跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1487 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海宁市资产经营公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，维持“12海宁资MTN1”和“14海宁资产MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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

海宁市资产经营公司中期票据跟踪评级报告

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
12 海宁资 MTN1	10 亿元	2012/12/14-2017/12/14	AA^+	AA^+
14 海宁资产 MTN001	10 亿元	2014/9/24-2019/9/24	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	55.76	60.53	56.70	49.94
资产总额(亿元)	528.11	601.74	702.37	696.29
所有者权益(亿元)	238.29	257.56	282.55	286.10
短期债务(亿元)	39.11	30.06	58.21	64.21
全部债务(亿元)	175.72	213.33	289.82	301.85
营业收入(亿元)	55.43	50.21	43.97	9.50
利润总额 (亿元)	17.35	13.62	10.13	2.30
EBITDA(亿元)	29.41	27.17	26.23	--
经营性净现金流(亿元)	36.45	18.48	-4.01	-5.16
营业利润率(%)	33.81	32.38	29.46	29.55
净资产收益率(%)	5.68	3.97	2.79	--
资产负债率(%)	54.88	57.20	59.77	58.91
全部债务资本化比率(%)	42.44	45.30	50.64	51.34
流动比率(%)	199.32	216.75	223.18	242.16
全部债务/EBITDA(倍)	5.98	7.85	11.05	--
经营现金流动负债比(%)	25.49	12.47	-2.33	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限资金，其他流动负债已计入短期债务，公司长期应付款计入长期债务。

分析师

赵起锋　崔俊凯　黄琪融
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

海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）是海宁市基础设施建设等公益性业务投资主体和皮革专业经营开发、旅游等经营性业务的国有资产运营平台。跟踪期内，海宁市一般预算收入持续增长，公司在税收优惠、财政补贴及股权划拨等方面持续得到地方政府的大力支持；公司资产规模持续扩大，所有者权益稳定性好。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受公益性业务自身盈利能力偏弱以及皮革行业不景气的影响，公司整体营业收入呈下滑趋势，以及债务规模快速扩张，担保比率高等因素对其信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司EBITDA和经营性现金流入量对“12海宁资MTN1”和“14海宁资产MTN001”保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级AA^+，评级展望为稳定，并维持“12海宁资MTN1”及“14海宁资产MTN001”的信用等级AA^+。

优势

1. 跟踪期内，海宁市区域经济持续发展，一般预算收入稳步增长，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为海宁市基础设施建设的投资主体和国有资产运营平台，持续获得海宁市政府有力的支持。
3. 跟踪期内，公司资产规模快速增长，所有者权益稳定性好。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，建设周期长，资金需求量较大。
2. 跟踪期内，公司其他应收款快速增长，对公司资金形成一定占用。

3. 公司公益性和准经营性业务自身盈利能力偏弱，对政府支持的依赖性较强。
4. 公司对外担保规模大，担保比率高，存在一定或有负债风险。
5. 海宁市国有土地使用权出让减少导致地方可控财力下降，对公司未来发展带来一定的不利因素。

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）与海宁市资产经营公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海宁市资产经营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，未因海宁市资产经营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海宁市资产经营公司提供，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海宁市资产经营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

海宁市资产经营公司（以下简称“公司”）系经海政发[1995]111 号文批准，由海宁市人民政府授权海宁市财政局出资组建。1996 年 12 月 16 日公司在海宁市工商行政管理局登记注册，当时注册资本为 5200 万元。历经多次国有资产整合和国有股权划拨，截至 2015 年底，公司注册资本为 20 亿元。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司是海宁市政府直属的唯一一家负责市区城市基础设施、交通和水务等公益性及准经营性市政业务，以及皮革专业经营和开发、旅游等经营性业务的国有资产经营公司。

2015 年公司通过投资设立和无偿划拨股权新纳入合并范围的子公司 10 家，不再纳入合并范围的原子公司 1 家。截至 2016 年 3 月底，合并范围内子公司合计 83 家。公司本部设立了办公室、资产运营部、内审部及投资发展部四个职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额合计 702.37 亿元，所有者权益合计 282.55 亿元（少数股东权益 32.43 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 43.97 亿元，利润总额 10.13 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 696.29 亿元，所有者权益合计 286.10 亿元（少数股东权益 33.11 亿元）；2016 年一季度，公司实现营业收入 9.50 亿元，利润总额 2.30 亿元。

公司注册地址：海宁市海州街道水月亭西路 336 号；法定代表人：许建明。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿

美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。2014 年 4 月，银监会下发《关于加强 2014 年地方融资平台风险监管的指导意见》（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。2014 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2014】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2014 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司主要从事城建、交通和水务等公益性业务和准经营性项目建设，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力和财政实力的影响。

海宁市位于长江三角洲杭嘉湖平原南缘，钱塘江北岸，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市全市总面积 668 平方公里，辖 4 个街道、8 个镇。

根据《2015 年海宁市国民经济和社会发展统计公报》，海宁市实现地区生产总值 700.23 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业实现增加值 21.79 亿元，下降 2.5%；第二产业实现增加值 384.29 亿元，增长 5.0%，第三产业实现增加值 294.15 亿元，增长 10.3%，第三产业对 GDP 增长贡献率为 56.4%。三次产业结构比优化为 3.1:54.9:42.0，第三产业增加值占 GDP 比重同比提高 2.2 个百分点。

2015 年，海宁市完成固定资产投资 514.49 亿元，比上年增长 14.8%，非国有投资 349.04 亿元，增长 8.1%，占固定资产投资的 67.8%，其中民间投资 316.14 亿元，增长 10.4%，占固定资产投资的 61.4%。固定资产投资中，第一

产业投资 5.91 亿元，增长 48.0%；第二产业投资 227.18 亿元，增长 13.2%，其中工业生产性投资 227.01 亿元，增长 13.3%；第三产业投资 281.39 亿元，增长 15.6%。三次产业投资比重由 0.89:44.80:54.31 调整为 1.15:44.16:54.69。

2015年，受国有土地所有权出让快速下滑的影响，海宁市地方政府可控财力为117.10亿元，同比下降25.90%；其中，国有土地所有权出让收入为20.08亿元，同比下降71.67%。海宁市全年一般预算收入为69.12亿元，同比上升15.14%，其中税收收入占比高，且逐年上升，是海宁市地方政府财政收入的重要保障。财政支出方面，2015年海宁市地方财政支出109.22亿元。从收支平衡来看，海宁市的财政平衡率（财政预算收入/财政预算支出）为107.21%，预算收入对支出的覆盖能力较好。

表 1　2013~2015 年海宁市财政收支数据（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
地方可控财力	1417044	1580536	1171046
一般预算收入	524888	600260	691221
其中：税收收入	498623	583528	643457
非税收收入	26265	16732	47764
上级补助收入	178449	174658	192495
其中：返还性收入	56792	57904	59618
一般性转移支付收入	47733	63766	53370
专项转移支付收入	73924	52988	79507
政府性基金收入	685443	775916	254377
其中：国有土地所有权出让收入	616117	708903	200819
预算外财政专户收入	28264	29702	32953
财政支出	1216985	1416928	1092161
其中：一般预算支出	511850	606845	765627
政府基金支出	673868	783425	297640
预算外支出	31267	26658	28894

资料来源：海宁市财政局。

注：地方可控财力=一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2015 年底，海宁市政府全部债务余额 112.03 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 96.25%，总体债务水平高。

