

武汉光谷联合集团有限公司

2013 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【604】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 武汉信用风
险管理有限公司

债券剩余规模: 6 亿元

债券到期日期: 2019 年
10 月 23 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本;
附第 3 年末公司上调利
率选择权及投资者回售
选择权

分析师

姓名:
董斌 林心平

电话:
0755-82872104

邮箱:
dongb@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

武汉光谷联合集团有限公司 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA+ | AA+ |
| 发行主体长期信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2015 年 07 月 11 日 | 2014 年 06 月 25 日 |

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对武汉光谷联合集团有限公司(以下简称“光谷联合集团”或“公司”)及其 2013 年 10 月发行的公司债券(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。该评级结果是考虑到公司跟踪期内收入、盈利均增长, 经营可持续性较好, 且武汉信用风险管理有限公司(以下简称“武汉信用”)的保证担保有效地提升了本期债券的安全性; 同时我们也关注到了公司未来收入、盈利可能波动, 面临资金压力, 经营风险和难度可能增大, 存在债务压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内, 公司收入、盈利规模有所增长。2014 年公司实现营业收入 15.14 亿元、同比增长 20.80%; 利润总额 2.75 亿元, 同比增长 114.58%。
- 公司后续储备项目充足, 为主业持续稳步发展奠定了基础。截至 2014 年末, 公司储备作未来开发的主要项目合计土地面积达 107.61 万平方米, 合计总建筑面积达 366.17 万平方米。
- 跟踪期, 股东继续为公司提供了的资金支持, 为其经营提供了一定的保障。2014 年公司将丽岛物业、丽岛科技股权转让给上级股东三 A 银信, 共获得资金 31,050 万元, 有利于缓解资金压力。
- 担保方武汉信用实力较强, 其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券及时兑付形成较高保障。

关注:

- 公司业务具有一定的周期性，未来收入、盈利规模可能波动。
- 公司在建和拟建项目较多，投资规模大且周期较长，未来将持续面临较大的资金压力。截至 2014 年末，公司在建的产业园项目合计总建筑面积达 276.02 万平方米，预计总投资达 111.32 亿元，后续尚需投资 65.92 亿元。
- 随着公司项目布局逐渐向外省、市的转移，其经营风险和难度将增大。近年来公司不断在黄石、鄂州等城市拓展业务，由于这些城市经济基础相对较弱，未来项目开发后可能面临一定的销售压力。
- 公司有息债务规模不断扩大，面临一定的本息偿还压力。2014 年末有息债务 34.99 亿元，同比增长 29.62%，占负债总额的 66.56%。

主要财务指标:

| 项目 | 2014 年 | 2013 年 | 2012 年 |
|-----------------|-------------|-------------|------------|
| 总资产（万元） | 763,777.43 | 614,405.56 | 447,469.69 |
| 归属于母公司所有者权益（万元） | 164,401.11 | 153,245.60 | 142,600.42 |
| 有息债务（万元） | 349,876.01 | 269,915.63 | 111,516.47 |
| 资产负债率 | 68.83% | 68.80% | 62.49% |
| 流动比率 | 2.72 | 2.54 | 2.28 |
| 速动比率 | 1.01 | 1.23 | 1.21 |
| 营业收入（万元） | 151,429.55 | 125,352.19 | 230,508.77 |
| 营业利润（万元） | 25,694.94 | 12,088.31 | 43,533.22 |
| 利润总额（万元） | 27,539.31 | 12,834.22 | 46,498.52 |
| 综合毛利率 | 39.67% | 36.34% | 38.88% |
| 总资产回报率 | 4.33% | 2.71% | 13.23% |
| EBITDA（万元） | 32,104.58 | 16,070.51 | 53,002.91 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.28 | 1.07 | 3.41 |
| 经营活动现金流净额（万元） | -110,476.77 | -135,745.63 | -71,513.34 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]1754号文核准，公司于2013年10月23日发行6年期6亿元人民币公司债券，票面利率为7.35%。

本期债券起息日为2013年10月23日，按年付息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，公司有权决定在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后3年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数）；投资者有权在本期债券存续期的第3年末选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给公司。2014年10月23日，公司已经按期支付了本期债券第一期利息。

表 1 截至 2014 年 12 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 | 本金兑付/回售金额 | 利息支付 | 期末本金余额 |
|------------|-----------|-------|--------|
| 2014.10.23 | 0 | 4,410 | 60,000 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年12月31日，本期债券募集资金使用情况如下：

表 2 截至 2014 年 12 月 31 日公司募集资金使用情况（单位：万元）

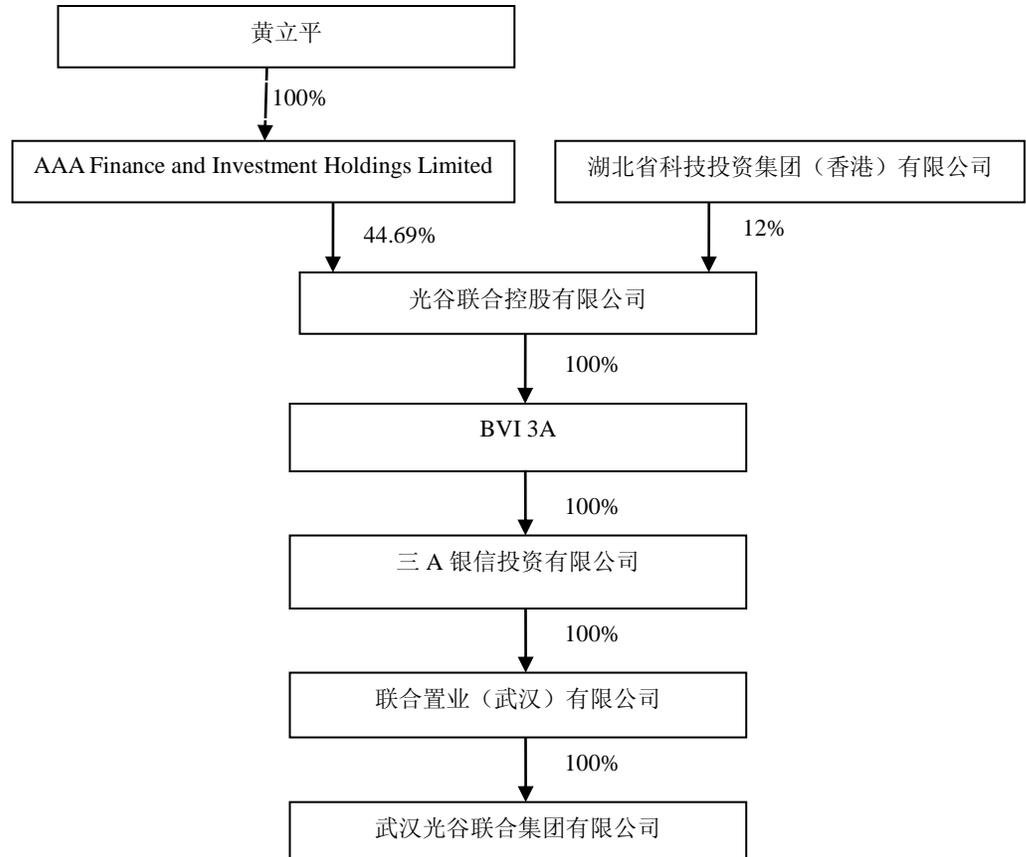
| 项目名称 | 计划 | | 实施进度 | |
|-----------------------|---------|-----------|---------|-----------|
| | 总投资 | 拟使用募集资金额度 | 已投资 | 已使用募集资金 |
| 武汉金融后台服务中心二期项目（金融港二期） | 130,400 | 60,000 | 162,476 | 60,000.00 |

