

跟踪评级公告

联合[2013] 813 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“10德州债”及“12德州城投债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十八日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

德州德达城市建设投资运营有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 德州债	7 亿元	2010/8/9-2017/8/9	AA	AA
12 德州城投债	10 亿元	2012/10/18-2019/10/18	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	18.38	5.71	10.38
资产总额(亿元)	126.78	151.55	284.47
所有者权益(亿元)	67.59	91.53	174.20
短期债务(亿元)	0.02	1.00	2.19
全部债务(亿元)	43.36	39.84	78.09
营业收入(亿元)	12.82	23.69	26.12
利润总额(亿元)	2.97	4.68	7.49
EBITDA(亿元)	3.50	6.18	10.10
经营性净现金流(亿元)	1.10	-1.66	2.26
营业利润率(%)	28.49	27.06	32.69
净资产收益率(%)	4.41	5.24	4.17
资产负债率(%)	46.68	39.60	38.76
全部债务资本化比率(%)	39.08	30.32	30.95
流动比率(%)	697.99	557.36	627.11
全部债务/EBITDA(倍)	12.40	6.45	7.73
经营现金流流动负债比(%)	7.95	-8.46	6.75

分析师

焦洁

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 德州德达城市建设投资运营有限公司(以下简称“公司”)继续在地区经营环境、运营模式及政府支持等方面保持突出优势。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)注意到, 公司自营业务易受地产政策调控和市场影响、经营净现金流波动大、其他应收款回收时间存在不确定性等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

跟踪期内, 随着公司资产总额增多, 业务范围的扩大, 主营业务收入规模将有望增长, 盈利水平提升; 同时, 政府对公司的土地开发业务提供了大力支持, 2012 年, 公司共获得土地注入 82.46 亿元。

“10 德州债”通过设立专项偿债基金, 并委托第三方中国银行德州德城区支行对偿债基金进行监管, 偿债基金来源公司自营收益; 专项偿债基金的设立增强了对“10 德州债”的保障。“12 德州城投债”将在存续期的后五年分别按照每年 20% 的比例分期偿还本金, 有助于缓解集中偿付压力。

综合以上, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“10 德州债”和“12 德州城投债”AA 的信用等级。

优势

1. 德州市经济发展稳定, 地区财政实力快速增强, 为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 作为德州市政府重点支持企业, 公司近年来持续获得政府资金、土地注入及政策支持。
3. 公司资产规模扩大, 自有经营业务规模持续扩大, 有利于公司长期发展。

关注

1. 公司其他应收款占比较大, 回收时间存在不确定性。
2. 公司存货占比较大, 以土地使用权为主, 其

变现周期和交易价格受市场供求影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与德州德达城市建设投资运营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与德州德达城市建设投资运营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因德州德达城市建设投资运营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由德州德达城市建设投资运营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于德州德达城市建设投资运营有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“公司”），前身为德州市财政局全资下属的德州市德发城市经营建设投资有限公司（以下简称“德发公司”），该公司成立于2006年10月，注册资金3亿元。2009年7月20日，经德州市财政局德财资股[2009]38号文件批准，德发公司吸收合并原德州德达城市建设投资运营有限公司，合并基准日为2009年8月31日，合并后公司名称沿用被合并方“德州德达城市建设投资运营有限公司”的名称。合并后公司的注册资本提升为20亿元，德州市财政局持有公司100%的权益。截至2013年3月底，注册资本为20亿元。

公司营业执照的经营范围涉及包括国有资产投资及运营管理、城市基础设施建设运营、土地收购储备及开发经营、物业管理、房产开发、项目投资及咨询服务；户外广告经营；对融资、投资、贷款的担保。

目前，公司集投资开发、股权管理、项目融资等功能于一体，主要从事土地及房产开发、基础设施建设投资、国有资产的投资及运营管理，包括城市土地、道路、桥涵、排水、防洪、道路照明、供水、供热、供气、公共交通等有形资产的经营管理，基础设施冠名权、城市户外广告经营权等无形资产的经营管理。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设计划与资金运筹部、政策法规部、市场开发部、工程项目部、综合业务部、办公室、人力资源部、财务部等8个管理部门，拥有6家全资及控股子公司。截至2013年3月底，公司本部及下属单位在职人员共计841人。

截至2012年底，公司资产284.47亿元，所有者权益为174.20亿元（其中少数股东权益61.92亿元）。2012年，公司实现营业收入26.12亿元，利润总额7.49亿元。

公司注册地址：德州市德城区湖滨中大道1268号。法定代表人：王建军。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”

目标实现。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京等 10 个省(直辖市、计划单列市)。基础设施建设方面，截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，

