安装的工程收入，造成了收入上升，亏损率大幅下降。

表9 2013-2014年自来水公司业务情况

项目名称	2014 年	2013 年
供水面积（平方公里）	45	44.78
供水量（万吨/年）	1,331	1,142
售水量（万吨/年）	1,065	1,028
水质管网综合合格率（%）	99.6%	99.5%
城市供水收入(万元)	2,862.12	2,444.22

注：公司核算的城市供水收入即子公司乳山市自来水公司的营业收入，包含供水收入和管道安装工程收入。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续在财政补助、资产注入方面得到政府较大支持

作为乳山市城市基础设施建设的主体，公司得到了政府在资产注入、财政补助方面的支持。2014年乳山市政府将账面价值22,299.50万元的土地资产无偿划拨给公司，并根据乳财预内指（2014）655号文件，给予公司16,900.00万元的财政补助。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。本财务分析所用2013年数据采用2014年审计报告期初数据。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模略有提高，应收账款回款时间具有不确定性，存货中部分土地资产已被抵押，资产流动性一般

跟踪期内，公司资产规模略有增长，并依旧以流动资产为主。2014年公司流动资产账面价值为1,138,630.52万元，在公司总资产中的比重为98.69%。鉴于流动资产主要由以工程项目和土地为主的存货构成，公司资产的流动性较为一般。

表 10 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
货币资金	38,683.50	3.35%	97,529.94	8.71%
应收账款	126,292.01	10.95%	162,405.15	14.50%
其他应收款	174,910.60	15.16%	42,144.65	3.76%
存货	797,914.49	69.16%	799,314.62	71.36%
流动资产合计	1,138,630.52	98.69%	1,102,530.13	98.43%
固定资产净额	12,905.13	1.12%	15,919.87	1.42%
在建工程	2,149.32	0.19%	1,628.83	0.15%
非流动资产合计	15,081.41	1.31%	17,589.65	1.57%
资产总计	1,153,711.93	100.00%	1,120,119.78	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司的流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。截至2014年底，公司货币资金余额为38,683.50万元，其中其他货币资金为24,000.00万元，其使用受到一定限制。公司应收账款主要系应收乳山市财政局的工程款，其中账龄两年以内的应收账款占总额的比重为99.99%。鉴于公司应收账款主要是与行政事业单位的工程款且账龄较短，未来回收较有保障，但须重点关注其回收时间。截至2014年底，公司的其他应收款余额为174,910.60万元，较上年增加较多，主要系公司在2014年购买了十宗总面积为63.57万平方米的土地资产，因为土地证尚在办理中故暂时计入与乳山市财政局的往来款，未来会随着土地证的办理而转为存货资产。公司的存货主要系土地和海域使用权以及包括募投项目在内的工程项目。其中土地资产的账面价值为660,040.39万元，有账面价值为318,754.15万元的土地资产已被抵押；工程项目主要系公司的在建项目，公司存货较上年有所减少主要系部分工程项目完工结转成本所致，目前公司存货中的在建项目大部分与乳山市财政局签订了回购协议。

公司的非流动资产主要由在建工程和固定资产构成。其中在建工程主要系三水厂二期工程，该工程主要系污水处理厂及配套管网建设项目，目前工程已完工并预计2016年投入使用，未来可使公司拥有较为稳定的污水处理收入。固定资产主要系房屋与建筑物。截至2014年底，公司固定资产净额为12,905.13万元，较上年有所下降，主要系公司将全资子公司乳山国际大酒店整体产权转让给乳山市财税培训中心，造成公司固定资产减少6,074.26万元。

总体看来，跟踪期内，公司资产略有增加，流动资产占比进一步提高。但应收账款和存货在公司资产中的比重较高，应收账款回收风险小但须关注回收时间，存货中有账面价值为318,754.15万元的土地资产已被抵押，公司资产流动性一般。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入来源单一但较有保障；期间费用率降低，盈利能力有所增强；公司盈利能力对政府补助的依赖较大

