



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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

济南市小清河开发建设投资有限公司
主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】152 号

大公国际资信评估有限公司通过对济南市小清河开发建设投资有限公司及“12 济小清河债/PR 小清河”的信用状况进行跟踪评级，确定济南市小清河开发建设投资有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“12 济小清河债/PR 小清河”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月十九日





评定等级



主体信用

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

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 济小清河债 /PR 小清河	18	7	AA	AA	2018.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018	2017	2016
总资产	205.46	189.65	233.70
所有者权益	82.70	80.60	93.49
总有息债务	28.85	50.49	73.60
营业收入	0.10	0.12	16.83
净利润	0.08	0.04	2.66
经营性净现金流	24.92	25.67	9.18
毛利率	83.13	37.57	16.47
总资产报酬率	0.04	0.02	1.14
资产负债率	59.75	57.50	60.00
债务资本比率	25.86	38.52	44.05
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.04	0.04	0.47
经营性净现金流/总负债	21.50	20.60	6.52

注: 公司提供了 2018 年财务报表, 中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。

评级小组负责人: 唐 川
 评级小组成员: 董 超 李若冰
 电话: 010-51087768
 传真: 010-84583355
 客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

济南市小清河开发建设投资有限公司(以下简称“小清河开投”或“公司”)主要承担济南市的小清河综合治理、周边土地熟化整理开发及滨河新区的开发建设等业务。跟踪期内,济南市经济实力继续增强,公司作为小清河综合治理工程和滨河新区开发的重要建设主体,继续得到地方政府的大力支持,且经营性现金流净流入仍保持一定规模,对债务的保障能力较好;同时,公司土地熟化业务稳定性差,未来整体收入规模具有很大的不确定性,公司融资渠道转以股东拆借款和政府债券置换为主,对外自主融资渠道减少,在建工程及存货在总资产中占比仍较高,资产流动性一般。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 济南市经济实力继续增强,加快推进新旧动能转化先行区建设,产业结构日益优化,为公司业务发展提供了良好的外部环境;
- 公司作为小清河综合治理工程和滨河新区开发的重要建设主体,继续得到济南市政府在债券置换、财政补贴等方面的有力支持;
- 2018 年,公司经营性净现金流仍保持一定规模,对债务的保障能力较好。

主要风险/挑战:

- 受城市规划及土地出让计划的影响,公司土地熟化业务稳定性差,未来整体收入规模具有很大的不确定性;
- 公司融资渠道转以股东拆借款和政府债券置换为主,对外自主融资渠道减少,融资职能弱化;
- 2018 年,公司在建工程及以储备土地为主的存货在总资产中占比仍较高,资产流动性一般。



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本评级报告所依据的评级方法为《投融资平台信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的小清河开投存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
12济小清河债/PR小清河	18.0	3.6	2012.09.05~2019.09.05	济南市小清河综合治理工程	已按募集资金要求使用完毕

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

小清河开投成立于 2007 年 9 月，系根据济南市人民政府（济政字【2007】22 号文）批准成立的国有独资公司，由济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）100.00%控股。2013 年 8 月，根据济政字【2012】46 号文及济政发【2011】28 号文，公司出资人变更为济南市财政局。2013 年 12 月，根据济财办【2013】103 号文，济南市财政局将公司股权无偿划转至济南滨河新区建设投资集团有限公司（以下简称“滨河集团”），根据《济南市投融资平台公司改革实施方案》，公司仍延续小清河综合治理等原有业务范围。2017 年 5 月，公司及其股东滨河集团归入新组建的济南城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”），整合后公司全部存续债务及债权债务关系均未发生改变。截至 2018 年末，公司注册资本为 10.23 亿元人民币，滨河集团持有公司 100.00% 股权，济南市国资委为公司的实际控制人。

公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规及规章制度的规定制定公司章程，公司不设立股东会，由济南市国资委行使出资人的职权，由滨河集团授权公司董事会行使股东会的部分职权。公司设立董事会、经理管理机构；设立了综合办公室、计划财务部、工程管理部、规划开发部等，并对各部门制定了明确的规章制度，有较为完善的内部控制体系。截至 2018 年末，纳入公司合并报表范围的仍为全资子公司济南市小清河资产运营有限公司。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2019 年 5 月 21 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2012



年 9 月发行的 7 年期 18.00 亿元“12 济小清河债/PR 小清河”已兑付本金 14.40 亿元，到期利息已按时支付；于 2014 年 1 月发行的 3 年期 12.50 亿元“14 济小清河 PPN001”已正常兑付。

偿债环境

中国宏观政策环境良好，新型城镇化为经济发展的新增长点，国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；我国实现国内生产总值 90.0 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30.0 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准



入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）产业/行业环境

随着新型城镇化战略进一步实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务。2018 年末，地方政府一般债务余额 10.99 万亿元，同比增长 6.39%，专项债务余额 7.39 万亿元，同比增长 20.36%。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号）的出台拉开了全国范围整治地方政府性债务的序幕。2015 年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。2016 年，《中共中央 国务院关于深化投融资体制改革的意见》公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。中央不断完善地方政府举债融资机制，硬化地方政府预算约束，规范地方投融资平台的举债融资行为；同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部已着手摸底全国地方隐性债务情况。2017 年，六部委联合下发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50 号），加强了对融资平台公司融资管理，强调地方政府不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得违法违规出具担保函承诺函等。财政部下发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87 号文），进一步规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险。《中共中央 国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》的下发，积极推动防范及化解政府性债务风险，大力推进政府性债务管理改革，切实处理好稳增长、促改革与防风险的关系，摸清债务底数、分类施策。2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金【2018】194 号文），对申报企业债券的城投公司治理结构、



