

即墨市城市旅游开发投资有限公司
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
【1018】号 01

增信方式: 抵押担保

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2021 年
11 月 17 日

债券偿还方式: 按年付
息, 同时设置本金提前
偿还条款, 在存续期的
第 3 至第 7 年末分别按
照债券发行总额的 20%
的比例偿还债券本金

分析师

姓名:
胡长森 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
huchs@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

即墨市城市旅游开发投资有限公司 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 11 月 17 日	2014 年 09 月 17 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对即墨市城市旅游开发投资有限公司(以下简称“即墨旅投”或“公司”)及其 2014 年 11 月 17 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维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到 2014 年即墨市经济财政实力持续增强, 公司供电及供汽供热业务收入基本保持稳定, 地方政府持续给予公司较大支持, 抵押担保有效提升了本期债券的安全性。但我们也关注到, 公司未实现项目回购收入, 且未来能否实现仍存在一定的不确定性; 资产流动性仍较弱; 应收账款及其他应收款对资金占用持续上升; 有息负债大幅攀升, 刚性债务压力不断加重; 对外担保金额大等风险因素。

正面:

- 即墨市经济财政实力持续增强。2014 年, 即墨市实现地区生产总值 1,000.3 亿元, 同比增长 10.9%; 地方综合财力达 151.14 亿元, 同比增长 46.95%, 其中公共财政收入 79.04 亿元, 同比增长 22.92%, 经济财政实力持续增强。
- 公司供电及供汽供热业务毛利上升明显。2014 年, 公司供电及供汽供热业务实现收入 24,907.14 万元, 受电价提升影响, 业务毛利率由 2013 年的-2.04%上升至 5.33%。
- 地方政府持续给予公司较大支持。2014 年, 公司获得政府补贴款 36,538.65 万元, 较 2013 年大幅增长, 有效提升了公司的利润水平。

- **抵押担保有效提升了本期债券的安全性。**本期债券由公司持有的 4 宗土地使用权及 8 宗水域滩涂使用权提供抵押担保，抵押资产评估价值 42.19 亿元，抵押比率为 4.00 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司未实现项目回购收入。**2013 年末公司存货中待回购项目已基本回购完毕，且 2014 年无新增回购项目，公司未实现项目回购收入，未来能否实现仍存在一定的不确定性。
- **资产流动性仍较弱。**公司资产中土地使用权、水域滩涂使用权、港口及水库资产占比较大，且资产中受限资产达 56.32 亿元，占总资产的比重为 33.71%，整体资产流动性较弱。
- **应收账款及其他应收款对资金占用持续上升。**2014 年末，公司应收账款和其他应收款合计 35.94 亿元，同比增长 21.41%，占总资产的比重为 21.51%，对公司资金持续形成较大占用，且未来回收时间存在一定的不确定性。
- **有息负债大幅攀升，刚性债务压力不断加重。**截至 2014 年末，公司有息负债总额达 50.91 亿元，同比增长 108.73%，有息负债大幅攀升，刚性债务压力不断加重。
- **对外担保金额大。**截至 2014 年末，公司对外担保金额为 76.24 亿元，占所有者权益的比重达 72.21%，对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,671,013.47	1,344,468.28	1,165,678.20
归属于母公司所有者权益（万元）	1,055,589.00	1,039,097.54	1,018,374.31
资产负债率	36.82%	22.71%	12.64%
流动比率	1.95	2.26	1.70
速动比率	1.94	2.25	1.57
有息负债（万元）	509,057.58	243,882.75	89,738.52
营业收入（万元）	28,186.74	45,694.16	83,295.55
营业利润（万元）	-24,528.06	-15,807.66	-5,594.42
补贴收入（万元）	36,538.65	26,583.23	20,200.24
利润总额（万元）	11,645.83	10,049.72	14,559.01
综合毛利率	3.10%	10.18%	14.69%
总资产回报率	1.38%	1.32%	1.71%
EBITDA（万元）	34,028.74	28,435.44	25,795.37

项目	2014 年	2013 年	2012 年
EBITDA 利息保障倍数	2.65	3.25	6.50
经营活动现金流净额（万元）	-67,653.61	-74,588.52	18,848.41

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[2014]1989号文件核准，公司于2014年11月17日公开发行人10亿元公司债券，发行期限7年，票面利率为5.47%。

本期债券起息日为2014年11月17日，采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息一次。同时设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3至第7年末分别按照债券发行总额的20%的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年本金的兑付一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。截至2015年10月31日，本期债券尚不满足本息兑付条件。

本期债券募集资金原拟用于即墨市丁字湾城市供热（冷）项目，截至2014年末该项目已基本投资完成（公司对该项目的投入计入对即墨市财政局的其他应收款），为提高募集资金使用效率，公司拟将本期债券募集资金用途变更为即墨市市医院片区改造项目，同时于2015年7月15日向青岛市发展和改革委员会进行了备案。

表1 本期债券募集资金变更后用途（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资	拟使用债券募集资金	占项目总投资比例
即墨市市医院片区改造项目	172,234.29	84,109.41	100,000.00	58.06%

资料来源：公司提供

即墨市市医院片区改造项目位于即墨城区墨水河以南、青石路以西、健民街以北、烟青路以东（不含市医院、沿青石路部分房屋等保留建筑），原通济街道办事处窑头村土地，总占地面积90,032平方米，建设内容包括安置用房、配套商业建筑、配套公共建筑及服务设施等，总建筑面积约404,477.49平方米，地上建筑面积299,320.13平方米，地下建筑面积105,157.36平方米。项目建设周期为4.5年，自2012年7月起开始项目前期工作，预计2016年12月底完成全部项目建设。该项目总投资额为17.22亿元，2014年末已投资8.41亿元。根据公司提供的资料，该项目的收入包括商品住宅销售收入（含安置区安置后剩余面积销售收入、差额面积差价收入）、地下车位销售收入、商业用房扣除补偿面积后剩余部分销售收入，在2015-2017年约可实现收入18亿元，利润总额约4千万元。

