

青州市宏源国有资产经营有限公司

**2014 年公司债券 2016 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【2016】跟踪第
【524】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：
胡长森 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
huchs@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

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 2016 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	2016 年 06 月 23 日	2015 年 06 月 17 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 29 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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。该评级结果是考虑到青州市经济和财政实力进一步增强；公司基础设施建设项目回购收入大幅增长，且未来收入较有保障；当地政府对公司支持力度较大。同时我们也关注到了青州市地方综合财力中政府性基金收入占比仍较高，未来可能出现波动；公司资产流动性较弱，存在一定的筹资压力；公司有息债务增长较快且规模较大，面临较大的刚性债务压力；存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 青州市经济和财政实力进一步增强。2015 年，青州市实现地区生产总值 578.8 亿元，同比增长 8.3%；地方综合财力和公共财政收入分别为 84.50 万元和 41.96 万元，同比分别增长 1.93%和 10.15%。
- 公司基础设施建设项目回购收入大幅增长，且未来收入较有保障。2015 年，公司实现基础设施建设项目回购收入 82,927.45 万元，同比增长 58.62%；截至 2015 年末，公司尚剩余待回购金额约 23.30 亿元，未来回购收入较有保障。
- 当地政府对公司支持力度较大。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，2015 年公司获得政府补贴收入 41,800 万元，同比增长 37.12%。

关注：

- **地方综合财力中政府性基金收入占比仍较高，未来可能出现波动。**国有土地使用权出让收入是青州市政府性基金收入的主要来源，2015 年青州市政府性基金收入 302,143 万元，同比减少 4.77%，占地方综合财力的比重仍达 35.76%；国有土地使用权出让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，地方综合财力可能会出现波动。
- **资产流动性较弱。**公司资产以土地使用权及开发成本为主，截至 2015 年末，占资产总额 42.28%的土地资产已抵押，资产流动性较弱。
- **存在一定的筹资压力。**目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，近年经营活动现金持续表现为较大规模的净流出，在建项目尚需投资 49,093.00 万元，未来五年公司到期有息债务规模达 77.38 亿元，且公司大部分土地资产已抵押，未来融资空间较小，公司存在一定的筹资压力。
- **公司有息债务增长较快且规模较大，面临较大的刚性债务压力。**截至 2015 年末，公司有息债务合计达 804,539.45 万元，同比增长 56.25%，占总负债的比重达 87.40%，面临较大的刚性债务压力，且公司 2017 年到期有息债务规模为 41.27 亿元，存在较大的集中偿付压力。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2015 年末，公司对外担保余额为 57.80 亿元，占公司所有者权益的比重为 52.89%，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	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	2,013,197.98	1,706,099.42	1,370,164.80
所有者权益（万元）	1,092,703.15	1,068,113.50	1,043,905.06
有息债务（万元）	804,539.45	514,899.00	242,893.00
资产负债率	45.72%	37.39%	23.81%
流动比率	7.69	7.69	12.20
主营业务收入（万元）	97,927.53	73,517.67	65,008.92
政府补助（万元）	41,800.00	30,484.37	26,555.39
利润总额（万元）	24,589.65	24,208.44	22,676.08
主营业务毛利率	27.90%	28.65%	23.08%
总资产回报率	2.14%	2.15%	2.39%
EBITDA（万元）	41,959.44	35,766.38	31,038.28
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.29	1.76

经营活动现金流净额（万元）	-207,241.61	-183,363.86	-16,889.51
---------------	-------------	-------------	------------

资料来源：公司 2013-2015 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公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%，期限为7年。

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2016年5月31日，本期债券累计本息兑付情况如下表所示：

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
2016年5月30日	100,000.00	-	7,590.00	100,000.00

资料来源：公开资料，鹏元整理

截至2015年末，本期债券募集资金已使用完毕，募投项目已完成近90%，具体情况如表2所示。

表2 截至2015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	135,575.00	70,000.00
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420.00	20,000.00	37,278.00	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	19,440.00	10,000.00
合计	213,658.00	100,000.00	192,293.00	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、实际控制人及合并范围均未发生变更，公司注册资本仍为11,800.00万元，青州市基础设施建设资金管理中心（以下简称“青州市基建中心”）持有公司100%股权。

截至2015年12月31日，公司资产总额为2,013,197.98万元，所有者权益为1,092,703.15万元，资产负债率为45.72%；2015年度，公司实现主营业务收入97,927.53万元，利润总额24,589.65万元，经营活动产生的现金净流出207,241.61万元。

三、区域经济与财政实力

青州市主要经济指标保持增长，经济实力进一步增强，但经济增速有所下滑

2015年，青州市实现地区生产总值578.8亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，增速较2014年下降0.9个百分点，但仍略高于山东省8.0%的平均增速。其中，第一产业增加值完成50.7亿元，同比增长4.6%；第二产业增加值完成279.4亿元，同比增长8.3%；第三产业增加值完成248.7，同比增长9.1%。三次产业结构由2014年的9.1：49.9：41.0调整为8.7：48.3：43.0，第三产业占比提高2.0个百分点，产业结构进一步优化。2015年，青州市人均GDP达60,455元，与全国人均GDP的比值为122.80%。从拉动地区经济增长的要素来看，2015年青州市固定资产投资、社会消费品零售总额和进出口总额分别为489.6亿元、229.0亿元和8.9亿美元，同比分别增长14.1%、12.5%和43.8%，仍保持在较高增速。2015年末，青州市金融机构本外币各种存款余额达662.1亿元，同比增长13.8%，增速有所提升；各种贷款余额456.7亿元，同比增长4.9%，增速有所趋缓。

表 3 2014-2015 年青州市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	578.8	8.3%	547.9	9.2%
第一产业增加值	50.7	4.6%	49.8	3.7%
第二产业增加值	279.4	8.3%	273.3	10.2%
第三产业增加值	248.7	9.1%	224.8	8.6%
固定资产投资	489.6	14.1%	429.3	15.7%
社会消费品零售总额	229.0	12.5%	183.5	13.9%
进出口总额（亿美元）	8.9	43.8%	8.3	73.8%
存款余额	662.1	13.8%	581.9	9.6%
贷款余额	456.7	4.9%	435.5	9.4%