表 2　2015 年海宁市地方政府债务及地方财力（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额（万元）	地方财力（2015 年）	金额
（一）直接债务余额	1116174.22	（一）地方一般预算收入	691221
1、外国政府贷款		1．税收收入	643457
2、国外金融组织贷款		2．非税收入	47764
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	192495
3、国债转贷资金		1．一般性转移支付收入	53370
4、农业综合开发借款		2．专项转移支付收入	79507
5、解决地方金融风险专项借款		3．税收返还收入	59618
6、国内金融机构借款	561671.16	（三）国有土地使用权出让收入	210634
（1）政府直接借款		1．国有土地使用权出让金	200819

（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	561671.16	2．国有土地收益基金	8422
7、债券融资	535720.00	3．农业土地开发资金	1393
（1）中央代发地方政府债券		4．新增建设用地有偿使用费	0
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	535720.00	（四）预算外财政专户收入	32953
8、粮食企业亏损挂账		（五）其他基金收入	36682
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	18783.06		
（二）担保债务余额	8266.73		
1、政府担保的国内金融机构借款	8266.73		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**1120307.59**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1163985**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**96.25%**	

资料来源：海宁市财政局

总体来看，跟踪期内，受国有土地所有权出让的快速下降影响，海宁市地方政府可控财力明显下滑，但一般预算收入增长较快，地方政府债务率高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，海宁市财政局为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的100%。

2. 企业规模

公司是经海宁市政府批准，由海宁市财政局出资设立的国有独资公司，是海宁市国有资产经营单位和投资主体。截至2016年3月底，合并范围内子公司合计83家，主营业务涵盖皮革专业市场的开发经营、城市污水处理和城市基础设施建设及运营，承担了全市市内道路、水务等公用产业资产经营管理任务，担负着自来水供给保障、污水处理、城市基础设施、交通基础设施等重大项目的投资、建设和运营任务。

3. 人员素质

跟踪期内，根据海宁市财政局文件《海宁市财政局关于调整市资产经营公司国有产权代表的通知》海财政【2015】84号文件决定原国有权代表孙伟同志调整为曹立群同志，调整后曹立群同志任公司董事会董事兼公司副总经理，孙伟同志不再兼任董事。其他国有产权代表不作变动。

曹立群，男，生于1966年12月，大学学历，曾任海宁市财政局袁花财税税所税务专管员，稽征管理科、检查科、征收管理科科员，市地税局征收管理科副科长、科长、稽查局副局长等职。现任海宁市财政局党委委员、副局长、地税局副局长、海宁市财政局党委副书记。2016年1月起，任公司董事及副总经理。

上述变动属正常职务调整，未对公司经营情况造成影响。

4. 政府支持

公司作为海宁市授权从事地区市政建设的主体，海宁市人民政府在政策、资产和资金方面都给予了公司大力支持。

税收优惠

根据全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室《关于浙江省 2014 年第二批高新技术企业备案的复函》（国科火字【2015】31 号），公司子公司钱江生化重新通过高级技术企业认定，自 2014 年起按 15%的税率计缴企业所得税，有效期 3 年。

股权划拨

跟踪期内，根据《海宁市财政局关于同意无偿划转市城镇有机更新有限公司国有股权的批复》（海财函【2015】58 号，海宁市财政局同意将其持有的城镇有机更新 70%的股权合计 14.24 亿元无偿划转给公司。根据《海宁市财政局关于同意改变海宁天平测绘有限责任公司国有股权的批复》（海财函【2015】46 号），海宁市财政局同意将海宁市房地产管理处持有的天平测绘 100%股权合计 304.58 万元无偿划拨给公司。

政府补助

根据海宁市财政局海财会【2015】111~123 号文，公司及下属子公司于当年收到与收益相关的补贴收入合计 9.93 亿元，同时，根据财政部、国家税务总局《关于专项用途财政性资金企业所得税处理问题的通知》（财税【2011】70 号），上述政府补助属于不征税收入，免征企业所得税。公司根据相关用途分别计入“资本公积”和“营业外收入-补贴收入”。

跟踪期内，海宁市政府对公司的支持力度大且持续稳定，是公司未来发展的有力保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为海宁市基础设施建设投资主体和国有资产运营平台，主要收入来源为房屋销售、房屋租赁以及物业管理（见下表）等。

2015年，公司实现主营业务收入43.89亿元，较2014年下降12.59%，主要来自房屋销售、房屋租赁和土地开发的减少。从收入构成上看，2015年房屋销售实现收入8.20亿元，同比下降7.24%；公司实现房屋租赁10.22亿元，同比下降18.67%，主要系公司本部二期市场B座四楼及四期裘皮大厦原收取的承租权费较高，且已相继到期，而同时2014年下半年新开业的哈尔滨一期市场及佟二堡三期市场带来的增量不足抵消已到期的原有物业租赁所致；受海宁市土地出让市场因素的影响，公司实现土地整理业务收入2.82亿元，同比下降57.21%；物业管理业务实现营业收入4.76亿元，同比下降8.11%；公司其他业务板块由商品销售、生物制品业、水务、燃气、热电、给排水施工等构成，2015年实现营业收入17.89亿元，同比增长5.05%。

毛利率方面，2015年，房屋销售毛利率为15.36%，较上年下降2.25个百分点，主要系公司销售的楼盘华府景苑位置较偏，价格低所致；2015年，受皮革行业不景气及各地商铺出租价格不等的影响，房屋租赁毛利率为78.22%，同比下降9.15个百分点；土地开发收入毛利率为0.25%，同比增长0.13个百分点，较上年变化不大。2015年，公司综合毛利率为35.29%，较上年下降3.75个百分点。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入9.46亿元，综合毛利率为36.01%。

跟踪期内，受皮革市场行业不景气和土地出让市场等因素的影响，公司主营业务中占比较大的房屋销售、房屋租赁和土地开发收入规模均有所收缩，整体营业收入有所下降。其他业务板块占比有所提高，是公司主营业务收入的重要补充。

表 3　公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	88404.83	17.61	22.13	81985.67	18.68	15.36	12123.53	12.81	20.27
房屋租赁	125657.01	25.03	87.37	102200.31	23.29	78.22	30413.51	32.13	79.57
商品销售	42524.28	8.47	4.10	39231.60	8.94	3.41	5217.06	5.51	3.47
物业管理	51764.81	10.31	89.60	47566.43	10.84	77.28	8317.73	8.79	68.98
生物制品业	30818.78	6.14	17.95	30912.09	7.04	23.32	7428.60	7.85	22.81
土地开发收入	65958.65	13.14	0.12	28224.58	6.43	0.25	--	--	--
水务收入	33246.98	6.62	-13.53	39055.99	8.90	-12.72	6112.69	6.46	-82.55
其中：水费收入	21466.39	4.28	4.69	20991.12	4.78	-7.42	4515.65	4.77	-30.13
其中：污水处理收入	11780.59	2.35	-46.72	18064.88	4.12	-18.88	1597.04	1.69	-230.77
燃气收入	19132.45	3.81	-0.26	22082.91	5.03	-0.21	4854.21	5.13	1.44
热电行业	8450.20	1.68	24.26	10634.16	2.42	34.23	2642.34	2.79	36.01
给排水施工	10439.78	2.08	13.56	5255.98	1.20	-7.71	10045.43	10.61	9.71
其他收入	25689.27	5.12	54.62	31754.04	7.23	59.14	7491.72	7.92	38.85
合计	**502087.03**	**100.00**	**39.04**	**438903.78**	**100.00**	**35.29**	**94646.82**	**100.00**	**36.01**