财务信息和资产质量等方面均提出了更加规范的要求。随后，财政部印发了《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金【2018】23号），以防范和化解地方政府债务风险为出发点，规范金融企业与地方政府和地方国企的投融资行为，剥离传统地方政府信用类项目中的地方政府隐性担保。2018年10月，国务院发布的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发【2018】101号）明确允许城投公司的存量隐性债务进行展期，支持转型中及转型后的城投公司依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任，城投公司融资环境得到改善。

预计未来，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，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台的运作模式的转变也提出了更高要求。

（三）区域环境

2018年，济南市经济实力继续增强，加快推进新旧动能转化先行区建设，产业结构日益优化，在山东省经济发展中占重要地位，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

济南市为山东省省会，是全国十五个副省级城市之一，是山东省的政治、文化、教育、交通和科技中心；北连首都经济圈，南接长三角经济圈，东西连通山东半岛与华中地区，是环渤海经济区和京沪经济轴上的重要交汇点，环渤海地区和黄河中下游地区中心城市之一。济南市总面积10,244平方公里，现辖10个市辖区和2个县。2018年末，济南市常住人口746.0万人，同比增长1.9%。

表2 2016~2018年济南市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2018年		2017年		2016年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	7,856.6	7.4	7,202.0	8.0	6,536.1	7.8
人均地区生产总值(万元)	10.6	5.7	9.9	6.6	9.10	6.5
规模以上工业增加值	-	7.1	-	9.8	-	7.3
固定资产投资	-	9.6	4,363.6	13.5	3,974.3	13.7
社会消费品零售总额	4,404.5	10.0	4,146.1	10.1	3,764.8	10.4
三次产业结构	3.5:36.0:60.5		4.4:35.7:59.9		4.9:36.2:58.9	

数据来源：2016~2018年济南市国民经济和社会发展统计公报

2018年，济南市经济总量继续增长，地区生产总值7,856.6亿元，同比增长7.4%，在山东省经济发展中仍占重要地位；其中，第一产业增加值272.4亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值2,829.3亿元，同比增长7.8%；第三产业增加值4,754.8亿元，同比增长7.5%；三次产业结构调整为3.5:36.0:60.5，第



二产业和第三产业占比进一步提升，产业结构日益优化。同期，济南市人均地区生产总值 10.6 万元，同比增长 5.7%。

2018 年，济南市规模以上工业增加值增长 7.1%，规模以上工业 41 个大类行业中，有 24 个行业增加值实现增长，增长面为 58.5%，全部行业增长面保持稳定；固定资产投资同比增长 9.6%，亿元以上固定资产投资项目 872 个，增加 128 个；社会消费品零售总额增速较快，同比增长 10.0%，消费品市场平稳运行。

综合而言，2018 年，济南市经济实力继续增强，加快推进新旧动能转化先行区建设，产业结构日益优化，在山东省经济发展中占重要地位，为公司的业务发展提供了良好的外部环境。

2018 年，因以国有土地使用权出让金收入为主的政府性基金收入大幅增长，济南市财政本年收入大幅增长，一般预算收入有所提高，财政总体实力仍较强。

2018 年，济南市财政本年收入同比增长 31.37%，主要系以国有土地使用权出让金收入为主的政府基金收入大幅增长所致；地方财政收入仍是财政本年收入的主要构成，占财政本年收入的 90.47%，同比有所上升，财政总体实力仍较强。

表 3 2016~2018 年济南市财政收支状况（单位：亿元）

项目		2018 年	2017 年	2016 年
本年 收入	财政本年收入合计	2,313.40	1,760.94	1,581.26
	地方财政收入	2,093.03	1,566.44	1,407.96
	一般预算	752.82	677.21	641.21
	税收收入	619.46	541.80	498.38
	非税收入	133.36	135.41	142.83
	政府性基金	1,340.21	889.23	766.75
	转移性收入	220.37	194.50	173.30
	一般预算	217.74	190.96	167.95
	政府性基金	2.63	3.54	5.35
本年 支出	财政本年支出合计	2,580.13	1,866.78	1,601.60
	地方财政支出	2,470.45	1,767.30	1,508.47
	一般预算	1,018.25	834.06	741.26
	政府性基金	1,452.20	933.24	767.21
	转移性支出	109.68	99.48	93.13
	一般预算	109.51	99.36	92.83
	政府性基金	0.17	0.12	0.30
收支 净额	本年收支净额	-266.73	-105.84	-20.34
	地方财政收支净额	-377.42	-200.86	-100.51
	转移性收支净额	110.69	95.02	80.17

数据来源：根据济南市财政局公开资料整理

2018 年，济南市地方财政收入同比增长 33.62%，主要系政府性基金收入大幅增长所致。2018 年，随着经济的稳定发展，济南市一般预算收入同比有所提



高；税收收入在一般预算收入中占比仍较高，占比为 82.29%；从税种来看，济南市主要税种有增值税、企业所得税、土地增值税、个人所得税和契税，上述五项税种合计占税收收入的 81.88%。同期，济南市非税收入同比减少 2.05 亿元，主要系专项收入减少所致。

2018 年，以国有土地使用权出让金收入为主的政府性基金收入同比增长 50.72%，在地方财政收入中的占比增加至 60.03%。由于土地出让收入的不可持续性，且易受宏观经济政策、区域土地政策、房地产调控及市场行情等外部因素影响，未来政府性基金收入存在一定的不确定性，地方财政收入的稳定性受到一定影响。