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2014年，公司注册资本、实际控制人均未发生变化，联合置业（武汉）有限公司持有公司100%的股权，公司实际控制人为自然人黄立平先生，公司主营业务未发生重大变化。

图1 截至2014年12月31日末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

2014年公司通过新设的方式，增加了2家纳入报表合并范围的一级子公司；无不再纳入合并范围的子公司。

表3 2014年公司报表合并范围内一级子公司变化情况

| 名称 | 注册资本（万元） | 持股比例 | 业务性质 | 备注 |
|----------------|----------|------|---------|----|
| 武汉创意天地商业管理有限公司 | 500 | 100% | 市场营销策划等 | 新设 |
| 青岛光谷企业管理服务有限公司 | 10 | 100% | 信息咨询等 | 新设 |

资料来源：公司2014年审计报告

2014年4月18日公司与三A银信投资有限公司签订股权并购协议书，将其持有武汉丽岛物业管理有限公司（以下简称“丽岛物业”）80%股权作价人民币16,800万元转让给三A银信投资有限公司（以下简称“三A银信”），股权转让后，三A银信持有丽岛物业80%股权，公司持有丽岛物业20%股权。2014年4月18日公司与三A银信签订股权并购协议书，将其持有武汉丽岛科技有限公司（以下简称“丽岛科技”）75%股权作价人民币14,250万元转让给三A银信，股权转让后，三A银信持有丽岛科技75%股权，公司持有丽岛科技25%股权。不过由于公司仍对丽岛物业、丽岛科技具有控制权，2014年仍将其纳入合并范围。丽岛科技

主营业务为房屋建筑，建筑装饰及安装。

表 4 2014 年丽岛物业、丽岛科技主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 丽岛物业 | 丽岛科技 |
|------|-----------|-----------|
| 总资产 | 26,457.57 | 54,218.10 |
| 净资产 | 22,794.36 | 21,112.67 |
| 营业收入 | 16,517.77 | 25,681.13 |
| 利润总额 | 1,534.47 | 1,853.30 |
| 净利润 | 1,159.50 | 1,360.36 |

资料来源：丽岛物业、丽岛科技 2014 年审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额76.38亿元，归属于母公司所有者权益16.44亿元，资产负债率68.83%。2014年度，公司实现营业收入15.14亿元，利润总额2.75亿元，经营活动现金净流出11.05亿元。

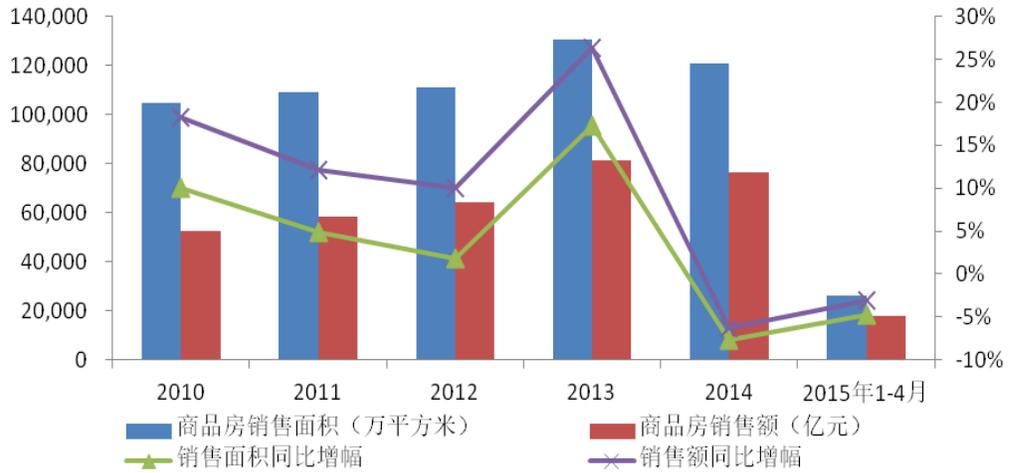
三、运营环境

2014年房地产市场总体处于低迷状态，随着政府调整政策的放松，2015年以来部分城市房地产市场回暖

2014年我国国房景气指数逐月下滑，房地产投资增速显著放缓，房地产销售面积和销售额同比大幅下滑，70个大中城市中房价下跌城市不断增加。2014年全年实现新建商品房销售面积12.06亿平方米、同比下降7.60%，销售金额7.63万亿元、同比下降6.30%；其中办公楼销售面积2,497.87万平方米、同比下降13.40%，销售金额2,944.22亿元、同比增长21.40%。

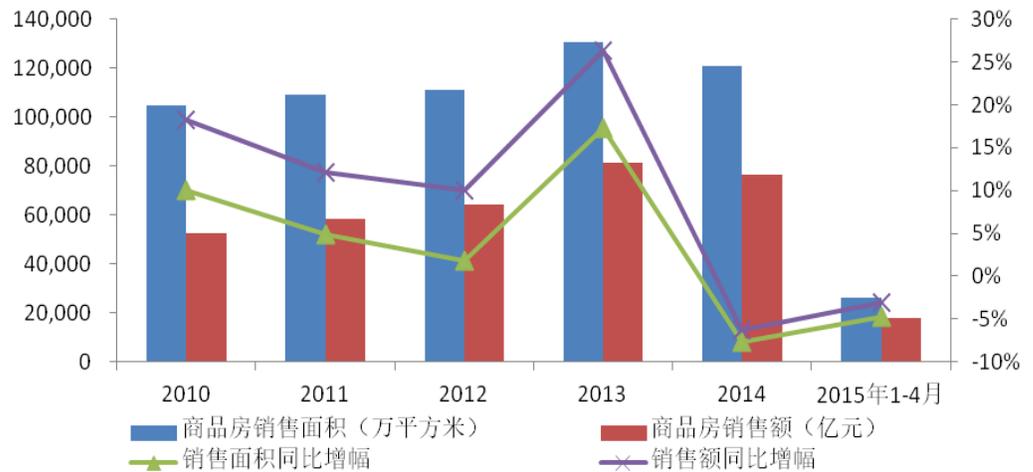
2014年下半年以来，政府不断出台政策放松对房地产市场的调控。2014年9月30日，央行发布了《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，通知明确规定调整房贷政策，包括对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。同日，财政部、国家税务总局下发关于调整个人住房转让营业税政策的通知，个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税。受益于政府政策的推动，2015年以来全国房地产市场销售面积、销售额跌幅收窄，特别是2季度以来部分城市房地产市场回暖趋势明显。

图2 2010-2015年4月全国新建商品房销售情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图3 2010-2015年4月全国新建办公楼销售情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

