大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 CYD【2014】1304 号

邳州市恒润城市投资有限公司:

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2014 年发行的总额 12 亿元人民币 7 年期公司债券的信用状况进行了评估，确定其债项信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一四年六月二十六日

地址：北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层　邮编：100125 29F Eagle Run Plaza. No.26 Xiao Yun Road. Chao Yang District.Beijing.China.100125
TEL:+86 10 51087768　Customer Service Tel:4008-84-4008　Fax:+86 10 84583355　Email:master@dagongcredit.com　Website:www.dagongcredit.com

邳州市恒润城市投资有限公司
2014 年公司债券信用评级报告

大公报 CYD【2014】1304 号

公司债券信用等级：AA
主体信用等级：AA
评级展望：稳定

发债主体：邳州市恒润城市投资有限公司
发债规模：12 亿元
债券期限：7 年
偿还方式：每年付息一次、分次还本
发行目的：项目建设

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2013	2012	2011
总资产	52.19	34.75	16.27
所有者权益	40.71	29.61	14.17
营业收入	4.08	3.54	3.34
利润总额	1.31	1.73	1.52
经营性净现金流	-4.85	-1.57	-0.39
资产负债率（%）	21.99	14.82	12.88
债务资本比率（%）	10.68	0.01	0.00
毛利率（%）	16.67	16.67	16.67
总资产报酬率（%）	2.91	5.00	9.34
净资产收益率（%）	3.20	5.39	9.78
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-23.09	-231.60	-
经营性净现金流/总负债（%）	-58.36	-43.49	-37.69

评级观点

邳州市恒润城市投资有限公司（以下简称“恒润城投”或“公司”）主要从事邳州市市政基础设施建设和棚户区改造业务。评级结果反映了邳州市经济的快速发展为公司的发展提供了良好的外部条件，邳州市财政实力不断增强，公司得到政府的大力支持等优势；同时也反映了地方财政对基金预算收入依赖程度较大，公司未来面临一定的资本支出压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司将继续承担邳州市的市政基础设施建设和棚户区改造任务，政府对公司的支持力度不会减弱。综合来看，大公对恒润城投的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，在邳州市社会经济发展中具有重要地位；
- 邳州市经济快速发展，各项经济指标位居徐州市前列，为公司的发展提供了良好的外部环境；
- 邳州市财政收入不断增长，财政实力不断增强；
- 公司得到邳州市政府在资产划转、项目建设、政府补贴等方面的大力支持。

主要风险/挑战

- 邳州市财政对基金预算收入的依赖程度较大；
- 公司拟建项目投资较大，未来面临一定的资本支出压力；
- 经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。

评级小组负责人：张伊君
评级小组成员：刘 宇
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年六月二十六日

大公保留对本期债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

恒润城投是邳州市国有独资的基础设施建设投融资主体，于 2009 年 3 月成立，主要负责邳州市市政基础设施建设和棚户区改造业务。公司成立之初，由邳州市灯桥管理处（以下简称“灯桥管理处”）、邳州市市政工程管理处（以下简称“工程管理处”）、邳州市路桥工程处三家单位出资，初始注册资本 1,500 万元。近年来，经过数次增资，截至 2014 年 5 月末，公司注册资本增加至 10.17 亿元，全部为货币资金。根据邳政发【2013】103 号文件，邳州市人民政府于 2013 年 11 月 25 日作出《关于授权邳州市恒润城市投资有限公司出资人职责机构的决定》，决定将恒润城投全部股权划转至邳州市人民政府，并授权邳州市住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）对相应国有资产统一运营管理，履行股东的职责。

根据邳国资【2011】9 号文件，邳州市国有资产管理办公室将邳州市新城区管理委员会服务中心持有的邳州市新嘉诚置业有限公司（以下简称“新嘉诚置业”）股权全部无偿划转给公司。新嘉诚置业注册资本 1.4 亿元，主要负责房地产的开发与销售业务，是恒润城投唯一并表子公司。

发债情况

本期债券概况

本期债券是恒润城投拟面向机构投资者发行的公司债券，发行金额为 12 亿元人民币，发行期限为 7 年。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3 至第 7 年末，分别按照债券发行总额 20%比例偿还债券本金，前 2 年每年应付利息单独支付，后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。本期债券无担保。

募集资金用途

本期公司债券拟募集资金 12 亿元人民币，全部用于邳州市棚户区改造一期项目，项目总投资额为 25.77 亿元，本期债券募集资金占总投资比例的 46.57%。

根据邳发改经济行服发【2013】60 号、邳环书【2013】29 号以及邳国土资预【2013】46 号文件，棚户区改造一期项目分别通过了可研批复、环评批复以及邳州市国土资源局的土地预审意见。该项目主要是对 4 个棚户区地块范围内的居民住宅和营业用房等建筑进行改造，占地面积 1,203 亩，需拆迁房屋面积达 547,200 平方米。为安置棚户区改造的居民，项目配套建设邳州市城东及二庙城市花园一期两个安置定销房项目。根据《关于支持邳州市棚户区改造一期项目建设的意

见》（邳政发【2014】6 号），邳州市人民政府将于 2015～2020 年每年拨付给公司不低于 1 亿元的财政补贴，共不低于 6 亿元来支持该项目建设，同时，整理出的 1,203 亩土地预计在 2016～2020 年逐年出让，所得收入扣除相关费用及其他成本后全额返还给公司，预计返还金额不低于 26 亿元。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度我国经济继续保持增长，主要经济指标增速同比下降但处于合理区间；未来短期内我国经济有望继续保持稳中有进的趋势，长期来看经济运行存在一定的下行压力