国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

1. 市政投资建设

行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供

给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清

理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2013年3月，银监会内部下发《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（以下简称“指导意见”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款

实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上(含70%)必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。(1)禁止地方政府公益性项目向影子银行举债(2)地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购(BT)责任等方式举借政府性债务(3)地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目(4)制止地

方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。

2. 区域经济

根据核算，2012年德州市全市实现地区生产总值(GDP)2230.56亿元，按可比价格计算，比上年增长12.1%。其中第一产业增加值244.39亿元，增长5.2%；第二产业增加值1208.65亿元，增长14.7%；第三产业增加值777.52亿元，增长10.2%。三次产业比例由上年的11.8:54.3:33.9调整为10.9:54.2:34.9。

表1 近年来德州市经济发展状况(单位:亿元)

科目	2011年	2012年
1) 地区 GDP	1950	2230
三产业比例	12:54:34	10.8: 55.2: 34
2) 地区财政总收入	167	203.24
其中: 地方一般预算收入	95.1	120.24
基金预算收入	84.87	109.06
3) 上级补贴收入	100.14	122.94
其中: 转移支付收入合计	48.66	57.544
专款收入	40.03	53.95
税收返还收入	11.45	11.45

资料来源: 德州市财政局

注: 表中地区财政总收入不含基金预算收入

固定资产投资完成 1401.62 亿元，增长23.4%。其中，第一产业投资 21.07 亿元，下降16.6%；第二产业投资 725.45 亿元，增长 29.6%，其中工业投资 703.92 亿元，增长 28.9%；第三产业投资 655.10 亿元，增长 30.4%。三次产业投资比例由上年的 2.2:55.2:42.6 调整为

1.5:51.8:46.7。其中，第三产业投资增长高于全市投资平均增幅 7.0 个百分点。基础设施投资 119.1 亿元，增长 35.4%。工业投资中，技术改造投资 420.2 亿元，增长 19.7%。新兴产业完成投资 100.7 亿元，同比增长 41.0%。固定资产投资规模亿元以上施工项目 401 个，增长 47.4%，完成投资 654 亿元，增长 65.8%。

2012 年德州市财政总收入 203.24 亿元，增长 21.5%。地方财政收入 120.2 亿元，增长 26.5%。其中，税收收入 85.6 亿元，增长 28.2%。财政支出 242.1 亿元，增长 26.6%。其中，一般公共服务支出 21.38 亿元，增长 12.5%；教育支出 51.67 亿元，增长 23.7%；社会保障和就业支出 27.99 亿元，增长 30.3%。国税收入 81.75 亿元，增长 14.2%；地税收入 77.56 亿元，增长 29.1%。

跟踪期内，政府对公司土地开发业务提供了大力支持。2012 年 2 月，德州市政府将位于德州市经济开发区辖区内的 8266.28 亩、规划用途为“商住”的国有建设用地注入公司，列入存货及资本公积；2012 年 3 月，德州市政府向新农村公司划入土地资产 24.39 亿元；同年 6 月，德州市财政局向公司划入土地资产 58.07 亿元反映在资本公积科目，对公司的土地开发业务提供了大力支持。

总体看，跟踪期内德州市经济发展较快，财政实力较强，城市化进程快速稳定，地方政府对公司支持力度较大，为公司发展提供了良好的外部保障。

五、基础素质分析

1. 产权结构

截至2012年底，注册资本为20 亿元。德州市财政局持有公司100%的权益。

2. 企业规模与实力

公司是经德州市财政局批准设立的国有独资公司，在区域内具有较强的竞争优势。公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设计划与资金运筹部、政策法规部、市场开发部、工

程项目部、综合业务部、办公室、人力资源部、财务部等 8 个管理部门，拥有 6 家全资及控股子公司。公司经营范围涉及包括国有资产投资及运营管理、城市基础设施建设运营、土地收购储备及开发经营、物业管理、房产开发、项目投资及咨询服务；户外广告经营；对融资、投资、贷款的担保。随着公司各业务板块的发展壮大，公司资产规模及收入规模稳步增长，奠定其在区域内的竞争优势地位。

总体看，公司股东背景较好，跟踪期内，公司得到政府大力支持，未来发展前景良好。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员及管理体制无重大变动。

七、经营分析

2012 年承建的市政基础设施建设包括三八西路建设、天衢西路改造项目市政设施完善与提升项目等。城市安全与保障包括供热工程、供水工程、三干渠及周边污水管网综合整治等。文化建设及公益事业项目包括德州大剧院、博物馆、市档案馆，火车站片区改造、汽车客运站等。

跟踪期内，公司营业收入规模稳步增长，同比增长10.26%。2012年公司实现营业收入合计26.12亿元，以土地交易收入为主，其业务构成见下表：

表 2 跟踪期内，公司营业收入变化情况
(单位：万元，%)