资料来源：2014-2015 年青州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

第二产业仍为青州市的支柱产业之一，2015年青州市全部工业增加值为250.1亿元，同比增长7.9%，整体平稳增长，但增速有所放缓，其中机械装备制造业、石油化工业、卷烟及烟草包装业、食品加工业、纺织服装业和冶炼制造业六大传统产业对青州市工业发展贡献仍较大。此外，2015年青州市产业结构继续优化升级，高新技术产业共实现总产值305.8亿元，同比增长13.9%，占工业总产值的比重达20.49%，高新技术产业发展势头良好，拉动了青州市经济的发展。

而在固定资产投资方面，2015年青州市完成固定资产投资489.6亿元，从产业结构来看，第一产业完成投资12.1亿元，第二产业完成投资306.0亿元，第三产业完成投资171.5

亿元，三次产业投资额分别占全市固定资产投资总额的2.5%、62.5%、35.0%，固定资产投资结构进一步优化，产业结构更加合理。

青州市公共财政收入保持较快增长，财政实力有所增强，但地方综合财力中政府性基金收入占比仍较高，易受国有土地出让收入波动影响而出现波动

2015年，青州市地方综合财力为844,969万元，同比小幅增长1.93%。从地方综合财力的构成来看，2015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49.65%、14.59%和35.76%，公共财政收入和政府性基金收入是青州市地方综合财力的主要来源。

2015年，青州市公共财政收入为419,550万元，同比增长10.15%，增速仍处于较好的水平。其中，税收收入同比增长6.89%，非税收入同比增长23.39%，随着经济增速的放缓，税收收入增速相对较低。2015年，青州市税收收入占公共财政收入的比重为77.90%，占比略有下降，但公共财政收入质量仍较好。

国有土地使用权出让收入是青州市政府性基金收入的主要来源，2015年青州市政府性基金收入302,143万元，同比减少4.77%，占地方综合财力的比重仍达35.76%，其中国有土地使用权出让收入279,926万元，同比变化不大。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可能会出现波动。

2015年，青州市上级补助收入为123,276万元，由于专项转移支付收入的下滑而略有所减少，在青州市地方综合财力中占比不高。

表 4 2014-2015 年青州市财政收支情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
地方综合财力	844,969	828,971
（一）公共财政收入	419,550	380,896
其中：税收收入	326,819	305,744
非税收入	92,731	75,152
税收收入/公共财政收入	77.90%	80.27%
（二）上级补助收入	123,276	125,923
其中：返还性收入	18,737	18,737
一般性转移支付收入	75,793	65,492
专项转移支付收入	28,746	41,694
（三）政府性基金收入	302,143	317,264
其中：国有土地使用权出让收入	279,926	279,964
（四）预算外财政专户收入	-	4,888
财政支出	775,378	790,691

(一) 公共财政支出	468,763	419,631
(二) 政府性基金支出	306,615	366,172
(三) 预算外财政专户支出	-	4,888
公共财政收入/公共财政支出	89.50%	90.77%

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

资料来源：青州市财政局，鹏元整理

财政支出方面，2015年青州市财政支出为775,378万元，同比降低1.94%，主要系政府性基金支出中城乡社区支出有所减少所致。其中，2015年青州市公共财政支出468,763万元，同比增长11.71%，其中公共服务、教育、社会保险和就业和医疗卫生与计划生育支出合计占公共财政支出的比重为63.84%。2015年青州市财政自给率为89.50%，略有所下降，但财政自给程度仍较好。

四、经营与竞争

公司主要从事青州市范围内的城市基础设施建设以及土地整理开发业务，基础设施建设项目回购收入和土地收益仍是公司收入的主要来源。随着基础设施项目回购收入的增长，2015年公司实现主营业务收入同比增长33.20%。由于公司根据《青州市基础设施建设资金管理中心关于国有资产置换的决定》将出租房产划转至青州市基建中心，毛利率较高的房屋租赁业务未实现收入，使得公司主营业务毛利率略有下降。2014-2015年公司主营业务收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 5 2014-2015 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施项目收益	82,927.45	16.67%	52,282.00	16.67%
土地收益	15,000.08	89.97%	17,810.64	58.12%
房屋租赁收入	-	-	3,425.03	58.41%
合计	97,927.53	27.90%	73,517.67	28.65%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司基础设施建设项目回购收入大幅增长，且未来回购收入较有保障，但在建项目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。

2015年，根据青财字【2015】54号文件、青财字【2015】67号和青财字【2015】68

号，青州市财政局对青州市城区路网提升改造项目、基础设施附属工程和弥河、南阳河综合治理工程的部分工程进行了回购，合计确认回购收入82,927.45万元，同比增长58.62%。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%。

截至2015年末，公司基础设施附属工程、青州市城区路网提升改造工程及弥河、南阳河综合治理工程均已投建完毕，公司尚剩余待回购金额约23.30亿元，公司未来回购收入较有保障。

表 6 2015 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	119,085	2010-2019	126,823	13,200	103,200
青州市城区路网提升改造	174,820	174,820	2013-2019	262,230	52,446	87,410
基础设施附属工程	115,210	115,210	2008-2018	172,815	17,281	138,248
合计	409,115	409,115	-	561,868	82,927	328,858

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司主要在建项目主要包括本期债券募投项目青州市北阳河综合治理项目、青州市北阳河农田水利建设项目、青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程以及农村路网提升工程，计划总投资260,615.00万元，已投资211,586.00万元，尚需投资49,093.00万元，仍存在一定的资金支出压力。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 2015 年末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
青州市北阳河综合治理项目	150,638.00	135,575.00
青州市北阳河农田水利建设项目	41,420.00	37,278.00
青州市北阳河周边村庄农村饮水安全工程	21,600.00	19,440.00
农村路网提升工程	46,957.00	19,229.00
合计	260,615.00	211,522.00

资料来源：公司提供

公司土地存货较丰富，未来土地收益有一定的保障，但存货中大部分土地资产已抵押，且土地出让业务受当地房地产市场波动影响较大，未来收入的实现存在一定的波动性

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。

2015年，公司转让土地66,667平方米，均价约150万/亩，实现土地收益15,000.08万元，相应结转土地成本1,503.81万元。随着转让价格的提高，2015年土地出让业务毛利率达89.97%，同比上升31.85个百分点。