同时，根据即政字[2014]6号文件，即墨市政府将即墨市鹤山路以南、射箭口村以西、窑上村以东一宗共计2,000亩商服、住宅用地的出让收入，扣除开发成本及相关税费后的土地出让净收益作为本期债券原募投项目（即墨市丁字湾城市供热（冷）项目）的配套资金。上述地块计划于2015-2021年分批出让。本期未来偿债资金将主要来自即墨市市医院片区改造项目自身收入，以及即墨市政府拨付的土地出让净收益。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。公司注册资本仍为 1.00 亿元，即墨市财政局持有公司 100% 股权。

2014 年，公司新成立全资子公司即墨市马山实业发展有限公司（以下简称“马山实业”）和青岛景和源通机动车检测有限公司，注册资本分别为 10,000 万元和 1,000 万元，并纳入合并报表范围。截至 2014 年末，纳入公司合并报表范围子公司共 10 家。

表2 截至2014年底纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	经营范围	注册资本	持股比例	备注
即墨市热电厂	火力发电、供汽供热等	11,773.22	100%	-
青岛盛秀源热力有限公司	热力生产与供应	400.00	100%	-
青岛丰泰源热电有限公司	供热发电项目筹建	600.00	100%	-
青岛永泰源热电有限公司	供热发电项目筹建	500.00	100%	-
青岛源腾安装工程有限公司	机械电器设备安装调试	100.00	100%	-
青岛致远祥物资有限公司	批发零售煤炭、金属材料、建材、货物仓储、货物进出口等	2,000.00	100%	-
青岛金元衡水务发展有限公司	水利开发工程、水利基础设施开发、土地整理等	10,000.00	100%	-
即墨市服装品牌孵化中心有限公司	服装企业品牌孵化，经济信息咨询，文化艺术交流等	100.00	55%	-
青岛景和源通机动车检测有限公司	机动车检测	1,000.00	100%	新增
即墨市马山实业发展有限公司	旅游景区运营及管理	10,000.00	100%	新增

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,671,013.47 万元，所有者权益合计 1,055,744.87 万元，资产负债率为 36.82%；2014 年度，公司实现营业收入 28,186.74 万元，利润总额 11,645.83 万元，经营活动现金净流出 67,653.61 万元。

三、区域经济与财政实力

2014 年即墨市经济继续保持较快增速，旅游业持续快速发展，经济实力进一步增强

2014 年，即墨市实现地区生产总值 1,000.3 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.9%，增速较青岛市和山东省分别高出 2.9 个百分点和 2.2 个百分点。其中，第一产业实现增加值 62.5 亿元，同比增长 0.7%；第二产业实现增加值 518.7 亿元，同比增长 10.4%；第三产业实现增加值 419.1 亿元，同比增长 13.2%。2014 年，即墨市三次产业结构由 2013 年的 7.0：51.7：41.3 调整为 6.2：51.9：41.9，第二和第三产业占比持续上升，产业结构进一步

优化。从拉动地区经济增长的三大要素来看，2014 年即墨市规模以上固定资产投资和社会消费品零售总额分别达 768.0 亿元和 337.0 亿元，同比分别增长 19.1%和 11.8%，增速尽管较 2013 年有所下降，但是仍维持在较高水平。而受国内外宏观经济环境低迷影响，2014 年即墨市进出口总额增速仅有 5.9%，增速较低。

表 3 2013-2014 年即墨市主要经济指标

项目	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,000.3	10.9%	878.2	13.1%
第一产业增加值（亿元）	62.5	0.7%	61.8	2.3%
第二产业增加值（亿元）	518.7	10.4%	454.3	11.8%
第三产业增加值（亿元）	419.1	13.2%	362.1	17.0%
工业总产值（亿元）	2,918.4	16.2%	2512.4	15.5%
规模以上固定资产投资（亿元）	768.0	19.1%	644.8	22.2%
社会消费品零售总额（亿元）	337.0	11.8%	301.4	14.4%
进出口总额（亿美元）	52.5	5.9%	48.9	8.6%
存款余额（亿元）	697.9	10.6%	631.0	23.2%
贷款余额（亿元）	587.8	587.8	504.4	27.3%

资料来源：即墨市 2013-2014 年国民经济与社会发展统计公报

即墨市拥有 183 公里海岸线、历史名岛田横岛等 24 个岛屿、青岛市第二大的鳌山湾、全国稀有的海水温泉及被誉为“地质博物馆”的马山石林等众多旅游资源。2014 年即墨市旅游业持续快速发展，全年共接待国内外旅游者 600.5 万人次，同比增长 21.0%；实现旅游总收入 85.2 亿元，同比增长 18.2%；旅游商品收入 34.1 亿元，同比增长 18.1%。

表 4 2013-2014 年即墨市旅游业发展情况

时间	接待人次（万人次）	增长率	旅游总收入（亿元）	增长率
2014 年	600.5	21.0%	85.2	18.2%
2013 年	496.1	15.3%	72.1	24.1%

资料来源：即墨市 2013-2014 年国民经济与社会发展统计公报

2014 年即墨市地方综合财政实力持续增强，财政自给率有所提高；但是政府性基金收入的实现存在一定的不确定性，易使地方综合财力出现波动

2014 年，即墨市地方综合财力为 151.14 亿元，同比增长 46.95%，主要系受国有土地出让金收入大幅增长所致。从地方综合财力构成来看，2014 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占比分别为 52.30%、11.42%和 36.07%，虽然公共财政收入占比较 2013 年有所下降，但仍是地方综合财力的最主要来源。