资料来源：公司提供

2. 业务板块

公益性业务

公司承担了海宁市城市基础设施、交通基础设施等重大公益性项目的投资、建设和运营任务。

子公司海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）是公司从事海宁市基础设施投资开发，土地整理和保障房建设业务及相关社会事业项目的投资、开发主体。对于公司承担海宁市区道路、绿化等公益性基础设施建设，其主要运营模式为：由政府投入包括预算内资金、土地出让金政府净收益等在内的资金作为项目资本金，资金缺口由公司作为承贷主体进行筹集。根据海政办发[2014]59号文，公司获得的土地出让金返还为公司从事基础设施代建的重要资金来源；此外，市财政通过财政专项资金拨付、财政补贴以及折旧补贴对公司城市基础设施建设给予支持。由于2012年底财政部、国家发改委、人民银行和银监会四部委联合下发《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463号），文件明确不得以委托单位代建并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务，因此公司2013年之后无基础设施代建收入。

2015年，公司基础设施代建业务投入45830万元，形成资产主要在“在建工程”中反映，根据海宁市地方税务局《关于海宁市城市发展集团有限公司及其子公司收到的公用事业财政专项补贴有关问题的函》，2015年政府拨付的公用事业财政专项补贴为6800万元，在“资本公积”和“营业外收入-财政补贴”中均有体现。

目前，公司主要在建基础设施投资项目为环西二路跨铁路大桥、鹃湖公园绿化及开发项目一期景观绿化和鹃湖北湖及引水河、湿地开挖工程等项目合计9项，概算总投资20.82亿元，截至2015年底已完成投资7.78亿元，2016~2018年分别需要投入资金4.15亿元、8.89亿元和0.35亿元。

子公司海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）是公司进行交通基础设施建设、投资和经营开发的主体。交投集团成立于2007年12月，由海宁市政府授权公司出资组建，注册资金7.8亿元，是在海宁市通程建设开发有限责任公司的基础上改组成立。交投集团公益性基础设施道路项目建设资金主要来源于财政拨付的项目资本金、贷款和第三方投资；

待项目建成后，海宁市财政局每年安排交通建设专项资金给交投集团来偿还项目贷款。

未来交投集团主要项目有：08省道海宁马桥至尖山段、嘉兴内河港海宁港区尖山码头与西山路西延伸（海宁一中—环西二路）等项目，项目预计总投资28.48亿元，截至2015年底已完成投资18.42亿元，尚需投资10.06亿元，项目资金来源主要为市财政、自筹以及代建，未来投资规模大。

土地开发

公司土地开发收入的主要来源是城投集团。城投集团的土地整理业务收益由土地开发收入和土地出让收益构成，分别反映在“营业收入”和“资本公积”中。

根据海宁市人民政府文件《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》（海政发[2011]19号），城市规划控制区55平方公里范围内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市制定用途部分后（东至08省道、南至环城河道、西至丁屠、公路、北至铁路约43.6平方公里范围内）出让土地的净收益，每年市财政留用2亿元后全额安排给公司，用于土地收储和城市基础设施建设、安置房及相关社会事业项目的开发建设。

土地整理模式方面，公司投入资金对土地进行前期整理开发，土地开发完成后，公司将土地交给收储中心收储并进行出让。待土地正式拍卖后，海宁市财政局将土地整理包干费用（土地整理收入）返还给公司，再根据海宁市人民政府文件约定的比例将土地出让净收益返还给公司（土地出让收益分成），一般而言，土地出让后的3-6个月内可以结清。

土地整理包干费用方面，2012年9月根据海宁市人民政府办公室《关于提高土地拆迁安置包干经费缴纳标准相关事宜的备忘录》，征地拆迁安置包干经费标准为30万元/亩。

会计核算方面，土地开发公司根据收到土地整理包干费用返还款项确认土地整理收入，并同时结转相应的土地整理成本；公司将市财政返还超过30万/亩土地开发包干费的土地净收益计入“资本公积”。由于土地整理时涉及拆迁补偿安置房的建设和置换工作，对于已出让并获得土地整理收益的但未完成安置房交付的拆迁地块，公司按照预估成本先行结转，目前公司预估成本接近30万/亩。对于预估成本超出现金成本部分，在公司“应付账款”中反映。公司土地出让收益以财政资金注入形式在“货币资金”和“资本公积”中反映。2015年，公司整理土地1412亩，已出让376亩并实现土地整理收益6.58亿元，其中土地整理收入2.82亿元，土地支出让收益3.76亿元（其中2.20亿元作为补贴收入计入“营业外收入”中）。

截至2015年底，公司整理土地分为24个项目区域，涉及整理面积19243.15亩，已累计整理6542.89亩。未来，公司土地整理业务尚需投入33.85亿元。整体看，未来公司土地整理业务拟投资额较大，但公司土地资源较为充足，业务具有较好的可持续性。

表4　2013~2015年公司土地整理与出让情况

（单位：亩、亿元）

年度	2013年	2014年	2015年
整理面积	1657.00	2094.00	1412.00
投资成本	4.89	6.18	4.26
出让面积	1020.00	616.00	376.00
土地整理收入	3.19	6.60	2.82
土地出让收益	13.06	10.18	3.76
土地整理收益	16.25	16.78	6.58

资料来源：公司提供

2015年，受海宁市土地出让市场因素的影响，公司实现土地整理业务收入2.82亿元，同比下降57.21%；同期，海宁市土地出让价格较上年有所增加，该业务毛利率较2014年有小幅上升，为0.25%。2016年1~3月，公司未实现土地整理业务收入。

生物制品业农药兽药

农药兽药的销售来自公司控股子公司钱江生化。钱江生化是中国最大的生物农药生产基地之一，井冈青霉素系列产品占国内50%以上

的市场份额，赤青霉素系列产量居全球第一，出口量占国内同类产品的一半以上；黄霉素产量世界第一，出口量占国内同类产品出口总量的68%左右。

2015年，公司农药兽药板块实现营业收入3.09亿元，同比增长0.30%，主要系赤霉素销售增加所致，跟踪期内较上年变化不大。2016年1~3月，农药兽药板块实现营业收入0.74亿元。

2015年，公司农药兽药板块生产成本2.37亿元，同比下降6.3%，受此影响，2015年农药兽药板块毛利率为23.32%，同比上升5.37个百分点。

从原材料采购上看，钱江生化的主要生产原材料为原煤（燃料动力）、淀粉、碎米，2015年原材料及燃料动力成本占生物制品营业成本的80.51%。其中，原煤每月使用量10000吨左右，主要向上海大钢环保科技有限公司鹿邑县宏伟鑫达煤炭购销有限公司、微山县浩丰煤炭有限公司等公司采购；淀粉和碎米的年消耗量分别8300吨和6900吨，淀粉主要向诸城兴贸玉米开发有限公司采购，碎米主要向安徽省无为县农兴粮油购销有限公司采购。从集中度看，钱江生化前5名供应商采购金额占采购总额29.59%，集中度较为分散

从产品销售集中度上看，2015年前5名客户销售额占销售总额的15.44%左右。钱江生化农药兽药销售客户较为分散，对主要客户依赖程度较低。

总体看，跟踪期内，虽然农药行业受市场需求有所放缓，同时，受生产成本下降的影响，钱江生化整体毛利率较上年有所增长；钱江生化在销量以及市场占有率方面仍保持较强优势。

商品销售

商品销售收入主要来自海宁皮城的控股子公司皮革城进出口公司，主要涉及纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口。截至2016年3月底，皮革城进出口公司注册资本200万元，公司持股74.50%。

跟踪期内，皮革城进出口公司业务规模有所减少。受国际经济影响，2015年商品销售收入实现3.92亿元，较上年下降7.76%。同期，该板块毛利率较2014年下降至3.41%。2016年1~3月，该板块实现营业收入0.52亿元，毛利率为3.47%。