项 目	2011 年度		2012 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	198219.21	26.90	207625.67	34.02
租赁业务	7395.60	--	9392.4	--
供水业务	4245.03	32.23	4604.1	31.57
供热业务	10945.99	19.66	10978.5	-19.9
房地产	16057.54	6.81	28557.7	41.78
合 计	236863.38	27.59	261158.37	34.29

资料来源：公司提供

（1）土地开发业务

根据德政发〔2002〕4号文件精神，公司具有德州市城市土地一级开发职能，并依据相关规定获得土地开发运营收益。德州市政府授权公司对政府划拨和项目建设土地进行整理和开发，提高土地生产能力。公司土地开发运营的流程为：公司对于储备土地进行前期的开发整理，主要包括道路、水、电、暖建设、使其周围环境得到改善，土地价值得到提高，待土地出让后，出让金扣除相关税费后的净收益返还公司作为营业收入。

公司承担德州市城区土地开发运营，2012年公司获得土地交易及其他收入为20.76亿元，其中政府回购工程款为64809.82万元，系对德州体育中心建设项目的回购款。从土地交易价格来看，土地交易价格均价达到312万元/亩。截至2013年3月底，公司拥有德州市城区总价值约145亿元的土地资产。充足的土地储备和良好的政策支持为公司未来的盈利打下了坚实的基础。从城市土地收储规划看，随着德州市中城中村和旧城区改造，以及对新城区建设步伐的加快，未来土地收储以城中村、旧城改造腾出的城区土地和新城区开发建设的土地为主。政府对公司的土地开发业务提供了大力支持，2012年，公司共获得土地注入82.46亿元（注入公司下设子公司德州新农村建设发展有限公司）。

（2）供水业务

跟踪期内，公司主要供水业务仍由第三自来水厂承担。截至2012年底，第三水厂日供水能力为10万吨，承担德州城区自来水供应。2011~2012年，供水总公司实现自来水销售收入呈稳步上升趋势，分别为4245.03万元和4604.10万元。公司供水业务毛利率基本保持稳定，2012年为31.56%。

（3）供热业务

跟踪期内，公司的供热业务仍由下属子公司德州市热力公司承担，截至2012年底，主要负责德州市湖滨路以东、大学路以北、东风路

以南至铁路以及运河开发区商贸大道（东风路南）区域内的供热经营管理，兼营德州市供热管网工程建设，具有市政公用工程总承包三级资质。目前的管网供热能力为1200万平方米。2012年采暖期供热面积957万平方米，2012年供暖收入为10978.5万元，毛利率下降主要系2012年对德州城区供热管网进行了主管网改造，主营业务成本增加。

（4）房地产开发业务

公司下设德州市房屋建设综合开发集团公司（称简房屋综合开发公司），注册资本7418万元。经营范围：建设住宅，商品房开发服务，房地产开发、经营。2010年9月份，经市政府批准，市国资办将其股权划归德达城市建设投资运营公司，作为其全资子公司。2010年公司承建德州市农村危房改造安居工程项目，主要为住宅楼、社区配套用房以及其他配套基础设施的建设。该项目总投资43亿元，截至2012年底，安居工程项目已竣工，共计投资41亿元，目前。

房地产开发方面，2012年开发面积为19.90万平方米，较2011年的15.90万平方米增加25.16%；销售收入为28557.7万元，较2011年的16057.55万元大幅提升，主要系2012年公司完成开发项目增加所致。

（5）租赁业务

公司将自有的部分房产进行出租经营以获取收入，经营租赁收入已成为公司每年稳定的现金流，跟踪期内，公司主要对外租赁资产仍为德州市行政中心大楼资产，该行政中心大楼可租赁面积94383.83平方米，2011年和2012年公司获得租赁业务收入分别为7395.60万元和9392.4万元。

跟踪期内，公司整体毛利率有所提升，主要是土地业务和房地产业务毛利率带动提升所致。由此来看，公司土地出让业务比重较高，整体经营稳定性易受房地产市场影响，存在一定不确定性。

八、募集资金使用情况

公司于 2010 年 8 月 23 日发行企业债券 7 亿元，2017 年 8 月 9 日到期，简称“10 德州城投债”，固定利率计息，票面利率为 5.71%，每年付息一次。公司已于 2012 年 8 月 9 日按时支付第二年度利息 3997 万元。截至 2012 年底，该募集资金已投入 7 亿元用于“德州市市区城中村改造项目”、“德州市城市供热管网建设项目”、“德州学院扩建项目”、“德州市体育中心建设项目”项目建设。