得益于经济的持续快速发展，即墨市公共财政收入继续保持较高增速。2014 年，即墨

市实现公共财政收入 79.04 亿元，同比增长 22.92%。其中，税收收入同比增长 25.45%，非税收入同比增长 10.16%。2014 年，即墨市税收收入占公共财政收入的比重为 85.18%，占比较 2013 年上升了 1.72 个百分点，公共财政收入的质量较好。

受国有土地出让金收入的大幅增加影响，2014 年即墨市政府性基金收入同比增长 130.00%，其占地方综合财力的比重也由 2013 年的 23.04% 上升至 36.07%。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。

2014 年，即墨市收到上级补助收入 17.26 亿元，同比增长 16.23%，并以专项转移支付为主，上级补助收入整体规模不大。即墨市财政专户收入以行政事业性收费（教育收费）为主，整体规模较小，2014 年仅有 0.33 亿元。

表 5 2013-2014 年即墨市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年
财政收入		
（一）公共财政收入	79.04	64.30
其中：税收收入	67.33	53.67
非税收收入	11.71	10.63
税收收入/公共财政收入	85.18%	83.47%
（二）上级补助收入	17.26	14.85
其中：返还性收入	2.48	2.48
一般性转移支付收入	1.89	2.66
专项转移支付	12.89	9.71
（三）政府性基金收入	54.51	23.70
其中：国有土地出让金收入	49.55	20.70
（四）预算外财政专户收入	0.33	0.00
地方综合财力	151.14	102.85
财政支出		
公共财政支出	88.76	78.16
政府性基金支出	56.52	35.22
预算外财政专户支出	0.33	0.00
财政支出	145.61	113.38
财政自给率	89.05%	82.27%

注：地方综合财力=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；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：即墨市财政局，鹏元整理

即墨市财政支出以公共财政支出和政府基金支出为主，2014 年即墨市公共财政支出为

88.76 亿元，其中用于公共服务、教育、社保医疗、农林水事务四项的支出占公共财政支出的比重合计达到 75%以上。从即墨市财政自给率来看，2014 年达 89.05%，较 2013 年上升了 6.78 个百分点，财政自给程度较好。

四、经营与竞争

公司是即墨市重要的城市基础设施项目建设主体，业务涉及城市基础设施建设、供电及供汽供热业务等。跟踪期内，公司未实现项目回购收入，主营业务收入主要来自供电及供汽供热业务。2014 年，公司实现主营业务收入 27,931.44 万元，同比下降 38.56%，其中供电及供汽供热业务收入 24,907.14 万元，占主营业务收入的比重为 89.17%。此外，近年随着公司供暖管道安装和批发零售业务规模不断扩大，相应的安装工程收入及批发零售收入均呈现一定的增长，但盈利能力较弱。2013-2014 年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表6 2013-2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电、蒸汽、循环水供热等	24,907.14	5.33%	25,218.17	-2.04%
批发零售	1,326.26	-59.27%	892.71	12.72%
回购项目	-	-	18,473.01	25.37%
安装工程	1,616.10	-0.23%	862.64	20.84%
其他	81.94	97.85%	14.10	100.00%
主营业务合计	27,931.44	2.21%	45,460.63	9.85%
其他业务	255.30	100.00%	233.53	72.92%
合计	28,186.74	3.10%	45,694.16	10.18%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

2014 年公司供电及供汽供热业务收入基本保持稳定，盈利能力有所提升

公司供电及供汽供热业务由子公司即墨市热电厂负责运营。即墨市热电厂属热电联产项目，不仅可以提供电能，还能提供工业用蒸汽和住宅暖气用热水。即墨市热电厂承担着即墨市发电、供汽供热的主要任务，现拥有 4 炉 3 机的生产规模，装机容量 36MW，额定供汽能力 250 吨/每小时，蒸汽管线 39 千米，热水管线 46 千米，负责全市 146 家单位蒸汽供应业务，以及全市 90%以上单位、居民用户冬季采暖供应任务，是即墨市的重要基础性产业，在即墨市具有一定的业务垄断性。

2014 年，公司供电及供汽供热业务实现收入 24,907.14 万元，和 2013 年基本持平。其中，供汽供热量为 82.98 万吨，均价为 201.67 元/吨，较 2013 年均有所下降，主要系受服

装出口下降影响，服装企业的蒸汽需求下降所致。2014 年热电厂供电量 1.25 亿度，供电单价为 0.535 元/度，较 2013 年均有所上升。2014 年，公司供电及供汽供热业务毛利率为 5.33%，较 2013 年上升了 7.37 个百分点，主要系电价提升所致。但是由于供电及供汽供热业务属公用事业，整体盈利能力仍较弱。

表 7 2013-2014 年公司供汽供热情况

项目	2014 年	2013 年
实际供应量（万吨）	82.98	90.57
供应单价（元/吨）	201.67	207.18
销售收入（亿元）	1.67	1.88

资料来源：公司提供

表 8 2013-2014 年公司供电情况

项目	2014 年	2013 年
供电量（亿度）	1.25	1.20
供电单价（元/度）	0.535	0.46
供电收入（亿元）	0.67	0.57

资料来源：公司提供

同时，公司还负责投资建设即墨市内的热电工程，主要包括丰泰源热电建设工程、永泰源热电建设工程和热电厂 8#炉扩建工程，总投资 37,500.00 万元，2014 年末已投资 8,449.33 万元，后续尚需投入 29,050.67 万元。其中，丰泰源热电建设工程主要针对即墨汽车产业新城供热，供热面积约 500 万平方米；永泰源热电建设工程主要针对古城片区、顺河片区、市医院片区改造配套供热，供热面积约 293 万平米；热电厂 8#炉扩建工程将提升公司的供热产能约 130 吨/小时。未来随着以上项目的建成，公司供汽供热业务收入有望有所增加。