表 8 2015 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	合同收入	土地成本
青国用（2014）第 03027	下逢路西侧	66,667	出让	15,000.08	1,503.81
合计	-	66,667	-	15,000.08	1,503.81

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司尚有可用于出让的土地107宗，面积合计1,419.07万平方米，账面价值949,490.18万元，土地类型以商住为主（详见附录五），土地存货仍较丰富，未来土地收益有一定的保障。但截至2015年末，土地存货中账面价值383,255.26万元的土地已为公司借款和债券抵押，账面价值467,909.97万元的土地已对外担保抵押，受限土地账面价值合计851,165.23万元，占存货中土地账面价值的89.64%，未来公司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影响较大，未来收入的实现存在一定的波动性。

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【2015】3号文，2015年公司获得政府补贴收入41,800万元，同比增长37.12%，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2014-2015年度审计报告，报告均采用旧会计准则编制。2015年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但公司资产仍以土地使用权及开发成本为主，且大部分土地

使用权已用于抵押，整体资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模保持增长，截至 2015 年末，公司总资产合计 2,013,197.98 万元，同比增长 18.00%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2015 年末流动资产占总资产的比重为 98.08%。

表 9 2014-2015 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	103,854.41	5.16%	53,510.89	3.14%
其他应收款	260,297.40	12.93%	101,114.93	5.93%
预付款项	151,186.40	7.51%	156,128.55	9.15%
存货	1,448,148.12	71.93%	1,284,845.49	75.31%
流动资产合计	1,974,553.85	98.08%	1,612,663.47	94.52%
固定资产净额	6,021.92	0.30%	60,984.94	3.57%
在建工程	21,316.46	1.06%	31,111.35	1.82%
固定资产合计	27,338.37	1.36%	92,096.29	5.40%
无形及其他资产合计	11,305.76	0.56%	1,339.66	0.08%
资产总计	2,013,197.98	100.00%	1,706,099.42	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、预付款项和存货构成。2015 年末，公司货币资金 103,854.41 万元，主要为银行存款，不存在受限资金。其他应收款主要为应收青州市基建中心划转房产的补偿资金、应收青州市财政局的回购款和应收其他单位的借款及往来款，截至 2015 年末公司其他应收款合计 260,297.40 万元，同比增长 157.43%，主要系应收的补偿金和回购款大幅增长所致。其中应收青州市基建中心 64,828.42 万元，应收青州市财政局 40,503.62 万元，应收山东中文实业集团有限公司 25,663.70 万元，应收青州市玉竹山片区改造项目指挥部 23,868.52 万元，应收青州市博奥炭黑有限责任公司 16,170.00 万元，金额前五名合计 171,034.26 万元，占其他应收款总额的 65.71%。其中，对山东中文实业集团有限公司和青州市博奥炭黑有限责任公司的借款存在一定的坏账风险，截至 2015 年末，公司已对其他应收款计提 9,495.41 万元坏账准备。

表 10 截至 2015 年末公司其他应收款金额前五名单位情况（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	64,828.42	24.91%
青州市财政局	40,503.62	15.56%
山东中文实业集团有限公司	25,663.70	9.86%
青州市玉竹山片区改造项目指挥部	23,868.52	9.17%

青州市博奥炭黑有限责任公司	16,170.00	6.21%
合计	171,034.26	65.71%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司预付账款主要为预付的工程款，跟踪期内变化不大，2015年末为151,186.40万元，其中账龄在1年以内的占比49.78%，1-2年占比15.49%，2年以上占比34.73%。公司存货主要为土地使用权和基础设施项目的开发成本，2015年末公司存货共计1,448,148.12万元，占总资产的比重达71.93%。公司存货中共有土地使用权账面价值合计949,490.18万元，截至2015年末，受限土地账面价值合计851,165.23万元，占总资产的比重达42.28%，受限资产占比较高。

2015年末，公司固定资产净额6,021.92万元，较2014年末减少54,963.02万元，主要系公司根据《青州市基础设施建设资金管理中心关于国有资产置换的决定》将账面价值58,320.85万元的房产划转至青州市基建中心，青州市基建中心使用现金资产按照账面价值对公司进行补偿所致。公司在建工程主要为在建的花博会基础设施、猫山工业园等项目，2015年末账面价值21,316.46万元。

总体来看，公司资产规模保持增长，但公司资产仍以土地使用权及开发成本为主，且大部分土地使用权已用于抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司主营业务收入保持增长，但自身盈利能力较弱，利润对政府补贴依赖较大

基础设施建设项目回购收入和土地收益仍是公司收入的主要来源，随着基础设施项目回购收入的增长，2015年公司实现主营业务收入97,927.53万元，同比增长33.20%。目前公司尚未确认回购收入的基础设施建设项目仍较多，未来回购收入较有保障。截至2015年末，公司尚有可用于出让的土地107宗，面积合计1,419.07万平方米，账面价值949,490.18万元，土地存货仍较丰富，公司未来土地收益有一定的保障，但大部分土地已用于抵押，未来公司土地转让存在一定的受限情况，同时，土地出让业务受当地房地产市场波动较大，未来收入的实现存在一定的不确定性。

2015年，公司主营业务毛利率为27.90%，同比下降0.75个百分点，且营业利润为-17,210.35万元，营业亏损有所扩大，公司自身盈利能力较弱。

2015年公司获得政府补贴41,800.00万元，同比增长37.12%，实现利润总额24,589.65万元，公司利润对政府补贴依赖较大。

表 11 2014-2015 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
主营业务收入	97,927.53	73,517.67
营业利润	-17,210.35	-6,223.90
补贴收入	41,800.00	30,484.37
利润总额	24,589.65	24,208.44
净利润	24,589.65	24,208.44
主营业务毛利率	27.90%	28.65%
期间费用率	33.55%	27.16%
总资产回报率	2.14%	2.15%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流出规模较大，目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，公司存在一定的筹资压力