2014 年一季度，我国宏观经济继续保持增长，实现 GDP12.82 万亿元，按照可比价格计算，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期下降 0.3 个百分点；规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增幅较上年同期回落 0.8 个百分点；固定资产投资（不含农户）6.83 万亿元，同比名义增长 17.6%，进出口总额 5.90 万亿元，同比下降 1.0%。2014 年一季度，全国公共财政预算收入为 3.50 万亿元，同比增长 9.3%，政府性基金收入 1.31 万亿元，同比增长 34.9%。同期，我国全社会融资规模 5.60 万亿元，较 2013 年同期下降 0.56 万亿元，其中人民币贷款增量 3.01 万亿元，占全社会融资规模的 53.8%。截至 2014 年 4 月末，我国广义货币供应量 M2 余额 116.07 万亿元，同比增长 12.1%。总体来看，国内主要经济指标增速同比均有不同程度的下滑但仍处于合理区间。

2014 年一季度，为应对经济下行压力，国家在宏观政策方面开展多项微调，一方面在实施稳健货币政策和积极财政政策的基础上，创新宏观管理方式，明确政策导向和调控空间，提高社会预期的稳定性；另一方面围绕稳增长、调结构、促改革、惠民生和防风险，推进城镇化、工业化、信息化和农业现代化进程，通过加大棚户区改造、利率市场化改革以及信息化改革等，促进投资领域、金融市场、信息化行业等的发展，巩固农业发展的稳定性，调动和激发投资需求，发挥投资在经济增长方面的关键作用。其他方面，国内消费需求增长稳定，消费价格涨幅和就业形势基本稳定。中共十八届三中全会提出，未来将逐步“健全城乡一体的新型工农城乡关系”和“完善城镇化健康发展体制机制”等，同时 2014 年 4 月份的中央政治局经济工作会议指出，未来将继续加大西部、东北地区以及京津冀等区域的开发力度，推进国家新型城镇化规划，并“运用开发性金融支持棚户区改造”，显示出政策层面对区域协调发展和城镇化建设的重视；而会议强调的在稳中求进的基础上保持“宏观政策的连续性和稳定性”，也在很大程度上表现出中央对保持经济稳定增长的决心。

从外部环境来看，世界经济继续呈现复苏态势，美欧日等经济逐步好转，对我国扩大出口产生一定的积极作用，但美国政策调整步伐的多变、欧元区的通缩风险、日本连续出现的贸易逆差以及新兴市场

金融动荡等也使我国经济发展面临一定的风险因素。

预计未来短期内，我国整体经济有望保持稳中有进的发展趋势，长期来看经济运行仍面临经济结构调整、发展方式转变及外部环境变化等的挑战，存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

地方政府投融资平台企业是地方基础设施建设投融资管理的重要实施主体，政策调整将对这类企业的运作模式产生持续影响；随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间

近年来，我国全社会固定资产投资额一直保持 20%以上的高速增长，其中地方基础设施建设投资占据重要部分，部分年份地方项目投资增速超过 30%。随着我国经济下行压力加大，增加基建投资成为实现经济增长目标的重要途径，与此同时，我国开展的转变经济发展方式和调整经济结构的改革也将对基建投资的形式和内容产生实质影响，在此背景下十八大提出将“推进新型城镇化建设”作为国家战略加以实施。总体来看，随着新型城镇化战略的实施，未来一定时期内我国固定资产投资规模将保持增长，地方政府基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。

现阶段我国地方政府下属的投融资平台类企业在地方基建项目融资和投资管理中发挥着重要作用，这类企业通过包括债券发行在内的多种渠道进行融资，并形成地方政府性债务的重要组成部分。根据审计署 2013 年底公布的政府性债务审计结果，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任、负有担保责任及可能承担一定救助责任的债务分别为 10.89 万亿元、2.67 万亿元和 4.34 万亿元，合计 17.89 万亿元，其中融资平台公司债务约占 39%，总体来看地方政府性债务近年来持续增长。

投融资平台企业承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府形成连带偿还责任，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012 年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速回落至 10%左右；国有土地出让金及其他土地相关收入是地方政府财政收入的重要来源。根据财政部决算数据，2012 年全国国有土地使用权出让金收入实现 2.53 万亿元，同比下降 14.3%，2013 年由于房地产市场趋于活跃，上半年土地出让金同比增长 50%左右，地方依靠土地出让获得的财政收入波动较大，长期来看不利于地方政府财力的稳定。

地方政府投融资类企业的融资方式和融资规模受到各级监管部门政策调整的影响很大。近年来，财政部、国家发改委、银监会等部门

对于地方政府债务和投融资类企业的管理日趋规范和严格。2012 年底以来，财政部、国家发改委等部门陆续出台文件，对地方政府债务、政府担保、政府注资、平台企业融资活动等事项做出进一步规范，并要求该类企业进行市场化运作。现阶段监管部门对于融资平台企业仍在持续进行政策调整，预计今后地方投融资平台企业的运作模式将随着政策调整而发生转变。

预计未来 1～2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，地方政府投融资平台企业将继续在地方基建投融资环节中发挥重要作用，但运作模式将伴随政策调整而发生转变。另一方面，地方政府性债务规模持续增长，税收增速下降和土地出让金的不稳定将对地方政府财力产生一定的不利影响。

邳州市经济发展迅速，第二产业占比较高，地区生产总值和地方财政收入等主要经济指标位居徐州市前列，但增速放缓

徐州市位于江苏省北部，是江苏省第二大城市，也是中国第二大铁路枢纽。徐州市交通发达，京沪高铁在徐州贯穿而过，高速公路通车里程达 350 公里，距连云港国际港口 200 公里。徐州市工业经济较为发达，基本形成了以装备制造业、能源、食品级农副产品加工业为主的产业格局。徐州市经济发展较快，2011～2013 年，徐州市地区生产总值由 3,551.7 亿元增至 4,435.8 亿元，同比增速均高于 11%。