转移性收入方面，2018 年，济南市转移性收入同比上升 13.30%，仍以转移性一般预算收入为主；其中，转移性收入中一般预算有所上升，政府性基金预算小幅减少。

2018 年，济南市财政本年支出规模同比大幅增长；从一般预算支出的结构来看，狭义刚性支出和广义刚性支出的规模均有所上升；济南市政府债务仍较大。

2018 年，济南市财政本年支出规模同比大幅增长，其中一般预算支出同比增长 22.08%。从一般预算支出的结构来看，狭义刚性支出和广义刚性支出的规模均有所上升，但占比均有所下降。

表 4 2016~2018 年济南市一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	1,018.25	100.00	834.06	100.00	741.26	100.00
狭义刚性支出 ¹	460.47	45.22	419.72	50.32	370.67	50.01
社会保障和就业	132.86	13.05	113.40	13.60	96.11	12.97
医疗卫生	69.18	6.79	69.66	8.35	64.61	8.72
一般公共服务	105.36	10.35	93.32	11.19	79.09	10.67
教育	153.07	15.03	143.34	17.19	130.86	17.65
广义刚性支出 ²	592.47	58.19	524.43	62.88	474.84	64.06

数据来源：根据济南市财政局公开资料整理

根据济南市财政局公开数据，截至 2018 年末，济南市政府债务余额为 1,179.49 亿元，其中一般债务余额为 249.01 亿元，专项债务余额 930.48 亿元。虽济南市政府债务余额均控制在政府债务限额以内，但债务规模仍较大。

¹ 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。

² 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、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。



财富创造能力

2018 年，受城市规划及土地出让计划的影响，当期土地熟化业务未实现收入，租赁及物业服务业务成为当期营业收入的主要来源；营业收入略有缩减，且规模仍很小，公司财富创造能力存在一定的不稳定性。

公司作为济南市小清河流域和滨河新区开发的主要建设主体，主要负责包括市政重点项目的投资和建设、小清河周边土地熟化整治及安置房的建设，以及小清河流域滨河新区综合开发业务。滨河新区是山东省济南市“一城三区”的重要功能区和新的城市发展带、景观旅游带、生活休闲带，规划范围东至绕城高速东环线，西至济南西编组站，南至北园大街及工业北路，北至黄河南岸，规划用地面积约 158 平方公里。

2018 年，受城市规划及土地出让计划的影响，当期土地熟化业务未实现收入；公司实现营业收入 1,028.57 万元，同比略有缩减，且规模仍很小，主要来源于租赁及物业服务业务，在营业收入中占比 87.29%；租赁及物业服务业务为小清河河道沿线的服务社区管理房屋租赁项目，是公司营业收入的主要来源。

公司其他业务收入主要包括安置房差价收入、资金使用费收入等，规模及占比均较小。

表 5 2016~2018 年公司营业收入及毛利润情况（单位：万元、%）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1,028.57	100.00	1,216.18	100.00	168,324.00	100.00
土地熟化	-	-	113.00	9.29	167,954.80	99.78
租赁及物业服务	897.81	87.29	-	-	-	-
其他	130.76	12.71	1,103.18	90.71	369.20	0.22
毛利润	855.02	100.00	456.93	100.00	27,715.14	100.00
土地熟化	-	-	113.00	24.73	27,450.93	99.05
租赁及物业服务	864.80	101.14	-	-	-	-
其他	-9.78	-1.14	343.93	75.27	264.21	0.95
毛利率	83.13		37.57		16.47	
土地熟化	-		100.00		16.34	
租赁及物业服务	96.32		-		-	
其他	-7.48		31.18		71.56	

数据来源：根据公司提供资料整理

毛利润方面，2018 年公司实现毛利润 855.02 万元，同比大幅增长 87.12%；综合毛利率同比大幅增加 45.56 个百分点，系公司新增成本较低的租赁及物业服务业务所致。

综合来看，2018 年，受城市规划及土地出让计划的影响，土地熟化业务仍



未实现收入；租赁及物业服务业务成为营业收入的主要来源；营业收入同比无显著变化，但规模仍较小，公司财富创造能力存在一定的不稳定性。

土地熟化业务仍是公司主要业务板块，但近两年受城市规划及土地出让计划的影响，未来收入的实现具有较大的不确定性。

公司为济南市重要的市政工程和土地整理主体，公司主要负责包括市政重点项目的投资和建设、小清河周边土地的熟化整治及安置房建设，以及小清河流域滨河新区综合开发业务。滨河新区是济南市规划的以小清河为生态旅游轴线打造的现代化新城区，滨河新区片区总体开发计划于 2010~2025 年 15 年内完成。

根据济国土资字【2010】247 号文，公司具有收储土地的职能，小清河沿岸的土地收储和开发均由公司负责。截至 2018 年末，公司共有储备土地的账面余额为 41.43 亿元。随着小清河流域环境的不断改善，小清河两岸的片区开发成为公司重点工作；随着片区的拆迁，小清河流域周边以及滨河新区的土地出让价格有所提高。公司治理小清河过程中，由于公司承担着土地收储的职能，土地的出让收益由公司和济南市政府按照各自 50.00% 的比例分成，收益返还后将资金用于小清河综合治理、相关配套设施及两岸城市开发建设等项目。

2018 年，土地熟化业务未实现收入，受城市规划及土地出让计划的影响，原计划出让的土地因建筑房屋类型等原因未确定，正等待政府的进一步指示；未来土地熟化业务仍是公司的主要业务板块。土地出让业务易受土地出让计划的影响，缺乏稳定性，未来收入仍具有一定的不确定性。