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工程支出、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，随着公司对相关企业借款的增加，支付其他与经营活动有关的现金大幅增长，使得经营活动现金表现为较大规模的净流出，经营活动现金流表现欠佳。2015 年公司投资活动现金流入 31,589.88 万元，主要来自划转公司房产收到的补偿款，随着对公司在建工程的投建，投资活动现金流出 10,151.51 万元，投资活动现金净流入 21,438.37 万元。

目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，2015 年公司借款规模大幅增长，致使筹资活动现金净流入达 236,146.76 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。目前在建项目尚需投资 49,093.00 万元，并且考虑到公司大部分土地资产已抵押，未来融资空间较小，公司存在一定的筹资压力。

表 12 2014-2015 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	1.00	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	97,927.53	78,013.67
收到的其他与经营活动有关的现金	43,037.19	31,833.21
经营活动现金流入小计	140,964.72	109,846.88
购买商品、接受劳务支付的现金	170,112.41	261,837.67
支付的其他与经营活动有关的现金	162,744.20	19,608.32
经营活动现金流出小计	348,206.33	293,210.74
经营活动产生的现金流量净额	-207,241.61	-183,363.86

投资活动产生的现金流量净额	21,438.37	-7,490.30
筹资活动产生的现金流量净额	236,146.76	241,410.29
现金及现金等价物净增加额	50,343.52	50,556.13

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快且规模大，面临较大的刚性债务压力

随着公司未分配利润的增加，2015 年末公司所有者权益为 1,092,703.15 万元，同比小幅增长 2.30%。而随着长期借款的大幅增长，2015 年末公司负债总额攀升至 920,494.84 万元，同比增长 44.28%。2015 年末，公司负债与所有者权益的比率为 84.24%，权益对负债的覆盖程度下滑明显。

表 13 2014-2015 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	920,494.84	637,985.92
所有者权益	1,092,703.15	1,068,113.50
负债与所有者权益比率	84.24%	59.73%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，以长期负债为主，2015 年末长期负债占总负债的比重为 72.11%，较 2014 年末上升 4.98 个百分点。

公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的长期负债构成。公司应付账款主要为应付的工程款，2015 年末为 35,874.17 万元。其他应付款主要为应付土地保证金、政府拨付的专项资金以及往来款，2015 年末为 56,874.21 万元。公司一年内到期的长期负债包括一年内到期的应付债券、长期借款和长期应付款，2015 年末为 140,741.07 万元，其中一年内到期的应付债券 32,000.00 万元（“09 青州企业债”应付 6,000.00 万元，“12 青州 01”应付 16,000.00 万元，“12 青州 02”应付 10,000.00 万元），一年内到期的长期借款 82,794.00 万元和一年内到期的长期应付款 25,947.07 万元。

表 14 2014-2015 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	35,874.17	3.90%	33,001.00	5.17%
其他应付款	56,874.21	6.18%	70,944.14	11.12%
一年内到期的长期负债	140,741.07	15.29%	86,644.00	13.58%
流动负债合计	256,696.45	27.89%	209,730.92	32.87%
长期借款	421,287.00	45.77%	210,255.00	32.96%

应付债券	186,000.00	20.21%	218,000.00	34.17%
长期应付款	56,511.38	6.14%	-	-
长期负债合计	663,798.38	72.11%	428,255.00	67.13%
负债合计	920,494.84	100.00%	637,985.92	100.00%
其中：有息债务	804,539.45	87.40%	514,899.00	80.71%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司长期负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2015年末，公司长期借款规模达421,287.00万元，同比增长100.37%，其中抵押借款112,805.00万元¹，信托借款391,276.00万元²。截至2015年末，公司已发行债券总额28.00亿元，期末余额21.80亿元，其中一年内到期的应付债券3.20亿元。2016年3月，公司发行10亿元“16青州小微债”，已发行债券规模进一步增长。公司长期应付款为应付融资租赁款，2015年末为56,511.38万元。

表 15 截至 2016 年 4 月 30 日公司已发行债券情况（单位：亿元）

债券简称	期限	发行日期	面值总额	期末数
09 青州企业债	10 年	2009/05/27	6.00	2.40
12 青州债	7 年	2012/10/18	12.00	9.40
14 青州债	7 年	2014/05/29	10.00	10.00
16 青州小微债	4 年	2016/03/29	10.00	10.00
合计	-	-	38.00	31.80

资料来源：公司 2015 年审计报告

截至2015年末，包括一年内到期的长期负债、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务达804,539.45万元，同比增长56.25%，占总负债的比重达87.40%。且随着2016年公司10亿元“16青州小微债”的发行，公司有息债务进一步上升，存在较大的刚性债务压力。从有息债务偿还期限分布来看，未来五年公司到期有息债务规模较大，其中2017年到期41.27亿元，存在较大的集中偿付压力。

表 16 截至 2015 年末公司有息债务偿还期限分布（单位：亿元）

时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以上	合计
金额	14.07	41.27	7.01	13.90	1.13	3.07	80.45
占比	17.49%	51.30%	8.71%	17.28%	1.40%	3.82%	100.00%

资料来源：公司提供

2015年末，公司资产负债率为45.72%，同比上升8.33个百分点，资产负债率上升较快。公司资产中流动资产占比较高，流动比率指标维持在较高水平，但由于流动资产以存货为

¹ 未扣除一年内到期的借款

² 未扣除一年内到期的借款

主，速动比率相对较弱。2015年，公司EBITDA规模有所增长，但由于有息债务规模上升较快，利息支出增长较多，使得EBITDA利息保障倍数有所下滑，且表现较弱。

表 17 2014-2015 年公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	45.72%	37.39%
流动比率	7.69	7.69
速动比率	2.05	1.56
EBITDA（万元）	41,959.44	35,766.38
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.29
有息债务/EBITDA	19.17	14.40

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2015年末，公司对外担保余额577,956.02万元，占公司所有者权益的比例为52.89%，对外担保金额较大，且部分为民营企业，存在较大的或有负债风险。