表 1　2011～2013 年邳州市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

主要指标	2013 年[1]		2012 年		2011 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	599.14	13.0	513.49	14.1	448.86	14.1
人均地区生产总值（元）	41,799	-	35,737	-	30,972	-
财政总收入[2]	128.79	11.7	115.26	60.5	71.81	43.4
固定资产投资	449.06	21.8	393.88	22.6	321.35	23.5
社会消费品零售总额	130.26	14.2	114.06	16.0	98.37	18.0
出口总额（万美元）	-	-	140,200	43.2	97,937	52.7
城镇居民人均可支配收入（元）	22,473	9.4	20,542	13.6	18,083	17.5
三次产业结构	14.5:42.8:42.7		15.4:43.6:41.0		15.6:44.2:40.2	

注：人均地区生产总值按常住人口计算

数据来源：2011～2012 年邳州市国民经济和社会发展统计公报、公开资料

1992 年，邳州市经国务院、民政部批准撤县建市，由徐州市代管，面积 2,088 平方公里，常住人口 143 万，是江苏省第二人口大县，辖 21 个镇，4 个街道办事处、1 个省级开发区，490 个行政村。邳州市地处苏、鲁、豫、皖接壤地区，是苏北、鲁南水陆交通枢纽，陇海铁路、

[1] 2013 年邳州市经济指标由公开数据整理。
[2] 包含当年土地出让收入。

霍连高速公路与京杭大运河穿境而过，交通便利，区位优势明显。

邳州市是全国县域经济基本竞争力百强县，社会经济发展水平居徐州市下辖县、市前列。近年来，邳州市主要经济指标均逐年增长，但增速有所放缓。2013 年，邳州市实现地区生产总值 599.14 亿元，同比增长 13.0%，城镇居民人均可支配收入 22,473 元，同比增长 9.4%。近年来，邳州市财政总收入有所增长，2011～2013 年分别为 71.81 亿元、115.26 亿元和 128.79 亿元，年增速分别为 43.4%、60.5%和 11.7%。

邳州市的经济结构中第二产业占比最高，截至 2013 年末，三次产业结构为 14.5:42.8:42.7。邳州市形成了以板材家具、环保化工、机械制造等九大行业为支柱产业的发展格局，奠定了良好的工业经济基础。2013 年，固定资产投资额中工业投资达到 311.26 亿元，占比 69.31%。

表 2　2012 年徐州市及其下辖县市一般预算收入（单位：亿元）

县区名称	一般预算收入	排名
徐州市	366.76	-
邳州市	**42.12**	**1**
沛县	38.96	2
新沂市	32.85	3
睢宁县	25.56	4
丰县	24.92	5

数据来源：根据邳州市统计局提供资料整理

近年来，邳州市大力推动城市化进程，城市化水平以每年 1%～2%的增速发展。在城镇化快速发展的同时，房地产开发投资与日俱增。2013 年，房地产销售超过 135 万平方米，使得邳州市第三产业发展迅速。

总体来看，邳州市经过多年发展，交通便利，形成了以第二产业为主的发展格局，城市化率不断提高，经济实力较强。

地方政府财政分析

财政收入分析

近年来邳州市地方财政收入规模增速较快，财政实力不断增强；地方财政对基金预算收入的依赖程度较大

随着地区经济的发展，邳州市地方财政收入不断增长。2011～2013 年，邳州市实现财政本年收入分别为 86.41 亿元、131.53 亿元和 144.73 亿元，2012～2013 年同比增速分别为 52.22%和 10.04%。地方经济增长较好的带动了财政增收。

表 3　2011～2013 年邳州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
财政本年收入合计	**144.73**	**131.53**	**86.41**
地方财政收入	108.69	100.09	57.08
一般预算	48.88	42.12	35.08
税收收入	42.05	33.26	25.74
非税收入	6.84	8.87	9.34
基金预算	64.52	56.91	21.23
预算外	1.29	1.06	0.76
转移性收入	36.04	31.43	29.33
一般预算	33.23	30.54	28.78
基金预算	2.81	0.89	0.55
财政本年支出合计	**148.29**	**134.30**	**79.78**
地方财政支出	141.07	128.14	74.74
一般预算	77.74	68.22	53.45
基金预算	62.04	58.92	20.50
预算外	1.29	1.01	0.79
转移性支出	7.22	6.16	5.04
一般预算	6.75	6.13	5.03
基金预算	0.47	0.03	0.01
财政收支净额	**-3.56**	**-2.77**	**6.63**

数据来源：根据邳州市财政局提供资料整理

2011～2013 年，邳州市一般预算收入较快增长，2012 年和 2013 年增速为 20.07%和 16.05%，税收收入占比分别为 73.38%、78.96%和 86.95%。从税源来看，2013 年缴税百万以上企业中，工业企业占比较大，包括江苏徐塘发电有限责任公司、江苏沂州煤焦化有限公司和江苏新春兴再生资源有限责任公司等。从税种来看，营业税、土地增值税和契税收入占比较高，2013 年三税合计占一般预算收入比例为 75.01%，税种构成较为稳定。

2011～2013 年，基金预算收入在地方财政收入中的占比逐年增加，分别为 37.19%、56.86%和 59.36%，邳州市财政对政府性基金收入的依赖程度较大，政府性基金收入以国有土地出让收入为主，其未来增长易受到国家土地政策的变动和房地产市场发展不确定性的影响。邳州市预算外收入较少，主要是教育收费。

同时，转移性收入也是邳州市财政本年收入的一项重要来源，2011～2013 年其比重分别为 33.94%、23.90%和 24.90%，占比呈下降趋势。

总体来看，邳州市财政收入增长较快，税收收入占一般预算收入的比重较高，财政收入对基金预算收入的依赖程度较大。

财政支出及政府债务

邳州市财政支出规模随着财政收入规模的增长不断增加，狭义刚性支出逐年增加

邳州市财政支出规模随着财政收入规模的增长不断增加，2011～2013年，邳州市财政本年支出分别为79.78亿元、134.30亿元和148.29亿元，年均复合增长率为36.34%，一般预算支出分别为53.45亿元、68.22亿元和77.74亿元，增长较快。随着邳州市城市化进程的不断推进，基础设施建设支出水平较高，2011 和 2012 年支出分别为 10.40亿元和 15.27 亿元，每年占当年总支出的比重超过 10%。2011～2013年，邳州市狭义刚性支出增加较快，年均复合增长率为19.54%，其中教育支出占比最大，占比超过一般预算支出的25%。一般预算支出中刚性支出占比逐年增加。