跟踪期内，武汉东湖新技术开发区经济增长迅速

2014年武汉东湖新技术开发区（以下简称“开发区”）招商引资力度较大，全年签约项目346个，协议总投资1,119.20亿元，实际利用内外资总额347.69亿元，同比增长31.45%；在谈项目776个。开发区企业不断发展壮大，2014年完成高新技术产业产值5,610亿元，同比增长26.17%，新增高新技术企业191家，累计达到672家。

随着开发区企业的发展壮大，2014年开发区经济增长迅速，完成企业总收入8,526亿元，同比增长30.82%；完成工业总产值6,412亿元，同比增长26.07%；完成固定资产投资626亿元，同比增长17.18%，其中完成工业投资401.82亿元，同比增长15.34%。

表 5 2013-2014 年武汉东湖新技术开发区主要经济指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2014 年 | 2013 年 |
|----------|--------|--------|
| 固定资产投资规模 | 626 | 534 |
| 企业总收入 | 8,526 | 6,517 |
| 工业总产值 | 6,412 | 5,086 |

资料来源：武汉东湖新技术开发区统计中心

四、经营与竞争

公司业务以产业园区的开发与运营为主，以产业园生活配套业务和产业园配套服务业务为辅。2014年公司实现营业收入15.14亿元、同比增长20.80%，营业收入中产业园开发与运营、产业园生活配套、产业园配套服务分别占比84.62%、2.99%和11.85%；主业毛利率水平较高且略有上升，公司2013-2014年营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表 6 公司 2013-2014 年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 |
| 产业园开发与运营 | 128,143.46 | 41.37% | 107,414.69 | 36.87% |
| 产业园生活配套 | 4,525.59 | 43.14% | 4,401.48 | 63.65% |
| 产业园配套服务 | 17,939.05 | 24.00% | 13,355.60 | 23.25% |
| 其他 | 821.45 | 97.63% | 180.42 | 23.89% |
| 合计 | 151,429.55 | 39.67% | 125,352.19 | 36.34% |

资料来源：公司 2014 年审计报告

产业园区开发与运营

2014年公司产业园区开发与运营收入同比显著上升，目前面临一定的销售压力

公司核心业务为产业园开发与运营，产业园开发采用自主开发、定制开发和合作开发三种模式，其开发与运营模式较为成熟，具备一定的市场竞争力和盈利能力，近年来产业园开发与运营收入比重均保持在较高水平。公司产业园开发与经营业务收入主要包括产业园开发收入、工程收入、工程管理业务收入，其中以产业园办公楼销售收入为主，占比达90%以上。2014年公司收入主要来自金融港二期、创意天地一期、软件园6期、青岛光谷软件园等项目，受项目开发的周期性等因素影响，当年产业园开发与运营收入12.81亿元，同比增长19.30%。

表 7 截至 2014 年末公司主要产业园项目结算情况

| 项目名称 | 地址 | 预售证面积 (M ²) | 2014 年结算积 (M ²) | 累计结算面积 (M ²) | 2014 年收入金额 (万元) |
|-------------|----|-------------------------|-----------------------------|--------------------------|-------------------|
| 金融港一期 | 武汉 | 266,294.00 | 0.00 | 239,451.00 | 27.00 |
| 金融港二期 | 武汉 | 372,639.00 | 40,585.00 | 436,487.00 | 40,585.00 |
| 光谷软件园1-4期 | 武汉 | 453,147.00 | 435,071.00 | 435,071.00 | 760.00 |
| 光谷软件园5期 | 武汉 | 173,424.00 | 12,547.00 | 203,179.00 | 8,504.00 |
| 光谷软件园6期 | 武汉 | 100,106.00 | 19,450.00 | 81,202.00 | 15,623.00 |
| 青岛国际海洋信息港一期 | 青岛 | - | 24,599.00 | 47,184.00 | 15,918.00 |
| 创意天地一期 | 武汉 | 102,399.00 | 17,720.00 | 17,720.00 | 16,028.00 |
| 研创中心一期 | 武汉 | 56,901.00 | 1,519.00 | 25,737.00 | 1,393.00 |
| 黄石联合科技城一期 | 黄石 | 48,678.00 | 1,624.00 | 1,624.00 | 696.00 |
| 鄂州光谷联合科技城一期 | 鄂州 | 93,429.00 | 36,720.00 | 47,707.00 | 10,773.00 |
| 合计 | | 1,667,017.00 | 589,835.00 | 1,535,362.00 | 110,307.00 |

注：金融港二期等部分项目为定制产品，按照合同根据工程进度确认收入，使得累计结算面积大于预售证面积。

资料来源：公司提供，鹏元整理

销售方面，2014年公司主要产业园项目销售面积合计13.56万平方米，较2013年的22.56万平方米下滑39.89%。截至2014年末，青岛国际海洋信息港一期、创意天地一期、黄石联合科技城一期、鄂州光谷联合科技城一期等累计销售面积显著小于累计竣工面积，项目剩余可售面积较大，存在一定的销售压力。

表 8 截至 2014 年末公司主要在售产业园项目情况（单位：平方米，万元）

| 项目名称 | 项目状态 | 2014 年销售面积 | 累计销售面积 | 2014 年实收金额 | 总可售面积 | 尚可是售面积 |
|-------------|------|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| 金融港一期 | 完工 | 5,327.00 | 244,778.00 | 457.00 | 252,948.00 | 8,170.00 |
| 金融港二期 | 在建 | 17,771.00 | 457,166.00 | 47,746.00 | 482,253.00 | 25,087.00 |
| 光谷软件园1-4期 | 完工 | - | 454,466.00 | - | 460,199.00 | 5,732.00 |
| 光谷软件园5期 | 完工 | - | 199,695.00 | 6,330.00 | 226,901.00 | 27,206.00 |
| 光谷软件园6期 | 完工 | 19,450.00 | 81,094.00 | 9,193.00 | 91,672.00 | 10,578.00 |
| 青岛国际海洋信息港一期 | 在建 | 27,520.00 | 62,484.00 | 11,168.00 | 445,590.00 | 383,106.00 |
| 创意天地一期 | 在建 | 36,096.00 | 36,096.00 | 17,626.00 | 294,143.00 | 258,047.00 |
| 研创中心一期 | 完工 | 680.00 | 31,317.00 | 4,645.00 | 57,233.00 | 25,916.00 |
| 黄石联合科技城一期 | 在建 | 4,252.00 | 4,252.00 | 432.00 | 188,600.00 | 184,348.00 |
| 鄂州光谷联合科技城一期 | 在建 | 24,494.00 | 47,758.00 | 4,407.00 | 142,328.00 | 94,570.00 |
| 合计 | | 135,590.00 | 1,619,206.00 | 102,004.00 | 2,641,867.00 | 1,022,010.00 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前公司在建和拟建的项目较多，投资金额较大，将持续面临较大的资金压力

2014年公司新开工面积59.12万平方米、同比增长41.91%，竣工面积46.94万平方米（包括丽岛美生住宅项目8.05万平方米）、同比增长3.76%。2015年公司规划新开工面积5.3万平方米，竣工面积3.7万平方米。

截至2014年末，公司在建的产业园项目主要包括合肥光谷金融港、鄂州光谷联合科技城一期、黄石联合科技城一期、武汉创意天地一期等8个，合计总建筑面积达276.02万平方米，预计总投资达111.32亿元，后续尚需投资65.92亿元，未来投资资金需求仍较大。