表 18 截至 2015 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
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.11.18-2021.11.18	50,000.00	45,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.12.16-2017.12.16	40,000.00	40,000.00
青州海岱旅游发展有限责任公司	保证	2010.06.11-2017.06.08	20,000.00	5,000.01
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	7,500.00
青州市城市建设投资开发有限公司	保证	2015.03.10-2017.03.10	14,000.00	13,960.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2013.11.20-2016.05.20	10,000.00	5,571.95
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2014.12.30-2017.12.29	10,000.00	7,000.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2013.03.22-2018.12.15	10,000.00	8,300.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2013.09.04-2018.12.15	5,000.00	2,925.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2015.08.28-2016.08.27	3,200.00	3,200.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2015.08.26-2016.08.25	2,000.00	995.77
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2015.12.28-2016.11.30	2,000.00	2,000.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	保证	2015.12.29-2016.12.05	2,000.00	2,000.00
山东多路驰橡胶股份有限公司	抵押	2015.12.24-2016.12.18	3,000.00	3,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.06.17-2016.06.16	10,000.00	10,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2014.12.19-2016.12.16	7,000.00	6,900.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.11.24-2016.11.23	5,000.00	5,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2014.12.15-2016.12.01	500.00	500.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.02.06-2016.12.01	5,000.00	4,990.00

青州市宏利水务有限公司	保证	2013.11.13-2018.11.13	3,300.00	2,163.29
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.09.15-2016.03.15	3,000.00	3,000.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.02.05-2016.02.04	1,500.00	1,500.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.12.03-2016.12.03	500.00	500.00
青州市宏利水务有限公司	保证	2015.07.31-2016.07.28	2,000.00	2,000.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2015.04.13-2018.04.13	5,000.00	5,000.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2015.02.06-2016.02.05	2,200.00	2,200.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2015.02.06-2016.02.05	2,200.00	2,200.00
青州市瑞通投资发展有限公司	保证	2014.10.27-2020.01.09	10,000.00	10,000.00
青州市天源城乡建设发展有限公司	抵押	2014.10.31-2018.10.31	39,000.00	10,000.00
		2015.06.23-2018.09.15		29,000.00
青州海岱旅游发展有限责任公司	保证抵押	2010.09.13-2018.09.12	8,000.00	5,000.00
青州市广播电视中心	抵押	2011.06.24-2017.06.12	3,000.00	1,700.00
		2011.07.08-2017.06.12	1,000.00	1,000.00
晖泽水务（青州）有限公司	保证	2015.05.22-2016.05.04	3,000.00	3,000.00
晖泽水务（青州）有限公司	保证	2015.12.24-2016.12.23	3,000.00	3,000.00
青州市山水园林工程有限公司	保证	2015.09.29-2016.09.28	4,900.00	4,900.00
青州市人民医院	保证	2015.03.30-2016.01.25	12,000.00	12,000.00
山东鼎诺工程有限公司	保证	2015.09.30-2016.09.30	1,000.00	1,000.00
山东青能动力股份有限公司	保证抵押	2012.03.23-2017.09.20	7,980.00	2,500.00
青州广播电视传媒集团股份有限公司	保证	2015.02.06-2016.02.02	2,000.00	2,000.00
山东省华盛农业股份有限公司	保证	2015.12.23-2016.12.22	500.00	500.00
山东省华盛农业股份有限公司	保证	2016.01.05-2017.01.04	1,000.00	1,000.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2014.10.29-2015.10.28	2,200.00	2,200.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2015.10.29-2016.10.28	2,000.00	2,000.00
山东庆大化工有限公司	保证	2015.12.02-2016.12.01	600.00	600.00
山东青能动力股份有限公司	保证	2015.09.09-2016.09.09	1,000.00	1,000.00
青州市城市建设投资开发有限公司	抵押	2012.03.30-2020.03.29	50,000.00	32,100.00
青州海晏投资置业有限公司	抵押	2015.07.29-2023.07.24	48,000.00	48,000.00
青州市瑞通投资发展有限公司	抵押	2013.10.31-2020.08.31	28,000.00	24,150.00
青州市宏利水务有限公司	抵押	2013.10.21-2019.04.20	38,000.00	38,000.00
青州广播电视传媒集团股份有限公司	抵押	2012.02.24-2018.10.14	16,000.00	13,000.00
青州市银通新农村建设投资有限公司	抵押	2012.11.24-2017.10.27	19,000.00	19,000.00
青州市银通新农村建设投资有限公司	抵押	2015.01.06-2015.11.05	4,900.00	4,900.00
青州市银通新农村建设投资有限公司	抵押	2015.04.27-2016.04.19	3,100.00	3,100.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2012.11.19-2018.1.15	7,000.00	3,200.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2015.07.29-2016.07.27	4,000.00	4,000.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2015.06.26-2016.06.25	4,000.00	4,000.00