跟踪期内，公司经营业务较为单一，主要是以工程建设收入为主。2014年受工程建设业务收入规模增加的影响，公司营业收入规模有所增加。受子公司乳山国际大酒店整体转让的影响，2014年公司失去了酒店经营业务，综合毛利率有所下降。鉴于公司作为乳山市城市建设的主体，在建项目规模大且大部分与乳山市财政局签订了开发成本加成10%的回购协议，公司未来市政工程收入的持续性较好，毛利率较为稳定，但公司工程项目收入回款率较低，未来需重点关注相关收入的回款时间。

2014年，受营业收入规模增加及管理费用和财务费用降低的影响，公司期间费用率有所下降。2014年公司期间费用率为1.46%，较上年下降3.09%。期间费用率的下降，有助于提高公司的盈利能力。

跟踪期内，公司依旧在补助收入方面得到了政府的大力支持。2014年公司收到政府补助16,900.00万元，在公司利润总额中的比重为81.00%。政府补助成为公司利润的重要来源。

总体看来，跟踪期内，公司收入仍具有较好的持续性，盈利能力也有进一步的增强，但公司利润对政府补助依赖仍较大。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	101,954.17	94,543.72
营业利润	4,135.06	2,956.98
补贴收入	16,900.00	18,891.16
利润总额	20,864.48	21,982.03
综合毛利率	8.79%	10.81%
期间费用率	1.46%	4.55%
总资产回报率	2.62%	2.55%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，投资活动现金流规模依旧较小，筹资活动现金净流出规模较大，鉴于公司在建工程尚需投资较大，未来公司仍将面临一定的资金压力

2014年公司经营活动现金流量净额为-17,447.85万元，净流出规模较上年减少较多，但表现仍然不佳。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金增加主要系营业收入回款比例提

高；公司收到其他与经营活动有关的现金主要系收到的政府补助。

公司投资活动规模较小，2014年投资活动产生的现金流量净额为-4.38万元。公司的筹资活动现金流量净额由正转负，较上年变化较大，主要系（1）公司2013年成功发行本期债券，2014年并无相关筹资收入；（2）公司2014年偿付利息所支付的现金增加。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流有所改善，投资活动现金流依旧较小，筹资活动现金净流出规模较大，鉴于公司在建工程尚需投资较大，未来公司仍将面临一定的资金压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	24,716.41	14,886.75
收到的其他与经营活动有关的现金	16,900.00	19,104.12
经营活动现金流入小计	41,616.41	33,990.87
购买商品、接受劳务支付的现金	50,195.39	87,380.45
支付的其他与经营活动有关的现金	766.61	1,026.25
经营活动现金流出小计	59,064.26	90,433.73
经营活动产生的现金流量净额	-17,447.85	-56,442.87
投资活动产生的现金流量净额	-4.38	-161.66
筹资活动产生的现金流量净额	-41,394.20	152,803.42
现金及现金等价物净增加额	-58,846.44	96,198.89