截至2013年末，邳州市政府负有偿还责任的债务余额为19.57亿元，负有担保责任的债务余额1.71亿元。

表4　2011～2013年邳州市一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
狭义刚性支出[3]	**40.80**	**52.48**	**35.35**	**51.82**	**28.55**	**53.42**
一般公共服务	6.86	8.82	6.33	9.28	5.12	9.57
教育	20.47	26.33	17.37	25.46	13.93	26.06
社会保障	6.47	8.32	5.63	8.26	4.89	9.15
医疗卫生	7.00	9.00	6.01	8.82	4.62	8.65
广义刚性支出[4]	**46.68**	**60.04**	**41.73**	**61.17**	**32.43**	**60.69**
一般预算支出	**77.74**	**100.00**	**68.22**	**100.00**	**53.45**	**100.00**

数据来源：根据邳州市财政局提供资料整理

整体来看，随着财政收入增长，邳州市财政支出规模不断增加，狭义刚性支出规模逐年增加。

经营与政府支持

公司主要从事市政基础设施建设和棚户区改造业务，收入和利润全部来源于代建收入

作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，公司负责邳州市基础设施建设和棚户区改造的建设。公司接受政府委托，融资进行市政基础设施建设，2011～2013年，随着代建业务的开展，公司收入不断增加。公司营业收入全部来源于委托代建业务，代建项目完工决

[3] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[4] 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和资源勘探电力信息事务等科目。

算由财政局按照成本加成支付代建费，因此毛利率很稳定。2011～2013年，公司毛利率一直维持在16.67%。棚户区改造业务是2013年新增业务，目前刚刚开始建设，暂时没有形成收入。公司现有棚户区一期改造任务将被政府以土地出让金返还形式自2016至2020年支付资金。因此，在未来1～2年，公司的收入来源仍将以委托代建收入为主。

表5　2011～2013年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年	2012年	2011年
营业收入	40,780	35,353	33,442
毛利润	6,797	5,892	5,574
毛利率	16.67	16.67	16.67

数据来源：根据公司提供的资料整理

预计未来，随着邳州市棚户区改造及市政基础设施建设的推进，公司营业收入规模将会继续扩大。

公司是邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，在邳州市基础设施建设中具有重要地位；邳州市各投融资主体分工明确，政府与投融资主体通过签订委托代建合同的形式开展代建项目建设

公司是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，此外，邳州市还拥有三个投融资主体，分别是邳州市润城资产经营集团有限公司（以下简称“润城集团”）、邳州市交通投资有限公司（以下简称“交投”）和邳州市土地储备中心（以下简称“土储中心”）。润城集团是邳州市最大的投融资主体，截至2012年末，资产规模达112.26亿元；交投是2011年成立的投融资主体，由于成立时间较短，资产规模很小，地位相对较弱。根据邳政发【2013】108号文件，各投融资主体分工明确。其中，恒润城投重点负责城区基础设施建设项目、安置房建设和棚户区改造开发建设融资；润城集团重点负责水利基础设施、农业产业化的开发建设融资及全市水务运营管理；交投重点负责全市交通基础设施；土储中心主要负责土地储备项目包装、委托拆迁、委托建设、前期整理、成本控制等工作。同时，文件指出邳州市将以恒润城投和润城集团为主，进行邳州市投融资业务的开展。因此，公司在邳州的基础设施建设投融资主体中具有重要地位。

为进一步完善邳州市投融资体制，邳州市人民政府制定了《邳州市人民政府关于加强投融资管理工作的意见》、《邳州市政府投融资项目建设管理实施办法》和《邳州市投融资平台公司管理办法》（以下简称“一个意见，两个办法”）。邳州市成立市投融资工作领导小组，负责审定政府投融资计划、政府信用贷款项目及额度和年度偿债方案。除此，“一个意见，两个办法”中明确规定委托投融资主体代建的项目由市政府与投融资主体签订代建合同，且投融资主体所承担的公益性项目和基础设施项目建成后由政府进行回购，经营性资产由投融资主体负责运营。邳州市健全的投融资体制为其日后投融资项目

的建设提供了良好的保障。

随着邳州市城镇化建设的加速，市政项目建设需求较大，公司拟建项目较多，未来面临一定的资本支出压力

自成立以来，公司的业务以市政基础设施代建为主，主要是邳州市的路桥建设和高压线建设。公司所有代建业务均与邳州市人民政府签订委托代建合同，资金来源为公司自筹或政府投入，待项目完工决算公司向政府收取代建管理费。

截至 2013 年末，公司以代建项目形式开展的基础设施建设项目 34 项，委托代建工程合同金额为 18.66 亿元，已完成其中 32 项，投资额为 15.20 亿元。已完成的 32 个项目中，2010～2013 年完工的项目分别为 1 项、5 项、10 项和 16 项，公司基础设施建设业务在不断发展中。

表 6　截至 2013 年末公司主要在建项目及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资额	建设期限
主要在建项目			
邳州市新康家园安置房项目	51,989	30,000	2013.07～2014.05
二庙城市花园安置房一期项目	50,000	30,000	2013～2015
合计	101,989	60,000	-
主要拟建项目			
项目名称	计划总投资	计划建设期限	
高压线迁建二、三期	28,000	二期：2013.09～2014.04 三期：2014.03～2014.11	
导航站建设	1,700	2014.04～2014.12	
市民中心	10,000	2014.02～2015.09	
棚户区改造	103,000	2014.02～2015.10	
青岛路	6,000	2014.04～2015.05	
建设南路改造	1,200	2014.03～2014.05	
建设路立交桥改造、泰州路南延、公园路	1,850	-	
花园路南段改造、邳新路改造、三汊河东路改造	700	2014.03～2014.05	
甘山路、果满山路、花山路、玉器城北路、六保河西路	7,350	-	
合计	159,800	-	