表 9 截至 2014 年末公司主要在建项目情况（单位：平方米，万元）

| 项目名称 | 项目地址 | 总建筑面积 | 累计竣工面积 | 预计总投资 | 已投入金额 |
|-------------|------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| 金融港二期 | 武汉 | 517,476.00 | 348,401.00 | 130,400.00 | 162,467.00 |
| 沈阳科技城1.1期 | 沈阳 | 77,997.00 | - | 18,938.00 | 6,092.00 |
| 合肥光谷金融港 | 合肥 | 608,660.00 | - | 255,654.00 | 40,253.00 |
| 青岛国际海洋信息港一期 | 青岛 | 445,590.00 | 156,954.00 | 199,284.00 | 59,337.00 |
| 创意天地一期 | 武汉 | 388,364.00 | 115,111.00 | 169,007.00 | 130,309.00 |
| 研创中心二期 | 武汉 | 53,353.00 | 52,489.00 | 17,634.00 | 12,880.00 |
| 黄石联合科技城一期 | 黄石 | 190,600.00 | 58,672.00 | 76,883.00 | 14,639.00 |
| 鄂州光谷联合科技城一期 | 鄂州 | 478,161.00 | 135,097.00 | 245,415.00 | 28,067.00 |
| 合计 | | 2,760,201.00 | 866,724.00 | 1,113,215.00 | 454,044.00 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司未来项目储备较为充足，但后续投资规模将进一步扩大，未来存在较大的资金压力和外部融资需求。近年来，公司大力推进全国性布局战略，加大项目拓展力度。经过数年发展，公司一方面注重湖北省内以武汉为中心周边城市的项目储备，另一方面加强对环渤海区域、长江中下游区域和珠江三角洲区域等经济发达地区的业务拓展。近年来公司不断在武汉周边的黄石、鄂州等城市拓展业务，由于这些城市经济基础显著弱于武汉，未来项目开发后可能面临一定的销售压力，同时盈利空间可能受到一定的限制。随着项目布局逐渐向外省市的转移，公司的经营风险和难度将增大。

截至2014年末，公司储备作未来开发的主要项目合计土地面积达107.61万平方米，合计总建筑面积达366.17万平方米，这些地块的土地成本合计7.46亿元，土地款绝大多数都已经支付。另外，公司还有部分已经签订开发意向的潜在开发项目。公司后续投资规模将进一步扩大，未来存在较大的资金压力和外部融资需求，且随着项目布局逐渐向外省、市的转移，公司的经营风险和难度将增大。同时，由于房地产市场进入调整期，加大了公司经营的不确定性。

表 10 截至 2014 年末公司储备作未来开发项目情况

| 项目名称 | 项目地址 | 土地面积 (M ²) | 土地成本 (万元) | 总建筑面积 (M ²) | 预计总投资 (万元) | 已投资 (万元) |
|--------|------|------------------------|-----------|-------------------------|------------|----------|
| 金融港三期 | 武汉 | 57,431 | 6,884 | 350,463 | 122,714 | 7,400 |
| 金融港四期 | 武汉 | 91,334 | 27,552 | 628,000 | 213,520 | 20,160 |
| 研创中心三期 | 武汉 | 28,132 | 550 | 114,268 | 37,047 | 2,973 |

| | | | | | | |
|----------------|----|------------------|---------------|------------------|----------------|---------------|
| 青岛研创中心 (工业) | 青岛 | 48,072 | 1,802 | 111,012 | 55,000 | 2,261 |
| 青岛研创中心 (住宅) | 青岛 | 14,213 | 303 | 25,783 | 15,000 | 391 |
| 节能科技园 | 武汉 | 686,255 | 32,816 | 2,235,156 | 413,658 | 29,164 |
| 青岛海洋科技 城一期 | 青岛 | 150,681 | 4,690 | 197,050 | 74,730 | 5,361 |
| 合计 | | 1,076,118 | 74,597 | 3,661,732 | 931,669 | 67,710 |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司融资渠道较顺畅，截至2015年3月末，公司合计获得银行授信43.90亿元，尚未使用的银行授信15.45亿元，为公司短期内业务开展奠定了较好的基础。

产业园生活配套

2014年产业园生活配套项目收入规模仍较小，但能对公司的收入和利润形成一定的补充

为完善公司所开发的产业园区的功能、提高公司产业园开发项目的市场竞争力，公司注重产业园生活配套设施和服务的完善，近年来，公司在进行产业园投资开发的同时，进行了园区内配套住宅项目的投资开发，将住宅项目销售收入、自有物业租赁等归集于产业园生活配套业务收入，占公司年营业收入的比重较小。2014年实现产业园生活配套收入4,525.59万元，同比增长2.82%，其中房屋租赁收入4,114.01万元，车位以及房屋销售收入411.58万元。

投资方面，公司根据其主要投建的产业园区的开发进度来进行园区配套生活项目的建设，截至2014年末公司在建的园区生活配套项目有丽岛2046和丽岛美生两个项目。公司建设的生活配套项目具备了相对成熟的区位优势 and 准确的客户定位，产业园配套住宅项目的销售情况尚好。但园区生活配套项目未来的销售情况，仍有赖于公司产业园的开发运营情况，未来销售前景存在一定的不确定性。

表 11 截至 2014 年末公司产业园生活配套项目情况

| 项目名称 | 状态 | 项目地址 | 总建筑面 积 (M ²) | 预计总投 资 (万元) | 已投入金 额 (万元) | 累计销售 面积 (M ²) | 尚可出售 面积 (M ²) |
|---------|----|------|-----------------------------|----------------|----------------|------------------------------|------------------------------|
| 丽岛漫城 | 完工 | 武汉 | 161,301 | 45,216 | 44,560 | 143,648 | 1,597 |
| 丽岛半山华府 | 完工 | 黄石 | 148,271 | 32,566 | 32,660 | 131,969 | 13,959 |
| 丽岛.2046 | 在建 | 武汉 | 126,629 | 88,540 | 60,217 | 18,134 | 94,989 |
| 丽岛.美生 | 在建 | 武汉 | 153,437 | 57,157 | 49,663 | 127,623 | 1,659 |

注：丽岛美生项目由武汉美生置业有限公司开发，公司持有其 50% 的股权，不纳入合并。

资料来源：公司提供，鹏元整理

产业园配套服务业务

2014年公司产业园配套服务收入显著增长，成为收入和利润的有益补充

公司产业园配套服务业务收入规模逐年增长，产业链的延伸有利于完善公司所开发产业园的服务功能。园区产业服务职能的建设能在一定程度提高公司主业的整体竞争力，但也对公司管理能力提出了更高的要求，加大公司的管理难度。目前公司产业园配套服务业务主要包括物业管理、工程设计和餐饮等业务，能在多方面服务于产业园内入驻的企业。

物业管理业务方面，公司物业管理业务由全资子公司武汉丽岛物业管理有限公司（以下简称“丽岛物业”）负责运营，该公司具有物业管理一级资质。近年丽岛物业物业管理面积不断扩大，目前丽岛物业物业管理面积超过1,000.00万平方米。