房屋销售

房屋销售收入主要包括商品房销售、商铺销售和安置房销售，其中，商品房销售主要来自海宁皮城和少部分来自海宁城投（城投集团主要承担海宁市安置房项目的建设和开发，为了覆盖前期资金支出，海宁市政府允许城投集团将其开发的安置房项目的30%左右按照市场价格进行销售）

（1）商品房销售

2015年，公司实现商品房销售收入3.36亿元，同比增长53.69%，主要系海宁城投华府景苑项目从2015年下半年开始销售，结转收入所致。2016年1~3月，公司实现商品房销售0.65亿元，全部来自华府景苑项目。

从毛利率上看，2015年商品房销售毛利率大幅下降36.16个百分点至17.05%，主要系华府景苑位置较偏，销售价格较低所致。2016年1~3月，公司商品房实现毛利率为25.95%。

（2）商铺销售

商铺销售主要收入来自海宁皮城。海宁皮城建立了皮革专业市场经营场所之后，大部分物业采取自己持有并招租的方式，少数物业会进行销售。

2015年，受市场景气度影响，公司商铺销售收入0.37亿元，同比下降74.11%。目前，公司主要销售的商铺项目包括皮革城大酒店、皮革城二期、皮革城三期、佟二堡海宁皮革城、皮革城三期品牌风尚中心、四期商务楼、佟二堡二期原辅料市场等。2016年1~3月，公司实现商铺销售收入82.64万元。

从毛利率看，2015年商品房销售毛利率为78.25%；2016年1~3月毛利率为52.07%。

表 5　海宁皮城商铺销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016年1~3月
销售面积（平方米）	70684.30	3496.42	153.03
销售均价（元/平方米）	3139.13	10619.43	5400.00
结转收入（万元）	22188.79	3713.00	82.64

资料来源：公司提供

截至2015年底，海宁皮城已先后建立海宁总部市场、江苏沭阳、辽宁佟二堡、河南新乡、四川成都等连锁市场，并签约北京、武汉、哈尔滨等项目，在全国已建和在建的市场总建筑面积约为244万平方米，其中自用、未售、租赁面积178.36万平方米，已出售面积66.08万平方米，出售比例为27.31%。

（3）安置房

公司安置房建设主体为城投集团。根据《关于明确海宁市城市发展投资集团有限公司和海宁市交通投资集团有限公司的有关意见的通知》（海政发[2008]11号文），海宁城市规划区东到城东大道、南至环城河道、西至丁屠公路、北至铁路约43.60平方公里范围内的土地出让金净收益的60%，由市财政安排给城投集团，用于确定区域的城市基础设施建设等；城市规划区范围内安置房区块建设由城投集团封闭运作；城投建设的安置房，市政府将根据城投运作情况择时批准一定比例（30%左右）的房屋进入市场销售，销售收入用于城市基础设施建设等，其余部分用于安置被拆迁住户。

安置房建设土地由城投集团通过摘牌所得，安置房销售价格实行分档计价，合理补偿。根据海宁市政府的有关规定，2013年起海宁城区的安置方式为货币补偿或房产权调换，改建地段或就近地段安置时原面积部分按安置房市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按安置房市场价85%计价，超原面积50%以上部分按安置房市场价计价。

公司2014~2015年来安置房销售情况见下表。2015年公司安置房销售收入为4.25亿元，同比下降3.41%，毛利率为5.95%；2016年1~3月，公司安置房销售收入0.55亿元，毛利率为13.05%。

表 6　公司 2014~2015 年安置房销售情况一览表

（单位：万平方米、万元）

项目	2014 年	2015 年
安置房开工面积	12.15	37.8
安置房竣工面积	28.98	22.14
安置房销售面积	8.16	6.4
安置房销售收入	44001.67	42533.44

资料来源：公司提供

2015年，城投集团在安置房建设方面，全年完成新开工面积37.8万平方米，完成竣工面积22.14万平方米。在建安置房建设项目主要包括江南世家一期（原城南大道南侧安置房一期）、洛河二期西区块安置房、月亮湾景苑（群利三期安置房）、伊桥二期安置房等项目，预计总投资75.16亿元，截至2015年底已投资48.77亿元，2016～2018年分别需要投资10.63亿元、7.43亿元和8.32亿元，投资规模较大。

安置房项目属于公益性项目，公司在该板块业务上盈利能力一般，主要靠配比商品房销售实现收支平衡。

房屋租赁

公司房屋租赁收入主要来自子公司海宁皮城，还有一部分来自城投集团。

海宁皮城主要从事皮革专业市场的经营，海宁皮城采取租售结合的经营模式，先建立或者改造已有的专业市场经营场所，其次将经营场所进行招租、少许进行销售，最后，将成熟业态的经营模式复制到其他地区，进行业务扩张。近年来，海宁皮城依靠良好的市场形象、品牌效应加速全国范围内的市场扩张。

2015年，公司实现房屋租赁收入10.22亿元，同比下降18.67%，主要系公司本部二期市场B座四楼及四期裘皮大厦原收取的承租权费较高，且已相继到期所致。2016年1季度实现房屋租赁收入3.04亿元。

2015年，公司可出租商铺面积为145.43万

平米，出租率为100%，较上年变化不大。商铺租赁及配套物业收入受市场和各地区商铺出租价格不同的影响，有所下降。

表 7　海宁皮城房屋租赁及配套物业情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	2014 年	2015 年
可出租商铺面积	143.51	145.43
已出租商铺面积	143.51	145.43
商铺租赁及配套物业收入	17.02	13.85

资料来源：公司提供

城投集团租赁业务由子公司海宁市小商品市场开发有限公司负责，主要从事物业管理服务，市场经营管理、会务服务，目前市场现有摊位共计389个（东区底楼183个，东区二楼88个，西区118个），店面共计29间，截至2015年底公司可租赁面积21942.11平方米。2015年，实现租赁收入488.58万元，毛利率为25.74%；2016年1~3月，该板块业务收入为736.29万元，较2015年底增长50.70%，主要系统计口径不一致，15年小商品市场商铺租赁反映在物业管理中所致；毛利率100.00%。

水务

子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）是公司水务板块业务的经营主体，其在海宁市具有垄断优势。水务集团收入来自自来水销售和污水处理费收入。

2015年，水费收入及污水处理收入分别占到营业收入的4.78%和4.12%，分别为2.10亿元和1.81亿元，同比分别下降2.21%和增长53.34%，污水处理收入增幅较大主要系公司污水处理客户变动所致。2016年1~3月，水费收入及污水处理收入分别为0.45亿元和0.16亿元。

截至2016年3月底，水务集团拥有自来水厂2个，日供水能力60万立方米；拥有污水处理厂3个，日污水处理能力36万立方米。

2015年，水务集团完成自来水供应量9046万吨，售水量8572万吨，完成污水收集处理量9236万吨；自来水出厂水水质综合合格率100%，污水处理厂出水水质达标率100%。

表 8　公司近年来水务处理能力一览表

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3
自来水厂数量	2	2	2
供水能力（万立方/天）	60	60	60
污水处理厂数量	3	3	3
处理能力（万立方/天）	26	36	36

资料来源：公司提供

供水价格方面，2015年，水务集团供水价格较上年并无变化，目前居民生活用水仍实行阶梯式计量水价，经营性用水第一档1.70元/吨、第二档2.50元/吨、第三档3.40元/吨，特种行业用水4.50元/吨。污水处理价格方面，目前居民生活用水为0.75元/吨，非经营性用水1.80~1.90元/吨，经营性用水1.90~2.70元/吨，特种行业用水2.20元/吨，居民生活用水污水处理价格与上年持平，非经营性用水污水处理价格较上年有所上升，特种用水污水处理价格较上年有所下降。