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模仍旧较大，存在一定偿付压力

跟踪期内，公司收到乳山市政府无偿划拨的账面价值为22,299.50万元的土地资产。受此影响，截至2014年底，公司所有者权益合计829,702.17万元，较上年增加4.69%。跟踪期内，公司负债总额略有下降。受部分长期借款转入一年内到期的非流动负债影响，公司负债结构有所变化，流动负债在负债总额中的比重为28.09%，较上年增加13.18%，非流动负债依然是公司负债的主要部分。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	324,009.76	327,581.60
所有者权益合计	829,702.17	792,538.18
负债与所有者权益比率	39.05%	41.33%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司的流动负债主要由应交税费、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。公司的其他应付款主要系对乳山市蓝湾建设投资有限公司、中兴水务公司及乳山市财政局的借款。公司一年内到期的非流动负债主要是由抵押借款等构成的即将到期的长期借款。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	6,314.77	1.95%	9,994.82	3.05%
其他应付款	31,799.00	9.81%	3,976.06	1.21%
一年内到期的非流动负债	46,368.00	14.31%	25,396.00	7.75%
流动负债合计	91,021.65	28.09%	48,849.27	14.91%
长期借款	106,844.00	32.98%	151,720.00	46.32%
应付债券	126,144.11	38.93%	127,012.32	38.77%
非流动负债合计	232,988.11	71.91%	278,732.32	85.09%
负债总额	324,009.76	100.00%	327,581.60	100.00%
有息负债	281,356.11	86.84%	304,826.32	93.05%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司长期借款主要系信用借款、保证借款、抵押借款等，其中抵押借款余额为53,134.00万元，主要是以公司的自有土地做抵押；质押借款主要是以公司与乳山市人民政府签订的《乳山市两河综合治理工程委托代建协议》所享有的全部权益和收益作为质押物。公司应付债券主要系本期债券，票面利率为6.9%，在债券存续期第3年起分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。公司的偿债压力主要体现在由应付票据、部分其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成的有息负债。截至2014年底，公司有息负债余额为281,356.11万元，较上年减少7.70%，主要系部分长期借款到期偿还所致。

跟踪期内，公司所有者权益合计有所增加，负债总额略有下降。受此影响，公司2014年资产负债率为28.08%，较上年下降1.17个百分点。受公司部分长期借款转入一年内到期的非流动负债的影响，2014年公司流动比率降幅较大。因公司流动资产中存货规模较大，速动比率处于较低的水平，短期偿债能力一般。受公司计入财务费用的利息支出增加的影响，2014年公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数均有所增加，公司长期偿债能力有所提高。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	28.08%	29.25%
流动比率	12.51	22.57

速动比率	3.74	6.21
EBITDA（万元）	30,392.94	23,866.07
EBITDA 利息保障倍数	3.39	2.27

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中国投融资担保有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

1. 担保条款

中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”或“担保方”）为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2. 担保人基本情况

担保人原名为中国投资担保有限公司，是 1993 年经国务院批准，由财政部和原国家经贸委共同发起组建的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，2013 年 10 月 22 日变更为现名。截至 2014 年末担保人注册资本 45 亿元，控股股东为国家开发投资公司，持有担保人 47.20% 的股份。

担保人是国内首家示范性专业担保机构，具有较强的股东背景和丰富的政府资源，可在全国范围内开展担保业务，担保业务品种较多，是我国业务品种最全、资本实力最强、业务规模最大的担保机构之一。

截至 2014 年 12 月 31 日，担保方资产总额为 106.58 亿元，所有者权益合计为 62.39 亿元，资产负债率为 41.46%，期末商业性担保责任额为 933.98 亿元。2014 年度，担保方商业性担保发生额为 553.52 亿元，实现担保业务收入 7.86 亿元，实现营业收入 8.22 亿元，实现利润总额 2.31 亿元，经营活动产生的现金流净额为 8.39 亿元。

表 16 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
担保业务收入	78,600.02	-	67,951.51	-
已赚保费	12,742.02	15.49%	34,234.65	38.50%
投资收益	67,100.04	81.59%	53,557.51	60.23%
公允价值变动损益	30.86	0.04%	212.80	0.24%

汇兑收益/（损失）	19.47	0.02%	-278.72	-0.31%
其他业务收入	2,348.07	2.86%	1,189.30	1.34%
合计	82,240.46	100.00%	88,915.53	100.00%

注：已赚保费=担保业务收入-分出保费-提取未到期责任准备金；营业收入=已赚保费+投资收益+公允价值变动损益+汇兑收益/（损失）+其他业务收入。

资料来源：担保方审计报告，鹏元整理

2014年担保方营业收入仍主要来源于担保业务收入与投资收益，两者分别为78,600.02万元和67,100.04万元，较2013年分别增长15.67%和25.29%，但由于当年度担保方提取的未到期责任准备金同比增长94.73%，导致已赚保费同比下降62.78%，营业收入同比下降7.51%。目前，投资收益已成为担保方营业收入的主要来源，2014年占比为81.59%，较2013年增长21.36个百分点。