餐饮业务方面，公司餐饮业务由全资子公司武汉全派酒店管理咨询有限公司（以下简称“武汉全派”）负责运营，公司餐饮业务主要服务于所开发园区内企业。目前公司餐饮业务以提供工作简餐为主，目前收入和毛利水平不高。

此外，为提高公司在产业园开发行业的整体竞争力，公司近年组建、收购了包括武汉丽岛幕墙制造有限公司、武汉吉天建设工程有限公司、武汉光谷联合建筑设计研究院有限公司，通过新设和收购公司已经形成了集产业园规划、建造、运营和服务为一体的完整产业链体系，为公司未来的可持续发展奠定较好的基础。同时由于近年公司新设子公司较多，对公司管理水平提出了更高的要求，公司近年管理费用支出较大。

表 12 2013-2014 年产业园配套服务业务主要收入来源（单位：万元）

| 项目 | 2014 年 | 2013 年 |
|-----------|------------------|------------------|
| 物业管理 | 16,426.20 | 12,214.61 |
| 餐饮销售 | 1,190.40 | 1,043.59 |
| 合计 | 17,616.60 | 13,258.19 |

资料来源：公司提供

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众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产规模显著增长，其中存货等占比较高，资产流动性一般

随着建设项目施工进度的推进和业务规模的不断扩大，公司总资产规模不断增长，2014年末总资产达到76.38亿元，同比增长24.31%。由于公司土地储备和园区开发规模迅速扩大，公司资产规模增长主要体现在存货科目余额的大幅增长。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2014年 | | 2013年 | |
|-----------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 流动资产合计 | 697,391.38 | 91.31% | 573,018.50 | 93.26% |
| 其中：货币资金 | 103,480.16 | 13.55% | 116,879.26 | 19.02% |
| 应收账款 | 48,557.25 | 6.36% | 56,303.47 | 9.16% |
| 预付款项 | 61,170.26 | 8.01% | 72,565.48 | 11.81% |
| 其他应收款 | 47,028.38 | 6.16% | 31,933.53 | 5.20% |
| 存货 | 436,985.33 | 57.21% | 295,218.22 | 48.05% |
| 非流动资产合计 | 66,386.05 | 8.69% | 41,387.07 | 6.74% |
| 其中：长期股权投资 | 17,289.87 | 2.26% | 16,611.76 | 2.70% |
| 投资性房地产 | 19,312.77 | 2.53% | 7,362.85 | 1.20% |
| 固定资产 | 14,588.61 | 1.91% | 9,594.67 | 1.56% |
| 资产总计 | 763,777.43 | 100.00% | 614,405.56 | 100.00% |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司资产以流动资产为主，2014年末公司流动资产占比91.31%，以货币资金、应收账款、预付账款和存货等为主。2014年末货币资金中银行存款占90.06%，其他货币资金占9.92%、主要系银行承兑汇票保证金，货币资金流动性强。应收账款主要为产业园物业销售款，2014年末账龄在1年以内的占79.78%、1-2年的占18.06%（定制开发模式形成），其中前五大客户欠款占应收账款总额的40.47%。预付账款主要为支付的土地款，2014年末主要包括武汉市财政局东湖新技术开发区分局5.18亿元。2014年末其他应收款大幅增加，主要为与关联方的往来款，其中包括股东联合置业(武汉)有限公司3.05亿元、武汉天业建筑工程有限公司0.65亿元等，其回收期存在不确定性。

公司资产主要集中于存货。2014年末存货包括开发成本24.20亿元、开发产品17.60亿元，大额开发成本包括创意天地项目13.34亿元、丽岛2046项目6.37亿元、青岛光谷国际海洋信息港项目5.12亿元、合肥金融港3.69亿元、研创中心3.31亿元等，当年存货大幅增加主要是由于创意天地项目等投入增加。总体看来，由于投资期长，在开发项目将占用公司大量的资金，资金回笼有赖于项目建成后的销售情况，该部分资产流动性一般；且短期内随着公

司在开发项目的持续投入，将面临较大的资金压力。

总的来说，随着公司开发项目施工进度的推进，总资产规模显著增长；公司资产以流动资产为主，资产中存货、预付账款等占比较大，流动性偏弱，资金回笼的时间有赖于公司开发项目未来的销售情况。

资产运营效率

2014年公司资产运营效率下降，存货周转期长

从资产运营效率来看，2014年公司应收账款金额下降，使得公司应收账款周转速度提高。随着公司在开发项目投资的推进，公司存货规模不断扩大，整体存货周转效率偏低。2014年公司资产规模显著扩大，总资产周转率下滑、维持在较低水平。总体看，公司经营效率偏低。

表 14 公司主要营运效率指标（单位：天）

| 指标名称 | 2014 年 | 2013 年 |
|----------|----------|----------|
| 应收账款周转天数 | 124.64 | 152.56 |
| 存货周转天数 | 1,442.61 | 1,101.23 |
| 应付账款周转天数 | 260.98 | 268.58 |
| 净营业周期 | 1,306.27 | 985.21 |
| 流动资产周转天数 | 1,510.10 | 1,415.57 |
| 固定资产周转天数 | 28.75 | 25.24 |
| 总资产周转天数 | 1,638.21 | 1,524.80 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司收入、利润均有所增长，不过受投资开发周期等因素影响，未来可能波动

2014年公司收入主要来自金融港二期、光谷软件园6期、青岛国际海洋信息港一期、创意天地一期等项目，当年产业园开发与运营收入12.81亿元，同比增长19.30%，使得整体收入有所增长。作为房产开发企业，公司收入规模受到单个项目投资金额大、房产开发周期不同等因素影响，从长期看，公司营业收入可能因此而呈现一定的波动性。

2014年资产减值损失增加较多，当年计提长期股权投资减值准备3,906.66万元，全部来自计提的武汉美生置业有限公司（公司持股50%）减值准备，主要是基于该企业未来业务将逐步萎缩，现有的一个房地产项目结束后可能不再开展新的业务。

公司投资收益均主要由权益法核算的长期股权投资收益形成，2013、2014年公司分别

确认武汉美生置业有限公司（公司持股50%）投资收益3,578.82万元、7,129.26万元。

从毛利情况来看，由于公司的土地成本较低，加之特殊的物业定制模式使得公司在同业中具备了一定的竞争力，也有效保障了公司主业的利润水平，公司整体毛利水平尚可。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2014年 | 2013年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 151,429.55 | 125,352.19 |
| 资产减值损失 | 4,313.57 | 1,319.01 |
| 投资收益 | 7,084.78 | 3,569.87 |
| 营业利润 | 25,694.94 | 12,088.31 |
| 营业外收入 | 1,895.68 | 820.86 |
| 利润总额 | 27,539.31 | 12,834.22 |
| 净利润 | 21,842.79 | 9,899.22 |
| 综合毛利率 | 39.67% | 36.34% |
| 期间费用率 | 14.41% | 14.25% |
| 总资产回报率 | 4.33% | 2.71% |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年公司期间费用率相对稳定，其中管理费用支出较大，一定程度削弱了公司的利润水平。近年营业外收入均主要来自政府补助。2014年公司利润总额2.75亿元，同比增长114.58%，不过受投资开发周期等因素影响，未来公司收入、盈利规模可能波动。