表 9 截至 2014 年末公司在建热电工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	预计完工日期
丰泰源热电建设工程	17,000.00	618.92	2011.05	2016.04
永泰源热电建设工程	14,000.00	4,807.80	2012.11	2017.10
热电厂 8#炉扩建工程	6,500.00	3,022.61	-	-
合计	37,500.00	8,449.33	-	-

资料来源：公司提供

2014 年公司未实现项目回购收入，未来即墨市市医院片区改造项目和马山旅游风景区项目有望为公司带来较大规模的收入

2013 年末公司存货中待回购项目已基本回购完毕，导致公司 2014 年未实现项目回购收入。目前，公司无在建回购项目，未来能否实现项目回购收入存在一定的不确定性。截

至 2014 年末，公司主要在建项目包括即墨市市医院片区改造项目、马山旅游风景区项目、女岛港航道锚地项目和鳌山港修复工程，总投资 216,109.75 万元，已完成投资 107,339.16 万元，尚需投资 108,770.59 万元。考虑到 2014 年末公司货币资金规模达 209,884.08 万元，后续资金压力不大。

表 10 截至 2014 年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
即墨市市医院片区改造项目	172,234.29	84,109.41
马山旅游风景区项目	40,000.00	20,882.65
女岛港航道锚地项目	3,528.40	2,300.10
鳌山港修复工程	347.06	47.00
合计	216,109.75	107,339.16

资料来源：公司提供

根据公司提供的资料，即墨市市医院片区改造项目在 2015-2017 年可实现收入约 18 亿元，利润总额约 4 千万元。马山旅游风景区项目建设周期为 2012-2016 年，根据即墨市财政局于 2015 年 5 月 29 日出具的《关于旅投公司马山项目融资相关事宜的批复》，同意公司子公司马山实业对马山旅游风景区进行经营管理，并按照马山旅游风景区项目可行性研究报告关于效益分析所列收入种类标准进行经营性收费（包括入园门票、各景点门票、观光车车票等）。若因政策原因发生变化，造成营业收入减少，由即墨市政府通过购买服务等其他方式给予公司补助。马山旅游风景区项目可研报告显示该项目年收入为 6,154 万元。

综合来看，未来几年即墨市市医院片区改造项目和马山旅游风景区项目有望为公司带来较大规模的收入。

公司批发零售业务由子公司青岛致远祥物资有限公司负责，销售产品主为煤炭、金属材料等，2014 年受煤炭价格大幅下滑影响，批发零售业务毛利率大幅下降至-59.27%。

公司在财政补贴方面继续得到当地政府的较大支持

2014 年，公司合计获得政府补贴收入 36,538.65 万元，较 2013 年大幅增长，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析的基础为公司提供的经中勤万信会计师事务所（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。报告采用新会计准则编制。2014 年公司

新增纳入合并报表范围子公司 2 家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性依然较弱

跟踪期内，公司资产规模持续增长，2014 年末达 167.10 亿元，同比增长 24.29%。从资产结构来看，仍以非流动资产为主，但占比有所下降，2014 年末非流动资产占总资产的比重为 65.53%，较 2013 年末下降了 9.50 个百分点。

表11 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	比重	金额	比重
货币资金	209,884.08	12.56%	27,957.24	2.08%
应收账款	66,041.29	3.95%	65,908.14	4.90%
其他应收款	293,360.40	17.56%	230,113.40	17.12%
流动资产合计	575,928.90	34.47%	335,763.59	24.97%
固定资产	212,724.73	12.73%	209,264.59	15.56%
在建工程	125,841.58	7.53%	42,377.94	3.15%
无形资产	174,708.88	10.46%	176,637.47	13.14%
其他非流动资产	577,139.92	34.54%	577,139.92	42.93%
非流动资产合计	1,095,084.58	65.53%	1,008,704.69	75.03%
资产总计	1,671,013.47	100.00%	1,344,468.28	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。2014 年末，公司货币资金为 209,884.08 万元，同比大幅增长，主要系发行本期债券及取得银行借款所致，公司货币资金中其他货币资金共 8.45 亿元，其中 7.50 亿元存款已被质押，另外 0.95 亿元为保证金，均属于受限资金。公司应收账款主要是应收即墨市财政局的项目回购款，跟踪期内公司未实现项目回购收入，应收账款规模变化不大，2014 年末为 66,041.29 万元，其中应收即墨市财政局回购款 62,647.78 万元，占应收账款的比重为 94.86%。公司其他应收款主要是与即墨市财政局、即墨国际商贸城市管理委员会、蓝色硅谷王村新城以及环秀街道办事处等行政事业单位的往来款项，2014 年末公司其他应收款达 293,360.40 万元，同比增长 27.49%，占总资产的比重为 17.56%，其中即墨市财政局欠款 16.47 亿元，占比 56.14%，主要为即墨市丁字湾城市供热（冷）项目的投资支出；即墨国际商贸城市管理委员会欠款 7.71 亿元，占比 26.29%。总的来看，公司其他应收款增长较快，对资金形成持续较大占用，且回款时间存在一定的不确定性。