担保方作为国内首家示范性专业担保机构，具有较强的股东背景和丰富的政府资源，担保业务覆盖全国，担保业务品种较多，是目前我国业务品种最全、资本实力最强、业务规模最大的担保机构之一。2014年担保方商业性担保发生额553.22亿元，较2013年增长28.88%；解除担保额586.43亿元，较2013年增长35.02%。截至2014年末，担保方共获得中国建设银行、国家开发银行、北京银行、交通银行等10家银行授信额度1,099亿元，可有力支持担保方后续业务的发展。

担保方投资收益以可供出售金融资产收益为主，2014年担保方可供出售金融资产收益为65,426.97万元，较2013年增长27.23%，占担保方投资收益的比重为97.51%，较2013年提高1.49个百分点。信托投资收益是担保方可供出售金融资产收益的主要组成部分，2014年担保方实现信托投资收益42,886.92万元，同比增长12.27%，占担保方投资收益的比重为63.91%。

表 17 担保方主要财务指标

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,065,814.87	984,290.55	957,580.23
所有者权益合计（万元）	623,917.66	572,661.85	545,113.02
担保业务收入（万元）	78,600.02	67,951.51	56,473.35
投资收益（万元）	67,100.04	53,557.51	46,501.38
营业收入（万元）	82,240.46	88,915.53	77,796.12
营业利润（万元）	23,122.39	41,349.65	40,338.12
利润总额（万元）	23,143.63	42,510.71	40,818.16
当年商业性担保发生额（亿元）	553.22	429.49	543.00
期末商业性担保责任额（亿元）	933.98	967.19	974.00
担保风险准备金（万元）	38,275.75	26,653.88	45,240.97

准备金覆盖率	0.41%	0.28%	0.46%
硬资本充足率	4.82%	4.65%	4.62%
资产负债率	41.46%	41.82%	43.07%
融资性担保放大倍数（倍）	8.63	6.94	6.07
当期担保代偿率	0.11%	4.01%	2.02%
累计担保代偿率	1.26%	1.79%	0.47%
总资产收益率	1.29%	3.29%	3.62%
净资产收益率	2.20%	5.71%	5.73%
经营活动现金流净额（万元）	83,897.70	-132,100.53	-41,957.19

注：2012 年当年商业性担保发生额为当年新增担保额，期末商业性担保责任额为担保余额，且未扣除分保额度与受托担保额度，准备金覆盖率、硬资本充足率、当期担保代偿率均以此为依据计算。

资料来源：担保方审计报告，鹏元整理

综合而言，担保方担保业务持续发展，担保业务收入稳定增长，同时以可供出售金融资产为主的投资规模不断扩大，投资收益增长较快；担保方资产中货币资金、定期存款与可供出售金融资产占比较高，整体资产质量相对较好；2014年担保方代偿规模大幅下降，担保代偿率水平较低。基于上述情况，经综合评定，鹏元维持担保方2015年主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

七、或有事项分析

截至2014年12月31日，公司对外担保金额为30,198.00万元，在公司所有者权益中的比重为3.64%，未来存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2014 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
乳山市公共交通有限公司	3,000.00	2013.02.07-2016.02.07
乳山市热电厂	1,900.00	2015.04.30-2016.04.30
威海鑫山集团有限公司	4,900.00	2015.03.13-2018.03.09
乳山市自来水公司	400.00	2012.12.28-2015.12.27
乳山国际大酒店	199.00	2014.07.16-2016.07.15
乳山国际大酒店	499.00	2015.02.16-2017.02.16
乳山国际大酒店	300.00	2014.08.25-2017.08.24
山东乳山维多利亚海湾旅游开发股份有限公司	5,000.00	2014.07.05-2015.07.05
山东乳山维多利亚海湾旅游开发股份有限公司	4,000.00	2013.03.08-2016.03.08
乳山市蓝湾建设投资有限公司	10,000.00	2014.12.16-2015.12.17
合计	30,198.00	