山东省青州实验中学	抵押	2013.03.25-2016.03.24	7,900.00	5,900.00
青州市水利建筑总公司	抵押	2015.09.01-2016.08.30	5,000.00	5,000.00
青州市水利建筑总公司	保证	2015.01.29-2016.01.28	3,000.00	3,000.00
青州市水利建筑总公司	保证	2015.09.22-2016.09.22	3,000.00	3,000.00
青州市水利建筑总公司	保证	2015.08.10-2016.04.10	2,000.00	2,000.00
青州市水利建筑总公司	保证	2015.03.31-2016.03.20	3,000.00	3,000.00
青州市水利建筑总公司	抵押	2015.08.07-2016.06.17	4,000.00	4,000.00
青州市云门庄园葡萄酒业有限公司	担保	2015.07.13-2016.01.12	1,000.00	1,000.00
青州市云门庄园葡萄酒业有限公司	担保	2015.09.25-2016.08.16	500.00	500.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2015.03.25-2016.03.24	5,000.00	5,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	保证	2015.06.19-2016.03.15	2,000.00	2,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	保证	2015.09.23-2016.03.18	4,000.00	4,000.00
山东鼎诺工程有限公司	保证	2015.10.23-2016.04.22	4,000.00	4,000.00
青州市博奥炭黑有限责任公司	保证	2015.08.25-2016.08.24	1,300.00	1,300.00
山东晨宇电气股份有限公司	保证	2015.03.31-2016.03.30	500.00	500.00
山东亚泰机械有限公司	抵押	2015.11.20-2016.11.16	3,000.00	3,000.00
青州东晖工程安装有限公司	抵押	2015.11.13-2016.11.11	2,700.00	2,700.00
青州市天虹路灯照明有限公司	抵押	2015.11.20-2016.11.18	2,000.00	2,000.00
青州市云门旅游置业发展有限公司	抵押	2015.04.29-2020.04.21	10,000.00	10,000.00
青州市世安市政建设养护有限公司	抵押	2015.04.28-2016.04.20	3,500.00	3,500.00
青州市世安市政建设养护有限公司	抵押	2015.01.20-2016.01.13	400.00	400.00
青州市世安市政建设养护有限公司	抵押	2015.03.11-2016.03.07	400.00	400.00
青州市世安市政建设养护有限公司	抵押	2015.11.26-2016.10.24	1,200.00	1,200.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2015.04.28-2016.04.20	3,500.00	3,500.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2015.03.31-2016.03.28	3,500.00	3,500.00
山东桥山建设工程有限公司	抵押	2015.04.01-2016.03.25	3,000.00	3,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2015.07.31-2016.07.28	2,000.00	2,000.00
青州鸿达公路工程有限责任公司	抵押	2015.11.30-2016.11.29	1,800.00	1,800.00
山东青能动力股份有限公司	抵押	2015.06.16-2016.05.25	1,400.00	1,400.00
潍坊工程职业学院	担保	2015.09.02-2016.09.01	2,500.00	2,500.00
山东威力天地机械股份有限公司	担保	2015.12.10-2016.12.08	1,700.00	1,700.00
潍坊工程职业学院	担保	2015.09.02-2016.09.02	500.00	500.00
潍坊工程职业学院	担保	2015.12.15-2016.12.15	2,000.00	2,000.00
青州市四通物资有限公司	担保	2015.10.16-2016.01.13	3,000.00	3,000.00
山东盛世泰来橡胶科技有限公司	担保	2015.12.30-2016.06.30	1,500.00	1,500.00
山东盛世泰来橡胶科技有限公司	担保	2015.12.30-2016.11.25	2,500.00	2,500.00
青州盛景花卉苗木有限公司	担保	2015.12.30-2016.12.02	2,000.00	2,000.00
山东庆大化工有限公司	抵押	2015.01.30-2016.01.29	500.00	500.00

山东庆大化工有限公司	抵押	2015.06.16-2016.06.15	900.00	900.00
合计			664,280.00	577,956.02

资料来源：公司2015年审计报告

七、评级结论

2015年，青州市实现地区生产总值578.8亿元，同比增长8.3%，地方综合财力和公共财政收入分别为84.50万元和41.96万元，同比分别增长1.93%和10.15%，青州市经济和财政实力进一步增强；2015年，公司实现基础设施建设项目回购收入82,927.45万元，同比大幅增长，截至2015年末，公司尚剩余待回购金额约23.30亿元，未来回购收入较有保障；2015年公司获得政府补贴收入41,800万元，当地政府对公司的支持力度较大。

同时，我们也关注到青州市地方综合财力中政府性基金收入占比仍较高，未来可能出现波动；公司资产以土地使用权及开发成本为主，截至2015年末，占资产总额42.28%的土地资产已抵押，资产流动性较弱；公司存在一定的筹资压力；截至2015年末，公司有息债务合计达804,539.45万元，同比增长56.25%，面临较大的刚性债务压力；截至2015年末，公司对外担保余额为57.80亿元，占公司所有者权益的比重为52.89%，对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险等风险因素。

基于以上分析，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，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：			
货币资金	103,854.41	53,510.89	2,954.76
应收票据	4,464.00	9,550.00	110.00
应收账款	-	-	4,496.00
其他应收款	260,297.40	101,114.93	39,562.71
预付账款	151,186.40	156,128.55	170,021.77
存货	1,448,148.12	1,284,845.49	1,057,013.47
其他流动资产	6,603.51	7,513.61	7,407.81
流动资产合计	1,974,553.85	1,612,663.47	1,281,566.52
固定资产原价	8,460.56	73,011.24	72,717.55
减：累计折旧	2,438.64	12,026.30	9,914.07
固定资产净值	6,021.92	60,984.94	62,803.48
在建工程	21,316.46	31,111.35	23,914.74
固定资产合计	27,338.37	92,096.29	86,718.23
无形资产	11,305.76	1,339.66	1,880.05
资产总计	2,013,197.98	1,706,099.42	1,370,164.80
应付账款	35,874.17	33,001.00	1,389.91
应付利息	6,889.29	7,509.47	3,254.28
应交税金	15,499.93	11,063.32	8,139.17
其他应交款	817.78	569.00	431.17
其他应付款	56,874.21	70,944.14	70,152.22
一年内到期的长期负债	140,741.07	86,644.00	21,694.00
流动负债合计	256,696.45	209,730.92	105,060.74
长期借款	421,287.00	210,255.00	71,199.00
应付债券	186,000.00	218,000.00	150,000.00
长期应付款	56,511.38	-	-
长期负债合计	663,798.38	428,255.00	221,199.00
负债合计	920,494.84	637,985.92	326,259.74
实收资本	11,800.00	11,800.00	11,800.00
资本公积	878,382.62	878,382.62	878,382.62
盈余公积	13,104.64	13,104.64	13,104.64
未分配利润/（或未弥补亏损）	189,415.90	164,826.25	140,617.81
所有者权益合计	1,092,703.15	1,068,113.50	1,043,905.06
负债和所有者权益总计	2,013,197.98	1,706,099.42	1,370,164.80

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、主营业务收入	97,927.53	73,517.67	65,008.92
减：主营业务成本	70,610.02	52,452.86	50,006.43
主营业务税金及附加	11,677.96	7,323.62	3,673.00
二、主营业务利润	15,639.55	13,741.18	11,329.48
减：管理费用	17,248.42	9,611.21	7,153.11
财务费用	15,601.48	10,353.88	8,043.00
其中：利息支出	15,145.98	8,905.31	6,154.81
利息收入	1,222.19	1,348.36	382.76
三、营业利润	-17,210.35	-6,223.90	-3,866.62
加：补贴收入	41,800.00	30,484.37	26,555.39
营业外收入	-	-	2.44
减：营业外支出	-	52.02	15.13
四、利润总额	24,589.65	24,208.44	22,676.08
减：所得税	-	-	-
五、净利润	24,589.65	24,208.44	22,676.08