现金流

公司经营净现金流持续表现不佳，经营环节的资金缺口较大，对外部融资的依赖程度较高

由于公司近年处于项目集中投资阶段，经营环节现金流出量较大，2013-2014年经营现金流持续处于净流出状态。2014年公司经营现金净流出达到11.05亿元，主要是受创意天地项目、丽岛2046项目等项目开发投入增加，导致存货占用资金大幅增加。此外，2014年公司被占用的资金增加，关联资金往来也在一定程度上影响公司经营现金流流的稳定性，公司目前通过自身经营获取现金抵偿债务的能力有限。

从投资活动来看，2014年公司投资活动现金流净额为3.28亿元，较2013年显著上升，主要是由于当年将其持有武汉丽岛物业管理有限公司80%股权作价人民币16,800万元转让给三A银信投资有限公司、将其持有武汉丽岛科技有限公司75%股权作价人民币14,250万元转让给三A银信投资有限公司。

由于在建项目资金需求量较大，2014年公司主要通过外部融资弥补资金缺口，使得筹

资活动现金净流入5.40亿元，主要是债券融资，当年非公开定向发行债券融资工具-1年期、非公开定向发行债券融资工具-2年期各3亿元，未来随着借款的逐笔到期，将面临一定的债务偿还压力。

近年来股东持续给予公司资金支持，2014年公司将丽岛物业、丽岛科技多数股权转让给上级股东三A银信，共获得资金31,050万元，有利于缓解资金压力。

总体来看，近年来，公司经营活动现金流面临较大缺口，筹资活动现金流入同时增加，在一定程度上弥补公司短期内资金缺口。2014年以来，预计在建和拟建项目的投资将继续维持在较大规模，但公司自身经营所得有限，还需要持续通过外部筹资来支持其投资规模的扩大，未来仍存在较大的融资压力和资金需求。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2014年 | 2013年 |
|------------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 21,842.79 | 9,899.22 |
| 非付现费用 | 6,561.50 | 3,003.54 |
| 非经营损益 | -7,178.51 | -3,727.31 |
| FFO | 21,225.78 | 9,175.45 |
| 营运资本变化 | -131,702.56 | -144,921.08 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -147,614.13 | -89,615.28 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -8,807.84 | -68,787.95 |
| 经营性应付项目增加（减：减少） | 24,719.41 | 13,482.15 |
| 经营活动现金流量净额 | -110,476.77 | -135,745.63 |
| 投资活动现金流量净额 | 32,810.18 | 12,947.10 |
| 筹资活动现金流量净额 | 53,997.48 | 142,297.50 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -23,669.10 | 19,498.96 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014年公司负债规模显著上升，其中有息债务占比大，存在一定的支付压力

跟踪期内，少数股东权益显著增加等因素使得公司所有者权益有所提升，但负债与所有者权益比率仍处于较高水平，自有资本对债务的保障程度一般。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2014年 | 2013年 |
|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 525,683.08 | 422,704.01 |
| 所有者权益 | 238,094.34 | 191,701.55 |
| 负债与所有者权益比率 | 220.79% | 220.50% |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

由于在开发项目投资规模的扩大，公司的负债规模不断扩大，2014年末负债总额达到52.57亿元，同比上升24.36%。

从负债结构来看，2014年末公司负债中非流动负债占比上升，占负债总额的51.15%。流动负债主要为短期借款、应付账款和其他应付款等。其他应付款主要为关联单位的往来款，2014年末主要包括湖北省科技投资集团有限公司4.04亿元，偿还期限具有一定的弹性。公司的非流动负债主要为长期借款和应付债券。2014年公司非公开定向发行债券融资工具-1年期、非公开定向发行债券融资工具-2年期各3亿元，使得应付债券显著上升。2014年末长期应付款显著上升，为委托贷款。

2014年末有息债务34.99亿元，同比增长29.62%，占负债总额的66.56%，从长期看公司将面临一定的本息偿还压力。

表 18 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 |
| 流动负债合计 | 256,820.02 | 48.85% | 225,197.96 | 53.28% |
| 其中：短期借款 | 67,000.00 | 12.75% | 57,200.00 | 13.53% |
| 应付票据 | 18,515.00 | 3.52% | 16,223.00 | 3.84% |
| 应付账款 | 80,066.64 | 15.23% | 52,393.19 | 12.39% |
| 预收款项 | 26,923.24 | 5.12% | 21,990.59 | 5.20% |
| 其他应付款 | 49,698.32 | 9.45% | 60,607.27 | 14.34% |
| 非流动负债合计 | 268,863.06 | 51.15% | 197,506.05 | 46.72% |
| 其中：长期借款 | 116,113.00 | 22.09% | 134,273.63 | 31.77% |
| 应付债券 | 118,726.41 | 22.59% | 62,219.00 | 14.72% |
| 长期应付款 | 29,521.60 | 5.62% | 0.00 | 0.00% |
| 负债总额 | 525,683.08 | 100.00% | 422,704.01 | 100.00% |
| 有息债务 | 349,876.01 | 66.56% | 269,915.63 | 63.85% |

注：有息债务=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+长期应付款。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

偿债能力指标方面，2014年公司资产负债率相对稳定。公司流动比率、速动比率表现尚可，考虑到公司货币资金保有量尚可，我们认为公司短期偿债能力尚可。2014年公司EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，利息偿还保障度不高。

表 19 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2014年 | 2013年 |
|------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 68.83% | 68.80% |
| 流动比率 | 2.72 | 2.54 |
| 速动比率 | 1.01 | 1.23 |
| EBITDA（万元） | 32,104.58 | 16,070.51 |

EBITDA 利息保障倍数

1.28

1.07

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

武汉信用为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

根据武汉信用出具的《担保函》，武汉信用为本期债券的到期兑付提供无条件不可撤销连带责任保证担保。在本期债券存续期及到期之日起两年内，如武汉光谷在债券到期时不能全部兑付债券本息，武汉信用保证承担本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金，实现债权的费用和其他应支付的费用。

武汉信用成立于2000年2月，系由武汉开发投资有限公司（以下简称“武汉开投”）、武汉建设投资有限公司、武汉节能投资有限公司等7家企业共同出资组建，初始注册资本为1亿元。武汉信用成立以后进行了多次增资扩股及股东变更，2012年8月，经湖北省经济和信息化委员会《省经信委关于同意公司风险管理有限公司变更事项的批复》（鄂经信函[2012]314号）的批准，同意武汉信用注册资本分三期增资到人民币20亿元。武汉信用在2012年8-10月的三次增资期间，完成了与武汉开投的资产整合。截至2014年4月底，武汉信用注册资本为20亿元，其中武汉开投持股80.69%，成为武汉信用的控股股东；武汉经济发展投资（集团）有限公司（以下简称“武汉经发投”）的持股比例为15.62%。

表 20 截至 2014 年 4 月末武汉信用股权结构情况（单位：万元）

| 股东名称 | 注册资本 | 实收资本 | 持有公司股权比例 |
|------------------|-------------------|-------------------|----------------|
| 武汉开发投资有限公司 | 161,385.23 | 161,385.23 | 80.69% |
| 武汉经济发展投资（集团）有限公司 | 31,240.02 | 31,240.02 | 15.62% |
| 武汉工业国有投资有限公司 | 6,259.75 | 6,259.75 | 3.13% |
| 武汉建设投资有限公司 | 555.00 | 555.00 | 0.28% |
| 武汉天力实业有限责任公司 | 397.00 | 397.00 | 0.20% |
| 武汉节能投资公司 | 163.00 | 163.00 | 0.08% |
| 合计 | 200,000.00 | 200,000.00 | 100.00% |