从盈利能力上看，2015年，水务集团供水能力和水价保持稳定，但供水量、售水量有所下降。由于海宁市区和周边乡镇供水均由水务集团管理，水务集团水费营运成本逐渐增加，但水务具有一定公益性质，其收费标准尚不能与日常运营成本匹配，使得该业务处于亏损状态，毛利率持续为负。

其他业务

公司其他收入主要包括酒店服务、给排水工程、景区收入、物业管理、技术服务、汽车培训、燃气收入、广告宣传及管理收入等。海宁皮城拥有全资子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司，该酒店自主经营，同时由锦江集团派驻职业经理人协助管理；公司还全资拥有海宁市盐官景区综合开发有限公司，负责海宁市盐官景区的开发。

2015年公司实现其他收入11.73亿元，在营

业务收入中占比为26.72%。

3. 未来发展

公司将围绕海宁市“接轨杭州、融入上海、汇合苏甬”的发展战略，通过自我发展、自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推进基础设施项目的市场化运营，加大土地整理开发和储备力度，扩大经营性业务规模，逐步成为有核心竞争力的跨行业集团公司。

未来，公司还将重点投资的项目有保障安置房、皮革城六期工程、郑州海宁皮革城工程等项目，其中，北京、哈尔滨皮革城预计3年左右完成投资。

总体看，公司发展规划明确清晰，符合未来几年海宁城市发展趋势，同时多元化的经营格局有利于公司更好的履行国有资产保值增值职能；但由于投资规模大，公司面临较大的对外筹资压力，债务规模将进一步上升。

八、募集资金使用情况

12海宁资MTN1

公司于2012年12月14日发行中期票据“12海宁资MTN1”10亿元，兑付日为2017年12月14日；每年付息一次，到期一次性还本。2015年度的债券利息6250万元于利息兑付日前2个工作日计提完毕，并于2015年12月12日划至公司债券兑付资金专户。募集资金5亿元用于补充营运资金，5亿元用于偿还银行贷款。截至2015年3月底，募集资金已按上述用途全部使用完毕。

14海宁资产MTN001

公司于2014年9月24日发行中期票据10亿元（以下简称“14海宁资产MTN001”），兑付日为2019年9月24日；每年付息一次，到期一次性还本。2015年度的债券利息6200万元于利息兑付日前2个工作日计提完毕，并于2015年9月23日划至公司债券兑付资金专户。募集资金10亿元将全部用于偿还银行贷款。截至2015年3月底，募集资金已按上述用途全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2016 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2015 年公司通过投资设立和无偿划拨股权新纳入合并范围的子公司 10 家，不再纳入合并范围的原子公司 1 家，新纳入或不再纳入合并范围内的子公司规模较小，财务数据可比性强；截至 2016 年 3 月底，合并范围内子公司合计 83 家。

截至 2015 年底，公司资产总额合计 702.37 亿元，所有者权益合计 282.55 亿元（少数股东权益 32.43 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 43.97 亿元，利润总额 10.13 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 696.29 亿元，所有者权益合计 286.10 亿元（少数股东权益 33.11 亿元）；2016 年一季度，公司实现营业收入 9.50 亿元，利润总额 2.30 亿元。

1. 盈利能力

2015 年公司整体营业收入有所下滑，全年实现营业收入 43.89 亿元，同比下降 12.58%；营业成本同比下降 7.21%，降幅低于营业收入。受此影响，2015 年公司营业利润率较上年下降 2.84 个百分 点至 29.46%。

从期间费用看，跟踪期内，公司销售和管理费用均有所增长，2015 年分别为 2.27 亿元和 4.43 亿元，同比增加 0.50 亿元和 0.47 亿元；2015 年，公司财务费用合计 8.71 亿元，较上年增长 25.19%，主要系公司于 2015 年新增 14.86 亿元公司债券和 9 亿元超短融资券所致。2015 年受收入规模下降影响，期间费用在营业收入中占比有所增加，为 35.05%。期间费用对公司利润侵蚀较大，公司费用控制能力一般。

海宁市财政局对公司及下属子公司的财政补贴是公司利润的重要来源，2014~2015 年，公司收到财政补贴分别为 9.78 亿元和 10.81 亿元。

跟踪期内，公司利润总额有所下降，2015年为10.13亿元，较上年下降25.59%。公司总资本收益率和净资产收益率有所下降，2015年分别为3.28%和2.79%。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.46亿元，占2015年全年的21.56%；公司2016年一季度营业成本为6.06亿元，占2015年全年21.33%；公司实现利润总额2.30亿元。2016年1~3月，公司营业利润率为29.55%。

跟踪期内，受房屋租赁及土地开发业务收入下降影响，整体营业收入有所下降；期间费用对利润进一步侵蚀，公司利润总额对政府依赖性强。公司盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015年公司经营活动产生的现金流入量为135.65亿元，其中主要来源是公司销售商品、提供劳务所收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要是往来款以及收到保证金、购房定金和政府补助构成）；公司经营活动现金流出主要是支付其他与经营活动有关的现金（主要由往来款以及归还的保证金和购房订金构成）和购买商品、接收劳务支付的现金，2015年分别为95.42亿元和32.74亿元。公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流出，2015年为-4.01亿元。收入实现质量方面，2015年公司现金收入比为106.54%，较上年上升10.35个百分点，收入实现质量明显改善。

投资活动方面，2015年公司投资活动现金流入37.51亿元，主要是收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，分别为22.91亿元和13.52亿元；公司投资活动现金流出保持较大规模，2015年购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金分别为41.89亿元和20.48亿元，主要系公司承担了海宁市大量道路、桥梁等公益性资产投资和安置房建设等任务。2015年公司投资活动现金流出67.01亿元；公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，跟踪期内其规模有所减小，2015年为-29.50亿元。

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动产生的现金净流量为38.02亿元，净流入规模较上年增加11.41亿元；2015年公司筹资活动现金流入和流出分别为105.66亿元和67.64亿元，分别较上年减少0.80亿元和12.22亿元，其中公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为6.00亿元和5.33亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金主要为收回的资金拆借款和定期存款以及保证金等，支付其他与筹资活动有关的现金主要由归还资金拆借款和购买佟二堡皮革城公司少数股权构成。

2016年1~3月，公司经营活动现金流入22.41亿元，经营活动产生的现金流量净额为-5.16亿元。同期，公司投资活动仍主要表现净流出，公司投资活动现金流量净额为-14.58亿元。2016年1~3月，公司筹资活动现金净额为4.27亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动呈净流出趋势，投资支出保持较大规模，存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至2015年底，公司资产合计为702.37亿元，较2014年底增长16.72%；资产结构方面，2015年底公司流动资产和非流动资产在资产总额中占比分别为54.78%和45.22%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较2014年底略有上升。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产384.75亿元，较2014年底增长19.84%，主要来自其他应收款、存货和货币资金的增长。公司流动资产主要由货币资金（占16.95%）、其他应收款（占24.42%）和存货（占50.79%）构成。

截至2015年底，公司货币资金65.20亿元，同比增长8.04%，其中银行存款（占86.45%）、

受限资金（占 13.52%），其中受限资金主要是由质押的定期存单、投标保证金、担保保证金与承兑汇票保证金等。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 93.97 亿元，同比增长 12.53%，主要为单位之间的往来款，计提坏账准备 0.98 亿元。从集中度看，其他应收款前五名欠款单位分别为海宁市财政局、海宁市盐官景区新市镇开发建设有限公司、海宁市旧区有机更新开发有限公司，浙江省海宁经济开发区管理委员会和海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会，合计欠款占比 51.66%，集中度较高，由于是政府或企事业单位，公司未对五家单位计提坏账准备。公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用。