小清河综合治理工程是济南市的重点工程之一，公司主要为小清河流域及滨河新区综合开发提供基础设施建设服务。

小清河综合治理工程是济南市的重点工程之一，该项目概算投资 85.62 亿元，截至 2018 年末，已完成投资 115.16 亿元，该工程项目实际投资高于在可研报告中的概算投资，主要由于为配合南水北调工程需借助小清河河道，导致施工工期延长且工程量增加。小清河综合治理工程目前主要涉及小清河的景观及维护工作，工程已基本完工，后续投资规模较小。未来，随着小清河综合治理工程的完工，公司业务重点逐步转向滨河新区的土地开发和城市建设工作。

公司主要在建公租房项目包括清雅居公租房、滨河新苑公租房和滨河新居公租房；其中，清雅居公租房已完工且租户已入住。截至 2018 年末，公司主要在建公租房项目概算投资 39.16 亿元，已累计完成投资 22.82 亿元，滨河新苑及滨河新居公租房项目均已基本完工，由于尚未完成结算，项目均处于在建状态，后续投资规模较小。

**表 6 截至 2018 年末公司主要在建项目（单位：亿元）**

主要在建项目	总投资	已完成投资	项目建设时间
小清河综合治理工程	85.62	115.16	2007.10~2018.12
清雅居公租房	21.50	15.74	2011.07~2015.04
滨河新苑公租房	11.11	4.44	2014.09~2018.09
滨河新居公租房	6.55	2.64	2015.07~2018.12
合计	124.78	137.98	-

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源

2018 年，公司利润总额和净利润均有所增长，盈利能力有所增强，但整体盈利水平仍较低；经营性现金流仍为净流入状态，可变现资产中以在建项目及以储备土地为主的存货规模仍较大，公司无受限资产且土地资产变现价值较高，对公司债务偿还形成较好的保障。

（一）盈利

2018 年，公司营业收入与利润主要来自于租赁及物业服务业务；利润总额和净利润均有所增长，但整体盈利水平仍较低。

2018 年，租赁及物业服务收入成为公司营业收入与利润的主要来源；利润总额和净利润有所增长，但整体盈利水平仍较低；公司总资产报酬率与净资产报酬率均小幅增长，公司整体盈利能力仍较弱。

表 7 2016~2018 年公司收入及盈利概况（单位：万元、%）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	1,029.57	1,216.18	168,324.00
营业成本	173.55	759.25	140,608.86
毛利率	83.13	37.57	16.47
期间费用	379.58	297.67	272.69
销售费用	-	4.17	7.62
管理费用	381.53	298.50	270.99
财务费用	-1.95	-5.00	-5.92
营业利润	800.99	389.58	26,597.76
利润总额	801.02	389.58	26,597.34
净利润	801.02	389.58	26,597.34
总资产报酬率	0.04	0.02	1.14
净资产收益率	0.10	0.05	2.85

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司利息费用全部资本化，期间费用仍以管理费用为主，期间费用在营业收入中占比为 36.87%，规模增长较快且占比较高，主要系管理费用中的职工薪酬与中介机构咨询费有所增长。



总体来看，2018 年，公司营业收入与利润的主要来自于租赁及物业服务业务；利润总额和净利润均有所增长，但整体盈利水平仍较低。

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性现金流仍为净流入状态，且保持一定规模，经营性净现金流对债务和利息的保障能力仍较好；投资性净现金流仍保持净流出状态，且规模有所减少。

2018 年，公司经营性现金流仍为净流入，同比无显著变化；其中经营性现金流入和经营性现金流出规模仍较大，主要为公司往来款。同期，经营性净现金流利息保障倍数为 6.58 倍，经营性净现金流/流动负债为 29.93%，经营性净现金流对债务和利息的保障能力仍较好。

2018 年，公司投资性现金流仍保持净流出状态，投资资金主要用于长期股权投资及购置的出租房产等投资性房地产；随着公司对外投资规模有所降低，投资性现金流净流出规模同比减少 2.64 亿元。

表 8 2016~2018 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	24.92	25.67	9.18
投资性净现金流	-6.26	-8.82	-3.01
经营性净现金流利息保障倍数	6.58	10.74	1.60
经营性净现金流/流动负债（%）	29.93	33.83	13.15

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司主要在建公租房项目概算投资 39.16 亿元，已累计完成投资 22.82 亿元，尚需投资 16.34 亿元；小清河综合治理工程项目已基本完工，后续投资较少。整体来看，经营性现金流对公司资本性支出的覆盖程度较好。

总体而言，2018 年，公司经营性现金流仍为净流入状态，且保持一定规模，经营性净现金流对债务和利息的保障能力仍较好。

（三）债务收入

公司融资渠道转以股东拆借款和政府债券置换为主，对外自主融资渠道减少，融资职能弱化；融资规模仍较小，主要以偿还债务为主，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较小。

2018 年，由于公司继续偿还大量债务，筹资性现金流仍为净流出状态，其中筹资性现金流入规模有所增长，但规模仍较小，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较小。

2018 年，滨河集团划入城建集团后，公司的融资渠道逐渐转为城建集团统一融资，后根据具体项目拨付于公司。公司筹资性现金流仍为净流出状态，公司融资规模仍相对较小，主要以偿还债务为主。



公司融资渠道以政府置换债和债券融资为主。政府债券置换方面，公司的长期债务纳入政府债券置换范围，实现债务置换，截至 2018 年末，公司共计政府置换债券余额为 15.00 亿元。债券融资方面，公司存续债券为 2012 年 9 月发行的 7 年期 18.00 亿元“12 济小清河债/PR 小清河”。同期，公司无可用银行授信额度。