资料来源：武汉信用提供

武汉开投系武汉经发投全资子公司，而武汉经发投则为武汉市国资委下属投资平台，因此，武汉信用的实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）。

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用形成以中小企业融资担保为核心，委托贷款、征信、投融资、小额贷款等协同发展的业务结构。截至2013年末，武汉信用已

累计为5,649户中小企业提供了融资担保服务，累计担保金额443.27亿元。

武汉信用作为华中地区国有大型担保机构，具有较强的政策性职能，对于完善区域内的担保体系、解决小企业解决融资问题具有重要意义，将持续受到地方政府的有力支持

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用以中小企业融资服务为核心，围绕企业生命周期提供融资一体化服务解决方案。武汉信用通过专业化平台运营，不断向产业链上下游延伸，持续拓展新的市场空间。目前，除融资担保这一核心主营业务外，武汉信用还搭建起包含投融资、小额贷款、征信、金融中介、金融投资等在内的完整信用产业链，形成纵向联动、协同发展的业务格局。

表 21 武汉信用收入构成和毛利率情况（单位：万元）

| 业务类型 | 2014年1-4月 | | 2013年 | | 2012年 | |
|---------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 担保收入 | 8,389.20 | 30.00% | 30,220.25 | 31.12% | 28,106.70 | 31.65% |
| 委贷收入 | 19,422.29 | 69.45% | 61,507.84 | 63.34% | 55,856.44 | 62.89% |
| 其他 | 153.45 | 0.55% | 5,386.08 | 5.55% | 4,850.13 | 5.46% |
| 营业收入合计 | 27,964.94 | 100.00% | 97,114.17 | 100.00% | 88,813.27 | 100.00% |

资料来源：武汉信用 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 4 月财务报表

作为武汉市市属的国有担保机构，武汉信用依托较好的股东背景和丰富的金融资源，近年来担保业务规模快速增长，行业地位不断上升；未来仍将持续获得股东支持，担保业务规模有望延续较快增长态势。武汉信用通过对客户的行业分布、单笔额度大小以及组合平均剩余期限等方面的控制，在一定程度上降低了承保组合的风险。债权投资业务收入目前已成为武汉信用收入和利润的重要组成部分，但该业务占用流动资金的规模较大，一定程度影响公司的资金安全。武汉信用近年来大量资金用于股权投资，因该业务缺少抵押、担保措施、存在较大的投资风险，可能对武汉信用的资产流动性及代偿能力产生负面影响。依托一整套较完整的信用风险管理技术体系，武汉信用现已形成了以金融服务和金融投资为主的产业布局，搭建起上中下游完整的金融服务产业链，形成相互支撑、联动发展模式。

武汉信用的风险管理机制较为健全，业务实际操作流程符合公司制度规定。武汉信用反担保措施较为充分，同时与合作金融机构建立的风险分担机制及执行效果较好，风险准备金提取较为充足，整体风险防范意识和风险分担机制较好。

经鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为AA+，其对本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，对本期债券的偿还提供了较好保障。

七、或有事项分析

公司对外担保的金额较大，存在一定的或有负债风险

除进行园区开发和物业销售以外，公司还为部分入驻园区的企业提供银行借款融资担保的服务。截至2014年末，公司累计对外担保1.38亿元（不包括对纳入合并范围内的子公司的担保），其中为北京江河瑞通技术发展有限公司、武汉融合世纪投资有限公司、湖北建科建设工程有限公司、武汉桥都投资管理有限公司、武汉捷迅信息技术有限公司向汉口银行股份有限公司光谷支行按揭贷款提供3,994万元担保；公司为武汉光谷咖啡创投有限公司向招商银行股份有限公司光谷支行按揭贷款提供511万元担保；公司为武汉珞珈德毅科技发展有限公司、武汉艾尔夫分析仪器有限公司、武汉德普力电液科技有限公司向建设银行股份有限公司光谷支行按揭贷款提供3,797万元担保；公司为客户向交通银行股份有限公司按揭贷款提供432万元担保；公司为武汉国艺教育咨询有限公司、武汉道森媒体股份有限公司向工商银行东湖支行按揭贷款提供5,060.20万元担保。上述担保存在一定的或有负债风险。

八、评级结论

公司业务以产业园区的开发与运营为主，以产业园生活配套业务和产业园配套服务业务为辅。公司产业园区开发与运营模式较为成熟，具有一定的竞争优势。公司在建和拟建的项目较多，经营可持续性较好。武汉信用提供的担保仍可为本期债券的偿付提供较好保障。

但我们也注意到，目前公司部分项目面临一定的销售压力。公司在建和拟建的项目较多，投资金额较大，将持续面临较大的资金压力。由于房地产市场进入调整期，加大了公司经营的不确定性。公司资产主要为储备土地和开发成本，流动性较差；有息债务规模迅速扩大，从长期看将面临一定的本息偿还压力。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级AA+，发行主体长期信用等级维持为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 | 103,480.16 | 116,879.26 | 97,380.30 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 207.82 |
| 应收票据 | 170.00 | 109.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 48,557.25 | 56,303.47 | 49,942.13 |
| 预付款项 | 61,170.26 | 72,565.48 | 62,610.85 |
| 其他应收款 | 47,028.38 | 31,933.53 | 9,628.46 |
| 存货 | 436,985.33 | 295,218.22 | 193,017.44 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 9.53 | 0.00 |
| 流动资产合计 | 697,391.38 | 573,018.50 | 412,786.99 |
| 非流动资产： | | | |
| 持有至到期投资 | 0.00 | 0.00 | 300.00 |
| 长期股权投资 | 17,289.87 | 16,611.76 | 13,094.31 |
| 投资性房地产 | 19,312.77 | 7,362.85 | 7,776.17 |
| 固定资产 | 14,588.61 | 9,594.67 | 7,985.11 |
| 在建工程 | 3,496.05 | 392.79 | 244.89 |
| 无形资产 | 454.14 | 451.88 | 424.56 |
| 商誉 | 3,245.15 | 3,245.15 | 3,245.15 |
| 长期待摊费用 | 2,070.35 | 517.75 | 0.00 |
| 递延所得税资产 | 5,919.55 | 3,210.22 | 1,577.04 |
| 其他非流动资产 | 9.57 | 0.00 | 35.48 |
| 非流动资产合计 | 66,386.05 | 41,387.07 | 34,682.69 |
| 资产总计 | 763,777.43 | 614,405.56 | 447,469.69 |
| 流动负债： | | | |
| 短期借款 | 67,000.00 | 57,200.00 | 14,200.00 |
| 应付票据 | 18,515.00 | 16,223.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 80,066.64 | 52,393.19 | 66,681.19 |
| 预收款项 | 26,923.24 | 21,990.59 | 2,601.57 |
| 应付职工薪酬 | 1,653.18 | 1,841.84 | 2,330.89 |
| 应交税费 | 12,963.64 | 14,942.07 | 23,021.72 |
| 其他应付款 | 49,698.32 | 60,607.27 | 69,785.83 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 2,400.00 |
| 流动负债合计 | 256,820.02 | 225,197.96 | 181,021.20 |
| 非流动负债： | | | |
| 长期借款 | 116,113.00 | 134,273.63 | 97,316.47 |