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年公司开始承担棚户区改造业务。棚户区改造一期项目主要是邳州市城东棚改安置房建设和二庙城市花园的建设，改造面积为 547,200 平方米，总投资额为 25.77 亿元。棚户区改造按照“拆一补一，全部安置”的原则，将安置住宅面积 441,040 平方米，剩余的棚户区居民住宅计划采用货币安置。该项目除安置住宅、配套公建、安置居

民外，还将配套建设供电、供水管网、通讯、消防等公用工程以及室外道路、景观绿化等配套设施。截至 2014 年 5 月，棚户区改造已累计完成投资 3.5 亿元，工程完成进度约 13.58%。

公司的在建安置房项目主要是新康花园的安置房建设和二庙城市花园的棚户区改造，总投资额 10.20 亿元。截至 2013 年末，新康家园的安置房建设已完成 30%。2014 年，公司的拟建项目较多，总投资额 15.98 亿元，其中需要公司融资的项目投资额达到 14.62 亿元，主要拟建项目包括高压线迁建二、三期、市民中心和棚户区改造项目的建设。高压线迁建二、三期主要是新建 110KV 高压线 27 公里和 220KV 高压线 17 公里，预计二期将于 2014 年 4 月完工，三期将于 2014 年 11 月完工。市民中心的建设是规划体育场馆的建设，同时配建内设老年大学、建设中心、社区服务中心等，占地面积 27 亩。2014 年公司将投资 10.3 亿元进行棚户区改造，主要是对原肉联厂、耐磨厂、轴承厂地块的 25 万平方米进行拆除，再建设 28 万平方米商品房。

根据邳州市城市总体规划（2010～2030），邳州市人民政府计划在未来五年实施大城建、大交通、大水利工程，投资额达 50 亿元，同时还将投资城市棚户区及安置房的综合改造达 87 亿元。恒润城投作为邳州市重要的基础设施建设和棚户区改造投融资主体，未来将承担更多的项目。

预计未来 1～2 年，公司将继续承担邳州市委托代建和棚户区改造业务，公司拟建项目较多使得公司未来面临一定的资本支出压力。

公司得到政府在资产划转、项目建设、土地出让金返还以及政府补助等方面的支持

恒润城投作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，得到政府在资产划转、项目建设以及政府补助等方面的有利支持。

在资产划转方面，自公司成立以来，公司股东多次以货币、实物等资产对公司进行增资，公司实收资本由成立之初的 1,500 万元增加到 10.17 亿元，持续的资本金注入使得公司的净资产规模不断增加。此外，公司得到政府在土地划拨方面的支持。截至 2013 年末，公司共有土地 434,918.18 平方米。

在项目建设和土地出让金返还方面，对于委托公司建设的动迁安置房或其他市政道路等公益性项目，邳州市人民政府均与公司签订了相应的投资管理合同或给予公司明确的授权。同时，棚户区改造一期项目的 1,203 亩土地将于 2016 年至 2020 年出让，土地出让金扣除相关税费及其他成本后，将全部返还给公司，预计金额不低于 26 亿元，对公司投融资工作的持续开展提供了较强的保障。

在资金支持方面，2011～2013 年公司分别获得邳州市人民政府的补助收入为 1.0 亿元、1.2 亿元和 1.3 亿元，对公司利润形成补充。

总体来看，为了保障公司稳定持续运营，政府在资产划转、项目建设和政府补助方面均给予恒润城投大力支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

恒润城投成立于 2009 年 3 月，是邳州市重要的市政基础设施建设和棚户区改造投融资主体。邳州市人民政府拥有公司的 100%股权，授权邳州市住建局行使股东权利。公司设董事会、监事会，设董事长、总经理、监事会主席各一名，下设综合管理部、计划财务部、金融拓展部、项目建设部、资产管理部和风险控制部等六个部门，公司员工 60 名。截至 2013 年末，公司注册资本 10.17 亿元，邳州市人民政府持有 100%股权,实际控制人是邳州市住建局。

战略与管理

作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，公司严格遵守邳州市人民政府制定的“一个意见、两个办法”文件，实行以政府为主导、建立职责明晰的投融资管理体制。未来公司将继续围绕邳州市城市发展的总线，充分发挥自身投融资功能，坚持经济与社会并重的原则，不断扩大公司规模。

在内部管理制度方面，公司具有相对完善的内控机制。公司实行董事会领导下的总经理负责制，并对各个部门进行直接管理。公司章程规定了出资人（股东）的权利和义务，形成决策、监督和执行相分离的管理体系，进一步提高了公司的运行能力。

抗风险能力

公司在邳州市市政基础设施建设、棚户区改造等方面发挥重要作用，项目具有一定的公益性，得到政府在资金补贴、资产划拨、项目建设等方面的支持。同时，公司受住建局的直接控制，并执行较为完善的内控制度，产权关系和管理机制较为明晰。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年财务报表。中兴华富华会计师事务所有限责任公司对公司 2011～2013 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的三年联审审计报告。

资产质量

随着建设项目的推进和固定资产的增加，公司资产总额快速增长；公司资产以流动资产为主

近年来随着公司代建项目的增多以及固定资产的增加，公司资产规模大幅增长，由 2011 年末的 16.27 亿元增至 2013 年末的 52.19 亿元。在资产结构方面，公司资产以流动资产为主，2013 年末流动资产