表12 2014年公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元）

债务单位	与公司关系	期末余额	年限	占比
即墨市财政局	母公司	150,685.18	3年以内	51.37%
即墨国际商贸城管理委员会	非关联方	77,114.27	1年以内	26.29%
即墨市财政局 ¹	母公司	14,000.00	2-3年	4.77%
蓝色硅谷王村新城	非关联方	10,230.40	1年以内	3.49%
环秀街道办事处	非关联方	8,614.40	2年以内	2.94%
合计	-	260,644.25	-	88.85%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。跟踪期内，公司固定资产变化不大，仍以房屋建筑物、机器设备为主。2014 年末公司固定资产中已用于抵质押的资产合计 9.55 亿元，占固定资产的比重为 44.92%。截至 2014 年底，公司在建工程共计 125,841.58 万元，同比增长 196.95%，主要系即墨市市区医院片区改造工程推进所致，另外新增马山旅游风景区项目 2.09 亿元。公司无形资产主要为土地使用权及海域使用权，2014 年末无形资产中土地使用权账面价值 16.67 亿元，占比为 95.43%，性质为出让，用途为商服用地，其中账面价值为 16.36 亿元的土地已用于借款抵押。公司其他非流动资产为水库资产和水域滩涂使用权，其中水库资产（账面价值为 26.75 亿元）系 2008 年政府无偿划转至公司；水域滩涂使用权中，2010 年公司购入价值 9.08 亿元的水域滩涂使用权（面积为 8,832.25 亩），2011 年增加价值为 21.88 亿元（面积为 22,242.70 亩）的水域滩涂使用权系政府无偿划转。2014 年末，公司其他非流动资产中已用于抵押的资产合计 21.88 亿元。另外，2014 年末，公司资产中受限资产达 56.32 亿元，占总资产的比重为 33.71%。

总的看来，公司资产持续增长，但是资产中土地使用权、水域滩涂使用权、港口及水库资产占比较大，且部分已用于借款抵押，资产流动性较弱；此外，公司大规模的应收账款和其他应收款对资金占用较大，公司整体资产质量一般。

盈利能力

公司营业收入有所下降，利润仍主要来自财政补贴

2014 年，公司实现营业收入 28,186.74 万元，同比下降 38.31%，主要系未实现项目回购收入所致，目前公司无其他回购项目，未来回购收入仍具有一定的不确定性。2014 年，公司供电及供汽供热业务收入为 24,907.14 万元，和 2013 年基本持平，占营业收入的比重 88.36%。此外，公司在建的即墨市市医院片区改造项目和马山旅游风景区项目未来有望为

¹ 债权单位为子公司即墨市热电厂。

公司带来较大规模的收入。

毛利率方面，公司供电及供汽供热业务属于公共事业，盈利能力仍较弱；煤炭、金属材料批发零售业务，以及安装工程业务毛利率均有所下滑；同时，2014年公司未实现毛利率较高的项目回购收入。2014年公司综合毛利仅有3.10%，较2013年下降了7.08个百分点。期间费用率方面，跟踪期内公司管理费用持续增长，且有息负债规模大幅攀升，财务费用也大幅增加，2014年公司期间费用率达87.00%，较高的期间费用率侵蚀了公司的利润。

2014年，公司营业亏损达24,528.06万元，自身盈利能力较弱。但2014年公司收到政府补贴款36,538.65万元，较2013年大幅增加，极大程度上提高了公司的利润水平。

表13 2013-2014年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	28,186.74	45,694.16
营业利润	-24,528.06	-15,807.66
补贴收入	36,538.65	26,583.23
利润总额	11,645.83	10,049.72
综合毛利率	3.10%	10.18%
期间费用率	87.00%	42.31%
管理费用	15,546.75	13,351.63
财务费用	8,482.27	5,969.89

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

受往来资金占用影响，公司经营活动现金流仍表现较弱，但目前货币资金量较为充足，整体资金面相对宽裕

公司经营活动现金流入主要来自公司收到的项目回购款，电、蒸汽、循环水供热等销售款，财政补贴款以及公司与其他单位的往来款。公司经营活动现金流出主要是相应业务的成本支出以及与其他单位的往来款。跟踪期内，往来资金占用持续增加，公司经营活动现金仍表现为较大规模净流出状态，2014 年净流出 67,653.61 万元。

2014 年，公司投资活动现金流入仅有 94.61 万元，而随着在建项目的推进，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金达 80,045.33 万元，投资活动持续表现为较大规模的净流出状态，但目前货币资金量较为充足，整体资金面相对宽裕。

目前公司主要依赖外部筹资解决投资资金需求。2014年通过发行债券及取得银行借款筹措大量资金，筹资活动现金净流入257,971.17万元，但是大规模的对外融资，使得公司刚性债务压力大幅上升。

表14 2013-2014年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	1.02	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	28,616.39	42,306.74
收到的其他与经营活动有关的现金	221,081.10	232,861.47
经营活动现金流入小计	249,697.49	275,168.21
购买商品、接受劳务支付的现金	22,576.78	34,876.75
支付的其他与经营活动有关的现金	289,017.23	311,063.38
经营活动现金流出小计	317,351.09	349,756.73
经营活动产生的现金流量净额	-67,653.61	-74,588.52
投资活动产生的现金流量净额	-80,790.73	-77,306.73
筹资活动产生的现金流量净额	257,971.17	136,251.42

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债大幅攀升，刚性债务压力不断加重

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，而随着本期债券的发行以及银行借款规模的增加，负债总额大幅上升，2014 年末达 61.53 亿元，同比增长 101.51%。2014 年末，公司负债与所有者权益比率为 58.28%，虽有所下降，但权益对负债的覆盖程度仍较好。