| | | | |
|---------------|------------|------------|------------|
| 应付债券 | 118,726.41 | 62,219.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 29,521.60 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税负债 | 495.88 | 201.17 | 264.94 |
| 其他非流动负债 | 4,006.18 | 812.25 | 1,037.33 |
| 非流动负债合计 | 268,863.06 | 197,506.05 | 98,618.74 |
| 负债合计 | 525,683.08 | 422,704.01 | 279,639.94 |
| 所有者权益（或股东权益）： | | | |
| 实收资本（股本） | 48,000.00 | 48,000.00 | 48,000.00 |
| 资本公积 | 85.05 | 962.13 | 199.39 |
| 盈余公积 | 11,233.21 | 10,342.17 | 9,860.40 |
| 未分配利润 | 105,082.85 | 93,941.29 | 84,540.63 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 164,401.11 | 153,245.60 | 142,600.42 |
| 少数股东权益 | 73,693.23 | 38,455.95 | 25,229.33 |
| 所有者权益合计 | 238,094.34 | 191,701.55 | 167,829.75 |
| 负债和所有者权益总计 | 763,777.43 | 614,405.56 | 447,469.69 |

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2014年 | 2013年 | 2012年 |
|-----------------------|------------|------------|------------|
| 一、营业收入 | 151,429.55 | 125,352.19 | 230,508.77 |
| 减：营业成本 | 91,359.90 | 79,803.53 | 140,894.04 |
| 营业税金及附加 | 15,325.19 | 17,847.40 | 26,928.61 |
| 销售费用 | 6,557.91 | 4,741.25 | 3,935.87 |
| 管理费用 | 14,072.86 | 11,434.23 | 9,981.93 |
| 财务费用 | 1,189.96 | 1,688.33 | 4,736.07 |
| 资产减值损失 | 4,313.57 | 1,319.01 | 37.65 |
| 加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列） | 0.00 | 0.00 | -10.11 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | 7,084.78 | 3,569.87 | -451.26 |
| 二、营业利润（亏损以“-”号填列） | 25,694.94 | 12,088.31 | 43,533.22 |
| 加：营业外收入 | 1,895.68 | 820.86 | 3,013.48 |
| 减：营业外支出 | 51.30 | 74.96 | 48.18 |
| 其中：非流动资产处置损失 | 4.24 | 23.98 | 13.85 |
| 三、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 27,539.31 | 12,834.22 | 46,498.52 |
| 减：所得税费用 | 5,696.52 | 2,935.00 | 12,016.97 |
| 四、净利润（净亏损以“-”号填列） | 21,842.79 | 9,899.22 | 34,481.55 |
| 减：少数股东损益 | 2,037.05 | 16.79 | 2,062.60 |
| 五、归属于母公司所有者的净利润 | 19,805.75 | 9,882.43 | 32,418.95 |

资料来源：公司审计报告

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 | 163,242.79 | 137,651.14 | 176,027.90 |
| 收到的税费返还 | 16.02 | 0.00 | 0.00 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 43,195.43 | 31,320.65 | 45,240.26 |
| 经营活动现金流入小计 | 206,454.24 | 168,971.79 | 221,268.16 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 187,690.10 | 162,200.12 | 166,670.85 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 23,395.81 | 20,864.54 | 19,653.39 |
| 支付的各项税费 | 27,080.95 | 30,559.00 | 30,822.36 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 78,764.15 | 91,093.75 | 75,634.90 |
| 经营活动现金流出小计 | 316,931.01 | 304,717.42 | 292,781.50 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -110,476.77 | -135,745.63 | -71,513.34 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 收回投资收到的现金 | 32,770.40 | 17,336.85 | 950.86 |
| 取得投资收益收到的现金 | 2,502.45 | 1,105.63 | 28.50 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 25.81 | 12.24 | 12.94 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 0.00 | 11,342.91 |
| 投资活动现金流入小计 | 35,298.66 | 18,454.71 | 12,335.21 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 778.48 | 1,730.19 | 3,245.86 |
| 投资支付的现金 | 1,710.00 | 3,777.43 | 5,413.97 |
| 投资活动现金流出小计 | 2,488.48 | 5,507.62 | 8,659.83 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 32,810.18 | 12,947.10 | 3,675.38 |
| 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 | 5,320.00 |
| 取得借款收到的现金 | 218,983.60 | 172,798.00 | 116,800.00 |
| 发行债券收到的现金 | 59,220.00 | 65,800.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 278,203.60 | 238,598.00 | 122,120.00 |
| 偿还债务支付的现金 | 196,539.54 | 80,275.85 | 50,694.63 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 27,402.31 | 11,527.51 | 12,406.29 |
| 其中：子公司支付给少数股东的股利、利润 | 0.00 | 0.00 | 5,571.30 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 264.26 | 4,497.14 | 0.00 |
| 筹资活动现金流出小计 | 224,206.12 | 96,300.50 | 63,100.91 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 53,997.48 | 142,297.50 | 59,019.09 |
| 四、汇率变动对现金的影响 | | | |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -23,669.10 | 19,498.96 | -8,818.88 |

资料来源：公司审计报告

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 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|------------|
| 净利润 | 21,842.79 | 9,899.22 | 34,481.55 |
| 加：资产减值准备 | 4,313.57 | 1,319.01 | 37.65 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 1,920.32 | 1,578.40 | 1,315.19 |
| 无形资产摊销 | 58.99 | 106.13 | 73.50 |
| 长期待摊费用摊销 | 268.62 | 0.00 | 0.00 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列) | 3.55 | -12.24 | 13.85 |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列) | 0.00 | 0.00 | 10.11 |
| 财务费用(收益以“-”号填列) | 2,317.34 | 1,551.76 | 5,115.70 |
| 投资损失(收益以“-”号填列) | -7,084.78 | -3,569.87 | 451.26 |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列) | -2,709.33 | -1,633.19 | -237.92 |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列) | 294.71 | -63.77 | -241.26 |
| 存货的减少(增加以“-”号填列) | -147,614.13 | -89,615.28 | -36,076.65 |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列) | -8,807.84 | -68,787.95 | -6,483.90 |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列) | 24,719.41 | 13,482.15 | -69,972.42 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -110,476.77 | -135,745.63 | -71,513.34 |

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2014年 | 2013年 | 2012年 |
|--------------|------------|------------|------------|
| 有息债务（万元） | 349,876.01 | 269,915.63 | 111,516.47 |
| 资产负债率 | 68.83% | 68.80% | 62.49% |
| 流动比率 | 2.72 | 2.54 | 2.28 |
| 速动比率 | 1.01 | 1.23 | 1.21 |
| 综合毛利率 | 39.67% | 36.34% | 38.88% |
| 总资产回报率 | 4.33% | 2.71% | 13.23% |
| EBITDA（万元） | 32,104.58 | 16,070.51 | 53,002.91 |
| EBITDA利息保障倍数 | 1.28 | 1.07 | 3.41 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 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。 |