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，乳山市经济增速较快，财政实力进一步增强；地方政府对公司支持力度较大；中国投融资担保有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但同时我们也注意到，乳山市地方财政受土地出让收入变动影响较大；公司工程建设收入实际回款比例较低；资金支出压力较大；公司有息负债规模较大，存在一定偿付压力；公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

基于上述情况，鹏元调升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
货币资金	38,683.50	97,529.94	1,331.05
应收账款	126,292.01	162,405.15	83,068.24
预付款项	829.92	1,135.77	1,254.44
其他应收款	174,910.60	42,144.65	46,416.09
存货	797,914.49	799,314.62	527,959.93
流动资产合计	1,138,630.52	1,102,530.13	660,029.75
固定资产	12,905.13	15,919.87	11,432.34
在建工程	2,149.32	1,628.83	5,317.90
工程物资	-	-	189.25
长期待摊费用	26.95	40.95	59.17
非流动资产合计	15,081.41	17,589.65	16,998.65
资产总计	1,153,711.93	1,120,119.78	677,028.40
短期借款	-	698.00	698.8
应付票据	2,000.00	-	-
应付账款	276.52	4,974.29	3,603.08
预收款项	2,020.87	1,355.70	34.94
应付职工薪酬	-	211.91	73
应交税费	6,314.77	9,994.82	5,624.40
应付利息	2,242.50	2,242.50	-
其他应付款	31,799.00	3,976.06	9,309.91
一年内到期的非流动负债	46,368.00	25,396.00	2,956.00
流动负债合计	91,021.65	48,849.27	22,300.13
长期借款	106,844.00	151,720.00	135,036.00
应付债券	126,144.11	127,012.32	-
非流动负债合计	232,988.11	278,732.32	135,036.00
负债合计	324,009.76	327,581.60	157,336.13
实收资本	32,596.00	32,596.00	32,596.00
资本公积	714,957.19	692,657.69	440,442.21
盈余公积	11,401.48	9,536.36	7,258.81
未分配利润	70,747.50	57,748.13	39,395.25
归属于母公司所有者权益合计	829,702.17	792,538.18	519,692.26
所有者权益合计	829,702.17	792,538.18	519,692.26
负债和所有者权益总计	1,153,711.93	1,120,119.78	677,028.40

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业收入	101,954.17	94,543.72	54,650.47
减：营业成本	92,989.15	84,328.00	48,280.21
营业税金及附加	3,706.84	3,184.51	1,833.66
销售费用	-	2,388.07	721.25
管理费用	842.59	1,186.79	1,488.74
财务费用	644.98	727.16	1,576.45
资产减值损失	1,109.14	-227.79	158.97
投资收益	1,473.59	-	-
二、营业利润	4,135.06	2,956.98	591.19
加：营业外收入	16,902.78	19,114.89	20,592.26
减：营业外支出	173.36	89.84	21.65
三、利润总额	20,864.48	21,982.03	21,161.80
减：所得税费用	-	1,351.59	428.92
四、净利润	20,864.48	20,630.44	20,732.89
归属于母公司所有者的净利润	20,864.48	20,630.44	20,732.89

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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	24,716.41	14,886.75	25,452.04
收到的其他与经营活动有关的现金	16,900.00	19,104.12	30,743.41
现金流入小计	41,616.41	33,990.87	56,195.46
购买商品、接受劳务支付的现金	50,195.39	87,380.45	14,514.12
支付给职工以及为职工支付的现金	877.65	1,703.03	1,820.62
支付的各项税费	7,224.61	324.00	1,245.48
支付的其他与经营活动有关的现金	766.61	1,026.25	5,987.58
现金流出小计	59,064.26	90,433.73	23,567.80
经营活动产生的现金流量净额	-17,447.85	-56,442.87	32,627.66
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	-	0.37	6.43
现金流入小计	-	0.37	6.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4.38	162.03	13,971.75
现金流出小计	4.38	162.03	13,971.75
投资活动产生的现金流量净额	-4.38	-161.66	-13,965.32
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
借款所收到的现金	11,000.00	189,499.00	9,549.00
现金流入小计	11,000.00	189,499.00	9,549.00
偿还债务所支付的现金	30,304.00	23,619.80	23,822.20
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	20,302.70	9,858.28	10,044.69
支付的其他与筹资活动有关的现金	1,787.50	3,217.50	-
现金流出小计	52,394.20	36,695.58	33,866.89
筹资活动产生的现金流量净额	-41,394.20	152,803.42	-24,317.89
四、现金及现金等价物净增加额	-58,846.44	96,198.89	-5,655.56
加：期初现金及现金等价物余额	97,529.94	1,331.05	6,986.61
五、期末现金及现金等价物余额	38,683.50	97,529.94	1,331.05