表 9 2016~2018 年公司债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	2.02	-	31.29
借款所收到的现金	-	-	11.00
筹资性现金流出	21.87	25.00	41.98
偿还债务所支付的现金	19.33	21.58	36.10

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

2018 年，公司仍是济南市小清河流域和滨河新区开发的主要建设主体，继续得到地方政府在财政补助、环保政策等方面的有力支持。

2018 年，公司仍是济南市小清河流域和滨河新区开发的主要建设主体，在济南市的经济社会发展中仍占有重要地位。小清河综合治理工程是山东省重点工程之一，工程的综合性、复杂性较高，省市政府高度重视小清河的发展和建设，在财政补助等方面给予大力的支持。财政补助方面，2018 年，公司获得公租房相关项目的财政资金补助共 2.02 亿元，分别为滨河新苑公租房项目 1.02 亿元和滨河新居公租房项目 1.00 亿元，计入其他资本公积。环保政策方面，根据山东省环保厅和山东省财政厅联合出台的小清河流域上下游生态补偿机制，建立引水补源机制，水质改善可获补偿资金，公司获得专项资金用于小清河流域工业污染、中水回用污染治理项目以及生态湿地建设。

综合来看，2018 年，公司仍是济南市小清河流域和滨河新区开发的主要建设主体，继续得到地方政府在财政补助、环保政策等方面的有力支持。

（五）可变现资产

2018 年末，公司资产规模同比有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；其中，在建工程及以储备土地为主的存货在总资产中占比仍较高，资产流动性一般。

截至 2018 年末，公司总资产规模同比有所增长，随着公司在建项目的持续推进，以在建工程为主的非流动资产规模有所扩大，资产结构仍以非流动资产为主，在总资产中的占比为 68.59%。

公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款及存货构成。2018 年末，公司货币资金同比有所下降，主要系公司以货币资金偿还大量债务所致。



同期，预付款项同比大幅减少 7.40 亿元，主要系公司预付工程款有所减少，其中预付济南新城地产有限公司 0.52 亿元，占预付款项 62.82%，且账龄在 1 年以内，公司预付款项账龄较短。其他应收款同比大幅减少 1.42 亿元，主要系收回兴业金融租赁有限公司和华夏金融租赁有限公司保证金所致；其他应收款余额较小，主要为政府部门、事业单位等，且账龄较短；存货账面余额同比增长 27.85%，主要系随着项目进度的推进，计入土地熟化成本中的拆迁成本有所增加，存货中土地储备账面价值共计 41.43 亿元。

表 10 2016~2018 年末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	64.53	31.41	60.98	32.15	116.11	49.68
货币资金	1.28	0.62	2.47	1.30	10.62	4.54
预付款项	0.83	0.40	8.23	4.34	7.65	3.27
其他应收款	0.18	0.09	1.60	0.84	22.50	9.63
存货	62.24	30.29	48.68	25.67	64.29	27.51
非流动资产合计	140.94	68.59	128.67	67.85	117.59	50.32
长期股权投资	2.58	1.25	0.14	0.07	0.00	0.00
固定资产	23.14	11.26	16.65	8.78	12.43	5.32
在建工程	115.17	56.05	111.83	58.97	105.11	44.97
资产总计	205.46	100.00	189.65	100.00	233.70	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，非流动资产规模及占比均有所增长，占总资产比重仍较大，主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。同期，公司长期股权投资有所增加，主要是对联营企业济南城鲁建设工程有限公司和济南城建动能转换开发建设集团有限公司的股权投资有所增加，分别持股 1.36%和 15.00%。公司固定资产同比增加 6.49 亿元，主要系滨河新苑公租房和滨河新居公租房项目转计固定资产；同期，在建工程为小清河综合治理项目，随着该项目的继续投入，在建工程规模同比小幅增长，占总资产的 56.05%。

截至 2018 年末，公司无受限资产。

综合来看，公司资产规模同比有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；其中，在建工程及以储备土地为主的存货在总资产中占比仍较高，对资产流动性产生一定影响。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流占比较大；公司外部支持力度较大，可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2018 年，公司经营性净现金流为 24.92 亿元，筹资活动现金流入 2.02 亿元，获



得外部支持 2.02 亿元。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流占比较高，是其债务偿付的主要来源。总体而言，公司外部支持力度较大，流动性偿债来源总体充足。

公司的清偿性偿债来源为可变现资产，根据大公测算，截至 2018 年末，公司可变现资产价值³为 171.61 亿元，清偿性偿债来源较为充足；公司可变现资产以在建工程及存货中的储备土地为主，资产质量相对较高，可变现价值较大，对公司整体债务偿还形成较好保障。