公司于 2012 年 10 月 18 日发行企业债券 10 亿元，2019 年 10 月 18 日到期，简称“12 德州城投债”，固定利率计息，票面利率为 7.14%，每年付息一次。截至 2012 年底，该募集资金已投入 8.5 亿元于“京沪高铁德州东站配套设施建设工程”、“德州综合汽车客运站建设工程”、“德州市第四净水厂及配套管网工程”和“德州市南运河污水处理厂及配套管网工程”项目建设。

截至 2012 年底，两期债券募投项目均已竣工。由于工程项目进度先于拨款进度，“12 德州城投债”剩余 1.5 亿元于 2013 年初投入。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2012 年财务报表已经过中磊会计师事务所¹有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2012 年底，公司资产总额 284.47 亿元，所有者权益为 174.20 亿元（其中少数股东权益 61.92 亿元）。2012 年，公司实现营业收入 26.12 亿元，利润总额 7.49 亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，伴随着公司业务规模的扩展，

公司共各项收入均有所提升，毛利率水平在土地开发业务和房地产业务利润水平提升带动下有所提升。2012 年，公司实现营业收入 26.12 亿元，较 2011 年增长 10.26%。同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 6.10 亿元、7.49 亿元和 7.27 亿元，较 2011 年分别增长 30.06%、60.04%和 51.77%，主要是收入规模增长所致。2012 年，但受公司全部债务规模增长影响，公司总资本收益率为 3.52%，较 2011 年的 4.33%下降 0.81 个百分点。

总体来看，跟踪期内公司收入利润水平明显提高，盈利能力有所提高。

3. 现金流及保障

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入主要来自公司主营业务收入以及公司与市财政局、市建委和土地交易中心在工程和土地开发中形成的往来资金流入构成。2012 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别为 21.25 亿元、32.86 亿元；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2011 年下降 10.79%，公司 2012 年收到其他与经营活动有关的现金较上年增长 29.58 亿元，主要系公司德州市农村危房改造安居工程项目收到的项目款。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别为 27.11 亿元和 23.86 亿元，较 2011 年分别增长 118.63%和 49.13%，主要系公司存货大量增加及开发项目支出增加，同时，支出增加主要是公司开发项目往来款增加所致；同期，公司经营活动产生的现金流量净额 2.26 亿元较 2011 年的-1.66 有显著增加。

从收入实现质量看，2012 年，公司现金收入比为 81.37%，较 2011 年的 100.58%，下降 19.21 个百分点，收入的现金实现质量快速下降。

从投资活动看，跟踪期内，公司投资活动现金流以流出为主，2012 年，公司投资活动现金流出为 30.54 亿元，较 2011 年增长 25.52 亿

¹ 2012 年，由于中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和 2011 年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。证监会拟对中磊会计师事务所没收业务收入 138 万元，并处以 2 倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

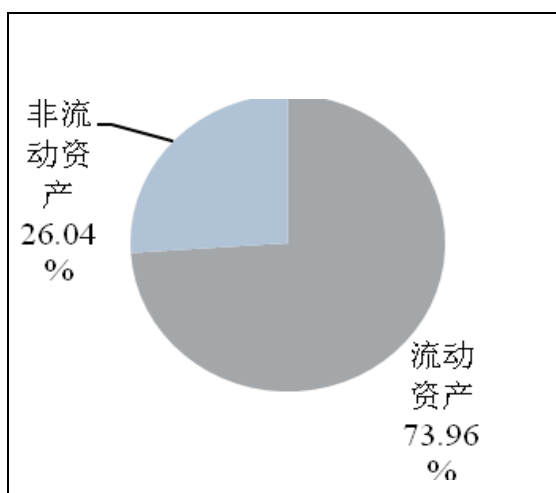
元，主要系公司投资德州市农村危房改造安居工程所致；受投资活动支出增加影响，投资活动产生的现金净流出量为 30.49 亿元，较 2011 年大幅增加，公司投资规模有所扩大。

从筹资活动看，2012 年，公司筹资活动现金流入为 44.30 亿元，较 2011 年增长 37.27 亿元，主要是融入的银行借款，此外，公司吸收投资 10.26 亿元，主要系公司 2012 年发行的 10 亿元企业债券，计入应付债券科目；同期，公司筹资活动现金流出为 11.62 亿元，较 2011 年下降 16.94%，主要是债务和银行借款本息的偿还。2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 32.68 亿元。整体看，随着公司投资规模的加大，公司对外融资依赖性有所加强。

4. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产增长较为迅速。截至 2012 年底，公司资产总额为 284.47 亿元，较 2011 年底增长 87.71%，资产总额增幅较大，其中流动资产占 73.96%，非流动资产占 26.04%。