为 33.94 亿元，在总资产中的占比为 65.02%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。货币资金中主要是银行存款，2013 年末以货币形式的增资以及借款的增加导致货币资金大幅增加至 3.99 亿元，其中银行存款占比 77.69%；应收账款全部是公司应收财政局的代建工程款；其他应收款中 85.51%是公司对邳州市财政局、邳州市泰州路南延征补指挥部、邳州市拆迁办、徐州运成建设集团有限公司（以下简称“运成建设”）的借款，2013 年末，公司其他应收款为 5.72 亿元，其中账龄在 1 年以内的比重为 80.10%，总体来看账龄较短；存货主要为未开发的土地，公司现有土地 54 宗，面积达 434,918.18 平方米，价值逾 13 亿元。

表 7　2011～2013 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	**52.19**	**100.00**	**34.75**	**100.00**	**16.27**	**100.00**
流动资产	**33.94**	**65.02**	**22.76**	**65.48**	**16.26**	**99.98**
货币资金	3.99	7.64	0.27	0.79	0.00	0.02
应收账款	8.01	15.35	4.61	13.26	2.00	12.29
其他应收款	5.72	10.97	3.53	10.16	1.59	9.79
预付账款	1.16	2.23	0.71	2.06	0.12	0.75
存货	15.05	28.83	13.63	39.22	12.55	77.14
非流动资产	**18.26**	**34.98**	**12.00**	**34.52**	**0.00**	**0.02**
固定资产	18.25	34.97	11.99	34.51	0.00[5]	0.01

公司非流动资产基本全部为固定资产。2012 年固定资产主要是公司拥有的房产和原股东灯桥管理处于 2012 年 5 月以实物方式出资注入的道路，2013 年邳州市政府将烟酒公司、物资公司和食品公司的 29 处房产划拨给恒润城投，固定资产扩大到 18.25 亿元。

截至 2013 年末，公司共有 3 宗土地和 4 处房产抵押，其中 2 宗土地和 4 处房产是为润城集团信托贷款提供担保的抵押，2 宗土地价值 4,500 万元，加上房产价值，共抵押 3 亿元。另一宗土地抵押是子公司新嘉城置业的借款抵押。

综合来看，由于承建项目增多且固定资产的增加，公司总资产规模快速增长。

资本结构

公司有息负债规模较小，偿债压力不大；政府资产划拨及股东注资使所有者权益快速增长

2011～2013 年末，受债务融资规模扩大的影响，公司负债总额由 2.09 亿元增至 11.48 亿元，年均复合增长率为 134.37%，增速很快；

[5] 公司 2011 年固定资产为 92,427.26 元。

负债结构中以流动负债为主，2013 年末占比达到 86.93%。同期，公司资产负债率分别为 12.88%、14.82%和 21.99%，比率逐年上升，但仍维持在较低水平。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款等构成，其中短期借款全部是公司借入的用于道路建设、亮化的保证借款；应付票据由 2012 年末的 20 万元大幅增长至 2013 年末的 2.87 亿元，主要来自运成建设的 2.4 亿元商业承兑汇票；应付账款主要是公司应付给工程管理处的工程款，2013 年末应付账款余额为 5.71 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比为 38.20%，1～2 年的占比 36.55%，超过 3 年的占比为 25.25%。

表 8　2011～2013 年末公司负债构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	9.98	86.93	5.15	100.00	2.09	100.00
非流动负债	1.50	13.07	-	-	-	-
负债总额	**11.48**	**100.00**	**5.15**	**100.00**	**2.09**	**100.00**
有息债务	**4.87**	**42.42**	**0.00**	**0.04**	**-**	**-**
短期借款	0.50	4.36	-	-	-	-
应付票据	2.87	25.00	0.00	0.04	-	-
长期借款	1.50	13.07	-	-	-	-
资产负债率		**21.99**		**14.82**		**12.88**

非流动负债全部是公司取得的长期借款。2013 年末公司长期借款余额为 1.50 亿元，全部为抵押土地的贷款。该借款用于子公司新嘉诚置业的二庙城市花园的安置房建设。

2011 年，公司未发生有息负债，2012 年，有息负债仅包含 20 万元的应付票据，2013 年，随着公司融资规模的扩大，有息债务规模达到 4.87 亿元。从有息债务的期限结构来看，1 年内需要偿付的有息债务占比为 69.20%，比重较高。总体来看，公司有息负债规模较小，偿债压力不大。

表 9　截至 2013 年末公司有息债务期限结构表（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]	合计
金额	3.37	1.50	**4.87**
占比	69.20	30.80	**100.00**

2013 年末公司债务资本比率为 10.68%，处于较低水平。2011～2013 年，公司流动比率分别为 7.77 倍、4.42 倍和 3.40 倍，整体来看，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较好。

2011～2013 年末，公司所有者权益分别为 14.17 亿元、29.61 亿元和 40.71 亿元，近年来大幅增加，主要是因为增资及资本公积的增

加。截至 2013 年末，公司实收资本共计 10.17 亿元，全部为货币资金；资本公积的增加是政府注入的邳州市百货公司等房产和财政拨款所致。

截至 2013 年末，公司对外担保余额为 32,000 万元，担保比率为 7.86%。其中，公司对邳州大唐商品混凝土有限公司的 2,000 贷款提供信用担保，对润城集团的 30,000 万元信托贷款提供以土地和房产形式的抵押担保。

预计未来，公司将继续通过债务融资满足项目建设的资金需求，债务规模将会进一步增加。

盈利能力

公司营业收入逐年增长，政府补助是公司利润的重要来源

截至 2013 年末，公司收入来源较为单一，全部是委托代建收入，棚户区改造项目尚在建设中，未形成收入。2011～2013 年，公司营业收入由 3.34 亿元平稳增至 4.08 亿元，毛利率均为 16.67%。

2011 年和 2012 年，公司期间费用主要是管理费用；2013 年，公司有息负债规模大幅增加使得财务费用增加至 2,291 万元，且管理费用的大幅增加导致公司期间费用的增加，期间费用/营业收入为 15.95%。