表15 2013-2014年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
负债总额	615,268.60	305,325.74
所有者权益	1,055,744.87	1,039,142.54
负债与所有者权益比率	58.28%	29.38%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，跟踪期内变动不大，2014 年末非流动负债占总负债的比重为 51.93%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2014 年末，公司短期借款共 111,500.00 万元，同比大幅增长，其中质押借款 7.40 亿元、保证借款 3.45 亿元、信用借款 0.30 亿元。应付票据全部为银行承兑汇票，2014 年末为 12,000.00 万元，同比下降 20.53%。预收款项主要为预收的即墨市市医院片区改造项目的购房款，2014 年末共 14,426.53 万元。其他应付款主要是与即墨市人民医院、青岛普源投资置业有限责任公司、青岛市中医院等单位的往来借款，2014 年末公司其他应付款共 75,501.51 万元，其中账龄在 1 年以内的占比 85.44%。一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2014 年末共 66,250.00 万元。

表16 2013-2014年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
短期借款	111,500.00	18.12%	45,700.00	14.97%
应付票据	12,000.00	1.95%	15,100.00	4.95%
预收款项	14,426.53	2.34%	1,363.75	0.45%
其他应付款	75,501.51	12.27%	43,705.31	14.31%
一年内到期的非流动负债	66,250.00	10.77%	26,250.00	8.60%
流动负债合计	295,774.68	48.07%	148,259.07	48.56%
长期借款	186,500.00	30.31%	123,250.00	40.37%
应付债券	100,000.00	16.25%	-	-
长期应付款	32,807.58	5.33%	33,582.75	11.00%
非流动负债合计	319,493.93	51.93%	157,066.67	51.44%
负 债 合 计	615,268.60	100.00%	305,325.74	100.00%
其中：有息负债	509,057.58	82.74%	243,882.75	79.88%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2014 年末公司长期借款共 186,500.00 万元，其中抵押借款 10.85 亿元，抵押物主要为公司的土地及房产，另外保证借款和信用借款分别为 3.20 亿元和 4.60 亿元。应付债券为公司所发行的本期债券。公司长期应付款由融资租赁款和热力管网拨款构成，2014 年末公司长期应付款合计 32,807.58 万元，其中应付兴业金融租赁有限责任公司融资租赁款 3.00 亿元。

截至 2014 年末，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息负债总额达 509,057.58 万元，同比增长 108.73%，有息负债大幅攀升，公司面临较大的刚性债务压力。其中，短期有息负债共 189,750.00 万元，占比 37.27%，2015 年集中偿付压力较大。另外，2014 年末公司主要的房产及土地使用权已用于抵押，未来融资空间较小。

从各项偿债指标来看，2014年末公司资产负债率为36.82%，较2013年末上升了14.11个百分点。而随着流动负债规模的大幅上升，流动比率和速动比率指标均有所减弱。2014年，公司EBITDA为34,028.74万元，同比增长19.67%，但是随着有息负债的大幅增加，EBITDA利息保障倍数下滑明显。

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	36.82%	22.71%
流动比率	1.95	2.26
速动比率	1.94	2.25

EBITDA（万元）	34,028.74	28,435.44
EBITDA 利息保障倍数	2.65	3.25
有息债务/EBITDA	14.96	8.58

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权及水域滩涂使用权抵押担保有效提升了本期债券的安全性，但抵押资产的流动性一般，极端情况下能否顺利变现存在一定不确定性

公司以其拥有的4宗国有土地使用权及8宗水域滩涂使用权资产为本期债券还本付息提供抵押担保。上述资产抵押担保的范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。截至2014年12月31日，公司已办妥抵押登记手续。

根据青岛青房不动产评估事务所有限公司出具的（青岛）清房【估】字第2014-QT01031号评估报告（报告有效期为半年，即2014年1月26日至2014年7月25日），用于抵押担保的4宗土地共计899,986平方米，评估总地价为182,559.45万元，评估基准日为2014年1月14日。根据中京民信（北京）资产评估有限公司出具的京信评报字（2014）第【008】号《资产评估报告》（报告有效期为1年，即2013年12月31日至2014年12月30日），用于抵押担保的8宗水域滩涂使用权共计22,242.70亩，评估价值合计239,300.48万元，评估基准日为2013年12月31日。上述抵押资产合计价值为421,859.93万元，抵押比率（抵押资产价值与本期债券未偿还本金和一年利息之和的比率）为4.00倍。

表 18 公司用于抵押的土地使用权情况

序号	证号	地类 （用途）	使用权 类型	土地面积 （平方米）	评估价值 （万元）
1	即国用（2013）第 028 号	商业服务业设施用地	出让	312,168	63,322.34
2	即国用（2013）第 029 号	商业服务业设施用地	出让	341,002	69,171.23
3	即国用（2013）第 053 号	商业服务业设施用地	出让	196,018	39,761.66
4	即国用（2013）第 054 号	商业服务业设施用地	出让	50,798	10,304.22
合计	-	-	-	899,986	182,559.45

资料来源：公司提供

表 19 公司用于抵押的水域滩涂使用权情况

序号	证号	用途	使用期限	水域滩涂 面积（亩）	评估价值 （万元）
1	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0001 号	底播养殖	至 2026.7.30	2,974.00	31,733.95
2	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0002 号	底播养殖	至 2026.7.30	2,947.00	31,445.85
3	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0003 号	底播养殖	至 2026.7.30	2,723.00	29,055.67

4	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0004 号	底播养殖	至 2026.7.30	2,900.00	30,944.34
5	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0005 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,730.00	28,913.01
6	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0006 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,890.00	30,607.54
7	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0007 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,823.00	35,853.51
8	即墨府（海）养证〔2011〕第 Q0008 号	底播养殖	至 2026.8.30	2,255.70	20,746.62
合计	-	-	-	22,242.70	239,300.48