图 1 2012 年底公司资产构成情况



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司流动资产同比增长 92.47%。其中以货币资金和存货的快速增加为主，并在流动资产中占主导地位。截至 2012 年底，公司流动资产合计 210.41 亿元，其中存货、货币资金、应收账款占比分别为 78.08%、4.93%

和 7.27%，构成了流动资产的主要部分。

截至 2012 年底，公司货币资金为 10.38 亿元，较 2011 年底增长 81.79%，主要系银行存款大幅增加所致。

截至 2012 年底，公司存货为 164.28 亿元，较 2011 年底增长 134.79%，主要系政府注入土地，公司土地储备大幅增加所致。

截至 2012 年底，公司其他应收款为 18.51 亿元，较 2011 年底增长 31.56%。公司按不同账龄比例计提了 0.10 亿元的坏账准备，前五名债务人欠款金额合计占 40.54%，主要为市政府部门的欠款，整体回款风险较小，但回款周期受到资金拨付效率的影响，存在一定的不确定性。

截至 2012 年底，公司应收账款为 15.30 亿元，较 2011 年底小幅下降 1.99%，其中德州市财政局欠款金额为 14.60 亿元，占到应收账款总额的 95.07%，主要为应收财政局土地款及 BT 项目回购款等款项。公司计提了 0.06 亿元的坏账准备，坏账计提比例较低。

截至 2012 年底，公司固定资产合计为 12.79 亿元，较 2011 年底增长 11.61%。公司固定资产以房屋建筑物为主（占 96.09%），同期，公司在建工程为 44.11 亿元，较 2011 年底增长 235.69%，主要系公司投入农村危房改造安居工程（该项目为政府代建项目）大幅增加所致。

截至 2012 年底，公司无形资产为 15.60 亿元，较 2011 年底减少 0.83%，公司无形资产累计摊销 0.93 亿元。

整体看，跟踪期内公司资产增长快速，资产负债中存货占比较大，容易受到房地产行业景气度波动及相关政策的影响，交易变现周期存在一定的不确定性。此外，公司其他应收款规模大，计提坏账准备不充分，尽管主要债务人资质较好，但回款周期易受到地方政府部门资金拨付效率的影响，存在不确定性。

跟踪期内，受益于德州市财政局划入 82.46 土地资产，以及公司自身利润的积累，公司所有者权益同比增长 90.32%。截至 2012 年底，

公司所有者权益为 174.20 亿元，其中实收资本占 11.48%、资本公积占 41.42%、盈余公积占 1.05%、未分配利润占 10.64%；其中少数股东权益占 35.55%。公司资本公积中其他资本公积增加 16.90 亿元，是由于被投资单位资本公积增加所致，本公司按持股比例确认的资本公积；公司少数股东权益增加主要系政府注入土地于子公司德州新农村建设发展有限公司（公司持有其 33.33%股权，财政局持有其 66.67%股权）所致。公司所有者权益结构稳定性好。

跟踪期内，公司负债大幅增长，截至 2012 年底，公司负债总额为 110.28 亿元，较 2011 年底增长 83.74%，其中流动负债占 30.43%，非流动负债占 69.57%。

截至 2012 年底，公司全部债务为 78.09 亿元，较 2011 年底增长 96.01%，主要系长期借款、应付债券增加所致。公司非有息债务以其他应付款为主，截至 2012 年底，公司其他应付款为 28.03 亿元，较 2011 年底增长 72.92%，主要是关联单位的往来款项，其中，德州市财政局持有其他应付款 19.12%的债权。

跟踪期内，截至 2012 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.35%、30.95%和 38.76%，较 2011 年底分别增长 0.56 个百分点、0.63 个百分点和下降 0.84 个百分点，公司负债水平略有下降，但债务负担略有加重。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率有所上升，但速动比率指标有所下降，截至2012年底分别为 627.11%和137.50%。截至2012年，公司现金类资产为10.38亿元，是短期债务的4.74倍。现金类资产相对充足，对短期债务的保障能力较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，随着近年来公司债务的快速增长，公司全部债务/EBITDA 指标上升较快，2011 年和 2012 年分别为 6.45 倍和7.73 倍，伴随公司债务负担的增加，公司长期偿债

能力有所加重。公司 EBITDA 对全部债务的保障程度略有弱化。但仍处于较为适宜范围内。跟踪期内，公司土地开发业务规模迅速扩大，有望带动公司收入和现金流入量的快速增长，从而有助于未来公司偿债能力的稳定。

截至 2012 年底，公司共获得国家开发银行、工商银行、农业银行、农业发展银行等银行累计授信总额 90 亿元，已使用 61 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2013 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据公司在人民银行的报告编为 NO.B201305060002257214 的《企业基本信用信息报告》，截至 2013 年 5 月 6 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及德州市区域及财力水平的综合分析，并考虑到政府对于公司的各项支持，公司整体抗风险能力较强。