由于公司承担公益类基础设施建设项目，部分项目盈利能力较弱，政府通过补贴收入在一定程度上补偿公司的投资支出。2011～2013 年，公司获得的政府补助金额分别为 1.0 亿元、1.2 亿元和 1.3 亿元. 成为公司利润的重要来源。

表 10　2011～2013 年公司收入及盈利概况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	40,780	35,353	33,442
营业成本	33,983	29,461	27,868
期间费用	6,505	316	144
管理费用	4,214	264	146
财务费用	2,291	52	-2
营业利润	109	5,301	5,187
营业外收支净额	12,958	12,000	10,000
政府补助收入	13,000	12,000	10,000
利润总额	13,067	17,301	15,187
净利润	13,013	15,945	13,855
期间费用/营业收入（%）	15.95	0.89	0.43
总资产报酬率（%）	2.91	5.00	9.34
净资产收益率（%）	3.20	5.39	9.78

从主要盈利指标看，2011～2013 年公司总资产报酬率分别为 9.34%、5.00%和 2.91%，净资产收益率也逐年降低，但公司代建收入毛利率稳定，盈利指标的下降主要是受公司融资规模的扩大所致。

预计未来，随着公司基础设施建设项目的增多和棚户区改造业务逐步实现收入，公司营业收入将会继续增加。

现金流

近年来，公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力；筹资性净现金流随着借款的增加逐年扩大

公司主要从事邳州市市政基础设施建设以及棚户区改造等业务，近年来随着建设项目的增加，公司经营性现金流出不断增加，加之公司应收邳州市财政局的账款不断增加，2011～2013 年公司经营性净现金流持续为负，缺乏对债务的保障能力。

2013 年，公司投资性净现金流略有流出；2011～2013 年，由于公司借款增加使得公司筹资性现金流入逐年大幅增加，2013 年筹资性现金流入为 8.78 亿元。

表 11　2011～2013 年公司现金流概况（单位：亿元、倍）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流	-4.85	-1.57	-0.39
投资性净现金流	-0.22	0.00	0.00
筹资性净现金流	8.78	1.84	0.38
经营性净现金流/流动负债（%）	-64.14	-43.49	-37.69
经营性净现金流/总负债（%）	-58.36	-43.49	-37.69
经营性净现金流利息保障倍数	-23.09	-231.60	-

总体来看，近年来公司持续为负的经营性净现金流对债务缺乏保障能力，公司融资规模扩大导致筹资性净现金流大幅增加。

偿债能力

2011～2013 年末，随着公司承建项目的增多，公司总资产规模大幅增长，债务融资规模的扩大导致负债总额快速增加，净资产规模的增加源于公司注册资本的增加和政府的资产注入。从短期偿债指标来看，公司流动比率逐年下降，但长期资产适合率处于很高的水平，公司的有息债务主要是应付票据；长期来看，公司资产负债率有所上升，但仍维持在较低水平。盈利能力方面，公司营业收入逐年提高，毛利率具有稳定性，期间费用较低；同时，公司经营性净现金流持续表现为净流出，且 2013 年净流出规模大幅提高，缺乏对债务的保障能力。

表 12　2011～2013 年公司主要偿债指标（单位：%、倍）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	21.99	14.82	12.88
流动比率	3.40	4.42	7.77
速动比率	1.89	1.77	1.77
长期资产适合率	231.24	246.78	-
EBIT 利息保障倍数	7.22	255.43	-
EBITDA 利息保障倍数	9.08	255.50	-

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2014 年 5 月 13 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司未在债券市场上发行过债务工具。

结论

近年来，徐州市的经济发展迅速以及邳州市自身的区位优势，为邳州市的经济发展提供了良好的外部环境，也形成了以工业为主的产业格局。经济的发展带动了邳州市财政的不断增长，同时各项经济指标均位居徐州市前列，但财政收入对基金预算收入的依赖程度较大，有一定的不确定性。公司作为邳州市重要的市政基础设施建设和棚户区改造投融资主体，2011 年以来不断承担政府项目，收入不断增加，毛利率保持稳定。同时，公司得到政府在资产注入、土地出让金返还、政府补贴等方面的大力支持。但由于公司收入全部来自于委托代建，收入结构较为单一，而且公司拟建项目较多，建设投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力，经营性净现金流持续为负且净流出规模不断增大。考虑到公司收入不断增长、资产规模的扩大使得公司有一定的融资空间，且政府的支持有助于提升公司的抗风险能力，整体来看，公司不能偿还到期债务的风险很小。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，公司担任邳州市重要投融资主体的地位不会改变，还将继续承担政府的市政基础设施建设项目和棚户区改造项目，得到政府的大力支持。因此，大公对恒润城投的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对邳州市恒润城市投资有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期债券存续期内每年出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

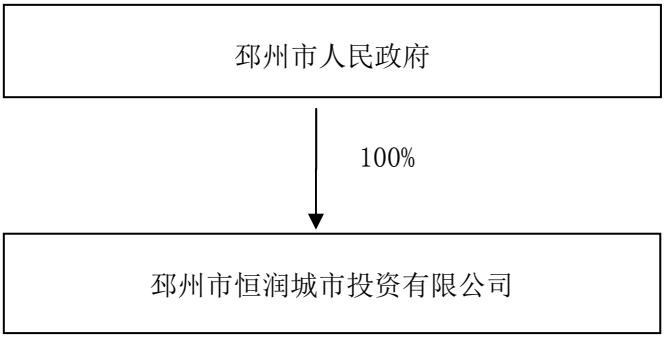
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