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 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	97,927.53	78,013.67	65,008.92
收到其他与经营活动有关的现金	43,037.19	31,833.21	26,938.15
经营活动现金流入小计	140,964.72	109,846.88	91,947.07
购买商品、接受劳务支付的现金	170,112.41	261,837.67	89,353.38
支付给职工以及为职工支付的现金	46.44	65.17	40.00
支付的各项税费	15,303.28	11,699.58	5,182.36
支付其他与经营活动有关的现金	162,744.20	19,608.32	14,260.84
经营活动现金流出小计	348,206.33	293,210.74	108,836.58
经营活动产生的现金流量净额	-207,241.61	-183,363.86	-16,889.51
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收回的现金净额	31,589.88	-	-
投资活动现金流入小计	31,589.88	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,151.51	7,490.30	8,307.31
投资活动现金流出小计	10,151.51	7,490.30	8,307.31
投资活动产生的现金流量净额	21,438.37	-7,490.30	-8,307.31
三、筹资活动产生的现金流量：			
发行债券收到的现金	-	100,000.00	-
取得借款收到的现金	421,826.00	197,450.00	35,000.00
筹资活动现金流入小计	421,826.00	297,450.00	35,000.00
偿还债务支付的现金	124,007.51	25,444.00	16,194.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51,309.44	27,802.82	17,906.39
支付其他与筹资活动有关的现金	10,362.30	2,792.89	2,342.06
筹资活动现金流出小计	185,679.24	56,039.71	36,442.45
筹资活动产生的现金流量净额	236,146.76	241,410.29	-1,442.45
四、现金及现金等价物净增加额	50,343.52	50,556.13	-26,639.26

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	24,589.65	24,208.44	22,676.08
加：计提的资产减值准备	5,235.59	1,145.85	527.01
固定资产折旧	1,198.82	2,112.24	1,667.00
无形资产摊销	287.59	540.39	540.39
长期待摊费用摊销	737.40	-	-
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)	15,145.98	11,698.20	6,154.81
存货的减少(减：增加)	-163,302.63	-227,832.03	-37,954.48
经营性应收项目的减少(减：增加)	-159,475.92	-34,957.13	-3,393.21
经营性应付项目的增加(减：减少)	69,079.30	39,720.18	-7,122.25
经营活动产生的现金流量净额	-207,241.61	-183,363.86	-16,889.51
现金的期末余额	103,854.41	53,510.89	2,954.76
减：现金的期初余额	53,510.89	2,954.76	29,594.03
现金及现金等价物净增加额	50,343.52	50,556.13	-26,639.26

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

指标名称	2015 年	2014 年	2013 年
有息债务（万元）	804,539.45	514,899.00	242,893.00
资产负债率	45.72%	37.39%	23.81%
流动比率	7.69	7.69	12.20
速动比率	2.05	1.56	2.14
负债与所有者权益比率	84.24%	59.73%	31.25%
EBITDA（万元）	41,959.44	35,766.38	31,038.28
EBITDA 利息保障倍数	0.78	1.29	1.76
主营业务毛利率	27.90%	28.65%	23.08%
期间费用率	33.55%	27.16%	23.38%
总资产回报率	2.14%2.05	2.15%	2.39%
收现比	1.00	1.06	1.00

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015年末公司存货中土地资产情况（单位：万平方米、万元）

序号	土地证号	使用权类型	用途	面积	账面价值
1	青国用（2010）第 03133 号	出让	商业、住宅	49.56	76,251.95
2	青国用（2008）第 05010 号	出让	商业、住宅	66.30	31,182.90
3	青国用（2006）第 13056 号	出让	垃圾污水处理	10.63	473.73
4	青国用（2006）第 11009 号	出让	商住	15.06	3,057.15
5	青国用（2007）第 031569 号	出让	商业、住宅	93.34	29,467.72
6	青国用（2010）第 03185 号	出让	商业、住宅	23.68	17,601.35
7	青国用（2008）第 01041 号	出让	商业、住宅	35.91	95,164.61
8	青国用（2008）第 15009 号	出让	商业、住宅	68.93	63,608.41
9	青国用（2011）第 01011 号	出让	商住	32.02	3,439.48
10	青国用（2011）第 01016 号	出让	商住	25.33	1,861.95
11	青国用（2013）第 01254 号	出让	商住	7.51	806.35
12	青国用（2011）第 10003 号	出让	商住	31.62	2,977.84
13	青国用（2011）第 10004 号	出让	商住	38.81	3,655.04
14	青国用（2011）第 01012 号	出让	商住	31.60	2,970.88
15	青国用（2011）第 01013 号	出让	商住	30.86	2,911.05
16	青国用（2011）第 01017 号	出让	商住	17.05	1,605.23
17	青国用（2012）第 01001 号	出让	商住	20.00	1,883.40
18	青国用（2012）第 03122 号	出让	商住	37.41	28,371.56
19	青国用（2012）第 03124 号	出让	商住	35.93	27,248.19
20	青国用（2012）第 01028 号	出让	批发零售城镇住宅	5.79	5,364.27
21	青国用（2012）第 03119 号	出让	商住	23.67	5,124.33
22	青国用（2013）第 03446 号	-	-	6.67	1,443.35
23	青国用（2013）第 03875 号	-	-	5.68	1,229.37
24	青国用（2012）第 03120 号	出让	商住	22.70	4,914.18
25	青国用（2013）第 03644 号	出让	商住	8.67	1,876.37
26	青国用（2013）第 031818 号	出让	商住	2.93	635.02
27	青国用（2013）第 031127 号	出让	商住	2.67	577.63
28	青国用（2012）第 03031 号	出让	商住	19.66	2,554.84
29	青国用（2012）第 01032 号	出让	商住	19.93	2,589.48
30	青国用（2012）第 03033 号	出让	商住	19.97	2,594.79
31	青国用（2012）第 03035 号	出让	商住	19.66	2,553.77
32	青国用（2012）第 03036 号	出让	商住	6.63	861.65
33	青国用（2012）第 03042 号	出让	商住	13.33	1,732.33
34	青国用（2012）第 03038 号	出让	商住	19.96	2,593.53
35	青国用（2012）第 03037 号	出让	商住	19.99	-