十、债券保障程度分析

2012年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别是“10德州城投债”的7.73倍和0.32倍；分别是“12德州城投债”的5.41倍和0.23倍，跟踪期内，公司土地开发业务规模迅速扩大，公司现金流入规模对公司代偿债务的保障程度较好。

截至2012年底，公司EBITDA是“10德州城投债”发行金额的1.44倍；是“12德州城投债”的1.01倍，是两期债务总额的0.59倍，综合分析，公司对待偿还债务还能力较强。

1. “10德州债”保证程度分析

“10德州债”设立专项偿债基金及专项偿债账户，偿债基金来源公司自营收益，并委托第三方中国银行德州德城区支行对偿债基金进

行监管。公司依据偿债安排，在债券付息日和兑付日前足额提取资金，用于“10德州债”的本息偿付。2012年，公司已按时付息。

2. “12德州城投债”保障程度分析

公司于2012年10月18日发行企业债券10亿元，2019年10月18日到期，简称“12德州城投债”，固定利率计息，票面利率为7.14%，每年付息一次。截至2012年底，该募集资金已投入8.5亿元于“京沪高铁德州东站配套设施建设工程”、“德州综合汽车客运站建设工程”、“德州市第四净水厂及配套管网工程”和“德州市南运河污水处理厂及配套管网工程”项目建设。

表3 “12德州城投债”项目建设情况（万元）

项目名称	项目总投资	本期债券投资规模及占比	
京沪高铁德州东站配套设施建设工程	71428	30000	42%
德州综合汽车客运站建设工程项目	65030	25000	38%
德州市第四净水厂及配套管网工程	53409.91	30000	56%
德州市南运河污水处理厂及配套管网工程	32349.46	15000	46%
合计	222217.37	100000	

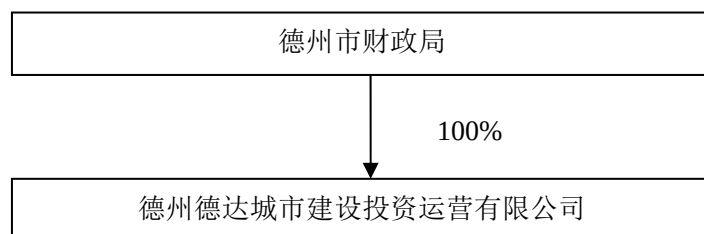
资料来源：项目可研报告

“12德州城投债”将在存续期的后五年分别按照每年20%的比例分期偿还本金，有助于缓解集中偿付压力。

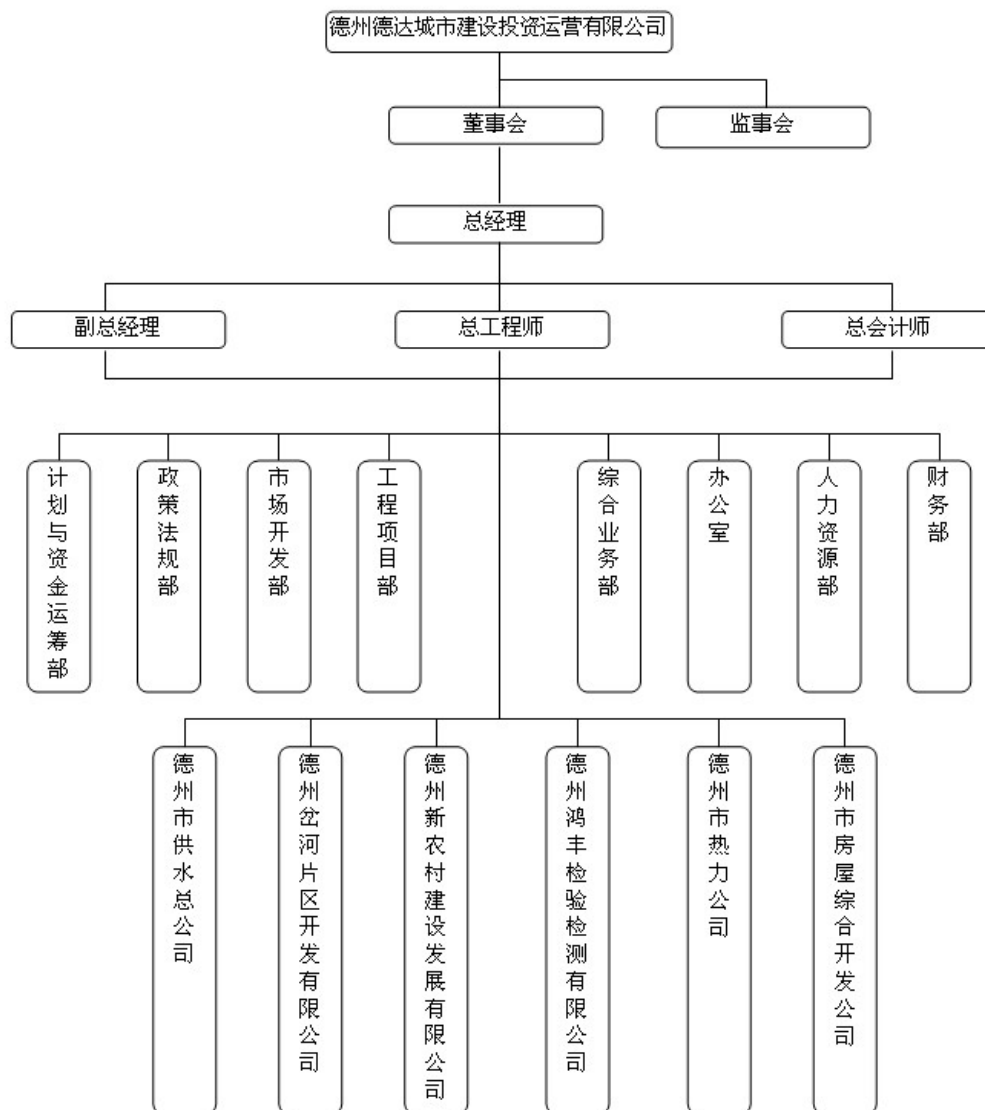
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10德州债”及“12德州城投债”AA的信用等级。