截至 2015 年底，公司存货 195.43 亿元，同比增长 36.48%，主要系已建和在建的保障安置房增加所致；公司存货主要由开发成本（占 83.24%）和开发产品（占 15.25%）构成。其中开发成本主要为已建的保障安置房和土地整理，开发产品主要为在建的保障安置房。公司累计计提存货跌价准备 0.04 亿元。截至 2015 年底，公司存货受限金额为 19.36 亿元，占比 9.90%，受限比例不大。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 317.62 亿元，同比增长 13.15%，主要由可供出售金融资产（占 12.75%）、投资性房地产（占 17.83%）、固定资产（占 17.76%）和在建工程（占 32.54%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 40.51 亿元，同比增长 2.87%，主要由对海宁市盐仓综合开发有限公司、海宁尖山新区开发有限公司等投资构成。

截至 2015 年底，公司长期应收款 16.12 亿元，同比下降 4.74%，主要是由对海宁绿洲投资开发有限公司、海宁市文化旅游科技有限公司等的借款构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 17.61 亿元，同比增长 11.87%，主要系公司增加了对联营、合营企业的投资所致；公司长期股权投资主要由公司对嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司、海宁市实康水务有限公司和海宁首创水务有限公司等企业的投资构成。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 56.64 亿元，同比增长 23.26%，主要系海宁皮城六期展览馆、灯塔佟二堡皮革城三期工程及哈尔滨皮革城一期市场项目结转投入所致。公司投资性房地产主要房屋及建筑物（占 83.77%）和土地使用权（占 16.23%）构成。公司累计计提折旧 7.15 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产 56.40 亿元，同比增长 8.59%，主要为房屋及建筑物（占 32.95%）、城建市政资产（占 30.46%）、输水管道（占 20.18%）和机器设备（占 10.44%）。公司累计计提折旧 20.69 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 103.36 亿元，同比增长 17.80%，主要系城市基础设施工程和道路整修工程增加所致，其中城建基础设施工程（占 34.39%）、道路整修项目（占 42.51%）、城市防洪工程（占 10.52%）和污水处理工程（占 8.80%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额较 2015 年下降 0.87%，为 696.29 亿元；其中，流动资产 377.27 亿元，较 2015 年底增长 1.94%；非流动资产 319.01 亿元，较 2015 年底增长 0.44%。公司流动资产占比 54.18%，非流动资产占比 45.82%，资产结构变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续扩大，流动资产中，其他应收款和存货对资金形成一定的占用；非流动资产中，在建工程及投资性房地产占比大，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 282.55 亿元(少数股东权益 32.43 亿元），同比增长 9.70%。归属于母公司所有者权益构成中，主要表现为实收资本（占 8.00%）、资本公积（占 77.19%）和未分配利润（占 14.52%）。截至 2015 年底，公司资本

公积 193.08 亿元，同比增长 7.82%，主要系根据《海宁市财政局关于同意无偿划转市城镇有机更新有限公司国有股权的批复》（海财函[2015]58 号），海宁市财政局同意将其持有的城镇有机更新 70%的股权合计 14.24 亿元无偿划转给公司所致。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 286.10 元（少数股东权益 33.11 亿元），较 2015 年底增长 1.15%，归属母公司权益中，主要以实收资本（占 7.91%）、资本公积（占 77.04%）和未分配利润（占 14.77%）为主。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债方面，截至 2015 年底，公司负债总额合计 419.82 亿元，同比增长 21.98%；其中流动负债占比 41.06%，非流动负债占比 58.94%。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 172.39 亿元，同比增长 16.39%，主要由短期借款（占 5.04%）、应付账款（占 23.11%）、预收款项（占 7.87%）、其他应付款（占 31.40%）、一年内到期的非流动负债（占 21.08%）和其他流动负债（占 7.39%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 8.68 亿元，同比快速下降 50.98%，主要系公司调整负债结构，其中，信用借款（占 28.03%）、保证借款（占 19.49%）、抵押借款（占 16.77%）和质押借款（占 35.70%）。

截至 2015 年底，公司应付账款 39.78 亿元，同比增长 23.03%，主要系公司当年支付了部分贷款所致。从账龄看，1 年以内的占比 77.95%；1~2 年的占比 19.40%；2 年以上的占比 2.64%，其中账龄 1 年以上重要应付账款主要为部分工程项目虽尚未结算，但子公司根据工程合同和项目建设进度暂估了应付工程款，实际款项需待工程验收结算后再予以确认及支付。

公司预收款项主要为海宁皮城商铺租金预缴款项以及房地产项目预缴订金。截至 2015 年底，公司预收款项 13.55 亿元，同比下降 15.71%，主要系子公司城投集团及海宁皮城主要商品房开发项目销售已进入尾盘销售期，收入减少所致。从账龄看，公司 1 年以内的预收款项占比较大为 76.77%，超过 1 年的重要预收账款主要为皮革城及部分子公司预收的市场承租权费和租金等。

截至 2015 年底，公司其他应付款 54.06 亿元，同比下降 4.81%，主要由单位间的往来款和押金、订金、工程保证金。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债大幅增长至 36.30 亿元，同比增长 207.92%，主要系新增的一年内到期的应付债券所致。

截至 2015 年底，公司其他流动负债大幅增长至 12.72 亿元，同比增长 237.45%，主要系新增 9 亿元短期融资券（已计入公司的短期债务）所致，分别为 2015 年度第一期短期融资券（发行额度 2 亿元）、2015 年度第一期超短期融资券（发行额度 2 亿元）和 2015 年度第二期短期融资券（发行额度 5 亿元）。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 247.43 亿元，同比增长 26.20%，主要由长期借款(占 46.13%)、应付债券（占 43.13%）和长期应付款（占 4.35%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款快速增长至 114.15 亿元，同比增长 24.87%；其中信用借款占比 1.76%、抵押借款占比 36.30%、保证借款占比 56.40%和质押借款占比 5.54%。

截至 2015 年底，公司应付债券 106.71 亿元，公司应付债券详细情况如下：

表 9　截至 2015 年底公司应付债券情况

项　目	发行日期	期限	发行金额
09 海宁债	2009-04-27	7 年	12.0 亿元
11 海宁债	2011-09-20	7 年	15.0 亿元
13 海宁债	2014-03-06	7 年	15.0 亿元
12 年海宁 MNT1	2012-12-14	5 年	10.0 亿元
13 海交投	2014-07-04	3 年	3.0 亿元
13 海交债	2014-09-27	2 年	1.5 亿元

14 海宁债	2014-07-31	2 年	3.6 亿元
14 招商银行 MTN	2014-09-24	5 年	10.0 亿元
14 中信银行定向债	2014-07-17	3 年	10.0 亿元
14 海宁城投债	2014-10-22	7 年	13.0 亿元
14 海宁皮革 MTN001	2014-03-27	3 年	2.0 亿元
14 海宁皮革 MTN002	2014-09-17	3 年	2.0 亿元
中期票据	2015-11-24	5 年	10.0 亿元
15 海宁城投定向债	2015-12-01	3 年	5.0 亿元
15 海宁资产 PPN001	2015-06-19	5 年	5.0 亿元
15 海宁资产 PPN002	2015-07-24	5 年	5.0 亿元
15 海宁资产 PPN003	2015-12-09	5 年	5.0 亿元
合　计	--	--	**127.10 亿元**