资料来源：公司提供

此外，根据《抵押资产监管协议》要求，在本期债券存续期间，抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。截至2015年10月31日，公司尚未对抵押资产做跟踪评估。

公司提供的土地使用权及水域滩涂使用权抵押担保有效保障了本期债券的偿付，但考虑到抵押资产规模和用途等因素，该部分资产流动性一般，在极端情况下能否顺利变现存在一定不确定性。

七、或有事项分析

截至2014年末，公司对外担保金额为762,388.75万元，占所有者权益的比重达72.21%，对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险。

表20 截至2014年末公司对外担保明细（单位：万元）

序号	被担保单位名称	担保金额
1	即墨市城市开发投资有限公司	150,000.00
2	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	50,000.00
3	即墨国际商贸城开发投资有限公司	30,000.00
4	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	20,000.00
5	青岛龙泉投资有限公司	15,000.00
6	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	15,000.00
7	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	14,250.00
8	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	10,000.00
9	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	8,000.00
10	即墨市晟林绿化建设发展有限公司	5,000.00
11	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	5,000.00
12	山东省鑫诚恒业开发建设有限公司	5,000.00
13	即墨市人民医院	4,900.00
14	即墨市中医医院	4,000.00
15	即墨市中医医院	3,300.00

16	青岛汽车产业新城开发建设有限公司	2,000.00
17	即墨市城市开发投资有限公司	420,938.75
合计	-	762,388.75

资料来源：公司2014年审计报告

八、评级结论

2014 年即墨市经济财政实力持续增强；公司供电及供汽供热业务收入基本保持稳定，毛利上升明显；地方政府持续给予公司较大支持；抵押担保有效提升了本期债券的安全性。

但同时我们关注到了，跟踪期内，公司未实现项目回购收入，且未来能否实现仍存在一定的不确定性；公司资产中土地使用权、水域滩涂使用权、港口及水库资产占比较大，且受限资产较多，整体资产流动性较弱；应收账款及其他应收款对资金占用持续上升，且回收时间存在一定的不确定性；有息负债大幅攀升，刚性债务不断加重；对外担保金额大，面临较大的或有负债风险。

基于以上情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
流动资产：			
货币资金	209,884.08	27,957.24	35,441.07
应收票据	348.00	3,620.83	13.00
应收账款	66,041.29	65,908.14	59,222.84
预付款项	2,926.42	6,547.43	3,998.86
其他应收款	293,360.40	230,113.40	110,657.67
存货	3,368.69	1,616.54	17,175.87
流动资产合计	575,928.90	335,763.59	226,509.31
非流动资产：			
可供出售金融资产	2,860.46	2,020.46	-
长期股权投资	-	-	2,020.46
固定资产	212,724.73	209,264.59	198,651.74
在建工程	125,841.58	42,377.94	12,103.34
工程物资	560.38	1,038.27	642.88
无形资产	174,708.88	176,637.47	148,506.39
长期待摊费用	1,248.62	226.04	104.15
其他非流动资产	577,139.92	577,139.92	577,139.92
非流动资产合计	1,095,084.58	1,008,704.69	939,168.89
资 产 总 计	1,671,013.47	1,344,468.28	1,165,678.20
流动负债：			
短期借款	111,500.00	45,700.00	70,000.00
应付票据	12,000.00	15,100.00	3,200.00
应付账款	7,733.93	8,397.23	10,280.17
预收款项	14,426.53	1,363.75	301.19
应交税费	7,702.70	7,742.77	5,917.50
应付利息	660.00	-	-
其他应付款	75,501.51	43,705.31	41,066.51
一年内到期的非流动负债	66,250.00	26,250.00	2,750.00
流动负债合计	295,774.68	148,259.07	133,515.37
非流动负债：			
长期借款	186,500.00	123,250.00	10,500.00
应付债券	100,000.00	-	-
长期应付款	32,807.58	33,582.75	3,288.52
其他非流动负债	186.34	233.92	-

项目	2014 年	2013 年	2012 年
非流动负债合计	319,493.93	157,066.67	13,788.52
负 债 合 计	615,268.60	305,325.74	147,303.89
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	967,836.60	962,774.08	952,060.54
盈余公积	2,765.93	1,227.71	50.11
未分配利润	74,986.47	65,095.74	56,263.67
归属于母公司所有者权益合计	1,055,589.00	1,039,097.54	1,018,374.31
少数股东权益	155.87	45.00	-
所有者权益合计	1,055,744.87	1,039,142.54	1,018,374.31
负债和所有者权益总计	1,671,013.47	1,344,468.28	1,165,678.20

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业总收入	28,186.74	45,694.16	83,295.55
其中：营业收入	28,186.74	45,694.16	83,295.55
二、营业总成本	52,954.00	61,564.82	89,031.31
其中：营业成本	27,314.24	41,043.77	71,062.36
营业税金及附加	1,116.71	1,186.24	3,247.66
销售费用	494.03	13.29	-
管理费用	15,546.75	13,351.63	11,161.19
财务费用	8,482.27	5,969.89	3,560.10
加：投资收益（损失以“-”号填列）	239.21	63.00	141.35
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-24,528.06	-15,807.66	-5,594.42
加：营业外收入	36,690.12	26,583.25	20,231.12
减：营业外支出	516.23	725.87	77.69
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,645.83	10,049.72	14,559.01
减：所得税费用	106.02	40.04	2.41
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	11,539.82	10,009.68	14,556.60
归属于母公司所有者的净利润	11,428.95	10,009.68	14,556.60
少数股东损益	110.87	-	-