附件 1-1 公司产权结构看



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	183765.51	57087.20	103814.99	-24.84
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	0.00	0.00	10.00	
应收账款	13612.42	156073.83	152975.58	235.23
预付款项	8310.09	39654.02	19422.22	52.88
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	118404.05	140712.09	185134.21	25.04
存货	637928.61	699676.10	1642757.89	60.47
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
待摊费用	4.35	0.00	0.00	-100.00
其他流动资产	0.00	6.00	0.00	
流动资产合计	962025.02	1093209.24	2104114.90	47.89
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	23415.00	19066.02	15469.60	-18.72
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	
固定资产	76998.36	114599.12	127867.96	28.87
在建工程	162644.12	131371.81	441126.43	64.69
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	42047.10	157250.49	156023.15	92.63
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	3.57	145.24	
递延所得税资产	653.80	0.00	0.00	-100.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	305758.38	422291.02	740632.38	55.64
资产总计	1267783.41	1515500.26	2844747.27	49.80

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	200.00	10005.00	21900.00	946.42
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	8920.93	6464.45	7296.17	-9.56
预收款项	19103.87	14436.42	18874.83	-0.60
应付职工薪酬	800.26	754.88	566.07	-15.90
应交税费	-599.67	347.33	6381.23	
应付利息	0.00	0.00	2.92	
应付股利	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	106403.30	162132.73	280302.36	62.31
预计负债	3000.00	0.00	0.00	-100.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	2000.00	200.00	
流动负债合计	137828.69	196140.81	335523.57	56.02
非流动负债：				
长期借款	361741.66	316688.03	587384.39	27.43
应付债券	71665.00	71665.00	171665.00	54.77
长期应付款	0.00	0.00	131.40	
专项应付款	8752.83	0.00	1930.54	-53.04
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	11862.63	15714.68	6129.12	-28.12
非流动负债合计	454022.12	404067.71	767240.46	30.00
负债合计	591850.81	600208.52	1102764.03	36.50
所有者权益：				
实收资本(或股本)	200000.00	200000.00	200000.00	0.00
资本公积	360338.09	552545.59	721554.36	41.51
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	6777.06	11684.60	18296.67	64.31
未分配利润	110149.79	153232.15	185321.56	29.71
未确认的投资损失	-1289.28	-2585.76	-2369.93	35.58
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	675975.66	914876.57	1122802.67	28.88
少数股东权益	-43.06	415.17	619180.58	
所有者权益合计	675932.60	915291.74	1741983.25	60.54
负债和所有者权益总计	1267783.41	1515500.26	2844747.27	49.80

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	128204.20	236863.38	261158.37	42.73
减: 营业成本	91171.77	171522.49	171604.79	37.19
营业税金及附加	501.11	1252.99	4185.27	189.00
销售费用	636.09	929.91	960.97	22.91
管理费用	5964.76	9562.84	10228.46	30.95
财务费用	2284.75	8725.60	16023.47	164.82
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	2.30	-200.42	
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
其他业务利润	1352.33	2002.95	3070.38	50.68
二、营业利润	28998.06	46874.79	61025.38	45.07
加: 营业外收入	20.04	1764.70	812.64	536.81
减: 营业外支出	13.00	1858.29	192.90	285.19
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
补贴收入	711.64	0.00	13300.27	332.32
三、利润总额	29716.73	46781.20	74945.38	58.81
减: 所得税费用	242.61	144.90	2046.68	190.45
未确认的投资损失	345.75	1296.48	-215.84	
四、净利润	29819.87	47932.78	72682.87	56.12
其中: 归属于母公司的净利润	29833.53	47989.90	66093.88	48.84
少数股东损益	-13.66	-57.12	6588.98	