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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	20,864.48	20,630.44	20,732.89
加：资产减值准备	1,109.14	-227.79	158.97
固定资产折旧、油气资产折耗、	544.46	941.53	707.10
长期待摊费用摊销	14.00	18.21	18.21
财务费用（收益以“－”号填列）	639.01	924.29	13.00
投资损失（收益以“－”号填列）	1,473.59	--	1,588.65
存货的减少（增加以“－”号填列）	1,400.13	-271,354.69	35,153.47
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-96,346.96	-79,336.91	-29,363.35
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	52,854.31	271,962.05	3,618.72
经营活动产生的现金流量净额	-17,447.85	-56,442.87	32,627.66
现金的期末余额	38,683.50	97,529.94	1,331.05
减：现金的期初余额	97,529.94	1,331.05	6,986.61
现金及现金等价物净增加额	-58,846.44	96,198.89	-5,655.56

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	28.08%	29.25%	23.24%
流动比率	12.51	22.57	29.60
速动比率	3.74	6.21	5.92
负债与所有者权益比率	39.05%	41.33%	30.27%
期间费用率	1.46%	4.55%	6.93%
综合毛利率	8.79%	10.81%	11.66%
总资产回报率	2.62%	4.09%	3.36%
EBITDA（万元）	30,392.94	23,866.07	23,494.40
EBITDA 利息保障倍数	3.39	2.27	14.68

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日纳入合并范围的子公司(单位: 万元)

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
乳山市自来水公司	1,321	100%	自来水生产, 供应

资料来源: 公司 2014 年审计报告, 鹏元整理

附录六 截至2014年12月31日公司土地及海域使用权资产情况（单位：万元、万平方米）

土地证编号	土地位置	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
乳国用(2008)第 0167 号	白沙滩镇六村屯西	68.60	住宅	出让	40,403.99	是
乳国用(2009)第 1084 号	城区青山路东侧	0.82	住宅	出让	3,827.74	是
乳国用(2009)第 1085 号	城区松山路西侧	0.87	商业	出让		是
乳国用(2009)第 1082 号	光明街南侧	0.98	商业	出让		是
乳国用(2009)第 1083 号	海阳所镇驻地	4.09	住宅	出让		是
乳国用(2010)第 1053 号	白沙滩镇白沙滩村南	6.62	商住	出让	9,440.25	是
乳国用(2010)第 1052 号	海湾居住片区	6.67	住宅	出让	8,000.04	否
乳国用(2008)第 0180 号	海湾居住片区	20.00	商业	出让	24,900.00	是
乳国用(2010)第 1090 号	海湾居住片区	8.93	商住	出让	6,074.70	是
乳国用(2010)第 1092 号	海湾居住片区	8.87	商住	出让	6,029.36	否
乳国用(2010)第 1093 号	海湾居住片区	19.01	商住	出让	40,047.73	是
乳国用(2010)第 1094 号	海湾居住片区	7.66	商住	出让	16,129.91	是
乳国用(2010)第 1229 号	海湾居住片区	22.30	商住	出让	21,140.40	是
乳国用(2010)第 1230 号	海湾居住片区	23.26	商住	出让	26,449.20	是
乳国用(2010)第 1231 号	海湾居住片区	25.11	商住	出让	26,972.39	否
乳国用(2010)第 1232 号	海湾居住片区	24.01	商住	出让	25,785.81	否
乳国用(2010)第 1233 号	海湾居住片区	21.14	商住	出让	26,322.81	是
乳国用(2010)第 1234 号	海湾居住片区	24.92	商住	出让	26,767.16	否
乳国用(2010)第 1235 号	海湾居住片区	20.60	商住	出让	25,648.26	是
乳国用(2010)第 1236 号	海湾居住片区	38.65	商住	出让	41,507.92	否
乳国用 2014 第 0038 号	海湾新区海湾路南	4.72	其他商服	出让	9,980.39	否
乳国用 2014 第 0043 号	海湾新区海湾路南	3.44	住宅餐饮	出让	7,278.46	否
乳国用 2014 第 0042 号	海湾新区海湾路南	3.99	住宅餐饮	出让	8,444.07	否
乳国用 2014 第 0041 号	海湾新区海湾路南	4.22	住宅餐饮	出让	8,930.33	否
乳国用 2014 第 0047 号	海湾新区海湾路南	5.81	住宅餐饮	出让	12,282.06	否
乳国用 2014 第 0044 号	海湾新区海湾路南	5.85	其他商服	出让	12,377.87	否
乳国用 2013 第 0118 号	海湾居住片区	5.71	住宅	出让	9,500.33	是