偿债能力

2018 年，公司总负债规模同比有所上升，负债结构仍以流动负债为主；有息负债规模大幅下降，但主要集中在未来两年内，公司存在一定集中偿债压力。

2018 年末，公司总负债规模同比增长 12.57%，从负债结构上来看，仍以流动负债为主；资产负债率同比小幅增加 2.25 个百分点。

表 11 2016~2018 年末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	5.61	4.57	-	-	-	-
其中：应付账款	5.61	4.57	6.62	6.07	13.95	9.95
其他应付款	88.28	71.91	51.07	46.83	50.79	36.22
一年内到期的非流动负债	5.25	4.27	8.91	8.17	17.87	12.74
流动负债合计	99.16	80.77	67.36	61.77	84.39	60.18
应付债券	-	-	3.55	3.25	10.72	7.64
长期应付款	23.60	19.23	38.04	34.88	45.01	32.10
非流动负债合计	23.60	19.23	41.69	38.23	55.83	39.82
负债总额	122.76	100.00	109.05	100.00	140.22	100.00
有息负债合计	28.85	23.50	50.49	46.30	73.60	52.49
资产负债率		59.75		57.50		60.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018 年末，公司应付票据及应付账款科目全部为应付账款，应付账款规模同比有所减少，主要系公司支付了工程款和拆迁补偿款；从账龄结构上来看，2 年以上应付账款占比为 97.59%，账龄较长。其他应付款同比大幅增长 72.86%，包括应付利息 0.65 亿元，同比有所降低，主要系公司偿还了部分企业债券和政府置换债所需支付的利息，以及其他应付款共计 87.63 亿元，同比大幅增长，主要应付股东滨河集团 52.96 亿元、济南滨河投资有限公司 19.60 亿元、

³ 未经专业评估，下同。



济南华建地产开发有限公司 3.68 亿元和绿地地产济南滨河置业有限公司 3.34 亿元的往来款，共计占其他应收账款的 90.14%，从账龄结构上来看，1 年以内的其他应付款占 90.15%，账龄较短。同期，一年内到期的非流动负债有所下降，主要是一年内到期的长期应付款减少所致；其中，一年内到期的应付债券为 2012 年发行的公司债券“12 济小清河债/PR 小清河”，该期债券将于 2019 年 9 月 5 日到期偿还全部剩余本金及相应的应计利息。

公司非流动负债主要由应付债券和长期应付款构成。2018 年末，因应付剩余全部 3.60 亿元“12 济小清河债/PR 小清河”企业债券计入一年内到期的非流动负债科目，公司应付债券余额降至零元。同期，公司长期应付款科目同比大幅减少 37.96%，长期应付款科目分为专项应付款和长期应付款；其中，专项应付款同比无变化，为政府引水补源专项资金 1.00 亿元；长期应付款同比大幅减少，主要系偿还了大量融资租赁借款，长期应付款由政府置换债券 15.00 亿元和太平洋保险资金 8.50 亿元构成。

总体来看，2018 年，公司总负债规模同比有所上升，负债结构仍以流动负债为主。

2018 年末，公司有息负债规模大幅下降，有息债务主要集中在未来两年内，公司存在一定集中偿债压力。

2018 年末，公司有息债务合计 28.85 亿元，占总负债的比重为 23.50%，规模及占负债总额的比重均大幅下降。从有息负债期限结构来看，一年内到期的有息债务为 5.50 亿元，在总有息负债中的占比为 18.20%；1~2 年内将到期的有息负债规模及占比分别为 8.92 亿元和 30.92%。总体来看，两年内到期负债占比为 49.12%，有息债务集中在未来两年内，公司存在一定集中偿债压力。

表 12 截至 2018 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	5.25	8.92	1.70	5.12	1.70	6.16	28.85
占比	18.20	30.92	5.89	17.75	5.89	21.35	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司对外担保余额同比有所下降，被担保企业均为国有企业，总体风险可控。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 34.93 亿元，担保比率为 42.23%，同比下降 44.93 个百分点，担保规模仍较大。被担保企业且均为国有企业，主要从事土地开发、市政工程建设、国有资产运营、城建项目投资管理等业务，总体风险可控。

截至 2018 年末，济南市城市建设投资有限公司注册资本 70.00 亿元，总资



产 686.95 亿元，净资产 234.09 亿元，资产负债率 65.92%，主营业务营业收入 36.72 亿元，净利润 13.73 亿元。截至本报告出具日，公司未提供济南城市建设投资集团有限公司财务报表。

表 13 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保企业	担保余额	担保期限
济南城市建设投资集团有限公司	2.30	2017.03.23~2020.03.23
济南市城市建设投资有限公司	25.00	2013.12.18~2023.12.17
	5.00	2012.12.18~2023.12.17
	2.63	2015.03.16~2020.03.15
合计	34.93	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司所有者权益同比有所增长，主要系获得财政补助记入其他资本公积使其有所增长，资本实力有所提升。

2018 年末，公司的所有者权益为 82.70 亿元，同比增长 2.10 亿元。其中，资本公积为 66.10 亿元，全部为其他资本公积，同比增加 2.02 亿元，主要系公司获得公租房相关项目的财政补助资金，为滨河新苑公租房项目 1.02 亿元和滨河新居公租房项目 1.00 亿元；盈余公积 1.42 亿元，同比无明显变化；未分配利润 4.95 亿元，同比小幅增长；总体来看，公司资本实力有所增强。

公司流动性偿债来源以经营性现金流、期初现金及现金等价物和外部支持为主，以筹资性现金流为补充；清偿性偿债来源为可变现资产，变现能力较好，对公司存量债务保障形成较好的保障；随着未来项目的扩展及推进，盈利对利息的覆盖能力有望提高。

公司流动性偿债来源以经营性现金流、期初现金及现金等价物和外部支持为主，以筹资性现金流为补充。2018 年，公司期初现金余额为 2.47 亿元，公司获得经营性现金流入 40.99 亿元，无投资性现金流入，筹资性现金流入 2.02 亿元；支付的经营性现金流出为 16.07 亿元，投资性现金流出为 6.26 亿元，筹资性现金流出为 21.87 亿元。同期，公司流动性来源为 45.48 亿元，流动性损耗为 44.20 亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.03 倍。2018 年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 0.65 倍和 0.02 倍，公司流动资产及速动资产对流动负债覆盖能力仍较弱。