资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司长期应付款大幅增长至 10.76 亿元，主要系公司新增 7.67 亿元政府置换债券转贷，其中，根据公司子公司城投集团与海宁市财政局、浙商证券股份有限公司签订的《定向发行置换债券债权解除协议》以及与海宁市财政局签订的《2015 年海宁市政府置换债券还款协议》（海财还协 25 号），城投集团原向浙商证券股份有限公司定向发行的私募债（13 海城债）1.50 元，由海宁市人民政府定向发行的政府债券进行置换，债券置换后城投集团的债权变更为海宁市财政局。城投集团已与浙商证券股份有限公司解除债权债务关系。

根据公司子公司城建投资与海宁财政局、中国工商银行股份有限公司海宁支行签订的《定向发行置换债券债权解除协议》以及城建投资与海宁市财政局签订的《2015 海宁市政府置换债券还款协议》（海财还协 9 号），城建投资原向中国工商银行股份有限公司海宁支行借款 1.30 亿元，由海宁人民政府定向发行的政府债券进行置换，债务置换后城建投资的债权人变更为海宁市财政局。城建投资已与中国工商银行股份有限公司海宁支行解除债权债务关系。

根据城建投资与海宁市财政局、国家开发银行股份有限公司签订的《定向发行置换债券债权解除协议》以及城建投资与海宁市财政局签订的《2015 海宁市政府置换债券还款协议》（海财还协 10 号），城建投资原向国家开发银行股份有限公司借款 1.10 亿元，由海宁市人民政府定向发行的政府债券进行置换，债务置换后城建投资的债权人变更为海宁市财政局。城建投资已与国家开发银行股份有限公司解除债权债务关系。

同时，城投集团及城建投资已计提对海宁市财政局的换入债务利息合计 434.46 万元。

根据子公司交投集团与海宁市财政局、中国建设银行股份有限公司海宁支行、中国银行股份有限公司海宁支行、杭州联合农村商业银行海宁支行、浙江海宁农村商业银行股份有限公司、嘉兴银行股份有限公司海宁支行、浙商证券股份有限公司、荣年融资租赁（中国）有限公司和创佳融资租赁（浙江）有限公司等签订的《定向发行置换债券债权解除协议》以及与海宁市财政局分别签订的《2015 海宁市政府置换债券还款协议》（海财还协 4 号、7 号、8 号、6 号、27 号等），交投集团原向中国建设银行有限公司海宁支行、中国银行股份有限公司海宁支行、杭州联合农村商业银行海宁支行、浙江海宁农村商业银行股份有限公司、嘉兴银行股份有限公司海宁支行、荣年融资租赁（中国）有限公司和创佳融资租赁（浙江）有限公司借款金额合计 2.23 亿元以及原向浙商证券股份有限公司定向发行的私募债（13 海交债）1.50 亿元，由海宁人民政府定向发行的政府债券进行置换，债务置换后交投集团的债权人变更为海宁市财政局，交投集团与上述单位原债券债务关系已解除。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 410.19 亿元，较上年年底下降 2.29%。公司流动负债

占比 37.98%，非流动负债占比 62.02%。公司流动负债主要以短期借款（占 6.55%）、应付账款（占 20.68%）、其他应付款（占 29.85%）、一年内到期的非流动负债（占 21.18%）和其他流动负债（占 13.31%）为主；非流动负债中主要以长期借款（占 44.78%）、应付债券（占 41.78%）和长期应付款（占 6.86%）为主。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 289.82 亿元，同比增长 35.86%，其中短期债务占比 15.69%，长期债务占比 79.92%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 301.85 亿元，较上年底增长 4.15%，其中短期债务占比为 14.40%、长期债务占比为 78.73%。

从债务指标来看，截至 2015 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.77%和 50.64%，同比分别增加 2.57 个和 5.34 个百分点；长期债务资本化比率为 45.05%，同比增加 3.48 个百分点。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 58.91%、49.56%及 45.37%。

总体看，公司负债以非流动负债为主，随着公司工程项目持续推进，公司债务规模将进一步扩张，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司流动比率和速动比率分别为 223.18%和 109.82%，同比增加 6.33 个百分点和减少 10.25 个百分点。截至 2016 年 3 月底，上述两项指标分别为 242.16%和 110.32%。受经营活动现金流持续净流出影响，2015 年公司经营性现金流动负债比下降至-2.33%。考虑到公司现金流入规模较大，现金周转快，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 26.23 亿元，同比下降 3.49%；公司全部债务/EBITDA 为 11.05 倍。公司长期偿债能力较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保 145.62 亿元，担保比率为 50.90%，被担保企业主要为海宁市新市镇开发建设有限公司（31 亿元）、海宁尖山新区开发有限公司（5 亿元）、海宁连杭现代服务业综合开发有限公司（5 亿元）等 34 家企业，目前被担保企业（单位）经营正常，公司担保比率高，存在一定或有负债风险。（对外担保明细详见附件 2）

公司与银行建立了长期的合作关系，截至 2016 年 3 月底，公司共获各家银行授信额度人民币 164.97 亿元，尚未使用额度 54.56 亿元。公司具备间接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：Q10330481111292316，报告时间 2016 年 7 月 15 日），截至报告期，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及海宁市区域及财力状况、海宁市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券保障能力分析

公司存续期中期票据“12 海宁资 MTN1”及“14 海宁资产 MTN001”发行额度分别为 10 亿元和 10 亿元，分别于 2017 年 12 月 14 日和 2019 年 9 月 24 日到期。

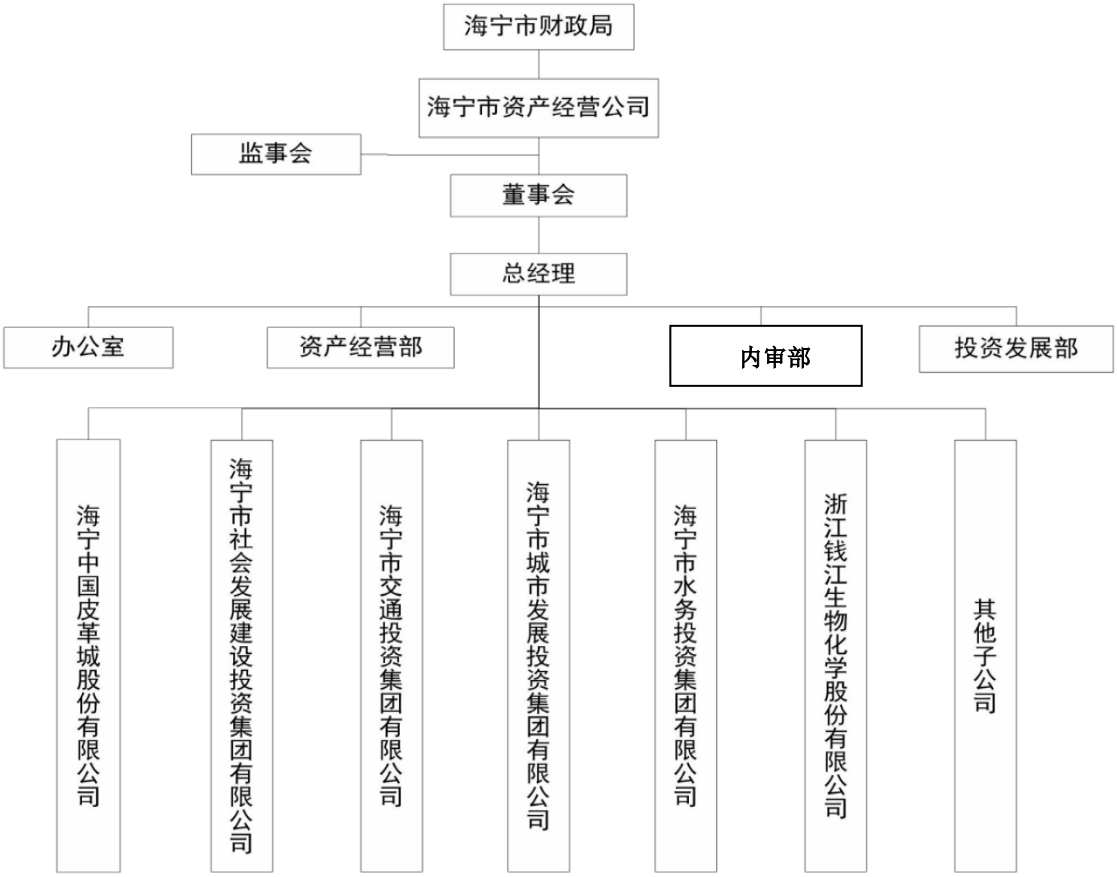
2015 年，公司 EBITDA、经营活动产生现金流入量分别为 26.23 亿元和 135.65 亿元，分别为“12 海宁资 MTN1”本金 2.63 倍和 13.57 倍；分别为“14 海宁资产 MTN001”本金的 2.63 倍和 13.57 倍。