乳国用 2013 第 0114 号	海湾居住片区	5.65	住宅	出让	9,405.99	是
乳国用 2013 第 0115 号	海湾居住片区	5.23	住宅	出让	8,697.97	是
乳国用 2014 第 0031 号	海湾新区海湾路南	4.09	住宅 餐饮	出让	8,651.24	否
乳国用 2014 第 0040 号	海湾新区海湾路南	3.92	住宅 餐饮	出让	8,277.79	否
乳国用 2014 第 0027 号	海湾新区海湾路南	4.35	住宅 餐饮	出让	9,192.48	否
乳国用 2014 第 0039 号	海湾新区海湾路南	4.62	住宅 餐饮	出让	9,773.18	否
乳国用 2014 第 0033 号	海湾新区海湾路南	5.01	城镇 住宅	出让	7,361.49	否
乳国用 2014 第 0046 号	海湾新区海湾路南	5.40	住宅 餐饮	出让	10,073.77	否
乳国用 2014 第 0036 号	海湾新区海湾路南	6.08	住宅 餐饮	出让	9,306.73	否
乳国用 2014 第 0037 号	海湾新区海湾路南	5.64	其他 商服	出让	10,514.89	否
乳国用 2014 第 0030 号	海湾新区海湾路南	5.20	其他 商服	出让	10,996.59	否
乳国用 2014 第 0045 号	海湾新区海湾路南	4.89	其他 商服	出让	10,344.00	否
乳国用 2014 第 0029 号	海湾新区海湾路南	4.41	其他 商服	出让	9,316.50	否
乳国用 2014 第 0048 号	海湾新区海湾路南	4.60	其他 商服	出让	9,733.76	否
乳国用 2013 第 0116 号	海湾居住片区	5.88	住宅	出让	9,787.71	是
乳国用 2013 第 0117 号	海湾居住片区	5.64	住宅	出让	9,392.65	是
乳国用 2013 第 0119 号	海湾居住片区	5.58	住宅	出让	9,285.01	是
乳国用 2014 第 0032 号	海湾新区海湾路南	4.84	城镇 住宅	出让	8,053.24	否
乳国用 2014 第 0034 号	海湾新区海湾路南	5.04	城镇 住宅	出让	8,391.71	否
乳国用 2014 第 0035 号	海湾新区海湾路南	3.95	其他 商服	出让	8,346.81	否
乳国用 2014 第 0028 号	海湾新区海湾路南	3.78	其他 商服	出让	7,987.42	否
乳国用 2010 第 1091 号	海湾居住片区	8.87	商住	出让	22,299.50	是
海域使用权		--			608.78	否
合计		499.54			660,040.39	

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录八 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。