清偿性偿债来源为公司的可变现资产，综合偿债来源部分对可变现资产的分析，2018 年末，公司可变现资产价值为 171.61 亿元，公司总负债为 122.76 亿元，可变现资产对总负债的覆盖率为 1.40 倍。同期，公司资产负债率为 59.75%，同比小幅上升；债务资本比率为 25.86%，同比有所下降。

2018 年，公司利润来源主要为租赁及物业服务业务，项目公益性较强，且



土地熟收入易受国家政策、土地出让计划宏观经济影响，收入存在一定的不稳定性，EBITDA 对利息的保障水平较低；公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.04 倍，随着未来项目的扩展及推进，盈利对利息的覆盖能力有望提高。

结论

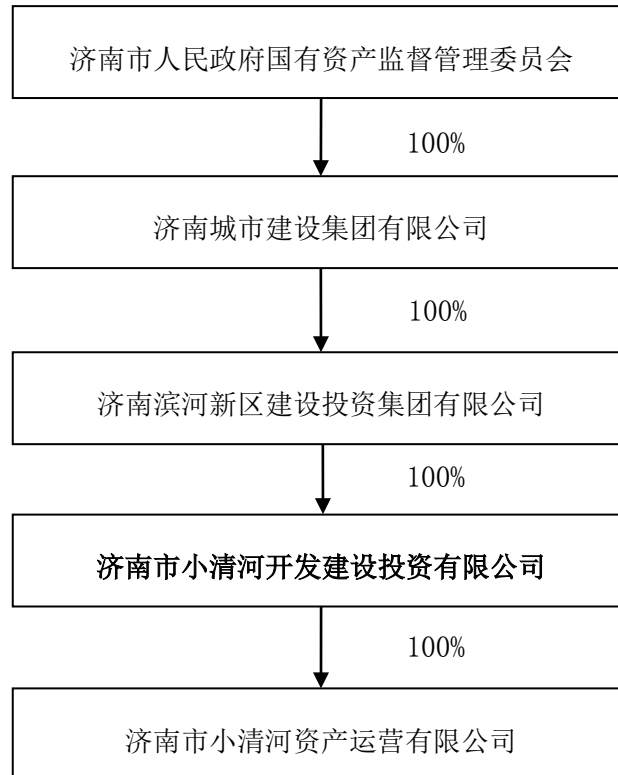
综合来看，公司的抗风险能力很强。2018 年，济南市经济实力继续增强，加快推进新旧动能转化先行区建设，产业结构日益优化，为公司业务发展提供了良好的外部环境；公司作为小清河综合治理工程和滨河新区开发的重要建设主体，继续得到济南市政府在债券置换、财政补贴等方面的大力支持；经营性现金流净流入仍保持一定规模，对债务的保障能力较好。同时，受城市规划及土地出让计划的影响，公司土地熟化业务稳定性差，未来整体收入规模具有很大的不确定性；公司融资渠道转以股东拆借款和政府债券置换为主，对外自主融资渠道减少；公司在建工程及以储备土地为主的存货在总资产中占比仍较高，资产流动性一般。