整体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 海宁资 MTN1”及“14 海宁资产 MTN001”待偿还本金的保障能力较强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级AA^+，评级展望为稳定；并维持“12海宁资MTN1”及“14海宁资产MTN001”的信用等级AA^+。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　截至 2016 年 3 月底对外担保明细

被担保方	担保金额（万元）	期限
海宁市新市镇开发建设有限公司	310000.00	2025/12/31
海宁市钱塘新农村开发有限公司	26700.00	2016/12/31
海宁市钱塘新农村开发有限公司	4500.00	2018/08/19
海宁市城南建设开发有限公司	2900.00	2017/10/20
海宁市斜桥新市镇投资开发有限公司	12000.00	2017/02/03
海宁市斜桥新市镇投资开发有限公司	4000.00	2018/10/20
海宁市盐官新市镇开发有限公司	16000.00	2017/11/17
海宁市盐官新市镇开发有限公司	6000.00	2016/06/30
海宁市盐官新市镇开发有限公司	2000.00	2016/12/10
海宁市盐官新市镇开发有限公司	4000.00	2017/01/08
海宁市丁桥新市镇建设有限公司	2100.00	2017/04/25
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	4000.00	2016/08/28
海宁市鼎青绿化投资有限公司	4500.00	2016/08/20
海宁市海昌新市镇建设有限公司	14000.00	2016/05/28
海宁市永青绿化投资有限公司	15000.00	2019/12/28
海宁市临杭水利建设开发有限公司	16000.00	2019/09/19
海宁市临杭水利建设开发有限公司	4000.00	2016/07/01
海宁市硖石城中村建设有限公司	2500.00	2017/02/01
海宁市硖石城中村建设有限公司	19000.00	2017/07/01
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	24900.00	2016/08/15
浙江钱江潮旅游开发有限公司	13400.00	2020/09/25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	30000.00	2018/12/25
海宁市文化旅游科技有限公司	30000.00	2019/12/25
浙江钱塘江投资开发有限公司	5000.00	2016/05/29

浙江钱塘江投资开发有限公司	16000.00	2016/06/24
浙江钱塘江投资开发有限公司	10000.00	2020/08/01
海宁市城北水环境治理有限公司	5313.00	2017/08/29
海宁市城北水环境治理有限公司	20000.00	2018/04/14
海宁市铁北新城有机更新有限公司	19625.00	2017/03/01
海宁市铁北新城有机更新有限公司	26000.00	2017/03/01
海宁市尖山新区开发有限公司	3000.00	2017/09/11
海宁市尖山新区开发有限公司	35300.00	2016/04/26
海宁市尖山新区开发有限公司	50000.00	2016/05/30
海宁市尖山新区开发有限公司	20000.00	2018/04/17
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	7000.00	2016/10/28
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	30000.00	2019/12/22
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	50000.00	2017/12/29
海宁连杭发展集团有限公司	15000.00	2017/04/10
海宁连杭发展集团有限公司	30000.00	2018/12/10
海宁市盐仓综合开发有限公司	25000.00	2020/09/01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	30000.00	2019/09/25
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	7000.00	2016/10/28
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	7000.00	2016/12/24
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	25000.00	2018/11/01
海宁市临杭新区发展投资有限公司	10000.00	2018/05/01
海宁市恒通开发公司	20000.00	2017/05/15
海宁市恒通开发公司	5000.00	2018/06/24
海宁市恒通开发公司	16000.00	2019/06/25
海宁市恒通开发公司	14000.00	2019/06/25
海宁市经济房建设发展中心	20000.00	2017/03/20
海宁经编总部商务区投资开发有限公司	8000.00	2016/08/12
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	12872.00	2016/12/31

海宁市土地收储中心	50000.00	2020/08/13
海宁市土地收储中心	5000.00	2020/08/14
海宁市人民医院	24000.00	2018/05/01
财经学院东方学院长安校区	24000.00	2018/02/21
财经学院东方学院长安校区	19900.00	2020/04/08
荣年融资租赁（中国）有限公司	15000.00	2016/12/15
海宁市危旧房改造有限公司	45000.00	2017/05/26
海宁市盐官新市镇开发有限公司	3000.00	2016/11/23
海宁市妇幼保健院	5500.00	2018/04/19
海宁市农副新产品批发市场有限公司	9960.00	2016/11/26
海宁市实业投资集团有限公司	1540.00	2017/07/21
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	40000.00	2017/08/01
钱江兴业投资有限公司	4300.00	2018/11/06
浙江省基础建设投资集团股份有限公司	27000.00	2016/10/30
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	19242.00	2017/08/01
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	20758.00	2017/08/01
海宁市盐官新市镇开发有限公司	2800.00	2016/11/18
海宁市妇幼保健院	3000.00	2018/04/19
海宁市农副新产品批发市场有限公司	7163.00	2016/11/26
海宁市实业投资集团有限公司	1400.00	2016/07/09
海宁市实业投资集团有限公司	18000.00	2019/03/24
合计	**1456173.00**	

附件3 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.76	60.53	56.70	49.94
资产总额(亿元)	528.11	601.74	702.37	696.29
所有者权益(亿元)	238.29	257.56	282.55	286.10
短期债务(亿元)	39.11	30.06	58.21	64.21
长期债务(亿元)	136.60	183.26	231.62	237.65
全部债务(亿元)	175.72	213.33	289.82	301.85
营业收入(亿元)	55.43	50.21	43.97	9.50
利润总额(亿元)	17.35	13.62	10.13	2.30
EBITDA(亿元)	29.41	27.17	26.23	--
经营性净现金流(亿元)	36.45	18.48	-4.01	-5.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.46	13.10	10.49	--
存货周转次数(次)	0.26	0.22	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.09	0.07	--
现金收入比(%)	86.08	96.42	106.54	58.49
营业利润率(%)	33.81	32.38	29.46	29.55
总资本收益率(%)	5.09	4.08	3.28	--
净资产收益率(%)	5.68	3.97	2.79	--
长期债务资本化比率(%)	36.44	41.57	45.05	45.37
全部债务资本化比率(%)	42.44	45.30	50.64	51.34
资产负债率(%)	54.88	57.20	59.77	58.91
流动比率(%)	199.32	216.75	223.18	242.16
速动比率(%)	104.85	120.07	109.82	110.32
经营现金流动负债比(%)	25.49	12.47	-2.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.98	7.85	11.05	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限资金，其他流动负债已计入短期债务，公司长期应付款计入长期债务。

附件 4　有关计算指标的计算公式(新准则)

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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%

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

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 5　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等级设置及其含义同主体长期信用等。