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
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	137506.42	238231.74	212517.02	24.32
收到的税费返还	13.66	1749.63	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	98588.38	32772.39	328555.31	82.55
经营活动现金流入小计	236108.45	272753.76	541072.33	51.38
购买商品、接受劳务支付的现金	88180.30	124078.04	271108.02	75.34
支付给职工以及为职工支付的现金	2658.80	3870.23	6223.46	52.99
支付的各项税费	7604.56	1404.13	2461.26	-43.11
支付其他与经营活动有关的现金	126712.22	159994.40	238634.67	37.23
经营活动现金流出小计	225155.87	289346.79	518427.41	51.74
经营活动产生的现金流量净额	10952.58	-16593.04	22644.92	43.79
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	8618.00	400.00	
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	2.30	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	8.00	58.17	30.25	94.46
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	17360.49	1034.38	12.63	-97.30
投资活动现金流入小计	17368.49	9710.55	445.17	-83.99
购建固定资产、无形资产等支付的现金	72821.33	46239.96	301364.52	103.43
投资支付的现金	16450.04	3980.00	4000.00	-50.69
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	89271.37	50219.96	305364.52	84.95
投资活动产生的现金流量净额	-71902.88	-40509.41	-304919.35	105.93
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	102550.00	
取得借款收到的现金	151000.00	70328.76	334910.00	48.93
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	11.00	0.00	5508.20	2137.73
筹资活动现金流入小计	151011.00	70328.76	442968.20	71.27
偿还债务支付的现金	75163.64	117400.07	61852.64	-9.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	40.62	22504.55	54300.53	3556.14
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	75204.26	139904.61	116153.17	24.28
筹资活动产生的现金流量净额	75806.74	-69575.86	326815.03	107.63
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	14856.44	-126678.31	44540.60	73.15
加: 期初现金及现金等价物余额				
六、期末现金及现金等价物余额	14856.44	-126678.31	44540.60	73.15

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	29819.87	47932.78	63482.87	45.91
加: 资产减值准备	-42.96	1185.21	-483.96	235.65
固定资产折旧及其他	2369.23	4819.98	6406.98	64.45
无形资产摊销	1149.45	1148.44	3476.31	73.91
长期待摊费用摊销	0.00	43.42	3.57	
处置固定资产、无形资产等损失	17.39	130.99	0.00	-100.00
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	77.42	0.00	15573.73	1318.30
投资损失	0.00	1761.46	200.42	
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少	-2.99	0.00	0.00	-100.00
预提费用增加	3000.00	-3000.00	-2.00	
存货的减少	-269037.20	17057.42	-60039.00	-52.76
经营性应收项目的减少	-46134.26	-145342.19	-192612.01	104.33
经营性应付项目的增加	290082.37	58312.12	177653.86	-21.74
其他				
经营活动产生的现金流量净额	11298.33	-15950.36	13660.76	9.96
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	183765.51	57087.20	103814.99	-24.84
减: 现金的期初余额	168909.06	183765.51	59274.40	-40.76
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	14856.44	-126678.31	44540.60	73.15

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	18.84	2.79	1.69	5.45
存货周转次数(次)	0.29	0.26	0.15	0.21
总资产周转次数(次)	0.20	0.17	0.12	0.15
现金收入比(%)	107.26	100.58	81.37	92.31
盈利能力				
营业利润率(%)	28.49	27.06	32.69	30.16
总资本收益率(%)	2.84	4.33	3.52	3.63
净资产收益率(%)	4.41	5.24	4.17	4.54
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	39.07	29.79	30.35	31.93
全部债务资本化比率(%)	39.08	30.32	30.95	32.39
资产负债率(%)	46.68	39.60	38.76	40.60
偿债能力				
流动比率(%)	697.99	557.36	627.11	620.36
速动比率(%)	235.14	200.64	137.50	175.97
经营现金流负债比(%)	7.95	-8.46	6.75	2.43
EBITDA 利息倍数(倍)	20.21	6.86	6.25	9.22
全部债务/EBITDA(倍)	12.40	6.45	7.73	8.28
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	-0.14	-0.36	-0.25
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-35.23	-6.34	-17.45	-17.67

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息