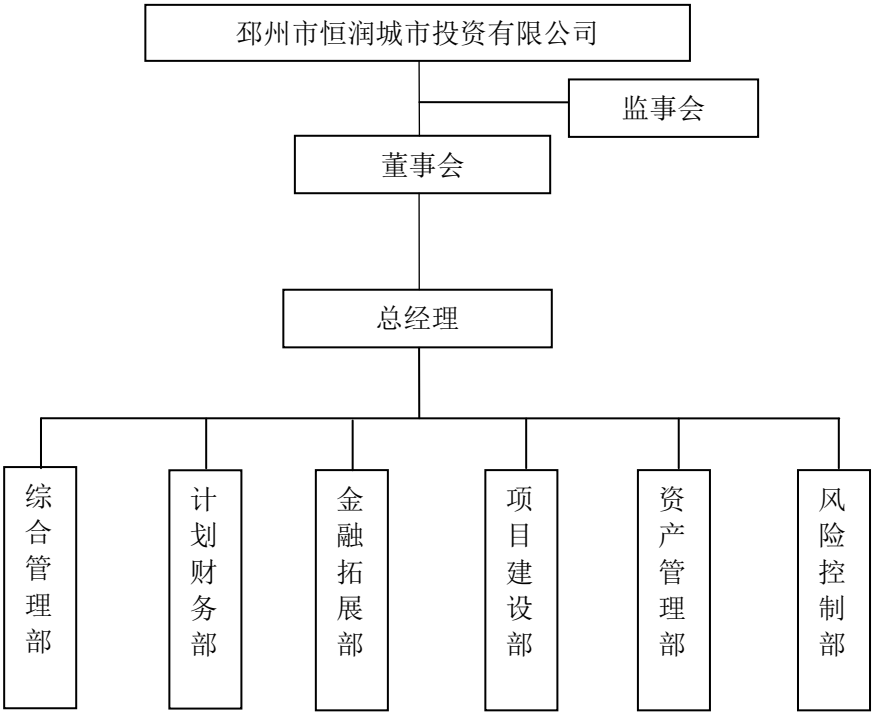
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2014 年 3 月末邳州市恒润城市投资有限公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年 3 月末邳州市恒润城市投资有限公司组织结构图



附件 3　　邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2013 年	2012 年	2011 年
资产类			
货币资金	39,890	2,735	36
应收账款	80,132	46,079	19,982
其他应收款	57,236	35,317	15,926
存货	150,496	136,304	125,471
流动资产合计	339,376	227,576	162,627
固定资产	182,524	119,926	9
非流动资产合计	182,552	119,965	28
总资产	521,928	347,541	162,655
占资产总额比（%）			
货币资金	7.64	0.79	0.02
应收账款	15.35	13.26	12.29
其他应收款	10.97	10.16	9.79
存货	28.83	39.22	77.14
流动资产合计	65.02	65.48	99.98
固定资产	34.97	34.51	0.01
非流动资产合计	34.98	34.52	0.02
负债类			
短期借款	5,000	0	0
应付账款	57,056	43,870	14,409
应付票据	28,700	20	0
预收款项	3,630	3,411	1,082
其他应付款	1,463	1,088	3,923
应交税费	3,109	3,100	1,529
流动负债合计	99,795	51,489	20,943
长期借款	15,000	0	0
非流动负债合计	15,000	0	0
负债合计	114,795	51,489	20,943
占负债总额比（%）			
短期借款	4.36	0.00	0.00
应付账款	49.70	85.20	68.80
应付票据	25.00	0.04	0.00
预收款项	3.16	6.63	5.17

附件 3　　邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2013 年	2012 年	2011 年
其他应付款	1.27	2.11	18.73
应交税费	2.71	6.02	7.30
流动负债合计	86.93	100.00	100.00
长期借款	13.07	0.00	0.00
非流动负债合计	13.07	0.00	0.00
权益类			
实收资本（股本）	101,700	56,700	2,000
资本公积	262,634	209,567	125,871
盈余公积	4,321	3,005	1,398
未分配利润	38,477	26,780	12,443
归属于母公司所有者权益	407,133	296,052	141,712
所有者权益合计	407,133	296,052	141,712
损益类			
营业收入	40,780	35,353	33,442
营业成本	33,983	29,461	27,868
财务费用	2,291	52	-2
营业利润	109	5,301	5,187
营业外收支净额	12,958	12,000	10,000
利润总额	13,067	17,301	15,187
净利润	13,013	15,945	13,855
占营业收入比（%）			
营业成本	83.33	83.33	83.33
财务费用	5.62	0.15	-0.01
营业利润	0.27	15.00	15.51
营业外收支净额	31.77	33.94	29.90
利润总额	32.04	48.94	45.41
净利润	31.91	45.10	41.43
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-48,519	-15,749	-3,946
投资活动产生的现金流量净额	-2,167	0	-11
筹资活动产生的现金流量净额	87,841	18,448	3,784

附件 3　　邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2013 年	2012 年	2011 年
财务指标			
EBIT	15,168	17,369	15,187
EBITDA	19,082	17,374	15,189
总有息负债	48,700	20	0
毛利率（%）	16.67	16.67	16.67
营业利润率（%）	0.27	15.00	15.51
总资产报酬率（%）	2.91	5.00	9.34
净资产收益率（%）	3.20	5.39	9.78
资产负债率（%）	21.99	14.82	12.88
债务资本比率（%）	10.68	0.01	0.00
长期资产适合率（%）	231.24	246.78	506,195.81
流动比率（倍）	3.40	4.42	7.77
速动比率（倍）	1.89	1.77	1.77
保守速动比率（倍）	0.40	0.05	0.00
存货周转天数（天）	1,519.11	1,599.37	1,620.83
应收账款周转天数（天）	557.09	336.35	107.56
经营性净现金流/流动负债（%）	-64.14	-43.49	-37.69
经营性净现金流/总负债（%）	-58.36	-43.49	-37.69
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-23.09	-231.60	-
EBIT 利息保障倍数（倍）	7.22	255.43	-
EBITDA 利息保障倍数（倍）	9.08	255.50	-
现金比率（%）	39.97	5.31	0.17
现金回笼率（%）	20.33	27.55	3.24
担保比率（%）	7.86	0.00	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。