36	青国用（2012）第 03039 号	出让	商住	6.59	856.09
37	青国用（2013）第 03726 号	出让	商住	13.33	1,732.35
38	青国用（2012）第 03034 号	出让	商住	19.87	2,582.10
39	青国用（2012）第 03040 号	出让	商住	17.00	2,208.74
40	青国用（2013）第 031105 号	出让	商住	2.97	386.24
41	青国用（2012）第 03041 号	出让	商住	17.50	2,274.16
42	青国用（2014）第 03373 号	出让	商住	20.23	2,628.57
43	青国用（2013）第 031436 号	出让	商住	13.33	1,732.35
44	青国用（2014）第 03027 号	出让	商住	6.67	866.17
45	青国用（2014）第 03028 号	出让	商住	3.33	433.08
46	青国用（2012）第 03121 号	出让	商住	34.83	4,525.06
47	青国用（2013）第 031878 号	出让	商住	26.97	42,046.00
48	青国用（2013）第 031879 号	出让	商住	22.35	34,834.37
49	青国用（2013）第 031880 号	出让	商住	29.18	45,491.03
50	青国用（2013）第 031881 号	出让	商住	5.20	8,105.58
51	青国用（2014）第 03374 号	出让	商住	8.80	14,654.00
52	青国用（2013）第 032650 号	出让	商住	4.80	7,482.08
53	青国用（2013）第 032651 号	出让	商住	4.70	7,326.20
54	青国用（2013）第 032652 号	出让	商住	4.50	7,014.45
55	青国用（2014）第 03005 号	出让	商住	4.80	7,993.09
56	青国用（2014）第 03006 号	出让	商住	4.70	7,826.57
57	青国用（2014）第 03007 号	出让	商住	4.50	7,493.52
58	青国用（2013）第 031968 号	出让	商住	2.60	4,052.79
59	青国用（2013）第 032653 号	出让	商住	2.02	3,151.83
60	青国用（2014）第 03184 号	出让	商住	13.33	22,202.64
61	青国用（2013）第 031969 号	出让	商住	20.60	32,111.21
62	青国用（2013）第 031970 号	出让	商住	12.94	20,169.34
63	青国用（2013）第 031971 号	出让	商住	14.00	21,822.73
64	青国用（2013）第 031972 号	出让	商住	14.00	21,822.73
65	青国用（2013）第 011866 号	出让	批发零售	1.91	4,777.80
66	青国用（2014）第 03168 号	出让	商住	7.15	5,318.73
67	青国用（2014）第 03001 号	出让	商住	5.00	3,717.26
68	青国用（2014）第 03004 号	出让	商住	1.66	1,233.16
69	青国用（2014）第 03002 号	出让	商住	2.01	1,495.30
70	青国用（2014）第 03003 号	出让	商住	5.00	3,717.26
71	青国用（2014）第 03171 号	出让	商住	6.67	4,958.82
72	青国用（2014）第 03172 号	出让	商住	6.67	4,956.59
73	青国用（2014）第 03173 号	出让	商住	7.00	5,204.16
74	青国用（2014）第 03174 号	出让	商住	6.65	4,940.90
75	青国用（2014）第 03175 号	出让	商住	6.95	5,168.92
76	青国用（2014）第 03176 号	出让	商住	6.15	4,574.38

77	青国用（2014）第 03177 号	出让	商住	7.00	5,204.16
78	青国用（2014）第 03178 号	出让	商住	5.66	4,204.29
79	青国用（2014）第 03179 号	出让	商住	7.30	5,429.72
80	青国用（2014）第 03180 号	出让	商住	7.00	5,204.16
81	青国用（2014）第 03240 号	出让	商住	6.48	4,821.21
82	青国用（2014）第 03024 号	出让	商住	2.67	1,982.54
83	青国用（2014）第 03241 号	出让	商住	5.54	4,121.32
84	青国用（2014）第 03242 号	出让	商住	7.36	5,470.61
85	青国用（2014）第 03243 号	出让	商住	6.50	4,834.74
86	青国用（2014）第 03244 号	出让	商住	6.67	4,956.59
87	青国用（2014）第 03245 号	出让	商住	6.85	5,089.82
88	青国用（2014）第 03246 号	出让	商住	6.64	4,939.94
89	青国用（2015）第 D01028 号	出让	其他商服用地	1.12	6,046.15
90	青国用（2015）第 D01029 号	出让	其他商服用地	0.22	1,206.75
91	青国用（2015）第 D13032 号	出让	商住	0.90	1,690.19
92	青国用（2015）第 D13034 号	出让	商住	0.38	708.88
93	青国用（2015）第 D13036 号	出让	商住	0.06	106.07
94	青国用（2015）第 D13035 号	出让	商住	0.25	474.86
95	青国用（2015）第 D13030 号	出让	商住	1.32	2,485.27
96	青国用（2015）第 D13031 号	出让	商住	1.25	2,337.77
97	青国用（2015）第 D13029 号	出让	商住	3.63	6,812.13
98	青国用（2015）第 D13033 号	出让	商住	0.77	1,438.03
99	青国用（2015）第 D13028 号	出让	商住	4.63	8,690.99
100	青国用（2015）第 D03060 号	出让	商住	0.17	324.45
101	青国用（2015）第 D03056 号	出让	商住	4.77	8,926.99
102	青国用（2015）第 D03059 号	出让	商住	2.18	4,080.59
103	青国用（2015）第 D03057 号	出让	其他商服用地	2.88	5,395.38
104	青国用（2015）第 D03061 号	出让	商住	0.30	558.11
105	青国用（2015）第 D03058 号	出让	商住	5.58	10,446.38
106	鲁（2016）青州市不动产权第 0000282 号	出让	其他商服用地	2.22	6,323.21
107	鲁（2016）青州市不动产权第 0000283 号	出让	其他商服用地	2.84	8,106.83
合计	-	-	-	1,419.07	949,490.18

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	有息债务	一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券+长期应付款
	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	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	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。