综合分析，大公对公司“12 济小清河债/PR 小清河”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



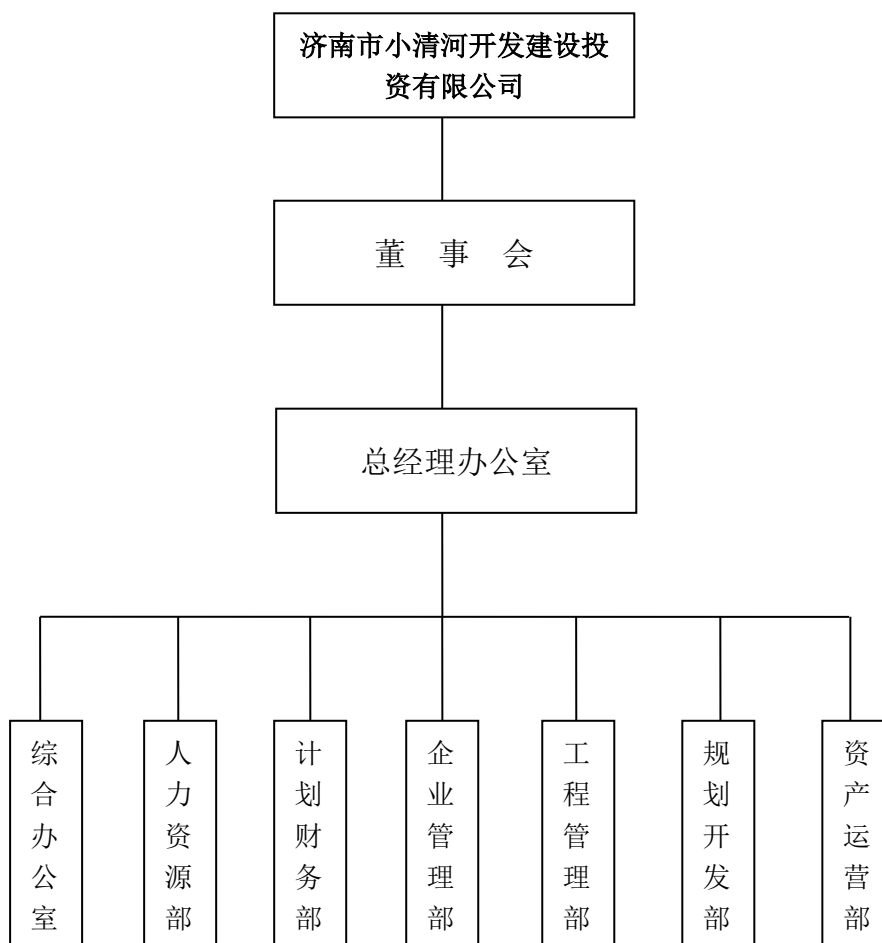
附件 1 公司治理

1-1 截至本报告出具日济南市小清河开发建设投资有限公司股权结构图





1-2 截至 2018 年末济南市小清河开发建设投资有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 济南市小清河开发建设投资有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
资产类			
货币资金	12,773	24,677	106,174
应收票据及应收账款	-	-	-
其中：应收账款	-	-	110,603
预付账款	8,283	82,289	76,529
其他应收款	1,798	16,004	224,962
存货	622,415	486,825	642,857
流动资产合计	645,268	609,795	1,161,126
固定资产	231,421	166,519	124,279
在建工程	1,151,663	1,118,308	1,051,070
投资性房地产	491	524	557
非流动资产合计	1,409,357	1,286,703	1,175,909
总资产	2,054,625	1,896,498	2,337,035
占资产总额比 (%)			
货币资金	0.62	1.30	4.54
应收票据及应收账款	-	-	-
其中：应收账款	-	-	4.73
预付账款	0.40	4.34	3.27
其他应收款	0.09	0.84	9.63
存货	30.29	25.67	27.51
流动资产合计	31.41	32.15	49.68
固定资产	11.26	8.78	5.32
在建工程	56.05	58.97	44.97
投资性房地产	0.02	0.03	0.02
非流动资产合计	68.59	67.85	50.32
负债类			
应收票据及应收账款	56,130	-	-
其中：应付账款	56,130	66,210	139,468
其他应付款	882,786	510,705	507,868
一年内到期的非流动负债	52,460	89,072	178,681
流动负债合计	991,578	673,601	843,880
应付债券	-	35,485	107,176
长期应付款	236,012	380,389	450,100
其中：专项应付款	1,000	1,000	1,003



2-2 济南市小清河开发建设投资有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
负债类			
非流动负债合计	236,012	416,874	558,279
负债合计	1,227,590	1,090,475	1,402,159
占负债总额比 (%)			
应收票据及应收账款	4.57	-	-
其中：应付账款	4.57	6.07	9.95
其他应付款	71.91	46.83	36.22
一年内到期的非流动负债	4.27	8.17	12.74
流动负债合计	80.77	61.77	60.18
应付债券	-	3.25	7.64
长期应付款	19.23	34.88	32.10
其中：专项应付款	0.08	0.09	0.07
非流动负债合计	19.23	38.23	39.82
权益类			
实收资本（股本）	102,300	102,300	102,300
资本公积	660,997	640,786	770,029
盈余公积	14,191	14,104	14,057
未分配利润	49,546	48,833	48,490
归属于母公司所有者权益	827,035	806,023	934,876
所有者权益合计	827,035	806,023	934,876
损益类			
营业收入	1,029	1,216	168,324
营业成本	174	759	140,609
营业税金及附加	144	171	7
销售费用	-	4	8
管理费用	382	299	271
财务费用	-2	-5	-6
资产减值损失	-489	-401	838
营业利润	801	390	26,598
利润总额	801	390	26,597
净利润	801	390	26,597
归属于母公司所有者的净利润	801	390	26,597
占营业收入比 (%)			
营业成本	16.87	62.43	83.53
营业税金及附加	14.04	14.05	0.00
销售费用	-	0.34	0.00
管理费用	37.09	24.54	0.16
财务费用	-0.19	-0.41	0.00



2-3 济南市小清河开发建设投资有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
占营业收入比 (%)			
资产减值损失	-47.52	-32.98	0.50
营业利润	77.87	32.03	15.80
利润总额	77.87	32.03	15.80
净利润	77.87	32.03	15.80
归属于母公司所有者的净利润	77.87	32.03	15.80
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	249,178	256,684	91,774
投资活动产生的现金流量净额	-62,608	-88,223	-30,053
筹资活动产生的现金流量净额	-198,475	-249,958	-106,882
主要财务指标			
EBIT	801	390	26,597
EBITDA	1,556	903	27,056
总有息债务	288,472	504,946	735,957
毛利率 (%)	83.13	37.57	16.47
营业利润率 (%)	77.87	32.03	15.80
总资产报酬率 (%)	0.04	0.02	1.14
净资产收益率 (%)	0.10	0.05	2.85
资产负债率 (%)	59.75	57.50	60.00
债务资本比率 (%)	25.86	38.52	44.05
长期资产适合率 (%)	75.43	95.04	126.98
流动比率 (倍)	0.65	0.91	1.38
速动比率 (倍)	0.02	0.18	0.61
保守速动比率 (倍)	0.01	0.04	0.13
存货周转天数 (天)	1,150,460	267,821	1,688
应收账款周转天数 (天)	-	16,370	142
经营性净现金流/流动负债 (%)	29.93	33.83	13.15
经营性净现金流/总负债 (%)	21.50	20.60	6.52
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	6.58	10.74	1.60
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.02	0.02	0.46
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	0.04	0.04	0.47
现金比率 (%)	1.29	3.66	12.58
现金回笼率 (%)	147.35	9,194.34	47.35
担保比率 (%)	42.23	87.16	82.28



附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 = $\min(\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}, \text{非受限资产})$



24. 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）
25. 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）
26. 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）
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+经营性现金流入+投资性现金流入+筹资性现金流入
28. 流动性损耗 = 经营性现金流出+投资性现金流出+筹资性现金流出



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。