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表 （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	28,616.39	42,306.74	30,829.07
收到其他与经营活动有关的现金	221,081.10	232,861.47	33,161.94
经营活动现金流入小计	249,697.49	275,168.21	63,991.01
购买商品、接收劳务支付的现金	22,576.78	34,876.75	28,885.83
支付给职工以及为职工支付的现金	3,214.77	2,262.00	1,833.25
支付的各项税费	2,542.32	1,554.60	519.95
支付其他与经营活动有关的现金	289,017.23	311,063.38	13,903.57
经营活动现金流出小计	317,351.09	349,756.73	45,142.60
经营活动产生的现金流量净额	-67,653.61	-74,588.52	18,848.41
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	94.61	63.00	135.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	-	-	6.13
投资活动现金流入小计	94.61	63.00	141.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	80,045.33	77,369.73	15,840.34
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	840.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	15.64
投资活动现金流出小计	80,885.33	77,369.73	15,855.98
投资活动产生的现金流量净额	-80,790.73	-77,306.73	-15,714.09
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	45.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	45.00	-
取得借款所收到的现金	243,500.00	214,700.00	68,000.00
发行债券收到的现金	100,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	343,500.00	214,745.00	68,000.00
偿还债务所支付的现金	75,150.00	72,050.00	38,250.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	9,128.83	6,443.58	4,579.05
支付其他与筹资活动有关的现金	1,250.00	-	-
筹资活动现金流出小计	85,528.83	78,493.58	42,829.05
筹资活动产生的现金流量净额	257,971.17	136,251.42	25,170.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	109,526.84	-15,643.83	28,305.27
加：期初现金及现金等价物余额	15,857.24	31,501.07	3,195.80
六、期末现金及现金等价物余额	125,384.08	15,857.24	31,501.07

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	13,050.02	10,009.68	14,556.60
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,363.77	8,122.02	7,761.08
无形资产摊销	4,873.93	3,694.12	3,475.28
长期待摊费用摊销	16.38	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“一”号填列）	1.09	672.91	5.25
固定资产报废损失（收益以“一”号填列）	-	0.11	-
财务费用（收益以“一”号填列）	9,463.63	6,569.58	4,693.19
投资损失（收益以“一”号填列）	-239.21	-63.00	-141.35
存货的减少（增加以“一”号填列）	-87,752.50	15,559.33	42,360.03
经营性应收项目的减少（增加以“一”号填列）	-56,486.32	-134,696.98	-94,061.53
经营性应付项目的增加（减少以“一”号填列）	41,055.60	15,543.71	40,199.86
经营活动产生的现金流量净额	-67,653.61	-74,588.52	18,848.41
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	125,384.08	15,857.24	31,501.07
减：现金的年初余额	15,857.24	31,501.07	3,195.80
现金及现金等价物净增加额	109,526.84	-15,643.83	28,320.91

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
有息负债（万元）	509,057.58	243,882.75	89,738.52
资产负债率	36.82%	22.71%	12.64%
流动比率	1.95	2.26	1.70
速动比率	1.94	2.25	1.57
负债与所有者权益比率	58.28%	29.38%	14.46%
EBITDA（万元）	34,028.74	28,435.44	25,795.37
EBITDA 利息保障倍数	2.65	3.25	6.50
有息债务/EBITDA	14.96	8.58	3.48
综合毛利率	3.10%	10.18%	14.69%
总资产回报率	1.38%	1.32%	1.71%
期间费用率	87.00%	42.31%	17.67%
收现比	1.02	0.93	0.37

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 2014 年末公司无形资产中土地资产明细

土地证号	性质	类型	面积 (平方米)	账面价值 (万元)
即国用(2013)第 008 号	出让	商业服务业设施	233,413.00	8,649.04
即国用(2013)第 009 号	出让	商业服务业设施	199,920.00	7,407.97
即国用(2013)第 011 号	出让	商业、住宅	6,575.00	605.09
即国用(2013)第 012 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 013 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 014 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 051 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 015 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 016 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 017 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 018 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 019 号	出让	商业、住宅	52,682.00	1,786.25
即国用(2013)第 027 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 026 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 025 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 055 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 024 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 020 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,301.02
即国用(2013)第 056 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 057 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 058 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 059 号	出让	商业、住宅	96,667.00	3,308.12
即国用(2013)第 052 号	出让	商业	333,334.00	11,973.64
即国用(2013)第 023 号	出让	商业	333,334.00	11,947.94
即国用(2013)第 022 号	出让	商业	333,334.00	11,947.94
即国用(2013)第 021 号	出让	商业	333,334.00	11,947.94
即国用(2013)第 053 号	出让	商业服务业设施	196,018.00	7,279.01
即国用(2013)第 054 号	出让	商业服务业设施	50,798.00	1,886.35
即国用(2013)第 028 号	出让	商业服务业设施	312,168.00	11,567.29
即国用(2013)第 029 号	出让	商业服务业设施	341,002.00	12,635.72
即转国用 2008 第 028 号	出让	出让	14,745.24	211.40
即国用(1992)字第 1875 号	划拨	划拨	51,149.50	144.47
青房地权市字第 2013161966 号	出让	出让	26,668.00	2,132.04
即房地权市字第 201488504 号	出让	出让	65,957.00	1,598.79

即房地权市字第 201467646 号	出让	出让	66,667.00	2,589.48
即国用（2002）字第 172 号	划拨	划拨	18,451.00	234.64
基建正在办理的土地证	出让	-	-	700.50

资料来源：公司提供

附录六 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（次）	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（次）	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率（次）	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）
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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
	长期有息负债	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息负债	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息负债	长期有息负债+短期有息负债

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。